

FRBのコロナ危機対応策と財政資金

伊豆 久

はじめに

新型コロナウイルスが世界に広がって一年余りが経過した。小稿では、米国FRBをとりあげ、これまでのコロナ危機対応策と現状、財政資金供給と金融調節の関係について簡単に整理してみたい。

1 FRBのコロナ危機対応策

昨年三月以来、FRBは、長期国債とMBSを大量に購入するとともに、企業への直接融資を含む危機対応策を相次いで発動した(図表1)⁽¹⁾。主な資産の推移を見ると(図表2)、一時は流動性の低下も懸念された長期国債の急増が目を引く。この時期、純発行された国債のほとんどは短期国債であったが、FRBの買い入れた国債は、長期債のみで短期国債の保有残高は増加していない(この点後述)。

その他の危機対応策は、額としては小さいものの、そこには、企業への直接融資や、投機的格付け債を含むETFの買入れなど、リーマン・ショック時にも実施されなかった異例の措置が含まれ、大きな注目を集めた。資金供給額の推移を見ると(図表3・4・5)、これらのなかでは為替スワップが突出して大きい。これは、パンデミックの発生によって外為市場でもリスク回避姿勢が強まるなか、日本や欧州の民間金融機関のドル調達を緩和すべく巨額のドルを供給したものである。日欧の金融機関は、短期のドルを調達して長期のドル資産に

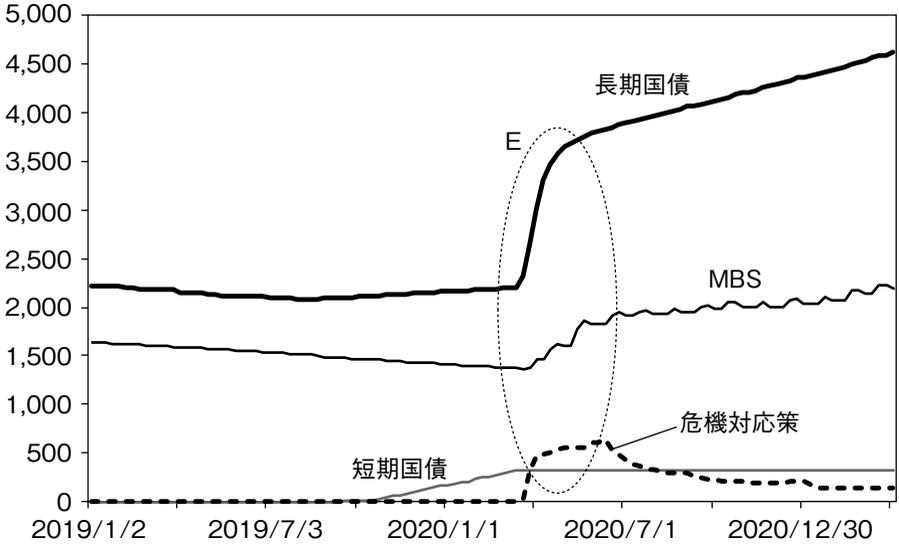
図表1 FRBのコロナ危機対応策

| 危機対応策 | 決定日 | 概要 | 終了日 |
|--------------------|----------------|--|-------------|
| 政策金利 (FF金利誘導目標) | 3月3日 | 0.50%引き下げ (1.00%~1.25%)。 | — |
| | 3月15日 | 1.00%引き下げ (0.00%~0.25%)。 | |
| 債券の買入れ | 3月15日 | 向こう数カ月で国債5,000億ドル以上、MBS2,000億ドル以上。 | — |
| | 3月23日 | 買入れ額を無制限に。CMBSも対象に。 | |
| | 6月10日 | 向こう数カ月現在のペースで買入れ (4週前比国債931億ドル増、MBS518億ドル増)。 | |
| 為替スワップ | 3月15日 | 外国中銀5行との常設為替スワップの金利を引き下げ。既存の1週間物に12週間物を追加。 | — |
| | 3月19日 | 外国中銀9行と新規為替スワップ協定。 | |
| 公定歩合貸付 | 3月15日 | 預金金融機関向け固定金利貸出。公定歩合を (FFレート誘導目標上限と同じ) 0.25%とし「ベナルティ分」を除去。満期を翌日物から90日に延長。 | — |
| PDCF | 連邦準備法第13条第3項適用 | 3月17日 | 21年3月末 |
| MMMFL | | 3月18日 | 21年3月末 |
| PPPLF | | 4月9日 | 21年6月末 (予定) |
| CPFF | | 3月17日 | 21年3月末 |
| TALF | | 3月23日 | 20年12月末 |
| CCF | | 3月23日 | 20年12月末 |
| | | 4月9日 | |
| Main Street | | 4月9日 | 21年1月8日 |
| Municipal | 4月9日 | 20年12月末 | |

(注) 「決定日」はいずれも2020年、「終了日」は新規融資・買入れの終了日で残高は維持。財務省からの信用補完のうち、CPFFとMMLFは為替安定基金を用いたもの、それ以外は CARES法 (20年3月27日成立) にもとづく。なお、PDCFとPPPLFは、担保が十分であることから財務省からの信用補完はなされていない。

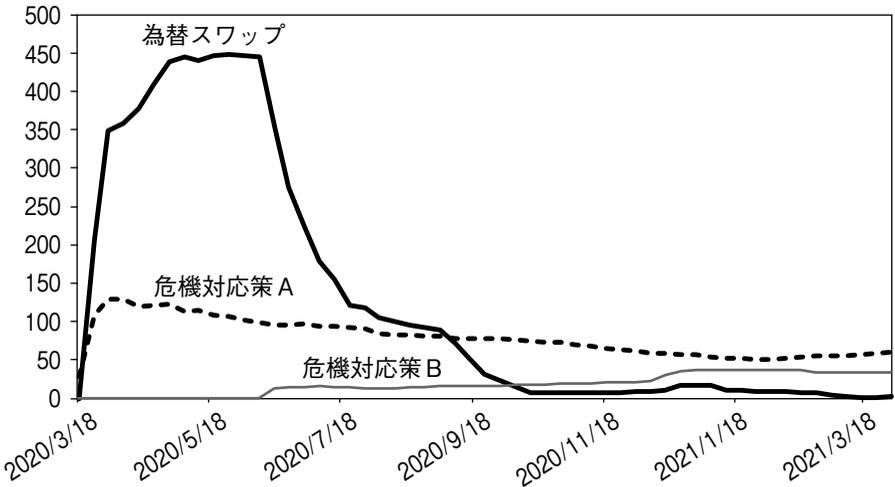
(出所) FOMC決定文等より作成。

図表2 FRBの主な資産



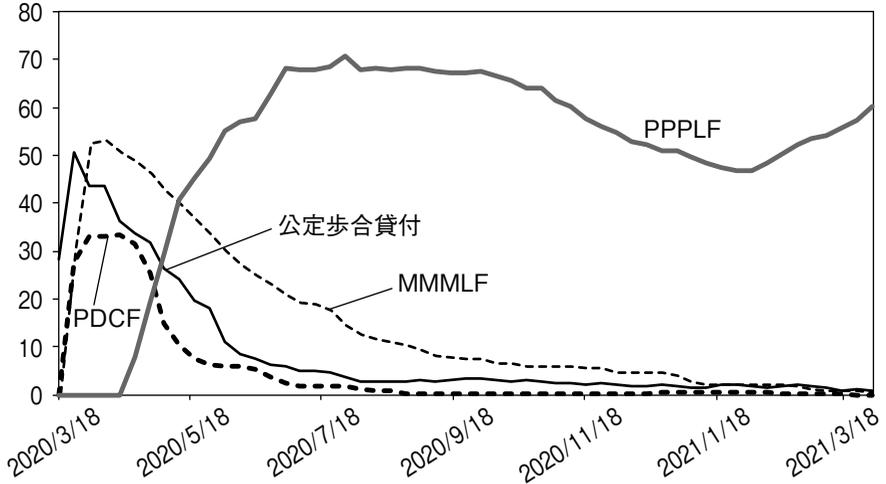
(注) 10億ドル。2019年1月2日～21年3月31日（毎水曜日）。
 (出所) FRB, H. 4.1 より作成。

図表3 危機対応策



(注) 10億ドル。2020年3月18日～21年3月31日（毎水曜日）。
 図表2の「危機対応策」の内訳。
 (出所) FRB, H. 4.1 より作成。

図表4 危機対応策A

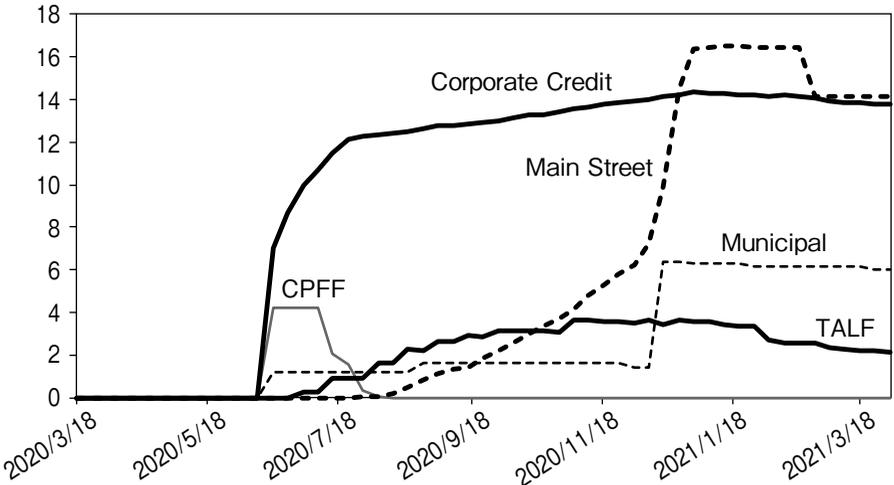


(注) 10億ドル。2020年3月18日～21年3月31日（毎水曜日）。

図表3の「危機対応策A」の内訳。

(出所) FRB, H. 4.1 より作成。

図表5 危機対応策B



(注) 10億ドル。2020年3月18日～21年3月31日（毎水曜日）。

図表3の「危機対応策B」の内訳。図表2は連結ベースのため、FRBからSPVへの貸出額と財務省の出資額の合計であるが、図表3と5はSPVを通じた資産買入残高のみを表示。

(出所) FRB, H. 4.1 より作成。

投資しているが、そこでドルの資金繰りがつかなくなると、保有ドル資産を投げ売りするほかなくなり、米国の資本市場も大きな影響を受ける。そこで、FRBが海外中央銀行経由で世界の銀行にドルを供給したのである。⁽²⁾

他の資金供給を見ると、銀行向け（公定歩合貸付）、大手証券会社向け（PDCF）、MMF向け（MMFL）などの金融市場向けが昨年春に急増したものの、夏までには市場も落ち着き供給額のほとんどが返済されている（図表4）。

こうした危機対応策のうち、リスク負担を伴う資金供給については、財務省が出資したSPVを経由するなど形で信用補完されており（図表1）、リスク負担は財務省、流動性供給はFRBという役割分担が堅守されている。⁽³⁾この点、日銀が自らのリスク負担で、CP・社債、株式ETFを買い続けているのと対照的である。⁽⁴⁾米国ならば財政が担う役割も負担するというのは、日銀の伝統的特徴の一つである。

2 緊急措置の終了

FRBのコロナ危機対応策のうち、CARES法（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act）にもとづく財務省出資によるもの（TALF・CCF・Main Street・Municipal）については昨年一二月末をもって新規の資金供給を終え、為替安定基金からの出資によるもの（PPFF・MMLF）と財務省の信用補完を伴わないもの（PDCF）については今年三月末に終了した（図表1）。PPPLFはさらに三カ月延長）。

終了は、CARES法にもとづく財務省の決定によるが、⁽⁵⁾それについては政権交代に伴う一種の嫌がらせではないかとの解釈も見られた。実際、図表5が示すように、中小企業向け支援策（Main Street）や地方政府支援策（Municipal）では、昨年末に駆け込み的な資金供給増を確認できる。ただし、図表4・5から明らかのように、

それら以外については新規の貸出は昨年夏以降ほとんどなされておらず、これら危機対応策は、必要な役割を終えたとの判断もあったのではないかと思われる。リーマン時を振り返っても、FRBでは、危機対応はあくまで一時的な例外措置であって、必要性が低下すればできるだけ早期に終了させようとする傾向が強い。

3 財政資金と金融調節

コロナ危機に対しては、政府（財政）は、上記FRB関係の出資とは別に、家計や企業に対して巨額の資金給付を行っており、またそのために国債発行も急増したが、そのことが、FRBのバランスシートや金融調節にどのような影響を与えたのか、見てみよう。

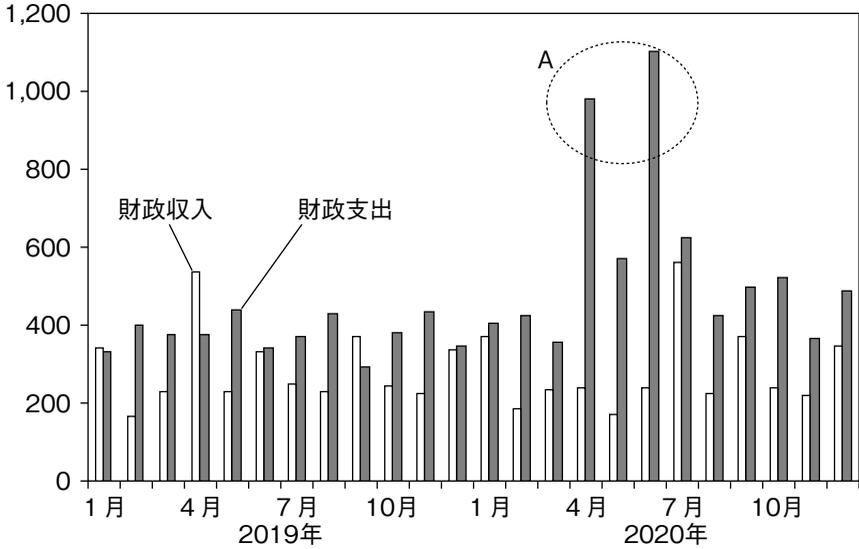
(1) 二〇二〇年春

米国政府の月次ベースの財政収支を見ると、昨年四月～六月の三カ月間で、約二兆ドルの財政赤字が生じたことがわかる（図表6のA部分）。これが昨年⁽⁵⁾のコロナ対応の財政支出にほぼ対応するが、この二兆ドルはどのようにファイナンスされたのだろうか。

同じく昨年四月～六月の国債発行残高の推移を見ると、短期国債（TB）を中心に三兆ドル近く増加している（図表7のB部分）。財政赤字（二兆ドル）を大幅に上回る巨額の国債純発行（三兆ドル）がなされたことになるが、ではその一兆ドルの余剰資金はどうなったのだろうか。それを示すのが図表8（C部分）の政府預金⁽⁶⁾のほぼ同額の増加である。

つまり、昨年春、米国政府はコロナ対策として巨額の資金を給付したわけであるが、それを上回る国債が発行

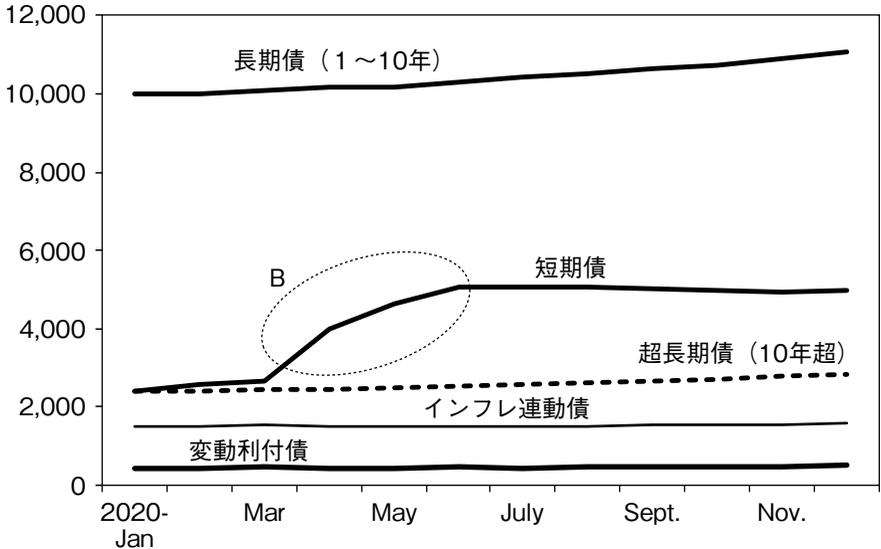
図表6 米国の財政収支



(注) 10億ドル。2019年1月～2020年12月(月次)。

(出所) Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, March 2020 and 2021, p.12, Table FFO-1より作成。

図表7 国債発行残高



(注) 市場性財務省証券。10億ドル。2020年1月～12月(月末)。

(出所) Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, March 2021, p.20, Table FD-2より作成。

され、その結果、国庫金（政府のFRB預金）が約一兆ドル増加したのである。

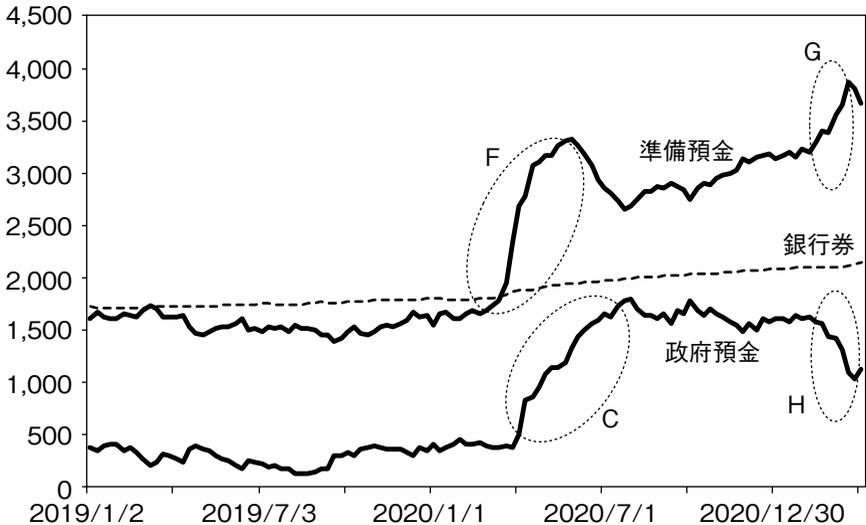
では民間銀行との関係では資金はどう動いたのだろうか。

約二兆ドルの財政赤字とは、家計・企業部門の民間銀行口座に同額の資金が振り込まれることを意味する。図表9（D部分）を見ると確かに、ほぼ同額の預金の急増を確認できる。通常、民間銀行の預金は、銀行自身の貸出によって増加するが（いわゆる信用創造）、ここでは預金増加のほとんどが、銀行貸出ではなく財政資金の流入によって生じたことになる。

同時に民間銀行のFRB預金口座（準備預金）には、同額（二兆ドル）が振り込まれているが、その一方で約三兆ドルの国債純発行の結果（当然、それは全額が民間で消化されている）、民間銀行の準備預金は約一兆ドル減少するはずである。

しかしこの時並行して、FRBは、約一・五兆ドルの長期国債と約〇・五兆ドルのMBSを買い、さらに前述

図表8 FRBの主な負債

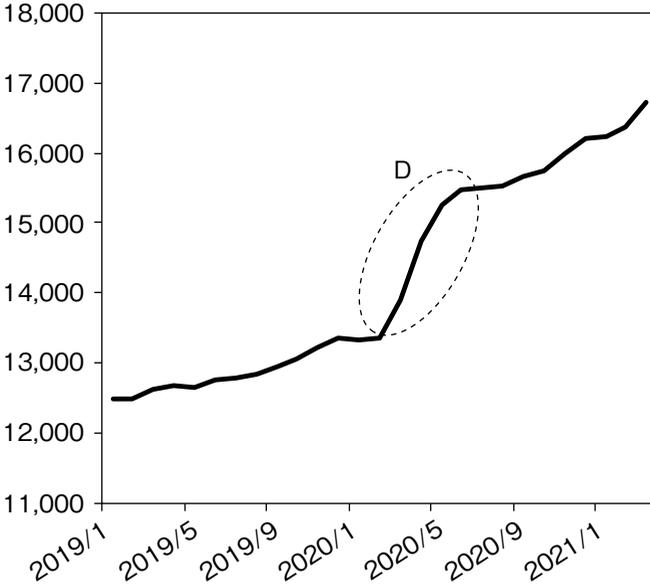


(注) 10億ドル。2019年1月2日～21年3月31日（毎水曜日）。
 (出所) FRB, H. 4.1 より作成。

の為替スワップ等の危機対応策によって約〇・五兆ドルを貸し出し、計二・五兆ドルという巨額の資金を市場に供給している（図表2のE部分）。つまり、民間銀行の準備預金は、財政支出と国債発行によって約一兆ドル減少するものの、FRBからの約二・五兆ドルの供給によって、差し引き一・五兆ドルほど増加したのである（図表8のF部分）。

以上をまとめると、図表10のようになるが、つまり、この時期に、政府預金が増加したのは、国債純発行により市場から調達した金額が、財政支出により市場に供給された金額よりも大きかったからであり、それにもかかわらず、民間銀行の準備預金が減少するどころか逆に急増したのは、財政・国債関係の揚げ超をはるかに上回る資金をFRBが供給したからである。しかも、この時期に発行された国債は短期国債がほとんどであ

図表9 米銀の預金



(注) 米国商業銀行の預金。10億ドル。2019年1月～21月3月（3月は24日まで）。

(出所) FRB, H. 8, Table 3より作成。

図表10 2020年4～6月の政府・FRB・民間銀行の資金フロー

政府預金1兆ドル増加＝国債純発行3兆ドル－財政赤字2兆ドル
 準備預金1.5兆ドル増加＝(財政赤字2兆ドル－国債純発行3兆ドル)
 ＋FRBの資金供給2.5兆ドル

るにもかかわらず、FRBは保有短期国債を増加させず長期国債ばかりを買っている(図表2)。これは、市場から金利リスクの高い長期国債を吸収する一方で、低リスクの短期国債を市場に保有させることで、金融市場の安定化を図ったものと思われる。

(2) 二〇二一年三月の調節〜SLRとリバース・レポ

足元において(二一年三月)、政府預金が増減し、準備預金が増している理由も、同様に考えると明らかである(図表8のG・H部分)。バイデン政権は、新たなコロナ対策として、一人あたり一四〇〇ドルの給付を含む二兆ドル規模のコロナ対策法案(American Rescue Plan Act)を成立させ、その給付が早速三月中旬より開始されている。そのため、そのままFRBの政府預金が増減し、民間銀行の準備預金が増加しているのである。

こうした状況を受け、FRBは三月一七日に、テクニカルではあるが重要な意味をもつ決定を下している。リバース・レポの取引先あたりの金額をそれまでの三〇〇億ドルから八〇〇億ドルへと大幅に引き上げたのである。

昨年三月よりFRBのFFレート誘導目標は〇・〇〇%〜〇・二五%であるが、同時に準備預金の金利は〇・一〇%、公定歩合は〇・二五%に設定されている。銀行であれば、FRBに〇・一〇%で預金でき、かつ万の場合には〇・二五%で借り入れられるということであり、したがってそれが翌日物銀行間金利の上限・下限となるはずである。しかしながら、銀行以外は——例えば、広義の短期金融市場での主たる資金の出し手であるMMFB——はこの対象外であるため、レポ・レートなどは〇・一〇%以下へも低下することがありうる。そこで、FRBは、正常化が視野に入った二〇一三年から、MMF等を対象としたリバース・レポ・オペを開始し、MMF等

の非預金金融機関からも（リバース・レポの形で）事実上の預金を受け入れ、レポ・レートの過度の下落を抑制してきたのである。⁽⁷⁾

そして今回、その一取引先あたりの金額を大幅に引き上げたのは、巨額となった準備預金を吸収するためである。前述の事情から準備預金は急増し約四兆ドルにも達しているが、それが、S L R (Supplementary Leverage Ratio) 規制の再開もあいまって、市場への過度の負担となることを回避しようとしたのである。⁽⁸⁾

S L Rとは、（リスクを加味した資産総額に対する自己資本規制とは別に）リスクウエイトに関係なく総資産に対する一定の自己資本を要求する規制であるが、パンデミックを受けて昨年三月には、国債と準備預金は対象外とすることを決定していた。それによって、大量の国債発行、F R Bの大量の資金供給が可能となったのである。ところがF R Bは、緊急事態は終息したとの判断から、先月一九日に、四月からは元のルールに戻すと発表した。そのため、銀行にとってはバランスシートの拡大は、それが準備預金であっても資本規制にかかわるものとなったのである。

しかし、コロナ関連の財政支出が増加すれば、準備預金の拡大は避けられない。そこでリバース・レポを拡充すれば、銀行に預金されていたM M F資金はリバース・レポに向かい、その分、銀行のバランスシートは縮小する。

M M F等非預金金融機関の資金を直接受け入れることには、かつてはF R B内部に慎重論もあったが、それよりも準備預金の増加とS L Rの正常化を重視したということであろう。

以上のように、F R Bはコロナ危機対応を順次終了させているが、それは、ワクチン接種が進んでいるからで

はないであろう。主な経済対応は政府（財政）によって担われており、金融市場の混乱も昨年夏にはほぼ収まっていたからである。残るのはマクロ的な政策の正常化——債券買入れの縮小と金利の引き上げ——であるが、これについては、FRBは一時的な物価上昇を容認すると表明しており、極めて慎重である。そうした主張の背景と妥当性については、機会を改めて検討することとしたい。

注

(1) 昨年三月末までのFRBの対応策については、拙稿「FRBのコロナ危機対応策——リーマン危機との比較——」本誌二〇二〇年四月号参照。

(2) ただし、希望するすべての国にドルが供給されたわけではない。FRBは、為替スワップ協定を、日本等常設五カ国のほか、昨年三月一九日には一時的措置として韓国等九カ国に拡大したが、トルコやインドネシアなどに対しては拒絶した。Steve Johnson, "Dollar liquidity measures leave some countries out in the cold," *Financial Times*, May 17, 2020参照。

(3) C P F Fは、リーマン・ショック時にも設立されているが、その時の財務省は、設立そのものは認可するものの、FRBからの出資要請は断っている（T A R P資金利用第一号としての適否の判断の違い）。今回はそうした混乱はなかった模様である。リーマン時のC P F Fについては、バーナンキ（小此木潔訳）『危機と決断』（下）角川書店、二〇一五年、一〇一頁、ポールソン（有賀裕子訳）『ポールソン回顧録』日本経済新聞出版社、二〇一〇年、四三六頁参照。

(4) 日銀のコロナ対応策については拙稿「日本銀行のコロナ危機対応策」本誌、二〇二〇年八月号、損失への対応を含め

た引当金制度については、拙稿「日本銀行の引当金について」二〇一八年一二月号を参照。

- (5) 一月一九日付のムニューシン財務長官の手紙 (<https://home.treasury.gov/>) と、翌日付のパウエルFRB議長の返信 (<https://www.federalreserve.gov/>) が公開されている。
- (6) 米国の国庫金のほとんどは、かつては民間銀行に預金されていたが、二〇〇八年末の量的緩和(QE)の開始以降FRBに集中されることになった。米国における国庫金の扱いの変遷とその背景については、拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」本誌二〇一九年一二月号、一五―二〇頁参照。
- (7) リバース・レポの役割については、前掲拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」二〇一三三頁参照。
- (8) リバース・レポ拡大とSLRの関係については、“Treasury Markets-Overflowing,” *The Economist*, March 20, 2021, p.62参照。

(ご) ひやう・客員研究員)