

資金余剰下の金利引き上げ

（FRBとMMF）

伊豆 久

はじめに

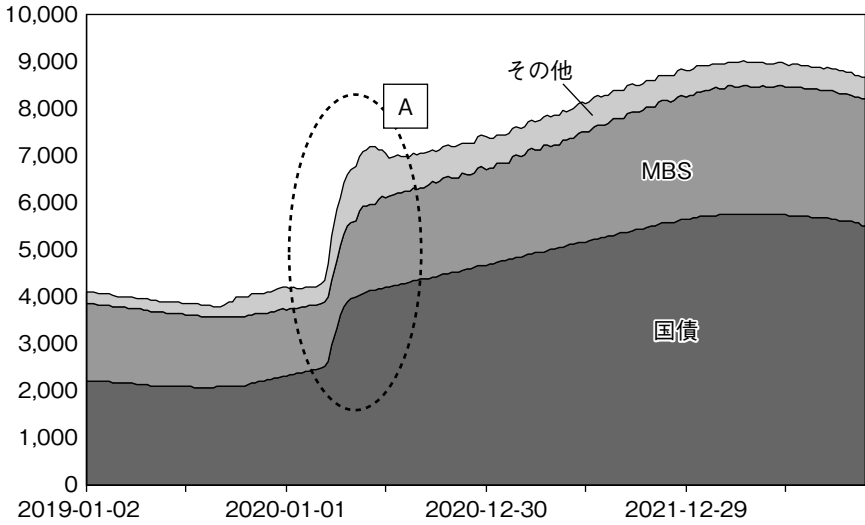
四〇年ぶりとも言われる物価高騰に対して、米国FRBは急速な利上げを進めている。今年初めに〇・〇〇〇・二五％だった政策金利は、現在三・七五〜四・〇〇％まで引き上げられ、この年末から年初にかけてさらに一％以上の上昇が見込まれている。

小稿では、こうした急速な金利引き上げが、FRBのバランスシートや短期金融市場にどのような影響を与えているのか検討してみたい。

リーマン・ショック後の量的緩和政策によってFRBのバランスシートは約四兆ドルに拡大していたが、コロナ危機への対応でそこからさらに倍増し現在は約九兆ドルという、リーマン前のほぼ一〇倍の規模に達している（図表1）。このことは負債側では、まずは準備預金の増加として現れたが、図表2が示すように最近の変化はそれにとどまらない。

第一にFRBが連邦政府から預かっている国庫金である「政府預金」が二〇年春のコロナ危機時に急増し、その後急減している。第二に昨年初めからRRP（リバースレポ）が増加し、準備預金に近い規模に達している。

図表1 FRBの資産

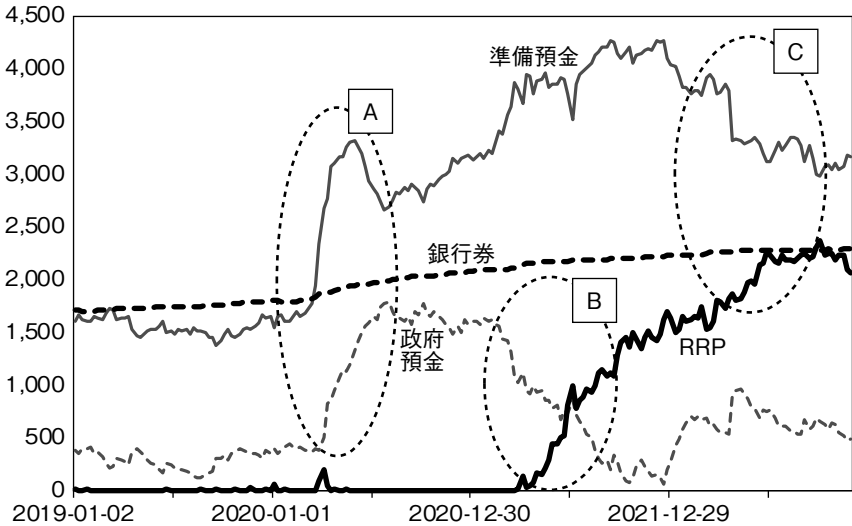


(注) 10億ドル。2019年1月2日～22年11月23日(週次)。

その他=総資産-国債-MBS

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表2 FRBの主な負債勘定



(注) 10億ドル。2019年1月2日～22年11月23日(週次)。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

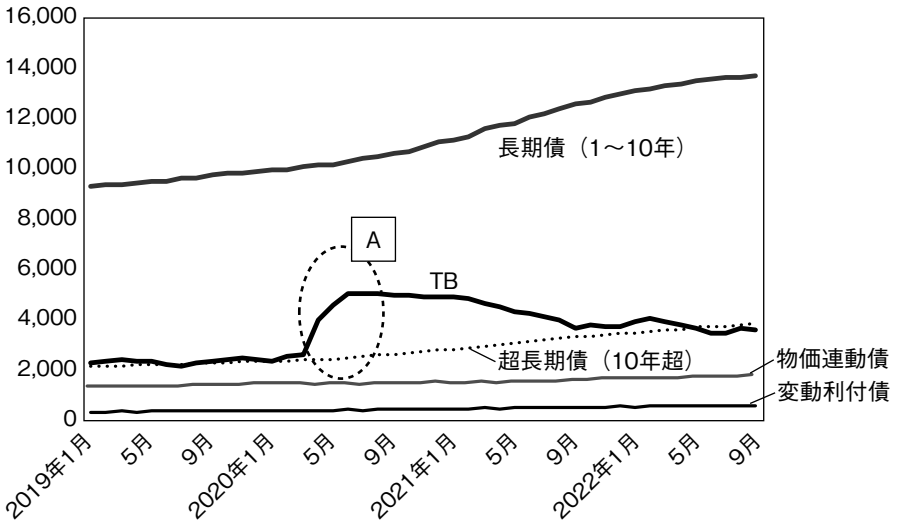
R R Pとは、後述するように（事実上）M M Fから預金を預かるものであるから、F R Bは、銀行から準備預金を預かる「銀行の銀行」であるだけでなく、投資信託の一種であるM M Fから預金を預かる「M M Fの銀行」にもなったと言えるであろう。そして第三に、コロナ期に増加した準備預金は、R R Pの増加に合わせるように今年大幅に減少している。

こうした変化はどのような要因で生じたのか、変化の意味するものは何か、整理してみたい。

1 コロナ危機時の資金フロー（二〇二〇年春～二一年春）

コロナ危機時の、△政府・F R B・民間▽間の資金フローについて確認しておこう。^①二〇二〇年春、政府は、コロナ対策として約二兆ドルを給付しているが（C A R E S法）、同時に短期国債を約三兆ドル純発行しており（図表3のA）、結果的に一兆ドル余りの揚げ超となっている（図表2のA…政府預金の増加）。そしてF R Bは、

図表3 国債発行残高



(注) 10億ドル。2019年1月～22年9月（月次）。

(出所) Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, various issues, Table FD-2より作成。

国債の買い入れや中小企業向け融資の支援等で合計約三兆ドルの資金を供給している（図表1のA）。つまり、民間（銀行）から見ると、財政が差し引き約一兆ドルの資金を吸収したものの、FRBが約三兆ドルを供給したため、準備預金が約二兆ドル増加した勘定となる（図表2のA）。

その後、二一年春から、政府は再び二兆ドル規模の財政資金を供給しているが（米国救済計画法）、この時の資金は国債発行ではなく政府預金の取り崩しで賄われている。そしてこの資金供給を受けた民間資金の増加は、準備預金とRRPの増加という形であらわれている（図表2のB）。本稿の一つ目の課題は、このRRPとは何か、そしてその増加はなぜ生じたのか、という点である。

そして今年（二二年）に入り金利が上昇するなかで、今度は準備預金が減少する一方で、RRPが増加するという対照的な動きが見られる（図表2のC）。二つ目の課題は、この対照的な変動は何を意味しているのか、である。

2 RRPの役割と残高の増加

RRPとは、Overnight Reverse Repo Facilityによる資金吸収オペのことである。⁽²⁾FRBの通常のオペ（国債等の買い切りやレポ）が、特別な認可を得た二〇社ほどの証券会社等（Primary Dealer）だけを取引相手として行われるのに対して、RRPは、MMFを主な取引相手とする資金吸収型のオペ（リバース・レポ）である。類似のものに準備預金がある。これは、銀行にとって大口決済用の、文字通りの準備資金であるが、FRBから見るとその付利水準を変動させることで短期金利を誘導できる（資金吸収型の）政策ツールの一つでもある。⁽³⁾ただし銀行のみが利用可能である点でRRPと異なる。銀行に対しては、公定歩合での窓口貸出という資金供給方法

もあるが、通常時にはほとんど用いられない⁽⁴⁾。

リーマン・ショック後の量的緩和によって、準備預金は所要準備を大幅に超過しているため、準備預金（非マネタリーベース）の供給額の調節という従来の手法では短期金利をコントロールできない。直接的に、準備預金の金利を操作するほかないのである。

しかしそこに一つ問題がある。FRBに預金できるのは銀行のみで、証券会社やMMFは対象外であるため、準備預金金利の操作によってコントロールできるのは銀行間市場（FF市場、その金利が銀行間無担保金利であるFFレート）に限定される。しかし、实体经济により大きな影響を与えるのは、MMFの運用利回りやCPの発行利回りに直結する、非銀行間の短期市場（オープン市場、その代表的金利が担保付金利であるレポレート）である。両者の間で十分な裁定が働くことが期待されるが、実際には、FFレートとレポレートには一定の乖離が生じることが多い。

そこで、FRBは、量的緩和後の金利正常化の開始にあたって、事実上MMFを対象とするFRB預金であるRRPを導入し（二〇一三年）、FFレートの誘導目標や準備預金金利にあわせて、RRPの金利も調整してきたのである（図表4、5）。

ところが、コロナ危機が発生すると（二〇年三月）、FRBは、FFレートの誘導目標を再びゼロ近傍に引き下げ、RRP金利もゼロ%まで下げた。

図表4 政策金利の推移

決定日	RRP金利	FF金利誘導目標	準備預金金利	公定歩合
2020.01.29	1.50%	1.50%～1.75%	1.60%	2.25%
2020.03.03	1.00%	1.00%～1.25%	1.10%	1.75%
2020.03.15	0.00%	0.00%～0.25%	0.10%	0.25%
2021.06.16	0.05%	0.00%～0.25%	0.15%	0.25%
2022.03.16	0.30%	0.25%～0.50%	0.40%	0.50%
2022.05.04	0.80%	0.75%～1.00%	0.90%	1.00%
2022.06.15	1.55%	1.50%～1.75%	1.65%	1.75%
2022.07.27	2.30%	2.25%～2.50%	2.40%	2.50%
2022.09.21	3.05%	3.00%～3.25%	3.15%	3.25%
2022.11.02	3.80%	3.75%～4.00%	3.90%	4.00%

（出所）FOMC, Statement, Implementation Noteより作成。

そして、金利を引き上げ始めたのは、物価の上昇が顕著となった今年（二二年）三月なのであるが、RRPの残高は、一年早く、事実上のゼロ金利であった二一年初め頃から急増している（図表2のB）。前述の財政資金の給付が実施された時であるが（政府預金急減）、民間に流入した資金は、銀行（準備預金）ではなく（図表2のBでほとんど変化していない）、MMFに流れ、それがRRPによってFRBに還流したのである。

同じことをMMFの側から見てみよう。図表6は、ガバメントMMF⁽⁵⁾の資産構成の推移を見たものであるが、FRBとのレポ（つまりFRBのRRP）での運用額が、二一年三月以降増加していることがわかる。そして現在では運用資産の四〇%を超えているのである。

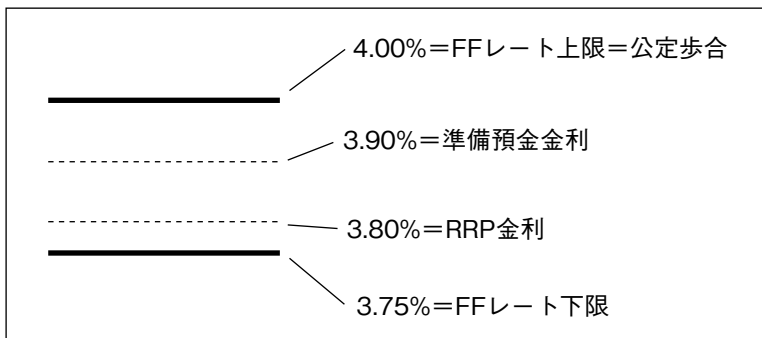
RRPは、なぜ急に増加したのだろうか。その原因の一つは、SLRという銀行規制にある。

3 SLR規制の一時停止と再開

リーマン・ショック後の金融規制改革の一環として、銀行にはバーゼルⅢが課せられているが、その一つにSLR (Supplementary Leverage Ratio) :

補完的レバレッジ比率) 規制がある。通常の自己資本比率規制では、(単純な資産合計額ではなく) 信用リスク等を加味した資産額に対して所要自己資本額が決定されるが、SLRは、リスクの大きさに関係なく総資産額に

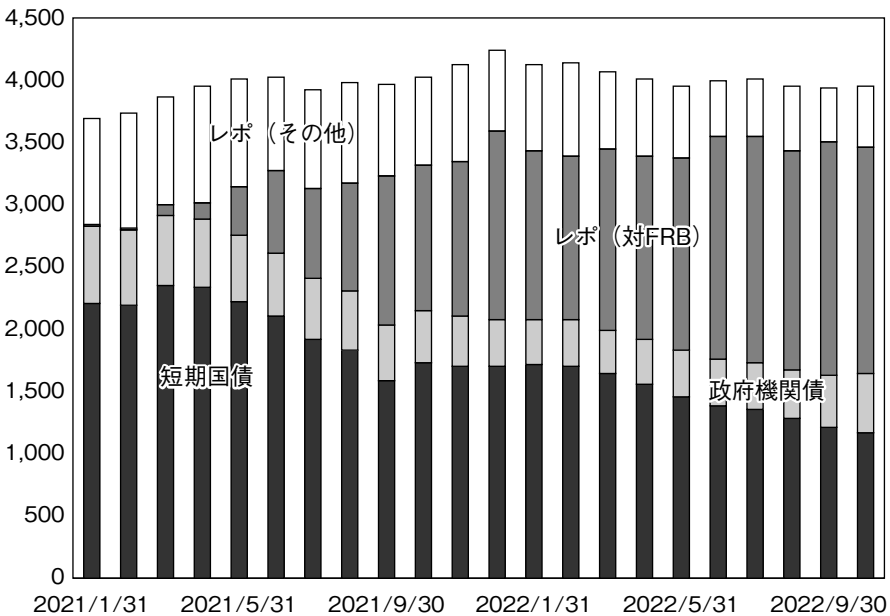
図表5 政策金利の構造 (決定日: 2022年11月2日~)



対して一定の自己資本を求めたものであり、したがってそこには、リスクフリーの国債や準備預金も含まれる。

しかし、コロナ危機の発生に際して、前述のように、米政府は必要な資金を短期国債の異例の増発で調達し、FRBは大量の国債買入れを実施した。それらは、必然的に銀行の国債保有額、準備預金保有額を急増させることになる。そのため、FRBは、そうしたコロナ危機対応策を円滑に進めるべく、二〇年三月に、一年間限定でこのSLR規制の対象から国債と準備預金を除外すると決定したのである。そして二一年三月、予定通り、この除外措置は解除され、準備預金等も規制対象となった。^⑥ 同じころ、前述の米国救済計画法による財政資金供給が実施されたが、銀行としては、預金の拡大は、準備預金の増加したがって所要資本の増加をもたらすため、歓迎するわけにいかず、その結果、

図表6 ガバメントMMFの資産構成



(注) 10億ドル。2021年1月～22年10月 (月次)。

(出所) Investment Company Institute, "Monthly Taxable Money Market Fund Portfolio Summary," various issues, table 1より作成。

財政からの散超資金は銀行ではなくMMFに流れ込んだのである。

とは言え、それを放置すると巨額資金が流入したMMFの資金放出によってオープン市場の金利がどこまでも低下する恐れがあり、それはMMF業界にとつて大きな脅威であると同時に、FRBにとつても望むことではなかった。そこでFRBは、二一年六月に主要な政策金利であるFFレートの誘導目標は変えないまま、RRP金利（と準備預金金利）だけを〇・〇五%引き上げる措置をとっている（図表4）。そして、RRPが急増したのである。

4 短期国債の一時的増発と長期国債での借り換え

二一年からRRPが急増したもう一つの理由は、短期国債の品不足である。

図表6でMMFの資産構成の推移を見ると、RRPの増加分のほとんどは短期国債の減少分と対応していることがわかる。MMFはなぜ短期国債投資を減らしたのだろうか。

図表3で国債の発行残高を見てみよう。短期国債は、前述のように二〇年春のコロナ危機時に増発されたが、その後残高は減少し、それらは主に長期国債で借り換えられたことがわかる。コロナ下で一時的に生じた、政府債務に占める短期国債比率の上昇は、財務省の長期的な債務コスト管理政策の中で解消されたのである。他方、投資家側を見ると、二〇年三月の長期国債市場や株式市場の乱高下により、リスクを回避したい投資家は、MMFに資金を集中させた。

つまり、需給両面で生じた短期国債の品不足、利回りの低下により、MMFは運用難に陥り、レポレートの過度の低下を避けたいFRBの思惑と重なって、RRPでの運用が急増することになったのである。

5 金利の上昇と準備預金・RRP

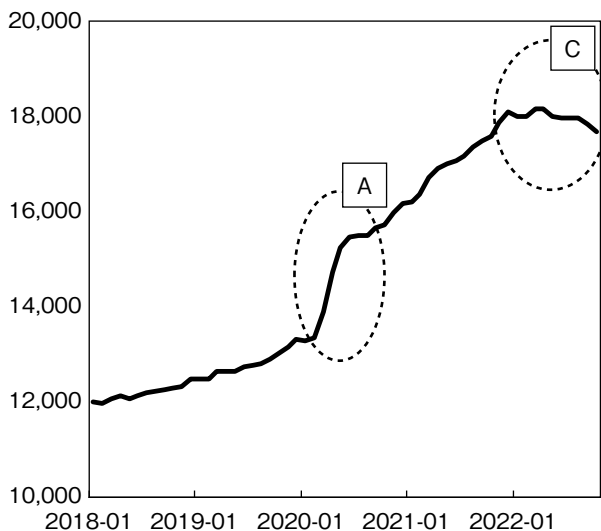
そして、今年に入ってから金利上昇局面で、準備預金が減少しRRPが増加している(図表2のC)。
 その背景の一つは、公的部門(政府・FRB)が揚げ超で、民間部門の資金総額が減少していることである。
 図表2で政府預金の動きを見ると、コロナ関連の支出が収まったこともあり残高が増加している。またFRBは今年六月から保有債券の削減を進めており、図表1でも緩やかながら資産総額の減少を確認することができる。

また、元来、金利上昇局面では銀行の預金金利の改定は市場金利に遅れるが、金利上昇のスピードの速さに前述のSLRの影響も加わって、銀行の預金額は増加しないどころかむしろ漸減状態にある。米銀の預金総額の推移を見ると、コロナ危機時には財政からの支援策によって急増したものの、足元ではわずかながら減少している(図表7のC)。その受け皿がMMFであり、その結果、FRBの負債勘定において対銀行勘定である準備預金が減少し、対MMF勘定であるRRPが増加しているのである。

おわりに

FRBの負債勘定において、MMFからの「預金」

図表7 米銀の受入れ預金



(注) 10億ドル。米国商業銀行の預金残高。2018年1月～22年10月(月次)。

(出所) FRB, H. 8, Table 3より作成。

が多くを占めるに至った経緯を見てきた。すなわち、①リーマン・ショック後、そしてコロナ危機時にも実施された大量の国債買入れによって余剰資金体制が生まれ、②他方で、銀行がS L R等の規制強化で資金仲介機能を低下させるなか、③短期金融市場におけるM M Fの重要性がさらに増大する一方で短期国債の品不足が重なり、④中央銀行自らが、M M Fへの直接的な関与を強めざるをえなくなった、ということであろう。

振り返ってみれば、リーマン・ショックも、それが短期金融市場を機能停止に追い込んだのは、(リーマンの倒産そのものではなく)リーマン債を組み込んだM M Fの元本割れを契機とする(機関投資家向け)M M Fへの解約の殺到であった。だからこそF R Bは当時、M M FやC P市場等への異例の、直接的な介入に踏み切ったのである。

市中の資金循環の中心が、銀行の事業会社(設備投資)向け信用創造から、M M F等の非銀行部門による資金仲介を含むものへと変化してからすでに長い時間が経過しているが、それへの中央銀行の対応は、金融・金利の自由化によって、分断された金融市場の均一化を進め、一つの市場金利の誘導によって金融市場全体をコントロールするというものであった。とはいえ、銀行の機能上の特殊性がなくなったわけではなく、制度上も規制上も非銀行部門との違いは明確である。だからこそ、F R BのM M Fへの直接的な関与はあくまで例外的なものだったのであるが、それが例外ではなくなりつつあるのかもしれない。

そして現在、F R Bは、銀行とM M Fからの巨額の預かり金を抱えたまま金利の引き上げを進めている。銀行とM M Fという性格の異なる二つの金融機関が巨額の中銀「預金」を保有する中で急速な金利の上昇という異例の状況下で、様々な市場における資金過不足や流動性のありようをF R Bは判断することになる。三年前に起きた短期金利の急騰は、その難しさを象徴する出来事であった。⁽⁷⁾

FRBは、景気後退を避けつつインフレを抑制するという難問と同時に、資金余剰体制下での流動性管理という、これまで例のない課題に直面しているのである。

注

(1) FRBのコロナ危機対応、その間の資金フローについては、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、同「FRBのコロナ危機対応策と財政資金」本誌二〇二一年四月号参照。

(2) RRP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参照。

(3) FRBの準備預金金利は、日銀と異なり、(所要準備を超えた部分だけではなく)準備預金の全額に付されてきた。なお、FRBは、二〇二〇年三月に所要準備率を〇%とすることを決定している。準備預金が所要準備を大幅に上回る状況が今後も続く予想され準備率に意味がなくなったためである。したがってそれ以降、所要準備額はゼロであり準備預金全額が超過準備となっている。

(4) FRBの資金調節方法の大きな特徴は、このように、取引相手や取引方法が極めて限定的な点である。そのため、危機が発生すると、こうした通常時の方法では対応できなくなり、様々な臨時手法の導入に迫られることになる。コロナ危機時の対応については、前掲拙稿「FRBのコロナ危機対応策」参照。対照的に日銀は、国債の買い切りオペ等のほかに、通常時より、多くの取引相手、広範な適格担保に対して入札形式をとりながらも貸出によって資金を供給する方法(共通担保オペ)も用いており、その点、非常に柔軟性が高い。

(5) ガバメントMMFは、資産の九九・五%以上を現金、国債・政府機関債、またはそれらを担保とするレポで運用する義務を負うMMFで、現時点の残高は四兆ドルとMMF全体の九割を占めている(他は、CP等民間債務を多く組み

入れるプライムMMFが約〇・五兆ドル、免税型MMFが約〇・一兆ドル)。かつてはガバメントよりプライムの残高が大きかったが、リーマン後の規制強化を受け、二〇一六年に逆転した。また、コロナ危機時(二〇年三月)には、国債市場・株式市場の混乱を受けた長期投信の巨額の解約もあり、ガバメントMMFに一兆ドルを超える資金が流入している。

- (6) なお、日本では、①二〇年六月に、二一年三月までの時限措置としてレバレッジ比率規制(SLR)から日銀当座預金を除くことを決定していたが、②その後二二年三月まで一年延長し、③さらに二四年三月まで二年延長したのち、④今年、期限を定めず、日銀当座預金を除外することを決定している(金融庁「レバレッジ比率規制に関する府省令及び告示の一部改正(案)」等に対するパブリック・コメントの結果等の公表について)二〇二二年一月一日)。
- (7) 前掲拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」参照。

(い) ず ひさし・客員研究員