

2月後半にバーナンキ FRB 議長が中小金融機関破綻の可能性を示唆する発言をして以降、一部ファンドの破綻もあり、一般に信用リスクが小さいとされる米エージェンシー債をはじめとした高格付け債券の流動性までもが枯渇している。そしてこれらの債券を担保に資金を調達するレポ市場が大きく混乱し、一旦落ち着きを取り戻していた短期金融市場が再度混乱の様相を強めている。

この状況下、FRB は昨年導入した TAF (Term Auction Facility; ターム物資金供給の枠組み) の継続と供給額拡大、レポオペ(債券を担保に資金を供給するオペレーション; 通常時も実施) の資金供給期間延長と受入担保種類拡大、そして TSLF (Term Securities Lending Facility; エージェンシー債等を担保に国債を貸し出す枠組み) の創設等、矢継ぎ早に対策を打ち出した。本稿では、これらの対策の効果や限界について、かつて日銀が量的緩和政策において採用した手段との比較を交えながら検証を試みる。

今回打ち出された政策のうち「TAF」「レポオペの期間長期化」は、市場に潤沢な流動性を供給することで市場参加者の動揺を抑えることを目的としている。かつて日銀は量的緩和政策を実施する際に、手形オペや国債現先オペといった通常時から用いている手段の資金供給期間延長を行ったが、今回 FRB も同様の道を歩んでいる。このような流動性供給は、金融機関の資金繰り破綻懸念の沈静化には大きな力を発揮する(図1参照)。しかし、これらの政策は信用リスクのある商品に対しては直接的な影響は及ぼせない。日銀の経験からも分かるように、いかに短期金融市場に資金を潤沢に供給しても、信用収縮が起きている環境下ではクレジットリスクのある世界に資金は行き渡らないのである。

一方で「TSLF」や「レポオペの受入担保種類拡大」は若干性質が異なる政策である。前者は、レポ市場において担保価値が下落しているエージェンシー債等を担保に国債を貸し出すことで、その担保価値を補完する狙いがある。後者は通常の資金供給オペで使用可能な担保に住宅ローン担保証券(MBS)を加えるもので、MBS 市場の安定を狙っている。これらの共通点は、流動性の供給ではなく「信

用」の市場への供給が目的であり、特定の市場に直接働きかけるということである。日本でも同様の手段が実施された。CP 買現先オペは、一部優良企業の CP でさえも買い手がつかない状況に対応したものであった。

しかし日銀が打ってきた様々な政策は、その直接のターゲットであるインターバンク市場やCP市場を越えて、他のクレジットリスクのある市場への資金の浸透には繋がらず、資金は主に国債市場に流れ込んだ。中央銀行は大量の流動性を市場に供給することは可能だが、その先の流れをコントロールし特定の市場に流し込むことは極めて困難であることが皮肉にも証明されてしまった。そこで日銀は様々な批判に晒されつつも、03年に資産担保証券等の買切りオペや株の買取りに踏み切ることになるのである。

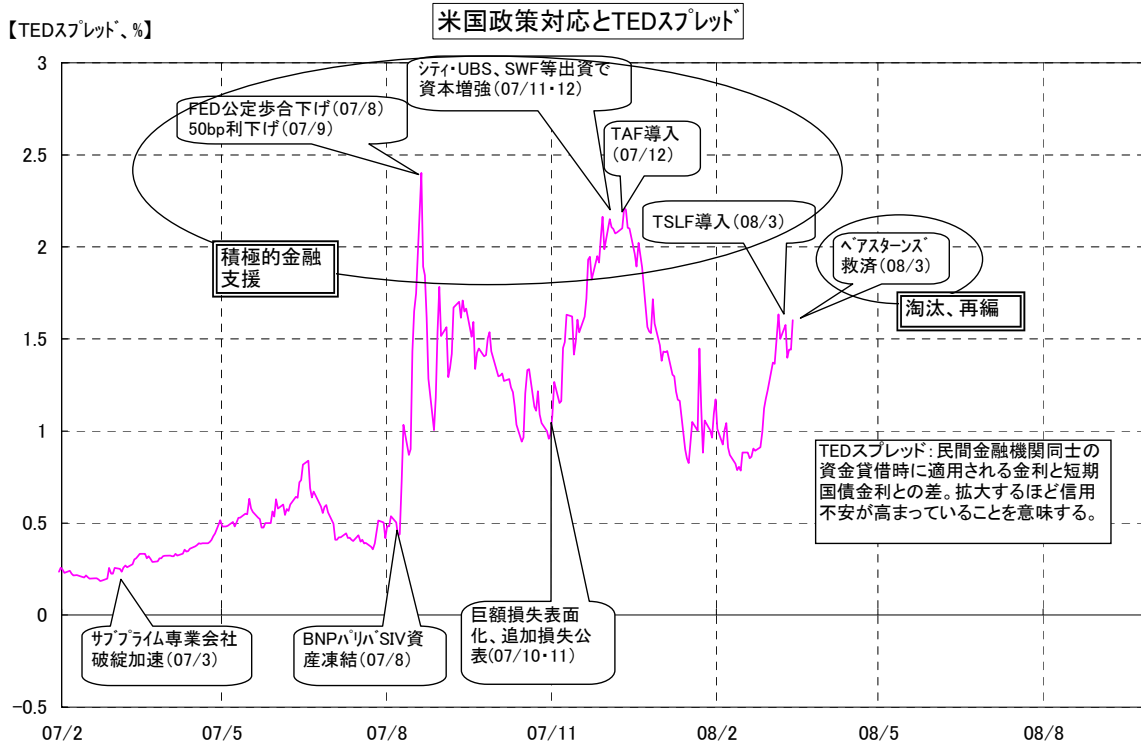
日銀の90年代の対応は消極的、受動的であり、それ故に金融危機的状況に陥ったことは否めないだろう。しかし福井総裁就任以降は前述のような積極的な政策が実施された。今回 FRB はそれを教訓として、早目の対応を実施している。では FRB が日銀と同様に問題資産の直接購入に踏み込めば市場の混乱は収拾するのかもしれない。そんな簡単な話ではないだろう。現在の FRB の対策や問題資産の購入は、問題の根本解決に向けた必要条件ではあっても決して十分条件では無い。

日銀が前述の株買取り等を実施する前には、大手金融機関の破綻・国有化や、金融再生プログラムによる不良債権の強制的な損失計上等により「金融機関の淘汰」「問題資産の適正なプライシング」が行われている(図2参照)。このようなプロセスを経てこそ、問題資産の買い取りが意味を持つようになるのではないだろうか。

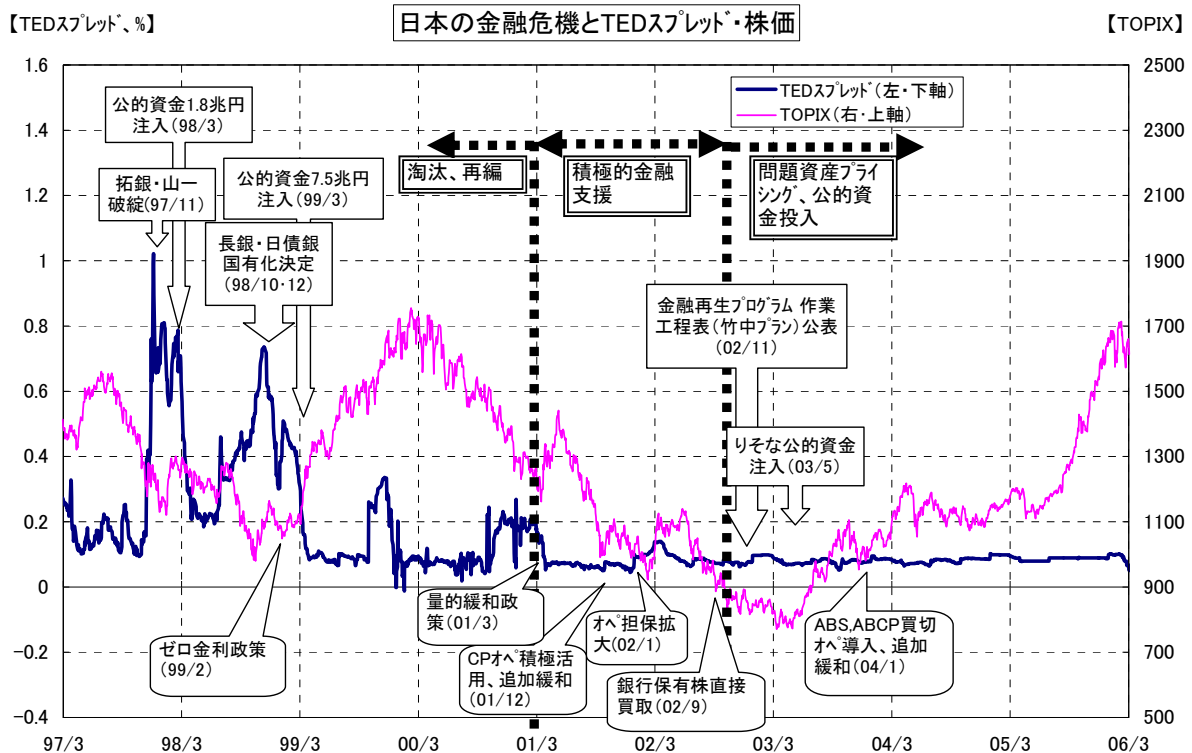
現在の市場は、公的資金の注入を催促するかのような相場展開となっている。しかし拙速な公的資金注入は効果を発揮しない可能性がある。金融機関の淘汰は始まったばかりであり、サブプライム問題の処理は進捗したが LBO 等その他の問題資産の処理はこれからである(図1参照)。公的資金注入が行われる場合、それが市場の淘汰や民間の自助努力を経た上でのものであるか、注視したい。

(2008年3月18日記)

○図1 米国の信用不安とFRBの対応



○図2 日本の金融危機対応



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）