



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

March 6, 2015

## <FOCUS>

### 再考「FRBのB/S拡大下での政策金利引き上げ」

- 発表された2月の雇用統計は、賃金の伸びが引き続き緩やかだったものの、雇用者数の増加ペースが3ヵ月ぶりに加速し、失業率も市場予想以上に低下する等、FRBによる近い将来の利上げ観測を強める結果であった。今後想定される利上げ局面は、FRBの資産額（バランスシート）が拡大した状態で始まる点で、過去と異なる。
- FRBのバランスシートが拡大した状態、即ちFRBへの準備預金が大幅に積み上がった状態で、実際のFF金利を実質的なゼロ水準から引き上げる際には、過去とは異なる調節手法が必要となる。FRBは「超過準備への付利金利操作」を主要調整手段とすることに加え、翌日物リバースレポの使用を決めている。「超過準備への付利金利」は政策金利目標範囲の上限、「翌日物リバースレポ金利」は下限となることが期待されている。
- 但し、翌日物リバースレポにはマイナス影響があるため、それを低減する方法として、①「翌日物リバースレポへの一時的な上限設定」、②「ターム物リバースレポの併用」、③「超過準備への付利金利と翌日物リバースレポ金利の調整」等が検討されているところだ。
- FOMCの決定に沿ったFF実効金利（短期金利）の適切な誘導は、景気コントロールの観点に止まらず、FRBへの信認を維持し、期待インフレ率の安定を保つ観点からも非常に重要である。翌日物ファシリティがどのように運用されるのか、そのマイナス影響を抑えつつ短期金利を円滑に誘導できるのか、利上げ開始後の状況を注視する必要がある。
- また、政策金利と中長期金利の今後の関係も注目される。FRBが利上げ開始直後に保有証券の償還分再投資を停止しても、保有証券残高は暫く高水準が続く。「FRBの保有証券残高自体に金利押し下げ効果がある」との見方にたてば、中長期金利への下押し効果は暫く続くこととなる。
- 保有証券残高が小さい場合と比較すれば、中長期金利の一定水準への上昇に必要な政策金利の引き上げ幅は大きくなり、イールドカーブもよりフラット化する可能性がある。中長期的な観点から捉えると、長期金利が想定ほど上昇せず景気過熱のリスクが考えられる一方、フラット化したイールドカーブの経済的影響も焦点となるかもしれない。

<FOCUS>再考「FRBのB/S拡大下での政策金利引き上げ」

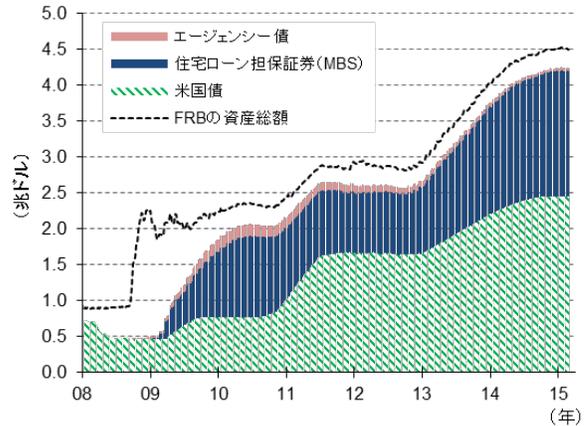
今後見込まれる政策金利の引き上げは、FRBのバランスシートが拡大した状態で開始

発表された2月の雇用統計は、賃金の伸びが引き続き緩やかだったものの、雇用者数の増加ペースが3ヵ月ぶりに加速し、失業率も市場予想以上に低下する等、FRBによる近い将来の利上げ観測を強める結果であった。

今後想定される利上げ局面は、FRBの資産額(バランスシート)が拡大した状態で始まる点で、過去と異なる。現在のFRBのバランスシートは、金融危機以降の一連の資産購入策により大きく拡大し、4.5兆ドル(名目GDP比26%)程度となっている(第1図)。

本Weeklyでは、まずFRBによる金融出口戦略の原則を改めて振り返った後、足元で進んでいる政策金利引き上げ手法の実務的な議論を確認する。最後に、このような過去と異なる今後の利上げ環境下での政策金利と中長期金利の関係を検討する。

第1図:FRB資産額(バランスシート)の推移



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

FRBは出口戦略の原則を2014年9月に見直し

FRBは2011年6月に、大幅な金融緩和策から正常化に向かう過程、所謂「出口戦略の原則」で一旦合意した。しかし、「その後の保有資産構成の変化」や「正常化過程で使用可能な金融調整手段の増加・向上」等を受け、FRBは2014年9月に原則を見直している(第1表)。

主な変更は、エージェンシー債・住宅ローン担保証券(MBS)を売却せず、概ね満期まで保有する点である。また、政策金利であるFF(フェデラル・ファンド)金利を目標範囲へ誘導するために「超過準備への付利金利(IOER)操作」に加えて「翌日物リバースレポ(O/N RRP)ファシリティの必要に応じた使用」も盛り込んだ。

第1表:FRBによる金融出口戦略の原則

2011年6月(見直し前)	2014年9月(見直し後)
<p>正常化の初めのプロセスは、再投資の停止。</p> <p>それと同時にその後、政策金利の時間軸を修正、準備預金の吸収を開始。</p> <p>次に経済環境が許せば、政策金利を引き上げ。金融政策における最優先の調整手段がFF金利に。「超過準備への付利金利」と「銀行システムの準備預金量」を、FF金利が誘導目標に近づくために使用。</p> <p>初回の政策金利の引き上げから少し時間をおいて、エージェンシー債・MBSの売却を開始。売却のタイミングとペースは事前に公示。売却ペースは比較的ゆっくりで一定になる見込みだが、経済・金融情勢次第。</p> <p>エージェンシー債・MBSの売却には3~5年かける。SOMAポートフォリオは、2~3年で正常化。</p>	<p>緩和的な金融政策が必要でなくなれば、まずFF金利誘導目標を引き上げ。</p> <p>主に超過準備への付利金利を調整することでFF金利をFOMCが設定したFF金利誘導範囲へおさめる。</p> <p>必要に応じて翌日物リバースレポファシリティや他の補完的ツールを使用。翌日物リバースレポファシリティは必要な範囲に限り使用し、必要なくなったら廃止。</p> <p>保有証券は緩やか且つ予見可能な方法で減少させる。主な手段は、元本再投資の停止。再投資停止(または段階的廃止)のタイミングは、FF金利の引き上げ開始後で情勢次第。</p> <p>正常化の過程で、MBSの売却は現在のところ予想していない。但し、長期のスパンでは限定的な売却が必要となるかもしれない。</p>

(注)『SOMA』は、連邦準備制度の公開市場操作用の口座で、ニューヨーク連邦準備銀行が管理。

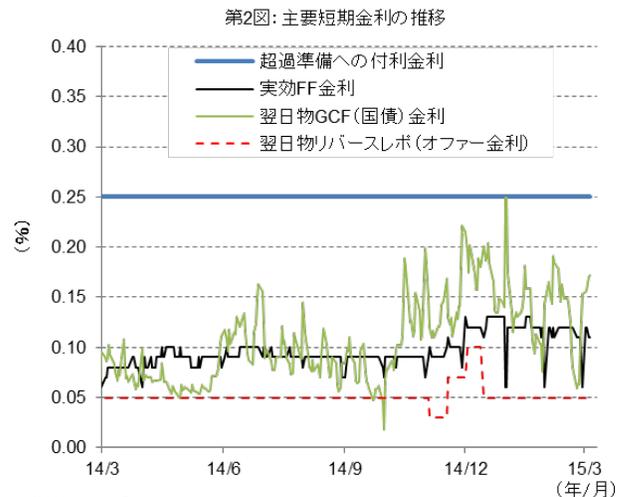
(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 短期金利誘導では、超過準備への付利金利操作に加えて、翌日物リバースレポを使用

FRB のバランスシートが拡大した状態、即ちFRB への準備預金が大幅に積み上がった状態で、実際のFF 金利を実質的なゼロ水準から引き上げる際には、従来とは異なる調節手法が必要となる。そこで、FRB はまず「超過準備への付利金利操作」を利上げ開始以降の主要な短期金利調整手段と位置付けた。

その後、マネーマーケットファンドや他のキャッシュマネジメントビークル、非金融機関、政府支援機関（GSE）等が超過準備の付利金利を享受できないため、超過準備の付利金利がそのまま短期金利の下限（フローア）に成り難いことが確認された<sup>1</sup>。そのためFRB は「超過準備への付利金利操作」に加えて、「翌日物リバースレポの必要に応じた使用」を決定している<sup>2</sup>。

翌日物リバースレポでは、広範且つ多数にわたるカウンターパーティが翌日物資金を所定の金利で（最も安全な投資先である）FRB へ投資可能となる<sup>3</sup>。よって「超過準備への付利金利」は政策金利目標範囲の上限、「翌日物リバースレポ金利」は下限となることが期待されている。これまでの試行の限りでは、その様な結果が示されているようだ（第2図）。



(注) GCFは「General Collateral Finance」の略。  
 (資料) Bloomberg, NY連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 翌日物リバースレポにはマイナス影響もあり、使用方法は依然検討中

但し、翌日物リバースレポのマイナス影響として、①「全額割当方式にすると、ストレスが高まった金融環境下において“質への逃避” 需要を必要以上に創出し、金融環境の不安定性を高める」、②「恒久的設置にすると、短期金融市場におけるFRB の取引シェアが高まり、市場機能・構造を変化させる可能性がある」等が指摘されている。

マイナス影響を低減する方法として、①「翌日物リバースレポへの一時的な上限設定<sup>4</sup>」、②「ターム物リバースレポ（Term RRP）の併用<sup>5</sup>」、③「超過準備への付利金利と翌日物リバースレポ金利の調整」等が検討されているところだ<sup>6</sup>。

<sup>1</sup> 裁定取引が働くため、全ての市場参加者が超過準備の付利金利を享受出来なくても、理論的には問題無い。しかし実際の裁定取引では、銀行がバランスシートを拡大させて超過準備を増加させる必要がある。バランスシートの拡大には、FDIC 保険料や強化されつつある資本・流動性規制等のコストを伴うため、裁定取引は十分に働き難い。

<sup>2</sup> 2013年7月のFOMCで、スタッフはノンバンクを含む広範なカウンターパーティを対象としたリバースレポ（固定金利・全額割当方式）を提案。翌日物リバースレポはトライパーティ・レポ形式で、現状での担保は国債のみ。FRB への短期貸付という点では、準備預金も翌日物リバースレポも同様だが、準備預金は無担保の一方、翌日物リバースレポは有担保となる。その後の試行では、全額割当（フル・アロットメント）で無くとも、短期金利の誘導に役立つことが確認された。

<sup>3</sup> FRB は従来、リバースレポ（またはレポ）取引をプライマリーディーラーに限り実施してきたが、2009年以降に取引先を順次拡大した。現在の翌日物リバースレポのカウンターパーティは、106のマネーマーケットファンド、22のブローカーディーラー、24の預金金融機関、ファニーメイ・フレディマック等を含む12のGSE。2014年11月にニューヨーク連銀は「リバースレポのカウンターパーティ基準を一段と修正（緩和）する可能性は低く、カウンターパーティの今後の増加は予想していない」とコメント。

<sup>4</sup> FOMC スタッフによると、翌日物リバースレポのこれまでの試行によれば、市場参加者がファシリティ上限を制約にならないと判断する限りにおいて、FF 実効金利やその他短期金利への下限設定に成功する。

<sup>5</sup> ターム物リバースレポと翌日物リバースレポを併用した試行結果は、短期金利の誘導と翌日物リバースレポの残高抑制に効果的であることを示している。金融安定に対するリスクは、「決められた日に実施され」、「FRB がオークションで量を

この点、直近1月のFOMCでも引き続き議論が行われている。議事録によれば、何人かのFOMC参加者は、大規模な翌日物リバースレポファシリティの金融安定に対する潜在的なリスクを懸念している。一方、多くの参加者は翌日物リバースレポの上限引き上げを一時的に止めれば、リスクを抑制可能と考えている<sup>7</sup>。

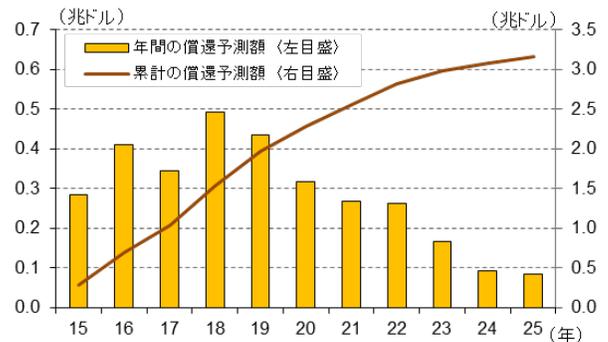
FOMCの決定に沿ったFF実効金利（短期金利）の適切な誘導は、景気コントロールの観点に止まらず、FRBへの信託を維持し、期待インフレ率の安定を保つ観点からも非常に重要である。翌日物ファシリティがどのように運用されるのか、そのマイナス影響を抑えつつ短期金利を円滑に誘導できるのか、利上げ開始後の状況を注視する必要がある。

### 償還分再投資を停止しても、FRBの保有証券残高は高水準が暫く続く

また、このような過去と異なる利上げ環境下での政策金利と中長期金利の今後の関係も注目される。FRBが利上げ開始直後に保有証券（主に国債とエージェンシーMBS）の償還分再投資を停止しても、保有証券の残存期間が長いため、保有証券残高は暫く高水準が続く（エージェンシーMBSの期限前償還を一定程度織り込み、第3図）。

保有証券の売却については、市場への悪影響やFRBの損失を回避する観点から、現在の「出口戦略の原則」では見送られている状況だ。

第3図：FRB保有証券の償還予測



(注) FRBスタッフによる予測値。2014年12月31日時点のSOMAにおける保有証券をもとに算出。MBSの期限前償還については、ブルーチップの金利予測とRichard and Roll (1989)による期限前償還モデルを用いて算出。

(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

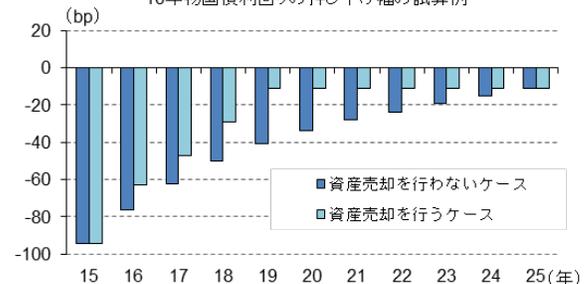
### FRBの保有証券による中長期金利への下押し効果も暫く続く可能性

「保有証券残高自体に金利押し下げ効果がある」との見方にたてば、中長期金利への下押し効果は暫く続くことになる（第4図）<sup>8</sup>。

保有証券残高が小さい場合と比較すれば、中長期金利の一定水準への上昇に必要な政策金利の引き上げ幅は大きくなり、イールドカーブもよりフラット化する可能性がある。

このような状況を中長期的な観点から捉えると、長期金利が想定ほど上昇せず景気過熱のリスクが考えられる一方、フラット化したイールドカーブの経済的影響も焦点となるかもしれない。

第4図：FRBの保有証券（資産購入策）による10年物国債利回りの押し下げ幅の試算例



(注) 1. 『資産売却を行わないケース』の10年物国債利回りの押し下げ幅は、FRBスタッフによる試算値。

2. 『資産売却を行うケース』は、2016年～19年の4年間かけて保有証券（国債・MBS）を毎年同額売却すると想定。但し、2026年以降に償還を迎える証券を除く。10年物国債利回りの押し下げ幅は、『資産売却を行わないケース』と同様の算出。

(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

設定し、「オークションプロセスで金利が決定される」ターム物リバースレポの方が、翌日物リバースレポよりも小さいとみられる。

<sup>6</sup> ターム物預金については、一段の試行が必要。

<sup>7</sup> また、「一旦高めの上限を設定しておき、必要無ければ直ぐに引き下げる」との意見も出ている。

<sup>8</sup> 資産購入策（証券保有）が金利へ与える影響については様々な試算が可能であり、結果は幅をもってみる必要がある。



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.