

米国 FRB に求められる金融政策と金融規制の整合性 ーポストコロナを見据えてー

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 短期金融市場の動向は、連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策や準備預金の水準と密接な関係にある。FRB は 2019 年 4 月に、米国銀行システムが必要とする準備預金額の最低水準は、8,000 億ドルから 9,000 億ドルであると推定していた。しかし、2019 年 9 月中旬、当時の準備預金額はそれを上回る水準であったにもかかわらず、レポ金利は急騰した。
2. FRB は、2017 年 10 月から 2019 年 7 月にかけて、バランスシートの正常化を実施し、その間に大手米銀は準備預金額の削減を迫られた。他方で、グローバル金融危機以降に厳格化された金融規制により、大手米銀は、潤沢な準備預金保有のインセンティブを強めていた。そのため、大手米銀はレポ取引を積極化することができず、ドル資金の貸し手が減少し、2019 年 9 月中旬に、突如としてレポ金利が急騰する事態に発展した。いわば施策面の不整合が短期金融市場の不安定化を招き、グローバル金融危機以来の大規模レポ・プログラムの開始を迫られる結果となったと言える。
3. その改善策が打ち出される前に、2020 年 3 月頃から新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化した。FRB は、バランスシートの再拡大を余儀なくされ、レバレッジ比率規制を時限的に緩和し、預金準備率をゼロに引き下げた。これらは、コロナ禍対応策というよりも、金融規制と金融政策の不整合の改善策として、2019 年 9 月中旬のレポ金利急騰時か、それ以前から実施されるべきであったとも指摘されている。
4. 将来的に、コロナ禍が終息した後に、FRB は、バランスシートの正常化の再開を検討することも考えられる。その際、2019 年 9 月中旬のように、再びレポ金利の急騰を招くような事態は起こしてはならないだろう。ポストコロナ時代において、FRB は、金融規制の運用手法の変更や調整も視野に入れた、包括的な政策運営が求められるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

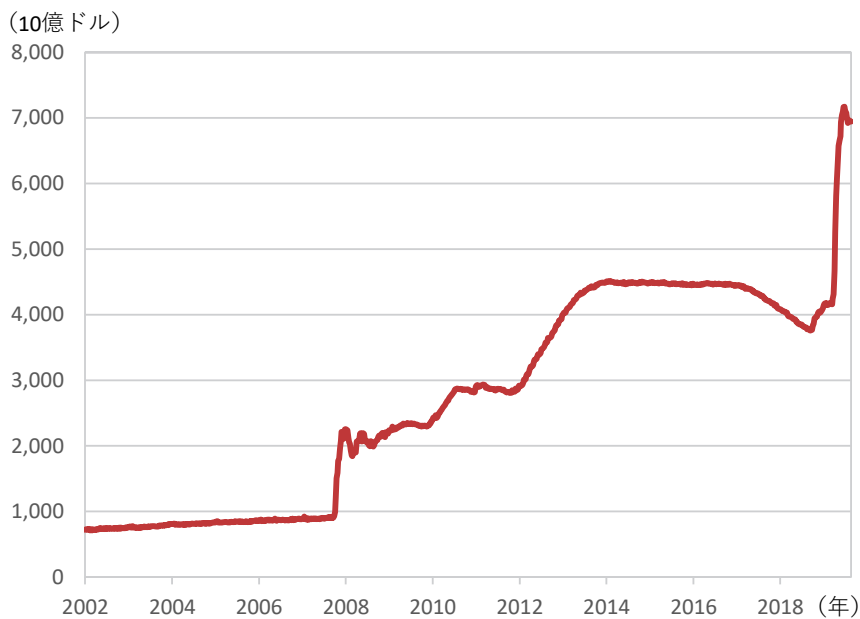
- ・ 岡田功太「金融規制によるドル調達市場の構造的な変化」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号（ウェブサイト版）。
- ・ 岡田功太、吉川浩史「短期金融市場に幅広く影響する米国 MMF 規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号。
- ・ 岡田功太、吉川浩史「金融規制の影響によるドル調達コストの上昇」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号。

I はじめに

連邦準備制度理事会（FRB）は 2020 年 3 月、コロナ禍による経済の深刻な停滞に対応すべく、米国債等の購入を開始し、公開市場操作によるプライマリー・ディーラーに対するドル資金供給額を引き上げる等、矢継ぎ早に金融政策を打ち出した。いずれも、米国における銀行システムを通じたメインストリート（産業界）に対する貸出の促進等を目的とした金融政策であり、FRB のバランスシートを拡大させた（図表 1）。その資産項目は、CP や社債等を購入するファシリティ等によって増加し、負債項目は、大手米銀が FRB に預け入れている準備預金等の増大によって増加した。準備預金は、主に所要準備預金（required reserve）と超過準備預金（excess reserve）から成り、前者は預金取扱金融機関が法的に要求されるものを指し、後者は所要準備預金を上回る準備預金を指す。FRB の金融政策によって増加したのは、準備預金の中でも超過準備預金であった。

超過準備預金の水準は、FRB の金融政策や、短期金融市場における大手米銀のドル資金運用の行動等と密接な関係にある。それを示す事例として、2019 年 9 月中旬のレポ金利の急騰が挙げられる。特に、2019 年 9 月 17 日の日中には、レポ金利は 10% に達し、前日の約 4 倍の水準になった。実は、その直前の 2019 年 7 月頃まで FRB がバランスシートの正常化を行っていたことから、大手米銀は超過準備預金額の削減を迫られていた。他方で、グローバル金融危機以降に厳格化された金融規制は、大手米銀に対して結果的に潤沢な超過準備預金の保有を求めている（詳細は後述）。そのため、大手米銀のレポ取引等による

図表 1 FRB のバランスシートの総資産額の推移



(注) データは週次であり、期間は 2002 年 12 月 18 日から 2020 年 8 月 5 日
 (出所) セントルイス連邦準備銀行より野村資本市場研究所作成

ドル資金の供給力は抑制され、短期金融市場における貸手の減少によってレポ金利は急騰した。この状況は、FRBがバランスシートを正常化する際に、マクロ経済の動向等だけではなく、米国銀行システムにおいて必要とされる超過準備預金額の算出を、より一層精緻に行うべきだったことを示唆した。

上記の通り、今般、FRBは、コロナ禍による経済の停滞に対応すべく、バランスシートを飛躍的に拡大させている。コロナ禍が容易に終息しない可能性はあるものの、将来的には、バランスシートの正常化の再開を検討することも考えられる。その際に、米国銀行システムにおいて必要な超過準備預金額を精緻に把握できていなければ、2019年9月中旬のような短期金融市場の動揺が再発することもあり得るのではないだろうか¹。つまり、FRBは、ポストコロナ時代において、複雑化した金融規制が大手米銀のドル供給及び調達行動に与える影響を十分に考慮した上で、バランスシートの正常化等の金融政策を打ち出す必要があると言えよう。

本稿では、FRBのバランスシートの正常化と流動性規制の関係を示した上で、2019年9月中旬のレポ金利急騰の背景、FRBが実施した大規模レポ・プログラム（large scale repo program）の概要、2019年末の短期金融市場を巡る動向について整理する。その上で、コロナ禍による経済の停滞に対応するFRBの金融政策のうち、レバレッジ比率規制の緩和と預金準備率の引き下げについて、対応時期の適切性の観点から考察し、ポストコロナにおいて、再びバランスシートの正常化を実施する際の論点について言及する。

Ⅱ FRBによるバランスシートの正常化と流動性規制の関係

1. 超過準備預金額の減少を促すFRBのバランスシートの正常化

FRBは、2008年のグローバル金融危機以降に、大規模資産購入策（large scale asset purchase）を実施した。これにより、FRBのシステム公開市場勘定における債券保有額（バランスシートの資産項目）は増加し、同時に、超過準備預金額（バランスシートの負債項目）も急増した。システム公開市場勘定とは、連邦準備制度全体の公開市場操作を担うニューヨーク連邦準備銀行（NY連銀）が、公開市場操作を実施するために保有する勘定である。

その後、FRBは2017年10月に、満期を迎えた保有債券の再投資額を徐々に削減する形で、バランスシートの縮小を開始した。これはバランスシートの正常化と呼ばれており、2008年の金融危機以降に実施された量的緩和の出口戦略として位置づけられているが、

¹ 過去の短期金融市場の動揺については、岡田功太「金融規制によるドル調達市場の構造的な変化」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）、岡田功太、吉川浩史「短期金融市場に幅広く影響する米国MMF規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号、同「金融規制の影響によるドル調達コストの上昇」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号、岡田功太「米国MMF最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号、同「米国のMMF最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）を参照。

図表 2 FRBに預け入れられている超過準備預金額の推移



(注) データは月次であり、期間は2002年8月から2020年6月
 (出所) セントルイス連邦準備銀行より野村資本市場研究所作成

当初の想定通りに継続することはできなかった。連邦公開市場委員会 (FOMC) は 2019 年 1 月に、2018 年後半以降の米中貿易摩擦に関する緊張の高まりや、世界経済の減速懸念が意識される中、バランスシートの縮小ペースの見直しについて言及した。そして、FOMC は 2019 年 7 月に、2008 年 12 月以来の利下げとバランスシートの正常化の停止を決定した。つまり、FRB による量的緩和の出口戦略の実施期間は約 2 年間だった。

この時の FRB によるバランスシートの正常化を改めて振り返ると、システム公開市場勘定における保有債券の再投資を停止すると同時に、超過準備預金額を減少させて、所謂「カネ余り」の状態を解消することを目指すものであったと言える。約 2 年間のバランスシート正常化プロセスにおいては、FRB の債券保有額の減少に注目が集まっていたが、大手米銀が FRB に預けていた超過準備預金額が 2017 年 10 月の約 2 兆 1,290 億ドルから 2019 年 7 月の約 1 兆 3,780 億ドルに削減されたということにも目を向けるべきだったと言えよう (図表 2)。

2. 超過準備預金の保持を促す流動性カバレッジ比率

他方で、大手米銀には、規制対応上、超過準備預金を保持したいというインセンティブが生じている。FRB 等の規制当局は、大手米銀に対して 100%以上の流動性カバレッジ比率 (LCR) の維持を求めている²。LCR とは、ストレス状況下において金融機関が流動性

² 詳細は、小立敬「米国の流動性カバレッジ比率 (LCR) の概要」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号 (ウェブサイト版) を参照。

枯渇に直面することを回避するため、十分に高品質な流動資産を一定水準保有することを義務付ける規制であり、対象行は保有する適格流動資産（HQLA）の金額が、ストレス時の30日間に生じる資金流出の推計額を上回るように維持する必要がある。

HQLAは、質の高い順にレベル1資産、レベル2A資産、レベル2B資産で構成されており、それぞれの掛け目は、レベル1資産が100%、レベル2A資産が85%、レベル2B資産が50%である。レベル1資産には、連邦準備銀行の預け金（所要準備預金を除く）、海外中央銀行の預け金（引出しに制限がないもの）、米国債等が含まれる。つまり、LCR対象行がFRBに預けている超過準備預金は、HQLAのレベル1資産に分類され、100%の掛け目が適用される。

米国のLCRは、バーゼルIIIのLCRよりも厳格であり、連結総資産2,500億ドル以上の大手米銀に対して、マチュリティ・ミスマッチ・アドオンの考慮を要請している。マチュリティ・ミスマッチ・アドオンとは、ストレス下を想定した30日間でネット・キャッシュ・アウトフローがピークになる日を特定し、当該日のミスマッチにも対応できるHQLAの保持を要求するものである。つまり、米国のLCRは、バーゼルIIIのLCRよりも保守的な設計になっており、大手米銀には、HQLAのレベル1資産を増やしてこの厳格な規制に対応するために、超過準備預金額を増加させるインセンティブが働いていたと言える。

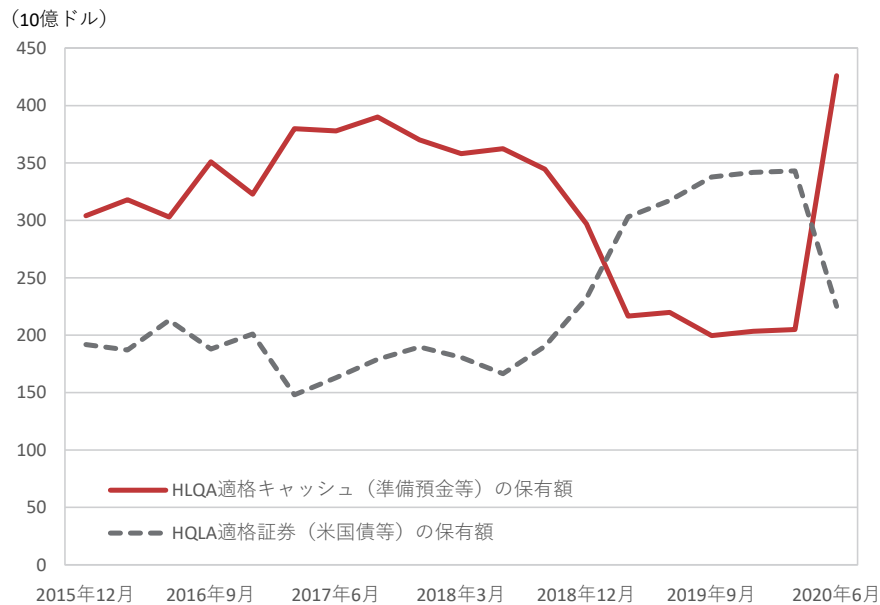
3. 大手米銀による大規模な資産ポートフォリオの変更

大手米銀の動向の一例として、米国LCRの対象行であるJPモルガンを見ると、同行は近年、保有するHQLAの資産構成を大幅に変更している。同行は、2018年6月頃までは、HLQA適格キャッシュ（準備預金等）を3,500億ドル（3か月間の平均値）以上保有していたが、その後は減少させている（図表3）。その代わりに、HQLA適格証券（米国債等）の保有額（3か月間の平均値）を、2018年6月の約1,660億ドルから2019年末には約3,420億ドルまで急増させることで、LCRを高水準に維持している。つまり、JPモルガンは、FRBのバランスシートの正常化を受けて、超過準備預金額の減少を迫られたが、LCRに対応するために米国債の保有額を増大させた。

国際決済銀行（BIS）の調査によると、全米銀が保有する現金、準備預金、米国債の合計額のうち、米国債が占める割合は、2014年末の8%から2019年第2四半期末には24%となった³。他方で、4大銀行（JPモルガン、シティ・グループ、バンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴ）が保有する現金、準備預金、米国債の合計額のうち、米国債が占める割合は、2014年末の10%超から2019年第2四半期末には40%超に急増した。これは、大手米銀による大規模な資産ポートフォリオの変更の結果であり、米国銀行セクターにおける米国債保有者は、LCR対象行である大手米銀に偏り始めたと言える。

³ Fernando Avalos, Torsten Ehlers and Egemen Eren, “September stress in dollar repo markets: passing or structural?,” December 2019.

図表 3 JP モルガンの HQLA の保有額（3 か月間の平均値）の推移



(注) データは四半期であり、期間は 2015 年 12 月から 2020 年 6 月
 (出所) JP モルガンより野村資本市場研究所作成

III 2019 年 9 月中旬に突如として発生したレポ金利の急騰

1. 米国債決済及び法人税納付の影響

FRB がバランスシートの正常化を停止した直後の 2019 年 9 月中旬、レポ市場において予期せぬ事態が発生した。当時、金融危機が発生したわけでもないにもかかわらず、短期金融市場が突如として逼迫し、米国の代表的なレポ金利である担保付翌日物調達金利（SOFR）は 2019 年 9 月 16 日に 2.43% となり、翌 17 日には 5.25% まで急騰した（図表 4）⁴。特に、2019 年 9 月 17 日の日中の SOFR は 10% に達し、一時的に前日比の約 4 倍の水準となった。フェデラル・ファンズ・レートの実効金利は、2019 年 9 月 17 日に約 2.3% まで上昇し、当時の FRB の誘導目標である 2.00~2.25% を上回り、短期金融市場は動揺し、不安定化した。

その要因として、第一に、米国債決済と法人税の納付が重なったことが挙げられる。2019 年 9 月 16 日の米国債の決済額は約 780 億ドル、法人税の納付額は約 347 億ドルに達しており、準備預金額を減少させた。これは、米国政府の資金である国庫金の受け払いにともなって生じる財政等要因であり、国庫から市中金融機関に対する支払額が、受入額より小さいことを受超（または揚超）と呼称する。米国債決済及び法人税の納付は受超要因であり、短期金融市場を逼迫させる。

⁴ Gara Afonso, Marco Cipriani, Adam Copeland, Anna Kovner, Gabriele La Spada and Antoine Martin, “The Market Events of Mid-September 2019,” March 2020. Sriya Anbil, Alyssa Anderson, and Zeynep Senyuz, “What Happened in Money Markets in September 2019?,” February 2020. Francisco Covas and Bill Nelson, “Bank Regulations and Turmoil in Repo Markets,” September 2019.

図表4 SOFRの推移



しかし、米国債の決済額と法人税び納付額が巨額であったとしても、その期日は事前に予定されていたことである。そのため、米国債決済及び法人税の納付は、あくまでも、2019年9月中旬の短期金融市場逼迫の引き金であって、同市場が突如として不安定化し、レポ金利が急騰した構造的な要因とは言い難かった。

2. 日中流動性要件によって低下した大手米銀のドル資金供給力

第二に、日中流動性要件の影響である。大手米銀は、FRBが策定したレギュレーション YY (ドッド=フランク法第 165 条の流動性規制等を規定する規則) において、内部流動性ストレステストの実施が求められている⁵。これは、大手米銀が、金融危機のようなストレスがかかった状況下で、日中においても十分な流動性を有し、FRBの救済を必要とせず、事業が運営されることを確認するものである。レギュレーション YY は、少なくとも月次の頻度で内部流動性ストレステストを実施することを規定しているが、大手米銀は、FRBの要請に応じて、同テストの実施頻度を高めたり、前提条件を変更しなければならない。つまり、大手米銀は、実質的に、日次の頻度で内部流動性ストレステストの実施を求められており、日中において十分な準備預金額を保有する必要がある。

この日中流動性要件は、大手米銀の短期金融市場におけるドル資金の供給及び調達行動に影響を及ぼしている。JP モルガンのジェイミー・ダイモン CEO は、同行の準備預金額について、2019年9月16日及び17日の朝は約1,200億ドルであり、日中は事業に同資金を活用したことで約600億ドルに減少し、その日の終わりには、日次流動性要件を満たす

⁵ 詳細は、小立敬「国際基準との調和も踏まえた米国SIFI規制」『野村資本市場クォーターリー』2012年冬号を参照。

ために再び約 1,200 億ドルに増加させる必要があったと述べている⁶。要すれば、JP モルガン等の大手米銀は、日次流動性要件の制約を受けて、2019 年 9 月 16 日及び 17 日の日中にレポ取引によるドル資金供給を追加的に積極化することが困難であった。

本来、レポ金利の急騰は、ドル資金の供給者にとって収益獲得の機会である。市場参加者は、フェデラル・ファンド市場で資金調達し、レポ市場で資金運用することで利鞘を得ることができたはずである。しかし、JP モルガン等の大手米銀は、日中流動性要件の制約を受けて、レポ取引を積極化できなかったため、フェデラル・ファンド市場及びレポ市場間の裁定取引（アービトラージ）が機能せず、短期金融市場は逼迫した。

3. 追加的レバレッジ比率規制によって抑制されたレポ取引

第三に、レバレッジ比率規制の影響である。同規制は、Tier1 資本に対するレバレッジ・エクスポージャーの割合であり、グローバルには最低基準が 3%に設定されている。ただし、大手米銀に対しては、グローバル基準より厳格な追加的レバレッジ比率（SLR）規制が課されており、銀行持株会社ベースで最低基準が 5%に設定されている⁷。

レバレッジ・エクスポージャー（SLR 算出式の分母）は、①オンバランス、②デリバティブ取引、③レポ取引等の証券金融取引、④オフバランスのエクスポージャー等の合計値であることから、SLR 対象行である大手米銀には、他の銀行に比べて、相対的に収益性が低いレポ取引を縮小するインセンティブが生じている。そのため、大手米銀は、仮に 2019 年 9 月 16 日及び 17 日にレポ取引を積極化し、ドル資金を供給したかったとしても、規制対応上、バランスシートを拡大するような活動は抑制せざるを得なかった。

上記を総合すると、2019 年 9 月中旬の短期金融市場の不安定化の背景には、米国債決済と法人税納付による一時的な超過準備預金額の減少が引き金となり、①FRB のバランスシート正常化による LCR 対象行の超過準備預金額の減少、②レギュレーション YY の内部流動性ストレステストが求める日中流動性要件によるドル資金供給力の低下、③SLR によるレポ取引の抑制等によって、ドル資金の貸し手が減少し、レポ金利が急騰したという構図があったことが見て取れる。

IV 約 11 年ぶりとなる FRB の公開市場操作によるドル資金供給

1. 短期金融市場の安定化を目指す大規模レポ・プログラム

FOMC は 2019 年 9 月 17 日に、上記のレポ金利の急騰に対応すべく、2008 年のグローバル金融危機以来、初となる公開市場操作の開始を決定した。この公開市場操作は、準備預金額の潤沢な水準の維持と、短期金融市場の機能の促進を目的としており、BNY メロン

⁶ JP Morgan Chase & Co., “3Q19 Financial Results Earnings Call and Transcript,” October 2019.

⁷ 詳細は、小立敬「バーゼルⅢレバレッジ比率に関する市中協議文書—G-SIBs に対するより高いレバレッジ比率の検討—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号（ウェブサイト版）を参照。

をクリアリング・バンク（受渡処理や担保管理等を担当）とするトライパーティ・レポ取引の形態を採用している。すなわち、NY 連銀が、プライマリー・ディーラーから米国債やエージェンシー債を担保として取得し、その代わりにドル資金を供給することで超過準備預金額を増加させるものであり、大規模レポ・プログラムと呼称されている⁸。

公開市場操作の実務的な対応を担う NY 連銀は、FOMC の決定を受けて、2019 年 9 月 17 日に大規模レポ・プログラムを実施し、約 530 億ドルの資金を供給した。しかし、その後も、短期金融市場は逼迫し、レポ金利の上昇圧力は高止まりしたことから、NY 連銀は、連日にわたって大規模レポ・プログラムを実施し、翌日物レポ取引の上限を約 750 億ドルに引き上げ、2019 年 9 月 24 日には 2 週間のターム物レポ取引を上限約 300 億ドルとして追加し、プライマリー・ディーラーに対してドル資金を供給した。

更に、NY 連銀は 2019 年 10 月 23 日に、大規模レポ・プログラムのうち、翌日物レポ取引の上限を 1,000 億ドルに引き上げ、2 週間のターム物レポ取引の上限を 450 億ドルに増額した。これにより、NY 連銀は、超過準備預金額を増加させて、フェデラル・ファンド市場及びレポ市場間のアービトラージの活性化を促し、短期金融市場の機能の円滑化を目指した。

2. 短期国債の購入開始によるバランスシートの拡大

FRB は 2019 年 10 月に、少なくとも 2020 年第 2 四半期までの期間において、毎月 600 億ドル相当の短期国債の購入を決定した。この措置は、準備預金額を約 1.5 兆ドル（2019 年 9 月上旬の水準）に保つことを目的としており、2008 年のグローバル金融危機以降に実施された大規模資産購入策とは異なることが強調された。大規模資産購入策とは、NY 連銀が長期国債等を市場から購入することにより、ポートフォリオ・リバランス効果を通じて長期金利に低下圧力をかける政策である⁹。他方で、2019 年の NY 連銀による短期国債の購入は、長期金利の引き下げや景気回復のための措置ではなく、あくまでも、同年 9 月中旬のレポ金利急騰を受けた対応として位置づけられた。

この短期国債購入の政策的な位置づけが、大規模資産購入策とは異なるにせよ、FRB のバランスシートは拡大する。特に、2019 年 9 月中旬のレポ金利の急騰は、金融規制による短期金融市場の構造的な変化に起因するものであることから、FRB がバランスシートの規模を一定水準に維持し続けなければ、短期金融市場は再び逼迫する可能性がある。つまり、NY 連銀は、米国銀行システムにおける準備預金額の総需要が明確ではない中、短期国債の購入を一定期間にわたって継続する必要性に迫られたと言える。また、NY 連銀が 2019 年 9 月 17 日から継続している大規模レポ・プログラムについては、一時的な緊急対応措置というよりも、常設化が必要なものであるとの見方が強まった¹⁰。

⁸ Kevin Clark, Antoine Martin and Tim Wessel, “The Federal Reserve’s Large-Scale Repo Program,” August 2020.

⁹ ポートフォリオ・リバランス効果とは、中央銀行の国債買いオペレーション政策によって国債利回りを大きく低下させ、民間金融機関等を中心に、国債への運用魅力度を下げ、相対的に期待収益率の高い株式や貸し出し等のリスク資産運用へポートフォリオをシフトさせる効果を指す。

¹⁰ “The Fed will need to grow its balance sheet ‘permanently,’ Morgan Stanley says,” CNBC, September 26, 2019.

3. 活発化するスタンディング・レポ・ファシリティの導入に係る議論

上記に先立つ 2019 年 6 月、国際通貨基金（IMF）は、対米 4 条協議報告書（IMF 加盟国別の政策評価）において、米国に対してスタンディング・レポ・ファシリティの導入の検討を推奨した¹¹。同ファシリティは、FRB が米国債等を担保として、あらかじめ定められた金利でプライマリー・ディーラー等の需要に応じて必要な資金貸し出しを行うという構想であり、NY 連銀による大規模レポ・プログラムを常設化する制度として位置づけることができる。

実は、IMF だけではなく、米国の中央銀行関係者も、相次いでスタンディング・レポ・ファシリティの必要性を提唱していた¹²。例えば、ジェームズ・ブラード氏（セントルイス連邦準備銀行総裁）、ウィリアム・ダドリー氏（NY 連銀前総裁）、ナラヤナ・コチャラコタ氏（ミネアポリス連邦準備銀行前総裁）、ブライアン・サック氏（NY 連銀前副総裁）等である。

しかし、FRB は、スタンディング・レポ・ファシリティの導入を見送った。FOMC は 2019 年 10 月に、同ファシリティに係る議論を行った。FOMC 参加者の多くが導入に前向きな姿勢を示した一方で、スティグマ（同ファシリティを活用する金融機関は資金繰りに問題を抱えているという不名誉な評判の流布）の問題、価格や適格担保の設定、カウンターパーティーの選定等、解決すべき実務的な課題があるとの見解が示され、検討の初期段階であるとされた。

V 2019 年末の短期金融市場を巡る動向

1. 金融規制が年末の大手米銀のドル調達行動に与える影響

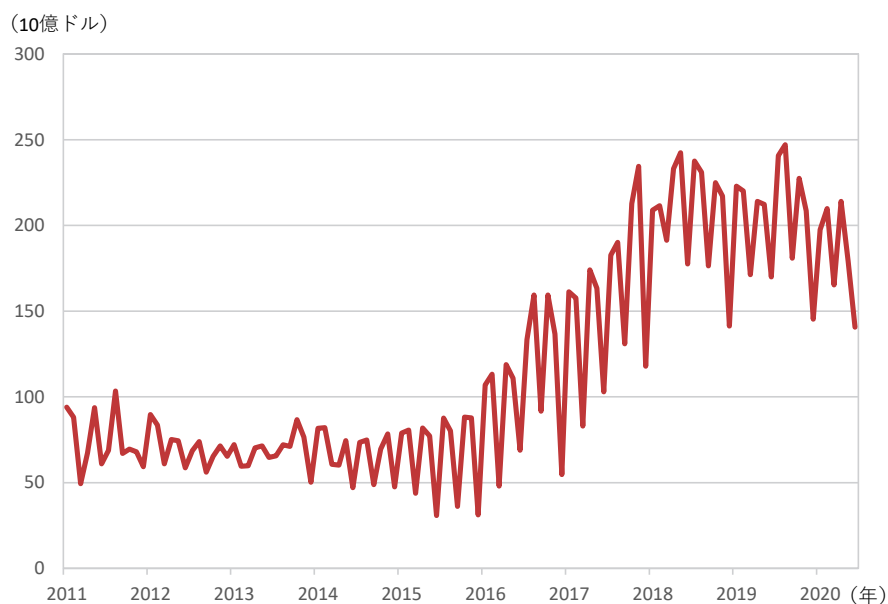
1) バーゼル III のレバレッジ比率規制と「ウィンドウ・ドレッシング」

スタンディング・レポ・ファシリティの導入に係る議論が活発化する中、市場参加者の間では、2019 年末の短期金融市場動向が注視されていた。その理由として、第一に、バーゼル III のレバレッジ比率規制が、欧州（ユーロ圏）銀行の四半期末の調達行動に与える影響が挙げられた。欧州銀行は、同規制において、四半期末時点で Tier1 資本に対するレバレッジ・エクスポージャーの割合が 3% 超であることを求められている。一方で、期中についてはレバレッジ・エクスポージャーの要件が設けられていないため、欧州銀行は期中にレポ取引で借入れを膨らませ、その資金を短期融資等に活用することで収益を上げて、四半期末に同取引をアンワインド（ポジション

¹¹ International Monetary Fund, “United States: 2019 Article IV Consultation - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the United States,” June 2019.

¹² David Andolfatto and Jane Ihring, “Why the Fed Should Create a Standing Repo Facility,” March 2019. David Andolfatto and Jane Ihring, “The Fed and a Standing Repo Facility: A Follow-Up,” April 2019.

図表5 欧州銀行上位5行と米国MMFの米国債レポの取引額の推移



(注) データは月次であり、期間は2011年1月から2020年6月
 (出所) 米財務省・金融調査局より野村資本市場研究所作成

の解消) するという行動を取っていた。こうした慣行について BIS は、金融システムの安定性を阻害する行動であるとして、ウィンドウ・ドレッシングと名付けて批判している¹³。

米国 MMF の米国債レポ取引 (カウンターパーティー別) は、証券取引清算機関 (FICC) を通じたスポンサード・レポ (詳細は後述) を除くと、BNP パリバ、パークレイズ、クレディ・アグリコル、ソシエテ・ジェネラル、ナティクシス等の欧州銀行の存在感が大きい。これら欧州銀行上位5行と米国 MMF 間の米国債レポ取引額は、2020年6月末時点で約1,407億ドルに達しており、米国 MMF とカウンターパーティー間の同取引総額の約26%を占めていた (図表5)。そのため、欧州銀行が2019年末にウィンドウ・ドレッシングを行った場合、レポ金利に上昇圧力がかかることが予想された。

2) 年末に算出される大手米銀の G-SIB サーチャージ

第二に、大手米銀による G-SIB サーチャージの影響である¹⁴。同規制のグローバル基準は、米国のグローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIB) に対して、①規模、②相互関連性、③代替可能性、④複雑性、⑤法域を超える業務の5つの指標に基づいて計測されるスコアに応じて、1.0~2.5%の追加的な資本の上乗せを求めている。他方

¹³ Sriya Anbil and Zeynep Senyuz, "Window-Dressing and the Fed's RRP Facility in the Repo Market," November 2017.

¹⁴ 詳細は、小立敬「FRBによる米国独自の G-SIB サーチャージの提案—短期ホールセール・ファンディングの考慮—」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号 (ウェブサイト版) を参照。

で、G-SIB サーチャージの米国基準は、前述の 5 つの指標のうち、「代替可能性」の指標に代えて「短期調達への依存度」を考慮しており、1.0~4.5%の追加的な資本の上乗せを求めていることから、グローバル基準よりも厳格である。これは、米国 G-SIB の短期調達依存度が高い場合、ストレス状況下において、マージン・コールやレバレッジの解消等の負のサイクルが発生する可能性があると考えられたためである。

G-SIB サーチャージの米国基準のスコアは、原則として年末に算出される。そのため、米国 G-SIB には、年末にかけてレポ取引を縮小させることで「短期調達の依存度」や「法域を超える業務」を減少させて、追加的な資本の上乗せを低下させようとするインセンティブが生じる。結果として、2019 年末にはレポ金利が上昇し、短期金融市場が逼迫する可能性があると考えられた。

以上の懸念を受けて、NY 連銀は 2019 年 12 月に、大規模レポ・プログラムによるドル資金供給額の上限を増額させて、2019 年末のレポ金利の急騰を抑制するべく動いた。

2. 急増するスポンサード・レポ取引

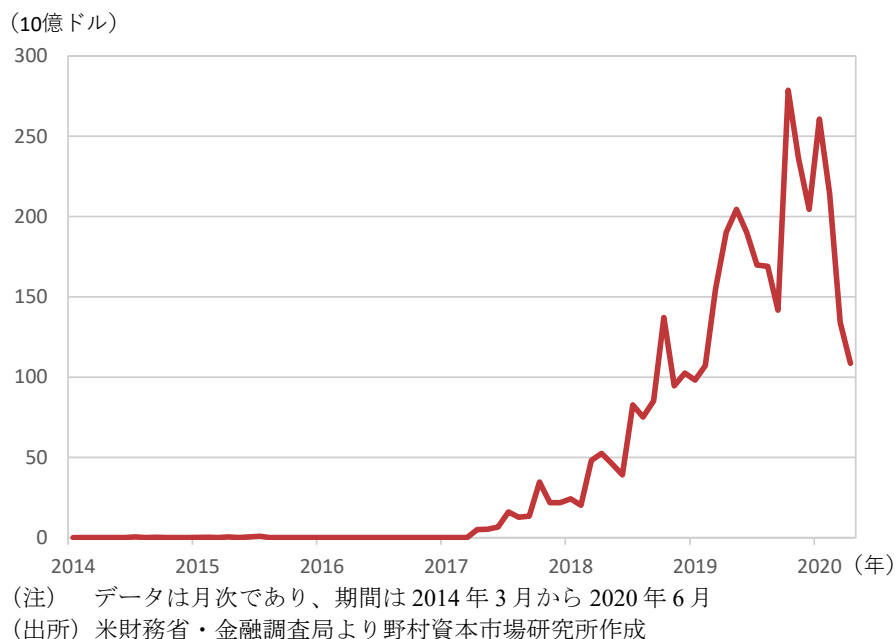
実は、大規模レポ・プログラムの増額だけではなく、大手米銀によるスポンサード・レポ取引の急増も、2019 年末の短期金融市場の安定化に寄与していた。スポンサード・レポ取引とは、大手銀行等が資金運用主体（米国 MMF 等）及び資金調達主体（ヘッジファンド等）と行うレポ取引のうち、FICC が清算する形態の取引を指す¹⁵。大手銀行が、資金運用主体と資金調達主体の両者とスポンサード・レポ取引を行った場合、FICC が同行の両サイドのポジションをネットアウトすることで、SLR や G-SIB サーチャージ等のバランスシートの規模に対して賦課されるコストを低減できる。大手銀行は、2019 年末に米国 MMF とのスポンサード・レポ取引を約 2,790 億ドルまで急増させることで、ドル資金を調達し、レポ金利の抑制に寄与した（図表 6）。

ただし、スポンサード・レポ取引にも制約がある。FICC は米国債のみを同取引の担保資産として許容しており、モーゲージ債は対象外である。加えて、米国 MMF は、1940 年投資会社法規則 2(a)-7 に基づき、単一発行体への投資上限は原則として運用資産総額の上限 25%とされているため、大手銀行と米国 MMF のスポンサード・レポ取引額は、当該米国 MMF の運用資産総額の 25%を上回ることはない。

スポンサード・レポ取引は、厳格な金融規制下においても、大手米銀のドル資金調達を促進し、2019 年末の短期金融市場の安定化に寄与したと言える。他方で、大手米銀によるレポ取引の全てがスポンサード・レポ取引で代替されることは考えにくく、安定的な短期金融市場の運営と健全な市場機能を保つためには、NY 連銀による大規模レポ・プログラムの継続が必要とされた。

¹⁵ 詳細は、岡田功太「米国で急増する証券取引清算機関（FICC）のスポンサード・レポ取引」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号（ウェブサイト版）を参照。

図表 6 FICC をカウンターパーティーとする米国 MMF の米国債レポの取引額の推移



2019年には、いわば不整合な施策がレポ金利の急騰を招き、大規模レポ・プログラムの開始を迫られるという事態が生じた。その改善策が打ち出される前に、新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大した。FRBは、レポ金利急騰の要因を総括する前に、深刻な経済停滞に対応すべく、プライマリー・ディーラーや、メインストリートに対する資金供給の促進を目的とした別の施策が求められることとなった。

VI 時限的な規制緩和及び預金準備率引き下げの時期の適切性

FRBは2020年4月、コロナ禍の影響が深刻化したことを受けて、1年間の時限措置としてレバレッジ比率規制を緩和し、預金準備率をゼロに引き下げた。もっとも、これらの施策は、2019年9月17日のレポ金利急騰時、または、それ以前から実施すべきであったという指摘もなされている。以下では、レバレッジ比率規制の緩和及び預金準備率引き下げの施策について、対応時期の適切性の観点から考察する。

1. レバレッジ比率規制の時限的な緩和措置に係る議論

FRBが相次いで打ち出したコロナ禍対策のうち、超過準備預金に関連する政策として、第一に、レバレッジ比率規制の緩和が挙げられる。FRBは2020年4月に、レバレッジ比率規制から米国債及び準備預金を控除することに係る暫定最終規則を公表した¹⁶。同規則

¹⁶ 12 CFR Part 217 Regulations Q; Docket No. R-1707; RIN 7100-AF81 Regulatory Capital Rule: Temporary Exclusion of U.S. Treasury Securities and Deposits at Federal Reserve banks from the Supplementary Leverage Ratio.

は、2021年3月末までの1年間の時限的な措置として発効した。

レバレッジ比率規制の緩和の必要性については以前から指摘されていた。スタンフォード大学のダレル・ダフィー教授は、2016年8月に開催されたジャクソンホール会議において「FRBの新たな金融政策の伝達の効率性」と題する論文を発表し、FRBが金融政策を効率的に波及させるにはレバレッジ比率規制等の見直しが必要であると主張した¹⁷。米財務省は2017年6月、「銀行及び信用組合の経済的機会を創出する金融システム」と題する報告書を公表し、レバレッジ比率規制の算出式から、①準備預金、②米国債、③清算機関に差し入れる当初証拠金を控除するという提言を行い、グローバル基準に沿った調整（calibration）であると位置づけた¹⁸。

しかし、レバレッジ比率規制から米国債を控除する点については、「調整」というよりも、バーゼル合意からの「逸脱」であるとも言えた。レバレッジ比率規制は、自己資本比率規制においてソブリン向けエクスポージャーのリスク・ウェイトがゼロに設定されているが故に、国債レポ取引等によって金融機関のバランスシートが肥大するのを制限することを目的としている。したがって、米国債の控除を認めてしまうと、レバレッジ比率規制の自己資本比率規制の補完としての意味が失われるという指摘があり、同規制の緩和は進展しなかった。

それでも、ウィリアム・ダドリーNY連銀前総裁は2019年10月に、同年9月のレポ金利急騰を踏まえて、レバレッジ比率規制から準備預金を控除する必要性を主張した¹⁹。これは、FRBが大規模レポ・プログラムによってバランスシートを拡大させた場合には、準備預金額が急増し、レバレッジ・エクスポージャーが増加するため、大手米銀がレバレッジ比率規制を遵守するには、レポ取引等の縮小を迫られてしまう可能性が懸念されたためである。この考え方に則れば、FRBは、短期金融市場が不安定化した2019年9月中旬に、レバレッジ比率規制を緩和することも、選択肢の一つとすべきであったと言える。

今般公表されたレバレッジ比率規制の緩和を、2021年3月末までの時限的な措置ではなく恒久的な措置とすべきなのか、仮にそうする場合、バーゼル合意の変更が必要なのか、検証が求められる。あるいは、将来的に金融危機や経済の急速な停滞が発生した場合に、その都度、レバレッジ比率規制は時限的に緩和されるものとして位置づけるべきなのか等、多面的な議論が必要である。

2. 預金準備率の引き下げに係る議論

第二に、預金準備率のゼロへの引き下げである。FRBは、レギュレーション D において、各銀行等が有する預金残高の一定割合を、準備預金に預け入れる必要があると定めて

¹⁷ Darrell Duffie and Arvind Krishnamurthy, “Pass-Through Efficiency in the Fed’s New Monetary Policy Setting,” August 2016.

¹⁸ 詳細は、岡田功太「米財務省による金融規制改革提言に関する考察」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号（ウェブサイト版）を参照。

¹⁹ Bill Dudley, “The Longer-Term Lessons of the Repo Turmoil,” October 2019.

いる。この一定割合を預金準備率と呼称し、預金の種類及び残高によって超過累進制の区分がなされている。従来、FRB は、低率の預金準備率が適用される純取引勘定の区分（Low Reserve Tranche）と呼ばれる閾値を超えた分に対して、預金準備率を 10%と規定していたが、2020 年 3 月にゼロに引き下げた。これにより、FRB は、約 2,000 億ドル相当の準備預金が開放され、大手米銀はメインストリートへの貸し出しを増加させることができた。

預金準備率をゼロに引き下げる必要性についても、以前から指摘されていた。FOMC は 2019 年 1 月、潤沢な準備預金（ample reserve）を活用した金融政策の運営を開始することを公表し、準備預金残高が所要準備預金額を常に大幅に上回る状態を保持することを明言した²⁰。FRB によるフェデラル・ファンズ・レートの誘導目標は、上限金利として超過準備預金金利（IOER: Interest On Excess Reserves）を設定しているが、預金を取り扱わない MMF や政府後援企業（GSE）を介する資金フローには金融政策の影響が及びにくいいため、FRB は、同資金フローを吸収できる翌日物リバースレポ取引（ONRRP）の金利を誘導目標の下限金利として採用している。つまり、FRB は、IOER と ONRRP という 2 つの金利を設定することで金融政策を打ち出しているのであって、準備預金残高をコントロールすることによってフェデラル・ファンズ・レートの実効金利を誘導しているわけではない。そのため、大手米銀に対して預金準備率の遵守を求める必要はなくなっていた。

実は、米国金融サービス業者の業界団体であるバンク・ポリシー・インスティテュートは、新型コロナウイルス感染症が拡大する以前から、預金準備率をゼロに引き下げる必要性を主張していた²¹。これは、連邦準備規則第 19 条及びレギュレーション D において、金融政策の実行のみを目的に、準備預金を預け入れさせることができると規定されているためである。すなわち、FRB が潤沢な準備預金を保持し続ける状態で、金融政策を実行するのであれば、預金準備率を 10%に設定することは法的に認められていないと解釈される可能性があり、少なくとも 2019 年 1 月に預金準備率をゼロに引き下げる必要があったという主張である。

更に、バンク・ポリシー・インスティテュートは、コロナ禍の政策として、米国 LCR の改正を提言している²²。同規制は、レベル 1 資産として超過準備預金の算入を認めているが、所要準備預金については算入を許容していない。米国 LCR を改正し、所要準備預金をレベル 1 資産として算入することを認めれば、大手米銀が保有する HQLA の増大を促してメインストリートへの貸出の増加が期待でき、預金準備率をゼロに引き下げると同等の効果をもたらすという提言である。

²⁰ Board of Governor of the Federal Reserve System, “Implementation Note issued January 29, 2020: Decisions Regarding Monetary Policy Implementation,” January 2019. Gara Afonso, Kyungmin Kim, Antoine Martin, Ed Nosal, Simon Potter and Sam Schulhofer-Wohl, “Monetary Policy Implementation with an Ample Supply of Reserves,” January 2020.

²¹ Bill Nelson and Greg Baer, “Reserve Requirements Should – and Must – Be Set to Zero,” February 2020. Greg Baer, Francisco Covas and Bill Nelson, “Actions the Fed Could Take in Response to COVID-19,” March 2020.

²² Bill Nelson and Jeremy Newell, “Realizing the Liquidity Benefit of Required Deposits at the Fed,” December 2017. Bill Nelson and Brett Waxman, “Impending Money Market Volatility Prompts Warning Light for LCR Tune-Up,” September 2019.

FRB は、コロナ禍対応の政策を矢継ぎ早に打ち出す過程で、バランスシートの再拡大を余儀なくされた。それは不可避であったとしても、レバレッジ比率規制の緩和及び預金準備率引き下げの施策については、今般のコロナ禍対応策というよりも、2019 年に明らかになった金融規制と金融政策の不整合の改善策として打ち出されるべきだったのではないだろうか。FRB によるレバレッジ比率規制の緩和及び預金準備率引き下げの施策の時期の適切性については、議論の余地があったと言えよう。

VII ポストコロナ時代の新たな金融政策の留意点

2019 年の経緯を踏まえれば、FRB は、ポストコロナ時代において、新たな金融政策を策定するにあたって、米国銀行システムにおける超過準備預金の総需要を精緻に把握することが求められると言えよう。NY 連銀のロリー・ローガン氏（市場グループの責任者）は 2019 年 4 月、米国銀行システムとして「快適」と考える準備預金額の最低水準（LCLoR: the lowest comfortable level of reserves）は、8,000 億ドルから 9,000 億ドルであると指摘していた²³。しかし、米国における準備預金額は、それを上回る水準であったにもかかわらず、2019 年 9 月中旬にレポ金利は急騰した。ジェローム・パウエル FRB 議長は、2019 年 10 月の FOMC 後の会見において、短期金融市場が突如として逼迫したことについて「驚きだ」と述べた上で、多くの銀行は LCLoR を上回る準備預金を保有しながらも、2019 年 9 月中旬にはレポ取引を抑制したため、その原因について注意深く分析を進めているとした²⁴。

他方で、NY 連銀のガーラ・アフォンソ氏（調査・統計グループのアシスタント・バイス・プレジデント）は 2018 年 2 月、「フェデラル・ファンド市場のモデル：過去、現在、そして将来」と題する論文を公表し、バランスシートの正常化プロセスにおいて、米国銀行システム全体として必要とされる超過準備預金額の水準だけではなく、同額の分布（distribution）を把握する必要があると主張した²⁵。すなわち、LCR 等への対応を迫られた結果、JP モルガン等の一部の大手米銀は、他行と比べて突出して多くの準備預金を保持する必要がある可能性を示した。実際に、2019 年 9 月中旬の短期金融市場の逼迫は、大手米銀によるレポ取引の抑制が要因の一つとして指摘されている。つまり、FRB は、どの程度の速度と深度でバランスシートを縮小できるのか、今まで以上に十分な検証をした上で、金融政策を運営する必要があると言える。

また、FRB は、レギュレーション YY が規定する日中流動性要件に係る監督方針と、LCR 等の金融規制の整合性を図る必要があるだろう。大手米銀は、日中流動性要件を満たす

²³ Lorie K. Logan, “Observations on Implementing Monetary Policy in an Ample-Reserves Regime,” April 2019. Joseph Andros, Michael Beall, Francis Martinez, Tony Rodrigues, Mary-Frances Styczynski and Alex Thorp, “Approaches to Estimating Aggregate Demand for Reserve Balances,” October 2019.

²⁴ Transcript of Chair Powell’s Press Conference October 30, 2019.

²⁵ Gara Afonso, Roc Armenter and Benjamin Lester, “A Model of the Federal Funds Market: Yesterday, Today, and Tomorrow,” February 2018.

にあたって、米国債よりも超過準備預金を保有することが推奨されている²⁶。これは、リーマンショック時に、大手米銀が米国債を迅速にキャッシュ化できなかったことがあったためである。翻って、LCRでは、超過準備預金及び米国債の両者をHQLAのレベル1資産として規定されている。大手米銀は、FRBのバランスシート正常化プロセスにおいて、HQLAの資産構成を変更し、米国債を増加させてLCRに対応したが、そうすることで、日中流動性要件を満たすことができなくなる恐れがあったと考えられる。

ランダル・クォールズ FRB 副議長は、大手米銀によるリテール預金の増加に期待を示したこともあったが、顧客ニーズや競争環境を踏まえると、リテール預金は準備預金の代替にはなり得なかった²⁷。結果的に、クォールズ FRB 副議長とスティーブン・ムニューソン財務長官は、日中流動性要件において、米国債と超過準備預金を同等に扱うよう、監督方針の見直しを開始したことを明らかにした²⁸。要すれば、金融規制は、それ自体が最適化された形で設計されていても、バランスシートの正常化等の金融政策や、規制遵守に係る監督体制の方針等を考慮すると、米国金融システム全体として必ずしも整合的であるとは言い難い状況が浮き彫りとなった。

2008年のグローバル金融危機や2020年のコロナ禍を受けて、FRBのバランスシートは急拡大した。同時期に、FRB等の規制当局が策定した金融規制は複雑化した。当面はコロナ禍への対応が続く可能性はあるものの、将来的に、コロナ禍が終息した後に、FRBは、バランスシートの正常化の再開を検討することも考えられる。その際、2019年9月中旬のように、再び、短期金融市場が突如として逼迫し、民間金融機関によるCPやCDの発行、レポ取引、為替デリバティブ取引等のドル資金の調達を目的とした取引コストの上昇を招くような事態は起こしてはならないだろう。ポストコロナ時代において、FRBが、新たな金融政策を実行しながらも、米国銀行システムの健全性及び短期金融市場の安定化を図るには、金融規制の運用手法の変更や調整も視野に入れた、包括的な政策運営が求められるのではないだろうか。

²⁶ Ryan Bush, Adam Kirk, Antoine Martin, Philip Weed and Patricia Zobel, "Stressed Outflows and the Supply of Central Bank Reserves," February 2019.

²⁷ Randal K. Quarles, "Liquidity Regulation and the Size of the Fed's Balance Sheet," May 2018.

²⁸ Randal K. Quarles, "The Economic Outlook, Monetary Policy, and the Demand for Reserves," February 2020.