

テーマセッション

「インフレ下の金融システム：金融不安への経路」

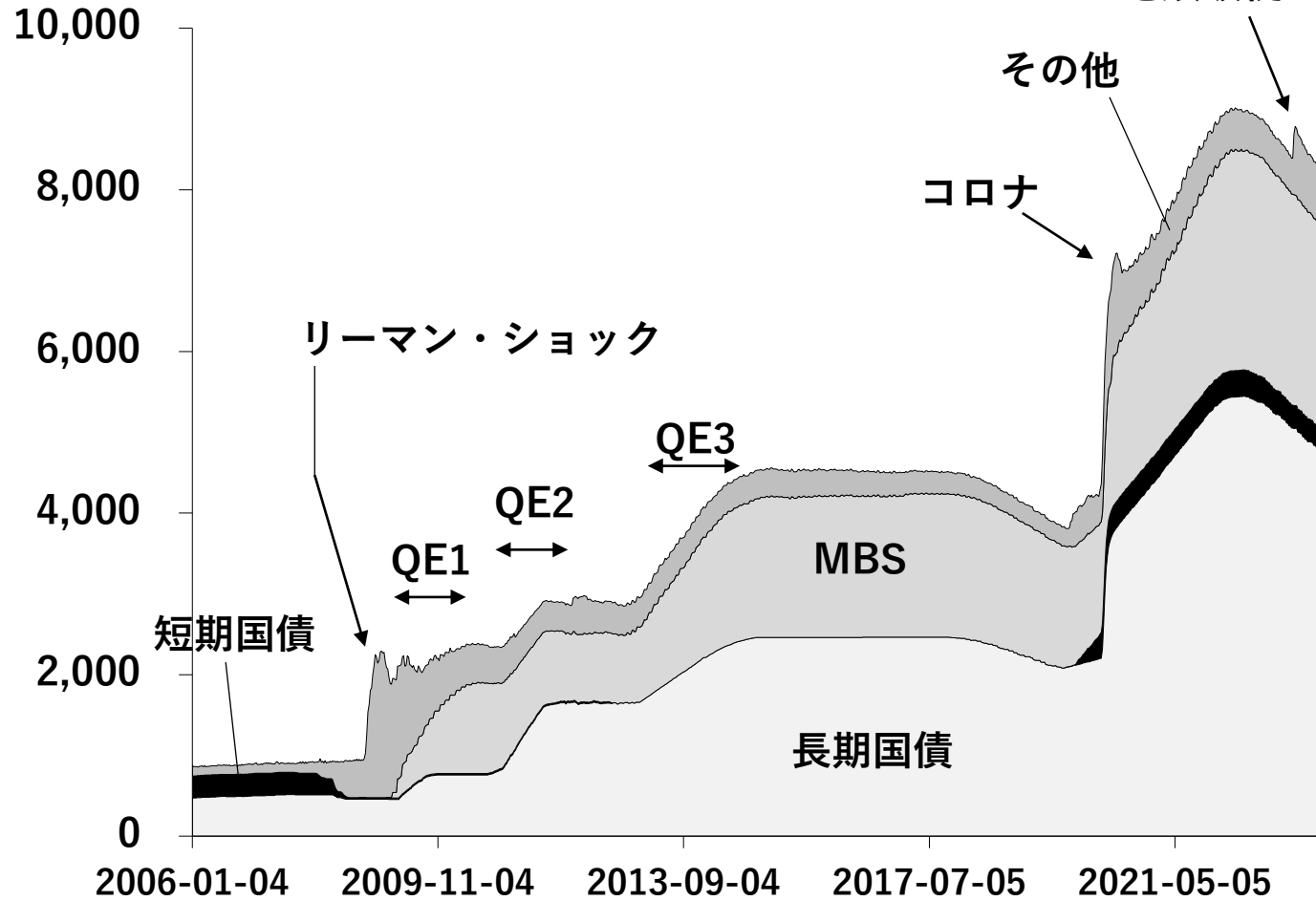
FRBのバランスシートと引き締め政策

伊豆 久（福岡大学）

izu@fukuoka-u.ac.jp

私の予定確認ミスにより、当日、現地にて参加することができません。録画した映像にて報告させていただきます。誠に申し訳ありません。

図表1 FRBの資産（積み上げ）



(注) 10億ドル。2006年1月4日～23年8月16日、週次。
(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

リーマン・ショック + コロナ危機

↓
大量の国債・MBS買い入れ

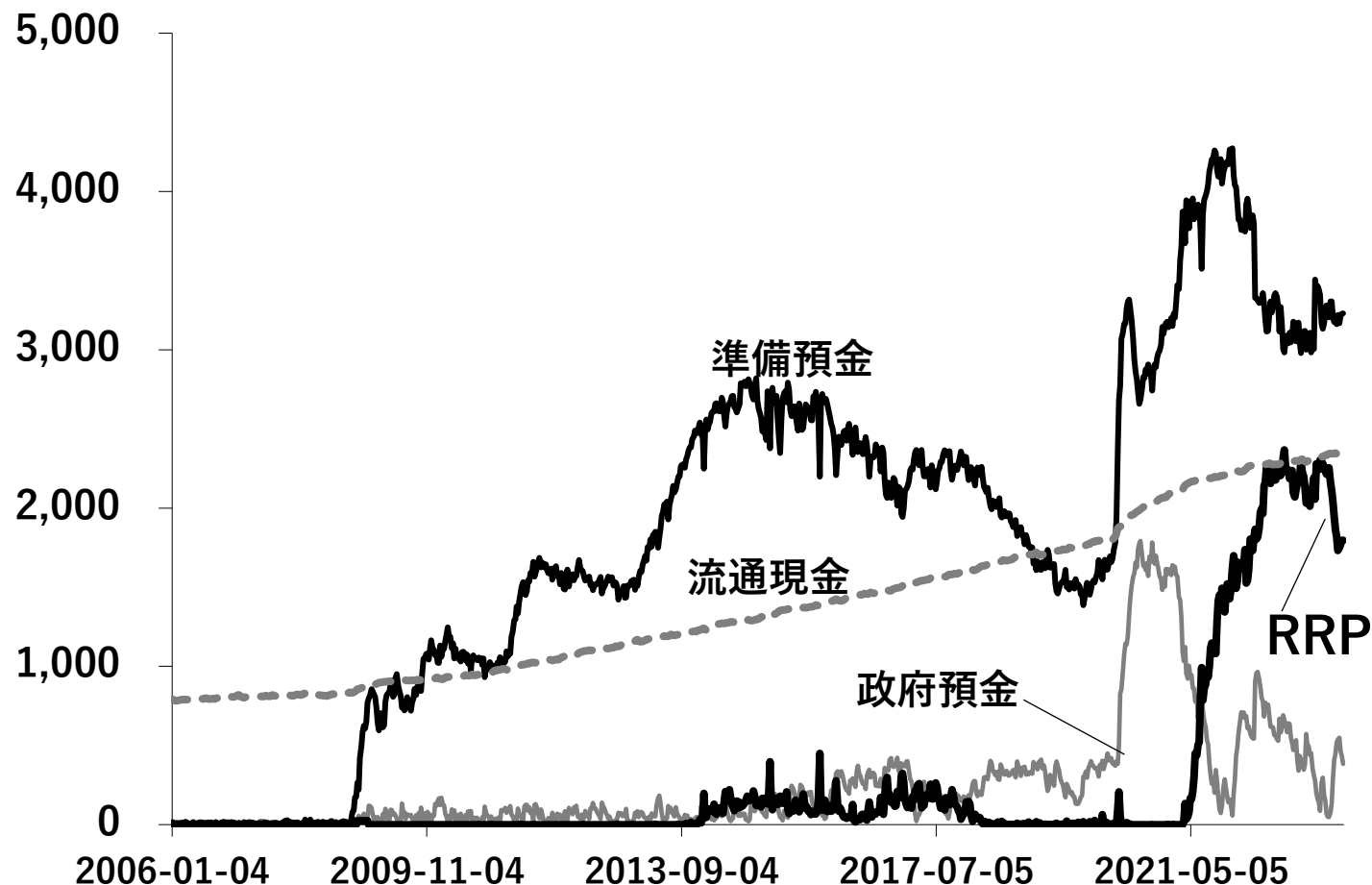
+
インフレ

↓
余剰準備体制下での
急激な金利引き上げ

問1：それはFRBのバランスシートに何をもたらしたか？

問2：それは、米国金融証券市場のどのような状況の反映か？

図表2 FRBの負債（項目別）



RRP
= Overnight Reverse Repurchase Agreement Operation
= 国債等を担保にしたリバースレポ

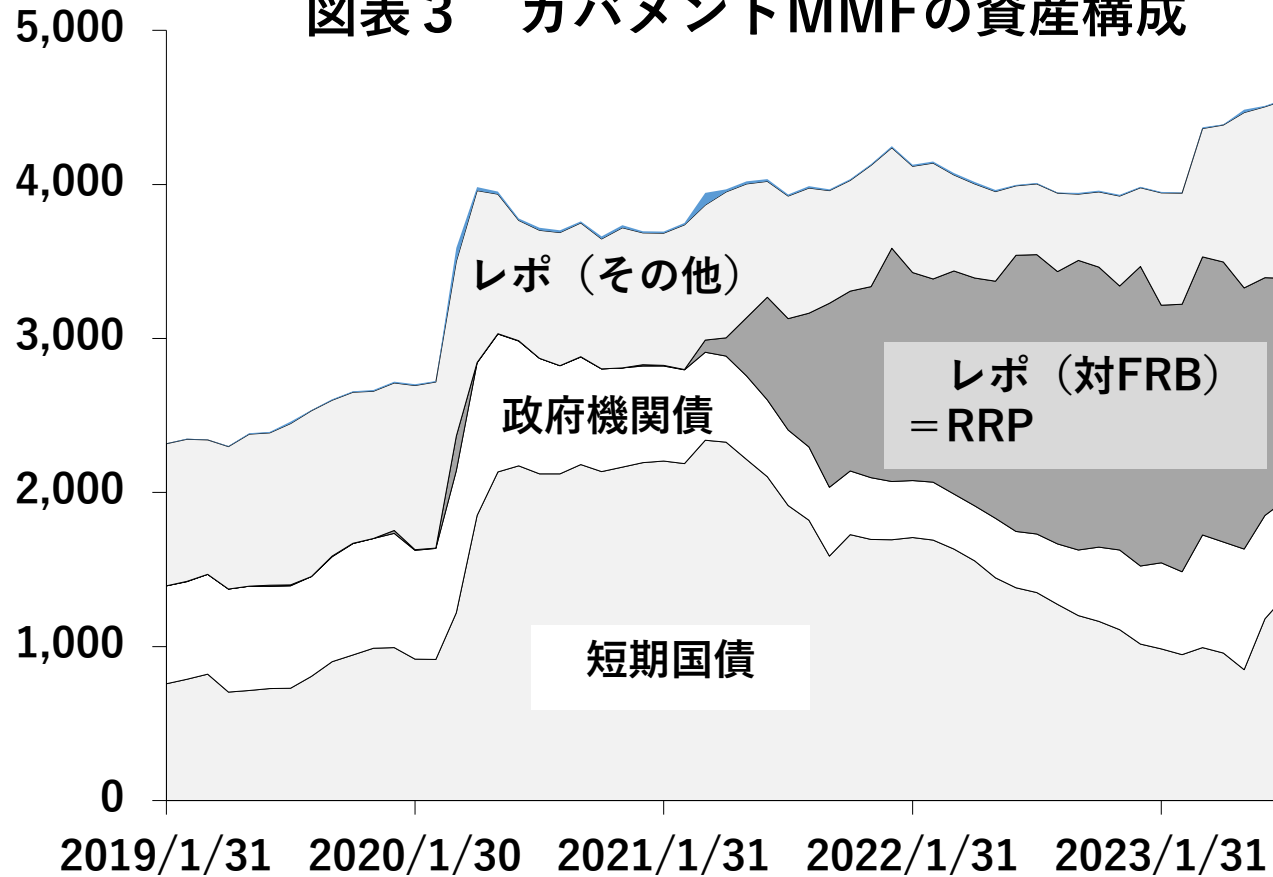
取引相手：証券会社、銀行、
政府系金融機関、MMF
→ 9割程度をMMFが占める

= MMFからの
事実上の預金受け入れ

(注) 図表1に同じ。ただし、作図の関係上、「その他の負債」を表示していない。

(出所) 図表1に同じ。

図表3 ガバメントMMFの資産構成



21年春からRRPが急増
(金利引き上げは22年3月から)
↓
ガバメントMMFの約4割がRRP

ガバメントMMF :
99.5%以上を、短期国債、国債を担保とするレポで運用

プライムMMF :
民間債務も組み込み高利回りを追求

(注) 10億ドル。2019年1月～23年7月、月次。
(出所) Investment Company Institute, "Monthly Taxable Money Market Fund Portfolio Summary," various issues, table 1より作成。

【通常時＝リーマン前＝所要準備体制】

金融調節・資金供給方法：Primary Dealerへの翌日物レポオペ（＋長期国債買い切りオペ）

金利の誘導：レポ市場、銀行間市場で裁定→銀行間市場金利（FFレート）を誘導

MMFと準備預金：MMF→（CD等）→銀行→（FF市場・準備預金）→FRB

【現在＝余剰準備体制】

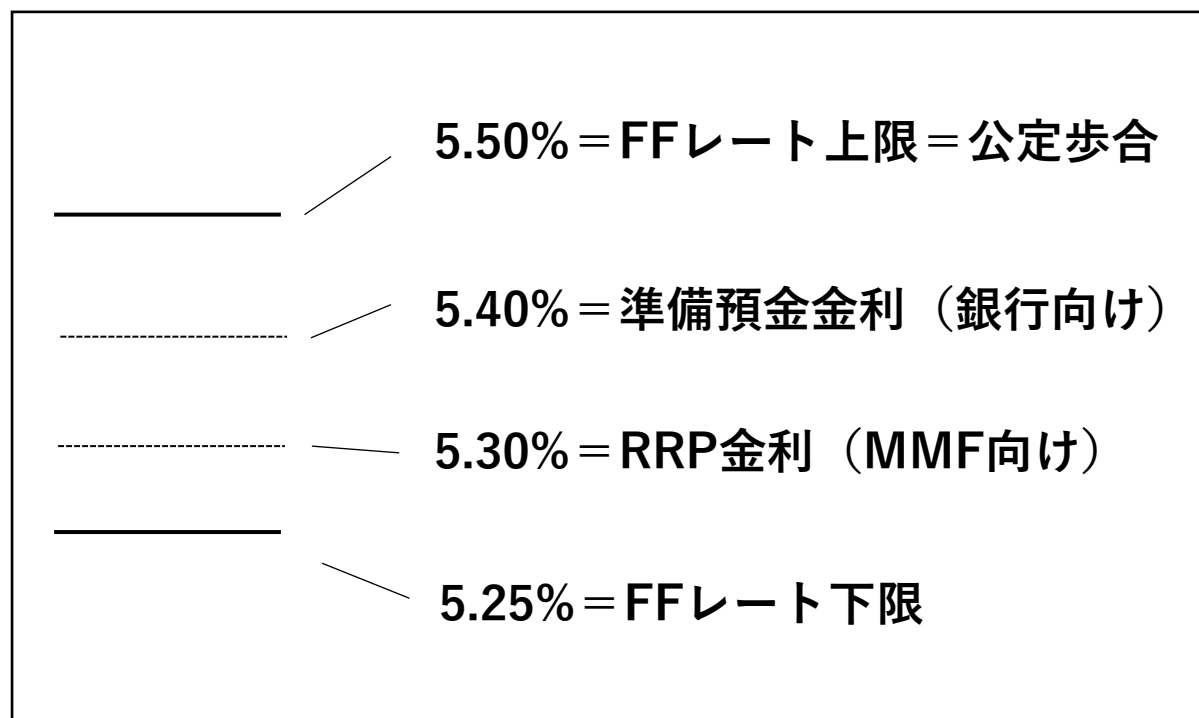
金融調節・資金供給方法：長期国債等の買い切りオペによる余剰状態

金利の誘導：銀行向けの準備預金金利、MMF向けのRRP金利を直接引上げ

MMFと準備預金：銀行→（準備預金）→FRB

MMF→（RRP）→FRB

図表4 政策金利の構造（2023年7月27日～）



＜MMF→銀行→FRB＞という
裁定取引が成立しない理由

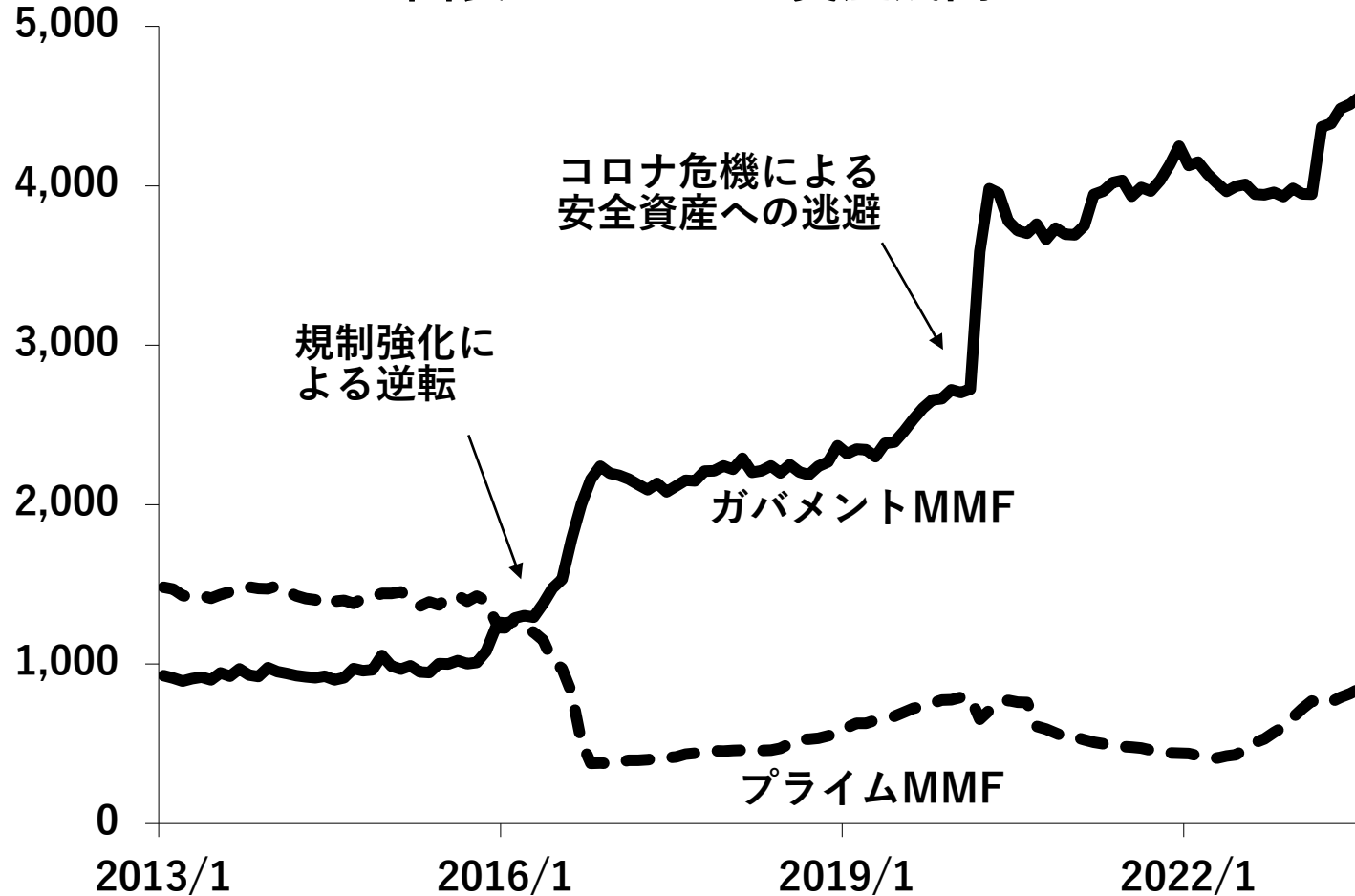
・リーマン後の規制改革



MMFの対民間投資の抑制
銀行の資金仲介機能の低下

・短期金利上昇→MMFへの資金移動

図表5 MMFの資産残高



リーマンの倒産

- MMF1本が元本割れ
- MMF全体に解約殺到
- 短期市場全体の機能麻痺
- プライムMMFの規制強化
(一時的な解約制限等)
- ガバメントMMFの急増

ガバメントMMF：
99.5%以上を、短期国債、国債を担保とするレポで運用

プライムMMF：
民間債務も組み込み高利回りを追求

(注) 10億ドル。2013年1月～23年7月、月次。
(出所) Investment Company Institute, "Monthly Taxable Money Market Fund Portfolio Summary," various issues, table 1, 2 より作成。

【バーゼルⅢ】

自己資本比率規制を補完するものとして、

SLR (Supplementary Leverage Ratio：補完的レバレッジ比率規制)

総資産 (オフバランス含む) / Tier 1資本 \geq 3%

<リスクウェイトを付けず、準備預金、国債も対象>

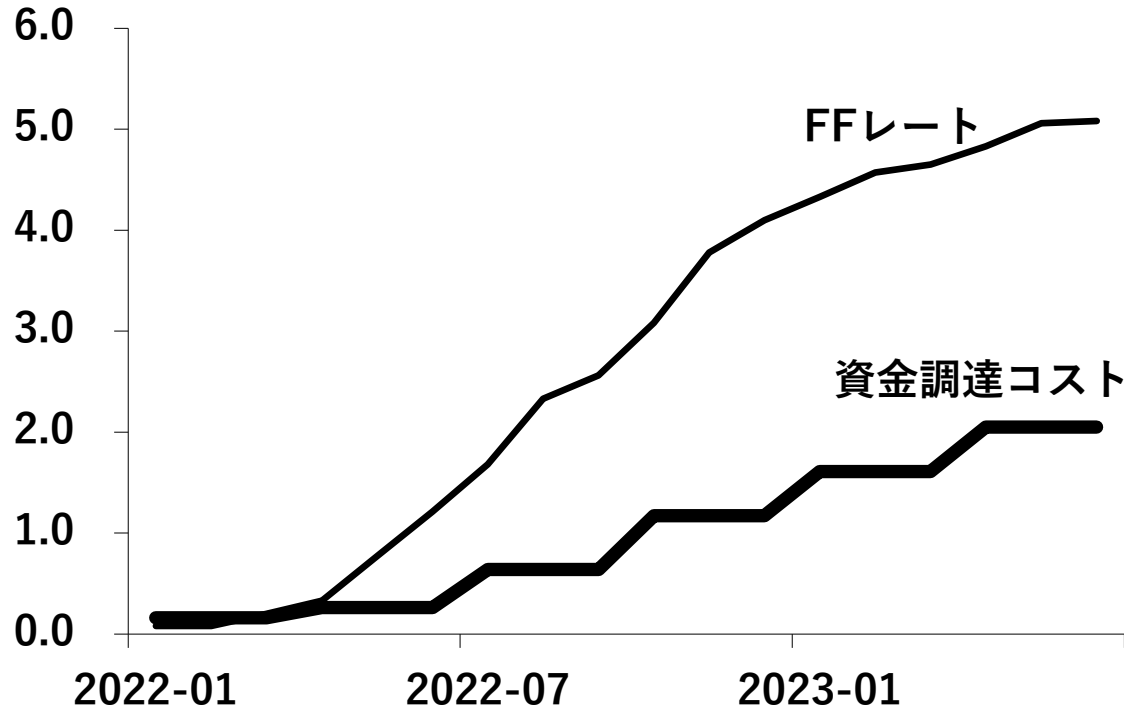
→ <預金受け入れ→準備預金・国債投資> も抑制

20年4月～21年3月：コロナ対策としての大量の国債発行、資金供給を円滑に進めるべく一時停止

→21年4月再開→RRP急増

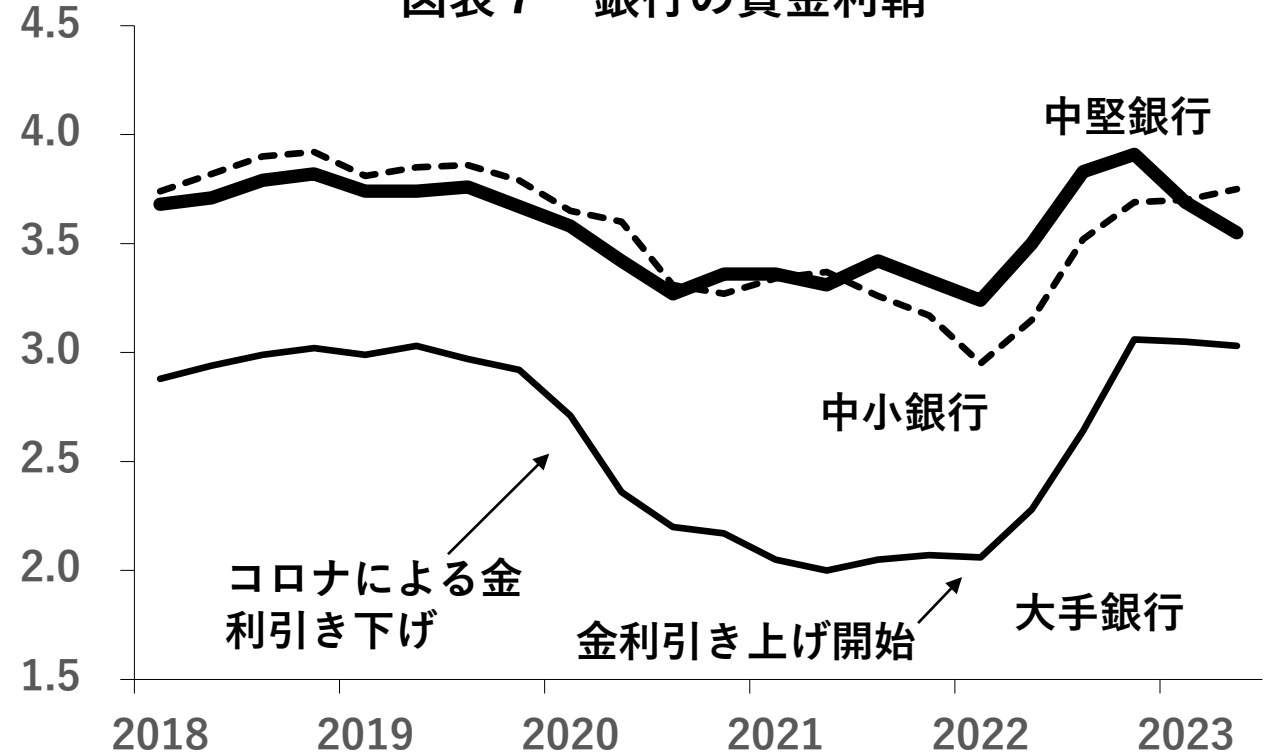
SLRによる銀行の資金仲介機能の低下→預金からMMFへの資金流出

図表6 FFレートと銀行の資金調達コスト



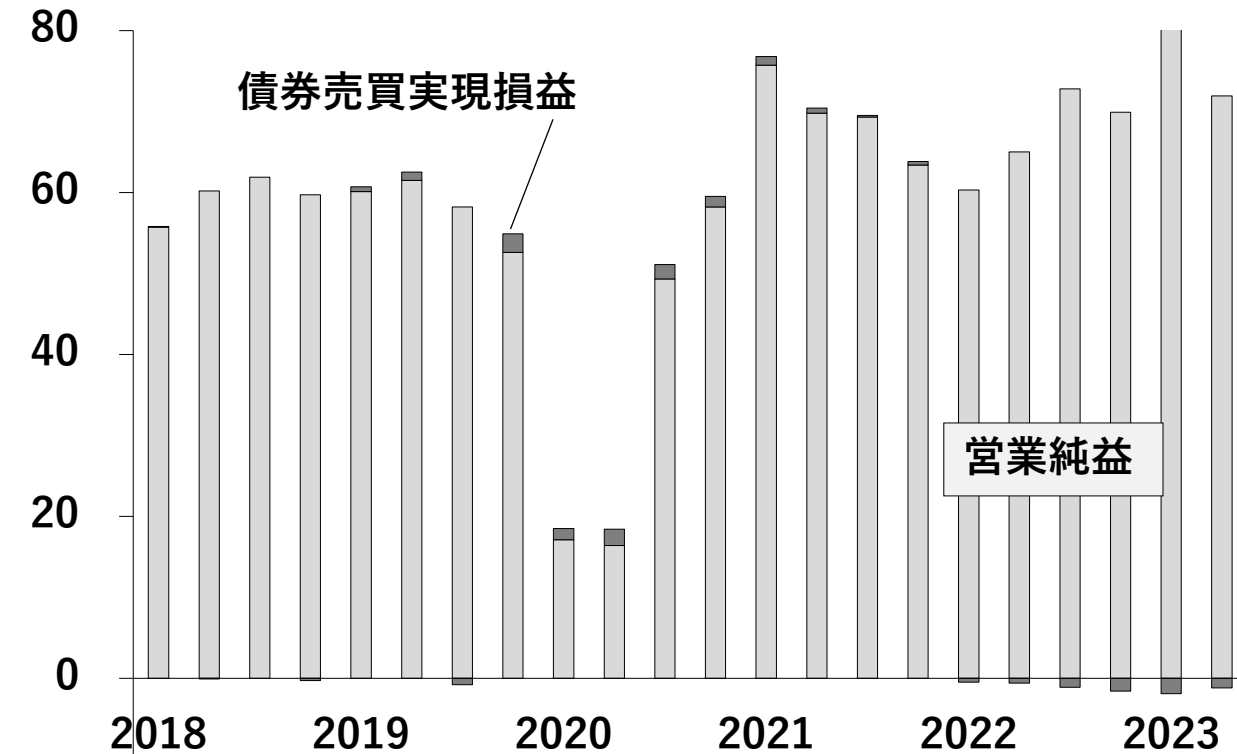
(注) %。2022年1月～23年6月、FFレートは月次、調達コストは四半期ベース。
 (出所) FFレート：FRB, H. 15より作成。
 調達コスト：FDIC, "Quarterly Banking Profile" Table III-Aより作成。

図表7 銀行の資金利鞘



(注) 大手銀行：資産2,500億ドル超、中堅銀行：資産10億ドル～100億ドル、中小銀行：資産1億ドル未満。
 %。2018年～2023年第2四半期。四半期ベース。
 (出所) FDIC, "Quarterly Banking Profile," Chart 2より作成。

図表8 銀行の営業純益

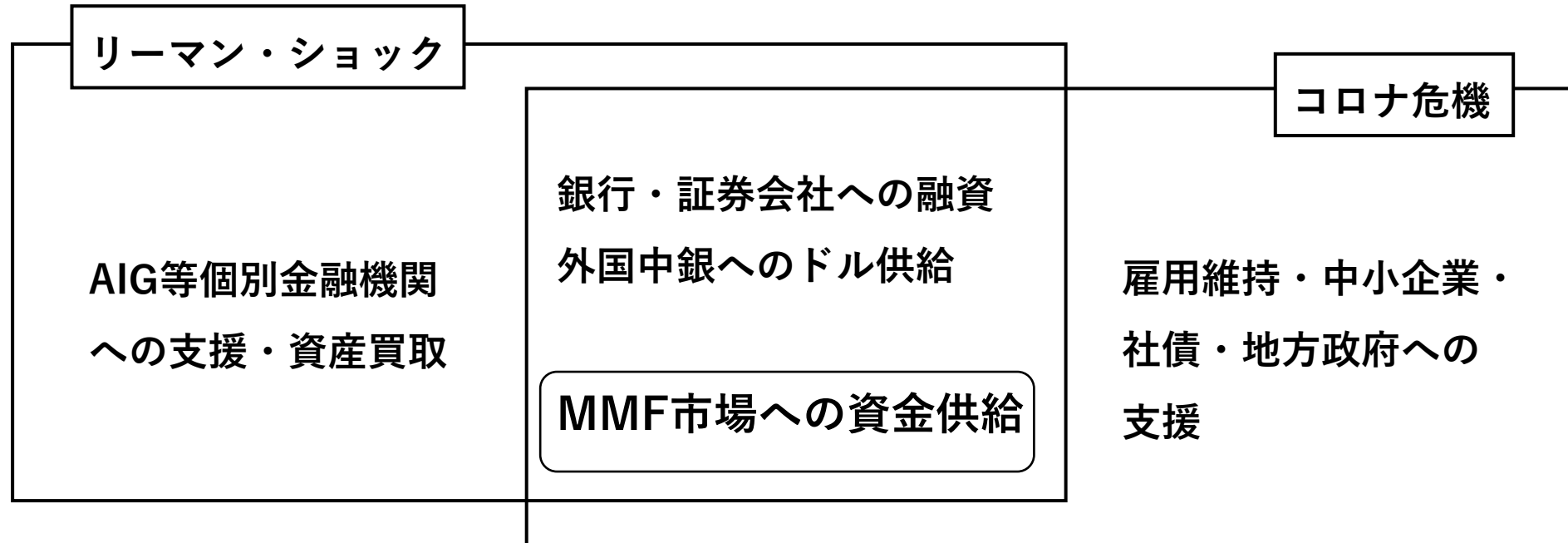


金利引き上げ→利鞘改善→利益改善
→保有債券の含み損

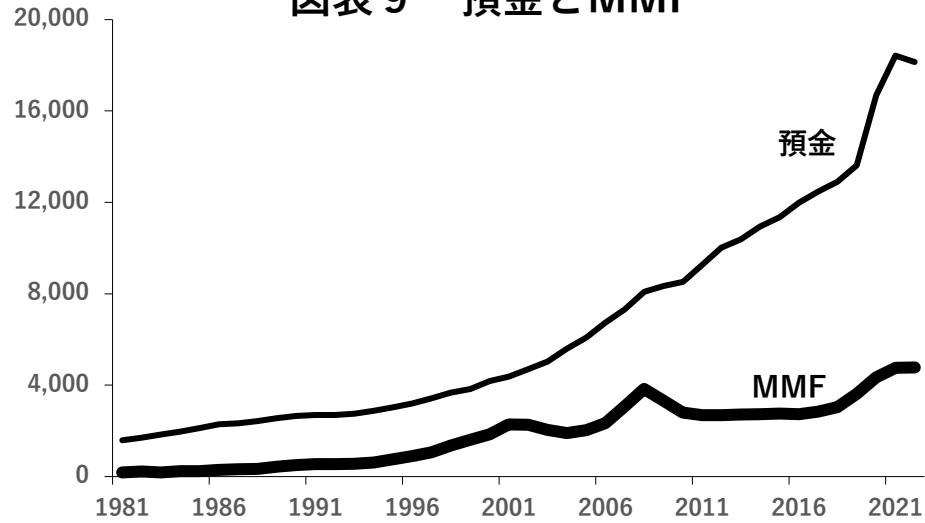
↓
MMFへの資金流出→流動性管理

さらなる利上げ
→利鞘の悪化→収益の低下

(注) 10億ドル。2018年～2023年第2四半期。四半期ベース。
(出所) FDIC, "FDIC Quarterly Banking Profile," Chart 1
より作成。



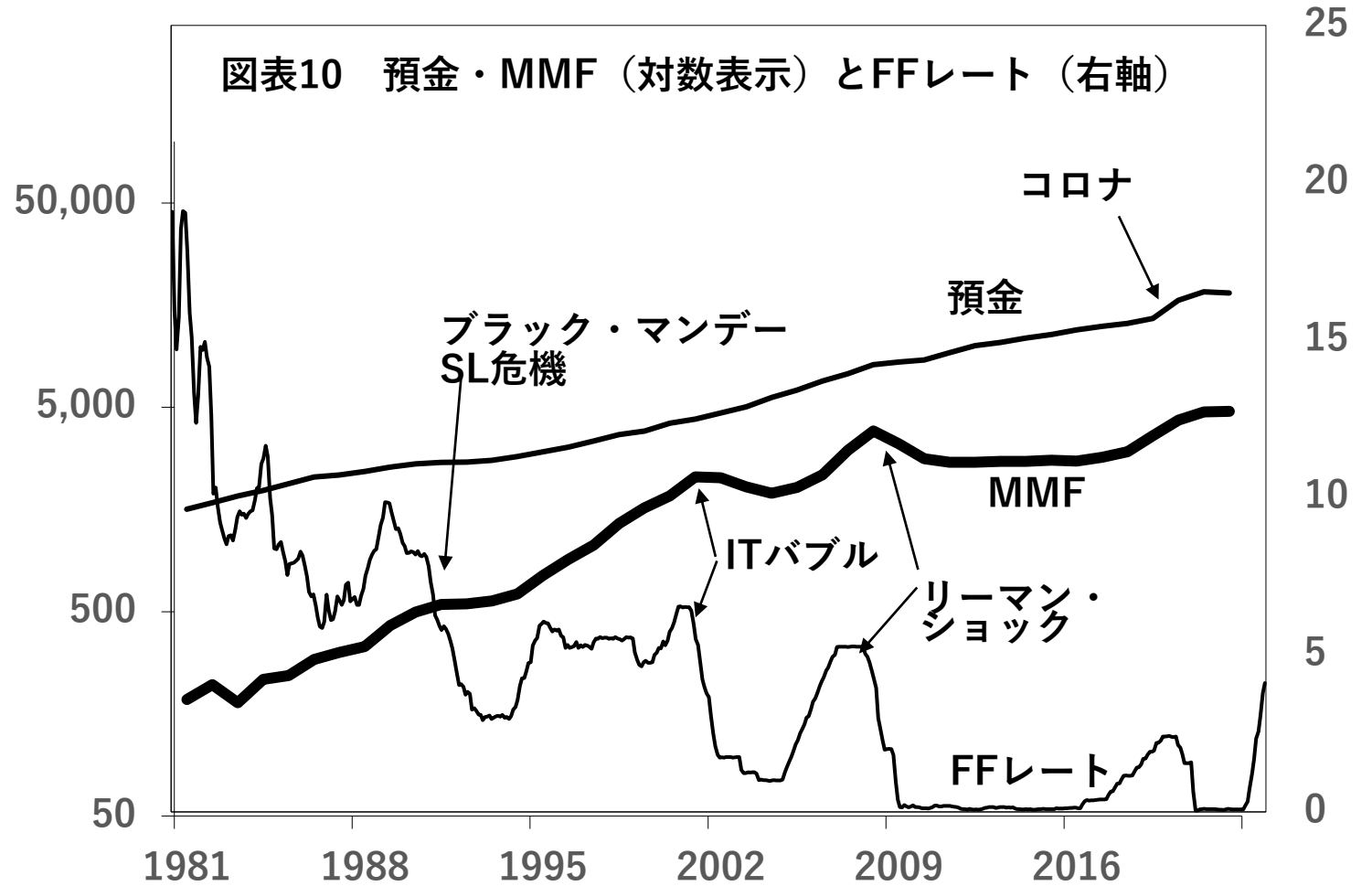
図表9 預金とMMF



(注) 10億ドル。1981年-2022年、年次。
 (出所) 預金：FDIC, Historical Bank Data (Total Deposit) より作成。
 MMF：ICI, *Mutual Fund Fact Book, 1997* (Total Short - Term Funds); *Fact Book, 2023* (Data Tables, table 35) より作成。

低金利の常態化による、
MMF成長の伏流化

図表10 預金・MMF (対数表示) とFFレート (右軸)



(注) 図表9に同じ。FFレート (右軸) は%。
 (出所) 図表9に同じ。FFレートはFRB, H. 15より作成。

MMFの成長

- ・ 低金利政策による中断
- ・ リーマン・ショック→金融規制改革→銀行の資金仲介機能の低下
 - ガバメントMMFへの資金集中
 - 公的部門への投資ニーズ
- ・ 金利引き上げ→MMFへの資金移動→銀行の流動性管理
 - 銀行の資金利鞘の<改善→悪化>

拙稿『金融危機と中央銀行』九州大学出版会、2016年。

- 「米国の金利急騰とFRBの負債構造」 『証研レポート』 2019年12月。
- 「FRBのコロナ危機対応策と財政資金」 同、2021年4月。
- 「資金余剰下の金利引き上げ～FRBとMMF」 同、2022年12月。
- 「シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー」 同、2023年4月。