

今次コロナ危機に際してのFRBの対応



資本市場研究会 理事

湯本 雅士

はじめに

世界経済は、百年に一度と称されたリーマンショックから僅か10年余にして再びコロナショックという大波に襲われた。刻々と更新される統計データは、その影響が如何に深刻であったかを物語る（図表1）。この国難ともいえる未曾有の危機に際して、各国政策当局は様々な分野で持てる力を振り絞って対応してきたが、本稿では中央銀行、とりわけ米

国のFRBの行動を中心にその軌跡を辿ってみたい。その後事態は改善の方向に進みつつあるとはいえ、いまだ過去形で語ることが許される状況ではない。したがって、以下に記すところは、あくまでも6月央時点における暫定的な概観図に過ぎない。紙数の関係もあって、FRB以外の中央銀行については後出の一覧表（図表2）に若干の補注を施すに止める。

同表は、コロナ危機の影響が次第に濃化しつつある過程で主要国中央銀行が繰り出した措置の一覧である。それぞれに懸命の努力を行ってきたことが読み取れるが、なかでもFRBの行動の迅速さと多彩さはとりわけ目を見張るものがある。次々と息つく間もなく繰り出される様々な措置はしばしばacronym（頭文字）で表現されるがゆえに、局外者にとっては戸惑うことが多い。そこで、まずは論評抜きでこの間に実施された政策措置を概観してみたい。一応類型別に分類を試みたが、

目次

はじめに

1. これまでの経緯
2. コロナ危機への対応（1）
—— 1～3月
3. コロナ危機への対応（2）
—— 4～5月
4. 暫定的評価

(図表1) OECDの世界経済見通し (2020.6.10発表)

	2019 (推計)	2020 (見通し)	
		コロナ第一波のみ	第二波到来の場合
世界	2.7	▲6.0	▲7.6
米国	2.3	▲7.3	▲8.5
ユーロ圏	1.3	▲9.1	▲11.5
日本	0.7	▲6.0	▲7.3
中国	6.1	▲2.6	▲3.7

事の性質上十分に整理しきれない部分があることをお断りしておく。

■ 1. これまでの経緯

FRBは、2013年12月以降、リーマンショック後の諸措置によって膨れ上がった総資産の圧縮を図り、金利機能の復活を目指す、いわゆる「金融正常化」の努力を続けてきた。具体的には、それまで続けてきた国債およびMBS (mortgage-backed securities) の買入ペースをスローダウンして最終的に停止するとともに、償還期到来分を全額再投資して残高を維持する政策にも変更を加え、再投資額を漸次減らすことによって、バランスシートを徐々に圧縮する努力を続けてきた。同時に、2015年12月以降、政策金利であるFFレートの誘導レンジを事実上のゼロ金利から次第に引き上げていった。その結果、FFレートは2018年12月に2.25~2.50%のレベルにまで到達した。

・バランスシートの圧縮

2013.12~ 国債・MBS債の新規買入れ額を漸次縮小 (いわゆる

“tapering”)

2014.10~ 買い入れを停止。以後償還期到来分を再投資して残高を維持

2017.10~ 償還期到来分のうち、一定額 (cap) を超える部分についてだけ再投資する、すなわち、cap分だけ残高が減少する

・政策金利の引き上げ

2015年12月以降事実上のゼロ金利 (0~0.25%) から漸次引き上げを開始。

以後8回、毎回25bptずつ引き上げて、2018年12月に2.25~2.50%の水準に到達

しかしながら、2019年7月のFOMCでは、景気の先行き不透明を理由として政策金利を25bpt引き下げて2.00~2.25%とするとともに、資産残高の圧縮を予定より2か月早く停止する措置に出た (満期到来分を全額再投資して残高を維持する政策は復活)。政策金利の引き下げは2019年9月、10月と連続して行われ、FFレートのレンジは1.50~1.75%にまで下落した (予防的・保険的措置とされた)。加えて秋口に至り、金融市場が予想外の金利の上昇に見舞われたため、FRBは新たに短

期証券 (TB) を買い入れて、準備のレベルを維持する措置をとった (ただ長期国債の新規買入再開までには至らなかった)。

この時の短期金利急騰の背景としては様々な一時的要因が指摘されている (租税の納付・国債の発行・BIS規制の影響、等) が、豊富な準備が長期にわたって存在してきたことからくる「履歴効果」(hysteresis) が云々されたこと (現状が当然であるという感覚、いわゆる「新常态」の実現) は、今後金融正常化とはどういう状態を指すのかを論ずる際に看過できないポイントである。

■ 2. コロナ危機への対応 (1) —— 1 ~ 3 月

明けて2020年、1月末に開催されたFOMCは、政策金利を現状の水準に据え置くことを決定した。コロナの影響はなお人々の注意を引くに至っておらず、声明文にもそれについての言及はない。しかしながら、2月に入ってコロナ問題が次第に意識されるようになり、Powell議長は28日に、“We will use our tools and act as appropriate to support the economy” という特別声明を発表している。

その後、コロナの影響がさらに深刻化するリスクは大きいとの判断に基づき、3月3日、3月15日と連続して政策金利が引き下げられた結果、遂に0~0.25%という事実上のゼロ金利状態 (effective lower-bound (ELB)) が再び実現した (2015年12月以前の状態)。

3月15日の引き下げ幅が100bptというこれまでにない大幅なものであったことは、FOMCが事態を如何に深刻にとらえていたかを物語る。

金融資産の買い入れについては、3月15日の決定により、国債及びMBS債の保有高を先行き数か月の間にそれぞれ少なくとも5,000億ドル、2,000億ドル増加させるとともに、企業活動の維持と雇用の安定、金融市場から家計・企業への資金の流れの円滑化を目的として、以下のような一連の施策を発表した。

- ① 預金取扱金融機関に対し、連銀借り入れ (discount window) をより頻繁に利用するよう要請し、借入金利を150bpt引き下げて、政策金利の上限である0.25%とした (従来は政策金利上限プラス0.25%とされていた。また、借入期間については最長90日まで可能とした)。また、資金決済の円滑化を目指して、日中借入 (intra-day credit) のより頻繁な活用を要請した。この件については、翌3月16日に銀行監督当局3機関 (FRB, FDIC, OCC) が連名で確認しているが、銀行が連銀借り入れに対して持っている種の抵抗感 (stigma-連銀借り入れを必要としているほど資金繰りに困っているのかという、いわゆる「風評被害」) の払拭を図ったものと理解される。なお、4月23日には、intra-day creditのさら

なる利用促進を意図した各種の優遇措置が取られている（ただし、9月30日までという期限付き）。

- ② リーマンショックの後、資本・流動性バッファの積み上げに努力した結果、銀行は現在、規制を上回る手厚い自己資本やバッファを保有するに至っているが、こうしたバッファを活用して（取り崩して）、家計・企業が資金繰りに窮しないよう注意を促した。本件も銀行監督当局3機関の連名で確認されている。なお、FRBは3月17日にも同趣旨の要請を行っている。

加えて、3月22日には、金融監督当局6機関（FRB・FDIC・OCC・National Credit Union Administration・Conference of State Banking Corporation・Consumer Finance Protection Bureau）は、連名で、コロナウイルスの被害を被っている債務者を性急に不良債権者扱いすることなく、親身になって、ローンのリストラクチャリングについて相談に乗るよう金融機関に要請している。

さらにFRBは、3月26日 他の金融監督当局とともに、中小金融機関（総資産50億ドル以下）に対し、定例の報告書提出締切日を延期する旨を告げ、併せて消費者・中小企業向け少額ローンを増やすよう重ねて要望した。

- ③ 準備預金制度において定められた法定

準備率をゼロとする（3月15日発表3月26日より実施）。銀行が豊富な準備（reserves）を抱えている現状では、法定準備率による準備の保有強制は意味を失っているという理解である。

さらに同日、FRBと主要外国中央銀行5行（カナダ銀行・英蘭銀行・日本銀行・欧州中央銀行・スイス国民銀行）との間で、常設のドル流動性供給のためのスワップ・ネットワークをより効率的に運用することについて合意が成立した。具体的には、各中央銀行は、国内金融機関に対し毎週、現行の満期1週間物に加えて満期84日の米ドル資金のオファーを行うこととした。なお、1週間物のオファーは、その後、3月23日から少なくとも4月末までの間、毎週ではなく毎日行われることとされた。金利は25bpt引き下げられて、USD/O/Nインデックス・スワップ〈OIS〉金利プラス25bptとなった。

このドル流動性供給スワップは、これまで上記5行との間で結ばれていた（限度無制限・期間の定めなし）が、コロナショックで予想される国際金融市場の動揺に備えて、3月19日に新たに9行がこれに加わった（オーストラリア・ブラジル・韓国・メキシコ・シンガポール・スウェーデン…限度額各600億ドル。デンマーク・ノルウェー・ニュージーランド…限度額各300億ドル。期間は少なくとも6か月間）。

なお、上記に関連する措置として、3月31

(図表 2) 今次コロナ危機に際しての各国中央銀行の対応 (2020.6.25現在。日付は政策措置の発表日)

	米国連邦準備制度 (FRB)	欧州中央銀行 (ECB)
政策金利の引下げ	2015.12以降、金融正常化を目指してFFレートを漸次上げた結果、近時ピークの2.25~2.50%に到達 (2018.12.19) その後、景気の先行き不透明と急騰した短期金利抑制を理由に逆に連続して引下げた結果、2019.10.30以降は1.50~1.75%の水準に コロナ危機以降 2020.1.29 現状維持 (1.50~1.75%) 2020.3.3 1.00~1.25% (▲50bpt) 2020.3.15 0~0.25% (▲100bpt)	政策金利体系と現在の水準 (注1) Main Refinancing Operation (MRO) 適用金利 0% Marginal Lending Facility (MLF) 0.25% Deposit Facility (DF) -0.50% 2019.9.12のdeposit facility金利引下げ (10bpt) 以降、上記政策金利に変更なし なお、このほかに、Long term Refinancing Operation (LTRO)、Targeted Long term Refinancing Operation (TLTRO) に適用される金利がある (注2及び注4)
中央銀行借入 (discount window) の利用促進	2020.3.15 連借借入金利の引き下げ (1.75%から0.25%へ▲150bpt) 借入期間延長 (最大90日まで) 日中借入 (intra-day credit) の活用を要請 2020.3.17 銀行監督当局がdiscount windowの活用を勧奨 2020.4.23 日中借入促進のための各種優遇措置実施	
買入証券等の規模・範囲の拡大	2020.3.15 国債・MBS債の買入再開 (先行き数か月の間に保有残高をそれぞれ5,000億ドル、2,000億ドル増加させる) 2020.3.15 CP買入ファンリテイ新設 (CPFF) 2020.3.23 国債・MBS債を金額の定めなく買入れMBS適格債に商業施設担保証券 (CMB) を追加 2020.6.10 国債・MBS債をこれまで同様のペース (それぞれ毎月800億ドル、400億ドル) で買い進み、保有残高を増加させる	2015年に始まったユーロ圏の民間及び公的債務の買入 (APP (注3)) は買入額を漸減させて2018.12に停止。以後は償還分を再投資して残高を維持 2019.9.12 買入再開 (月200億ユーロのペース) コロナ危機以降 2020.3.12 2020年末までに新たに1,200億ユーロを追加買入 (NAP) 2020.3.18 新規債券の買取枠設定 (Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)) 7,500億ユーロ。買入期間は2020年末まで 2020.6.4 PEPPを6,000億ユーロ増額して合計1兆3,500億ユーロに、買入期間を2021年6月末まで延長
金融証券市場取引の円滑化・安定化	2020.3.17 プライマリーディーラーの資金繰り支援 (PDCF) 2020.3.18 マネーマーケット・ミュチュアルファンドが運用する金融資産を買取るための資金調達支援 (MMLF) 2020.3.20 同制度を拡大	
社債の発行促進・流通の円滑化	2020.3.23 新発債の発行・既発債の流通円滑化のための資金支援 (PMCCF・SMCCF)	
消費者 (被用者)・企業 (特に中小) のための資金支援	2020.3.23 消費者ローン、小口ローン等を見返りとした証券の発行促進のための資金支援 (TALF) 2020.3.26 金融機関に対し、消費者・中小企業向け貸出を増加するよう要請 2020.4.9 政府の雇用維持プログラム (PPP) 参加金融機関への資金支援 (PPPLF) 2020.4.9 金融機関の中小企業向け貸出の相当部分を買取り (MSLF) 2020.4.9 PMCCF・SMCCF・TALFの規模を拡大 2020.4.23 PPPLFの対象金融機関拡大 2020.4.30 MSLFの拡大を意図した措置 2020.6.8 MSLFをさらに拡充 (MSNLF・MSELF・MSPLF)	2019.9~ TLTRO III 実施 2020.3.12 臨時につなぎのLTROを実施 2020.4.30 TLTRO IIIへの適用金利引き下げ 2020.4.30 Pandemic Emergency Long-term Refinancing Operation (PELTRO) 実施決定 (注4)
地方政府への金融支援	2020.3.20 地方政府のCP発行、ミュチュアルファンドの資金繰り支援 (MMLF・CPFF) 2020.4.9 地方政府発行債券買取りによる資金支援 (MLF) 2020.4.27 上記対象地方政府の範囲拡大	
金融規制の適用緩和	2020.3.15 資本・流動性比率規制の柔軟な運用 2020.3.17 資本・流動性バッファを利用した貸出増加要請 2020.3.22 不良債権発生を極力回避するよう指示	2020.3.27 Basle銀行監督委員会は、新資本規制 (Basle III) の実施時期を2022年1月から1年間延期 (米国・欧州・英国・日本共通)
法定準備率の変更	2020.3.15 法定準備率をゼロに引き下げ	
国際決済の円滑化・国際金融システム安定化のための施策	2020.3.15及び20 スワップネットワークの拡大 (従来の5行から9行追加) 2020.3.19 中銀・国際機関に対するドルのレポ・ファシリテイの提供 (FIMA repo)	2020.3.15 FRBと協調

(注1) ECBの政策金利体系

MRO (Main Refinancing Operation) —ECBの対金融機関短期貸付制度 (期間1週間)

MLF (Marginal Lending Facility) —同上 (期間O/N)

DF (Deposit Facility) —ECBにおかれた法定準備及び決済所要資金以外の金融機関の余裕資金

(注2) 常設ではなく、必要に応じて決定される制度として、期間1年以上の対金融機関貸出 (Long-term Refinancing Operation (LTRO)) がある (四半期に一度貸出を実行)。金利は通常MROの平均金利プラス25bptであるが、緩和期にはDFの平均金利 (現在マイナス) とされる場合もある。

(注3) 現行資産買入プログラムはAPP (Asset Purchase Program)、NAP (Net Asset Purchase Program)、PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program)

	英蘭銀行 (BOE)	日本銀行 (BOJ)
政策金利の引下げ	<p>政策金利はBank Rate (BOE当座預金への付利金利) 近時ピークは2018.8.2引き上げ後の0.75%。</p> <p>コロナ危機以降 2020.3.11 0.25% (▲50bpt) 2020.3.19 0.10% (▲15bpt)</p>	<p>2016.1.29 当座預金付利金利の3層構造 (マイナス金利) を採用 政策金利残高 -0.1% マクロ加算残高 0% 基礎残高 +01% 以後現在に至るまで変更なし (マクロ加算残高を操作することによって政策金利適用残高を随時調整)</p> <p>2016.9.21 イールドカーブ・コントロール導入 10年物国債金利がおおむねゼロ%程度で推移するよう 長期国債を購入。短期金利の下限は政策金利 (現在マイナス0.1%)</p>
中央銀行借入 (discount window) の利用促進		
買入証券等の規模・範囲の拡大	<p>2009.3以降、BOEが設立した資産買取基金が証券を買取・保有 (APF) BOEは買取資金を基金に供給</p> <p>コロナ危機以降 2020.3.17 CP買取スキーム発足 (CPFF) 2020.3.19 証券買取枠を2,000億ポンド増額して6,450億ポンドへ 2020.6.18 証券買取枠を1,000億ポンド増額、7,450億ポンドへ (国債分)</p>	<p>2013.4～量的・質的金融緩和と政策の名の下に 各種の金融資産を購入 (長短期国債・社債・CP・ETF・J-REIT)</p> <p>コロナ危機以降 2020.3.16 2020年9月末までの間、CP等残高約3.2兆円、社債等同約4.2兆円を上限に追加買入 ETF・JREITについては、当面それぞれ年間約12兆円、1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に積極的に買入 長期国債の買入は保有残高年間増加額約80兆円を目標 2020.4.27 CP・社債の追加買入枠を大幅に拡大 (合計残高上限約20兆円)。発行体ごとの買入限度を緩和。買入対象の社債等の残存期間を5年まで延長 国債をさらに積極的に買入 (それまでの「保有残高年間増加額80兆円」という目標を明示せず) 2020.6.16 CP、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持。加えて、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に追加買入</p>
金融証券市場取引の円滑化・安定化		
社債の発行促進・流通の円滑化		
消費者 (被用者)・企業 (特に中小) のための資金支援	<p>2020.3.11 金融機関の中小企業向け貸出促進のためにterm funding schemeを拡充 (TFSME)</p>	<p>2020.3.16 企業金融支援特別オペ導入。民間企業債務担保、期間最長1年、金利ゼロ、利用残高の2倍の金額をマクロ加算残高に計算 (2020年9月末まで実施)</p> <p>2020.4.27 金融支援特別オペの拡充 (対象担保範囲を民間債務全般に拡大。対象先金融機関を拡大、本オペ利用残高に相当する当座預金に0.1%付利 (「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」と称する))</p> <p>2020.5.22 新たな資金供給手段を導入 (約30兆円) これまでの措置と併せ、「新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム」と総称。総枠約75兆円。期間は2021年3月末まで (ちなみに、既存の金融機関与信支援プログラムとしては、成長基盤強化支援資金供給 (2010.4～) 及び貸出増加支援資金供給 (2012.10～) がある (適用金利は当面ゼロ%)</p>
地方政府への金融支援		
金融規制の適用緩和	<p>2020.3.11 金融危機対応自己資本バッファ率を1%から0%に引下げ</p>	
法定準備率の変更		
国際決済の円滑化・国際金融システム安定化のための施策	<p>2020.3.15 FRBと協調</p>	<p>2020.3.16 FRBと協調 (ドル資金貸出金利25bpt引き下げ、1週間物に加えて3カ月物を毎週オファー)</p>

(注4) TLTRO (Targeted LTRO) —金融機関の対顧客貸出促進のための金利優遇制度で、ECBの貸出上限は金融機関の対顧客貸出残高に一定の割合でリンクする (状況に応じその比率を調整)。これまで2014年6月 (TLTRO I - 期間4年)、2016年3月 (TLTRO II - 期間4年) の2度決定されており (実行開始は決定の3か月後)、2019年9月決定の現行プログラムはTLTRO IIIとなる (期間は当初2年、その後延長されて4年)。
2020年4月30日の決定により、TLTRO IIIの金利は、これまでのMRO金利の平均値マイナス25bptからマイナス50bptへ引き下げられ、一定レベル以上の貸出残高を達成した金融機関に対しては、これまでのDF平均金利から、DFの平均金利マイナス50bptが適用されることになった。DF金利は現在マイナス0.50%であるから、同制度を利用してECBから借り入れる金融機関は、借入残高に対して最大1%の利子を受け取ることになり、対顧客貸出増加の大きなインセンティブとなる。なお、コロナ対応のため新設された制度に、Non-targeted Pandemic Emergency Long-term Refinancing Operation (PELTRO) がある (期間8～16か月。金利はMRO平均金利マイナス0.25%) 2020年5月から2021年7月ないし9月の間に7回実施。金利は同期間のMROの平均金利マイナス25bpt。

日には、Fedに口座を持つ国際機関及び外国中銀（FIMA〈foreign and international monetary authorities〉account holders）に対し、4月6日から少なくとも6か月間、暫定的にレポ・ファシリティを供与することとした。これらの機関は相当額の米国国債を保有しているが、短期的なドル資金繰りの必要からそれを市場で売却するようなことがあれば、そのインパクトは無視できない。Fedとの間でレポ取引（国債の一時売却と同時に、同一条件で一定期間後の同額買戻しを契約）が可能であれば、これを回避することができる。この措置もコロナの影響が背後にある（とりわけ資本流出—外貨準備減少—に悩む新興国が念頭にある）。

次いで3月17日、大銀行・証券会社等の公認プライマリー・ディーラーの資金繰り円滑化のために、最長期間90日のPrimary Dealer Credit Facility（PDCF）を新設することとした（3月20日以降少なくとも6か月間。必要に応じ延長。金利はNY連銀の貸出金利）。また、コマーシャル・ペーパー買い入れのためのファシリティ（Commercial Paper Funding Facility〈CPFF〉）も新設された。買入は、この目的のために設立される特別組織（Special Purpose Vehicle〈SPV〉）によって行われ、連銀はこのSPVに資金を貸し出す形をとる。財務省はこれに対して100億ドルを限度に出資を行う（図表3）。実施期間は2021年3月17日までとされた。

3月18日には、マネーマーケット・ミュー

チュアル・ファンド（証券会社等が提供する、いつでも引き出し可能な普通預金類似の投資信託。集められた資金は様々な金融資産に運用されており、顧客の引き出し要請に応じてその資金化をはかろうとする際には市場にインパクトが発生する）の資金繰り支援のため、Money Market Mutual Fund Liquidity Facility（MMLF）が設けられた。通常こうした業務を担当するのはNY連銀であるが、今回はボストン連銀が担当し、ミューチュアル・ファンドから高格付けの証券等を買取った金融機関に対して金融支援（貸出）を行う。財務省はこれに対して100億ドルを出資する。この措置はその後、州等の地方団体が組成するミューチュアル・ファンドにも適用されることになった（3月20日—MMLFの実施期間は2020年9月30日まで）。

3月下旬に入り、コロナの影響が一段と深刻化するに伴い、FRBは持てる力をフルに活用して金融面から家計・雇用・企業活動を支える旨を宣言して以下の諸措置を発表した（3月22日決定、23日発表）。

- ① 国債及びMBS債を、円滑な金融機能維持に必要な限り（従来のように上限枠を定めることなく）買い入れる。MBSには居住用のみならず商業施設抵当証券（CMBS）をも含める。引き続き大規模なレポ取引を行い、市場に流動性を供給する
- ② 新発債の流動性確保を目的とする信用

供与プログラムPMCCF (primary market corporate credit facility - 買入及び貸出)、及び既発債についての同様のプログラムSMCCF (secondary market corporate credit facility) を新設する(対象に格付けBBBをも認める)。実施期間は2020年9月30日まで。

③ 消費者及び中小企業向け信用供与プログラム (TALF (term asset-backed loan facility)) …学生ローン・消費者ローン・自動車ローン・クレジットカードローン・中小企業庁 (SBA (small business administration)) 保証付きローン、等を見合いに発行されるAAA格の証券 (ABS (asset backed securities)) に対する、最長5年の金融支援 (4月9日に適格範囲を拡大)。実施期間は2020年9月30日まで。

④ 地方公共団体の資金繰り支援を目的とするMMLF (money market mutual fund liquidity facility) 及びCPFF (commercial paper funding facility) への信用供与を実施。

3. コロナ危機への対応 (2)

— 4～5月

4月9日、さらに総額2兆3,000億ドルに及ぶ以下のような追加的信用供与措置がとられることになった。

① 中小企業庁 (SBA) による雇用維持

のためのプログラム—PPP (paycheck protection program) —に参加している金融機関に対し、各地区連銀が、同プログラムに基づく貸出を担保に資金を供与する制度を新設 (PPPLF (PPP Liquidity Facility))。これについてはSBAが全額保証する (実施期間は2020年9月30日まで)。

② 金融機関の中小企業向け貸出債権の相当部分を買入れるMSLF (Main Street Lending Facility) を新設^(注1)。この制度はその後数度の改正を経て、6月8日現在次のようになっている (実施期間は2020年9月30日まで)。これらのプログラムはBoston連銀がSPVを経由して行うことになっており、財務省はこれに対して750億ドルを出資する。この資金は、3月に議会で成立したCARES ACT (Coronavirus, Aid, Relief, and Economic Security Act) によって拠出可能となったものである。なお、この制度を非営利団体にも適用することが検討されている (nonprofit organization expanded loan facility (NOELF))

(注1)

MSLF

New Loans	25万～35万ドル (当初は50万ドル～)
Priority Loans	25万～50万ドル以上
Expanded Loans	1,000万～3億ドル以上

従業員15万人未満 (当初は1万人未満)、年間売上高25万ドル未満 (当初は50万ドル未満) の企業が対象。期間は5年 (当初は4年)。SPV

が買い上げた後の金融機関の貸出債権留保割合（潜在的リスク）は5%（当初は15%）。返済猶予は元本2年間（当初は1年間）、利息1年間。金利はLIBOR+3%。

- ③ 地方公共団体のためのMunicipal Liquidity Facility (MLF) を新設し、5,000億ドルを上限に資金支援を行う（財務省が350億ドルを限度に保証）。具体的には、人口2百万人以上の郡（county）、1百万人以上の市（city）が発行する満期36か月（当初案は24か月）以内の投資適格証券（2以上の格付機関の格付けを取得していること）を買い入れる。この制度の対象地方公共団体の範囲は4月27日に大幅に拡大された（郡－人口50万人以上、市－同25万人以上）。本制度は、他の公共機関に対しても適用を検討中と伝えられる（実施期間は2020年9月30日まで）。

■ 4. 暫定的評価

Powell議長は、5月19日の議会証言で、これまで取られた諸措置について説明し、それが財務省との緊密な連携の下に行われていること、財務省からの資金拠出・信用保証がその核となっていること、こうした措置は危機的な状態においてのみ正当化されるが、状況が改善すれば再び元の工具箱の中にしまい込まれるものである（we will put these tools back in the toolbox）ことを強調して

いる。

改めて図表2及び後出の図表3を見ると、短期の間によくもこれだけのことを、というのが率直な感想であるが、その背後にリーマンショック時の苦い経験…意思決定から実行に至るまでのタイミングの遅れが傷を深める原因となった…があることを忘れてはならない（注2）。

（注2）リーマンショック後のFRBの対応については、拙著「サブプライム危機後の金融財政政策」（2010、岩波書店）、141ページを参照されたい。

ただ当時の担当者のためにあえて弁護するならば、ショックの根因が大銀行・証券による野放図な信用膨張とその崩壊にあったということ、それにもかかわらず、表面的に見れば、取られた対応措置が大銀行・大証券救済策のように受け取られ、したがって直ちにホットな政治問題に発展し易い環境にあったということである。それに比べて今回は、原因が人智の及ばぬウイルスの拡散であって、しかも人命救助のためには一刻を争うという切迫感が支配しており、そうした中での政策措置の立案実行が政治面からの制約を受けるおそれは相対的に少なかったと言える。

しかしながらその反面、金融当局の立場からすれば、信用膨張とその崩壊が原因の経済の落ち込みに対する手当に限られていれば、それに対してどのような手を、どのようなペースで打っていけばよいかについての大まかな「土地勘」といったものが働く余地があり、過去にもそうした経験がないわけではない

(図表3) FRBによるコロナ対応金融支援プログラムとTreasuryの関与 (2020年6月25日現在)

名称	決定日	実施機関	Treasuryの関与	期限
CPFF (commercial paper funding facility)	2020.3.17	Fed NY (SPV経由)	100億ドル (出資)	少なくとも2021.3.17まで
PDCF (primary dealer credit facility)	2020.3.17	Fed NY	なし	少なくとも6か月間
MMLF (money market mutual fund liquidity facility)	2020.3.18	Fed Boston	100億ドル (保証)	2020.9.30まで
PMCCF (primary market corporate credit facility)	2020.3.22	Fed NY (SPV経由)	当初100億ドル、後に500億ドル(出資)	同上
SMCCF (secondary market corporate credit facility)	2020.3.22	Fed NY (SPV経由)	当初100億ドル、後に250億ドル(出資)	同上
TALF (term asset-backed securities loan facility)	2020.3.22	Fed NY (SPV経由)	100億ドル (出資)	同上
PPPLF (paycheck protection program lending facility)	2020.4.8	各地区連銀	中小企業庁 (SBA) 全額保証	同上
MLF (municipal liquidity facility)	2020.4.8	Fed NY (SPV経由)	350億ドル (出資)	同上
MSNLF (main street new loan facility)	2020.4.8	Fed Boston (SPV経由)	} 750億ドル (出資)	同上
MSELF (main street expanded loan facility)	2020.4.8	同上		同上
MSPLF (main street priority loan facility)	2020.4.30	同上		同上

(注) FRBの金融支援措置の根拠—FRB Act, section13 (3)

Treasuryの資金支出根拠—Cares Act of 2020 (またはTreasuryのExchange Equalization Fundを利用)

(Powell議長はそれについて、“usual suspects”という世に広く知られた表現を使っている^(注3))。それに引き換え、今回のケースはまさに前代未聞 (unprecedented) であって、これに対して金融面からどのように対処すべきか…ことは一に政策責任者の英知と、素早くかつ正しい判断にかかっているとんでも過言ではない。

(注3) Speech at the Peterson Institute for International Economies (May 13, 2020)

そうした努力の結果は我々がこれまで見てきたとおりであって、(なお暫定的ではあるものの) これまで取られてきた諸措置が、金融・決済システムの安定維持を通じて、経済活動を崩壊の淵から救い出すことに成功したと評することができるのではなかろうか。

さらに一言付言するならば、FRBのこうした行動の背後には、ここ数年にわたって地道に、しかし確実に取り組んできた金融正常

化・金融システム健全化の試みがあったといっても過言ではあるまい。FRBとしてはなお日暮れて道遠しの感があったと思われるが、非常事態への対応のためのバッファがある程度整いつつあったことが、今回FRBが迅速果敢な行動をとることに役立ったことは否定できまい。そのことは、正常化にはまだ手を付けることができないでいた日本銀行・ECB及びBOEの諸措置との対比からも読み取ることができる。

今一つ強調されるべきは、FRBとその他の中央銀行の素早い協調行動によって、国際決済の面ではほとんどヒッチが見られず、国際金融の安定性が維持されたという事実である。グローバル化の進展により、各国のドル資金調達への依存度は格段に増しており、そこに何らかの障害が発生した場合の動揺は計り知れない(例えばドル金利の急騰)。この点、FRBの素早い行動は、結果的にドルに依存

する現在の国際金融体制への信頼を深める要因となったことは疑いない。その恩恵を最も受けているのは邦銀大手であって、日本銀行のスワップ利用残高は他の中央銀行のそれを遙かに上回る。

紙面が尽きたが、最後に強調しておくべきは、FRBがこれだけ多種多様な措置を繰り出しておきながら、いわゆる「中央銀行としての節度」を守るといふ姿勢を崩していないことである。中央銀行ができることはあくまでも「金融」であって「支出」ではない。この点は、Powell議長があらゆる機会に倦むことなく繰り返し強調しているところである(注4)。いったん「支出」の領域に踏みこめば、それは財政の問題であって中央銀行が介入する余地はない。そのようにすればたちまち政治の渦に巻き込まれてしまうことは目に見えている。

(注4) 例えば4月29日FOMC後の記者会見での発言 — “these (measures) are lending powers, and not spending powers”。

「中央銀行の節度」という問題に関連して注目すべきことは、家計・企業等に対して直接信用供与を行うのは一般の金融機関であって、連銀自身ではないという事実である。連銀は、これらの金融機関に対して資金支援を行い、金融機関の活動の円滑化を図るといふ、いわば黒子の姿勢に徹している。貸出の現場に最も接近する場面であっても、SPVという組織を経由して実行の任に当たらせ、連銀はこれに対して資金供与を行うという、間接関

与の姿勢を崩していない。このことに関しては、英蘭銀行が、本体とは別に「資産買入基金」(Asset Purchase Fund (APF))を設け、これに国債等の買い入れを委ねていること、また、白川総裁時代の日本銀行が、本体とは別に「金融資産買入等基金」を設立して、これに国債その他の証券(CP・社債・ETF・REIT等)の買い入れを行わせていたことを思い出す(注5)。人によっては、結局は同じことではないか、と評するかもしれないが、これが「中央銀行の節度」を維持するといふ姿勢の一つの表れであり、それを失っては、中央銀行は財政の、したがって政治の世界に埋没する。

(注5) このことについては、拙著「金融政策入門」(2013、岩波書店)、96~97ページ参照。

ところで、前記のFRBの金融支援プログラムは、(金融市場機能の円滑化に直接関係するものを除き)必ず財務省の関与、すなわち政府の承認、政府からの出資ないしは保証を示す文言を伴っている(図表3)。一見、財政と金融の協調・一体的運用の好例とも見えるこの行動は、しかしながら、中央銀行の節度についてのFRBの姿勢の表れと見ることができる。

この問題については10数年前に前例がある。FRBが、リーマンショック後の危機打開のために長期国債の買い入れや民間企業支援的色彩の強い措置を次々と打ち出していたまさにその時に、財務省と共同で発表した声明のことである。詳細は省略する(注6)が、

FRBが財務省と共同・協調して危機克服に尽くすとしつつも、FRBは特定の分野や借り手に対して直接的に信用を供与すべきではないこと、信用割り当ては財務省の任務であることがうたわれている。その意味で、この間におけるFRBの姿勢は一貫している。

(注6) The roll of the Federal Reserve in preserving financial and monetary stability joint statement by the Treasury and the Federal Reserve (2009.3.23) このことについては拙著「サブプライム危機後の金融財政政策」129～131ページ参照。

どのようなプログラムにもリスクが伴うが、それが純粋に「金融」ではなく、わずかでも「支出」の色彩を帯びるとき、リスクが顕在化する可能性は格段に高まる。中央銀行の損失、それは間接的に納税者の負担につながる。国民の代表である国会の承認を経ないままで行われる中央銀行の行為がそのような結果を生むことはあってはならない。神経質なまでに財務省の関与にこだわるFRBの姿勢の背後に、そうした意識が働いているとみるのは考え過ぎであろうか(注7)。Powell議長が議会に対し、これらのプログラムはあくまでも非常事態における危機対応であって(emergency powers in unusual and exigent circumstances)、いったん事態が落ち着いた暁には直ちに元に復すること(事実、多くの措置は本年9月末までとされている)、措置が実施される過程の透明性を確保することを約束(注8)しているのも故なしとしない。

(注7) 例えば、PPPLFについて議会に提出された報

告は以下のように述べている(この文言は他のプログラムに共通する)。各プログラムの実行状況については定期的にかつ頻繁に開示されているが、そこでは必ず、FRBの行動の結果tax payerに負担がかかることはない旨が強調されている。

“PPP loans under the PPP are fully guaranteed as to principals and interest by the SBA, and these guaranteed loans will be fully collateralized extension of credit under the PPPLF. As a result, the Board does not expect that the PPLF will result in losses to the Federal Reserve”

(注8) “We are deeply committed to transparency, and recognize that the need for transparency is heightened when we are called upon to use our emergency powers” (2020年5月19日米国議会上院における証言)。

