

復活した「最後の貸し手」FRB The Fed's LLR Resurrected

木 下 智 博

要 約

「最後の貸し手」として創設されたアメリカの中央銀行FRBは、グローバル金融危機時の大規模な流動性供給が大銀行救済と批判され、2010年法によってその緊急貸出権限に厳しい制約が課された。ところが、2020年のコロナ禍を奇貨として、FRBのLLR機能は復活を遂げた。FRBは、連邦準備法13条(3)項に基づく非常時の緊急貸出の権限を活用して、グローバル金融危機時に特設された流動性供給ファシリティのうち4つを再開したのに続き5つのファシリティを新設して企業や家計の資金繰りを支援したほか、国際金融市場に向け他国の中央銀行と連携した流動性スワップによる資金供給も行った。FRBの大規模な流動性供給が奏功して、国際金融資本市場は落ち着きを取り戻し、アメリカ国内での民間金融機関による企業や家計向けの貸出が急増したこともあって、FRBの政策運営に対する国民の評価も持ち直した。FRBがLLR機能を復活させることに成功した背景には、FRBが政策の対外説明の中で、中小企業や失業者、マイノリティなど経済的な弱者に寄り添う姿勢を強調し庶民感情に訴えるPR戦術を展開しながら、金融市場や金融機関への資金供給という側面をブレイダウンしたことなどの事情が指摘される。これらは、世界の政策当局が学ぶべき教訓である。一方で、中央銀行の役割が危機対応を経るたびに拡大・変質していくなか、財政政策との責任分担、中央銀行の政策目的の位置づけ、金融政策正常化への道筋など浮き彫りになった検討課題も多い。

キーワード

中央銀行、最後の貸し手、FRB、コロナ禍、流動性、資金繰り、雇用、財政

復活した「最後の貸し手」FRB

1. はじめに

アメリカの中央銀行である連邦準備制度（以下「FRB」）は、もともと「最後の貸し手」として創設された中央銀行である¹。FRBは、2008年のリーマン・ショックの前後に、「非常時の緊急貸出」権限を頻繁に発動して大規模な流動性供給を行ったが、連邦議会や国民から大銀行救済との批判を浴びたことから、2010年ドッド・フランク法によって緊急貸出権限に厳しい制約が課された。このため有識者の多くが、次の金融危機時に直面した際のFRBの危機管理能力の弱体化を懸念していた。

こうした予想に反し、FRBの「最後の貸し手」機能は、コロナ禍を奇貨として復活した。FRBが政府と連携して、企業の資金繰りや雇用維持を支援する流動性ファシリティを特設し実行したことなどが評価され、一転して、国民世論の支持率を高めた。

本稿ではFRBの最後の貸し手機能が復活した背景事情を探りながら、その成功から学ぶべき教訓や課題を明らかにしたい。

2. コロナ禍の前までの経緯

アメリカの中央銀行FRBは、1913年に、不足する資金を市場で調達しにくくなった民間銀行に向け一時的に資金を貸し付ける「最後の貸し手」（LLR：Lender of Last Resort）機能を提供する常設の公的機関として創設された。FRBは物価安定や経済成長を目的とする金融政策よりも、金融システム安定のためのLLR機能を本業とする中央銀行として誕生したのである。これは、19世紀から20世紀初頭にかけて繰り返された金融危機に対処した経験を踏まえ、大手の民間金融機関や手形交換所などによる支援では限界があるとの反省に基づくものである。

1 アメリカの中央銀行である連邦準備制度（FRS：Federal Reserve System）は本来、首都ワシントンDCにある連邦準備制度理事会（FRB：Board of Governors of the Federal Reserve System）とその傘下にある12の地区連銀（Federal Reserve Banks）とをまとめた組織全体を指すが、本稿では、人口に膾炙したFRBを、連邦準備制度の意味で用いることとする。

FRBのLLR機能は、2種類に大別される。1つは「通常の連銀貸出」(Discount Window)であり、もう一方は、大恐慌後に設けられた「非常時の緊急貸出」である。後者は、FRBが、連邦準備法13条(3)項に基づき、銀行以外の、証券会社や保険会社など預金を取り扱わない金融機関を含む法人や個人に資金を貸し付けるものである。非常時の緊急貸出は、50年余り発動実績が途絶えていたが、2008年のリーマン・ショックの前後のグローバル金融危機時に、頻繁に発動された。FRBは、同条項を根拠に多種類の流動性供給ファシリティを特設し、奨学金を借り入れている学生やクレジット・カード・ローンを抱える家計を含む幅広い経済主体に対し、直接・間接に積極的に資金を貸し付けた。これらのファシリティによって供給された流動性と中央銀行間の流動性スワップを通じて貸し付けられたドル資金の合計残高は、2008年12月に約1.5兆ドルにも達していた。

ところが、非常時の緊急貸出は、FRBが金融危機の事態収拾を進める過程でBear Stearns証券やAIGの子会社の秩序だった破綻処理・債務再編でも発動されたことから、「大き過ぎて潰せない (too-big-to-fail : TBTF) 金融機関」を救済 (bail-out) したと連邦議会や国民世論から厳しい批判の眼を向けられた。FRBの危機対応は、破綻した金融機関役員の高額報酬を糾弾し格差是正を訴える「金融街を占拠せよ (Occupy Wall Street)」運動と、小さな政府を希求する茶会党 (Tea Party) という左右両翼の政治勢力から攻撃された。

こうした国民世論を踏まえ連邦議会が2010年に制定したドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010) は、FRBの緊急貸出に厳しい制約を加えた。具体的には、債務超過先向けの緊急貸出の禁止や、ファシリティを設置する際の幅広い利用者を想定することの義務付け、財務長官の事前承認、個別明細の情報開示などの規制がFRBに課されたのである。この結果、FRBが次の危機に直面した際に、機動的かつ現実的に流動性を供給することが難しくなることが予想されたことから、有識者の多くが、FRBとアメリカ連邦政府の金融危機管理能力の弱体化を懸念していた²。

2 アメリカ合衆国におけるLLRの経験と教訓の詳細は、木下 (2018) pp.185-267参照。

3. 復活したFRBの「最後の貸し手」機能

新型コロナウイルス感染拡大問題は、FRBを取り巻く環境や国民世論を一変させた。コロナ禍を奇貨として、FRBの「最後の貸し手」機能は復活を遂げ、連邦準備法13条(3)項に基づく非常時の緊急貸出の権限がフル活用されたのである。

アメリカの連邦政府や州政府が2020年3月以降、新型コロナウイルス感染拡大防止のために実施した外出制限や営業・生産停止の各種措置、いわゆる「ロックダウン」は、経済活動の急激な縮小をもたらした³。連邦政府は、売上げが急減する民間企業の資金繰りを支援し、雇用の維持を促す目的の経済対策を講じたが、FRBはこうした連邦政府の動きと呼応し連携する形で、民間企業の社債発行や資金繰りを後押し・支援することなどを目的とした5種類の流動性供給ファシリティを新設した。いずれも、連邦準備法13条(3)項に基づく非常時の緊急貸出として実行されている。

以下では、コロナ禍でのFRBの流動性供給の実態を、①全体、②銀行向けの通常の連銀貸出、③中銀間の流動性スワップ、④グローバル金融危機時の流動性ファシリティの再開、⑤企業の資金繰り支援等を目的とした流動性ファシリティの新設、の順に述べる。

(1) FRB総資産の再拡大

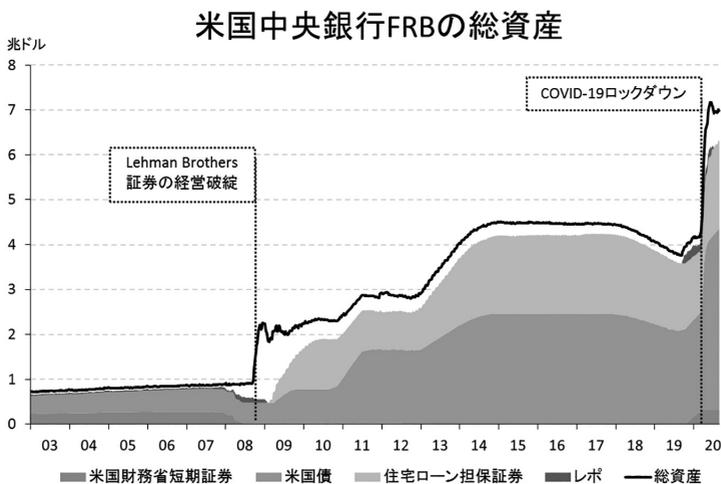
FRBによる流動性供給の全体像は、総資産の変化やその内訳で捉えるとわかりやすい。FRBの総資産は、2019年秋以降、再び拡大をし始めていたが、2020年3月以降、そのスピードが加速した(図1)。

総資産が2020年3月に急拡大したのは、新型コロナウイルス感染拡大に伴う世界経済の先行き不透明感から国際金融資本市場が著しく不安定化し、国債取引全般の市場流動性が急激に低下した問題を克服すべく、FRBが大規模な

3 アメリカ合衆国の実質国内総生産額は、2020年1～3月期にマイナス5%減少した後、4～6月期にマイナス31.7%も減少した(2020年8月27日に商務省発表、いずれも季節調整済み前期比変化率の年率換算計数)。

国債買い入れを実行したからである。FRBは3月15日に、米国債を少なくとも5,000億ドル、住宅ローン担保証券を少なくとも2,000億ドルそれぞれ買い入れる、と発表した1週間後の23日には、これら金額目標を廃止し、必要なだけ買い入れる、と方針変更した。6月にFRBが議会に提出した金融政策報告書FRB (2020) は、2020年3月中下旬の不安定な金融市場について、通常は最も流動性が高いはずの国債の銘柄でも、前例のない逼迫 (unprecedented strains) がみられた、と回顧している。

図1 FRBによる流動性供給と資産の再拡大



出所：FRB Factors Affecting Reserve Balancesより筆者作成

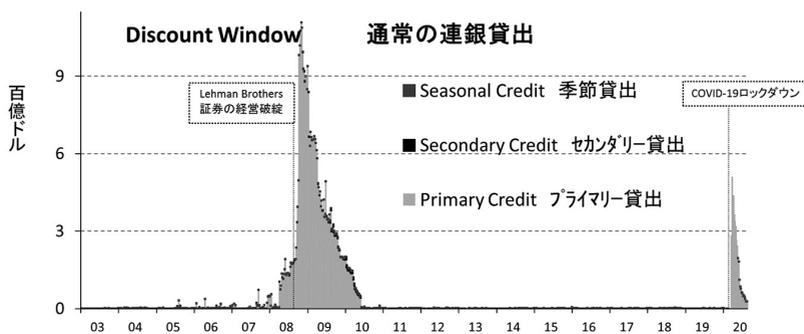
ちなみにFRBは、2009～14年の間、3回にわたり実施した大規模資産買い入れの結果として膨張した総資産の規模を、2017年10月以降は、徐々に縮小してきていた。これは、金融政策正常化 (monetary policy normalization) の取組みの一環として、満期償還される保有国債元本のうち再投資する金額を制限することで進められた。この取組みは、新型コロナ対応のために「棚上げ」となり、FRBの総資産は、縮小に着手する前の2017年半ばと比べても、2兆ドル余り膨らんだ規模となっている。

(2) 通常の連銀貸出の急増

FRBによるLLRの制度として常設されているのは、民間商業銀行など預金取扱金融機関に向けて実行される通常の連銀貸出（Discount Window）であるが、この通常の連銀貸出の利用も、2020年3月に急増した（図2）。この背景には、預金取扱金融機関が、金融資本市場が不安定化する中で、取引先の企業や家計からの借り入れ申込みの増大を見込んで資金流動性を積み上げた事情が指摘される。

通常の連銀貸出は、2020年3月下旬に500億ドルを上回る水準に達した。前述した国債の買い入れや後述する流動性ファシリティの利用額と比べると少額にとどまるものの、このことを過小評価すべきではない。もともとアメリカの商業銀行は、FRBからの借り入れによって他の金融機関や金融市場から自らの財務健全性の劣化が疑われる汚名（stigma）問題を嫌がり、通常の連銀貸出の利用を忌避する傾向が強い。それにもかかわらず、リーマン・ショック直後の約半分の水準の利用があったこと自体、3月に民間金融機関が経験していたストレスの強さをうかがわせるものである。

図2 預金取扱金融機関による通常の連銀貸出の利用



出所：FRB Factors Affecting Reserve Balancesより筆者作成

(3) 中銀間の流動性スワップ

FRBは、諸外国の中央銀行との間の流動性スワップによって、ドル資金の流動性供給を行った。これは、FRBと外国中央銀行との間の通貨スワップ取極を締結しておき、外国中銀の発行する当該国の通貨と米ドルとを一定

期間、交換することによって、外国中銀がFRBに代わり資金の流動性供給を行う取引である。

中銀間の流動性スワップによって供給されたドル資金は、2020年5月27日にピーク残高の4,489億ドルを記録した⁴。この金額は、リーマン・ショック後の2008年12月17日における中銀間の流動性スワップのピーク残高5,831億ドルの8割弱の水準に達しており、コロナ禍での国際金融資本市場が、グローバル金融危機時とほぼ同等のレベルまで、不安定化していたことを物語る。

(4) グローバル金融危機時に特設した流動性ファシリティの再開

FRBは、2007～09年のグローバル金融危機時に特設した流動性供給ファシリティのうちの4つを再開することを、2020年3月に発表した(表1)。

再開された4つのファシリティはいずれも、2008年当時のそれぞれの仕組みをほとんど維持・継承しているが、以下の2つ変更点が特筆される。

表1 FRBがグローバル金融危機時に特設したファシリティの再開

| 導入発表月 | 名 称 | 対 象 | 再開 (○) | 再開発表日 |
|--------|---|--------------|--------|----------|
| 07年12月 | TAF : Term Auction Facility | 預金取扱金融機関 | × | — |
| 08年3月 | TSLF : Term Securities Lending Facility | プライマリー・ディーラー | × | — |
| 08年3月 | PDCF : Primary Dealer Credit Facility | プライマリー・ディーラー | ○ | 20年3月17日 |

4 国際決済銀行の経済年報BIS (2020) によれば、日銀がFRBの代理でドル資金を貸し出した部分が、中銀間の流動性スワップにより供給されたドル資金の約半分を占めている。この背景にあるドル資金調達コストの高止まりという事情や、国際的な金融不均衡の構造問題などの詳細については、2020年5月23日開催の日本経済政策学会第77回全国大会共通論題セッションで筆者が報告した内容の概要は日本経済政策学会叢書3 (勁草書房より近刊) に掲載される予定であるので、それを参照されたい。

復活した「最後の貸し手」FRB

| 導入発表月 | 名 称 | 対 象 | 再開 (○) | 再開発表日 |
|--------|---|-----------------------------------|---|----------|
| 08年9月 | AMLF : Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility | 預金取扱金融機関 および 銀行持株会社 | ○ MMLF : Money Market Mutual Fund Liquidity Facilityと改称 | 20年3月18日 |
| 08年10月 | CPFF : Commercial Paper Funding Facility | 米国のCP発行体 | ○ | 20年3月17日 |
| 08年10月 | MMIFF : Money Market Investor Funding Facility | 米国のMMF (短期金融市場投信) など短期金融市場の投資家 | × 08年当時も 実績なし | — |
| 08年11月 | TALF : Term Asset-Backed Securities Loan Facility | ABS等を保有する米国企業等 | ○ | 20年3月23日 |

出所：FRBホームページ掲載情報より筆者作成

第1に、いずれのファシリティも、その目的として、家計（消費者）および企業に対する資金の流れや信用仲介を支援することを標榜している点である。市場流動性の維持や金融システム安定の回復といった金融のプロ向けの表現は鳴りをひそめ、家計および企業に対する信用仲介の支援という公式答弁を判で押したようにFRBは繰り返している。

第2に、グローバル金融危機時には、連邦政府の財務省による信用補完が行われるのは、TALFだけに限られていたが、再開されたファシリティのうちCPFFおよびMMLF（AMLFを改称）にも信用補完措置が講じられた。CPFFおよびTALFの場合には、それぞれを運営するニューヨーク連邦準備銀行が設立した特別目的ピークルに対し、財務省が外国為替安定基金（ESF：Exchange Stabilization Fund）からそれぞれ100億ドルを出資する。MMLFの場合には、それを運営するボストン連邦準備銀行に対し、財務省がESFを通じ100億ドルの信用補完を行う。この結果、FRBや地区連銀は、資金の最終的な借り手が返済できない場合の貸倒れ損失を回避・抑制できることになる。

(5) 流動性ファシリティの新設

FRBは、新型コロナ感染対策に関連して売上げや収入が減少した企業や家計の資金繰りを支援する目的から、5つの流動性供給ファシリティを新設した(表2)。

表2 新型コロナ対応のためにFRBが新設した流動性供給ファシリティ

| | 略称 | 名 称 |
|--|-------|--|
| 3月23日 [総枠7,500億 ^{ドル}] | PMCCF | Primary Market Corporate Credit Facility 一次市場企業金融ファシリティ |
| | | FRBが特別目的ビークルを通じて投資適格企業の発行する社債を引き受けたり資金を貸し付けたりする。 |
| | SMCCF | Secondary Market Corporate Credit Facility 二次市場企業金融ファシリティ |
| | | FRBが特別目的ビークルを通じて投資適格企業の発行済み社債を流通市場で買い入れる。 |
| 4月9日 | PPPLF | Paycheck Protection Program Liquidity Facility 給与保護プログラム流動性ファシリティ |
| | | 企業に対して給与保護プログラム貸出を実行した民間金融機関向けに、FRBが最長5年の資金を貸し付ける。 |
| 4月9日 [総枠6,000億 ^{ドル}] 4月9日 [総枠5,000億 ^{ドル}] | MSLP | Main Street Lending Program 中心市街地貸付プログラム |
| | | FRBの設立した特別目的ビークルが民間金融機関の中小企業向けローンまたは非営利法人向けローンの一部を買い入れる。 |
| | MLF | Municipal Liquidity Facility 地方自治体流動性ファシリティ |
| | | FRBが州や地方自治体の発行する短期地方債を買い入れる。 |

(出所) FRBホームページ掲載情報より筆者作成

新設された5つの流動性ファシリティの特徴は、以下の3点にある。

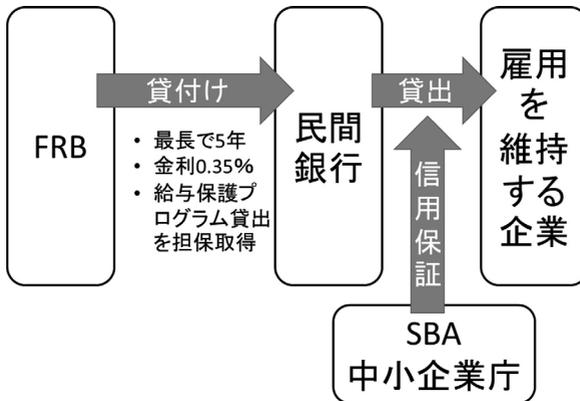
第1に、中小・零細企業や家計の資金繰り支援という目的を前面に打ち出していることである。FRBの供給した流動性が、国の隅々まで行きわたるように、資金を仲介する民間金融機関等の積極的な取組みを強く期待してい

復活した「最後の貸し手」FRB

る。例えば、中心市街地の事業者向けのローンを促進するMSLPでは、営利企業のみならず、非営利の法人や組織向けの貸付債権の買い入れも想定した制度設計をしている。

第2に、雇用の維持、失業の防止も目的とされていることである。給与保護という目的を明示的に掲げたPPPLFでは、従業員を解雇せず、雇用を維持する企業に対して給与保護プログラム貸出（PPP Loans：Paycheck Protection Program Loans）を実行した民間金融機関に対して、FRBがその給与保護プログラム貸出を担保として取得し、それと同額の資金を、0.35%という低金利で貸し付ける（図3）。またSMCCFでは、FRBのために企業の社債を買い入れるブローカー・ディーラー（証券会社）に対して、自らの従業員雇用の面で、女性やマイノリティなどの多様性や公平な包摂（fair inclusion）を維持する誠実な努力を求めており、同じ考え方は、再開された流動性ファシリティのCPFFやTALFにも適用されている。

図3 給与保護プログラム流動性ファシリティPPPLFの概要



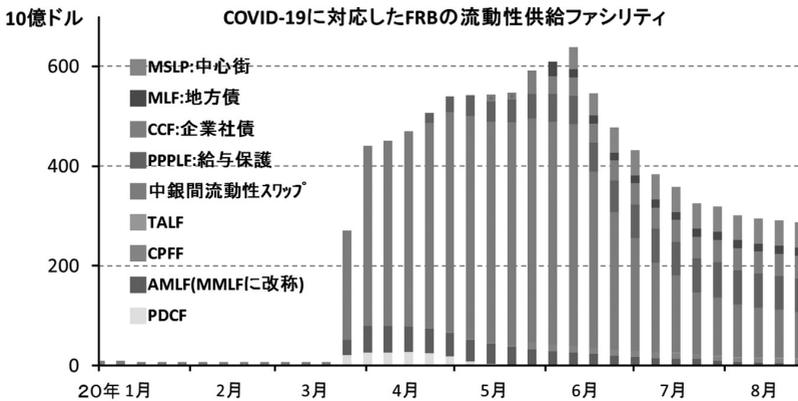
出所：FRBホームページ掲載情報より筆者作成

第3に、5つのファシリティの全てが、アメリカ合衆国連邦政府の経済対策と緊密に連携・タイアップして新設されていることである。すなわち、いずれのファシリティも、連邦準備法13条(3)項に基づく非常時の緊急貸出として、財務長官の事前承認を得て実行されているほか、連邦政府財政から、

FRBの貸付けの担保となる貸出への信用保証や、ファシリティを運営する特別目的ビークルへの出資などの方法による信用補完を受けている。例えば、PPPLFでは、FRBが担保として取得した給与保護プログラム貸出に対して、中小企業庁 (Small Business Administration) が信用保証を付している (図3)。また、FRBが地方債を買い入れるMLFにおいても、ファシリティを運営する特別目的ビークルに対して財務省が350億ドルを出資することで信用補完をしている。この結果、FRBや地区連銀は、信用リスクを抑制・回避できる。

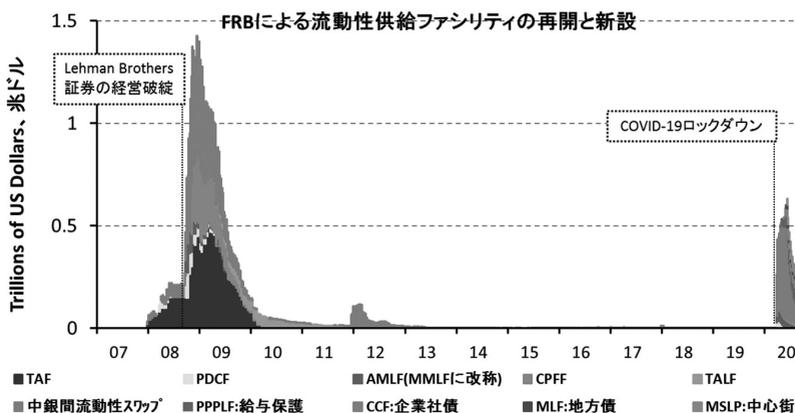
新設分と再開分の両方を含む流動性供給ファシリティ、および、中央銀行間流動性スワップによって、FRBが供給した流動性の合計残高は、6月10日に6,409億ドルに達し、そのうち約3分の2を中銀間流動性スワップが占めた (図4)。グローバル金融危機時の流動性供給額の約4割に相当する規模に達しており、新型コロナに対応したFRBの流動性供給も金融危機対応の性格が強かったことを示している (図5)。

図4 コロナ禍でのFRBの流動性供給



出所：FRB Factors Affecting Reserve Balancesより筆者作成

図5 FRBの流動性供給：リーマン・ショックとコロナ禍の比較



出所：FRB Factors Affecting Reserve Balancesより筆者作成

9種類の流動性供給ファシリティ（再開が4種類、新設が5種類）ごとの利用額の推移をみると、ピーク金額が最大なのは給与保護プログラム流動性ファシリティ（PPPLF）であり、7月29日に同ファシリティ単独で708億ドルに達した（表3）⁵。PDCFやMMLFなど金融市場の機能や金融システムの安定の回復を主たる目的としたファシリティの利用は、3～4月の早い段階から急増したが、その後、金融資本市場の不安感が和らぐにつれて、金融市場参加者の資金需要も一服したために、減少した。一方、PPPLFやCCF、MSLPなど企業や家計の資金繰りを支援することを主たる目的としたファシリティの利用は、5月以降に本格化した。利用額が緩やかに増加する途上のファシリティもある。

5 PMCCF一次市場企業金融ファシリティとSMCCF二次市場企業金融ファシリティは、FRB Factors Affecting Reserve Balances統計上、両者を合計した金額しか公表されていない。

表3 流動性供給ファシリティごとのピーク利用金額

| 略称 | 呼称和訳 | ピーク金額 (億円) | ピーク日 |
|-------|------------------------|-----------------|-------|
| PDCF | プライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ | 334 | 4月15日 |
| CPFF | CP ファンディング・ファシリティ | 128 | 7月8日 |
| MMLF | 短期金融市場投信流動性ファシリティ | 532 | 4月8日 |
| TALF | ターム物ABS 貸出ファシリティ | 23 | 8月19日 |
| CCF | 企業金融ファシリティ | 446 (ピーク更新中) | 8月26日 |
| PPPLF | 給与保護プログラム流動性ファシリティ | 708 | 7月29日 |
| MSLP | 中心市街地貸付プログラム | 384 (ピーク更新中) | 8月26日 |
| MLF | 地方自治体流動性ファシリティ | 165 (ピーク更新中) | 8月26日 |

出所：FRB 2020年8月27日公表のFactors Affecting Reserve Balancesより筆者作成

4. LLR機能の成功と「復活」の背景

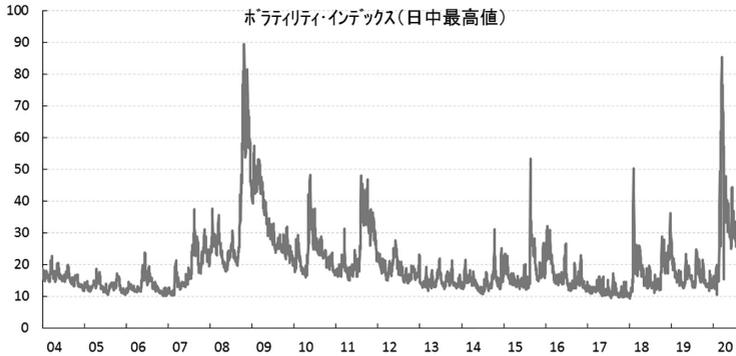
FRBがLLR機能を発揮して大規模な流動性供給を行ったことは、以下の3点において、成功を収めた。

第1に、当初の問題であった金融資本市場の動揺や取引流動性の低下は鎮静化された。シカゴ・オプション取引所が算出し、投資家の不安心理の強さを示すとされるボラティリティ・インデックスVIX指数(日中高値)は、3月18日にはリーマン・ショック直後の2008年10月以来の高水準の85.47まで急騰した後、2020年6月上旬には20台前半にまで低下し小康状態となった(図6)。むしろ問題とされたのは、世界の実体経済活動が戦後最悪と言われる状態にまで悪化しているにもかかわらず、6月にかけて、株価の回復などに示される金融資本市場の改善が急速に進んだことであった。この点について、国際通貨基金のグローバル金融システム報告IMF(2020)や国際決済銀行の経済年報BIS(2020)など国際機関の報告書は、金融市場の楽観論と実

復活した「最後の貸し手」FRB

体経済の動向との間で切断（disconnect）が生じており、今後、何かのきっかけで市場心理が急変しリスク資産投資の巻き戻しが起こる可能性に警鐘を鳴らした。

図6 シカゴ・オプション取引所ボラティリティ・インデックスVIX指数



出所：シカゴ・オプション取引所公表指数より筆者作成

図7 アメリカの商業銀行の商工業向け貸出の急増



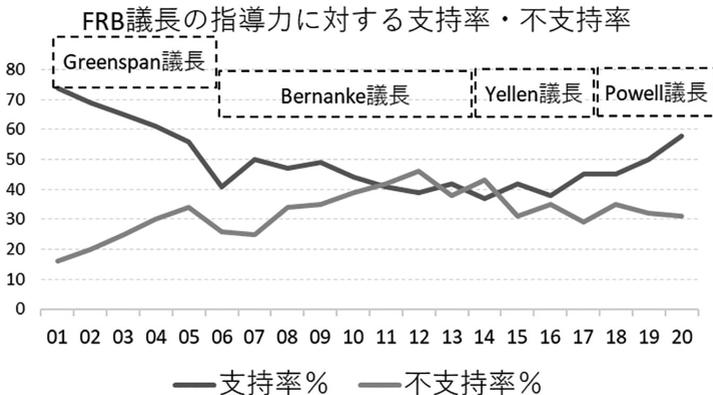
出所：FRB Assets and Liabilities of Commercial Banks in the USより筆者作成

第2に、給与保護プログラム流動性ファシリティPPPLFなど企業・家計の資金繰り支援のための流動性供給が、民間金融機関の貸出の後押しに成功したことである。2020年5月にアメリカの商業銀行の商工業向け貸出残高は

前年比で約3割も急増し約69年ぶりの高い伸びとなった(図7)。FRBの金融政策報告書FRB(2020)は、政府・中小企業庁の運営する「給与保護プログラムは中小企業の約4分の3が申し込みその大部分が承認されるなど極めて有益でタイムリー(extremely valuable and timely)」と評価した。

第3に、アメリカ国民の間で、FRBの政策運営に対する支持率が高まったことである。ギャラップ社が毎年4月に行っている経済政策の指導者に関する世論調査では、FRB議長の政策運営に対する信頼度が14年ぶりの高さの支持率58%にまで上昇した(図8)⁶。

図8 FRB議長の政策運営に対する支持率



出所：Gallup社公表 Confidence in Economic Leaders調査結果より筆者作成

かつては、国民世論や連邦議会から批判され、厳しい規制を課されたFRBのLLR機能、特に「非常時の緊急貸出」権限が復活を遂げ、これだけの成功を収めることができたのは、なぜであろうか。その背景にある事情として指摘できるのは、以下の3点である。

第1に、FRBの公式の対外説明の中で、中小企業や失業者、マイノリ

6 2019年まではFRBの政策運営をしばしば批判していたトランプ大統領が、2020年5月13日に、パウエルFRB議長のことを「最も改善したプレイヤー(most improved player)」と評したことが知られている。

ティなど、経済的弱者に寄り添う姿勢を明確にし、繰り返し強調した点である。例えば、Main Street Lending Program (MSLP、中心市街地貸付プログラム) というネーミング1つをとっても、ニューヨーク市中心部の巨大投資銀行、強力な金融資本が本部を構えるウォール街 (Wall Street) という言葉の対極にある「田舎町の中心商店街」という語感のメイン・ストリートという表現を用いることで、庶民感情に訴えるPR戦術を展開した。また、議会に提出した金融政策報告書FRB (2020) でも、失業の偏りという特集記事に2ページを割き、コロナ関連の失業が低所得層やヒスパニック系・アジア系などのマイノリティにおいて多く発生している調査結果を示したほか、中小企業の特集記事に異例の3ページを割り当て、アメリカの民間雇用の約半分を生み出す中小企業の資金繰りをFRBのPPPLFが支援したことを宣伝している。

第2に、コロナ禍の経済危機が、リーマン・ショック前後の2007～09年のグローバル金融危機のような金融システムの不安定化が实体经济に悪影響を及ぼす、という金融危機と経済危機の複合危機ではなかったことである。国際決済銀行の経済年報BIS (2020) が指摘したように、コロナ禍の経済危機は、新型コロナウイルス感染拡大の防止を目的とした外出制限や営業・生産活動の停止など人為的な規制が直接的な原因となって、世界経済において需要と供給の双方が急激に縮小する戦後最悪の経済危機であった。こうした環境下、FRBが中小企業や家計の資金繰り支援、雇用の維持、多様性への配慮などを前面に打ち出し、民間金融機関や金融市場へ流動性供給という側面を目立ちにくくしたことで、アメリカ国民にとりLLR機能の活用が受け入れやすい、反対しにくいものとなった。

第3に、意思決定と実行の機動性である。再開あるいは新設された9種類の流動性供給ファシリティは、1か月足らずの間に、機関決定され、対外公表されている。これが可能となった理由は、9種類のファシリティが、グローバル金融危機時の特設されたファシリティを再開したものだったり、それらと似た形態のファシリティをいわば焼き直すだけで新設したものだったりしたからである。前回の危機管理の経験、ノウハウ、反省、教訓を活用、転用することで、逆に検討・調整コストを最小限にできたことが、成功の秘

訣の1つであった。

中央銀行を含む世界の経済政策当局は、FRBがLLR機能を復活できた成功の秘訣から学ぶべき教訓は多い。

5. 中長期の検討課題

グローバル金融危機後に多くの有識者が述べたことの繰り返しになるが、中央銀行が危機対応を行うたびに、中央銀行に期待される役割、求められる政策は拡大し発展し変質する。FRBが、コロナ禍の金融危機、経済危機に立ち向かい、LLR機能を復活させたことは、それを象徴している。同時に、難しい検討課題が3つ浮き彫りにされた。

第1に、中央銀行が、政府の財政による信用補完を受けながら、企業・家計の資金繰り支援に乗り出すことは、物価安定のための金融政策や、金融システム安定のための「最後の貸し手」機能といった伝統的な中央銀行政策の範疇を大きく超えており、準財政政策としての効果を有する。中央銀行が極めて低い金利での貸出を行うことは、事実上、公的機関からの補助金の給付、利子補給に他ならない。FRBが流動性供給を行うことが後押しとなって急増した民間金融機関の貸出債権が焦げ付き不良債権化した場合に、信用保証を通じて、その損失を補償するのは、政府財政であり、将来の納税者である。

第2に、企業や家計の資金繰り支援を目的とする「最後の貸し手」を、中央銀行の政策として、どのように位置づけるのが適切であろうか。幸いFRBは、その金融政策の目的に、物価安定のみならず、最大の雇用(maximum employment)、つまり完全雇用も含まれている中央銀行であるので、雇用維持を目的とした政策の正当性を説明しやすい。これに対して、金融政策の目的が物価の安定に限られている中央銀行の場合には、企業や家計の資金繰り支援を金融政策であると説明することは難しくなる。逆に、企業や家計の資金繰り支援を金融システムの安定を目的としたLLR機能の発揮と位置づけると、グローバル金融危機時のように金融機関救済と批判を浴びる危険もある。

第3に、FRBが新型コロナ対応のためにいったん棚上げにしてしまった

復活した「最後の貸し手」FRB

金融政策正常化の取組みに、再び道筋をつけることである。FRBのLLR機能の発揮は、流動性供給を目的としている。「流動性供給」を標榜する以上、一時的に供給された流動性が、いずれは返済されることが大前提である。将来的には、FRBが総資産の規模を縮小することや、あるいは、仮に規模は維持したままでも資産内容の構成を変化させることが、必要となりそうである。FRBが約7兆ドルという巨大なバランスシートをどのように縮小、変化させていくのか、その適正規模は何か、縮小・変化のタイミングやスピード、手法はどうなるのか、などの点は、中央銀行の金融政策の政策手段や目的、効果、副作用などの議論とも深く関係する重要な論点であり、注目される。

(以上)

(参考文献)

- Bank for International Settlements [BIS] (2020) *Annual Economic Report: June 2020*, June 30th
- Board of Governors of the Federal Reserve System [FRB] (2020) *Monetary Policy Report*, June 12th
- International Monetary Fund [IMF] (2020) *Global Financial Stability Report Update: Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large*, June
- Scott, Hal S. (2016) *Connectedness and Contagion: Protecting the Financial System from Panics*, Cambridge: MIT Press
- 岡本貴志 (2020) 「米国国債市場の不安定化とわが国国債市場への影響 —— 新型コロナウイルス感染症の拡大と金融市場① ——」日銀レビュー、2020-J-9、2020年8月14日
- 川澄祐介・片岡雅彦 (2020) 「米国短期金融市場の不安定化とグローバルな波及 —— 新型コロナウイルス感染症の拡大と金融市場② ——」日銀レビュー、2020-J-10、2020年8月14日
- 木下智博 (2018) 『金融危機と対峙する「最後の貸し手」中央銀行：破綻処理を促す新たな発動原則の提言：バジヨットを超えて』2018年8月、勁草書房