

# リーマンショック・MMF・FRB

伊豆 久

## 1 はじめに

リーマンブラザーズが倒産してから一年が経過した。一時は、一九三〇年代の大恐慌を上回る危機も懸念されたが、少なくとも現在のところ、金融市場は落ち着きを取り戻し、景気も底を打ったように見える。各国中央銀行、政府の緊急対策が一定の成果を挙げたと言ってよいであろう。

では現時点から振り返ると、リーマンショックとは何だったのか、いかなるショックだったのだろうか。

リーマンという一つの会社の倒産が世界経済にここまで大きな影響をもたらしたのは、もちろん第一に、それが、米国金融当局の〈Too Big To Fail〉政策からの転換を示すものとみなされたからである。半年前（〇八年三月）のベアスターンズ危機の際には、FRBの支援のもとで（少なくとも形式上は）倒産を回避し、JPMオルガンによる救済合併が実現していたが、リーマンの場合には、関係者間の調整がまともになかったためとはいえ、結果的に当局が法的な破産を容認した形となった。大手金融機関といえども、常に当局によって救済されるわけではないことが明らかとなったわけで、サブプライムローン関連の巨額の評価損を計上していた大手金融機関の信用リスクが急騰した。短期金融市場でも疑心暗鬼が広がり、資金繰りの悪化と信用リスクの上昇が悪循環を描くようになる。そうなれば、銀行の貸渋りや証券化市場の機能低下（住宅・自動車等の関連融資の減少）を通じて实体经济に影響が及ぶことも不可避であった。

以上が、リーマンショックの主たる構図であるが、しかしもう一つ、これと重複するものの別個の波及経路として、リーマン債のデフォルトがMMF (Money Market Fund) の元本割れを引き起こし、それが短期金融市場の機能低下を増幅させるというルートがあったと思われる。そしてこれが、米国連邦準備制度理事会 (FRB) に従来とは異なる政策を採らせることになったのである。

以下、小稿では、FRBの危機対策という観点から、リーマンショックが短期金融市場に与えた影響を整理検討することとしたい。

## 2 リーマンの破綻とFRB危機対策の変化

FRBは、サブプライムローン問題が深刻化した二〇〇七年末以降、様々な緊急対策を採ってきたが、それらは〇八年九月のリーマンの破綻を境にさらに大きく変化する。

変化の第一は、通貨供給量の急増であり、ショック直前には九六〇〇億ドルだったFRBの資産額 (≠通貨供給額) は一ヵ月後には二兆ドルを超え、現在まで概ねその水準が維持されている。市場での資金のやりとりが困難になったことを受けて、巨額のドルを供給したのである。

もう一つの変化は、追加的に新たな資金供給方法を導入したことであり、右の量的な変化に対して質的な変化と言ってよいかもしれない。

すなわち、〇七年からリーマンショックまでに、FRBは、

① TAF (〇七年二月発表 (以下同じ)、商業銀行向けの入札方式での窓口貸出)

② 為替スワップ協定 (〇七年二月、欧州中央銀行を經由した欧州系金融機関へのドル供給)

③ シングル・トランシュ・オペ（〇八年三月、エージェンシーMBSを対象とするレポ・オペ）

④ TSLF（〇八年三月、大手証券会社保有の高格付けMBSを担保とする国債の貸出）

⑤ PDCF（〇八年三月、大手証券会社向けの窓口貸出）

等の緊急対策を導入してきたが、それらはいずれも、金融機関（大手証券会社を含む）への流動性（ドルまたは国債）の供給という点で共通している。

ところが、リーマンショック後に新たに導入されたのは、CP市場にターゲットを絞ったものばかりであった。リーマン破綻直後の、⑥〇八年九月一九日に発表されたAMLFは、預金金融機関・銀行持株会社に対して、系列運用会社が運用するMMFからABCPを買い取る資金をノンリコースで融資するというものであり、⑦一〇月七日のCPFFは、さらに一歩踏み込んで、FRBがSPVを設立し、それが発行体からCPを購入する資金をFRBが融資するもの、つまりは、実質的にFRBがCPの買い取りを始めたということになる。そして⑧一〇月二日に創設されたMMIFは、同じくFRBが設立したSPVが適格投資家からCPを買い取るための資金をFRBが融資するものであった。

つまり、いずれもCPに流動性を供給するもので、そのルートが、⑥AMLFではMMFの運用会社経由であったものが、⑦CPFFでは発行体からの買取りとなり、さらに⑧MMIFでは投資家からへと広がっていったと言えるであろう。リーマンショックによって、FRBは、ドルの供給額を量的に増大させると同時に、ショック以前の金融機関向け流動性供給では不十分と判断し、CP市場への直接的な資金供給に踏み込んだのである。FRBにこうした異例の措置を促したのは、リーマン破綻を契機に発生したMMF市場における取付け騒ぎであった。

### 3 M M Fにおける取付けの発生

九月二五日にリーマンが破産法の適用を申請した翌日、リザーブ・マネジメント社が、みずからが運用する「リザーブ・プライマリー・ファンド」の元本割れを発表した（一ドルに対して九七セント）。同ファンドは、リーマンの発行した短期債券を七億八五〇〇万ドル保有していたとされる（『日本経済新聞』〇八年九月一八日夕）。

これを契機にM M F全体に対する解約請求が殺到し、事実上の取付け騒ぎが発生したのである。

M M Fは、言うまでもなく預金とは異なり、元本の保証はなく、公的な保険も存在しない。しかしながら、以下のような制度的な措置によって、その安全性は極めて高いとみなされてきた。<sup>(3)</sup> まず第一に、M M Fは、資産の九五%以上を複数の格付け会社から最上位格付けを得ている証券で占めねばならず、また組入れ証券の平均残存期間も九〇日以下でなければならない。

第二に、「ペニー・ラウンディング・メソッド」と呼ばれる四捨五入方法も元本割れを起こりにくくしてきた。日本であれば、元本一万円を基準とし一円未満で四捨五入するため、九九九円五〇銭未満となった時点、すなわち〇・〇〇五%以上の損失が出た時点で元本割れとなる。ところが米国では、一ドル（一〇〇セント）が元本で一セント未満を四捨五入するため、九九ドル五〇セント未満にならなければ、すなわち〇・五%以上の損失が出なければ元本割れとはならないのである。

そして第三に、事実上、運用会社による損失補填が認められている。組入れ証券が格下げまたはデフォルトとなった場合、運用会社やその親会社が、当該証券を買い取るなどして損失を埋めることが可能なのである。運用会社は、投資家からの信託を維持すべく当然に元本割れを回避するはずであり、したがって極めて元本保証に近い金融商品と考えられてきたのである。

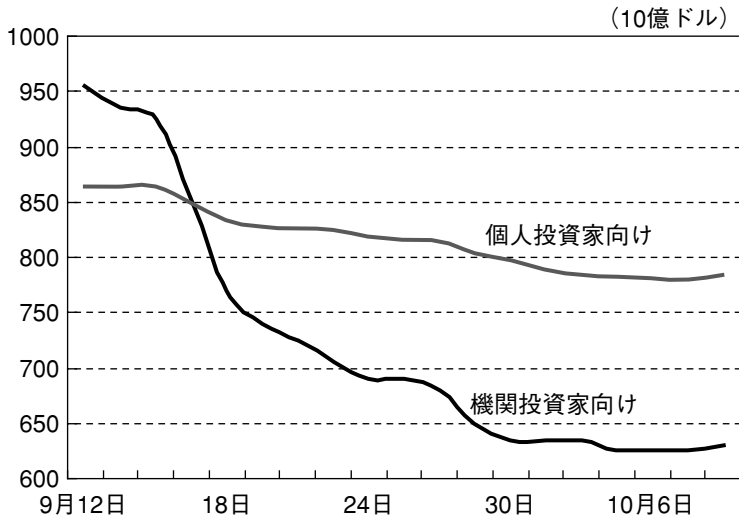
こうした理由から、これまで、米国におけるMMFの元本割れは一九九四年の一件のみであった。ところが、この「安全神話」がリーマン破綻による元本割れ銘柄の発生によって崩壊したのである。短期債務・CP等のデフォルトの拡大が懸念され、また大手証券会社ははじめ経営不安が噂される運用会社（の親会社）の補填能力が疑問視されるようになった。

図1と2で、取付けの状況を見てみよう。米国では、MMFのうち、主たる組入対象を国債・政府機関債に限定しているものを「ガバメント・ファンド」、民間物を主たる対象としその分、高利回りを目指すものを「プライム・ファンド」と分類するが、図1は、プライム・ファンドをさらに、機関投資家向け・個人投資家向けに分けてリーマン破綻後の資産額の推移を示したものである。個人投資家の動きは鈍いが、機関投資家からは解約請求が殺到、九千億ドルを超えていた運用額は一〇月初頭には六千億ドルに急減している。およそ三千億ドルが一瞬にして消えたのであり、MMFはそれに見合うCP等の保有資産の売却を余儀なくされたはずである。

図2は、機関投資家向けのプライム・ファンドの資産額の推移をさらに、その運用会社の系列別（銀行系と証券会社系）にして見たものである。銀行系MMFより証券会社系MMFのほうが激しい取付けにあったことがわかる。これは、先に紹介したように、MMFは運用会社による補填が認められていたものの、リーマンの破綻によって運用会社の補填能力に注目が集まり、大手証券会社の体力により厳しい評価がなされていたことを意味している。

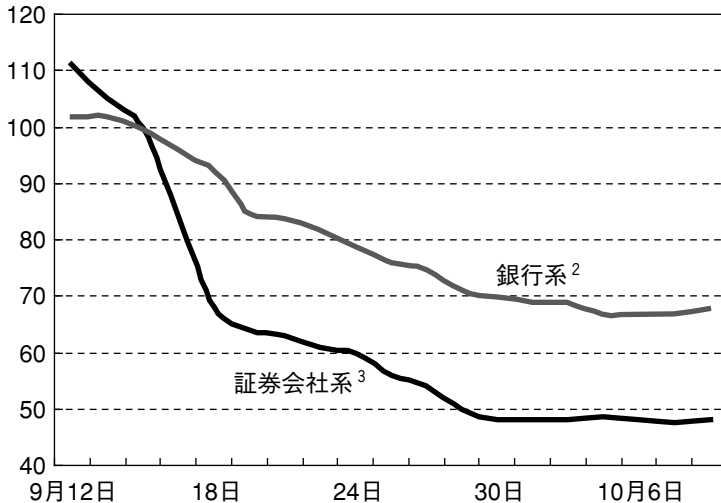
FRBが、先に見たようなCP市場に焦点を絞った資金供給を開始したのはこうした状況下においてであった。また米国財務省も、預金保険に類似したMMF版の保険を導入している。ファンドから、三ヶ月間で純資産の一または一・五ベースポイントに相当する保険料を受け取る代わりに、九月一八日時点の基準価格を保証すると

図1 プライム・ファンドの資産残高



(出所) "US dollar market funds and non-US banks," BIS, *Quarterly Review*, March 2009.

図2 機関投資家向けプライム・ファンドの資産残高<sup>1</sup>



(注1) 2008年9月16日の残高をそれぞれ100として指数化。

(注2) バンクオブアメリカ、バンクオブニューヨーク、パークレイズ、JPモルガン、ステートストリート、ワコビア、ウェルズファーゴ。

(注3) ゴールドマンサックス、メリルリンチ、モルガンスタンレー。

(出所) 図1に同じ。

いうもので、MMFの九八%以上が参加したとされる。実際に政府の保証を受けるケースは現れなかったが（保険は今年九月一八日に終了）、こうした異例の措置も市場の安定に大きく貢献したと思われる。

#### 4 中央銀行とMMF

FRBは、二〇〇七年末から従来にはない手法でドルを供給してきたが、それらの多くは、それまでのFRBの資金供給方法の「特殊性」に由来するものであった。それらは、限られた数のプライマリー・ディーラーのみをカウンターパーティとし、国債等の買切りまたはレポのみを手段とするという従来の制限的な方法を緩和するというところに主眼があったように思われる（注1拙稿参照）。しかし、リーマンの破綻後は、新たに一兆ドルを供給するとともに、MMFを主たる購入者とするCPに流動性を与え始める。ここにこそ、FRBの「非伝統的」政策の核心があつたように思われる。なぜなら、それは、中央銀行の本来の役割を大きく逸脱しているからである。

中央銀行は、「銀行の銀行」として流動性不足に陥った商業銀行に現金を供給する。それが必要なのは、銀行は、短期（一覽払い）の預金と長期の融資債権という期間のミスマッチを常に抱えており、流動性リスクに対して本来的に脆弱だからである。またそうした「最後の貸し手機能」が可能なのは、中央銀行は、同時に「政府の銀行」であることから強制通用力をもちかつ不換紙幣である銀行券の発行という特権を認められており、理屈上無制限の流動性供給をなしうるからである。

しかしながら、MMFに対しては、そうした流動性供給措置は従来認められてこなかった。それは第一に、MMFの抱える流動性リスクは銀行より小さいと考えられるからであろう。MMFの換金性は、銀行の一覽払い預

金と極めて近いが、投資対象（保有資産）は、銀行が流通市場の存在しない中長期の融資債権であるのに対して、MMFの場合は短期債券で流通市場が存在する。第二に、銀行は民間企業とはいえ、その債務は「通貨」として決済システムにおいて決定的に重要な役割を担っているのに対して、MMFは換金性・安全性の高さから準通貨的機能を果たすようになったとはいえず、厳密には価格リスクを含む投資証券に過ぎないからであろう。そして第三に、資金循環全体においては、銀行による資金仲介（間接金融）の役割が、MMFによるそれよりも大きいという事情が、非常に重要であったと思われる。

ところが、こうした状況は過去二〇年ほどの間に徐々に変化し、とりわけここ数年間のクレジット・バブル期に急激な変化を遂げたのである。

預金という資金源泉をもたない投資銀行は、レポやCPを使って資金を調達し、レバレッジを高めたが、それらへの資金提供者は結局のところMMFである。住宅、自動車、クレジットカード、奨学金等の個人向け融資は、米国の実体経済にとって非常に大きな役割を果たしているが、それらは投資銀行による証券化によって維持され、さらにそのファンディングにおいてMMFが中心を担ってきたと言えるであろう（右に述べた第三の要因の変化Ⅱ証券化・直接金融化の進展）。

そして同時に、MMFの投資対象であるレポやCPにおいて大きな変化が生じていた。レポでは、国債のみならず高利回り債やサブプライムローン担保の証券化商品も担保として利用されるようになり、CP市場ではSIVなどが抱えるMBS等を担保とするABCPのウエイトが高まっていた。それらは掛け目の設定や高格付けの維持等によって高い安全性と流動性を維持するはずであったが、サブプライムローンの不良債権化が明らかになると、関連する証券化商品は流動性を失い、したがってMMFでは小さかったはずの流動性リスクが顕在化する



ことになったのである（第一の要因の変化はMMF投資対象の流動性の低下）。

こうした中で、元本割れするMMFが現れある種の取付けが発生した時、FRBは、「伝統的金融政策」の制約を乗り越えて、MMF市場、CP市場に介入せざるをえなくなったのである。

したがって、現在、MMFの投資対象の安全性や流動性を高める方向への制度改革が進められているが、それでも、MMFにおける「最後の貸し手」をどうするかという問題は今後も残るように思われる。

#### 注

(1) 拙稿「バランスシートから見たFRBの金融危機対策」本誌二〇〇九年六月号参照。

(2) ただし、MMIFは設立されたものの、実際には稼動しておらず、今月三日をもって終了する。AMLFとCPFは来年二月一日までの予定。また、FRBはリーマンショック後、これら他に、TALF（〇八年一月、ABSに対する流動性供給）を導入し、さらにAIG向けの特別融資も実施している。

(3) 岩井浩一・三宅裕樹「米国MMFの元本割れ懸念とその回避策」『資本市場クォーター』二〇〇八年春号、三宅裕樹「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」同秋号、松尾健治「過去最大のMMF資金流出で米CP市場が大ピンチ」『週刊金融財政事情』二〇〇八年一月六日号参照。

(い) ず ひさし・客員研究員