

2019/01/18 07:46

◎〔円債投資ガイド〕どこまで正常化を進めるか＝日本総研・河村氏（18日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝昨年暮れよりマーケットは波乱含み。市場の関心はもっぱら、米連邦準備制度（Fed）が2016年末からほぼ3カ月間隔で着々と実施してきた利上げ路線をこの後小休止するのか否か、19年中の利上げ回数は果たして何回になるのか、といったあたりに集中しているようだ。

しかし、当のFedはいたって平静なようにお見受けする。最近の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨（Minutes）を見ると、そうした最近の市場情勢を念入りに分析するのは別に、昨年11月7～8日に開催されたFOMCから、冒頭部分の相当な時間を割いて、金融政策を実行する上での長期的な枠組みの議論が再開されていることがわかる。この議論がFOMCで行われるのはイエレン議長時代の16年11月以来で、実に2年ぶりのことだ。市場の変調への対応は、各回のFOMCの後段でかなりつつこんで議論されているが、それとは別に、長期的な金融政策運営の枠組みがどうあるべきかについても、会議の冒頭で腰を据えた議論が展開されているのだ。

11月のFOMCでは、まず事務方から、民間銀行がFedに預ける準備預金の危機後の動向に関する報告が行われた後、この先、準備預金の残高を果たしてどこまで落としていくのがよいのか、正常化後の金融政策運営の枠組みと関連付けつつ、FOMCメンバーの間で議論されている。

事務方によれば、民間銀行の流動性マネジメントは金融危機以降大幅に変化した。銀行は、流動性があり質が高い資産が他にもある中で、Fedに預ける準備預金を相当な残高でバッファとして維持しているが、これは、銀行が先行き起こり得る資金流出に備えているほか、規制上の要請を満たすためであるとみられる。銀行に対するサーベイの結果によれば、短期金融市場において、Fedによる超過準備への付利に極めて近い水準の金利で取引されている場合、銀行は今よりもはるかに低い準備預金の水準であることを居心地よいと感じるかもしれないが、危機前よりは相当に高い準備預金の残高を維持しようとする。

そうした下で、正常化完了後の金融調節の在り方としては、次の二つの枠組みがあり得る。すなわち、①超過準備の量が相当に限定されて（残高が相当に落とされて）、Fedのオペレーションなどによる準備（短期金融市場の流動性の意味）の供給の小さな変化にも短期市場金利が反応しやすくなる、という枠組みと、②超過準備の量がなお相当に潤沢で、準備の供給の小さな変化には短期市場金利が反応しにくくなる、という枠組みである。①の枠組みの場合は、Fedは危機前と同様、市場金利をオペレーションを通じて“誘導”することによって金融政策のスタンスを示すことになるため、頻繁に公開市場オペレーションを打つことが必要になる。他方、②の場合は短期市場金利がFedのオペに反応しにくくなるため、危機後の現在、超過準備への付利水準を定めるのを通じて行っているのと同様、Fedが一種の規制金利（administered rates）を用いて金融政策のスタンスを伝播（でんぱ）させていくことが必要になってくる、といった報告が事務方から示されている。

これに対してFOMCメンバーからは、①の超過準備削減の枠組みでは、流動性規制の影響や短期市場参加者のリスク選好の変化の影響から、Fedにとって、準備預金の需要が読みにくくなっている、といった指摘が出ており、議事要旨を読む限りでは、どうも②の超過準備を潤沢なままとする枠組みの方に傾いているような印象を受ける。ただし、②の枠組みについても、Fedが市場金利を誘導するために頻繁にオペレーションをしなくてすむ一方で、次のようないくつかの難点も

指摘されている。(1) そうした枠組みに必要な準備預金の量をいかにして正確に見定めるのかは課題、(2) 相当な準備預金残高を保有するためには、相当な残高の証券を保有することが必要、(3) それに伴い準備預金への付利も相当にかさみ、Fedにとって収益圧迫要因となる、といった点である。ちなみに、何人かのメンバーからは、超過準備が相当に限定された危機前の枠組みに復帰することが、危機対応として採った政策を完全に巻き戻す能力をFedが有していることを対外的に示し、将来的にそうした政策に対する社会の受容度を増し、そうした政策の効果を増すことにつながる、という意見も表明されている。

このほか、FOMCメンバーの間では、ターゲットにする金利(政策金利)をどうするか、という議論も行われている。EFFR(実効FFレート)よりもOBF(オーバーナイト銀行調達レート)の方が、用いられている取引も多く、貸し手もさまざまであるゆえ適しているのではないかと、といった意見が出されている。

そして、この11月のFOMCの最後で、クラリダ理事(FRBでは副議長だが、FOMCでは理事)より、コミュニケーション小委員会からという位置付けで、19年中にFedの金融政策運営の戦略的な枠組みを見直すことが提案されている。それが去る11月15日にFedから公表された「最大雇用と物価安定の達成に向けての戦略と手段、コミュニケーションの在り方の見直し」というプレス・リリースにつながっている。このリリースの中でパウエル議長は、「労働市場環境が最大雇用に近づき、物価も2%目標に近づきつつあるなか、われわれが金融政策をいかに形成し、実行し、対外的に伝えていくのかを見直すのにちょうどよい時期だ」と述べているが、6月に予定されるシカゴ連銀主催のカンファレンスや、それ以外にも各地区連銀経由でのさまざまなステークホルダーからの意見聴取に先立ち、まずFOMCとして、正常化の到達地点をいかに定めるかやその後の長期にわたる金融調節の実務的な枠組みの検討を開始した、ということなのだろう。

それに続く12月のFOMCにおいては、Fedが今後超過準備を減らしていった場合、銀行や市場が、超過準備がそのように低水準な状態に適應するまでの間、FFレートと他の短期市場金利は不安定になり得るが、FFレートに上昇圧力がかった場合、コントロールするために想定される手段としてさまざまな提案がメンバーから出されている。その中には、正常化の最終局面で、満期が到来した財務省証券の償還を見送る(再投資する)などして準備預金を減少させるペースを緩め、市場参加者が超過準備の少ない市場環境に適應できるようになるまでの間、時間稼ぎをする、といった提案も含まれる。

また、Fedのオペレーションを行うシステム公開市場勘定(SOMA)のポートフォリオの構成はいかにあるべきか、という議論も行われている。財務省証券に関しては、満期は短めにとどめておく方が、景気後退時に満期の長い債券を買い入れる余地が出てくる、という意見が出された一方、満期構成は、市場への影響を中立的にするため、財務省証券市場全体の満期構成に合わせるべきだ、との意見も出されている。また、MBSに関しては、BSが正常化された後も、元本のペイダウン(組成の基となっている住宅ローンの繰り上げ償還)による能動的なrun-off(残高削減)を継続するべきだ、という意見が出されたほか、何人かのメンバーからは、それに加え、BSを正常化させた後に、MBSの段階的な売却プログラムを実施してMBSの保有残高をさらに削減すべきだ、との意見も出されている。

最近のFedのBSの動向をみると、とりわけ超過準備(民間銀行がFedに預ける当座預金)の減り方のペースが急なものとなっており、資産サイドでの国債などの残高の削減のペースを上回っているようだ。他方、銀行券の発券残高は伸びが続いている。ピーク時には銀行券の発券残高の2倍近かった民間銀行の当座預金残高が、足元では銀行券の発券残高にほぼ並ぶ形となってお

り、F e dのバランスシート（BS）の構成は様変わりしつつある。正常化は急速に進展しつつあるとみてよいだろう。そうした中、F O M Cでは、足元の市場情勢の変化のみに振り回されてしまうことなく、中央銀行が本来負っているミッションに即し、長期的な金融政策運営の枠組みをいかにして再度確立するかについて議論が着々と積み重ねられている。遠からず、正常化の着地点や、それ以降の金融政策運営の枠組み、それに立脚する金融政策運営の戦略についても、対外的に詳細が明らかにされていくことになるものとみられる。日銀との差はあまりにも大きい。先進国の金融政策運営とは、本来こうあるべきものであろう。（了）

[/20190118NNN0052]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved