

# 米連邦準備制度の金融政策正常化への取り組み —コロナ危機後の高インフレ局面における課題—

調査部 主席研究員 河村 小百合

## 目 次

1. はじめに
2. アメリカの経済・物価情勢—なぜ、正常化への着手は後手に回ったのか
  - (1) 2020年8月に新戦略“平均物価目標”を採用
  - (2) Fedとして高インフレ局面への急転換に対する警戒感を欠く結果に
3. リーマン・ショック後の正常化の検討・実施過程
  - (1) 正常化の検討プロセス
  - (2) Fedの財務問題をFOMCで議論
  - (3) 2019年夏の短期金融市場混乱の経験
4. 今回の正常化の進め方
5. 今後の課題
  - (1) インフレ抑制と景気拡大の両立
  - (2) 将来的な金融政策運営の安定基盤をいかに確保するか
  - (3) Fedの財務運営悪化をいかに抑えるか
    - NY連銀はFOMCで、Fedの赤字転落、債務超過状態入りの試算結果を報告
6. ニューヨーク連銀の年次報告にみるFedのバランス・シートおよび損益の見通し
  - (1) システム公開市場勘定（SOMA）の現状と抱えるリスク
    - A. デュレーション
    - B. SOMAのネット収益と財務省への納付金
    - C. SOMAポートフォリオの時価評価（含み損益）
  - (2) FOMCの“計画”に基づく今後のバランス・シート運営の前提
    - A. 準備（中央銀行当座預金）縮減のめどとその後のバランス・シート運営
    - B. 2022年3月のプライマリー・ディーラー・サーベイに基づく市場金利の前提
  - (3) Fedのバランス・シートと財務運営の今後の見通し
    - A. SOMAポートフォリオと準備残高がたどる道筋
    - B. SOMAのネット収益
    - C. SOMAポートフォリオの含み損益
7. わが国への示唆

## 要 約

1. コロナ危機後のインフレ局面への急転換を受け、米連邦準備制度（Fed: The Federal Reserve System）は、2022年春以降、遅まきながら利上げや資産縮減に着手した。本稿ではこのFedに注目して、リーマン・ショック後の局面と比較しつつ、①アメリカの経済・物価・金融情勢への対応、および②Fed自身の財務運営が抱える問題を明らかにすることで、コロナ危機後の中央銀行が直面する課題を浮き彫りにし、わが国への示唆を探る。
2. 現下の高インフレ局面においてFedの対応が後手に回った最大の理由としては、リーマン・ショック後の局面のような経済の低迷長期化ばかりを恐れ、2020年8月に金融政策運営新戦略として「平均物価目標」を採用していた点が挙げられる。
3. リーマン・ショック後の局面の政策運営を振り返れば、Fedは低インフレ・低金利環境のもとで慎重に正常化策の進め方を検討し、Fed自身の財務悪化問題についても議論したうえで、対外的な情報開示も行っていった。資産縮減については2017年10月から実行に移していたが、2019年夏に道半ばでとん挫し、同年9月には短期金融市場金利が急騰する事態にも見舞われた。
4. コロナ危機後の現局面においては、高インフレに対する政策対応を余儀なくされているため、Fedは2022年3月以降、急ピッチでの利上げを進めているほか、資産縮減も前回対比倍速のペースで実施している。その背景には、高インフレ抑制の必要性のみならず、今回は高金利情勢下での正常化となるため、Fed自身の財務悪化が避けられず、資産縮減によってその悪化幅を可能な限り小さくしたいとの意図もあるものとみられる。
5. 2022年6月のFOMCにおいては、NY連銀のスタッフから、今回の正常化過程でFed自身の財務運営が赤字に転落するほか、繰延資産を計上せざるを得なくなり、実質的な債務超過状態に陥る、との見通しが示されている。NY連銀はそれに先立ち、5月に公表した定例の『公開市場操作報告書』において、中立的な前提に基づき、Fedの今後の財務運営に関する厳しい試算結果を明らかにしている。
6. Fedは今回の正常化プロセスにおいて、①インフレ抑制と景気拡大をいかに両立させるか、②将来的な金融政策運営の安定基盤をいかに確立するか、③Fed自身の財務運営悪化をいかに抑えるか、といった重い課題を複数抱えている。
7. 日銀は最近の金融政策決定会合でも、超金融緩和状態の維持を決定したが、将来的な正常化局面において日銀が抱える困難さの度合いは他の主要中央銀行との対比で、群を抜いている。

---

8. わが国の物価上昇率はすでに目標の2%台を上回っているほか、海外の経済・物価・金融情勢が急展開していることを、今、われわれは直視することが求められている。Fedは①正常化局面における財務悪化の可能性を客観的に情報開示したうえで、②財務悪化の可能性から目を背けることなく、高インフレ抑制のための利上げを果敢に実施しているほか、③正常化局面における財務の悪化幅を可能な限り縮小すべく、ハイ・ペースでの資産縮減に取り組んでいる。このFedの姿勢を見習いつつ、日銀は遠からず着手せざるを得なくなるであろう正常化を視野に入れた金融政策運営を組み立て、遅滞なく実行に移していくべきである。

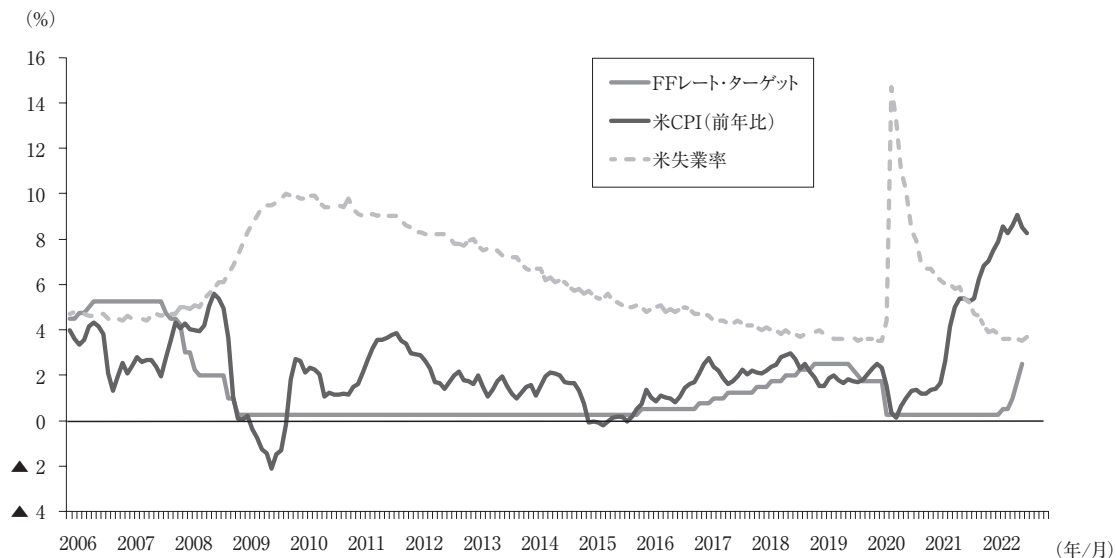
## 1. はじめに

コロナ危機後のインフレ局面への急転換を受け、米連邦準備制度（Fed: The Federal Reserve System）は、2022年春以降、遅まきながら利上げや資産縮減に着手した。今回の局面における正常化のオペレーションの難易度は、前回のリーマン・ショック後の局面と比較すれば、どの程度のものなのか。本稿ではFedを例に、コロナ危機後の中央銀行が直面する課題を、①アメリカの経済・物価・金融情勢への対応、および②中央銀行であるFed自身の財務運営が抱える問題の両面から明らかにし、わが国への示唆を探ることとしたい。

## 2. アメリカの経済・物価情勢—なぜ、正常化への着手は後手に回ったのか

アメリカの消費者物価は、コロナ危機入りから約1年が経過した2021年春先から上昇基調が明確になり、同年夏場以降は、Fedが目標に掲げる2%を大きく上回って急騰するに至った（図表1）。にもかかわらず、Fedが今回の局面で初めて政策金利であるFFレート・ターゲットの引き上げ（0.25→0.50%）に着手したのは、2022年3月のことだった。

（図表1）Fedの政策金利と米CPI前年比、失業率の推移



（資料） Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成  
（原資料） FRB, Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor

### (1) 2020年8月に新戦略“平均物価目標”を採用

このように、今次局面における金融引き締めへの転換が、大きく後手に回った最大の要因としては、2020年8月にFedが新たな金融政策運営戦略として、“平均物価目標”戦略（図表2）を採用していたことが挙げられる。パウエルFRB（The Board of Governors of the Federal Reserve System、連邦準備制度理事会）議長が2018年2月に就任した後の2019年から2020年にかけて、FedはFRBのみならず各地区連銀も総動員する態勢で、リサーチ・カンファレンスを開催して専門家から意見を聴取したり、“Fed Listens”

(Fedは傾聴する) という市民との対話集会等も重ねたりしつつ、リーマン・ショック後の「低インフレ・低成長・低金利」局面における新たな金融政策運営戦略を検討した。コロナ危機局面入り後の2020年夏に、その検討結果がFOMC(連邦公開市場委員会)で最終的にまとめられ策定されたのが『長期目標および金融政策戦略に関する声明』である。ただし、完全に白地から新たに策定された戦略というわけではなく、2012年1月のFOMCで決定されていた戦略を、部分的にかなり書き換える形がとられた。

そしてこの新戦略は2020年8月27日、毎年恒例のカンザスシティ連銀主催のジャクソンホール・

シンポジウムにおけるパウエル議長のスピーチという世界的に注目度の高い機会を通じ、対外的に大々的に公表する形がとられ、世界中の注目を集めた。その最大の理由は、「現実のインフレーションが、持続的に2%を下回った期間の後には、一定期間2%を適度に上回るインフレーションを許容する」という、いわゆる「平均物価目標」の考え方が採用されていた点にあった。これは、政策金利を超低水準状態で相当な長期間、持続させることをあらかじめ対外的に約束する“フォワード・ガイダンス”を一段と強化するアプローチに相当する。ただし、この新戦略のなかで、インフレ率の2%対比でのどの程度の上振れを許容するのか、また、どの程度の期間、上振れを許容するのか、といった点について、Fedとしての公式見解は示されなかった。そのため、市場関係者やメディアの関心はこの点に集まり、FOMCのメンバーであるFRBの正副議長・理事や各地区連銀総裁らがインタビュー等の機会を通じ、上振れ幅および期間のそれぞれについて、バラバラの個人的な見解を、対外的に情報発信するような状態にあった。

## (2) Fedとして高インフレ局面への急転換に対する警戒感を欠く結果に

そうしたなか、2021年入り後、アメリカの物価情勢は大きく変化し始め、夏場以降はFedの目標である2%を大きく上回るようになった。この頃から、アメリカ国内の世論の反発も強まったにもかかわらず、パウエル議長をはじめとするFedの高官らは同年秋口に至るまで、当時の高インフレ状態について、コロナ危機下での供給制約を主因とする一時的(transitory)なもの、という見方を決して崩そうとはしなかった。パンデミックという未曾有の事態による経済・物価情勢への影響を見通すことの難しさがあったこともあろうが、おそらく彼らは、リーマン・ショック後の局面において、経済の回復にFedとしてあまりにも長い年月を費やさざるを得なかった(前掲図表1)、という強いトラウマに過度に捉われ、「米経済の長期停滞を今回の局面ではいかに回避するか」という点ばかりに躍りになってしまっていたものとみられる。

しかしながら、アメリカ国内の高インフレ基調は一向に収まらず、パウエル議長がようやく正常化への着手、すなわち金融政策運営のスタンスを転換させることを明言したのは、2021年11月末のことだった。

(図表2) FOMCの「平均物価目標」戦略の概要

長期にわたるインフレーションは主として金融政策によって決定される。ゆえに委員会(連邦公開市場委員会。FOMC)は、インフレーションの長期的な目標を特定する能力を有する。FOMCは、個人消費価格指数の年当たり変化で計られる2%のインフレーションが、連邦準備の規程上のマニフェストに、長期的にみて最も首尾一貫する、という判断を再確認する。FOMCは、経済的に相当な変調に直面しても、長期的なインフレ期待が2%で十分にアンカーされていれば、物価の安定や適度な長期金利が促進され、最大雇用を促進するFOMCの能力が高められると判断する。長期的なインフレ期待をこの水準にアンカーするために、FOMCは、時を超えて平均で2%のインフレーションを達成することを希求し、ゆえに、インフレーションが持続的に2%を下回った期間の後には、一定期間2%を適度に上回るインフレーションを達成することを目的とするのが適切な金融政策である。

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System. “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy Adopted effective January 24, 2012; as reaffirmed effective January 25, 2022”, *Monetary Policy Report*, June 17, 2022を基に日本総合研究所作成

(注) 「長期目標および金融政策戦略に関する声明」より、物価目標関連部分の記述を抜粋。訳および下線は筆者。

それに先立つ11月4日、FRBの議長としての2期目の再任の指名を前にホワイトハウスで行われた面談の際に、パウエル議長はバイデン大統領からスタンスの転換を論されたものとみられている。その背景として、高インフレに対する世論の強い反発に加え、サマーズ元財務長官やコーン元FRB副議長といったアメリカ国内の専門家からも、インフレのさらなる高進への懸念や金融引き締めへの転換を急ぐべき、という見解が少なからず表明されるようになっていたことが作用していた可能性が高い。そしてパウエル議長はスタンスの急転換以後、アメリカ国内の世論から、“pivot”（転向）とさかんに囁き立てられることになった。

ちなみに、アメリカのインフレ高進基調が一段と明確になった2021年夏場から2022年初にかけての時期、Fed高官らのスピーチをみる限り、物価動向をテーマとしてとり上げたものはほとんどなかった。FRB直下のスタッフや、ニューヨーク（NY）連邦準備銀行をはじめとする各地区連銀のエコノミストらによって、常日頃から多数が公表されるリサーチ・ペーパー類も同じような状況にあったようである。これに対して他の先進国では、例えばイングランド銀行のように、物価情勢の急展開をリサーチ部門が虚心坦懐に分析して公表し、高官らのスピーチ等を通じて国民や市場に対する情報発信や対話を行いつつ、政策転換を急いだ中央銀行が幾つもあったことからすれば、Fed全体として、高インフレ局面への急転換に関する警戒感が希薄だった点は否めない。Fedという中央銀行全体としての運営がこうした結果に陥った背景として、トランプ前大統領政権時代に行われた、FRBメンバーや地区連銀総裁等のFedの主要ポストに関する人事運営が大きく影響した可能性は否定できず、そもそも、政策転換の遅れの前段階としての“平均物価目標”の導入時点から影響していたとも考えられる。

もっとも、今回Fedの政策対応が完全に後手に回り、インフレのさらなる高進を許す結果になったという経験から、中央銀行界のみならず国際金融界全体として、「金融政策は先回りして決めてしまわず、その時々々の経済・物価情勢に応じて機動的に判断すべき」というオーソドックスな考え方に回帰する傾向が、今後は強まる可能性もある。低インフレ・低成長・低金利局面においては、市場関係者の間でもてはやされ、中央銀行界でも非伝統的な金融政策手段の一つとして認められつつあった（注1）“フォワード・ガイダンス”そのものの位置付けを見直す機運が高まる可能性も否定できないように思われる。

（注1）例えば、国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会が2019年10月に公表した報告書「非伝統的金融政策の手段：各国横断的分析」（“Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis”）においては、フォワード・ガイダンスが、①マイナス金利政策、②新たな中央銀行貸出オペレーション、③資産買い入れプログラムに続く、4番目の非伝統的金融政策手段と位置付けられている。同報告書は、フォワード・ガイダンスの効果について、「経験上、フォワード・ガイダンスは全体として極めて効果的であったが、時折、その設計に課題があったり、たまたま災難に見舞われたりしたこともあった」としていたほか、その鍵となる課題として、「例外的な環境において、メッセージの明確さやフォローアップ行動に対する信認と、環境変化の際の将来的な政策対応のフレキシビリティとの間のトレード・オフをいかにバランスさせるかという点にある」としていた。今回のコロナ危機後の高インフレ局面への急展開は、同報告書がいう“環境変化”にまさに該当する事態であったものと考えられる。

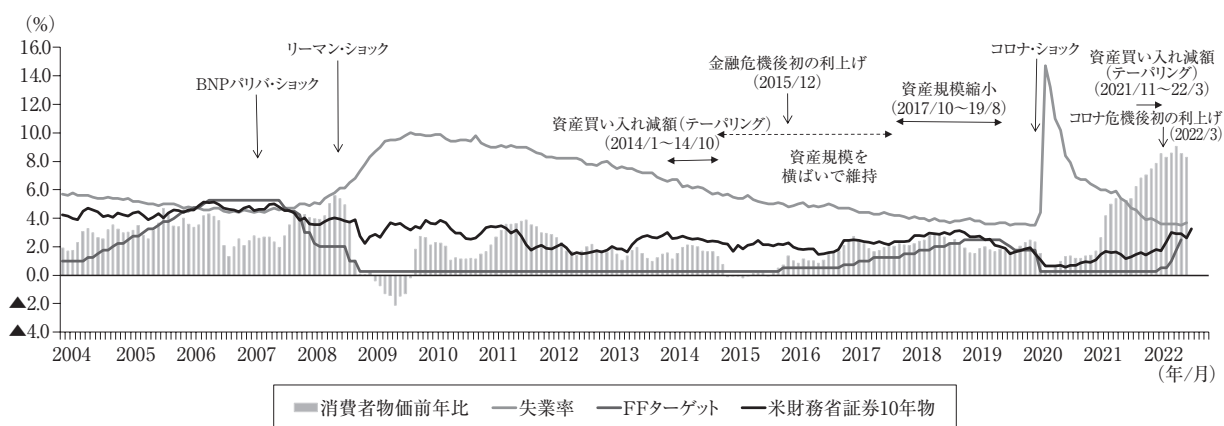
### 3. リーマン・ショック後の正常化の検討・実施過程

今次局面におけるFedの正常化の進め方をみる前に、前回のリーマン・ショック後の局面において、Fedがいかなる考え方にに基づき、どの段階まで正常化を進めていたのかをみてみよう。

## (1) 正常化の検討プロセス

バーナンキFRB議長、およびそれに続くイエレン議長体制の下で、Fedは、初めて経験する“大規模な資産買い入れ（LSAPs: Large Scale Asset Purchases）”（注2）後の正常化オペレーションについて、相当に前広かつ慎重に検討を進め、着手した（注3）（図表3）。リーマン・ショック後のLSAPsへの着手は2008年12月で、その後の資産買い入れは断続的に実行される形となったが、当時、Fedが資産買い入れの減額（いわゆる「テーパリング」）を開始したのは、LSAPsへの最初の着手から実に6年1カ月後（2014年1月）、最初の利上げは7年後（2015年12月）、資産規模縮減の開始は8年10カ月後（2017年10月）のことであった。当時のアメリカ経済は緩慢な回復トレンドをたどっていたのと同時に、物価情勢の面では総じて低インフレ状態が継続していたため、Fedとしては、景気にも配慮しつつ、可能な範囲で、手探りで、ゆっくりと時間をかけつつ正常化を進めていた、とみることができる。このように当時の政策運営環境は、コロナ危機後の現下の高インフレ局面とは大きく異なっていたといえよう。

（図表3）米連邦準備制度の政策金利（FFレート・ターゲット）とアメリカの雇用・物価指標等の推移



（資料） Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成  
（原資料） U.S. Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters

## (2) Fedの財務問題をFOMCで議論

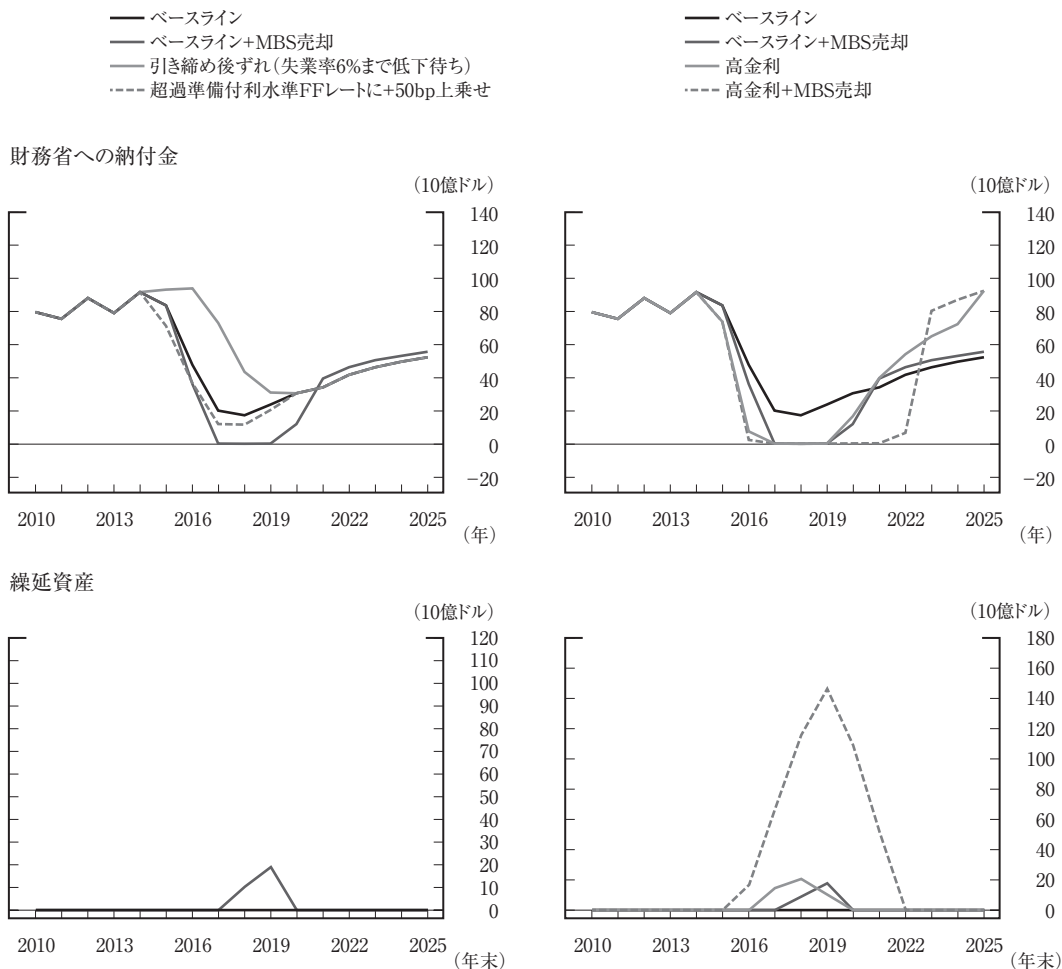
なお、Fedは正常化の進め方をFOMCで議論するなかで、2012年12月の同会合において、正常化プロセスにおけるFed自身の財務問題もテーマにとり上げ、FRBスタッフによる、正常化局面におけるFedの財務悪化に関する試算結果が示されたうえで、議論が行われている。FOMCの公表資料からは、FOMCメンバーの多くが、スタッフの示した試算結果に相当な衝撃を受け、第3次のLSAPをまだ継続していた当時、その前回のFOMCの会合までは議論にも上っていなかった、先行きの金融政策運営に関する慎重論が、この12月のFOMCから次第に拡大していく様子もみてとれる。

そして翌2013年1月には、FRBスタッフによるディスカッション・ペーパー（注4）という“未定稿”の形ながら、FRB財務悪化の詳細な試算結果を、Fedは外部にもつまびらかに公表している。その主たる部分である、正常化局面におけるFedの財務省への納付金の推移の見通しに関する試算結果等を示したものが図表4であり、試算の前提となる金利シナリオや、正常化の進め方の条件設定にもよるが、Fedか

ら財務省への納付金は、短い場合で2年間、長ければ4年間程度、ゼロになる場合もあり得るとの見通しが示されている。そうした場合に会計上、計上されることになるのが、図表4の下段で示された「繰延資産」(deferred asset)であり、Fedが各年度に計上する赤字幅に相当する。アメリカにおいては、中央銀行であるFedが赤字を計上する事態になった場合に、連邦政府から補てんを受けるような対応は制度上、想定されておらず、このように会計上「繰延資産」を計上し、Fedの収益が先行き好転した後の、後年度における黒字分で穴埋めすることとなっている。この間、Fedが事実上赤字となっている期間はおとより、その後、繰延資産に計上した赤字分の累積を相殺できるに足るだけの事実上の黒字幅を計上する間は、Fedから財務省への納付金はゼロの状態が継続することになる。アメリカにおいても、Fedが危機対応としてLSAPsを実施し、その副作用として後年度の正常化局面でFed自身の財務が悪化することになれば、少なくとも単年ベースではこうした形で事実上の国民負担が発生する(注5)わけである。

ちなみにFedの場合、FOMCにおける検討や議論の内容の対外的な情報開示は、会議の開催直後の段階では、3週間後に議事要旨(Minutes)を公表すれば足りることとされており、発言者名入りの逐語ペー

(図表4) Fedの財務省への納付金および繰延資産の試算結果



(資料) Seth B. Carpenter et al, "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure 3, p28 Figure 5を基に日本総合研究所作成



---

スの議事録と会議に提出された資料類は、会議開催の5年後に公表されることになっている。ゆえに、FOMCに提出されたFedの財務悪化に関するスタッフの試算結果は、FOMCの開催直後の時点においては、制度上は必ずしも対外的な公表義務はなかった。それをあえてディスカッション・ペーパーの形で公表したという判断からは、当時のバーナンキ議長率いるFedが、この財務悪化問題をいかに重要と考えていたのかが窺われる。そして何よりも、国民負担につながりかねない都合の悪い情報といえども、米国民や市場関係者に対して伏せたままにはせず、誠実かつ正直に説明しようとするFedの姿勢がにじみ出ているといえよう。

なお、その後2013年3月に開催されたFOMCでは、このFedの財務悪化問題がさらに突っ込んで議論されている。この回の議事要旨のなかには、次のような記述がみられる（訳は筆者）。

「何人かの参加者は、納付金が相当に減少することは、世間の反応が逆になることにつながるか、もしくは連邦準備の信認や有効性を潜在的に揺るがしかねない点に懸念を示した。そうした結末に至る可能性があることから、連邦準備のネット収入の見通しに関する明快なコミュニケーションが必要とされているとみられる。何人かの参加者は、そうしたリスクがあるからといって、FOMCが、インフレーションと雇用に関するマンドート化された目標を追求することを禁じられてはならないと述べた。」

こうした記述からは、当時のFOMCメンバーがこの問題を深刻に受け止めつつも、その後の金融政策運営のあるべき方向性を議論している様子がみてとれる。現在のパウエル議長も当時はFRB理事として、この議論に参加していたのである。

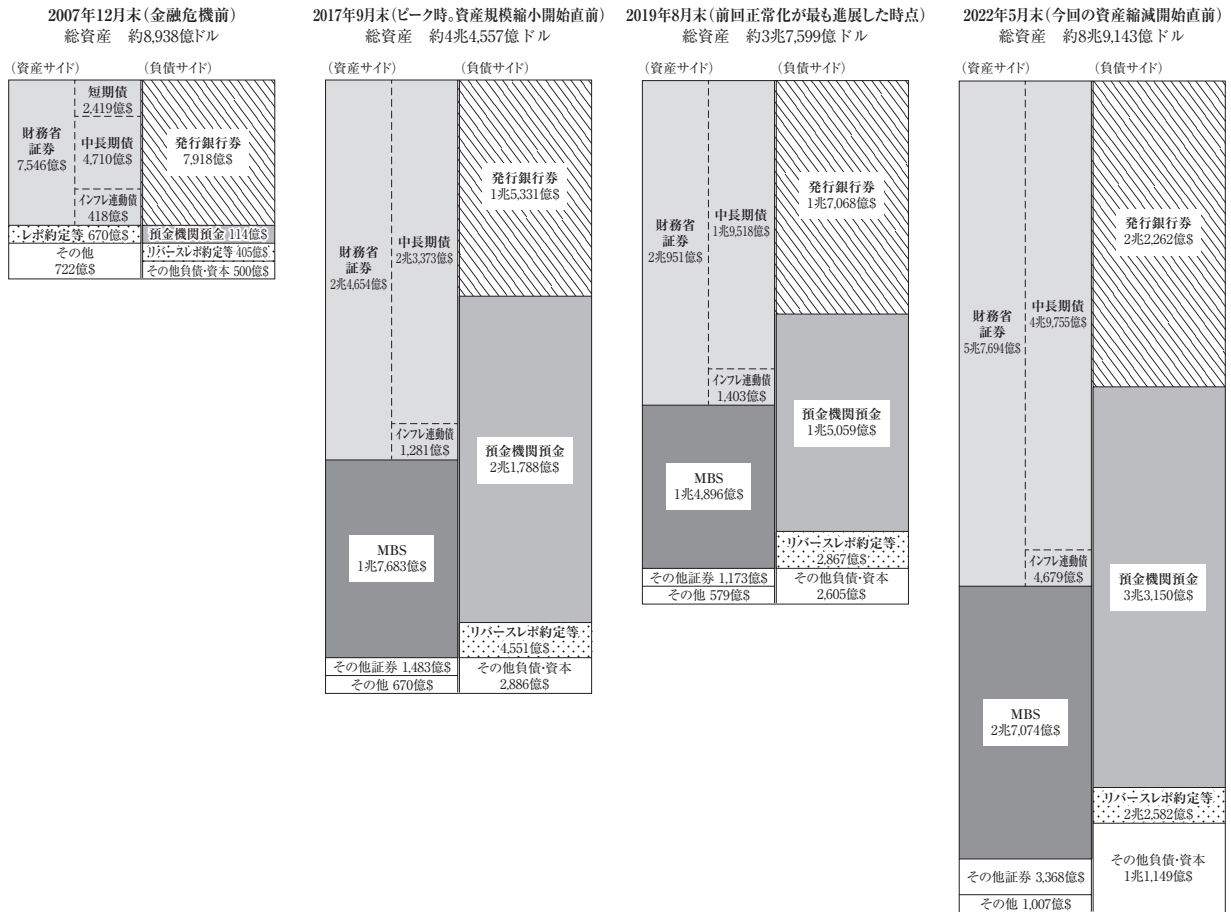
### (3) 2019年夏の短期金融市場混乱の経験

その後、バーナンキ議長は正常化の道筋をつけたうえで2014年2月に退任し、FRB副議長から後任となったイエレン議長のもとで、Fedはまずテーパリング、そして政策金利の引き上げ、さらには、満期が到来した財務省証券等の再投資を見送る「満期落ち」(runoff)方式での資産規模の縮減、という順番で、着々と正常化を進めていった。

もっとも、イエレン議長が1期4年で2018年2月に退任した後の後任としてFRB理事から就任したパウエル議長のもとで、さらに正常化を進めていた2019年7月、米国経済が減速するなか、Fedは「満期落ち」をいったん、停止した（図表5）。道半ばのこの水準で正常化を停止することは、当初、想定されてはいなかった事態であった。

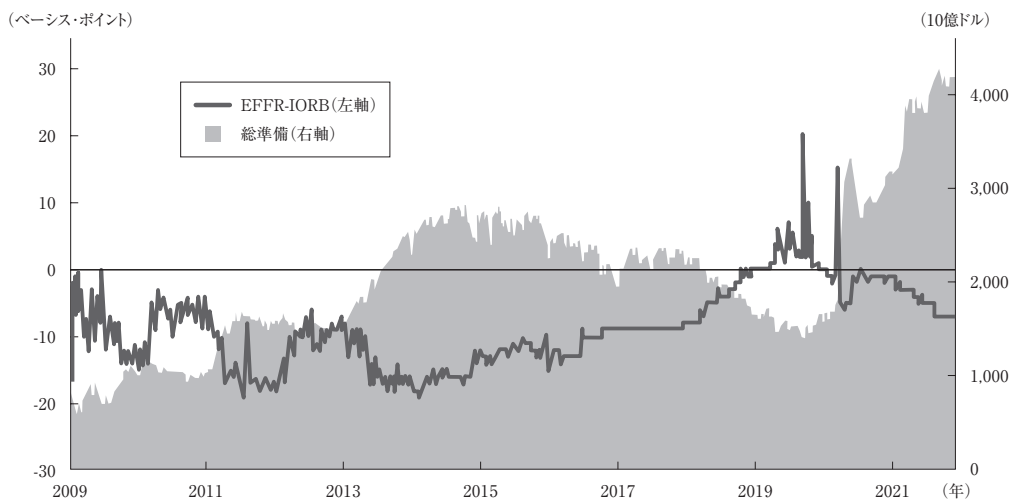
そしてこれに続く同年9月、正常化は道半ばで立ち往生状態となり、アメリカの短期金融市場は引き続き、極めて潤沢な余剰資金があふれかえったままの状況にあるなかで、短期金融市場金利が急騰するという事態が発生した。図表6はリーマン・ショック以降の短期金融市場における金利形成の状況を示したものである。NY連銀は、IORB（interest on the reserve balance、準備預金への付利（注6）レート）を短期金融市場金利の上限、ON RRP（overnight reverse repo、オーバーナイト・リバースレポ、注7）レートを短期金融市場金利の下限として機能させつつ、FFレートを目標水準に誘導する金融調節を行っており、FF実効レート（EFFR: effective federal funds rate）はIORBとON RRPレートの間に取りまり、IORB

(図表5) リーマン・ショック前からコロナ危機後までのFedのバランス・シートの大まかな見取り図の変化 (2007年末と2017年9月末、2019年8月末、2022年5月末)



(資料) FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007, September 28, 2017, August 29, 2019, および May 26, 2022の計数を基に日本総合研究所作成  
 (注1) インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。  
 (注2) 2019年8月末の財務省証券には、30億ドルの短期債も含まれる。

(図表6) 短期的な変動によるEFFR (フェデラル・ファンド実効レート) とIORB (準備預金への付利レート) のスプレッドの推移



(資料) Gara Afonso, Lorie Logan, Antoine Martin, William Riordan, and Patricia Zobel, "How the Fed Adjusts the Fed Funds Rate within Its Target Range", Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, January 12, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/how-the-fed-adjusts-the-fed-funds-rate-within-its-target-range/>, 2022年7月12日アクセス) を基に日本総合研究所作成

よりは低い水準になる（EFFR-IORBはマイナスになる）のが通常であった。ところが2019年9月には、FF実効レートは短期市場金利の上限であるはずの準備預金への付利レートを超えて大きく跳ね上がっている様子が図表6からみてとれる。

その原因については当時、様々な見方が交錯していた。①NY連銀の調節担当が、資金需給の見通し策定に際して、財政収支要因の見通しを大きく外したこと（注8）や、②NY連銀総裁交代後のベテランの調節担当高官の異動（注9）、③レポ市場におけるマーケット・メーカーの機能の低下により、市場参加者が急な資金不足に直面した際に“駆け込める”資金の出し手がいなくなってしまったこと、といった原因が指摘されていた。なかでもとりわけ③の“駆け込み先”の消滅については、リーマン・ショック以降の金融規制強化を受けて生じた、アメリカの短期金融市場の構造的な問題でもあった（注10）。

しかしながら、調節を担当するNY連銀およびFedとしては、そうした短期金利の急騰は「正常化の過程で準備預金を吸収し過ぎたことによる」との見方に立ち、金利急騰が発生した翌10月から、追加の流動性の供給を再開した。こうした政策運営を、パウエル議長自身は「あくまで金融調節上の技術的な調整」と説明してはいたものの、市場関係者のなかには「量的緩和の再開」ないしは「ミニQE」などと受け止める向きも少なからず存在したのも事実である。Fedとして、どの国の短期金融市場においても多くの場合は中央銀行によって用意されている、市場参加者が万が一、急な資金不足に陥った際の“駆け込み先”をいかに確保するか、という構造的な課題に取り組む姿勢はなく、“その場しのぎ”の安易な対応が採られた感もなきにしもあらず、という状況であった。こうしたあたりにも、トランプ前政権下で行われた人事運営に基づくFed首脳陣の姿勢が表れている感は否めない。

Fedはその後も“技術的な”追加の資金供給を続け、2020年初頃には、短期市場金利はいったん安定を取り戻したものの、それからほどなくアメリカをはじめとする世界各国は、コロナ危機に見舞われていくことになった。ちなみに短期市場金利の不安定化はその後も散発的に発生し、Fedとしてはその後2021年7月になってようやく、他の中央銀行並みの、不測の事態に備える資金供給ファシリティを設けることになった（第5章で後述）。

（注2）わが国のみならず、アメリカをはじめとする海外各国では「量的緩和（QE: Quantitative Easing）」と通称されることが多いが、当事者であるFed自身は、公表資料や公式の発言等を通じ一貫して、「大規模な資産買い入れ（LSAPs）」の呼称を用いている。これはFedとして、日銀が2001～2006年に実施していた量的緩和政策とは明確に異なる政策運営であると明示することを意図している。

（注3）詳細は拙論「米連邦準備制度の正常化戦略と今後の金融政策運営の考え方」（『JRIレビュー』2016年4月〈<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/8756.pdf>〉参照）。

（注4）Seth B. Carpenter, Jane E. Ihrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote [2013].

（注5）国民負担が発生したか否かを判断する際、より長い年数でみて、LSAPs実施後のFedによる財務省への納付金の累計と通算して判断したり、さらにはLSAPsによる危機後の景気の押し上げ効果を通じて、連邦政府の税収が、LSAPsを実施しなかった場合と比較してどの程度上乗せされたかも合わせて勘案して判断する、という考え方もあり得る。こうした考え方は、例えば2013年3月のFOMCにおいて、メンバーからも示されている。

（注6）Fedに準備預金を預ける銀行が対象。

（注7）銀行に限らず、マネー・マーケット・ファンドやファニーメイ等の政府支援企業といったノンバンクも対象にFed（NY連銀）が実施する資金吸収オペレーション。

（注8）アメリカに限らず、わが国を含むいずれの国でも、中央銀行は短期金融市場の日々の資金需給を予測したうえで、オペレーションによる資金供給額や吸収額を決定し、金融調節を行っている。資金需給の主な決定要因は、①銀行券要因と②財政要因であることも各国共通である。このうち①銀行券要因の方は調節担当者の“経験と勘”に頼らざるを得ず、予測が難しいのに対して、②財政要因の方は、各日の税揚げ額等について、事前の入念な情報収集や分析を怠らなければ、予測を大きく外すようなことはそうあるものではない。しかしながらこのケースではおそらく、調節担当者が財政収支要因の見通しを誤り、NY連銀によるオペレーションでの資金供給額が不十分であったために、短期金利が高騰する一因になった可能性がある。

(注9) 米New York Times紙は2019年9月30日付の記事で、NY連銀で長年Fedの金融調節の要となる役割を果たして市場関係者の信認も厚く、またBISのグローバル金融システム委員会でも座長を務めるなど中央銀行界でも評価の高かったポッター副総裁らを、ウィリアムズ総裁が2018年の就任後に外してしまった影響等もささやかれていると伝えている。

(注10) 中央銀行の金融調節の手法には、政策金利の設定とも相まって、いろいろな考え方がある。典型的には欧州中央銀行（ECB）やスウェーデンのリクスバンク等が該当するが、政策金利を3本設定し、真ん中の金利をオペの実施金利として、一番上の政策金利を「限界貸し付け金利」、一番下を「限界預金受け入れ金利」と位置付ける。「限界貸し付け」や「限界預金受け入れ」はそれぞれ、市場参加者からのリクエストに応じて中央銀行側がいつでも必ず資金供給（貸し付け）ないしは吸収（預金受け入れ）に応じる“スタンディング・ファシリティ”として機能させれば、民間金融機関は、あらかじめ一定の担保を差し入れておくこと等が要件となるが、自らの急な資金繰り上の必要に応じていつでも、中央銀行に資金の貸出や預金の受け入れに応じてもらえることになる。こうした中央銀行のいわゆる“最後の駆け込み寺”機能は、日銀においても2001年以降“補完貸付制度”として用意されている。ところがFedの場合は当時に至るまで、こうした「スタンディング・ファシリティ」は、市場金利の上限部分については設けられてはならず、その代わりに、市場参加者がいつでも“駆け込める”機能をレポ市場が果たしてきた。米欧で異なるこうした市場慣行が形成されてきた背景には、金融調節に関する各中央銀行の哲学の違いや、短期金融市場における当局と民間との役割分担の在り方に関して、市場関係者との間で長年培われてきた“文化”ともいうべき考え方の違いがあるものと推測される。ただし、レポ市場のそうした機能は、いつでも“駆け込み”に応じることができるマーケット・メーカーたる民間金融機関が存在したからこそ果たせたものだった。ところが当時の米のレポ市場におけるマーケット・メーカー機能は4大銀行に集中的に依存する構造となっており、リーマン・ショック以降に強化された金融規制（流動性カバレッジ比率）の影響もあって、4大銀行の抱える流動資産の構成は、米ドルの資金ではなくもっぱら財務省証券に、歪んだ形で集中するようになってしまっていたことから、4大銀行はかつてのように、他の市場参加者から急に頼まれても資金を貸すことができなくなった、という、レポ市場の重要な機能にかかわる構造的な問題が発生していた。

#### 4. 今回の正常化の進め方

リーマン・ショック後の局面で、資産規模を約5倍に増やしたFedの正常化は道半ばでとん挫し、再び買い入れ資産を積み増すなかでコロナ危機に突入した。資産規模をさらに、コロナ危機直前との比較で約2倍に膨らませたFedは、リーマン・ショック前から通算してみれば、実に資産規模を約10倍に、大きく膨張させたことになる。

2021年11月に金融政策のスタンスを転換したFedは、直ちにテーパリングを開始した。当初Fedは2022年6月頃まで、半年以上かけてテーパリングを実施する、としていたところが、物価情勢の実際の展開からそれは到底許されないこととなり、翌12月のFOMCでは早くも、資産買い入れの減額幅の拡大による終了の前倒しを余儀なくされた。テーパリングは着手からわずか5カ月後の同年3月をもって完了し、同月にコロナ危機後初の利上げが行われた（前掲図表1）。

この間Fedはまず、2022年1月のFOMCで「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての原則」（図表7）を決定した。これは、正常化を実施する際の大枠を決定するもので、具体的には、①資産規模の縮減（注11）は、利上げ開始後に着手する、②資産規模の縮減は主として、満期到来した債券の再投資停止（「満期落ち」）によって行う、といった点を示すのにとどまった。Fed

(図表7) 「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての原則」(抄訳)

- ①金融政策のスタンス調整の主な手段はFFレートのターゲット・レンジの変更である。
- ②FOMCは規模縮減のタイミングやペースを、最大雇用と物価安定という目標達成をにらんで決定し、規模縮減はFFレートのターゲット・レンジの引き上げが開始された後に着手することを見込んでいる。
- ③Fedの証券保有を、予測可能な方法で、主としてSOMA（システム公開市場勘定）内で保有する証券の満期到来分の元本の再投資額を調整することによって行う。
- ④今後、FOMCとしては、潤沢な準備のレジームのもとで、金融政策を効率的かつ効果的に実施するのに必要なだけの証券保有を続けるつもりである。
- ⑤長期的には、FOMCとしてはSOMA内で主として財務省証券を保有するつもりである。そうすることによって経済の各セクターにおける信用の配分にFedが与える影響を最小化できるであろう。
- ⑥FOMCとしては、経済や金融情勢を鑑み、BSの規模を縮小するアプローチの詳細のいかなる部分についても調整する用意がある。

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System. “Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet”, *Preess Release*, January 26, 2022を基に日本総合研究所作成。訳は筆者

として、資産規模を最終的にどの水準まで縮減させるのかについては、「潤沢な準備のレジームのもとで、金融政策を効率的かつ効果的に実施するのに必要なだけの証券保有を継続する」という、イエレン前議長時代からの表現を踏襲するにとどまり、具体的なめどの水準が示されることはなかった。

Fedはその後、3月のFOMCをはさんで議論を重ね、5月のFOMCで「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての計画」(図表8)が決定された。それによれば、今回の正常化局面における資産縮減は、前回の正常化局面对比では、ほぼ倍速に相当するペースで、かつわずか3カ月で“巡航速度”にまで引き上げる形で実施されることになっている(図表9)。これほどまでにFedが資産縮減を急ぐ背景には、①そもそも、一連の正常化策への着手が相当に後手に回ったうえ、②高インフレ基調が一向に鎮静化する兆しが見えないこともさることながら、何よりも、③政策金利を高インフレに相応の形で引き上げる局面に入れば、Fedとしても、負債の利回り(利上げによる当座預金への付利レート)が資産の利回り(買入れた財務省証券やMBS<モーゲージ担保證券>についているクーポンの利回り)を上回る“逆ざや”状態に陥るのは必至の情勢であり、そうなれば、Fedが抱える赤字幅は、その時点の資産規模に比例する形で膨張せざるを得なくなる、という、中央銀行としてのFed自身の財務運営問題が大きく影響しているものとみられる(第5章3節で後述)。

(図表8)「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての計画」の内容

2022年1月に発出した「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての原則」と首尾一貫する形で、FOMCの全メンバーは、連邦準備の証券保有を相当に縮減するうえでの以下の計画に合意した。	
○FOMCは、連邦準備の証券保有の縮減を、予測可能な方法で、主としてシステム公開市場勘定(SOMA)で保有する証券の元本償還の再投資額を調整することによって行うことを意図している。6月1日以降、SOMAで保有する証券の元本支払い	は、月次のキャップ(上限)を超える限りにおいて再投資される。
・財務省証券に関しては、キャップは当初、月当たり300億ドルで設定され、3カ月後には月当たり600億ドルに引き上げられる。この月次のキャップのもとでの財務省証券の保有の減少には、財務省利付証券が含まれ、利付証券の満期到来分が月次のキャップに未達となる限りにおいては、財務省短期証券も含まれる。	
・エージェンシー証券とエージェンシー・モーゲージ担保證券に関しては、キャップは当初、月当たり175億ドルに設定され、3カ月後には月当たり350億ドルに引き上げられる。	
○時の経過とともに、FOMCは、潤沢な準備レジーム(ample reserves regime)のもとで金融政策を効率的かつ効果的に実施するのに必要な金額の証券保有を維持することを意図している。	
・移行が円滑に行われることを確実にするため、FOMCは、準備残高が潤沢な準備と首尾一貫するとFOMCが判断する水準を上回るようになったところで、バランス・シートの規模の縮減のペースを減速させてから停止することを意図している。	
・バランス・シートの満期落ち(runoff)がひとたび停止されれば、FOMCが準備残高は潤沢なレベルにあると判断するまで、他の連邦準備負債(訳出者注)が増加することを映じて、準備残高はしばらくの間、減少しそうである。	
・それ以降、FOMCは証券保有を、潤沢な準備を維持する必要に応じてマネージするであろう。	
○FOMCは、経済や金融の展開に照らして、バランス・シート縮減のアプローチの詳細のいかなる部分も調整する用意がある。	

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System. “Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet”, *Press Release*, May 4, 2022を基に日本総合研究所作成。訳は筆者  
(訳出者注) 銀行券の発券残高等の意味。

(図表9) Fedの資産規模縮減実施ペースの前回正常化局面との比較

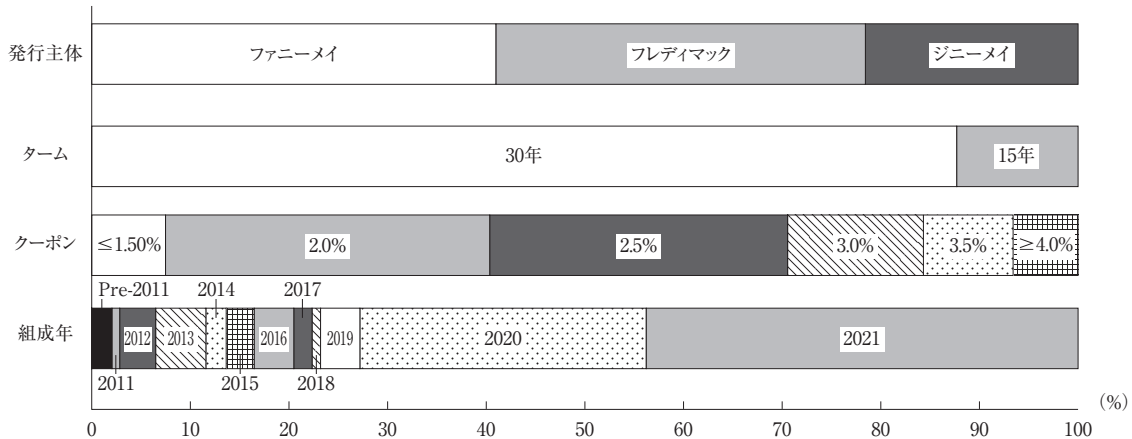
(月当たり金額、億ドル)

	財務省証券	MBS	
【リーマン・ショック後】			
着手時 (2017/4Q)	60	40	➤ 4四半期(1年)かけて到達
巡航速度 (2018/4Q)	300	200	
【今回】			
着手時 2022/6月	300	175	➤ 3カ月で到達へ
巡航速度 2022/9月	600	350	

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System. “Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet”, *Press Release*, May 4, 2022を基に日本総合研究所作成

なお、Fedの場合、財務省証券に次ぐ規模で買い入れているMBSについては、その裏付け資産がモーゲージ（住宅）ローンである特性上、そもそも、その大部分の満期は30年であるなど（図表10）、財務省証券よりはかなり長くなっている。このため、MBSの保有規模削減を図るうえでは、前回正常化局面同様、「モーゲージ・ローンの借り換えによる繰り上げ償還」を待つ形で、いわば“繰り上げ償還落ち”を進める意向としている。ただし、前回の正常化局面では、市場金利が低水準で比較的安定していたため、住宅ローンの借り換えが多く行われていたからこそ、“繰り上げ償還落ち”を順調に進めることができていた半面、現下の金利上昇局面では、そもそも住宅ローンの借り換えはあまり活発化しないと見込まれるため、Fedが計画通りにMBSの保有残高削減を進められない可能性も指摘されている。こうした点は、2021年5月のFOMC後に公表された「連邦準備のバランス・シートの規模縮減のための計画」のなかでは触れられてはいないものの、実際のFOMCでは議論されていることが公表された議事要旨から示されている。

（図表10） Fedのシステム公開市場勘定（SOMA）が保有するMBSの内訳（2021年末時点）



（資料） Federal Reserve Bank of New York, “Open Market Operation during 2021”, May 2022, Chart 17を基に日本総合研究所作成  
（原資料） Federal Reserve Bank of New York

Fedとしては、2022年1月に公表した「バランス・シートの規模縮減に向けての原則」において、当局として、本来民間セクターが行うべき資源配分に影響を与えたままになってしまう事態を回避するため、将来的には財務省証券の保有を中心とする方針を明示している。このこともあり、MBSの保有規模縮減が計画通りに進まない場合、財務省証券の保有残高の削減が一定程度進んだ段階で、MBSについては、繰り上げ償還の発生を待たず、売却損を被ることを覚悟のうえでの中途売却に踏み切ることも選択肢に入れた検討が行われている。

（注11） 国内外の市場関係者からは「量的引き締め」（QT: Quantitative Tightening）と呼称される。これはもともと、イングランド銀行がこの呼称を用いたことに端を発しているように見受けられるが、Fed自身は量的緩和を意味するQEという通称と同様、QTというこの通称も用いてはいない点に注意する必要がある。

## 5. 今後の課題

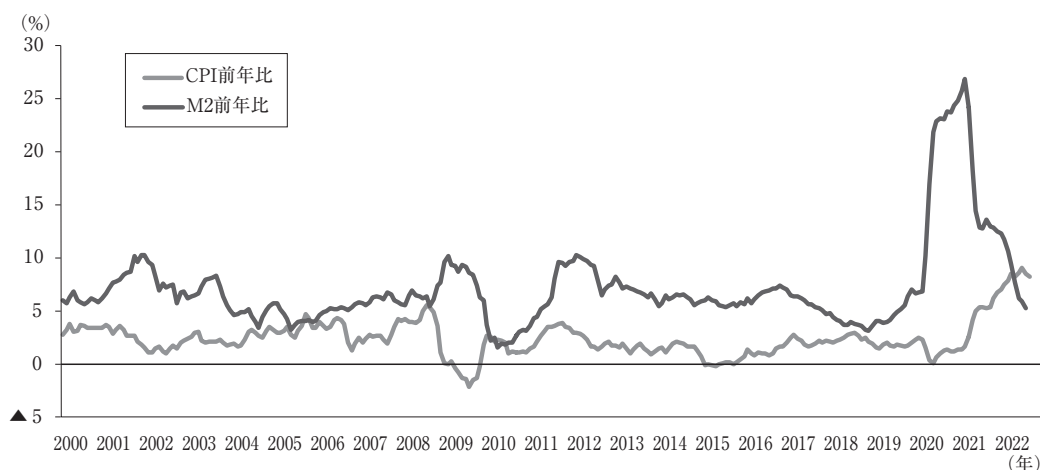
Fedはコロナ危機後の高インフレの抑制と金融政策運営の正常化に乗り出したところであるが、アメリカのインフレは実に約40年ぶりの高水準になっている。このことに加え、これほどの大規模な資産買い入れからの正常化というのは、Fedにとってのみならず、世界の他の中央銀行を見渡しても初めての経験であり、先行きの進展がどうなるかをあらかじめ見通し難い点も存在するなど、多くの課題を抱えている。順にみてみよう。

### (1) インフレ抑制と景気拡大の両立

Fedとしては、今後、2022年末にかけてハイ・ペースでのFFレートの引き上げを行うことに加え、資産規模の縮減を通じてイールド・カーブのステイプ化を容認し、金融引き締め効果を高める意向とみられる。先行きのスタグフレーション懸念が指摘される一方で、利上げ局面入りからすでに半年が経過した2022年9月時点においても、米経済は、一部に景気減速の兆候はみられるものの、極めてタイトな雇用情勢等を背景に、なお底堅さを維持している。経済活動を相当程度抑制しない限り、現下の高インフレ基調を鎮静化させることは困難、との見方も存在するなかで、パウエル議長は同年6月の米議会の公聴会において、Fedとしても高インフレ抑制を金融政策運営の最優先目標に据えるというスタンスを明言したほか、続く8月末に開催されたカンザスシティ連銀主催のジャクソンホール・シンポジウムにおけるスピーチにおいても、そうした姿勢を堅持することを重ねて明らかにしている。ただし、40年前の1980年代との比較した際の最大の相違は、現下の局面はFedがこれほどまでに資産規模を膨張させた状態のもとで実施する金融引き締めである点である。現下の状況においては、金融引き締めの手法は、Fedに預けられた当座預金への付利レートの引き上げによるよりほかはない以上、膨張した資産規模を前提とすれば1980年代のような高水準にまで政策金利を引き上げることは、同時にFedとしての“逆ざや”状態を大幅に拡大させることを意味する。それは事実上困難であると考えられ、資産圧縮のペースとその影響も含め、先行きには紆余曲折も予想される。

また、ここへきて注目されるのは、M2の不規則な動きである（図表11）。マネースtockと物価との関係に関しては学界でも様々な見方があり、とりわけリーマン・ショック以降の超低金利局面で、主要中

（図表11）アメリカのCPIとM2の前年比の推移



（資料） Thomson Reuter EikonおよびFRB, H.6 Statistical Release Dataを基に日本総合研究所作成  
（原資料） U.S. Bureau of Labor Statistics

中央銀行が量的緩和やLSAPsによってこれほどまでにマネタリーベースの供給量を拡大しても、マネーストックや物価には有意なプラスの影響が認められなかったことから、近年では学界のマネーストックに対する関心は薄れつつあったように見受けられる。しかしながら、最近のアメリカのM2の推移をみると、コロナ危機局面入り後の2020年3月以降、前年比の伸び率が急伸した後、2021年2月の前年比約27%をピークにその後は急落する、という動きをみせている。アメリカ国内でもこの動きは注目されており、2021年初頭にかけてのM2の伸び率の急進は、米政府の大型の財政出動の効果が、乗数倍されるプロセスを経て名目所得の押し上げにつながり、銀行口座に滞留したことが主因とみられている。もっとも、過去の推移をみても、M2の伸び率とCPIの前年比の推移は必ずしも重ならず、またM2の動きに必ずしもCPIに対する先行性があるともいえないことから、足許認められるM2の伸び率の急落が、今後の高インフレ基調の鎮静化を示唆するかどうかは定かではない。また、足許までの動きはあくまで、Fedが資産規模の縮減に着手する前の段階のものである。今後はFedがハイ・ペースの資産規模縮減によってマネタリーベースを縮小させることになっているうえ、超低金利状態下では消滅していた、「マネーストックはマネタリーベースの信用乗数倍で変動する」という“信用乗数効果”が、Fedが利上げを加速することによって、いずれかの時点から復活してくる可能性もある。このようなFedの金融引き締めや正常化の影響がM2に対して、ひいては物価情勢に及ぼすことになるのかも、注視していく必要があるといえよう。

## (2) 将来的な金融政策運営の安定基盤をいかに確保するか

正常化を通じ、資産規模をどこまで縮減させるかについては、Fedとしてはまだ検討中の模様であり、FOMCとして検討した具体的水準は現段階では対外的に示されていない。この点ではイングランド銀行が2018年に一度検討を済ませ、最終的なバランス・シートの安定水準として、“名目GDP比12～18%”という目安を公表しており、先行している（注12）。ちなみにウォーラーFRB理事は2022年2月の講演（注13）で、その時点で名目GDP比約17%相当に達していたFedが抱える準備預金について、2019年秋の短期金融市場の混乱前の2019年第1四半期の水準（名目GDP比約8%相当）が一つのめどとなる可能性を示唆している。また、Fedの短期金融市場のオペレーションをシステム公開市場勘定（SOMA: System Open Market Account）を用いて司るNY連銀は、2022年5月に公表したSOMAの年次報告書において、同年5月3～4日に開催されたFOMCで決定された「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての計画」（前掲図表8）で示された“潤沢な準備レジーム”において必要とされる準備の額は現段階ではかなり不確実、としつつも、予測に際しては2019年12月の準備の平残（名目GDP比で8%相当）と置いていることを明らかにしている（次章で後述）。

なお、これほどの余剰資金が市場にあふれかえっているながら短期金融市場金利が2019年秋以降、不安定化した問題への対応として、Fedは2021年7月のFOMCで、「常設オーバーナイト・レポ・ファシリティ（SRF: Standing repurchase agreement facility）」の設置を決定し、運用に移している。2022年6月のFOMCの時点では、このSRFの枠組みにおいてFedの取引の相手方となるカウンターパーティとして、九つの預金取扱機関（銀行）が認定されている。これはアメリカにおいてもようやく、Fedが関与する形で“万が一の資金不足の際の駆け込み先”が用意されたことを意味し、今後、Fedがハイ・ピッチの資産



縮減を進めていくなかで、短期金融市場の金利形成の円滑化に寄与することが期待される。

### (3) Fedの財務運営悪化をいかに抑えるか

－NY連銀はFOMCで、Fedの赤字転落、債務超過状態入りの試算結果を報告

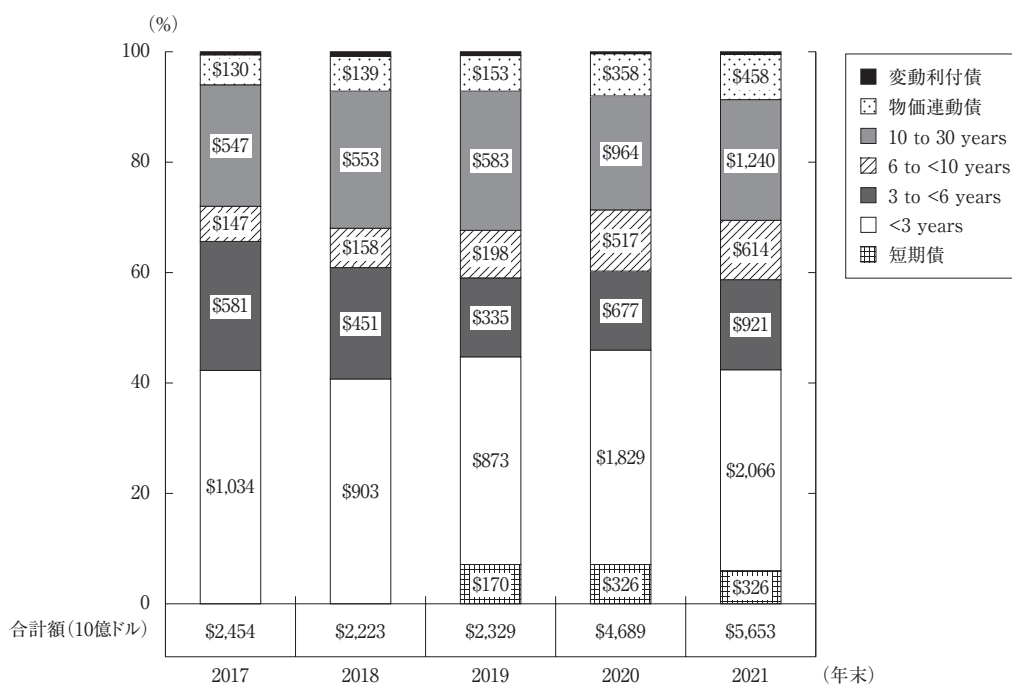
今次局面でFedは財務省証券やMBSの買い入れ額を大幅に拡大した（図表12）。SOMAで買い入れた債券のうち、財務省証券については平均満期が短期化している一方で（図表12、13）、MBSに関しては、そ

（図表12）Fedのシステム公開市場勘定（SOMA）の前回正常化着手前時点との比較

	LSAP（大規模な資産買い入れ） 終了時点 2014年11月	今回の正常化着手前の時点 2022年2月
【バランス・シート全体】	4.5兆ドル	8.9兆ドル
【SOMA ポートフォリオ 名目GDP比	4.2兆ドル 24%	8.5兆ドル 35%
【SOMA 財務省証券】 SOMA内でのシェア 満期3年未満の割合 加重平均満期	2.5兆ドル 58% 16% 9.7年	5.7兆ドル 68% 45% 7.6年
【SOMA エージェンシーMBS】 SOMA内でのシェア	1.7兆ドル 41%	2.7兆ドル 32%

（資料）Lorie Logan, "Federal Reserve Asset Purchases: The Pandemic Response and Considerations Ahead", Federal Reserve Bank of New York, March 2, 2022, Figure 5を基に日本総合研究所作成  
（原資料）NY連銀  
（原資料注）エージェンシーMBSは、CMBS（商業モーゲージ担保証券）を除く

（図表13）Fedのシステム公開市場勘定（SOMA）が保有する財務省証券の内訳



（資料）Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 17を基に日本総合研究所作成  
（原資料）Federal Reserve Bank of New York  
（原資料注）2017～2021各年において変動利付債（FRNs）の保有があるが、全体に占めるシェアは1%に満たない。

の裏付けとなっているモーゲージ（住宅ローン）の特性上、超長期の債券が多い（前掲図表10）。このことに加え、現下の金利上昇局面では、前回正常化局面ほどには、借り換えによる繰り上げ償還が進まない可能性がある。他方、SOMAが保有するMBSの2021年末時点での加重平均利回りは2.5%である一方、財務省証券に関しては、NY連銀は加重平均利回りの計算結果を公表してはいないものの、そもそも国債（アメリカの場合は財務省証券）金利はリスクフリー・レートであり、MBSより平均満期も短いことからすれば、その加重平均利回りはMBSよりも低い可能性が高いと考えられる。これらを勘案すれば、今次正常化局面においては、FFレートを3%近傍まで引き上げればFedとして“逆ざや”に転落する可能性があり、それ以上に引き上げるとなれば、Fedの財務は一気に悪化することが必至とみられる。ゆえに今次正常化局面においては、Fed自身の財務の悪化をいかに抑制しつつ、正常化を完遂させるかが、もっとも重い課題の一つとなる。

2022年6月のFOMCの冒頭では、NY連銀から、今次正常化局面におけるFOMCにおいては初めて、このFedの財務問題に関する報告が、前5月にNY連銀が公表したSOMAの年次報告書の内容（次章で詳述）を基に行われている。この回のFOMCの議事要旨（Minutes）のなかで明らかにされた、NY連銀からの報告内容は以下の通りである（訳は筆者。カッコ内は筆者が付記した注釈）。

- ・ SOMAのポートフォリオは、長期金利の上昇を反映して、含み損を抱えるに至っている。
- ・ 含み損はFedの収益に対して、何らのインプリケーションを持つものではなく、（SOMAが保有する）債券が満期を迎える時点で最終的にゼロとなるものである。
- ・ スタッフの予測によれば、（FFレートの）ターゲット・レンジの引き上げによって（SOMAの）負債の一部に対する利払い費用を押し上げ、SOMAのネット収益は減少し、おそらくマイナスになり、最終的にはFedのバランス・シートに繰延資産を計上する結果になる。
- ・ Fedの保有債券の含み損も、ネット収益の赤字転落も、ともに、金融政策の実行を損ねるものではなく、Fedが、デュアル・マンデートの目標を達成する能力を損なうものでもない。

Fedが今後の正常化過程で、間違いなく抱えることになるであろう、こうした中央銀行としての財務運営問題について、アメリカ国内では、主要紙に掲載された記事（注14）や外部執筆者による論説（注15）等でこの問題を提起する動きがすでにみられる。また、アトランタ連銀が5月にこのテーマでのカンファレンスを開催している。なお、クリーブランド連銀のメスター総裁はこのカンファレンスにおけるスピーチ（注16）で「Fedの損失は、オペレーション上の課題とはならないが、コミュニケーション上の課題とはなり得る」と述べている。この問題は、この先、FedがMBSの中途売却に踏み切らざるを得なくなった時点で、現実問題としての売却損を計上せざるを得なくなることから、さらに深刻化する可能性もある。今後のアメリカ国内の世論や議会の動向等を注視していく必要があるだろう。

（注12）詳細は拙論 [2022a] 参照。

（注13）Christopher J. Waller [2022a].

（注14）例えば、Nick Timiraous, “Fed Faces Prospect of Capital Losses”, *The Wall Street Journal*, May 23, 2022や、Nick Timiraous, “Can Central Banks Maintain Their Autonomy?”, *The Wall Street Journal*, August 26, 2022（邦訳「インフレで大失態、中銀は独立性

---

を維持できるか」〔WSJ日本版マンスリー・ダイジェスト〕毎日新聞、2022年9月16日<<https://mainichi.jp/articles/20220916/org/00m/020/002000d>、2022年9月20日アクセス>。

(注15) 例えば、Judy Shelton, “Why the Fed May Soon Need Treasury Help”, *The Wall Street Journal*, July 27, 2022.

(注16) Loretta J. Mester [2022a].

## 6. ニューヨーク連銀の年次報告にみるFedのバランス・シートおよび損益の見通し

Fedとしての金融政策運営上のオペレーションを一元的に担っているNY連銀は、毎年5月に、公開市場操作に関する年次報告を公表している。2022年5月24日に公表された2021年版の報告書においては、オペレーションを実施するSOMAのポートフォリオが2021年末時点で抱えるリスクの分析が行われている。また報告書の公表が、今次局面でFedが正常化を開始する時期にちょうど重なったため、直前の5月3～4日に開催されたFOMCにおいて決定された「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての計画」(前掲図表8)で示された方針まで加味する形で、今後のFedのバランス・シート運営の大まかな工程が示されるとともに、財務運営への影響に関する試算結果が公表されているなど興味深い。その概要は以下の通りである。

### (1) システム公開市場勘定 (SOMA) の現状と抱えるリスク

#### A. デュレーション

デュレーションは、債券のキャッシュ・フロー（利付債であれば一般的には半年ごとの利息の支払いや、満期到来時の元本の償還）の満期までの時間を、各キャッシュ・フローの現在価値で加重平均したもので、金利の変化に対する債券価格の感応度を測る指標である。債券のデュレーションが長い値になればなるほど、金利の変化に対する感応度はより大きくなる。また、デュレーションは一般的に、満期の長い債券の方が、また、クーポンのより低い債券の方が、より大きい値となる。

SOMAが保有する債券のデュレーションの2021年中の変化をみると、財務省証券のデュレーションは2020年末の6.0年から2021年末には6.2年と小幅の上昇にとどまったのに対して、MBSのデュレーションは、同2.5から4.9年へとかなり上振れた結果、SOMA国内ポートフォリオ全体としては同4.9年から5.8年に上昇した。これはSOMAのポートフォリオ全体として、金利の変化に対する感応度が大きくなっていること、さらには今後のSOMAポートフォリオの時価評価が、前提とする金利シナリオ次第で大きく振れ得ることを意味する。この点をMBSについてみれば、モーゲージ金利が今後さらに上昇すれば繰り上げ償還のスピードが減速を余儀なくされる、という形で、SOMAのポートフォリオに相応の影響が及ぶことになる。その場合、MBSについて“繰り上げ償還落ち”方式のみによるのでは、当初の想定ほどにはMBSの保有残高の縮減が進まず、FedとしてMBSのアウトライイトでの中途売却を、売却損を現実に被ることも覚悟のうえで選択肢に入れざるを得なくなる可能性もあることが、FOMCでもすでに議論されている。

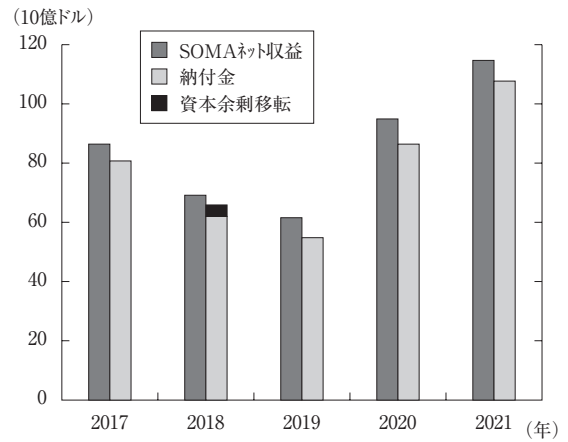
#### B. SOMAのネット収益と財務省への納付金

SOMAのネット収益は、ポートフォリオで保有する債券のクーポン収入等から、準備残高やオーバーナイト・リバースレポにかかる資金調達コスト等（注17）を控除する形で決定される。これまでの推移を

みると、2014年から2019年までの間は前回の正常化局面（途中でとん挫）に相当し、短期金利が引き上げ誘導されていたことなどからネット収益は減少傾向をたどっていたが（図表14）、コロナ危機によって局面は一変し、2020年、2021年と増加に転じている。これは、危機対応としての大規模な債券買い入れの実施によってSOMAが保有する債券の利息収入が増加したのと同時に、短期金利の引き下げ誘導によりSOMAの資金調達コストが減少したことによる。SOMAの2021年中のネット収入は1,148億ドル（1ドル＝140円として換算すれば約16兆円相当、以下同じ）に達し、2020年よりも200億ドル増加した。

Fedは超過利益を週次ベースで連邦財務省に納付するが、その大部分はSOMAのネット収益から決定され、そこからオペレーションのコストや配当の支払い等を控除した金額が財務省に納付される。それゆえ当然ながら、Fedから財務省への実際の納付金の金額は、SOMAのネット収益とほぼ平行に推移しており（前掲図表14）、2021年には1,090億ドル（15.3兆円相当）に達し、2020年の869億ドルを大きく上回る結果となった（図表15）。

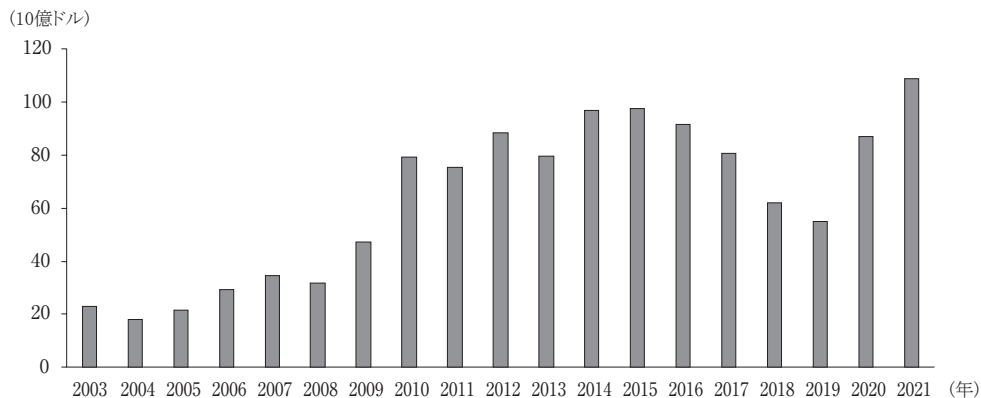
（図表14）システム公開市場勘定（SOMA）のネット収益と連邦準備の米財務省への納付金の推移



（資料）Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 28を基に日本総合研究所作成

（原資料）Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System

（図表15）Fedの連邦財務省への納付金の実績推移



（資料）FRB, The Federal Reserve System Purpose & Functions, 10th Ed. October 2016, p7, Figure1.4, FRB, "Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2019", Press Release, January 10, 2020, Federal Reserve Bank of New York, Open Market Operations during 2021, May 24, 2022, Chart 28を基に日本総合研究所作成

（注）2015年、2018年の資本余剰の移転分は含まない計数。2021年は推計値。

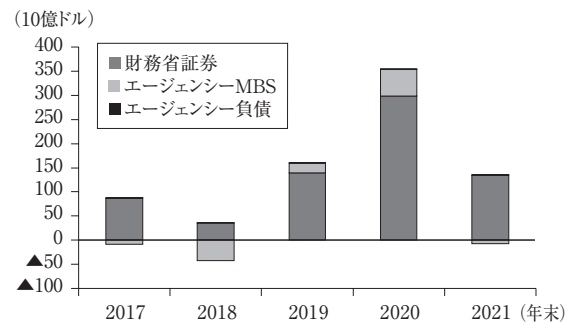
### C. SOMAポートフォリオの時価評価（含み損益）

ポートフォリオの含み益や含み損は、ポートフォリオの市場価値と簿価（アモチ＜定時償還＞コスト

を反映)との差として計算される。ポートフォリオの市場価値(時価)は、その時々金利水準次第で変動する。

SOMAポートフォリオの未実現評価益(含み損益)のポジションは、2020年末の3,540億ドル(49.6兆円相当)という史上最高益から、2021年末には1,280億ドル(17.9兆円相当)に減少した。その内訳について、FOMCメンバーの見方によれば、財務省証券の2021年末時点での含み益は1,350億ドルで、2020年末時点の2,990億ドルの半分以下となっているほか、MBSについては、2020年末時点では540億ドルの含み益があったものが、2021年末時点では約70億ドルの含み損に転落している(図表16)。

(図表16) システム公開市場勘定(SOMA)の国内ポートフォリオの未実現損益の推移



(資料) Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 29を基に日本総合研究所作成  
(原資料) Board of Governors of the Federal Reserve System

なお、本報告書においては、SOMAの含み益や含み損のポジションの意義について、「資産が売却されてこれらの利益や損失が実現されない限り、ネット収益や連邦準備の米財務省への納付金に影響することはない」、「証券が満期まで保有されれば、その含み益や含み損は時間とともに価格が満期の時点でパー(額面価格)に回帰するにつれてゼロとなる」、「含み益や含み損は、連邦準備が金融政策を遂行する能力に影響を与えることはない」ことが述べられている。

## (2) FOMCの「計画」に基づく今後のバランス・シート運営の前提

本報告書においてはさらに、先行きのFedの財務運営の見通しにかかる試算結果を示すのに際し、① Fedが自らのバランス・シートについて、今後、いかなる工程で縮減させた後、どのようなオペレーションを行って運営すると現時点では想定されているのか、および②試算に用いる先行きの金利シナリオをどのように設定するのか、という重要な二つの前提に関する説明を行っている。

### A. 準備(中央銀行当座預金)縮減のめどとその後のバランス・シート運営

見通しに際しては、SOMAのポートフォリオは、①ポートフォリオ縮減、②ポートフォリオ維持、③ポートフォリオ成長の3段階で展開すると仮定されている。

既述のように、2022年5月のFOMCで決定された「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての計画」(以下「計画」、前掲図表8)に従い、2022年6月以降、財務省証券とエージェンシー証券(MBS等)は、月次のキャップ(上限)を超える分についてのみ元本が再投資され、キャップの範囲内の元本の再投資は見送られ、その分だけポートフォリオが縮減されることになる。再投資の月当たりのキャップは当初は、財務省証券は300億ドル、エージェンシー証券は175億ドルに設定され、3カ月後の同年9月にはそれぞれ600億ドルと350億ドルに引き上げられる。なお、財務省短期証券(T-Bill)は、利付の財務省証券の元本償還が月次のキャップに達しなかった場合のみ、その穴埋めの分だけ再投資され、残りの分の再投資は見送られる。

また、MBSに関しては、2022年3月のFOMCでの議論において、FOMCの参加者は総じて、エージェンシー MBSの売却は、バランス・シートの“満期落ち”が十分に進展し、ポートフォリオが主として財務省証券から構成される状態に向けて適度な進展があつてから検討する、ということで合意した。ゆえに、見通し策定の時点において、MBS売却の計画は未だ確立されるには至っていないため、今回の見通しは、ポートフォリオの縮減は資産の売却によることはなく、満期到来証券の償還（“満期落ち”）を通じてのみ達成されることを想定している。

また2022年5月の上記「計画」（前掲図表8）によれば、準備（Fedが民間銀行から受け入れる当座預金）の減少プロセスは、準備が、“潤沢な準備レジーム”と首尾一貫すると想定される水準を上回ったところで減速し、停止される、としている。ただし、目下のところ、“潤沢な準備レジーム”において必要とされる準備の額には相当な不確実性があるため、本報告書における見通しの策定に際しては、その額は2019年12月の平残の額とおくこととし、これは名目GDP比で8%に相当する。こうした前提に基づく以上、見通しは具体的な計数を示すものとはせず、あくまで、ポートフォリオの一つの図解的なパスを示すのにとどめている（the projection shows just one illustrative path for the portfolio.）。

さらに、①ポートフォリオ縮減、②ポートフォリオ維持、③ポートフォリオ成長という三つの段階を通じ、SOMAのポートフォリオはオペレーションを通じてどのように運営されるのか、に関しては、上記「計画」と首尾一貫する形で、次のような具体的な想定が示されている。準備が名目GDP比10%に到達したところで償還のキャップは縮小され、準備が9%に達したところで完全な再投資が再開され、安定的なSOMAポートフォリオが形成される。この時点の後には、キャップは除去され、すべての元本の償還分は、MBSの償還分を含めて、財務省証券に再投資される。これは、2022年1月のFOMCで決定された「連邦準備のバランス・シートの規模縮減に向けての原則」のなかで示された、“SOMAのポートフォリオは長期的には主として財務省証券によって構成されるようにする”、という考え方と首尾一貫する。そして、準備残高が名目GDP比8%に到達したところで、ポートフォリオは③成長フェーズに入ると想定され、準備を‘潤沢なレベル’で維持するための財務省証券の買い入れオペレーションが再開される（注18）。

また、バランス・シートの負債サイドに関しては、発行銀行券をはじめとするほとんどの連邦準備負債に対する需要は、時間の経過とともに成長することが見込まれる。準備（民間銀行がFedに預ける当座預金）以外のほとんどの負債と資本は、2022年2月の平残値を予測の起点とし、予測の対象期間（projection horizon）中、名目GDPに比例して成長すると想定している（注19）。名目GDPの成長率は2022年3月にNY連銀の金融調節担当デスクがプライマリー・ディーラー等の主要民間市場参加者を対象に実施したDesk Survey（次項で後述）の中位値（median）を基に設定されている。ちなみに、その中位値をみると、実質GDP成長率は1.9%、個人消費支出価格総合の前年比は2.0%と予測されていることから、本見通しにおける長期的な名目GDP成長率は3.9%とおかれている。

## B. 2022年3月のプライマリー・ディーラー・サーベイに基づく市場金利の前提

SOMAのポートフォリオやFedの財務運営の先行き見通しを試算するに際しては、前提となる金利シナリオをどのように設定するかによって、予測の結果は当然ながら大きく変わり得る。NY連銀の金融調

節担当デスクは、毎回のFOMCの開催直前に、プライマリー・ディーラーをはじめとする主要な民間市場参加者を対象とするサーベイを行っており、本報告書の見通し策定に際しては、2022年3月のFOMC開催前に実施された同サーベイ（以下「Desk Survey」）から得られた、民間市場参加者の金利見通しを前提の金利シナリオに採用している。「Desk Survey」によって得られた民間市場参加者の金利見通しは、(図表17～19)のような形で公表されている。具体的にみれば、Desk SurveyにおけるFFレートの中位値は、2024年末には2.625%に上昇し、長期的には2.25%に低下する。長期的には、10年物財務省証券金利は2.5%、30年固定プライマリー・モーゲージ金利は4.4%に上昇する。なお、見通しはメインの金利シナリオを前提とする場合だけでなく、100bp、ないし200bp上振れ、もしくは下振れする形の金利シナリオに基づく

(図表17) 2022年3月実施のNY連銀サーベイによるプライマリー・ディーラー（調査対象は24社）のFFレート・ターゲットの見通し

	Mar. 15-16	May 3-4	Jun. 14-15	Jul. 26-27	Sep. 20-21	Nov. 1-2	Dec. 13-14	Jan.31- Feb.1
25パーセンタイル	0.38%	0.63%	0.88%	0.88%	1.13%	1.13%	1.38%	1.38%
中位値	0.38%	0.63%	0.88%	1.13%	1.38%	1.63%	1.63%	1.63%
75パーセンタイル	0.38%	0.63%	0.88%	1.13%	1.38%	1.63%	1.88%	1.88%
回答数	24	24	24	24	24	24	24	24

	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25パーセンタイル	1.63%	1.88%	2.13%	2.13%
中位値	1.88%	2.13%	2.38%	2.38%
75パーセンタイル	2.13%	2.38%	2.63%	2.75%
回答数	24	24	24	24

	長期	10年間平均
25パーセンタイル	2.13%	1.90%
中位値	2.25%	2.04%
75パーセンタイル	2.50%	2.43%

	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4
25パーセンタイル	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%
中位値	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%
75パーセンタイル	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
回答数	21	21	21	21

	2025	2026	2027	2028
25パーセンタイル	2.13%	2.13%	2.13%	2.13%
中位値	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
75パーセンタイル	2.63%	2.63%	2.56%	2.56%
回答数	21	21	20	20

(資料) Markets Group, Federal Reserve Bank of New York, *Responses to Survey of Primary Dealers*, March 2022 (Distributed 03/02/2022 – Received by 03/07/2022), pp4～5, 2a), 2c) を基に日本総合研究所作成

(図表18) 2022年3月実施のNY連銀サーベイによるプライマリー・ディーラー（調査対象は24社）の10年物財務省証券金利の見通し

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4
25パーセンタイル	1.85%	1.95%	2.00%	2.10%
中位値	1.95%	2.05%	2.20%	2.25%
75パーセンタイル	2.00%	2.20%	2.30%	2.40%
回答数	23	23	23	23

	2023 H1	2023 H2	2024 H1	2024 H2	長期
25パーセンタイル	2.25%	2.25%	2.28%	2.25%	2.25%
中位値	2.33%	2.40%	2.50%	2.55%	2.50%
75パーセンタイル	2.50%	2.65%	2.70%	2.70%	2.75%
回答数	22	22	20	20	23

(資料) Markets Group, Federal Reserve Bank of New York, *Responses to Survey of Primary Dealers*, March 2022 (Distributed 03/02/2022 – Received by 03/07/2022), p9, 4) を基に日本総合研究所作成

(図表19) 2022年3月実施のNY連銀サーベイによるプライマリー・ディーラー  
(調査対象は24社) の30年固定新発モーゲージ金利の見通し

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4
25パーセンタイル	3.80%	3.93%	4.03%	4.03%
中位値	3.88%	4.10%	4.14%	4.20%
75パーセンタイル	4.00%	4.23%	4.38%	4.50%
回答数	20	20	20	20

	2023 H1	2023 H2	2024 H1	2024 H2	長期
25パーセンタイル	4.13%	4.20%	4.25%	4.25%	4.25%
中位値	4.25%	4.40%	4.45%	4.48%	4.48%
75パーセンタイル	4.70%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
回答数	19	19	18	18	20

(資料) Markets Group, Federal Reserve Bank of New York, *Responses to Survey of Primary Dealers*, March 2022 (Distributed 03/02/2022 – Received by 03/07/2022), p9, 5) を基に日本総合研究所作成

ケースの姿も示されている。本報告書上のグラフに示されているのは、100bp上振れ、もしくは下振れした場合の見通しのみであるが、NY連銀は本報告書と合わせて公表したデータ・ファイルにおいて、200bp上振れ、ないしは下振れした場合の見通しの値も提供しており、本稿ではそれらも含めた図表を示すこととする（後掲図表25・26参照）。なお、FOMCが2022年3月に公表したImplementation Note（オペレーションの実施要領）に従い、IORBレート（準備残高への付利レート）は、FFレートのターゲット・レンジの上限よりも10bp低く設定され、ON RRP（オーバーナイト・リバースレポ）のオファー・レートは、ターゲット・レンジの下限から5bp上に想定されている。

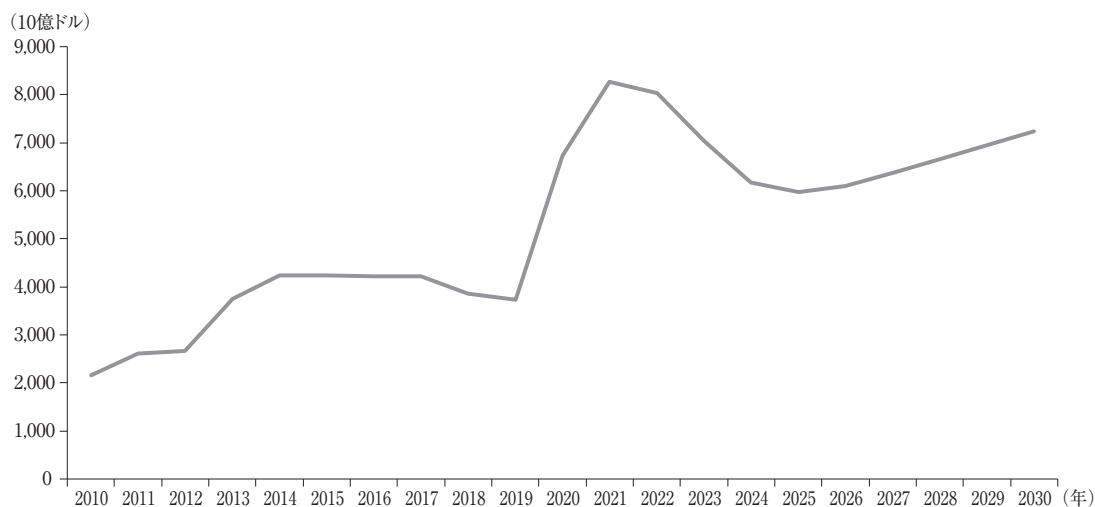
### (3) Fedのバランス・シートと財務運営の今後の見通し

以上のような前提に基づき、本報告書では以下のような見通しが示されている。

#### A. SOMAポートフォリオと準備残高がたどる道筋

SOMAポートフォリオは今後2030年にかけて、図表20に示すような道筋をたどると見込まれる。ポー

(図表20) システム公開市場勘定（SOMA）の国内証券保有の見通し



(資料) Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 30を基に日本総合研究所作成  
(原資料) Federal Reserve Bank of New York

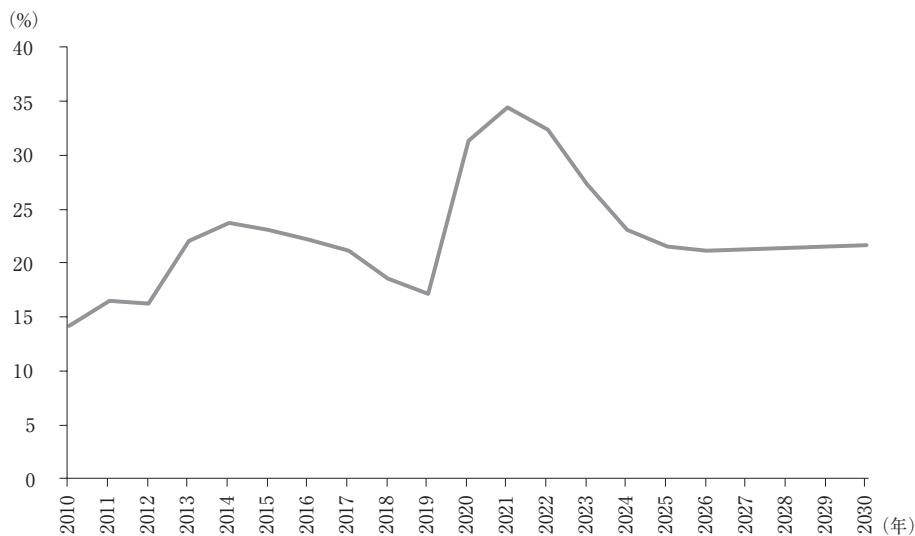


トフォリオは、満期を迎えた元本が、2022年半ばから開始されるキャップに従って再投資が見送られる（run off）のにつれて、2025年半ばにかけて縮小する。縮小ペースは予測期間の初期においてより速く、2024年までは平均でおおむね月当たり800億ドルで、その後はキャップが縮小され、縮小ペースは減速する。

SOMAのポートフォリオは、2022年上半期に到達したピークから約2.5兆ドル縮小した後、2025年半ばには縮小を停止する。その時点のポートフォリオは5.9兆ドル、GDP比22%に相当し、縮小を停止した状態を約1年間継続する（図表21）。その間、準備は引き続き減少するが、他の負債が引き続き成長する。

準備がひとたび、想定される長期レベルに到達したところで、ポートフォリオは連邦準備負債に対して想定される需要の伸び、すなわち名目成長率見合いでの銀行券需要の伸び等に見合うように、2026年半ばに成長を再開する（図表22・23）。2030年までに、SOMAの総額は7.2兆ドル、名目GDP比では22%に達する。長期的にみて、SOMAと準備のレベルに着地するかは、連邦準備負債に対する需要が今後どのようなようになるのが不確実であることから、定かではないものの、ここに示すようなダイナミクスは、向こう数年間に展開されるであろう動きの大まかな形を示すものである。

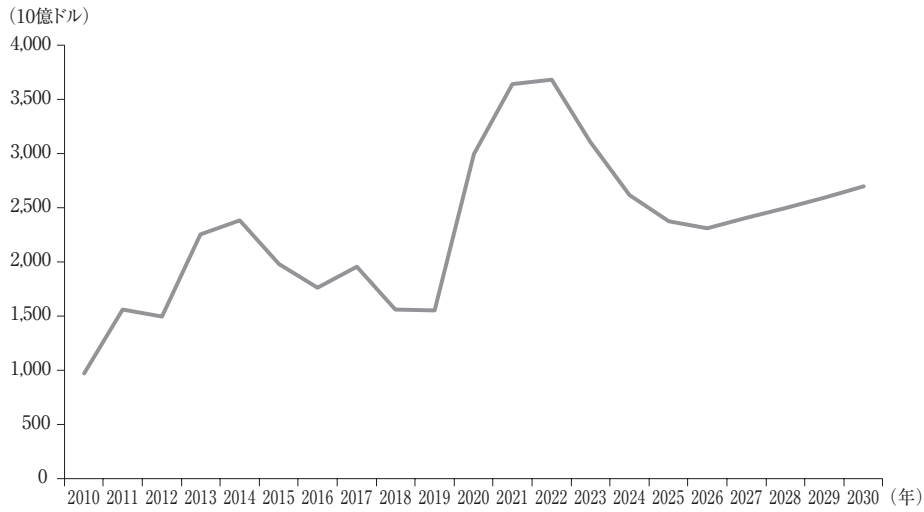
（図表21） システム公開市場勘定（SOMA）の国内証券保有の名目GDP比見直し



（資料） Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 31を基に  
日本総合研究所作成  
（原資料） Federal Reserve Bank of New York

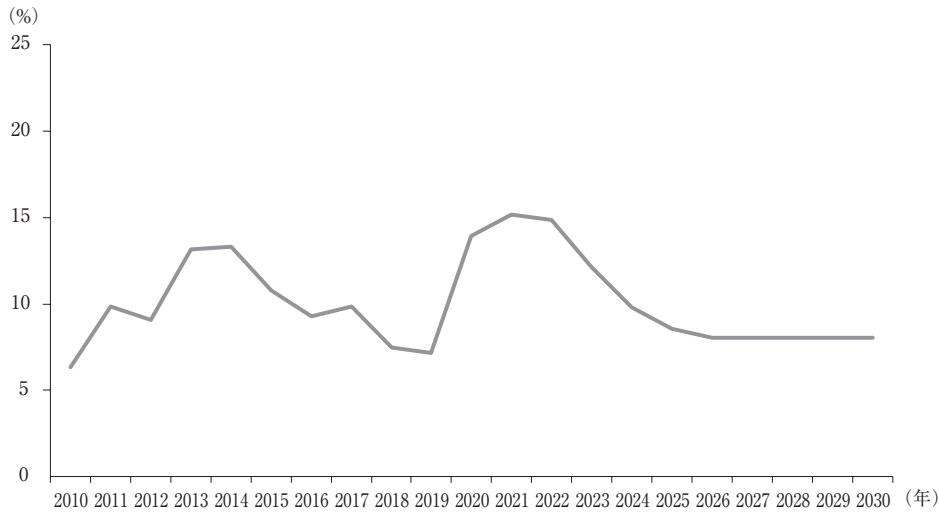
なお、ポートフォリオの構成をみると、ポートフォリオを縮減するオペレーションが展開される向こう数年間は、ポートフォリオの構成はおおむね不変である。2025年までの間、ポートフォリオは68%の財務省証券と32%のエージェンシー証券（MBS等）から構成される。他方、ポートフォリオ（の金額、規模）が横ばいとなり、成長を再開する期間においては、予測では、MBSからの元本支払は全額、財務省証券に再投資されることが想定されている。また、ポートフォリオが成長を再開した後は、成長資金を供給する新たな準備マネジメント買い入れが、財務省証券を対象に実施されることが想定されている。そうした結果、エージェンシー証券に振り向けられるポートフォリオの割合は、2025年から徐々に低下

(図表22) 準備残高の見通し



(資料) Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 32を基に  
日本総合研究所作成  
(原資料) Federal Reserve Bank of New York

(図表23) 準備残高名目GDP比の見通し



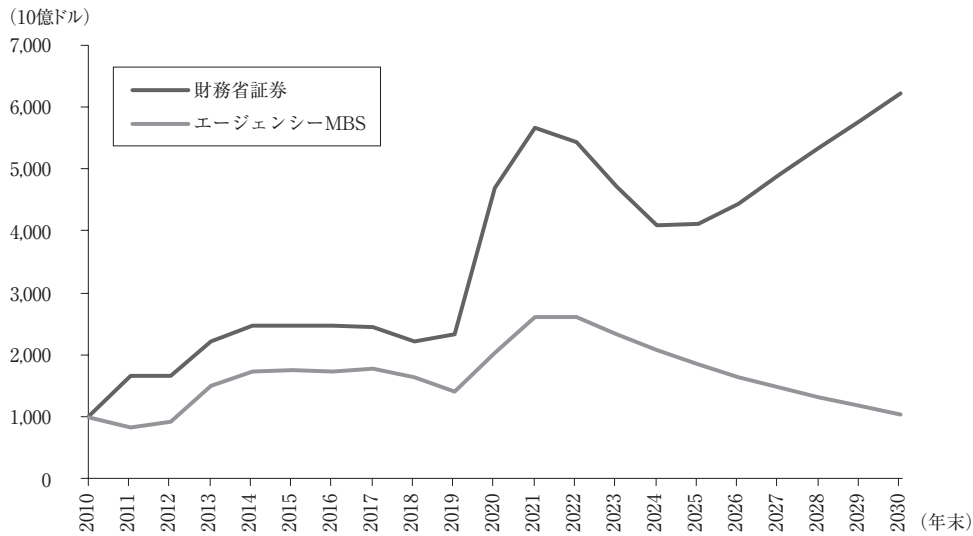
(資料) Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 33を基に  
日本総合研究所作成  
(原資料) Federal Reserve Bank of New York

し始め、2030年までに、ポートフォリオは86%の財務省証券と14%のエージェンシー証券によって構成されるようになることが見込まれている (図表24)。

### B. SOMAのネット収益

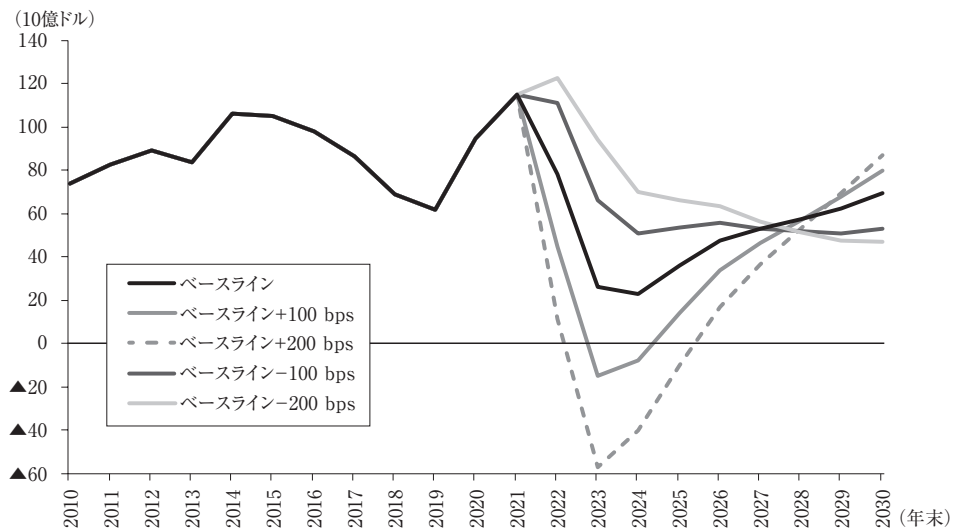
SOMAのネット収益は、2024年にかけてのポートフォリオ縮減フェーズにおいて、相当に減少すると予測される (図表25)。これは、準備残高とON RRPに関連する資金調達コストが金融引き締めの結果、急激に増加する一方、ポートフォリオの規模が縮減されるのにつれて、クーポン収入は緩やかに減少することによる。

(図表24) システム公開市場勘定 (SOMA) の国内債券 (財務省証券とMBS等) 保有額の見通し



(資料) Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 34を基に  
日本総合研究所作成  
(原資料) Federal Reserve Bank of New York

(図表25) システム公開市場勘定 (SOMA) のネット損益の見通し



(資料) Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 35および  
付属データ・ファイルを基に日本総合研究所作成  
(原資料) Federal Reserve Bank of New York

SOMAのポートフォリオが再投資局面に入れば、準備が引き続き減少するのに歩を合わせてSOMAの資金調達コストである準備への付利やON RRPの金利コストが減少し、SOMAの資産サイドでは、再投資の再開によってより金利の高い債券への入れ替えが進むため、SOMAのネット収益は増加し始める。

SOMAのネット収益の見通しは、前提となる金利シナリオ次第で大きく変化する。図表25から明らかのように、前提となる金利シナリオが3月のDesk Surveyで示唆されたのよりも100bp高い場合、ネットポートフォリオ収益は、準備への付利による資金調達コストがより高くなることにより、短期間マイナ

スとなる。さらに200bp高くなれば、ネットポートフォリオ収益は大まかに見て2～3年間マイナスになる。

財務省への納付金の見通しは本報告書では示されていない。しかしながら、より高い金利のシナリオにおけるネット収益の予測は、結果的に一定の期間、財務省への納付金の停止につながりそうであり、ネット損失の累積を反映して、連邦準備のBSに繰延資産が計上されることになる。ネット収益がゼロを上回って徐々に増加すれば、繰延資産は削減され、繰延資産が消滅すれば、納付金は再開される。また、金利がより低いシナリオにおいては、ベースラインよりも相対的に資金調達コストが落ちるため、予測期間の早期に相当に高いネット収益を計上できる結果になる。

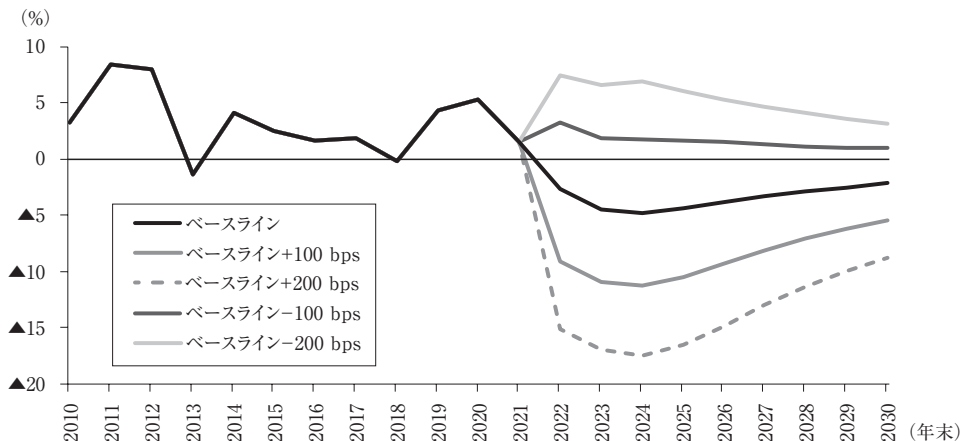
### C. SOMAポートフォリオの含み損益

ポートフォリオの含み損益はポートフォリオの市場価値と簿価（アモチ＜定時償還＞コストを反映する）との差として計算されるものであるが、Fedは現在、すでに含み損（実質的な債務超過状態）に陥っている（図表26）。そして現下の含み損は市場金利がベースラインのシナリオに沿って推移すると想定すれば、2023年を通じて引き続き悪化し、おおむね3,000億ドル（42兆円相当）、ないしはSOMAポートフォリオのパー（額面）価値の5%に達する。これは、「Desk Survey」に基づく前提の金利シナリオで10年財務省証券金利や30年モーゲージ金利が上昇することを映じたものである、と本報告書は述べているが、その後の実際の市場の動きをみると、10年財務省証券金利は本稿執筆時点（2022年9月）ですでに3%台にのせており、今後もそのような状況が継続すると仮定すれば、SOMAポートフォリオの含み損はさらに悪化するものと考えられる。

なお、予測期間の終盤にかけては、長期金利が「長期的な水準」に収れんしていくと想定されているのにつれて、含み損は減少する見通しとなっている。

また、前提の金利シナリオが上振れ・下振れした場合の影響をみると、金利が「Desk Survey」で示唆されたのよりも100bp高い場合、ポートフォリオの含み損は約8,000億ドル（112兆円相当。ポートフォリオのおおむね11%）に到達する。さらに200bp高くなることがあれば、含み損の金額はさらに拡大する。

（図表26）SOMAの含み損益が、SOMAのポートフォリオ全体に占めるシェアの見通し（NY連銀試算）



（資料）Federal Reserve Bank of New York, "Open Market Operation during 2021", May 2022, Chart 36および  
付属データ・ファイルを基に日本総合研究所作成  
（原資料）Federal Reserve Bank of New York

なお、本報告書においては、金利の上昇や低下は、短い年限から長い年限までのイールド・カーブ全体が平行移動する“パラレル・ショック”としてモデル化されており、ネガティブ・ショックに際してはゼロ%が金利の下限となっている。実際に、長期金利に対するショックの方が短期金利に対するショックよりも小さい“非パラレル・ショック”が発生した場合には、ポートフォリオの含み損益に与える影響はより小さくなる。これは、ポートフォリオの損益は、金利感応度がより高い長めの日付の保有の損益によって大部分が決定されることによる。

本報告書が示す見通しは、あくまで一定の金利シナリオ等の前提に基づくものに過ぎず、実際に長短金利がたどるシナリオや、FOMCの決定次第では、SOMAのネット収益も含み損益も大きく変化し得る。しかしながら、こうした一定の中立的な前提に基づく先行きのFedの損益等の見通しを本報告書が明確に示し、金融政策を預かる中央銀行としての説明責任を果たしていることは、今後の正常化に向けた金融政策運営の困難さの度合いを、米国民や市場関係者が理解するうえで、極めて重要であるといえよう。

(注17) 正確には、SOMAが保有する外貨建て資産の評価損益も含まれる。

(注18) これは、従前から各中央銀行が実施してきた、成長資金の供給オペに相当するものと考えられる。

(注19) ただし、負債のうち、オーバーナイト・リバースレポ (ON RRP) と財務省一般勘定 (TGA: Treasury General Accounts) のみは例外とされている。

## 7. わが国への示唆

翻って、日銀の金融政策運営をみると、去る7月20～21日に開催された金融政策決定会合に続き、9月21～22日の決定会合においても大規模な金融緩和策を維持することを決定した。これに対して、欧州中央銀行の政策委員会では、7月の会合で政策金利を一気に0.5%引き上げ、当初は9月と想定されていたマイナス金利の解除を3カ月前倒して決定したのに加え、9月の会合ではさらに0.75%の追加利上げを行うなど、Fedのみならず、主要中央銀行における金融引き締めペースは軒並み、一段と加速している。世界的なインフレ基調が加速するなかで、わが国の消費者物価上昇率は、他の主要国よりは相対的に低いものの、すでに目標の前年比2%を超える状態が継続しており、日銀自身も今回の決定会合で、2022年度の消費者物価上昇率見通しを2.3%に上方修正している。また円の為替レートは3月以降のわずか半年で、円ドルベースで1ドル当たり30円もの円安が進んでいる。こうした状況下にあるにもかかわらず、日銀は政策の調整に動く素振りを全くみせていない。

同時に日銀は、将来必ず訪れるであろう正常化局面に関する議論を未だに、一切封印した状態を続けている。しかしながら、今後の正常化局面における難易度を、他の主要中央銀行と比較してみれば(図表27)、②に示す足許の物価上昇率こそ、他の主要国対比ではまだ低く、短期金利の所要引き上げ幅は大きくはない一方、それ以外の①バランス・シートの規模や、③買い入れた資産の加重平均利回りの面においては、他の中央銀行との比較でも極めて不利な状況に立たされているなど、日銀の正常化局面における難易度は群を抜いている。

日銀は、現下のような経済・金融緩和情勢のもとでもなお、超金融緩和状態を維持する理由として、①コロナ危機からの回復局面にあるわが国経済への配慮の必要性や、②足許の物価上昇が賃上げを伴った

(図表27) 主要中央銀行の正常化局面における困難さの度合いの比較

	Fed	BOE	ECB	日銀
① バランス・シートの規模 (名目GDP比)	35.8% (2022/2Q)	42.8% (2021/1Q)	67.1% (2022/2Q)	133.8% (2022/2Q)
② 物価情勢 (直近の前年比)	8.3% (2022/8月)	9.9% (2022/8月)	9.1% (2022/8月)	3.0% (2022/8月)
③ 買い入れ資産の加重平均利回り	2%台以下か? (2021/12月末)	2.63% (2022/2月末)	n.a.	0.172% (2022/3月末)
④ 買い入れ国債の加重平均残存年数 (デュレーション)	7.6年 (2021/12月末)	17.42年 (2022/2月末)	n.a.	6.6年 (2021/12月末)

(資料) 各中央銀行および各国統計当局公表データを基に日本総合研究所作成

(注1) 日銀の④買い入れ資産の加重平均残存年数は、左三川郁子・梶田脩斗「保有資産長期化で日銀の出口、速のくおそれも」『金融政策ウォッチ』公益社団法人日本経済研究センター、2022年2月14日による。

(注2) ECBの資産には、国債等の債券買い入ればかりでなく、残高縮小が容易なりファイナンス・オペレーション(民間銀行向け資金供給)の残高も含まれ、この両者の残高はおおむね2:1であることに注意する必要がある。

本格的なものになっていない点等をあげているものの、いざ金利引き上げとなれば、正常化局面における困難が一気に表面化し、日銀の財務の悪化分の穴埋めのために国民負担が生じることがあり得ることから、そうした事態に陥るのを先延ばしにしようとしている可能性も否定できないように見受けられる。

コロナ危機への対応として、中央銀行のバランス・シートの規模を大きく膨張させた以上、目下到来している高インフレ・正常化局面で困難な状況に見舞われるのは、どの国、どの中央銀行にも共通する事態である。Fedは正常化への着手こそ後手に回ったものの、①正常化局面における財務悪化の可能性を、中立的な前提に基づき、客観的に情報開示したうえで、②財務悪化の可能性にひるむことなく、高インフレ抑制のための利上げを果敢に実施しているほか、③正常化局面における財務の悪化幅を可能な限り縮小すべく、ハイ・ペースでの資産縮減に取り組んでいる。また、2022年5月にNY連銀が公表した報告書では、Fedとしては未確定ベースではあるものの、今後の資産縮減のめどとして、名目GDP比でみて準備残高は8%、Fedのバランス・シート全体の規模として22%という計数が示されている。短期金融市場の状況や中央銀行に準備(当座預金)を預ける民間銀行側の事情は国により違いもあるものの、これを日銀に置き換えてみれば、2022年6月末時点で552兆円の日銀当座預金を約44兆円に、733兆円に達している日銀の総資産残高を約120兆円に削減しなければならないことを意味する。粛々と正常化オペレーションを進めるFedに比較して、日銀の今後の正常化がいかに困難であるかが窺われる。その過程において、日銀の財務運営は相当な悪化が必至の情勢にある。日銀は現在、各期の決算公表時に、保有資産ごとの時価評価は公表しているものの、今後の見通しは示していない。今後の経常収益の見通しについても然りである。わが国全体として、日銀の今後の正常化オペレーションの困難さの度合いを客観的に理解し、対応を検討できるようにするためにも、日銀はFedの例にならい、中立的な金利シナリオに基づく、財務運営の先行きに関する試算を含む見通しを示す必要がある。

わが国としても、足許における国内外の経済・物価・金融情勢の急転から目を背けることなく、また、Fedのこうした姿勢を見習いつつ、遠からず着手せざるを得なくなるであろう正常化を視野に入れた金融政策運営を組み立て、遅滞なく実行に移していくことが今まさに求められているといえよう。

(2022.9.26)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

---

## 参考文献

- Board of Governors of the Federal Reserve System [2022]. Monetary Policy Report, June 17, 2022.
- Bonis, Brian, Lauren Fiesthumel and Jamie Noonan [2018]. "SOMA's Unrealized Loss: What does it mean? ", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 13, 2018 (<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/somas-unrealized-loss-what-does-it-mean-20180813.html>, 2022年9月9日アクセス).
- Lael Brainard [2022]. "Variation in the Inflation Experiences of Households", Remarks at the Spring 2022 Institute Research Conference Opportunity and Inclusive Growth Institute, Federal Reserve Bank of Minneapolis, April 5, 2022.
- Seth B. Carpenter, Jane E. Ihrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote [2013]. "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series 2013-01*, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington. D.C., September 2013.
- Jerome H. Powell [2021]. "Restoring Price Stability", *Remarks at "Policy Options for Sustainable and Inclusive Growth" 38th Annual Economic Policy Conference*, National Association for Business Economics, March 21, 2022.
- Christopher J. Waller [2022a]. "Fighting Inflation with Rate Hikes and Balance Sheet Reduction", *Remarks at Economic Forecast Project University of California*, Santa Barbara, February 24, 2022.
- Christopher J. Waller [2022b]. "Reflections on Monetary Policy in 2021", *Remarks at "How Monetary Policy Got Behind the Curve and How to Get Back: A Policy Conference" Hoover Institution*, May 6, 2022.
- Federal Reserve Bank of New York, *Open Market Operations A Report Prepared for the Federal Open Market Committee by the Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York*, various issues.
- Markets Group, Federal Reserve Bank of New York [2022]. *Responses to Survey of Primary Dealers*, March 2022 (Distributed 03/02/2022-Received by 03/07/2022).
- Lorie K. Logan [2021]. "Monetary Policy Implementation: Adapting to a New Environment", *Remarks before the Money Marketeers of New York University*, October 14, 2021.
- Lorie K. Logan [2022]. "Federal Reserve Asset Purchases: The Pandemic Response and Considerations Ahead", *Remarks at New York University's Stern School of Business*, March 2, 2022.
- Gara Afonso, Marco Cipriani, Gabriele La Spada, and Will Riordan [2020]. "A New Reserves Regime? COVID-19 and the Federal Reserve Balance Sheet", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, July 7, 2020 (<https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/07/a-new-reserves-regime-covid-19-and-the-federal-reserve-balance-sheet/>, 2022年7月12日アクセス).
- Antoine Martin, James J. McAndrews, Ali Palida, and David Skeie [2020]. "Explaining the Puzzling Behavior of Short-Term Money Market Rates", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of

- New York, August 24, 2020 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/08/explaining-the-puzzling-behavior-of-short-term-money-market-rates/>、2022年7月12日アクセス)。
- Gara Afonso, Marco Cipriani, Steph Clampitt, Haitham Jendoubi, Gabriele La Spada, and Will Riordan [2020]. “How Bank Reserves Are Distributed Matters. How You Measure Their Distribution Matters Too.”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, November 24, 2020 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/11/how-bank-reserves-are-distributed-matters-how-you-measure-their-distribution-matters-too/>、2022年7月12日アクセス)。
  - Gara Afonso, Lorie Logan, Antoine Martin, William Riordan, and Patricia Zobel [2022a]. “How the Federal Reserve’s Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, January 10, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/how-the-federal-reserves-monetary-policy-implementation-framework-has-evolved/>、2022年7月12日アクセス)。
  - Gara Afonso, Lorie Logan, Antoine Martin, William Riordan, and Patricia Zobel [2022b]. “How the Fed’s Overnight Reverse Repo Facility Works”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, January 11, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/how-the-feds-overnight-reverse-repo-facility-works/>、2022年7月12日アクセス)。
  - Gara Afonso, Lorie Logan, Antoine Martin, William Riordan, and Patricia Zobel [2022c]. “How the Fed Adjusts the Fed Funds Rate within Its Target Range”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, January 12, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/how-the-fed-adjusts-the-fed-funds-rate-within-its-target-range/>、2022年7月12日アクセス)。
  - Marco Cipriani, James Clouse, Lorie Logan, Antoine Martin, and Will Riordan [2022a]. “The Fed’s Balance Sheet Runoff and the ON RRP Facility”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, April 11, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/04/the-feds-balance-sheet-runoff-and-the-on-rrp-facility/>、2022年5月9日アクセス)。
  - Marco Cipriani, James Clouse, Lorie Logan, Antoine Martin, and Will Riordan [2022b]. “The Fed’s Balance Sheet Runoff: The Role of Levered NBFIs and Households”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, April 12, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/04/the-feds-balance-sheet-runoff-the-role-of-levered-nbfis-and-households/>、2022年5月9日アクセス)。
  - Martin Almuzara and Argia Sbordone [2022]. “Inflation Persistence: How Much Is There and Where Is It Coming From?”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, April 20, 2022 (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/04/inflation-persistence-how-much-is-there-and-where-is-it-coming-from/>、2022年5月9日アクセス)。
  - Loretta J. Mester [2022a]. “The FOMC’s Plan for Significantly Reducing the Federal Reserve’s Securities Holdings”, *Panel remarks prepared for the session “Monetary Policy and Financial Stability Challenges During Balance Sheet Normalization”* (2022 Financial Markets Conference: A



- 
- New Era of Financial Innovation and Disruption: Challenges and Opportunities, Federal Reserve Bank of Atlanta), Federal Reserve Bank of Cleveland, May 10, 2022.
- Loretta J. Mester [2022b]. “The Great Recalibration of U.S. Monetary Policy”, *speech via videoconference at the International Research Forum on Monetary Policy: Monetary Policy During and After the Pandemic*, European Central Bank, Federal Reserve Bank of Cleveland, May 13, 2022.
  - Committee on the Global Financial System [2019]. “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis”, Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), *CGFS Papers No 63*, Bank for International Settlements, October 2019.
  - Fernando Avalos, Torsten Ehlers and Egemen Eren [2019]. “September stress in dollar repo markets: passing or structural?”, *Quarterly Review*, Bank for International Settlements, December 2019.
  - 伊藤隆敏 [2022]. 「日銀の財務を問う 上 赤字回避優先は本末転倒（経済教室）」『日本経済新聞』2022年8月24日
  - 河村小百合 [2016]. 「米連邦準備制度の正常化戦略と今後の金融政策運営の考え方」『JRIレビュー』（株）日本総合研究所、Vol. 5, No. 35、2016年4月
  - 河村小百合 [2017]. 「金融政策正常化プロセスをめぐる議論」『円債投資ガイド』時事通信社NX-WEB、2017年9月11日
  - 河村小百合 [2018]. 「Fedの資産規模縮小の行方」『円債投資ガイド』時事通信社NX-WEB、2018年4月23日
  - 河村小百合 [2020]. 「Fedの調節困難が映し出すもの」『円債投資ガイド』時事通信社NX-WEB、2020年1月29日
  - 河村小百合 [2022a]. 「コロナ危機後の量的引き締め（QT）局面におけるイングランド銀行の金融政策運営—透明なリスク管理の枠組みと政府との連携—」『JRIレビュー』（株）日本総合研究所、Vol. 5, No.100、2022年5月
  - 河村小百合 [2022b]. 「日銀の財務を問う 下 逆ざや局面の対応 議論急げ（経済教室）」『日本経済新聞』2022年8月25日
  - 野口悠紀雄 [2022]. 「日本銀行が利上げで数十兆円の「債務超過」に陥ると何が起きるのか」『DIAMOND online』ダイヤモンド社、2022年6月23日 (<https://diamond.jp/articles/-/305209>、2022年6月28日アクセス)
  - 深尾光洋 [2016]. 「量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法」『RIETI Discussion Paper Series 16-J-032』独立行政法人経済産業研究所、2016年3月