

# FRBのコロナ危機対応策

## ～リーマン危機との比較～

伊豆  
久

はじめに

新型コロナウイルス感染症の世界的拡大による实体经济の急速な落ち込みが予想されるなか、各国の財政・金融当局は相次いで緊急対策を発表している。

本稿では、米国FRBをとりあげ、その対応策の特徴を、リーマン・ショック時と比較しながら検討したい。

### 1 FRB資産の長期的推移

図表1は、FRBの資産の変化を、リーマン危機前から現在までの期間で示したものである。中央銀行の資産は、いわば「何と引き換えに通貨を供給したか」を示すもので、資産の大きさは供給通貨の総額を、その構成は供給方法を表す。

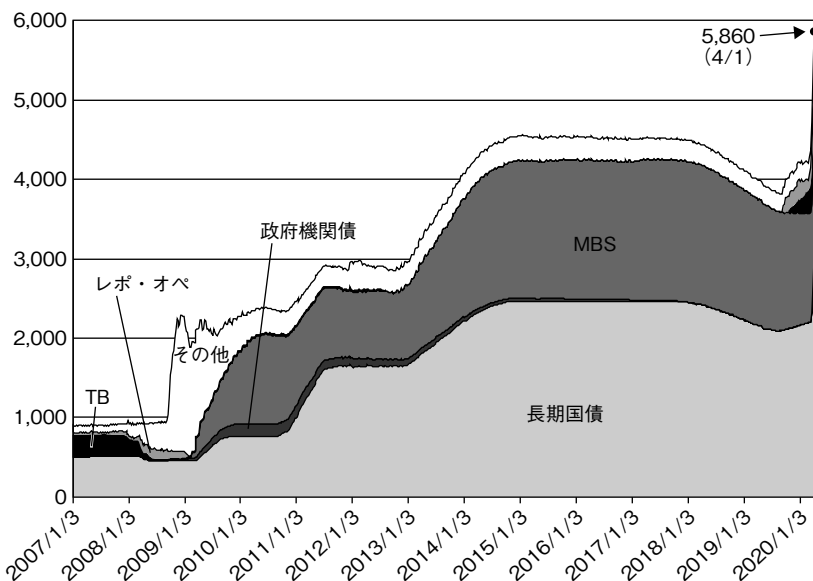
図表1に示した一三年間の変化を簡単に整理すると、以下のようになる。

①リーマン・ブラザーズの倒産直後に、「その他」が急増し、二カ月ほどの間に通貨供給総額は九千億ドルから二・二兆ドルへと倍増している。

- ②その直後から、量的緩和政策（QE）が始まり、長期国債とMBS（政府系住宅金融機関が保証した住宅ローン担保証券）の買い入れによって、資産総額が四・五兆ドルに達したところでピークとなり、
- ③二〇一七年末から、満期償還を迎えた長期国債とMBSの一部について、買い替えをおこなわないという方法で資産総額は緩やかに減少してきたが「正常化（Normalization）」
- ④昨年九月、短期金利の急騰が発生したため、今度は、（従来のQEとは異なって）TB（短期国債）とレポ・オペによって通貨供給を再拡大させていたところ、
- ⑤今回のパンデミックに対応して、FRBは三月の一月で一・六兆ドルという、リーマン危機時をはるかに上回るスピードでの通貨供給拡大に踏み切り、現在（四月一日時点）その総額は五・八兆ドルを超えている。

以下、時期を分けて少し詳しく見てみよう。

図表1 FRBの資産（2007年以降）



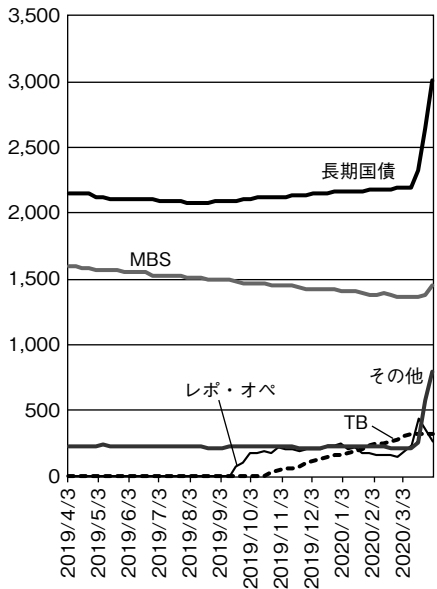
(注) 10億ドル、2007年1月3日～20年4月1日、週次（毎水曜日）。  
 (出所) FRB,H.4.1より作成。

## 2 「正常化」の停止（一九年七月）と短期金利急騰への対応（九月）

前述の変化のうち、まずは、直近一年間の変化を図表2・3で見よう。図表2は図表1の最近の部分を拡大したもので、図表3は図表2のそれぞれの資産の変化を個別に示したものである。

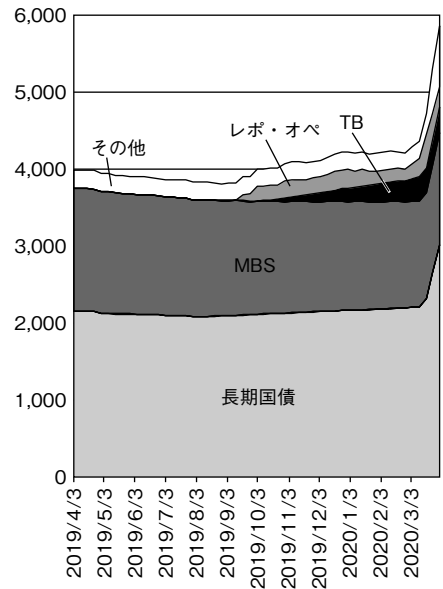
これらを見ると、「正常化」により、長期国債とMBSがともに減少してきたものの、二〇一九年七月以降は、MBSは同じペースで減少しながらも長期国債は再び増加に転じていることがわかる。これは、総資産額の縮小（正常化）は一七年一〇月より開始されてきたが、一九年初め、米中貿易摩擦による景気悪化が懸念されたことから、縮小ペースが緩和され、さらに七月末には縮小が停止されたためである。しかし、MBSについては、政府系機関による保証があるとはいえ民間債であるため、その保有はでき

図表3 FRBの資産（項目別）  
（2019年4月以降）



(注) 図表2に同じ。

図表2 FRBの資産  
（2019年4月以降）



(注) 2019年4月3日～20年4月1日。他は図表1に同じ。

るだけ回避すべきとの考えから、縮小を継続し同額を長期国債の買い増しによって補うという方法がとられたのである。

ところがそこに、短期金利が突然暴騰するという「事件」が起こる（一九一九年九月）。量的緩和政策によって、銀行は所要準備をはるかに上回る資金（準備預金Ⅱ中央銀行当座預金）を保有していたため、短期金利がFRBの誘導目標を大幅に超えて上昇するという事態は想定しづらかったが、①財政資金の取り扱いに関する制度変更がFRBによる資金管理を難しくしていたうえ、②リーマン危機後の流動性規制やMMF規制の強化によって、短期金融市場での裁定が機能しにくい状況が生まれていたのである。<sup>(1)</sup>

これに対して、FRBは、TBの買い切りオペとレポを復活させて短期市場への資金供給を増やした。リーマン危機前には主たる金融調節手段であったこの二つのオペ手法は、量的緩和政策以後その役割を失ったと思われるが、改めて短期資金の供給方法として活用され始めたのである。

半面、長期国債、MBSの買い入れペースについては、この時点では、変更はない。景気や物価の見通しに新たな変化はなく、問題はあくまで短期市場における技術的なものであるため、資金供給総額は増えているものの、長期金利の抑制を目指した以前の量的緩和（QE）とは性格が異なる、というのがFRBの説明であった。

しかしその半年後、新型コロナウイルスによるパンデミックが発生、状況は一変した。

### 3 パンデミック対応

図表3からわかるように、三月に入って最も大きく伸びているのは長期国債で、この一カ月で八千億ドル増加している。また、漸減していたMBSも現時点ではわずかであるが増加に転じている。図表4に記したように、

図表4 FRBのコロナ危機対応策（2020年3月）

	政策金利	量的緩和	その他
3日	FFレート目標を0.5%引き下げ（1.00%～1.25%）。		
15日	FFレート目標を1.0%引き下げ（0.00%～0.25%）。 公定歩合を1.5%引き下げ（0.25%）。	向こう数カ月で、国債とMBSの保有額をそれぞれ5,000億ドル以上、2,000億ドル以上引き上げ。政府機関債とMBSの償還分はすべてMBSに再投資（それまでは国債に再投資していた）。レポ（翌日物とターム物）を拡大。	既存の外国中銀5行（カナダ銀行、イングランド銀行、日銀、ECB、スイス国民銀）との為替スワップ（週1回、満期1週間、金利ドルOIS+0.5%）について、金利を0.25%引き下げてOIS+0.25%とし、満期84日（週1回実施）を追加。
16日			FDIC（預金保険公社）、OCC（通貨監督庁）と連名で、銀行に窓口貸出を利用するよう要請。
17日			CPFF（Commercial Paper Funding Facility）を設立（連邦準備法第13条第3項）。 PDCF（Primary Dealer Credit Facility）を設立（連邦準備法第13条第3項）。 FDIC、OCCと連名で、銀行に、過去10年で2倍以上にしてきた資本と流動性の活用を要請。
18日			MMLF（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）設立（連邦準備法第13条第3項）。
19日			外国中銀9行（オーストラリア準備銀行他）と臨時の為替スワップ協定。 窓口貸出の利用拡大を歓迎。
20日			外国中銀5行との為替スワップのうち、1週間物の実施頻度を週1回から毎日に変更。
23日		長期国債とMBSの買い入れ額を無制限に。 MBSの買い入れ対象にCMBSを追加。	
26日			他の関連当局と連名で、銀行・貯蓄機関・信用組合に中小企業、消費者への貸付拡大を要請。
31日			FIMA Repo Facilityを設立。

（注）日付は発表日。

（出所）FRBのPress Releaseより作成。

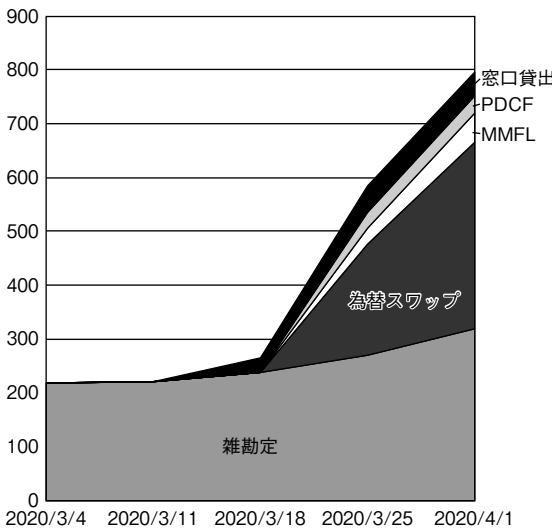
F R Bは三月一五日に「向こう数カ月で、長期国債を五千億ドル以上、M B Sを二千億ドル以上」保有額が増えるように買い入れるとしていたが、さらに二三日には、金額の制限を撤廃するとともに、買い入れ対象に政府系機関の保証したC M B S（商業不動産ローン担保証券）も加えると発表している。したがって、長期国債等の買い入れは今後一層増加すると予想される。

その一方で、T Bについては、昨年秋季からの買い入れペース（月額六〇〇億ドル）から増えておらず、逆に三月の最終週には保有額が増加していない。長期国債等の買い入れ、また次に述べる「その他」の資金供給の増加によって、重要性が低下したためであろう。

図表2・3では「その他」も急増しているが、これについては額よりもその内訳に大きな意味がある。図表5は、図表2から「その他」だけを取り出し、拡大したものである。順にみてみよう。

「為替スワップ」は、日銀等の外国中央銀行に対して、（実質的には）それぞれの通貨を担保にドルを貸し出すというもので、現時点の残高は三千億ドルを超えている。日本や欧州など超低金利が長期化している国の銀行は、利ザヤを求めて米国債などのドル建て資産を保有することが多いが、そのためのドル資金のほとんどは、C D・C P、無担保短期借入、レポ、為替スワップなどの短期

図表5 F R Bの資産  
（「その他」の構成、2020年3月）



（注）2020年3月4日～4月1日。他は図表1と同じ。

市場で調達される。しかし、何らかのショックが起き資金の出し手のリスク回避姿勢が強まると、安定性の強い預金などと異なり、市場での資金調達は直ちに困難となる。そこで、FRBが各国中銀を通して外国銀行にドルを供給したのである。これを受け、日銀やECBでも連日、ドル供給オペが実施されており、三月末の残高は、それぞれ一七四七億ドル、一三三〇億ドルに達している<sup>(2)</sup>。

さらに、三一日には、FIMA (foreign and international monetary authorities) レポ・ファシリテイとして、諸外国がFRBに保有・保管する米国債を対象とするレポ取引の開始を発表した。これは、自国通貨の下落に直面し市場介入などのためドルの調達に迫られた諸外国が、外貨準備として保有する米国債を売却することを避けるべく、事実上それを担保にFRBがドルを貸し出すというものである。

これらは、FRBが、外国銀行・外国通貨当局の行動を通じてドル市場・国債市場の混乱を回避すると同時に、ドルを基軸とする世界において「最後の貸し手」としての役割を果たそうとしたものと言えるであろう。

「窓口貸出」は、市場で資金を調達できなくなった銀行に、中央銀行が相対で資金を供給するもので、通常、その金利である公定歩合は、市場金利より〇・五％程度高い水準（罰則レート）に設定される。中央銀行貸出への安易な依存を防ぐためである。ただし米国では、窓口貸出の利用は、市場で資金を調達できないこと（＝経営悪化）を表すものとして、極度に忌避される傾向がある（Stigma現象）。危機が発生した際に、銀行に窓口貸出をいかに利用させるかは、FRBにとって長年の課題となっている。そこで今回は、公定歩合を、市場金利（Fレート誘導目標の上限）まで引き下げるとともに（＝罰則レートの撤廃、三月一五日）、翌一六日には銀行に対して窓口貸出を利用するようわざわざ呼びかけ、さらに一九日には、窓口貸出が増えたことを歓迎する声明を発表するなど、極めて異例の対応をおこなっている。

「窓口貸出」が銀行向けの貸出であるのに対して、「P D C F (Primary Dealer Credit Facility)」はプライマリー・ディーラー向けの貸出である。プライマリー・ディーラーとは、F R Bと直接取引することが認められた大手証券会社（現在二四社）のことで、具体的には、ニューヨーク連銀のおこなうオペ（国債等の買い入れ、レポ）、財務省による国債発行に直接参加することができる（同時に、参加する義務も負う）。これら証券会社は、ディーラーとして米国債券市場の中心に位置しており、そこにF R Bが直接流動性を供給することで、債券市場の機能の維持を図ったのである。

一七日に発表された「C P F F (Commercial Paper Funding Facility)」は、F R Bが設立したS P V (Special Purpose Vehicle：特別目的機関)を通じて、C Pの発行体から直接、C P (A B C Pを含む)を買い入れるというものである。なお、S P Vには財務省の為替安定化基金から一〇〇億ドルの保証が与えられており、それをもとに実際の買い入れ資金をF R Bが融資する仕組みとなっている（ただし、四月一日時点では、C P F Fによる買い入れはまだ実施されていない模様である）。

翌一八日発表の「M M F L (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)」は、M M F (民間債の組み入れ比率の高いプライム型対象)が換金ニーズにこたえられるよう、その保有資産を買い取る金融機関に対して、F R Bが融資をおこなうというものである。M M Fの解約が殺到し、それに応えたC P等の換金売りが短期市場を混乱させることがないよう事前に対応したものと思われる。つまり、先のC P F Fが、C P等短期資産の発行市場を支えようとするのに対して、このM M F Lは流通市場対策となっているのである。また、M M F LにもC P F Fと同じく財務省から一〇〇億ドルの保証が提供されている。

ただし、F R Bが「貸出」をおこなえる相手は、原則として銀行（預金金融機関）に限定されているため、P



DCF<sup>(3)</sup>、CPFF、MLFの実施については、連邦準備法第一三条第三項（緊急貸付条項）にもとづき、財務長官の許可が取得されている。同項の発動はリーマン・ショック時（ベア・スターンズ関連融資を含む）以来で、それ以前となると大恐慌までさかのぼる、極めて異例の措置である。

以上の対応策によって、FRBは、①政策金利の大幅な引き下げとともに、②長期国債の大量の買い入れによって、長期金利を引き下げ市場全体に潤沢な資金を供給するだけでなく、③外国銀行（外国中銀との為替スワップ）、外国通貨当局（FIMAレポ・ファシリテイ）、銀行（窓口貸出）、大手証券会社（PDCF）、CP発行体（CPFF）、MMF（MLF）と、業態別の市場参加者に直接資金が行き届くよう、リーマン・ショック以来となる緊急措置を展開しているのである。

とはいえ、今回の政策には、リーマン・ショックとは異なる点もいくつか存在する。金融市場内部で発生したリーマン・ショックと、パンデミックによる経済活動の急速な低下という今回の危機では、違いがあつて当然であるが、では具体的に、FRBの対応策としてはどのように異なるのだろうか。改めて、リーマン危機時のFRBの政策と比較してみよう。

#### 4 リーマン・ショック時の対応

図表6は、図表1からリーマン・ショック発生前後の一年六カ月分を取り出したものである。これと今回の対応を比較してみると、政策発動の順序に以下のような違いがあることがわかる。<sup>(4)</sup>

すなわち、リーマン時には、主に危機対応の特別策からなる「その他」がただちに急増しており、それから量的緩和策（MBS等の増加）までに三カ月ほどのズレがある。この点今回は、量的緩和が「その他」と同時もし

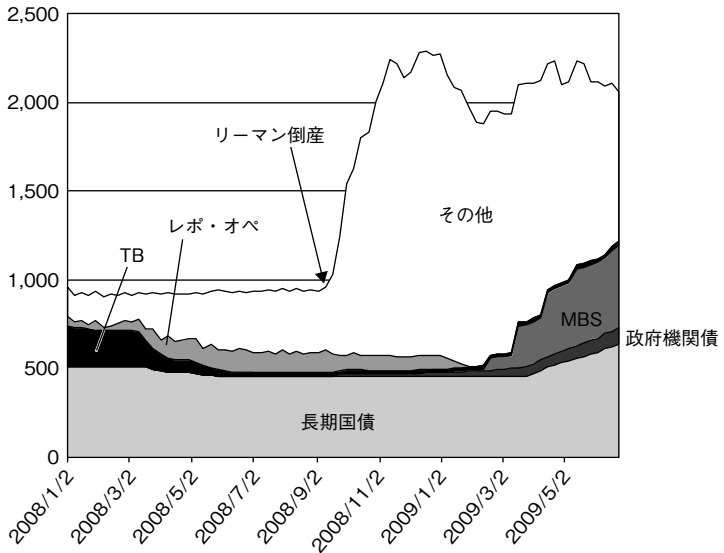
くは先行して始まっている（図表4）。政策金利の引き下げも、今回は合計一・五%もの引き下げが先におこなわれているが、リーマン時には、九月一五日のリーマン倒産後、一〇月八日（〇・五%引き下げて一・五%）、一〇月二九日（〇・五%引き下げて二・〇%）、一二月一六日（一・〇%引き下げて〇・〇%）〜〇・二五%）とかなり遅い印象である。

つまり、リーマンの場合、政策金利の引き下げや量的緩和といった「マクロ的」対応は後からであり、当初は短期市場への資金供給のみがおこなわれていたのである。

具体的にみると、図表6の左端部分からわかるように、サブプライムローン問題が顕在化し始めた二〇〇七年末から、資産額全体（資金供給総額）は一定に維持したまま、TBが削減され、レポや「その他」が増加している。

レポは通常、TBを対象とするがこの時はMBSを対象にしたレポが多用された。つまり、FRBのバランスシートからTBという無リスク資産を減らす（＝市場に開放する）と同時に、民間債（MBS）に流動性を与え、特別な資金供給（「その他」）を増やしたのである。

図表6 FRBの資産（リーマン危機時）



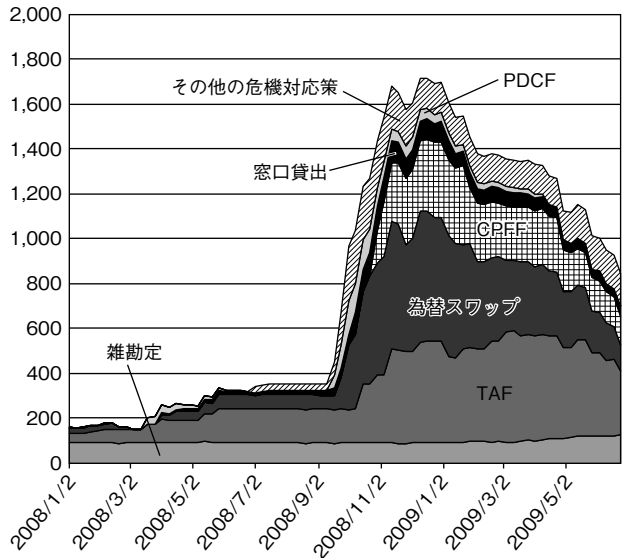
（注）2008年1月2日～09年6月24日。他は図表1に同じ。

その「その他」の増加分は、図表7が示すように、当初は、TAFと為替スワップが中心である。TAFは、銀行への「窓口貸出」と同じ意味をもち、為替スワップは今回同様、外国中銀を経由して外国銀行にドルを貸し付けるものである。欧州系銀行が、サブプライム関連の証券化商品を大量に抱え、それをファイナンスするための短期ドルの調達に苦慮していたためである。<sup>(6)</sup>

そしてリーマンが倒産すると、今回再登場したCPFFやPDCF等を含めた「その他」が、二カ月の間に一・二兆ドル増加している。そこには、今回は見られていない、

ベアスターンズやAIGといった個別金融機関への救済融資なども含まれている。その後、二〇〇八年末になると「その他」は減少しはじめ、それと入れ替わるようにMBSや長期国債の買い入れ(QE1)が始まるのである。こうした資産の推移から、当時のFRBの認識は、問題は通貨の全体的な量や金利ではなく、市場内部のいわば「目詰まり」にあり、したがってそこへの直接的な資金供給を最優先すべき、というものであったと推測される。そして、金融危機の収束が見えてきた段階になって、懸念される景気悪化に対処するため、当時5%超とま

図表7 FRBの資産(「その他」の構成、リーマン危機時)



(注) 2008年1月2日~09年6月24日。他は図表1と同じ。  
「その他の危機対応策」= AMLF + TALF + Maiden Lane I・II・III + AIG向け融資  
AMLF: MMFからのABCP買取のための融資  
TALF: ABS投資家への融資  
Maiden Lane I・II・III: ベアスターンズ、AIGの資産買取のための融資

だ引き下げ余地のあった住宅ローン金利を抑制するための量的緩和が開始されるのである。金融危機が原因となつて景気後退が起きるといふ問題の発生順に、政策も対応していたことがわかる。

### おわりに

以上のようなリーマン時の対応と比較すると、今回は、いきなり（三月三日）政策金利を〇・五%引き下げ、さらに一五日に一・〇%引き下げて事実上のゼロとし、同時に長期国債の買い入れを開始している。

金利引き下げ当初は、株価の下落に対する過剰な反応で、かえつて市場の不安を高めたのではないかとの批判も多かった。政策金利は、長い時間をかけてようやく引き上げてきたのであり、（昨年の中摩擦等を受けた）三度の引き下げを経て、残されていた一・五%の「のり代」——通常の〇・二五%ずつの引き下げならば六回分に相当——を今回わずか一〇日余りで「消費」したことになる。

量的緩和についても同様で、テーパリング（保有純増額の引き下げ）を開始した二〇一二年九月から数えれば八年という歳月をかけて進められてきた「正常化」のプロセスを一カ月で「振り出し」（以前）に戻したことになる。それだけ今回の危機が大きく受け止められているということであるが、特に今回は、キャッシュを求めて米国債までもが売られるといった局面もあった。したがって今回の国債の買い入れは、リーマン時のような長期金利の抑制というより、まずは国債市場の安定を図るためであったことにも留意する必要がある。

また、「その他」として示した為替スワップ等の個別金融市場への資金注入については、三月に入つて発生していた米国のプライムMMFからの資金流出、CP金利の高騰、為替スワップでのドル調達コストの上昇に対して、すでに一定の効果を上げているとの報告もある。<sup>(7)</sup>

ただし、実体経済の悪化が、たとえばレバレッジド・ローンの不良債権化などを通じて、金融機関・金融市場に実際の影響を与えるのはこれからである。米国の政府・議会は二兆ドル規模の財政出動を決定しており、今後は、それらの効果も見きわめながら次の対応が検討されることになるであろう。

注

- (1) 二〇一九年九月の短期金利急騰については、拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」本誌、二〇一九年二月号参照。
- (2) 日銀「金融市場調節実績」 ECB, "History of all ECB open market operations"より計算。
- (3) P D C Fの貸出対象であるプライマリー・デューラーは、オペ等においてニューヨーク連銀の取引相手であるが、オペ等は「売買」であるため、「緊急貸付条項」の対象とはならない。つまり、米国の金融政策の枠組みでは、FRBは、プライマリー・デューラーと「売買（オペ）」をおこなない、銀行には「貸出（窓口貸出）」をおこなうのが原則であり、銀行以外に「貸出」をおこなうには「緊急貸付条項」の発動が必要となるのである。
- (4) リーマン危機時のFRBの対応策については、拙稿『金融危機と中央銀行』九州大学出版会、二〇一六年、第二章参照。
- (5) T A F (Term Auction Facility) は、窓口貸出に入札形式を取り入れたもので、日銀がおこなっている共通担保貸付と同様の貸出方法である。本文で述べたように、米国ではStigma現象によって窓口貸出の利用が難しいため、わざわざ入札形式を導入したのである。今回は、おそらくリーマン時と異なり巨額の余剰準備が存在するため、現時点ではそこまでの必要はないと判断されているものと思われる。

(6) この点、今回は前述のように日銀経由のドル供給がECBより多いことが注目されるが、それについては別の機会に検討することとした。

(7) Stefan Avdjiev, Evgemen Eren and Patrick McGuire, "Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market," *BIS Bulletin*, no. 1, April 1, 2020.

(5) 中野 宏之・客員研究員