

米FRBの利上げは後ずれも

田口 さつき

要旨

米連邦準備制度（FRB）は、インフレを引き起こす懸念のある超過準備（準備預金から法定準備を除いた部分）の吸収の手段として、準備預金に金利を付与、リバースレポ、ターム物預金制度（TDF）、証券の売却を検討し、すでに実行に移されたものもある。最も抜本的なバランスシートの正常化には、特にMBSの売却が必要となるが、金融システムの安定に配慮し、当面～の手段を試していくと考える。ただし、その過程で政策金利であるFFレートと、の金利との関係や目指す超過準備の水準などが依然不明であるため、様々な憶測を呼ぶ恐れがある。

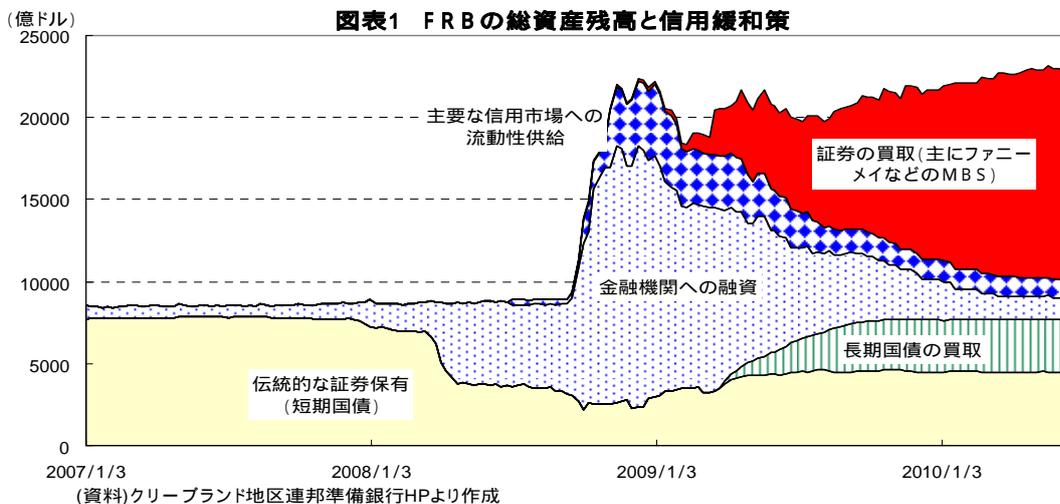
FRBのバランスシート

連邦準備制度（FRB）は、07年の夏にサブプライム問題が深刻化して以降、政策金利引き下げに加え、金融機関への融資などにより流動性を供給してきた。そして、08年9月のリーマン・ショック後、金融システムが機能不全に陥る中で、積極的な流動性供給を進めた結果、FRBの総資産残高は膨れ上がり、10年6月16日現在、約2.3兆ドル（約207兆円）となっている（図表1）。最近では、ファニーメイやフレディマックといった政府機関債（ほとんどが住宅ローン担保証券（MBS））が、総資産の過半を占めている。

流動性供給と同時に超過準備を通じて、総負債残高も増加した（図表2）。これに

対し、いずれ景気が回復した場合、金融機関が超過準備を貸出などに向けてことでマネーサプライが過剰に増え、インフレを招くことが懸念されている。

この懸念に配慮し、今年2月のバーナンキFRB議長は米議会下院金融委員会向け証言用の原稿（以下、2月原稿（注1））で、金融引き締め的手段として準備預金に金利を付与、リバースレポ、ターム物預金制度（TDF）、証券の売却、の4つを示した。そして、「現在よりもFRBのバランスシートが縮小し、FFレートを目標とする枠組みにやがて戻らさう」という文言があった（注2）。これを受け、金融市場では、超過準備の吸収を終えた上で、利上げを検討するとの見方



図表2 FRBのバランスシート(B/S)(6月16日時点)

資産		負債	
伝統的な証券保有(短期国債)	449,689	銀行券	1,090,525
		リバースレポ	59,442
		準備預金	1,020,678
長期国債	322,275	(うち法定準備)	63,625)
金融機関への融資	127,264	(うち超過準備)	957,053)
主要な信用市場への流動性供給	110,854	その他負債	121,198
証券の買取(MBS)	1,287,561		
その他の資産	50,152	資本	55,952
合計	2,347,795	合計	2,347,795

(資料)連邦準備銀行HPより作成

が強まった。しかし、5月19日公表の4月の連邦公開市場委員会(FOMC)議事録からは、利上げは超過準備の減少過程においても行われ得ることが示された。

詳細にふれる前に、以下ではFRBのバランスシートとバーナンキ議長が示した4つの手段の関係を確認したい。その後、改めて4月のFOMCでの議論と利上げの時期について考えてみたい。

(注1)悪天候により、バーナンキFRB議長による米議会下院金融委員会での証言は行われなかったが、原稿はFRBのホームページに掲載されている。

(注2)この文言は、短期金融市場の状況を示すものとしてのFFレートの信頼性が一時的に低下し、代わりに準備預金の残高をFRBが目標として使う可能性を指摘した後に来ることから、一時的にFFレート以外の操作目標で金融政策を行うが、いずれはFFレートを操作目標とする枠組みに戻ることを伝えることを意図した一文かもしれない。つまり、利上げ時期を意識したものではないという見方もできる。

準備預金と4つの手段

図表2は、6月16日現在のFRBのバラ

ンスシートである。負債の中の準備預金が極めて大きいことが確認できる。前述の4つの手段はいずれも、超過準備が金融市場に流れるのを防ぐことを意図している。しかし、準備預金や総負債残高に与える影響はそれぞれ異なっている。

まず、の準備預金に金利を付与する手段は、準備預金の残高の減少にはつながらない。

次にのリバースレポは、FRBが保有する証券を金融機関に買い戻しを条件に売るものである。バランスシートでは、負債において準備預金残高を一時的に減少させ、その分リバースレポ残高を増加させるので、FRBの負債残高は変わらない(図表3)。ちなみにリバースレポの対象となる資産は2月原稿では、短期証券やエージェンシー債が主で、後にMBSも入れることも検討するそうだ。

図表3 FRBのバランスシート(B/S)

準備預金	-
リバースレポ	+

のタム物預金制度(TDF)は、FRB内の当座預金から定期預金(預金の期間は84日以下である)に移すようなもので、

実質的には準備預金残高は減少させるが、ターム物預金残高は増加する。と同様に、FRBの負債残高は変わらない(図表4)。

図表4 FRBのバランスシート(B/S)

準備預金	-
ターム物預金	+

の証券の売却は、資産から証券を負債から準備預金を同時に減少させる。そして、その分、バランスシートが縮小する(図表5)。

図表5 FRBのバランスシート(B/S)

MBSなどの証券	-	準備預金	-
----------	---	------	---

現在、実施されているのは、である。

は、09年10月、12月に試験的に行われており、今年の夏に大規模に実施されるの見方もある。も試験的な入札が6月14日に14日物(10億ドル)で行われた。そして、6月28日に28日物、7月12日に84日物の入札が予定されている。

については、4月のFOMCでMBSや国債の管理状況や今後の見通しなどを踏まえ、以下のような議論がなされている。

証券の売却について

議論の詳細の前に、再び、FRBの資産サイドを見ると、図表1に示すように、現在、金融機関への融資は金融危機以前の水準まで縮小し、主要な信用市場への流動性供給もその役目を終えつつあり、減少傾向にある。問題は、MBSと長期国債である。

これに対し、4月のFOMC議事録によると、FRBは現在、長期国債は償還を向えた場合は再投資している一方、MBS(ほとんどが期間10年以上)は、再投資せず、そのまま償還しているようだ。このままであれば、バランスシートの正常化テンポは非常に緩やかとなる。

これに対し、ほとんどの委員達はただ単に償還を待つのではなく、時が来たらMBSの売却を進めることが好ましいと述べている。また、売却時期はしばらく待つが、今後、政策金利を引き上げた後に売却を開始することが望ましいというのが多数派の意見だった。つまり、景気回復が確固としたものとなり、FOMCの主要な金融政策の手段としてFFレートの有効性が回復するまで、資産の売却をしないという考え方である。これに対し、FOMCの利上げと切り離して、資産売却の日程を直ちに発表するべきという意見もあった。

なお、売却の頻度は、ほとんどの委員がMBS等の売却を始めてから約5年で終わらせるようなゆっくりしたペースですべきとした一方、約3年という意見もできた。結局、資産の売却について時期、頻度、規模で合意に至らず、引き続き、話し合われる予定である。

ただし、2月原稿発表後は、前述の～の手段をした後、利上げに踏み切るという見方があったが、今回発表の議事録からは、少なくとも、は利上げ後に行われる可能性があることがわかった。

今後の視点

4月のFOMCで公表された委員の経済見通しは、2010~12年の間、コアPCEインフレ率が最大でも2.4%と、緩やかな物価上昇を予想している。このように近い将来、急激なインフレが起こることは予想していないものの、超過準備の放置は中長期的にインフレを引き起こすリスクがあるという懸念から、吸収の道筋を立てている。

その手段として、現状、MBS 市場は回復途上であり、FRB はなかなか売却に踏み切れないと思われる。当面は、超過準備について ~ の手段で減少させていくと見られる。(おそらく、FF レートを引き上げることは、 の実効性になんらかの影響を与えるため、やはり超過準備の吸収と利上げは切り離して議論することはできないと考える。)

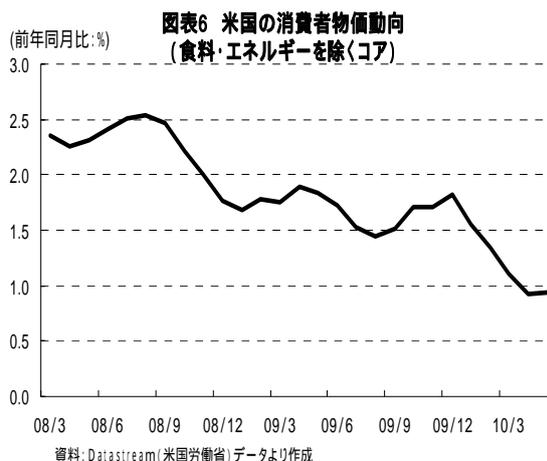
FRB が利上げ前に超過準備残高をどの程度減少させていくのかは、依然として不明である。インフレ率が安定している中での景気や金融システムの回復途上における巨額の超過準備の吸収という、過去にない難問に直面している FRB が、どのような政策運営をしていくか、依然として明らかになっていないことが多いため、金融市場に様々な憶測をよんでいる。

最新の経済指標から

最後に、実体経済に目を転じてみよう。6月に入ってから発表された経済指標は、内容があまりよくないものが多い。まず、5月の非農業部門雇用者数(除政府部門)は4.1万人増と5ヵ月連続の増加となったが、水準的には物足りない結果であった。これまで雇用増に寄与してきた人材派遣、保健サービスの伸びがやや小幅となった上、不動産、小売、金融・保険などでは雇用調整が続き、前月(21.8万人)と比べて、プラス幅が大きく縮小した。

このような雇用環境の改善がなかなか進まない中、消費者の心理は改善傾向を維持しているが、5月の小売売上高は、変動の大きい自動車・同部品、ガソリンを除くベースで、前月比 0.8%と10ヵ月ぶりの減少となった。

また、住宅購入減税が4月末で打ち切



りになったことが響き、5月の住宅着工件数も59.3万件と前月比 10.0%となった。

5月の消費者物価指数は、前月比は2ヵ月連続の下落、変動の大きい食品やエネルギーを除いたコア部分で、前年比は4月に続き、0.9%と低い状況が続いている(図表6)。

一方、鉱工業生産の増加基調が続くなど生産面では回復が進んでいる。鉱工業生産の稼働率は74.7%と直近のピーク(06年8月の81.2%)には遠いが、リーマン・ショック時(08年秋)の水準まで戻ってきている。ただ、ユーロ圏での混乱や個人消費の不透明感など、先行きの懸念材料も浮上してきた。

6月23日のFOMCでは政策金利が据え置かれ、声明文には「主に海外で起きたことを反映し、金融市場は経済成長を支える状況でなくなってきた(less supportive)」という文言が入った。このまま、景気回復のペースが鈍化するならば景気回復を前提としたFRBの出口戦略は予定通り実施されず、利上げも後ずれする可能性もある。

(10.06.24 現在)