

# 米国の金利急騰とFRBの負債構造

伊豆久

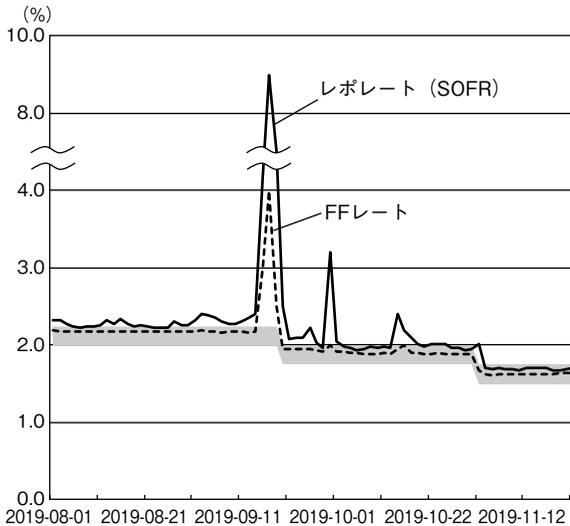
はじめに

九月一六日、米国の短期金融市場で、一時的とはいえ金利が一〇%前後に急騰するという「事件」があった(図表1)。FRBがバランスシートの縮小(いわゆる「正常化」)を進めてきたとはいえ、量的緩和によって市場には巨額の余剰資金が存在しているため、短期金利がFRBの誘導目標(当時二・〇〇(二・二五%)を大幅に上回るというのは想定しづらい事態であった。

## 1 金利急騰の原因

指摘されている原因は以下の三点に整理できるであろう。<sup>(1)</sup>

図表1 短期金利の推移



(注) 2019年8月1日～11月12日。日次。SOFR (The Secured Overnight Financing Rate) は、取引加重平均ベースの、国債を担保にした翌日物レポレートの指標の一つで、最も多くの取引をカバーしている。レポレート指標については、FRBNY, "Additional Information about the Treasury Repo Reference Rates"参照。金利はどちらも当日の99パーセントタイトルで、ほぼ最大値。網掛けがFFレートの誘導目標。

(出所) FRBNY, Markets Data Dashboardデータより作成。

一つは、当日が法人税の納付日かつ発行国債の決済日だったことである。納税時には企業の銀行預金が政府のF R B預金（政府預金）に振り替えられるが、その際、銀行のF R B預金（準備預金）が同額減少する。国債の決済も同様で、（買い入れたのが銀行であれ証券会社・機関投資家であれ）発行金額分が準備預金から政府預金に振り替えられ、その分、短期金融市場は逼迫することになる。

しかしながら、これだけでは金利急騰の説明にはならない。納税も国債発行も事前に予定されている上、こうした財政資金の受け払いに対して適宜資金を供給・回収し、準備預金をコントロールするのは中央銀行（金融調節）の基本的な業務だからである。それに現在は、量的緩和により準備預金は一兆ドルを越える余剰状態にあり、財政要因による準備預金のわずかな減少が金利の上昇につながる資金逼迫を招くとは考えにくいのである（にもかかわらず、この財政資金の揚げ超は、他の要因と重なることで、今回の金利急騰の一因になったと思われるが、それについては後述する）。

原因の二つ目は、全体としての資金は余剰であったものの片寄りがあり、裁定が働かないまま、一部の金融機関（おそらく証券会社）が異常な金利での資金調達を余儀なくされたというものである。図表1が示すように、問題となった金利の急騰はレポ市場で生じており、F F (Federal Fund) レートは上昇したとはいえ四％程度でとどまっている。つまり、F F市場での資金の出し手が、それだけの収益チャンスを見逃したことになるが、その理由は、以下のような米国短期金融市場の構造と最近の規制強化によると考えられる。

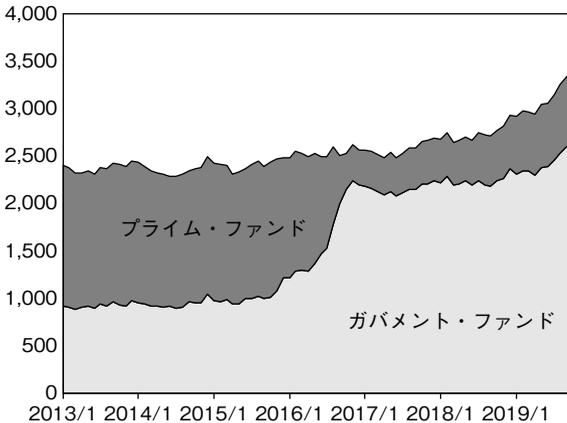
米国のF F市場は、日本の無担保翌日物コール市場に相当するが、日本のコール市場には、銀行だけでなく、証券会社、保険会社、投資信託などの非預金金融機関も参加しているのに対して、米国のF F市場の参加者は銀行（と政府系金融機関）に限定されている。他方、レポ市場は、銀行だけでなく非預金金融機関を含めた市場（オー

プンマーケット）であり、そこではおおよそMMFが資金の出し手、（国債の保有・デューリングのための資金を調達する）証券会社が資金の借り手となっている。今回は、（FRレイトではなく）レポレートが急騰したわけであるから、証券会社が資金調達に迫られたにもかかわらず、銀行もMMFも資金供給を渋ったと想像される。そして、銀行やMMFが資金供給に消極的だったのは、リーマン・ショック後の金融規制の強化によるところが大きいであろう。

銀行は、金融危機後強化された自己資本規制、流動性規制により、バランスシートの拡大に抑制的となっていた。FF市場で資金を調達しレポ市場で運用すれば稼げたはずの利鞘を見送ったのはそのためである。MMFも、同じく危機後のMMF規制改革により、民間債務への投資のウェイトの高い「プライム・ファンド」からTB投資を中心とする「ガバメント・ファンド」への移行が急速に進んだ（図表2）。その結果、一部の証券会社が資金調達できず、レポレートの異常な上昇が発生したのである。

金利急騰の三つ目の原因として考えられるのは、準備預金の急速な減少である。FRBは二年前から保有債券額を引き下げており（図表3）、それにもなつて準備預金も減少している。とはいえ、その額は所要準備を大

図表2 MMFの資産額



(注) 10億ドル、2013年1月末～19年10月末、月次。  
ガバメント・ファンドが、資産の99.5%以上を国債・政府機関債・現金（またはそれらを担保とするレポ）で運用するのに対して、プライム・ファンドは民間債を組み入れることで高利回りを旨とする。

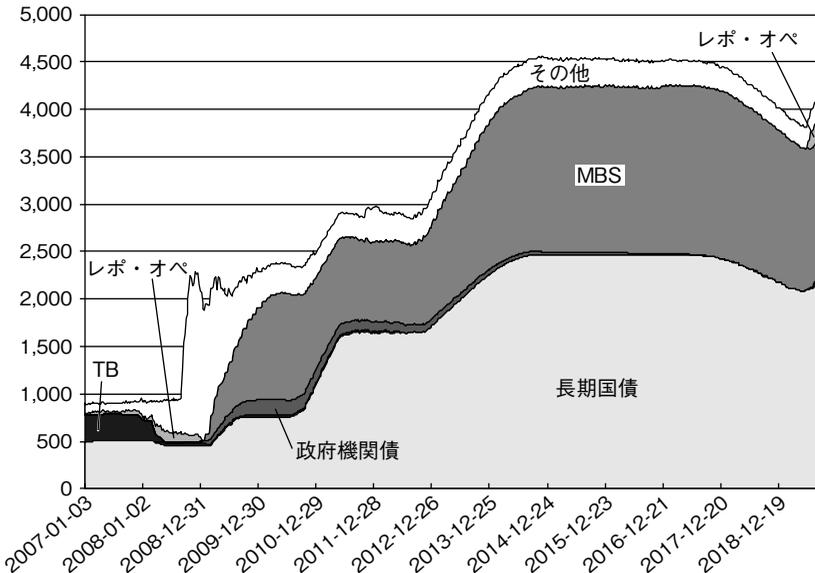
(出所) ICI (www.ici.org), Statisticsより作成。

銀行は、金融危機後強化された自己資本規制、流動性規制により、バランスシートの拡大に抑制的となつてい

大きく上回っており、市場での資金不足を招くとは考えにくかった。しかしながら、準備預金は、FRBのバランスシート全体の縮小だけでなく、他の負債項目の増大の影響も受けて、その減少のスピードは速く、市場もFRBもそのインパクトを正確に理解できなかった可能性がある。図表4が示すように流通現金が傾向的に増加しているほか、それ以外の負債も、全体に占める比率は小さいものの大きく変動しながら増加しているのである。

今回の金利急騰の背景は以上のように整理できると思われるが、以下小稿では、FRBの「負債」に着目し、リーマン・ショック後の変化を検討することとしたい。危機対応や量的緩和によって、FRBの「資産」の構成や大きさについては周知のこととなっているが、負債については、現金と準備預金がほとんどを占め、それ以外の項目が注目されることは少なかったように思われる。しかしながらその変化からは、日本とは異なった米国独特の国庫金管理

図表3 FRBの資産



(注) 10億ドル、2007年1月3日～19年11月20日、週次。  
 (出所) FRB, H. 4. 1より作成。以下の図表4、5、8、12について同じ。

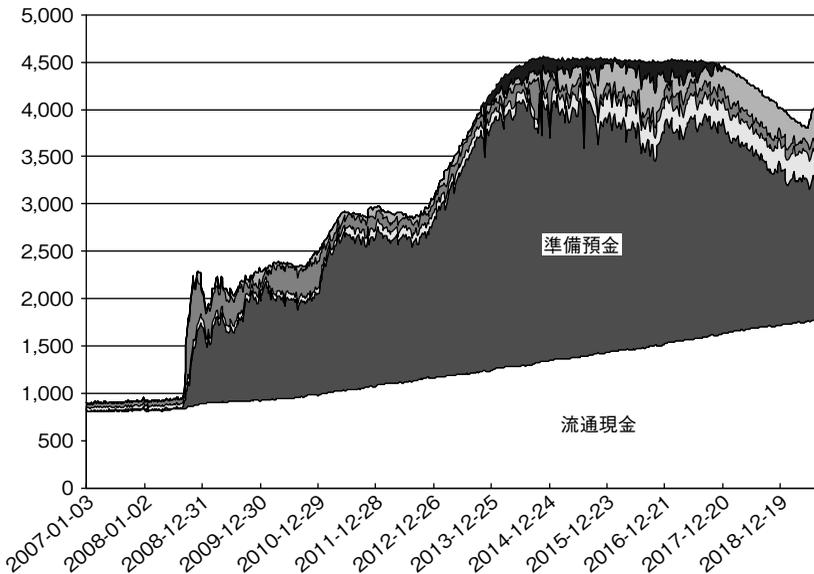
や金融調節の方法を読み取ることができ、それらが今回の金利急騰でも重要な意味をもったと考えるからである。

## 2 FRBの負債構造

準備預金が急速に減少した主な原因は、もちろん、FRBの資産（国債・MBS）の削減（＝「正常化」の推進）であるが、負債の側におけるその他の構成の変化も大きい。

FRBの負債で、準備預金に次ぐ金額となっている「流通現金」は、その名の通りFRBが発行したドル紙幣の発行残高のことで、<sup>(2)</sup>図表4が示すように、金融危機まではFRBの負債の九割程度を占める最大項目であった。その後、量的緩和によって準備預金が急増しているが、流通現金はその影響を受けていない。一般的に、紙幣発行残高は金融政策によってもコントロールできず、おむね当該国の経済成長にともなう民間部門の現金ニーズに<sup>(3)</sup>応じて漸増する。

図表4 FRBの負債



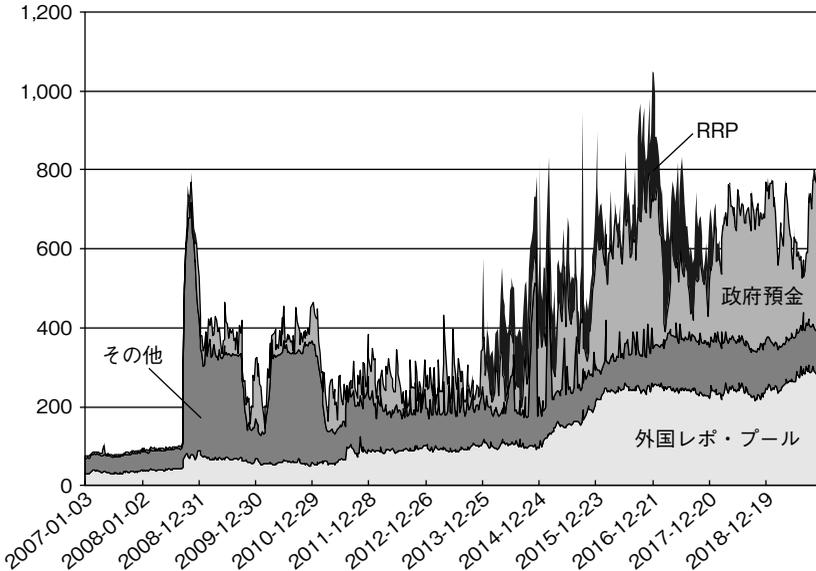
したがって、流通現金は、金額としては非常に大きい  
 が、FRBの負債構造の変化を考える上では重要な意味  
 を持っているわけではない。そこで、以下では、負債合  
 計から「流通現金」と「準備預金」を除いた、「外国レポ・  
 プール」、「その他」、「政府預金」、「RRP」について（図  
 表5）、順に検討することとする。

### 3 「外国レポ・プール」

「外国レポ・プール (Foreign Repo Pool)」とは、外  
 国中央銀行等のFRBNY(ニューヨーク連邦準備銀行)  
 預金を日次ベースでリバース・レポに置き換えたもので  
 ある。それによって、外国中銀等は、外貨準備の運用に  
 おいて、市場金利(TBレポレート)ベースの運用収益  
 を得ることができるといえる。これが、二〇一五年に大きく増加  
 しているが(一四年の平均一〇〇〇億ドルが一五年には  
 同二五〇〇億ドル、図表5)、これは以下のような政策  
 変更による。

従来は準備預金管理の効率化のため、この「プール」

図表5 FRBの負債（流通現金と準備預金を除く）



には上限が設けられていた。ところが量的緩和によって「準備預金が余剰となった状況の下では、「プール」サイズのわずかな変化に対応したFRB債務の構成変化が無担保短期市場に影響を与えることはない」との判断から、二〇一五年にそれが緩和されたのである。量的緩和によって準備預金の細かな管理が不要となった一つの例で、後述する「政府預金」では同様のことがより大きな意味をもって生じている。

#### 4 「その他」

「その他」の負債は、ここで挙げている項目に含まれないものすべてで、主に、資本金、準備預金以外の預金（国際機関、GSE等）等から成るもので、通常、大きく変化することはない。例外的に、リーマン・ショック直後に急増しているが（図表5）、これは危機時の臨時措置にともなう特別の財務省預金（後述のSFA）が含まれているためである。

リーマンの倒産直後、FRBは、AIG、証券会社、銀行への緊急貸出を急増させたが、関連して二つの難題があった。一つは、MMFの元本割れによって市場は事実上、機能を停止していたが、それはCPや証券化商品など民間の債務を担保とする取引についてであり、TBを担保とする取引は可能で、むしろTBは品不足状態にあったことである。もう一つは、当時、まだFフレートの誘導目標値は二・〇〇%で（〇・〇〇%）〇・二五%まで下げられるのはリーマン倒産から二ヵ月後の一二月一六日。図表6）、その水準を維持するべく、緊急措置によって供給された資金のうち余剰部分については回収の必要があったことである。流動性不足に陥った個別金融機関には資金を供給する一方で、マクロ的な資金余剰は解消しなければならなかったのである。この二つを同時に解決するための方策がSFP（Supplementary Financing Program）<sup>(14)</sup>で、これは、財務省とFRBが協力して、

不足するTBを追加供給（＝発行）し、余剰資金を市場から回収するというものであった。ただしこのTB発行は、財務省の資金調達のためではないため、発行代わり金は、通常の政府預金とは区別してSFA (Supplementary Financing Account) としてFRBに預金され（当該TBの償還に用いられるほかは）凍結されたのである。したがって、このSFAは、危機の発生とその収束にあわせて急増・遞減し、解消されていく（図表7）。「その他」は、このSFAを含んでいるため、図表5のような推移となったのである。

## 5 「政府預金」

図表8は、FRBの負債を示す図表4・5から「政府預金」のみを取り出

図表6 FRBの政策金利の推移

決定日	RRP金利	FFレート目標	準備預金金利	公定歩合
2008.04.30		2.00%		2.25%
2008.10.06		—	準備預金への付利を決定 <sup>2)</sup>	—
2008.10.08		1.50%		1.75%
2008.10.29		1.00%		1.25%
2008.12.16		0.00%～0.25%	0.25%	0.50%
2013.09.17	RRP実施を決定 <sup>1)</sup>	—	—	—
2015.12.16	0.25%	0.25%～0.50%	0.50%	1.00%
2016.12.14	0.50%	0.50%～0.75%	0.75%	1.25%
2017.03.15	0.75%	0.75%～1.00%	1.00%	1.50%
2017.06.14	1.00%	1.00%～1.25%	1.25%	1.75%
2017.12.13	1.25%	1.25%～1.50%	1.50%	2.00%
2018.03.21	1.50%	1.50%～1.75%	1.75%	2.25%
2018.06.13	1.75%	1.75%～2.00%	1.95%	2.50%
2018.09.26	2.00%	2.00%～2.25%	2.20%	2.75%
2018.12.19	2.25%	2.25%～2.50%	2.40%	3.00%
2019.05.01	—	—	2.35%	—
2019.07.31	2.00%	2.00%～2.25%	2.10%	2.75%
2019.09.18	1.70%	1.75%～2.00%	1.80%	2.50%
2019.10.30	1.45%	1.50%～1.75%	1.55%	2.25%

1) 初回（9月23日）は金利0.01%、1先最大5億ドル。その後、15年12月まで、金利（0.10%まで）と金額（1先300億ドルまで、総額3,000億ドルまで）を段階的に引き上げつつ実施。

2) 準備預金への金利は、当初、所要準備には<積み期間におけるFFレート目標の平均値-10bp>が、超過準備には<積み期間におけるFFレート目標の最低値-75bp>が適用されたが、その後、10月22日、11月5日の微調整を経て、12月16日以降は、所要準備と超過準備の両方に同じ金利（その時点は0.25%）を適用。

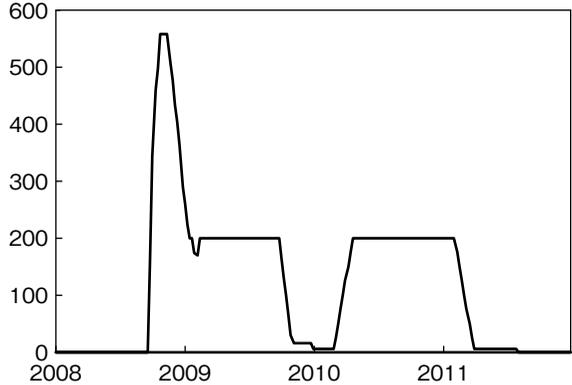
（出所）FOMC, Statementより作成。

したものであるが、①リーマン・ショック前は、極めて少額で安定していたものの、②金融危機後急増し、さらに③二〇一五年から大きく増加するという特徴的な動きをしている。こうした変化をもたらしたのは、以下のような制度変更であった。<sup>(6)</sup>

① 国庫金の民間銀行預金

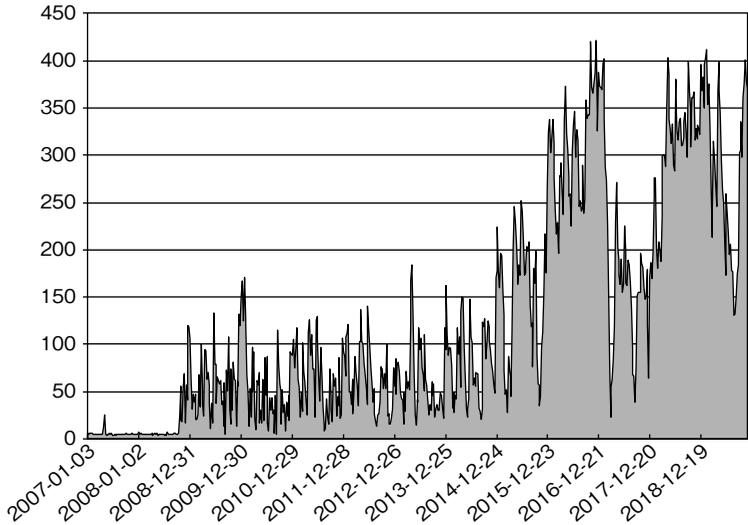
まず、リーマン・ショックまでは、米国の国庫金のほとんどは、実はFRBではなく、Treasury Tax and Loan Note Accountsとして多数の民間銀行に分散して預金されていた。FRBに預金されるのは約五〇億ドル

図表7 SFA (Supplementary Financing Account)



(注) 10億ドル、2008年1月2日～11年12月28日、週次。  
(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表8 FRBの負債 (政府預金)



程度に制限されていたのである。

日本の場合を見てみよう。国庫金の受け払い（納税や年金の支払い等）のほとんどは日銀の歳入代理店等の資格を得た民間銀行で行われているが、それはその都度（原則二営業日後）日銀の政府預金口座に振り替えられている。その結果、（量的緩和と以前の通常時であれば）準備預金総額は国庫金の受け払い日ごとに大きく変動することになるが、日銀は各種のオペによってその変動をならし誘導対象であるコールレートをコントロールしてきたのである。

それが米国では、民間銀行の窓口で納税された資金は、FRBの政府預金口座に送金されることなく、民間銀行に設けられた財務省口座で保持された。つまり、日本では、「政府の銀行」機能は日銀に独占されているわけであるが、米国では民間銀行も政府預金を預かる「政府の銀行」であった。民間銀行口座にある政府預金は、FRBの政府預金口座が五〇億ドルを下回りそうになった時点からはじめて、FRB口座に振り替えられるのである。

こうした特異な国庫金管理方法がとられてきた理由は、まず、この場合財政資金のやりとりのほとんどが民間銀行間で完結するため、準備預金の増減が生じず、その平準化のためのオペが不要となることである。（量的緩和前の）日銀が期間も様々な資金供給・吸収両方のオペを駆使するのに対して、FRBは原則として翌日物の資金供給オペ（レポ・オペ）のみで、資金吸収オペを実施するのは稀であったが、その違いの一因は日本では小口決済における現金使用率が高いこと（現金の流出入にともなう準備預金の大きな変動）にあったが、国庫金管理に関する以上のような違いによるところも大きかったと思われる。また、民間銀行の国庫金預金には、FFレイト・二五%の金利が付されることになっており、財政収入獲得の手段ともなっていたのである。<sup>(7)</sup>一方の

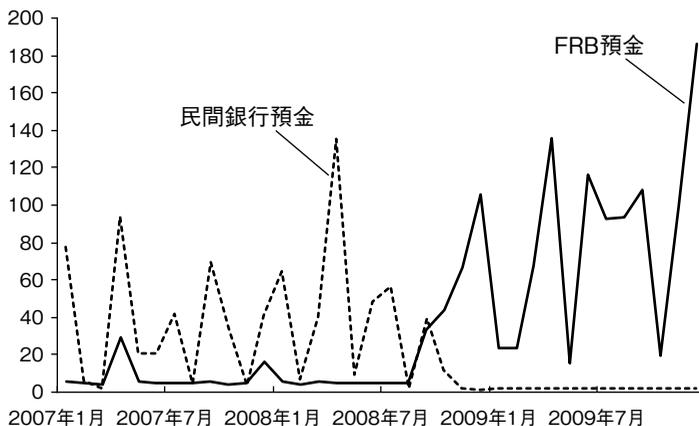
受け入れる銀行側は〇・二五%のサヤを抜けた。

## ②量的緩和にともなうFRB政府預金口座への集中

ところが、量的緩和の開始によって、国庫金の民間銀行預金は意味を失ってしまふ。まず、準備預金が所要準備を大きく上回るようになったため、FRB政府預金口座の増減が準備預金の増減をもたらしても、FRBが対応する必要はなくなった。また、FRレートがゼロ近辺まで下がったため、そこから〇・二五%を差し引くとマイナスとなり、財務省が金利収入を得ることはできなくなった。さらには、準備預金への付利が始まったため、国庫金の銀行預金にともなう銀行のFRB預金（準備預金）増加分は、FRBの利払いの増加（したがってFRBから財務省への国庫納付金の減少）となり、財政収支上もマイナスとなった。

そのため、量的緩和開始後、財務省は国庫金のほぼ全額をFRBの政府預金口座に移すことにしたのである。図表8が示す二〇〇八年末からの「政府預金」の急増はそのために生じた変化であり、図表9は同じものを財務省の側から、民間銀行預金

図表9 財務省の預金勘定



(注) 10億ドル、2007年1月～09年12月、月次。

(出所) Treasury Bulletin, various issues, TABLE UST-1.Elements of Change in Federal Reserve and Tax and Loan Note Account Balancesより作成。

を含めて示したものである。

### ③二〇一五年の改革

さらに財務省は、二〇一五年五月に国庫金管理政策を変更した。<sup>(8)</sup>変更の一つは、FRBの「政府預金」残高を、一五〇〇億ドル以上で、かつ国庫支出金の一週間分をカバーする水準へ引き上げるというものであった（従来のカバー水準は二日分）。変更の目的は、国債発行システムが停止する万一のリスクに備えることで、それに該当する例として、二〇〇一年の「九・一一」、二二年一〇月の台風サンディによる混乱<sup>(9)</sup>、今後発生しうるサイバーテロを挙げている。

もう一つの変更点は、短期国債発行額の引き上げであった。財務省は、安定的な資金調達と調達コストの抑制のため、政府債務全体の満期の長期化を進めているが、とはいえ、債務残高に占める短期債務の比率が約一一％まで下がっているのは異例で、金融危機後のMMF改革等によってTBへの需要が高まっていることも踏まえると、より積極的な短期債務の発行が、全体的としての資金調達コストの低減につながるとした。そしてその後実際に、図表10が示すように、TBの残高比率が引き上げられている。

こうした国庫金管理政策の変更も、政府預金の増加の一因となったのである。

FRBの「政府預金」の扱いに関するこうした経緯を振り返ると、財政資金の受け払いにもなう準備預金の増減へのきめ細かな対応という、日本では常識と考えられている金融調節が、米国では少なくとも同等の慎重さではなされてこなかったのではないかと推測される。そしてその始まりは、リーマン後の量的緩和開始時ではなく、(国庫金の民間銀行預金制度によって)それ以前にさかのぼるのである。そのうえ、一五年からは「政府預金」

がさらに大きくなりまた変動も激しくなると同時に、「正常化」によって準備預金は急速に減少してきた。こうした点を踏まえると、今回の短期金利急騰の一因として、納税と発行国債の決済による財政資金の揚げ超を挙げることが、あながち見当はずれとは言えないように思われる。

## 6 「RRP」

FRBの負債項目で残るのは「RRP」であるが、これは、量的緩和からの「正常化」において重要な意味をもつ政策対応であった。

FRBは、量的緩和からの「正常化(Normalization)＝出口戦略」を、初めにFFレートを引き上げ、そのあとにバランスシート(≠保

有債券額≠準備預金)の縮小に着手するという順序で進めてきた<sup>10)</sup>。実際、金利の引き上げは二〇一五年一二月に開始されたが、債券保有額の縮小が始まったのはその二年後の一七年一〇月であった(図表6、図表11)。

つまり、余剰準備が存在するなかで市場金利を引き上げるわけで、そのためには余剰準備にFFレートと同等の金利を付すことが必要になる。FFレートが準備預金金利より高ければ、銀行は余剰準備をFF市場で運用し

図表10 国債残高

年度末・月末	合計	うち市場性証券		
		小計	うちTB(対小計比)	
2014	12,784,971	12,271,552	1,409,628	11.5%
2015	13,123,847	12,831,867	1,355,231	10.6%
2016	14,173,424	13,638,303	1,644,759	12.1%
2017	14,673,429	14,175,677	1,799,570	12.7%
2018	15,761,155	15,250,078	2,239,473	14.7%
2018年 6月	15,466,564	14,955,425	2,157,412	14.4%
7月	15,569,493	15,057,714	2,205,355	14.6%
8月	15,785,389	15,273,684	2,340,414	15.3%
9月	15,761,155	15,250,078	2,239,473	14.7%
10月	15,843,329	15,328,902	2,257,391	14.7%
11月	16,044,318	15,531,248	2,388,456	15.4%
12月	16,101,667	15,589,671	2,339,374	15.0%
2019年 1月	16,101,227	15,591,458	2,298,360	14.7%
2月	16,250,898	15,740,600	2,395,382	15.2%
3月	16,204,392	15,910,365	2,479,407	15.6%
4月	16,192,789	15,853,656	2,383,330	15.0%
5月	16,202,283	15,914,391	2,353,292	14.8%
6月	16,188,422	15,906,333	2,250,354	14.1%

(注) 100万ドル、年度末は9月末。

(出所) Treasury Bulletin, September 2019, p. 20, Table-FD 2より作成。

図表11 最近のFRBの政策

	政策金利 (FFレートの目標)	量的緩和	短期金利急騰対策
2017年6月14日		17年10月からの保有債券縮小計画を発表。	
2017年10月		月額100億ドル (国債60億ドル、MBS40億ドル) の縮小を開始。 縮小額は、3ヵ月毎に計100億ドル (国債60億ドル、MBS40億ドル) ずつ、計500億ドルになるまで拡大。	
2018年10月		予定通り、月額500億ドル (国債300億ドル+MBS200億ドル) の縮小を開始。	
2018年12月19日	0.25%引き上げ (2.25%~2.50%) 声明文に「さらに数回の緩やかな引き上げが適切」と明記。		
2019年1月30日	声明文から上記文言を削除し、引き上げの停止を示唆。		
2019年3月20日		5月から縮小額を月額500億ドルから350億ドル (国債150億ドル+MBS200億ドル) に引下げ、9月末をもって縮小を停止すること (ただし、10月からMBSを月額200億ドルずつ削減し同額を国債に振り替える) を発表。	
2019年7月31日	0.25%引き下げ (2.00%~2.25%)	9月末予定の縮小停止を7月末に前倒し。	
2019年9月16日			短期金利 (レポレート) が急騰。
2019年9月17日			レポ・オペ (翌日物750億ドル) を実施。以降、連日実施。
2019年9月24日			レポ・オペ (2週間物300億ドル) を実施。以降、随時実施。
2019年9月18日	0.25%引き下げ (1.75%~2.00%)		
2019年10月4日			レポ・オペ計画を発表。 翌日物 (750億ドル、11月4日まで毎日)、期日物 (350~450億ドル、6~15日物、10月末までに8回)。
2019年10月11日 (臨時FOMC)		TBオペ (月額600億ドル) を20年6月末まで実施。準備預金の額を9月上旬の水準 (約1兆5千億ドル) 以上に維持。	レポ・オペ計画を発表。 翌日物 (750億ドル、毎日)、期日物 (350億ドル、週2回) を少なくとも20年1月末まで。
2019年10月23日			レポ・オペの増額を発表。 翌日物1,200億ドル、期日物450億ドル (10月24日と29日のみ)。
2019年10月30日	0.25%引き下げ (1.75%~2.00%) 前回声明文にあった「経済拡大を支えるために適切に行動する」を削除し、引き下げ打ち止めを示唆。		
2019年11月14日			年末越えのレポ・オペを発表。 42日物2回 (250億ドル、150億ドル)、 28日物1回 (150億ドル)。

(出所) FOMCとFRBNYのStatementより作成。

ようとし市場が混乱するからである。こうした準備預金金利の引き上げによって、銀行間市場の問題は解決されたが、非銀行部門（証券会社やMMFなど）の参加する、先述のレポ市場についてはまた別の対応が必要であった。<sup>(11)</sup>

F R Bに準備預金を保有するのは銀行に限定されているため、準備預金金利の引き上げは、レポ市場には直接的な影響はない。<sup>(12)</sup> 市場メカニズムが理屈通り働くなら、F F市場とレポ市場の間で裁定取引が行われ、両者の金利が大きく乖離することはないのであるが、この二つの市場間では、今回の金利急騰で明らかになったように十仲裁定が働かない可能性が高い。そうなると、F Fレートと準備預金金利を引き上げても、より実体経済に近いレポレートは上昇せず、金利引き上げが尻抜けになってしまうのである。

そこで、F R Bは、まだ金利引き上げが始まる前の二〇一三年九月から、「正常化」開始に向けた準備作業として、オープンマーケット参加者を対象とする資金吸収オペを開始した。それが、R R P (Reverse Repurchase Agreements: リバース・レポ・オペ) である。具体的には、①F R Bのオペ先は、通常、プライマリー・ディーラーと呼ばれる二〇社程度の証券ディーラー（投資銀行等）に限定されているが、それを、M M Fや銀行等に広<sup>(13)</sup>げ、②固定金利での（初回は〇・〇一％）、翌日物リバース・レポ・オペを開始したのである（図表6の注1参照）。これは、つまりは、従来、預金金融機関に限定されていた（有利子の）準備預金保有を、（リバース・レポの形を取りながらも実質的には）M M F等の非預金金融機関にも認めるということに他ならない。こうすることによって、レポレートもF Fレートと同様にF R Bが直接コントロール可能となったのである。そして、図表6が示すように、二〇一五年一二月からF Fレート（誘導目標）が引き上げられていくと、目標の下限に設定されたR R Pレートも一緒に引き上げられていった（準備預金金利は誘導目標の上限）。

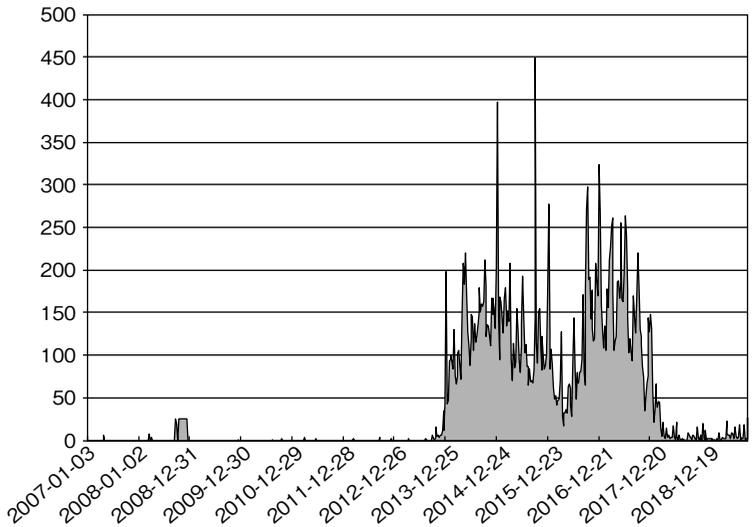
このRRPは、図表12が示すように開始直後から一定の規模に達していたが、昨年（一八年）に入り急減している。その理由は単純で、前述したTBの発行額引き上げを背景とするTB利回りの上昇、TBディーラーのファンディング・ニーズの高まりによるレポレートの上昇である。TB利回りやレポレートがRRPレートを上回るようになったため、MMF等がRRPのオペに反応しなくなったのである。つまり、昨年の時点で、RRPは、「正常化」過程におけるレポレートの下支えという役割を終えたと言えるであろう。

しかしながら、RRPは、レポレートのFFレート目標以下への低下を防ぐものであつて、目標以上への上昇を防ぐことはできない<sup>(14)</sup>。巨額の準備預金が存在する以上、短期金利が誘導目標を大幅に上回るとは考えられなかったであろう。

### おわりに

九月の金利急騰を受け、FRBはレポ・オペとTBオペを復活させた（図表11参照。また図表3でも確認可）。レポ・オペは、かつてはFRBの主要な金融調節手段であつたが、量的緩和の開始以降は実施されていなかった。

図表12 FRBの負債（RRP）



それをおよそ一〇年ぶりに復活させたのである。TBの買い切りオペも同様である。

つまり、レポレート急騰という事態に対して、その直接の原因である証券ディーラーの資金不足に対応すべく、プライマリー・ディーラーをオペ先とするレポ・オペによって資金を供給したのである。同時にそれは、マクロ的には準備預金の増加をもたらすもので、FRBは「(金利急騰前の)九月上旬の準備預金水準を維持する」としている(図表11の一九九一年一月一日参照)。これによって、短期金融市場は落ち着きを取り戻すであろう。しかしながら、今年三回行われた金利の引き下げに続くこれらの措置によって、量的緩和からの「正常化」はさらに大幅に遅れることになった。

レポ・オペ等の復活について、FRBは、「純粹にテクニカルなもので、金融政策のスタンスを変更するものではない」とし、これまでの量的緩和政策とも異なるとしている。<sup>(15)</sup> というのは、これまでの量的緩和が、長期金利の抑制を目的としていたのに対して、今回の準備預金水準の引き上げはレポ・オペやTBオペによるもので長期金利に直接作用しないからである。

この点、日本の量的緩和(異次元緩和政策)が、(長期国債買入れによる長期金利の抑制というより)主として準備預金の増大による貨幣数量説的效果や「期待に働きかける効果」を狙ったものであったことを踏まえると、今回のFRBの政策は、そうした日本的な量的緩和でも、長期金利の押下げを目指した従来のFRBの量的緩和でもない、第三のタイプの量的緩和政策と言うこともできるであろう。

注

(1) 金利急騰の直後に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)において、執行部(FRB NYのデスク・マネジャー)

は、法人税の支払い、国債の決済のほか、「短期市場での主な貸し手が、高まる（証券）ディーラーのファンディング・ニーズに積極的に対応しなかった」こと、「いくつかの銀行が（事前のアンケート調査で）報告した水準を大きく超える準備を維持した」と、「MMFが潜在的な資金流出に備えて流動性を抱え込んだ」とに言及している（"Minutes of the Meeting of September 17-18, 2019," p. 5）。

また、FRBのパウエル議長は、一〇月三〇日のFOMC後の会見で、短期金利の急騰は「驚きだ」とし、「我々は、適切な準備の最低水準を注意深くサーベイしているが、多くの銀行が、それを上回る準備を保有しながら金利の上昇したレポ市場にそれを投資しなかった。それはなぜか」「我々は、それについて注意深く分析を進めているところだ」と、原因はまだ明らかでないこと示唆する一方で、資本・流動性規制が原因なのかと尋ねる記者には「そうは考えない」と回答している（[www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCprescon20191030.pdf](http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCprescon20191030.pdf) (pp. 12-13, 22)）。

(2) なお、硬貨は、造幣局 (United States Mint) で製造されたものを、FRBが額面で買い入れており、発行額がFRBの負債となることはない。この点は日本も同様である（造幣局で製造、財務省から日銀に交付＝発行。日銀が同額（＝買取代金）を政府一般会計内の「貨幣回収準備資金」に入金）。

(3) ただし、ドル紙幣の場合、発行残高の三分の二近くが海外で流通していると推測されている。

(4) FRBNY, "Domestic Market Operations during 2015," p. 27.

(5) SFPについては、拙著『金融危機と中央銀行』九州大学出版会、二〇一六年、五一、五四頁参照。

(6) 以下、「政府預金」については、Paul J. Santro, "Evolution of Treasury Cash Management during the Financial Crisis," *Current Issues* (Federal Reserve Bank of New York), vol. 18, no. 3, 2012に拠る。

(7) FRBの政府預金は無利息であるが、付利されたとしてもFRBの利益はほとんどが国庫納付されるため、財政収支

上は意味がない。

- (8) U.S. Department of the Treasury, Press Release, "Quarterly Refunding Statement of Acting Assistant Secretary for Financial Markets," May 6, 2015.
- (9) 大型台風によってNYSEが二日間の休場を余儀なくされるなど、金融システムへも大きな影響があった。
- (10) FRBは、当初は(二〇一一年六月)、はじめに量的緩和を縮小し、そのあとに政策金利を引き上げるという順序を決定していたが、その後、QE3を経て、一四年九月に順番を入れ替えている。バランスシート縮小の長期金利への影響をより慎重に判断したものと思われる。
- (11) 以下、RRPについては、Josh Frost, et. al., "Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool: Some Design Considerations," *FRB Finance and Economics Discussion Series*, 2015-010より、FRBNYのオペ年次報告書("Domestic Open Market Operations")の二〇一三年版以降の各号参照。
- (12) この点、日本の場合、準備預金制度(預金金融機関が受け入れている預金額に応じて日銀に当座預金残高を維持する制度)の対象外である証券会社や証券金融会社なども当座預金を保有している(現在のマイナス金利付きの補完当座預金制度のもとで、プラス、マイナスの付利の対象でもある)。したがって、ここで述べている米国のような問題は、日本では生じない。
- (13) MMF約一〇〇社、証券会社、銀行、GSE計約一五〇社(RRPのオペ先のリストは、FRBNYのウェブサイト、Reverse repo counterpartiesに掲載)。日々変動はあるが、応札額のほぼ九割程度はMMFが占めた。取引先種別のオペ額の実際は、FRBNYのReverse Repo Data by Counterparty Type (9/23/2013 to 6/30/2019)で公表されている。

- (14) 誘導目標以上への金利上昇を防ぐ政策手段として、銀行間市場に対しては、公定歩合貸出がある(図表6)。これは、通常のオペ(資金供給)が、FRB側から日時や金額を指定して入札形式で行うのに対して、銀行からの申し込みによって(適格担保の範囲内で)FRBが自動的・受動的に資金を供給するというものである。したがって、FFレートが公定歩合を上回りそうな時には、銀行はFF市場ではなくFRBから資金を借り入れること(それによってFFレートは公定歩合を上回らない)が期待されているのである。ところが実際には、FRBからの(入札形式をとらない)相対での借り入れは、市場で資金調達が足りないことを示す「恥辱(Stigma)」として忌避される傾向が強く、公定歩合貸付は、FFレートの上限を画する機能を十分には果たしていない。リーマン・ショック時のFRBの課題の一つは、いかにSigmaを回避して市場に資金を供給するかであった(この点は前掲『金融危機と中央銀行』三八〜四〇頁参照)。なお、日本でも、同様の制度が「補完貸付」という名称で整備されているが、日本の金融市場ではStigma現象は生じていない。

レポ市場についても、現在、公定歩合貸付と同様の、自動的・受動的なRRPの導入が検討されているが、やはり、Sigmaの懸念が指摘されている(FOMC, "Minutes of the Meeting of October 29-30, 2019, pp. 6-7")。

- (15) FOMC, "Statement Regarding Monetary Policy Implementation" and "Frequently Asked Questions for the Federal Open Markets Committee's Statement Regarding Monetary Policy Implementation" October 11, 2019.

(いず ひさし・客員研究員)