

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

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

目 次

1. Fedが今後の金融政策運営上、直面している課題—問題の所在

- (1) はじめに
- (2) 危機後のFedの金融政策運営と現在のバランス・シートの状況
- (3) Fedが直面する課題—問題の所在

2. 正常化戦略の内容に関する、Fedの考え方の変遷

- (1) 「金融政策運営の正常化」の意味
- (2) Fedの考え方の変遷

3. Fedが示した正常化プロセスに関する想定と財務運営等の試算結果

4. 正常化局面でFedが抱える政策運営上の制約と対応

- (1) 正常化に向けての政策運営の方向性
- (2) 正常化に向けての政策運営上の制約
- (3) 中央銀行の財務運営が悪化した場合の、会計上の対応の在り方

5. Fedの金融政策運営正常化の展望とわが国への示唆

(補論) 資産買い入れの有効性とコストをいかに評価するか—2013年3月のFOMCにおける議論

要 約

1. アメリカの連邦準備制度（Fed）は2015年12月16日、連邦公開市場委員会（FOMC）において、政策金利であるFFレートの「事実上のゼロ金利」状態（正確には0.25%程度）を解除し、7年振りに引き上げることを決定した。本稿では、Fedが金融危機後、大規模な資産買い入れ（LSAP）を断続的に実施するなかで、どのように先行きの正常化戦略を検討し、現在、どのように実行に移し始めているのか、先行きのいつ頃に正常化を完了することを見込むのか、その際の課題や政策運営上の制約とは何か、を検討する。そのうえで、Fedをはるかに上回る規模で、LSAPによる金融政策運営を今なお継続している日本銀行、およびわが国の経済・財政政策運営への示唆を考えたい。
2. 金融危機後のLSAPの展開を映じて、Fedのバランス・シートは危機前の約5倍の規模に膨張した。その負債サイドでは、民間銀行による準備預金が大きく膨張しており、現在は、米金融市場の市場参加者すべてが「巨額のカネ余り」状態にある。そこから、いかにして、かつてのように、公開市場操作で資金需給を調節することによって政策金利を上げ下げできる環境を取り戻せるのか—現在のFed、ひいては、危機後に同様のLSAPをこれまで展開してきた日銀やイングランド銀行に共通する最大の課題は、この点にある。
3. Fedは危機後、LSAPを実施する傍ら、その初期段階から、そのような異例の金融政策からの「出口」局面における政策運営の在り方を真剣に検討し、それを対外的にも誠実に説明してきた。FOMCにおける議論の一つの転機となったのは、2012年12月のFOMCにおいて、FRBのスタッフから、正常化局面におけるFed自身の財務運営や連邦財務省への納付金はどうなるのかを含む試算が提示されたことである。この会合を機に、FOMC内では、先行きの政策運営に関する慎重論が次第に拡大し、FOMCメンバーの多くが、この試算結果からかなりの衝撃を受けた様子が議事要旨から窺われる。そしてFedは、FOMCにおけるこのような検討と並行して、2013年1月、対外向けに、FRBスタッフによるディスカッション・ペーパーという、いわば「未定稿」の形態ながら、正常化局面におけるFedの財務運営等に関する試算結果を公表した。おそらく、首脳陣は、この試算結果をFOMCの議論と合わせて公表しなければ、先行きの正常化局面における政策運営の困難さの度合いを、正しく米国民や市場に理解してもらうことはできない、と考えたのではないかと推察される。そこには、国の経済全体に影響を及ぼす金融政策運営を預かる当局としての、国民に対する責任感や使命感、誠実さが窺われる。
4. その後、バーナンキ前議長が2013年5月、米議会の上下両院合同経済委で金融緩和の修正を示唆したことを機に、アメリカの長期金利は急騰し“バーナンキ・ショック”とも呼ばれる事態となった。そして、2014年1月から、資産買い入れ規模の縮小（“tapering”）が開始され、同年9月には、最終的な“政策正常化の方針と計画”が公表された。同年10月、新規の資産買い入れは、ついに停止された。そして2015年12月、Fedが正常化プロセスに本格的に踏み出す第一歩として、危機後初のFFレートの引き上げ誘導が実施されたのである。

5. Fedの財務運営の先行きに関する試算結果について、2013年に対外公表されたペーパーの内容からみると、Fedの債券保有規模は、満期落ちへの着手によって2020年前後までに急速に縮小し、同年前後には超過準備がほぼ解消する。また、FFレートの引き上げ誘導によって、Fedが保有する資産の利回り、FFレートの引き上げ誘導のために、Fedが超過準備分について支払わなければならない利払費との間における順ざやの幅が次第に縮小する等の事情により、Fedの収益基盤が悪化し、正常化プロセスにある間の2～5年程度の期間、Fedが連邦財務省への“納付金ゼロ”となる姿も示されている。実際、収益の悪化はそれでも賄い切れず、Fedは、損失分は会計上「繰延資産」を資産サイドに計上して、いわば、Fed自身の先行きの利益を自ら先食いする形で対応する制度となっている。その最大の幅は、金利シナリオにもよるが、2019年に200億～1,400億ドル程度にまで達すると見込まれている。その後の実際の政策運営は、この時点における前提とやや異なるパスをたどっているが、この試算結果は、正常化局面における金融市場の姿や、中央銀行であるFedの財務運営がどの程度の影響を受けることになるのかを把握するうえで、今もなお、大いに参考になるものである。

6. LSAPによる金融政策運営は、それを実施している間、言い換えれば実体経済の回復基調が捗々しくない間は問題が表面化しにくい。ただし、いったん正常化プロセスに入り、実体経済の回復の足取りが確かなものとなって、市場金利が上昇してくれば、中央銀行は財務運営上の困難に直面する。

今次「正常化局面」においては、実際の金融情勢等の推移にもよるが、この「繰延資産」は、どこまで計上することが許されるのかが、今後の焦点となってくる可能性がある。Fedとしては、それは決して「青天井」となることは許されない、とみている模様である。Fedが金融政策運営を正常化させるためには、このような収益悪化状態を極力短い期間で乗り切って、超過準備を解消させることが必要となり、この点が正常化局面におけるFedの政策運営の“重い制約”となつてのしかかってくる可能性もある。Fedは期近で満期を迎える財務省証券や、繰り上げ償還になるであろうと想定されるMBSを相当額保有しているが、FFレートの引き上げ誘導がある程度まで進めば、次のステップとして、保有する債券の再投資停止に大胆に踏み切ってくるものと考えられる。

7. 金融政策運営の正常化に向けた、Fedのこれまでの検討の進め方や実際の取り組みは、わが国における今後の金融政策運営を考えるうえでも、重要な示唆を含む。LSAPとは、ひとたび踏み切ってしまうと、従来のような機動的な金融政策を行い得る環境を、その中央銀行が取り戻すことは容易ではなくなる、というものである。そうであれば「何が何でも物価目標が達成されるまでは、ひたすらLSAPを継続し、正常化に関しては、物価目標が達成された時点で改めて考えればよい」という筋合いのものでは決してない。LSAPの実行と同時並行的に、正常化局面の政策運営の具体像やその困難さの度合い、国内経済全般や財政運営に与える影響、正常化までに必要な年数、等を十分に考え、広くその認識を共有すべきであろう。

とりわけ、中央銀行の財務運営に与える影響を把握することは必須である。日銀も、金融政策決定会合で、正常化局面での政策運営の在り方を、自らの財務運営への影響や国の財政運営への影響等の試算も踏まえて、きちんと議論すべきであり、その過程を開示すべきである。そのようにすることこ

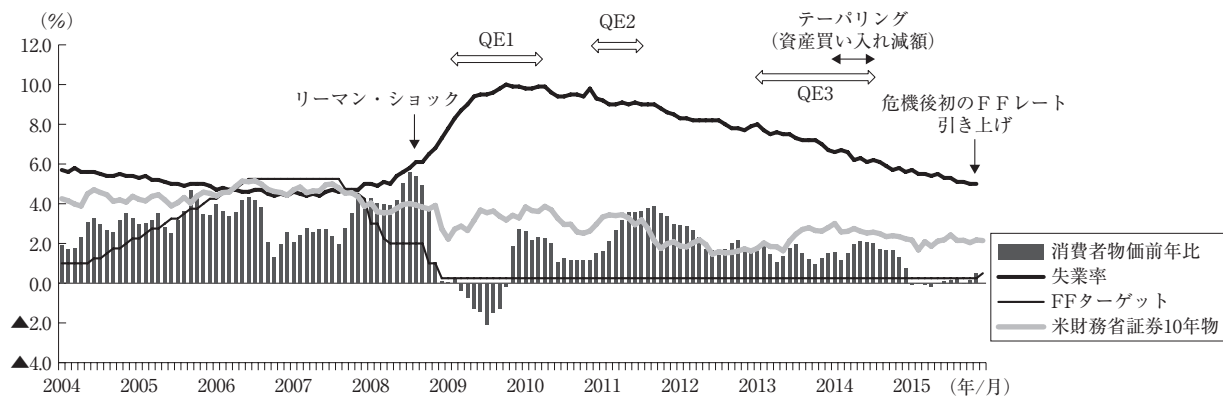
そが、家計セクターにも企業セクターにも、そして政府の財政運営にも、国の経済全体にあまねく影響を及ぼす金融政策運営を預かる中央銀行の責任を果たせる道である。

1. Fedが今後の金融政策運営上、直面している課題—問題の所在

(1) はじめに

アメリカの連邦準備制度（The Federal Reserve System、以下Fed）は2015年12月16日、金融政策運営を議論する連邦公開市場委員会（FOMC：The Federal Open Market Committee）において、政策金利であるFFレートの「事実上のゼロ金利」状態（正確には0.25%程度）を解除し、そのターゲットのレンジを0.25～0.50%程度に引き上げることを決定し、翌17日に実施した（図表1）。これは、リーマン・ショック直後の2008年12月以降、実に7年間にわたり継続してきた「事実上のゼロ金利」状態、および「非伝統的な手段」による政策運営に終止符を打つもので、正常化に向けての一歩が踏み出されたことを意味する。

（図表1）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）Datastreamを基に日本総合研究所作成
（原資料）U.S. Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters.

本稿では、まず最初に、危機後のFedの金融政策運営を簡単に振り返った後、Fedが非伝統的な手段による政策運営を展開させるのと同時進行で、どのように先行きの正常化戦略を検討してきたのか、そして現在、どのように実行に移し始めているのかについて述べる。そして、Fedが先行きについて、どの程度のタイム・スパンのもとで、正常化を完了させることを見込んでいるのか、その際の課題や政策運営上の制約にはどのようなものがあるのかを検討し、最後に、Fedをはるかに上回る規模で、非伝統的な手段による金融政策運営を今なお継続している日本銀行、およびわが国の経済・財政政策運営への示唆を考えることとしたい。

(2) 危機後のFedの金融政策運営と現在のバランス・シートの状況

リーマン・ショックを受けた金融危機後、アメリカをはじめとする欧米主要国経済は軒並み、1930年代の大恐慌以来の“The Great Recession”（大不況）ともいわれるほどの厳しい落ち込みを、長期間にわたり経験した。アメリカの場合、失業率は、危機前の4%台から一気に、2009年10月に10%にまで急上昇したほか、消費者物価も2009年3～10月に前年比マイナスに陥り、一時は、デフレ・スパイラルへの転落すら深刻に懸念される状況にあった（図表1）。

そのような状況下、Fedは他の欧米主要中銀と同様、危機のただなかから、具体的にはリーマン・ショックに先立つ2007年夏のサブ・プライム危機の頃から、政策金利を立て続けに、かつ急速に引き下げた。2008年末には早くもその水準はゼロ%近傍に達し、さらなる引き下げの余地は事実上なくなったため、Fedは大規模な資産買い入れ（LSAP：Large Scale Asset Purchases。内外での一般的な通称は“量的緩和”＜QE：Quantitative Easing＞）という非伝統的な手段による金融政策運営に乗り出した（通称“QE1”）。その意図は、アメリカの長期資本市場の中核をなす財務省証券（＝米国債）市場や住宅金融市場において、財務省証券やMBS（モーゲージ担保証券）を多額に買い入れることによって、政策金利をゼロ%近傍に誘導するのに必要な分を大幅に上回る巨額の資金を市場に供給し、長短市場金利の跳ね上がりを抑制して、危機を収束させることにあった（図表2、注1）。それと合わせてFedは、先行きの短期金利水準について、「事実上のゼロ金利」状態をいつまで継続するのかに関する「フォワード・ガイダンス」を対外的に発信し、市場とのコミュニケーションに努める、という手法も用いた。

(図表2) 連邦準備制度のLSAP（大規模資産買い入れ）プログラムの内容

プログラム	時期	買い入れ資産	規模 (10億ドル)
QE1 (量的緩和1)	2008/12/5～ 2010/3/31	GSEエージェンシー債(注) MBS (住宅ローン担保証券) 財務省証券(＝米国債)	\$172 \$1,250 \$300
QE2(量的緩和2)	2010/11/12～ 2011/6/30	財務省証券	\$600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/10/3～ 2012/12/30	財務省証券(短期債を売却し、 長期債を買い入れ)	+▲\$667
QE3(量的緩和3)	2012/9/14～ 2014/10/31	MBS 財務省証券	\$823 \$790

(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Table 1を基に日本総合研究所作成

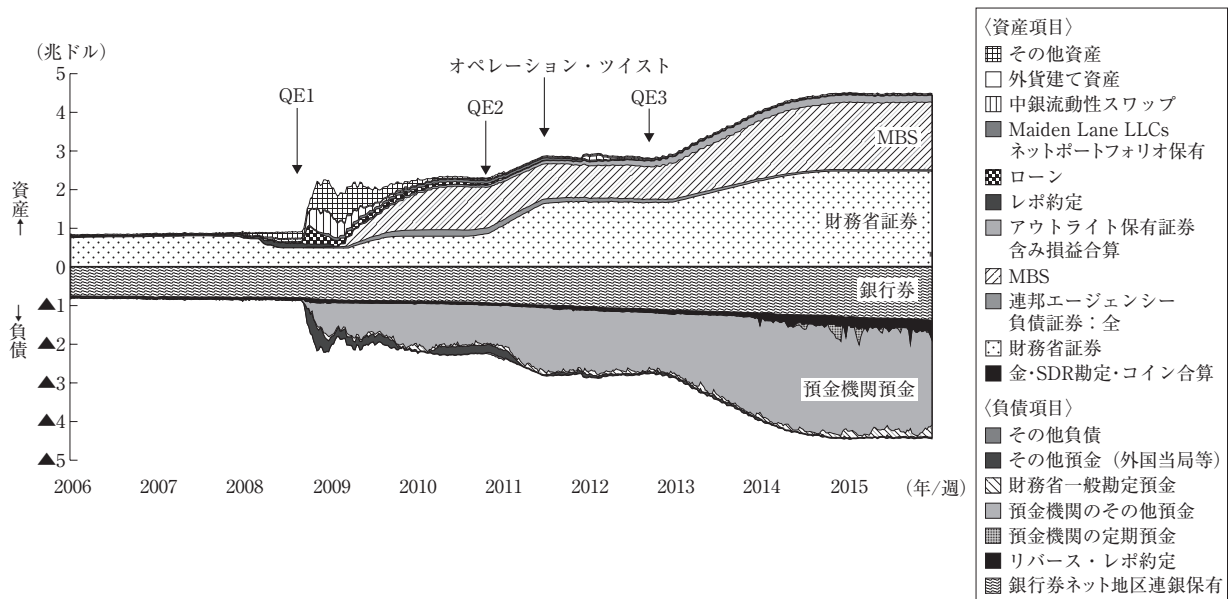
(注) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業(GSE)が発行する社債。

しかしながら、その後もアメリカ経済の低迷は長期化したため、Fedは資産買い入れを断続的に継続し、通称“QE2”、“満期拡張プログラム”（オペレーション・ツイスト）、通称“QE3”という形で、LSAPをさらに展開した（図表2）。ただし、その意図は次第に、長期金利水準の抑制による实体经济の下支えへと軸足を移すこととなった。そして、そのような金融政策運営を危機後約6年間にわたり継続した結果、Fedのバランス・シートは大きく膨張し、今日に至っている（図表3）。

(3) Fedが直面する課題—問題の所在

金融危機から7年の年月を経て、Fedが上述のように、非伝統的な手段による金融政策運営を展開したことも奏効し、アメリカ経済は堅調な拡大基調を回復しつつある。失業率は、2009年10月の10%をピークに、足許の2015年11月には5%にまで低下し、危機前の水準に近づきつつある。消費者物価は、アメリカも他の主要国と同様、足許で伸び悩んでいるが、これがエネルギーや非エネルギー輸入財価格の下落によるもので、これらが安定し、景気の拡大基調を維持できれば、いずれはFedが金融政策運営上の‘a longer-run goal’（より長期的な目標、注2）に掲げる2%に近づいていくものとみられている。

(図表 3) 連邦準備制度のバランスシートの推移



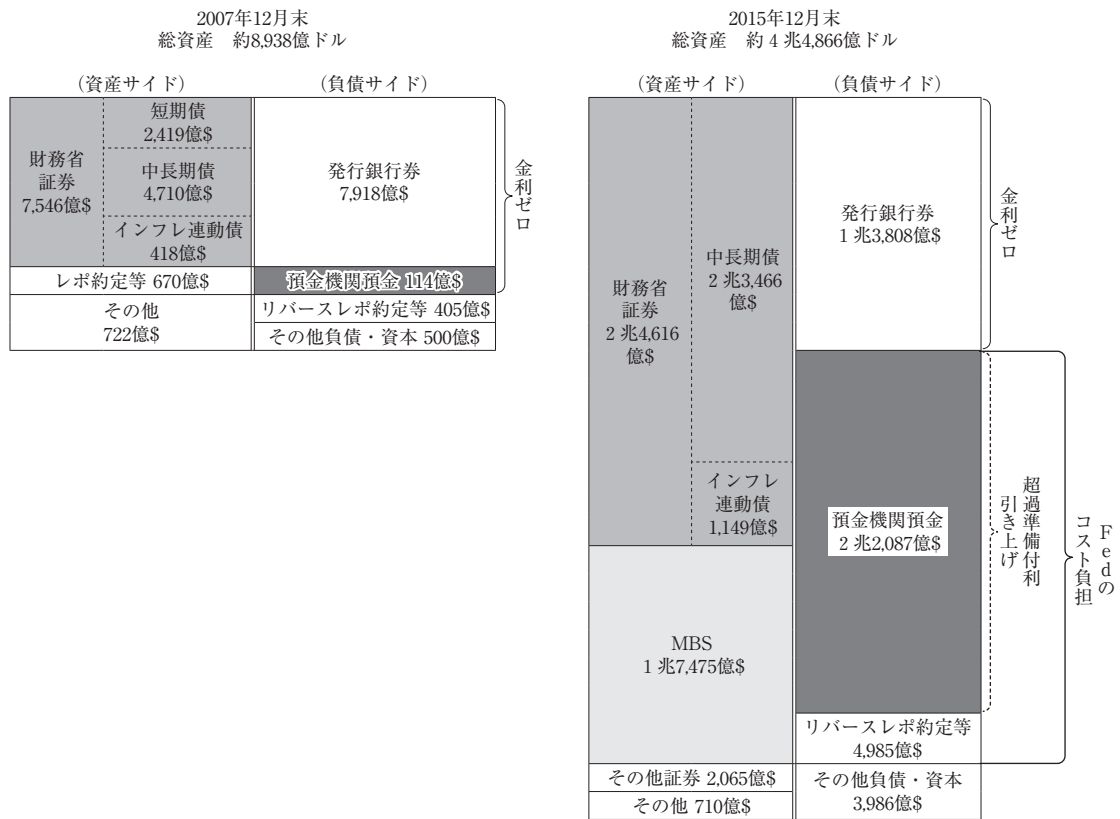
(資料) Federal Reserve Statistical Release, "Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)" のデータを基に日本総合研究所作成

このような状況下、Fedがこれまで7年間にわたり継続してきた「超金融緩和」状態から脱却し、アメリカの金融市場およびFedの金融政策運営の正常化を図っていくことは自然な成り行きである。この点について、アメリカ国内の主な論調をみても、異論はほとんどないように見受けられる。

しかしながら、Fedが長年にわたり、LSAPを継続してきた結果、Fed自身のバランス・シートの様や、中央銀行とその膝元である長短金融市場との関係は、金融危機前とは大きな変化を余儀なくされた。図表4は、Fedのバランス・シートの大きな見取り図を、金融危機前と現在とで比較したものである。この図からも明らかなように、危機前のいわば「平時」の段階では、Fedの負債の大宗は発行銀行券が占め、預金機関（市中銀行）の預金は相対的に低いシェアないし少額にとどまっていたため、Fedはレポ約定やリバース・レポ約定といった公開市場操作によって、短期金融市場の資金需給を少額で変化させるだけで、FFレートを、政策運営上適切な水準に誘導することが可能であった。これに対して大規模なLSAP実施後の足許の状況を見ると、Fedが買い入れてきた多額の財務省証券やMBSの見返りとして、預金機関の預金が、発行銀行券の残高を遥かに凌駕する形で膨張していることがわかる。これらはすべて、預金機関がFedのLSAPに応じた結果として得た、巨額の余剰資金をFedに預けて運用している「超過準備」(excess reserves) に相当する。これらが残存している限り、市場参加者全員がいわば、「大幅なカネ余り」の状態にあることを意味する。そのような状況下では、「平時」の規模で公開市場操作を行っても、市場参加者は誰も「資金不足」に陥ることはないゆえ、短期金融取引は発生せず、市場金利を引き上げ誘導することは難しい。

では、そうした状況下で、いかにして短期市場金利を引き上げ誘導して、引き締め方向での金融政策運営に転じてそれを継続し、Fed自身のバランス・シートを、危機前のような規模・内容のものに戻し、最終的には金融政策運営を正常化させていくのか—この点こそがまさに、現在のFedが抱える課題であ

(図表4) Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較(2007年末と2015年末)



(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およびDecember 31, 2015の計数を基に日本総合研究所作成
 (注) 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。

り、近年、同様の金融政策運営を展開してきた日本銀行やイングランド銀行にも共通する課題であるといえよう。本稿の問題意識は、まさにこの点にある。

(注1) 当時のFedのそのようなLSAPによる政策運営の意図や、2001~2006年に日銀が実施した「量的緩和」政策との考え方の違い等に関しては、拙論「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」(2014年11月)参照。
 (注2) Fedは、消費者物価指数の前年比2%を、あくまで金融政策運営上の‘goal’(目標)と表現している。‘target’という表現は決して用いてはならず、自らが「インフレーション・ターゲティング」を採用する中央銀行であるとは表明していない。詳細は拙論「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングをめぐる経験」(2015年11月)参照。

2. 正常化戦略の内容に関する、Fedの考え方の変遷

(1) 「金融政策運営の正常化」の意味

「金融政策運営の正常化」とは、どのようなことが達成されることを意味するのか。何をもって「金融政策運営が正常化」されたといえるようになるのか—この点をはじめに確認しておこう。Fed自身は、この点について、Fedの規程上のマנדートである「最大雇用」と「物価安定」の達成が促進されるようにするために、①短期金利を平時の水準に戻し、②Fedによる証券保有をより通常のレベルに戻すこと、を意味するとしている(注3)。

なお、後述するように、2014年9月にFOMCが決定し、公表した「政策正常化の方針と計画」においては、「委員会（FOMC）は、Fedが長い目でみれば、金融政策を効率的かつ効果的に実行するうえで必要なだけきっちりの証券を保有するつもりであり、かつ、Fedは主として財務省証券を保有し、それによって経済の各分野における信用の配分にFedの保有が及ぼす影響を最小化させることを企図している」（下線は引用者）と述べられている。イエレンFRB議長も、その後の記者会見等を通じて、こうした考え方を繰り返し述べていることからすれば、「金融政策運営を正常化」するうえでは、超過準備を解消することが実質的なメルクマールになると考えられる。この点が達成されれば、Fedは政策金利の引き上げの際に、自らの財務運営上のコストを伴う状態から解放され、従前通りの機動的な金融政策運営が可能になることを通じて、Fedに課されたデュアル・マンドートである「最大雇用」と「物価安定」の達成が促進されるものといえよう。

(2) Fedの考え方の変遷

以下では、Fed自身が、危機後、「大不況」状態に陥ったアメリカ経済の立て直しのためにLSAPを進めつつ、先行き、どのようにして金融政策運営を正常化させるのかを、いつ頃からどのように検討し、米国民や市場に対して説明してきたのか、についてみてみよう。

A. 2010年

バーナンキ前FRB議長は、Fedがまだ“QE1”の終盤にあった2010年2月、結果的には約7年間にわたることとなったLSAPによる政策運営を通じてみれば、まだその初期段階といえるこの時期、米議会の下院金融サービス委員会において、早くも「Fedの出口戦略」に関する議会証言（注4）を行っている。そのなかで同前議長は、「現下の金融拡張策が成熟すれば、Fedは、インフレ圧力の高まりを回避するため、金融引き締めが必要となる」、「Fedは、然るべき時が来れば、金融を引き締める幾つものツールを有している」、「最も重要なのは、2008年10月に、米議会による規程改正により、準備預金への付利が可能になった点。これで、すべての短期金利に押し上げ圧力をかけることが可能となった」、「多額の超過準備を圧縮（排出）するための追加的なツールとして、リバース・レポやターム預金なども開発中である」などと述べている。同前議長は、「異例の緩和がこのまま永続することは決してあり得ない」と、まず釘を刺したうえで、現時点での「正常化戦略」で実際に採用されている手段を、この時点ではほぼ正確に認識し、米議会という、米国民や市場に対する公式な説明の場で、決して逃げることなく、具体的かつ明確に述べているのである。

B. 2011年

その後、2011年には、Fedが実際の金融政策運営を決定するFOMCにおいても、正常化戦略の在り方が議題とされた。同年6月には、その原則に関して、FOMCで合意がなされた（図表5）。そして、これに続く2011年6月のFOMCにおいては、然るべきタイミングで、金融政策のスタンスと運営を正常化させる際に従うべき鍵となる要素が、メンバーの1名を除く全員が賛成する形で合意された（「出口戦略の原則」＜Exit Strategy Principles＞。図表5、注5）。

(図表5) 2011年6月のFOMCで合意された、Fedの「正常化戦略の原則」(Exit Strategy Principles)

- FOMCは、その規程上のマニフェストである最大雇用と物価安定の促進のために、政策正常化のタイミングとベースについて決定する。
- 政策正常化のプロセスを開始するのに際しては、FOMCはまず最初に、SOMAにおける証券保有の元本の支払いの、一部もしくは全てを再投資することを停止することとなりそうである。
- それと同時に、もしくはそのある程度後に、FOMCは、FFレートのパスに関するフォワード・ガイダンスを改変するであろう。また、適切なときにFFレートの引き上げを実行することを支援するために、一時的な準備排出のオペレーションを開始するであろう。
- 経済情勢が許せば、FOMCは、政策正常化の次のステップは、FFレートのターゲットの引き上げとなり、その時点から、FFレートの水準もしくはレンジを変化させることが、金融政策のスタンスを調節する主な手段となろう。
- 正常化プロセスを通じて、超過準備への付利や銀行システムにおける準備の水準を調節することが、FFレートをターゲットに導くうえで用いられるであろう。
- エージェンシー債のSOMAからの売却は、FFレートのターゲットの最初の引き上げの一定程度後に開始されることとなりそうである。売却のタイミングとベースは、大衆に事前に伝えられ、そのベースは相対的に、段階的で堅調なもの(gradual and steady)になると期待されるが、経済見通しや金融情勢の相当な変化に対応して、上下方向で調整されることがあり得る。
- 一たび売却が開始されれば、売却のベースは、3～5年の期間をかけて、SOMAにおけるエージェンシー債保有を皆無にすることを目標とし、それによって、SOMAのポートフォリオが、経済の各セクターにおける信用の配分に与える影響を最小化することが期待される。このベースでの売却によって、SOMAのポートフォリオの規模を、2～3年の期間で正常化することが期待される。とりわけ、証券ポートフォリオ、およびそれに関連する銀行の準備の量は、金融政策の効率的な運営と首尾一貫する、最小の水準にまで縮減されることが期待される。
- FOMCは、経済や金融情勢の展開の観点から必要であれば、出口戦略について調整を行う用意がある。

(資料) FRB, Minutes of the Federal Open Market Committee June 21-23, 2011, released on July 12, 2011, p3の記述を基に日本総合研究所作成

当時、FOMC内では、Fedが金融政策のオペレーション上抱えるポートフォリオ（Fedのオペを専ら担当するニューヨーク連邦準備銀行のシステム公開市場勘定<SOMA：System Open Market Account）の規模が巨大化し、かつては皆無であった多額のMBSをFedが保有するに至っていることや、資産の肥大化の裏返しとして、負債側で巨額の超過準備を抱えていることを問題視する考え方が根強かった模様である。この時点においては、正常化プロセスの第一段階として、SOMA内で満期が到来した債券の満期落ちの開始が掲げられていたり、その後の段階で、MBSを満期到来前に市場に売却することも正常化の手段に含められていたなど、現在、実際に採用されている正常化戦略とは、一部異なる点もみられていた。

C. 2012年

2012年に入ると、8月末に開催された、カンザスシティ連銀主催の毎夏恒例のシンポジウムにおいて、バーナンキ前議長は、「危機の襲来以降の金融政策」と題する講演を行っている（注6）。前議長は、LSAPの効果として、長期国債の金利低下にとどまらず、社債やMBS金利の低下効果もあったことを指摘した一方で、このような政策の恩恵（benefits）は、潜在的なコストとともに考える必要がある、と述べている。潜在的なコストとして、バーナンキ前議長は、①証券市場の機能を損なう、②Fedのバランス・シートのさらなる拡張が、然るべきタイミングで、Fedが緩和的な政策からスムーズに脱却できるかどうかについての、大衆の信認を減殺する、③金融の安定性にとってリスクとなる、④Fedが予期せぬ程度にまで金利を引き上げなければならなくなった場合、Fedが財務運営上の損失を被る可能性がある（注7）、という諸点を挙げている。

その後、Fedが累次のLSAPを断続的に展開しつつ、正常化戦略に関する検討を深めるうえで、大きな転機になったとみられるのが、2012年12月のFOMCである。この会合には、正常化局面に関するFRBスタッフによる試算結果が提示され、それを踏まえて議論が行われている。その試算結果は、正

常化局面におけるFed自身の財務運営や連邦財務省への納付金がどのような形になるのかに関する点を含むもので、FOMCメンバーの多くが、相当な衝撃を受けた様子が議事要旨（Minutes）からも窺われる。前回会合までは議論にも上っていなかった、先行きの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る。

D. 2013年

2013年入り後、3月19～20日に開催されたFOMCにおいては、先行きの慎重論が一段とトーンを増すこととなった。この会合においても、FRBのスタッフから、資産買い入れの有効性や、証券市場の機能に与える影響、金融の安定性に対するリスクをいかに増幅させたり減殺させたりすることがあり得るか、買い入れの財務運営上のインプリケーションに関するプレゼンテーションが行われた。おそらく、その内容は、2012年12月のFOMCで提示された試算内容をブラッシュ・アップしたものではないかと推測される。それを受けて、この回のFOMCでは、資産買い入れの有効性と効率性をいかに評価するかに関する議論が、相当な時間をかけて行われていることが議事要旨から窺われる。FOMCのメンバーは総じて、「実施中の資産買い入れの、マクロ経済上のベネフィットが、あり得べきコストやリスクを上回っている」と判断したものの、そのベネフィットとコストの評価を今後も継続していく必要がある点で一致した。もっとも、この回の会合では、この点に関する様々な角度からの議論が行われており、各メンバー間のスタンスには温度差もあることが明らかにされている（当該部分の抄訳は末尾の補論参照）。

なお、FRBはFOMCのこのような議論の展開と並行して、2013年1月に、FRBの調査・統計および金融問題部門のディスカッション・ペーパーとして、「連邦準備のバランス・シートと収益：入門と予測」（注8）という論文を公表した。その詳細な内容は次章でとりあげる。このような「出口」にかかる試算結果をFedが公表したことについて、当時のわが国内においては、全くといってよいほど報道されることはなかった模様であるが、欧米のメディアでは、筆者が把握できている限りでも、その内容に関する複数の報道（注9）がみられた。LSAPの負の側面ともいえる、正常化段階での試算結果が冷静に受け止められ、報じられている。

そしてこのような流れのなか、バーナンキ前議長は2013年5月、米議会の上下両院合同委で議会証言を行い、「超低金利の持続が金融の安定を阻害する可能性を深刻に受け止めている」、「副作用の監視を強化する」、「2013年中にも資産買い入れを縮小する可能性がある」などと述べた。これを機に、アメリカの長期金利は急騰し（前掲図表1）、*“バーナンキ・ショック”*とも呼ばれる事態となった。

さらに翌6月のFOMCにおいては、2011年当時とはSOMAの規模も内訳も変化したため、“正常化政策の原則”を一部、見直す方向で検討することとされた。その後、同年末にかけて、FOMC内で議論を詰め、2014年1月から、資産買い入れ規模の縮小（*“tapering”*）が開始されたのである。

E. 2014～2015年

2014年入り後は、“tapering”を進めるのと並行して、FOMCにおいては、実際の正常化プロセスの在り方に関する検討がさらに重ねられ、同年9月には、“政策正常化の方針と計画”（Policy

(図表6) 2014年9月のFOMCで合意された、Fedの「政策正常化の方針と計画」(Policy Normalization Principles and Plans)の内容

- FOMCは、最大雇用の達成と物価安定という規程上のマニフェストが促進されるようにするため、政策正常化—FFレートと他の短期金利を、よりノーマルな水準に引き上げ、Fedの証券保有を減らすという意味のあるステップ—のタイミングとペースを決定する。
 - 経済状況と見通しによって、金融緩和の度合いを弱めることが正当化されるようになれば、FOMCはFFレートのターゲット・レンジを引き上げる。
 - 正常化の過程において、FOMCが設定するターゲット・レンジにFFレートを誘導するための主な手段として、Fedは超過準備に対する付利水準の調整を用いる。また、FOMCは、必要な限りにおいて、オーバーナイト・リバースレポ・ファシリティや他の補完的な手段を用いるが、FFレートのコントロールにもはや必要でなくなれば、フェーズ・アウトすることになる。
- FOMCは、Fedが保有する証券を、段階的かつ予見可能な方法で減らしていくことを企図しているが、それは主として、SOMA（システム公開市場勘定）のなかで保有する証券の元本の再投資を停止することによって達成する。
 - FOMCは、再投資の停止ないしフェージング・アウトの開始を、FFレートのターゲット・レンジの引き上げを行った後に開始する。そのタイミングは、経済・金融条件や経済見通しが今後どのようになるのか次第である。
 - FOMCは現在、正常化プロセスの一部として、エージェンシーのMBSを売却することは想定していないが、長い目で考えれば、残高を減少させたり皆無とするために、限定的に売却を行うことはあり得る。そのような何らかの売却を行う場合、そのタイミングとペースは、事前に公表される。
- FOMCとしては、Fedは長期的には、金融政策を効率的かつ効果的に運営するうえで必要なだけきっちりの証券を保有するつもりである。主として財務省証券を保有することとなり、そうすることによって、経済の各セクターへの信用の割り当てに対するFedの保有の影響を最小化することができる。
- FOMCは、この政策正常化のアプローチの詳細について、経済・金融情勢の観点から調整するつもりである。

(資料) Federal Reserve press release, "Policy Normalization Principles and Plans", September 17, 2014を基に日本総合研究所作成

Normalization Principles and Plans。図表6)が公表されている。

これは、正常化プロセスの手順、および実際に用いる手段を、2011年時点の原則とは一部変更するもので、①FFレートの引き上げ誘導開始→②SOMAの保有資産の再投資停止開始、という手順を進めるほか、バランス・シート規模を縮小させ、超過準備を解消する手段として、MBS売却は基本的には想定しないこととされた。これは、市場金利への悪影響の可能性もさることながら、スタッフの試算結果に基づき財務運営上の悪影響を勘案した結果でもあった模様である。イエレン現FRB議長は、この9月のFOMC後の記者会見において、正常化の用途は2020年頃を想定していると説明している。

そして翌10月をもって、資産買い入れは停止された。その後も再投資によってSOMAの規模は維持されているが、2015年12月、危機後初のFFレート引き上げ誘導（“Liftoff”。上限0.25%→0.50%）が実施されたのである。

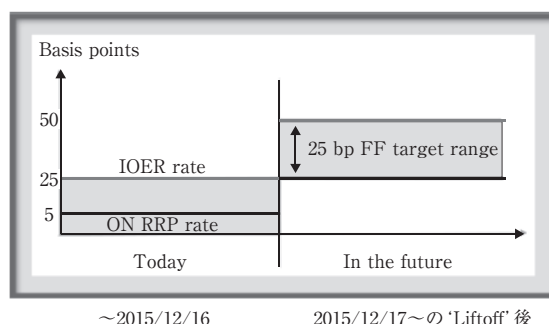
その際のオペレーションを具体的にみると、準備預金積み立ての対象となっている銀行に適用されるIOER（注10）を0.50%に引き上げることで、FFレートの変動幅の上限が0.50%に引き上げられた。加えて、アメリカの場合、短期金融市場においては、銀行以外のノンバンク勢のプレゼンスも大きい（図

(図表7) アメリカのマネー・マーケットの主な資金の借り手と貸し手

	フェデラル・ファンド	ユーロドル	レポおよびリバース・レポ
資金の借り手	銀行	銀行	銀行 証券ディーラー
資金の貸し手	銀行 証券ディーラー GSEs (*)	マネー・マーケット・ファンド その他金融会社 非金融会社	マネー・マーケット・ファンド 証券ディーラー GSEs (*) ヘッジ・ファンド

(資料) Jane E. Ihrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach, "Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation", *Finance and Economics Discussion Series* 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015. p7 Table 1の図表を基に日本総合研究所作成
(原資料注*) GSEsとは、ファニーメイ、フレディマック、連邦住宅ローン銀行（FHLBs）といった政府支援企業。

(図表 8) Fedの政策金利とフェデラル・ファンドのターゲット・レンジ



(資料) Jane E. Ibrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach, "Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation", *Finance and Economics Discussion Series* 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015, p23 Figure 7の図表を基に、日本総合研究所が2015年12月の'Liftoff'後の状況に合わせる形で一部加筆して作成

(図表 9) 正常化局面における政策ツールが金利を押し上げる経路

政策ツール	裁定の促進	金融市場において、影響を及ぼし得る範囲の拡大	準備の稀少性の増加
IOERレートの引き上げ	✓		
RRPsのオファー (O/N or ターム物)	✓	✓	✓
ターム預金のオファー	✓		✓
Fedの証券保有の削減			✓
所要準備の引き上げ			✓

(資料) Jane E. Ibrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach, "Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation", *Finance and Economics Discussion Series* 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015, p12 Table 2の図表を基に日本総合研究所作成

表 7) ことから、彼らの短期金利取引における金利水準を押し上げるために、オーバーナイト・リバー
ス・レポ (ONRRP: Overnight Reverse Repurchase Agreements) も日々、実施されているが、その
金利水準を0.25%とすることによって、FFレートの事実上の下限として機能する仕組みとなっている
(図表 8)。またFedはこのほか、ターム預金のオファー等も、引き上げ誘導のための補完的な手段とし
て用いる方針を示している (図表 9)。

(注 3) FRB, "What does the Federal Reserve mean when it talks about the "normalization of monetary policy"?", Current FAQs Informing the public about the Federal Reserveによる。

(注 4) Ben S. Bernanke, Statement prepared for the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 10, 2010.

(注 5) この部分は、FRB, Minutes of the Federal Open Market Committee June 21-23, 2011, released on July 12, 2011, p.3の記述に基づく (訳は筆者)。

(注 6) この部分の記述は、Ben S. Bernanke, "Monetary Policy since the Onset of the Crisis" Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, 2012に基づく。

(注 7) ただし、バーナンキ前議長は、この点と関連して、Fedは当時、直近3年間の連邦財務省への納付金が2,000億ドルを超えており、これは、歴史的にみて平均的な水準を十分に上回っており、純粋に財政的な観点からは、Fedの資産買い入れは、納税

者資金の創出につながった可能性が高い、とも述べている。

(注8) Seth B. Carpenter, Jane E. Ithig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote, “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。同論文は、2013年1月にFRBのホームページで公表された後、内容の修正および差し替えが行われた模様で、現時点では、2013年9月時点の論文が、最終版としてアップされている（“2013-01”という、ディスカッション・ペーパーの通し番号は不変）。

(注9) 2013年1月26日付英誌The Economistの“The Fed’s profits The other side of QE”や、同年1月30日付米紙The Wall Street Journal Europeの“Fed Risks Losses From Bonds”。この二つの記事とも、当該ディスカッション・ペーパーにおける、Fedの連邦財務省への納付金の先行きの見通し（数年間、「納付金ゼロ」の期間が発生）のグラフを掲載している。

(注10) The interest on excess reservesの略。Fedが超過準備に対して支払う金利のこと。

3. Fedが示した正常化プロセスに関する想定と財務運営等の試算結果

次に、FOMCにおける議論にもかなりの影響を与えたとみられる、Fedの財務運営の先行きに関する試算結果がどのようなものであったのかについて、まず2013年1月に一般に对外公表され、同年9月にはその改訂版が公表された、FRBスタッフのディスカッション・ペーパー（注11、以下「ペーパー」と呼称）の内容からみてみよう。

その試算結果の概要は図表10の通りである。FRBのスタッフは、試算を策定した2012年時点において、市場で形成されていた金利見通し（図表11）をベースに、当時のFOMCで実際に展開されていた議論を勘案し、複数のシナリオを検討した。ペーパーは当初、2013年1月に公表されたが、その後の同年夏場にかけてのFOMCにおける議論をさらに勘案する形でシナリオが再検討され、同年9月に改訂版のペーパーが公表されている。

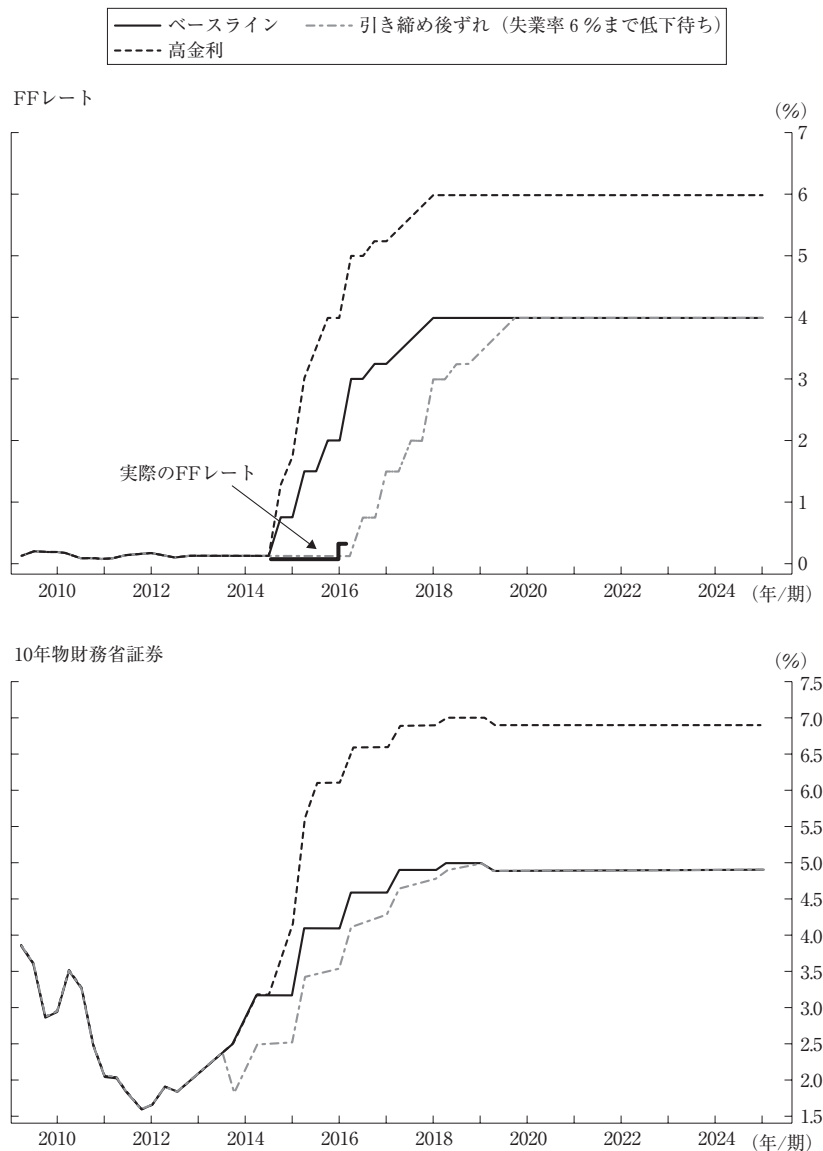
このペーパーで想定されたシナリオは、具体的には、①FFレートの引き上げ誘導と、買い入れ資産の再投資停止（満期落ち）によってバランス・シート規模や超過準備の縮小を図るシナリオを「ベースライン」とし、②それに「MBS売却」を加えたシナリオや、③「失業率が6%（＝閾値くしきいち）に低下するまでFFレートの引き上げ誘導開始を待つ」（＝正常化への着手を後ろ倒しにする）シナリオ、④オーバーナイト・リバース・レポのような、一時的に超過準備を吸収するオペを併用し、Fedが超過

(図表10) 正常化プロセスのシナリオ別の試算結果の概要

	SOMAの規模が正常化	SOMAの構成が正常化	2025年のMBS保有額	2009～2025年累積ベースでの納付金	納付金のトラフ(底、凹み)
	時点(年月)		金額(10億ドル)		
ベースライン	2020年8月	—	\$407	\$908	\$17 (2018)
MBS売却	2019年5月	2020年3月	\$0	\$841	\$0 (2018-2019)
失業率6%の閾値	2021年6月	—	\$512	\$1,052	\$31 (2019)
準備排出手段+50bp	2020年8月	—	\$407	\$870	\$12 (2018)
高金利+200bp					
ベースライン	2020年8月	—	\$407	\$869	\$0 (2017-2019)
MBS売却	2019年6月	2020年6月	\$0	\$804	\$0 (2017-2021)

(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, p5, Table1を基に日本総合研究所作成

(図表11) 2013年のFEDSの試算における、各シナリオの金利の前提 (FFレート)



(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, p24 Figure 1を基に、日本総合研究所が一部加筆して作成

準備に支払う金利 (IOER: Interest on Excess Reserves) が、市場予測のFFレート水準を50bp上回るを得なくなるシナリオや、⑤市場金利がベースラインよりも200bp程度上振れする「高金利シナリオ」等が合わせて検討されている。

このうち、①～③がシナリオ設定の中心となっているものであるが、同ペーパー作成の時点における各シナリオの想定は図表12の通りであり、2013年以降、財務省証券やMBSを、それぞれどの程度のペースで買い入れていくのか、出口戦略に関して、FFレートの最初の引き上げ誘導をいつ実行するか、償還開始 (= 再投資停止) をいつから開始するかが、その時点までのFOMCにおける議論に基づいて

(図表12) 各シナリオの前提

前提 (月-年)	ベースライン	ベースライン +MBS売却	失業率6%の閾値 (引き締め後ずれ)
現行のポートフォリオ戦略			
エージェンシー債の再投資先	エージェンシーMBS	エージェンシーMBS	エージェンシーMBS
財務省証券買い入れ			
総額 (2013-2014)	\$610 billion	\$610 billion	\$610 billion
Jan-13 to Nov-13	45	45	45
Dec-13	30	30	30
Jan-14 to Feb-14	25	25	25
Mar-14	15	15	15
Apr-14 to May 14	10	10	10
Jun-14	0	0	0
MBS買い入れ			
総額 (2013-2014)	\$535 billion	\$535 billion	\$535 billion
Jan-13 to Nov-13	40	40	40
Dec-13	30	30	30
Jan-14 to Feb-14	25	25	25
Mar-14	15	15	15
Apr-14	0	0	0
出口戦略			
FFレート最初の引き上げ (Liftoff)	Aug-15	Aug-16	Jun-17
償還 (=満期落ち) 開始 (=再投資停止)	Feb-15	Feb-15	Dec-16
MBS売却開始	N/A	Feb-16	N/A
MBS売却終了	N/A	Jan-20	N/A

(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, p23, Table A1を基に日本総合研究所が一部加筆して作成

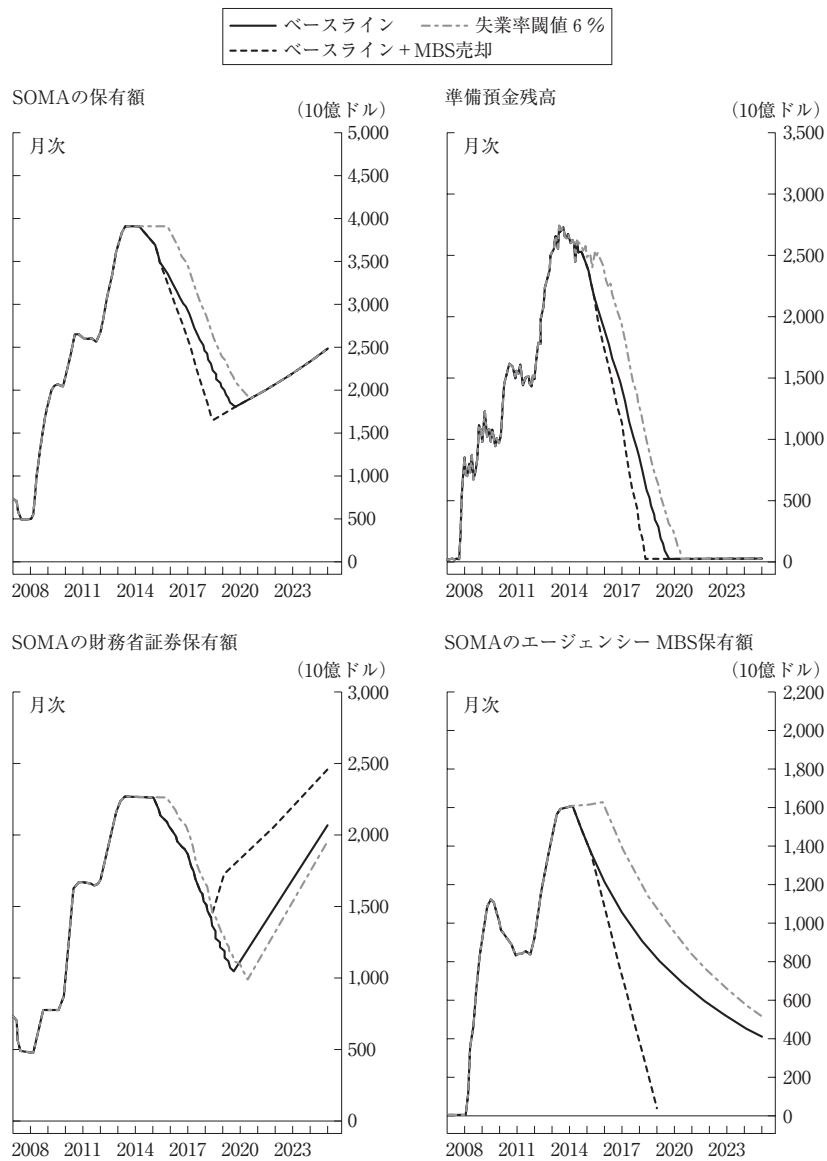
想定されていた。具体的には、FFレートの引き上げ誘導開始は、「ベースライン」シナリオでは2015年8月、最も遅い「失業率6%まで低下待ち」シナリオでは2017年6月と想定されていた。また、再投資停止(満期落ち開始)は、「ベースライン」で2015年2月、最も遅い「失業率6%まで低下待ち」シナリオでは2016年12月と想定されていた。このほか、MBSを売却する②のシナリオにおいては、売却の開始と終了の時点(2016年2月から2020年1月まで実施)も想定されていた。

本ペーパーにおけるシナリオごとの試算結果は、具体的な計数ではなく、グラフの形態のみで公表されている。

試算結果をみても、連邦準備制度全体の公開市場操作を担うニューヨーク連銀が、オペ実施のために保有する勘定である「システム公開市場勘定」(SOMA)の債券保有規模は、シナリオにもよるが、満期落ちへの着手によって2020年前後までに急速に縮小し、同年前後には超過準備がほぼ解消する姿が示されている(図表13、14)。

また、Fedの収益の面では、FFレートの引き上げ誘導によって、SOMAで保有する資産の利回りIOERとの間における順ざやの幅が次第に縮小する等の事情により、Fedの収益基盤が悪化し、Fedが正常化プロセスのただなかにある2~5年程度の期間、連邦財務省への“zero remittance”(納付金ゼロ)となる姿も示されている(図表15、16)。この試算は、Fedのバランス・シート上の順ざや幅の縮小等のみならず、正常化局面における市場金利上昇に伴うキャピタル・ロスや含み損益も勘案のうえ、算出されている模様である。実際、正常化プロセス入り後数年が経過すると、収益の悪化は、“納付金ゼロ”によっても賄いきれない程度にまで落ち込む姿が示されているが、Fedの場合、損失分は会計上、「繰

(図表13) SOMAの保有額と準備バランスの試算結果 (その1。「ベースライン」、
「ベースライン+MBS売却」、「失業率閾値6%」)

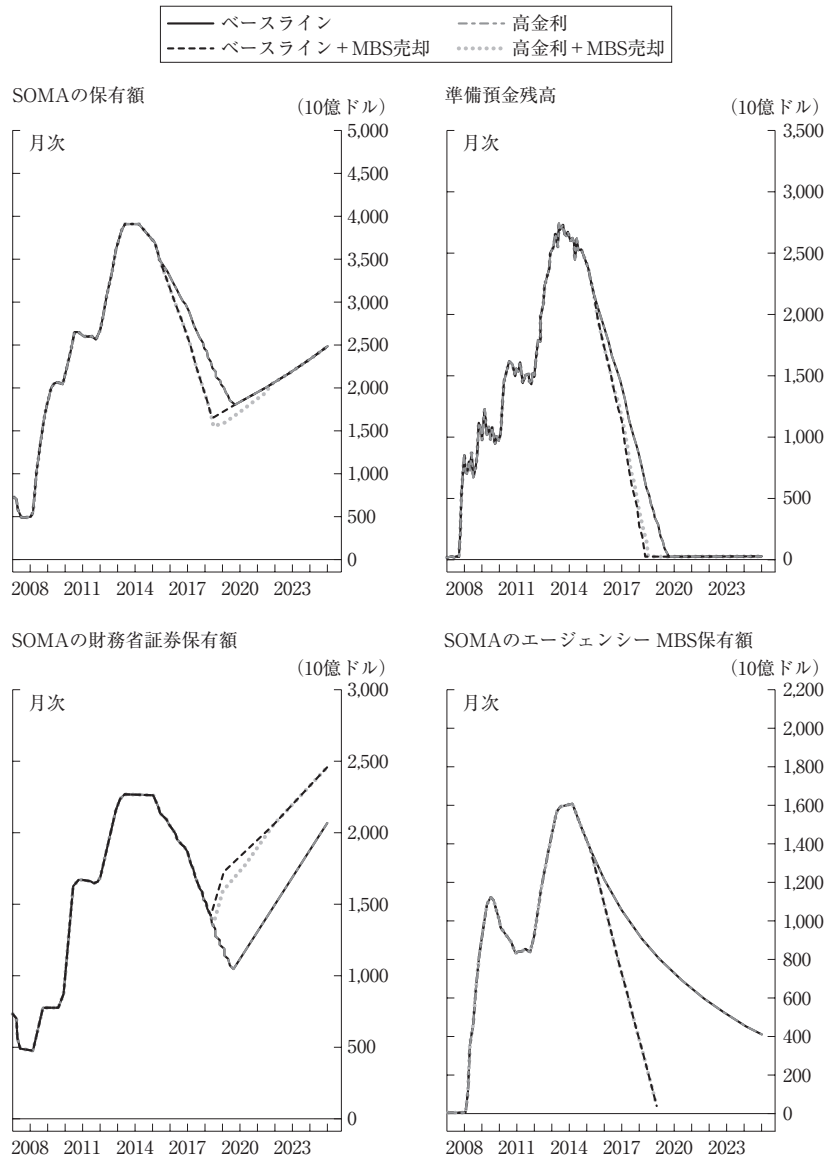


(資料) Seth B. Carpenter et al. "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p25, Figure 2

延資産」(deferred assets)を資産サイドに計上して、いわば、Fedの以降の利益を先食いする形で対応する制度となっている。その最大の幅は、「ベースライン」シナリオで2019年に200億ドル程度、「高金利+MBS売却」シナリオでは売却損も嵩むため、同年に実に1,400億ドル程度にまで達するとの結果となっている(図表16)。この試算結果が、2012年末~2013年頃のFOMCにおいて提示された内容と全く同じものかどうかまでは定かではないが、FOMCメンバーが相当な衝撃を受けたであろうことは容易に想像がつくといえよう。

その後の実際の政策運営は、この時点における前提とはやや異なるパスをたどっている。しかしなが

(図表14) SOMAの保有額と準備バランスの試算結果 (その2。「ベースライン」、「ベースライン+MBS売却」、「高金利」、「高金利+MBS売却」)

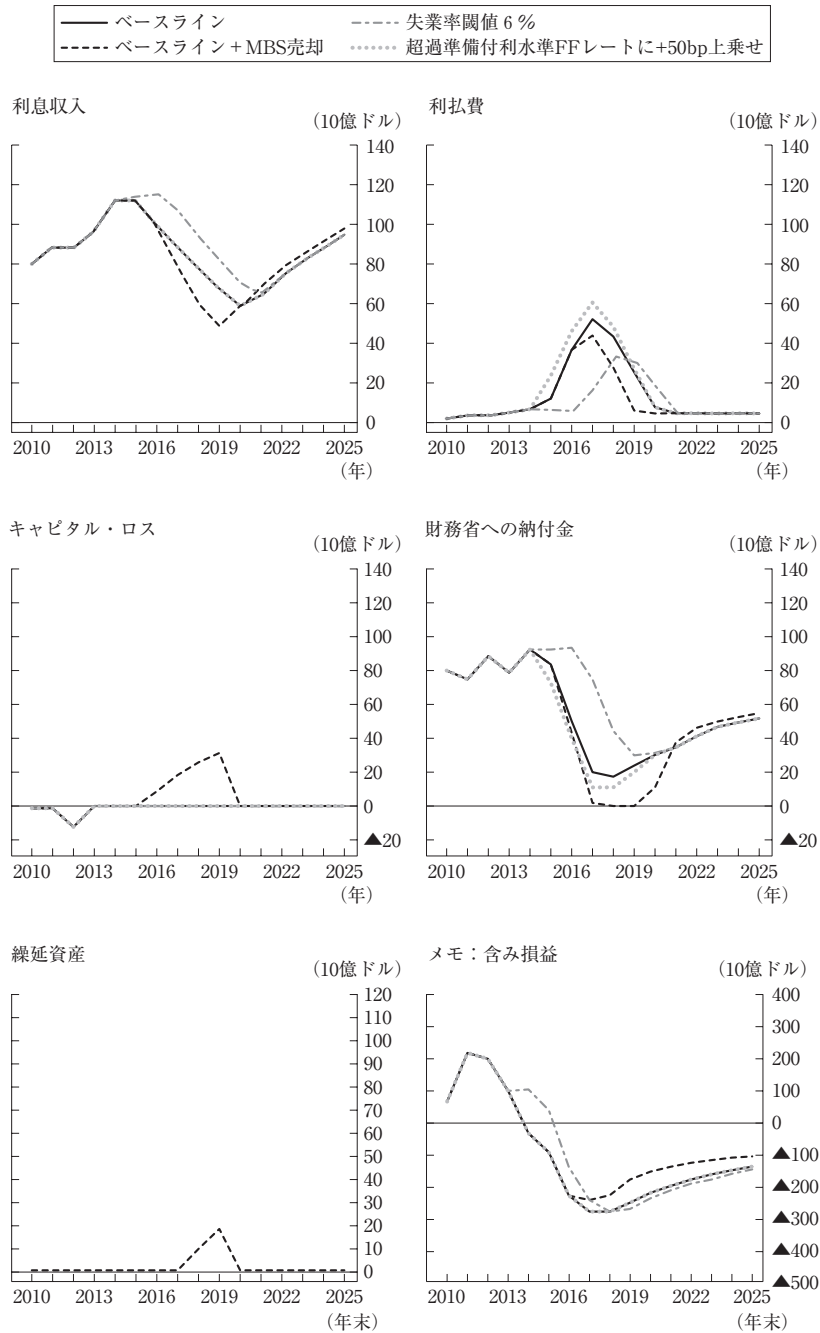


(資料) Seth B. Carpenter et al, "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p27, Figure 4

ら、この試算結果は、正常化局面における金融市場の姿や、中央銀行であるFedの財務運営が、金額の面、および期間の面で、どの程度の影響を受けることになるのかを把握するうえで、今もなお、大いに参考になるものであるといえよう。

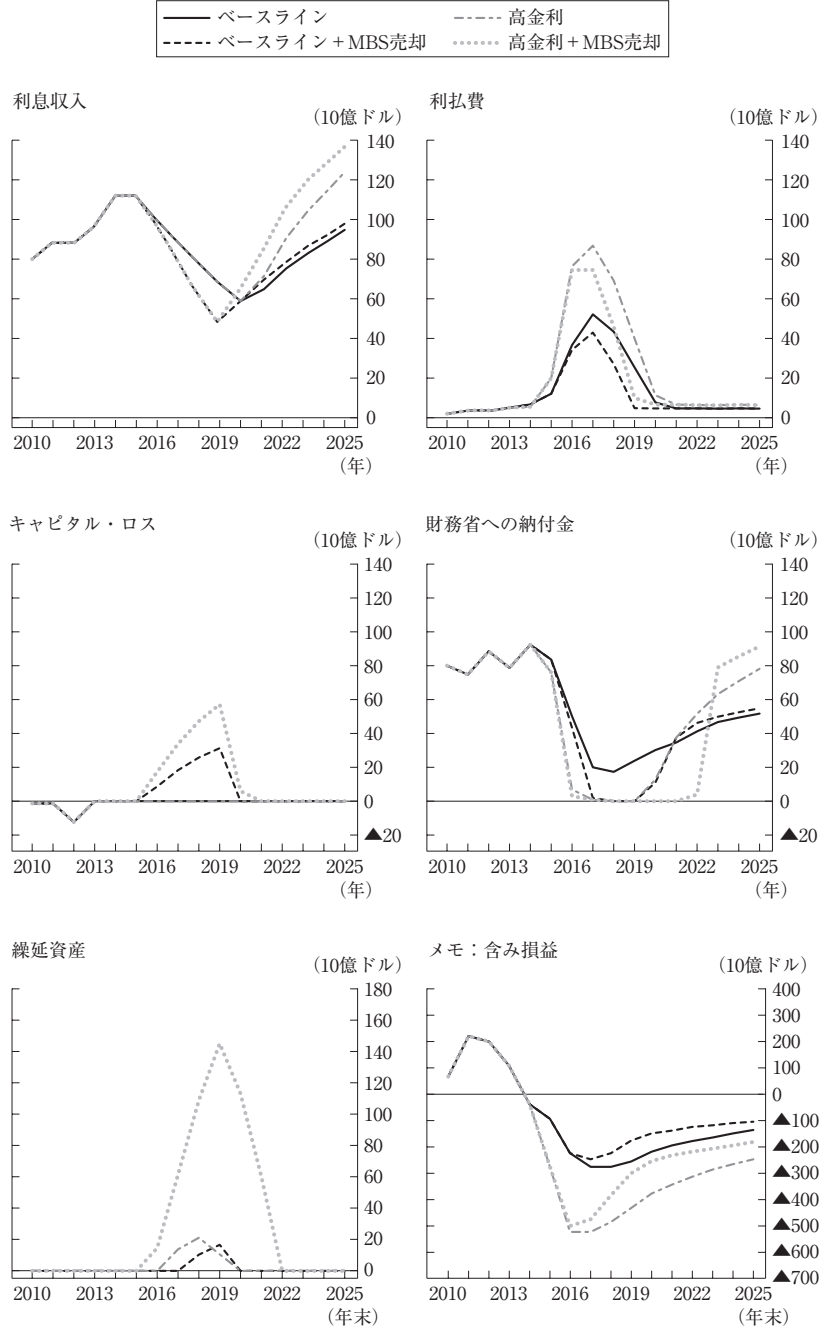
アメリカの場合、Fedと議会との間には緊張関係が存在し、とりわけ共和党は、危機後のFedの超金融緩和政策に批判的なスタンスをとっている。Fedの首脳陣やFOMCメンバーは、正常化プロセスの進展に伴い、先行きのFedの収益が悪化すれば、金融政策運営上、政府からの独立性が損なわれかねない点をかなり憂慮しているものとみられる。

(図表15) Fedの収益関係指標（財務省への納付金、繰延資産等）の試算結果
 (その1。「ベースライン」、「失業率閾値6%」、「ベースライン+MBS
 売却」、「超過準備付利率FFレートに+50bp上乗せ」)



(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を基に日本総合研究所作成

(図表16) Fedの収益関係指標（財務省への納付金、繰延資産等）の試算結果
 (その2。「ベースライン」、「高金利」、「ベースライン+MBS売却」、
 「高金利+MBS売却」)



(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, p28 Figure 5を基に日本総合研究所作成

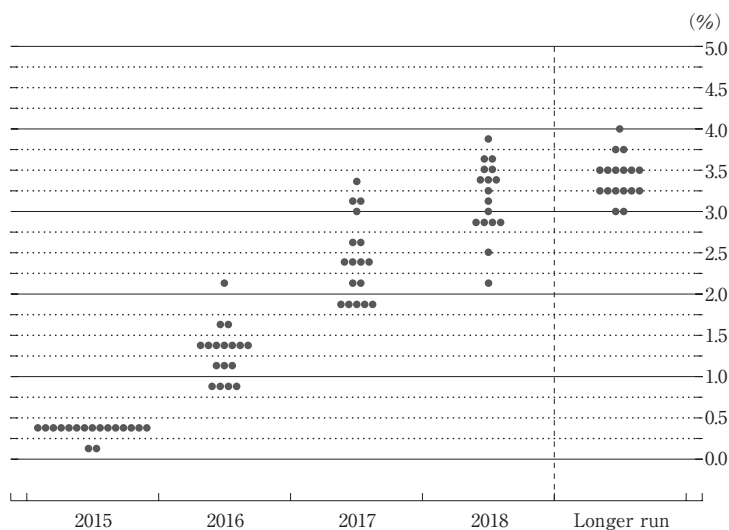
(注11) Seth B. Carpenter, Jane E. Thrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote, “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, Finance and Economics Discussion Series 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., September 2013.

4. 正常化局面でFedが抱える政策運営上の制約と対応

(1) 正常化に向けての政策運営の方向性

Fedは今後、2014年9月の「政策正常化の方針と計画」で示した線に沿って、順次、金融政策運営を展開していくものとみられる。具体的には、FFレートの最初の引き上げ誘導（‘Liftoff’）にはすでに2015年12月に着手しているが、今後は、実体経済や金融市場の動向もにらみつつ、さらなる引き上げ誘導をゆっくりと進め（図表17）、FFレートが一定の水準に達したところから、膨張したバランス・シートを縮小すべく、保有する財務省証券の満期落ちや、MBSの繰り上げ償還分の再投資の停止を開始するものとみられる。イエレンFRB議長をはじめ、Fedの首脳陣は、Fedのバランス・シートを、正常化過程を通じて、元通りの規模・構成に戻し、金融政策運営上、必要最小限の資産（財務省証券のみ）を保有する形にするつもりである、という方針を記者会見や講演等の場を通じて、繰り返し明らかにしており、その方針は揺るぎないものとみられる。

(図表17) FOMCメンバーが適切と考える金融政策運営
(FFレートのターゲット・レート仲値もしくはターゲット水準、2015年12月のFOMC時点)



(資料) Board of governors of the Federal Reserve System, *Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy*, December 2015

Fedは実際、向こう数年のうちに満期を迎える財務省証券や、繰り上げ償還が発生するMBSを相当額、保有している（図表18、図表19）。このうち、財務省証券に関しては、満期到来の時期、金額を正確に把握することができる。他方、MBSに関しては、満期までは相当な年数が残存していても、住宅ローンの借り手による不動産（住宅）の売却や、より低利でのローンの借り換え等により、一定の割合で繰り上げ償還が発生する。Fedとしても、この点に関しては、一定のモデルに基づく予測によらざるを得

(図表18) 再投資停止の場合、2016～2017年には、どれほどの証券の満期が到来し、ロール・オフされるのか？

(10億ドル)			
年/半期	財務省証券	エージェンシーMBS	合計
2016年上半期	129	85	214
下半期	86	75	161
2017年上半期	103	65	168
下半期	91	60	151
累計	409	285	694

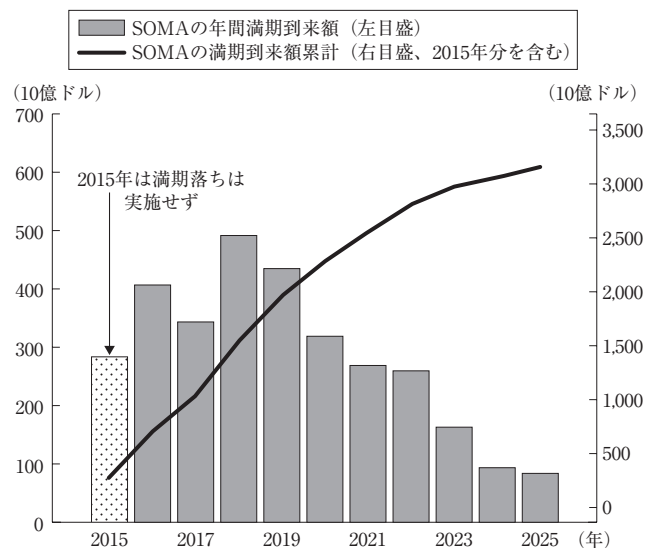
(資料) Jane E. Ibrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach, "Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation", *Finance and Economics Discussion Series* 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015, Box 4の図表を基に日本総合研究所作成

(原資料注1) 2014年12月24日時点のシステム公開市場勘定 (SOMA) の証券保有額に基づく。

(原資料注2) MBSのペイ・ダウンの金額は、その時点のブルーチップの金利見通し、およびCarpenter et al. (2015) の早期償還モデルに基づく。

ない。ただしFedは、この点に関して、今後数年間にどの程度の繰り上げ償還が発生するのかについて、一定の繰り上げ償還モデルに基づく見通しを、FRBのスタッフが2015年6月に公表したディスカッション・ペーパー (注12) のなかで明らかにしている (図表18)。フィッシャーFRB副議長は、同様のデータをもとに2015年2月に講演を行っており、仮にFOMCが財務省証券の満期到来分の全額、MBSの繰り上げ償還請求分の全額の償還を容認して再投資を行わない、という決定を行った場合、2015年以降の満期到来額の累計は、Fedが抱えている超過準備の額である2兆ドル強に、2020年頃に到達する、という姿が示されている (図表19)。これは、FOMCが、仮に財務省証券とMBSの満期到来分、ないし繰り上げ償還請求分の「全額」の満期落ちに踏み切る、という仮定のもとであれば、Fedとして、同額の資金を短期金融市場から吸収することによって超過準備を減少させ、2020年までには、超過準備を完全に解消し、リーマン・ショック前の、「平時」の金融調節、金融政策運営が可能な姿を回復することができることを意味する。実際には、2015年中に満期落ちは一切実施されていないため、仮に2016年以降に着手すると考えれば、2021年頃にはFedとして、超過準備を解消できることになる。Fedの首脳陣はこれまで、金融政策運営の正常化を完了する時点のめどとして、2020年頃、という説明を行ってきているが (注13)、そ

(図表19) SOMAの満期到来額の見通し (2014年末時点ベース)



(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Figure 4を基に日本総合研究所が一部加筆

(原資料) Federal Reserve Bank of New York and Blue Chip interest rate forecasts.

(原資料注1) 2014年12月31日時点のシステム公開市場勘定 (SOMA) の証券保有額に基づく。

(原資料注2) MBSのペイ・ダウンのパスは、足許 (当時) の連邦準備の保有、ブルーチップの金利見通し、およびRichard and Roll (1989) の早期償還モデルに基づく。

の背後には、Fedの保有資産のポートフォリオにおける、バランス・シート運営上のこのような計算があるものとみられる。

そして、今後のFedの金融政策運営上の一つの大きな課題は、イールド・カーブの水準や形状を、アメリカ経済の回復状況と平仄をとれる形に、どうやって戻していくか、金融引き締めのような方法を、どのような順番で用いて正常化を進めていくことが、市場に与える混乱が最も少なくて済むか、という点にあると考えられる。

ここで注意すべきは、今回の引き締め局面における手段は、「平時」の金融政策運営とは異なる側面がある、という点である。すなわち、「平時」の金融政策運営であれば、引き締め的手段は「政策金利の引き上げ」、すなわち、FFレートの引き上げ誘導に限られる。これは、イールド・カーブの短期ゾーンを引き上げるもので、そこからの間接的な影響が、他の要因とあいまって、長期金利の水準に波及していくことになる。

これに対して、今回のLSAPからの正常化プロセスにおける引き締めにおいては、FFレートの引き上げ誘導とあいまって、財務省証券の満期落ち容認や、MBSの繰り上げ償還容認による再投資停止、という手段が、将来のある時点から併用されることになる。これは、イールド・カーブの長期ゾーンに対して、短期のFFレートの引き上げ誘導に伴う間接的な影響とは別に、直接的な上昇圧力が別途かかることを意味する。

Fedは今回、まず、①FFレートの引き上げ誘導から着手し、それが一定の金利水準に達したところで、②満期落ち開始、という順番での政策運営を採用している。その背景には、以下のような事情があるものとみられる。すなわち、前々章で詳しくみたように、2011～2012年頃のFOMCにおいては、LSAPを進めることに伴い、Fedのバランス・シートの規模が大きく膨張していたり、保有資産のなかに、かつてはなかった民間債券であるMBSが多額に含まれることを問題視する見方が根強かった模様である。だからこそ、当時、考えられていた正常化のプロセスにおいては、①まず、満期落ち開始、②その後、FFレートの引き上げ誘導開始、という手順が考えられていたほか、正常化の手段として、MBSのアウトライイトでの売却が含まれていたものと推察される。しかしながら、実際には、仮にそのような手順で正常化を進めれば、短期ゾーンよりも先に長期ゾーンに金利押し上げ圧力がかからざるを得なくなるなど、長短金融市場にはかなりの混乱が発生しかねないことが予測される。そこで、2014年9月に公表された、最終的な「正常化の方針と計画」のような手順に落ち着いたものと推察される（注14）。このほか、MBSのアウトライイトでの売却を基本的に見送ることにした背景には、MBSは財務省証券に比較して収益性が高く（注15）、正常化のプロセスでFedが“zero remittances”となる期間を最小化するためにも必要、との判断もあった模様である（注16）。

なお、その際、FFレートをどの水準まで引き上げた時点で、「満期落ち」を開始するのかに関連して、Fedでは現在、足許のアメリカ経済の実力に見合った自然利子率、言い換えれば景気に中立的なFFレートの水準とは果たしてどの程度なのか、という点に関する研究、およびそれを基にする検討が熱心に行われている。Fedの場合、リーマン・ショック以前の時代において、「平時」の金融政策運営上は、およそ2%程度がこの自然利子率（いわゆる実質金利）と考えられていた模様である。実際に「テイラー・ルール」においても、FFレートは2%が中立的水準であることを前提に、その時々需給ギャッ

ブと期待インフレ率を加味して、金融政策運営上、望ましいと考えられるFFレートの水準をはじき出すルールが組み立てられていた。Fedの首脳陣による最近の発言等からみる限り、Fedとしてはリーマン・ショック後、アメリカ経済の成長力が若干の低下を余儀なくされていることにより、この自然利子率もかつてよりは低下し、1%台になっているのではないかとみている模様である。Fedは実際の金融政策運営上、この自然利子率を目安にFFレートの引き上げ誘導を進めていくと考えられ、この点が、今後いつから「満期落ち」を開始するか、という判断に影響を与える可能性もあろう。

(2) 正常化に向けての政策運営上の制約

Fedが今後、正常化に向けて金融政策運営を進めるのに際しては、もう一つの大きな課題、制約が存在する。前章でみたように、Fedも真剣に検討を進めているとみられる、正常化に向けての数年の期間のFed自身の財務運営をどう乗り切るか、という問題である。

LSAPによる金融政策運営は、それを実施している間、言い換えれば実体経済の回復基調が捗々しくない間には問題が表面化しにくい。ただし、いったん正常化プロセスに入り、実体経済の回復の足取りが確かなものとなるにつれて、市場金利が上昇してくれば、中央銀行は財務運営上の困難に直面する。そして、その局面を何とかして切り抜けない限り、金融政策運営を「平時」の状態に戻して正常化を果たすという事はあり得ないのである。前章で詳述したFRBのスタッフによる試算結果は、この点をまざまざと語るものとなっている。

Fedの場合、中央銀行として損失を計上したり、連邦政府からの損失補てんを得ることは現行制度上、想定されておらず、また、現在、アメリカ内でそのような対応が選択肢として議論に上っているわけでもない。先述の通り、そのようなケースではFedは制度上、自らの先行きの収益を充当して損失を埋める形での「繰延資産」を計上して対応することになっており、すでに実際、小幅の計上ながらそのように対応した実績もある（注17）。

今次「正常化局面」においては、今後の実際の金融情勢等の推移にもよるが、この「繰延資産」は、どこまで計上することが許されるのか、図表11や図表12の「繰延資産」の折れ線で示された部分の面積（=Fedが被る損失の累積額）がどの程度まで拡大することが許されるのかという点が焦点となってくる可能性がある。ちなみに、この点に関してFRBスタッフによる前掲のペーパー（2013年公表）は、損失の累計額は、いくら通貨を発行できる中央銀行の財務運営といえども、決して「青天井」となることは許されない、という意味で、「繰延資産が将来の収益によってペイ・ダウンされることに鑑みれば、すべての将来の収益を割引現在価値化した額を超過することは許されない、と考えるのが妥当」（p13、訳は引用者）と述べている。これは、Fedが金融政策運営を正常化させるためには、このような収益悪化状態を限られた期間内で乗り切って、超過準備を解消させることが必要になることを意味すると考えられる。そして今後、正常化のプロセスが進展するにつれて、その試練が長短市場金利の上昇という形で表われ、アメリカ国民や市場関係者、企業にとっていかに辛いものとなろうとも、ただらとその局面を長引かせることもできない、という意味で、正常化局面におけるFedの政策運営の「重い制約」となるとのしかかってくる可能性もあると考えられる。

(3) 中央銀行の財務運営が悪化した場合の、会計上の対応の在り方

なお、Fedの前掲のペーパーは、中央銀行の財務運営が悪化した場合に、会計上、どのような対応がとられているのかに関しても、整理を行っている（注18）。

それによれば、Fedと同じ会計方針を採用して、「繰延資産」計上により、中央銀行自身の将来的な利益を先食いする形で対応することとしている例としては、チェコ国立銀行があげられる。同行は、長い年数にわたり、「負のエクイティ」ポジション+ゼロ納付金の状態で、財務運営を継続したことがある。

これに対して、多くの中央銀行は、毎年、政府に納付する金額を、ネット収益の平均額として、ネガティブ・ショックに備えている。そのほかには、「負の納付金」制度を設けている中央銀行がみられる。これは、中央銀行が政府に納付金を納めるのではなく、中央銀行が被る損失の金額が大きい場合、その分を政府から補てんしてもらうという制度であり、会計処理上、繰延資産が発生してしまうことを回避することを企図しているといえる。

(注12) Jane E. Ihrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach, “Monetary Policy 101: A Primer on the Fed’s Changing Approach to Policy Implementation”, Finance and Economics Discussion Series 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015.

(注13) 例えば、2014年9月のFOMC後のイエレンFRB議長の会見。このほか、最近では、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が2016年1月8日、カリフォルニア州での講演において「Fedの保有資産に関しては、利上げがある程度進んだ上で縮小を開始し、正常な水準に戻るには、少なくとも6年かかるだろう」、と述べている（2016年1月9日付時事通信）。

(注14) ただし、Fedがこのような手順で正常化プロセスを進めると明らかにしているもとも、例えば、欧州中央銀行のプラート理事は、2015年9月のSNBにおける講演において、「ゼロ金利制約（ZLB）と非伝統的な（non-conventional）政策は、正常化に関して、異例の課題を突き付けた」と指摘したうえで、Fedの今後の正常化への取り組みを念頭に、「短期金利のプロファイルと推移、およびターム構造の形態は、かつての正常化サイクルとはおそらく、違うものに見えるであろう」と述べたほか、さらに「ECBはこれらの課題からははるかに遠い。しかしながら他の中央銀行は、今、私が話したような課題に直面している」（訳は引用者）と述べている。

(注15) ちなみに、Fedが買い入れたMBSはすべて、ファニーメイやフレディマック等による保証が付与されたもので、モーゲージ・ローンの借り手の信用リスクをFedが負うことはない。Fedが負うのはMBSの金利リスク（繰り上げ償還リスク）のみである。

(注16) 後述の補論で紹介する、2013年3月のFOMCにおける議論参照。

(注17) これまでも実際、リーマン・ショック後の危機対応のオペレーションによる損失が、この「繰延資産」計上によって処理された例が存在する。具体的には、例えば2011年10月や11月に、各地区連銀のうちニューヨーク連銀、および各地区連銀全体としても、「繰延資産」を計上した例がある。これは、危機対応としてのthe Maiden Lane accountsがその時点での再評価によって含み損を抱えたことによる。

(注18) この部分は、FRBスタッフによる2013年の前掲のペーパー（Seth B. Carpenter et al. [2013]）のpp.13~14の記述に基づく。

5. Fedの金融政策運営正常化の展望とわが国への示唆

金融政策運営の正常化に向けた、Fedのこれまでの検討の進め方や実際の取り組みは、わが国における今後の金融政策運営を考えるうえでも、重要な示唆を含むと考えられる。

LSAPは、ひとたび踏み切ってしまうと、従来のような機動的な金融政策を行い得る環境を、当該中央銀行が取り戻すことは容易ではなくなる、という性質のものである。そうであれば「何が何でも物価目標が達成されるまでは、ひたすらLSAPを継続し、正常化に関しては、物価目標が達成された時点で改めて考えればよい」という筋合いのものでは決してなかろう。実際、Fedのバーナンキ前FRB議長は、LSAPの初期段階にあった2010年時点から、議会での説明を通じて、米国民に向けて、いずれ必ずや来たる「正常化」局面における政策運営の方向性や具体的な手段を明確に説明している。2011年からは、

FOMCにおいても正常化戦略の在り方が、議題に取り上げられ、活発な議論が繰り広げられている（注19）。わが国としても、LSAPの実行と同時並行的に、正常化局面の政策運営の困難さの度合い、国内経済全般や財政運営に与える影響、正常化までに必要な年数等を十分に考えるべきであろう。

とりわけ、中央銀行の財務運営に与える影響を把握することは必須である。Fedの場合にも、この試算がFOMCに提示された2012年末から、FOMCにおける議論の流れが大きく変わった様子がみてとれる。加えて、わが国にとってとりわけ重要な示唆を含むと考えられるのは、Fedがなぜ、財務運営の先行きに関するFRBスタッフの試算結果を一般向けにも公表したのか、という点だ。FOMCにおける議論の内容は、現行制度上は、3週間後に議事要旨のみが公表され、5年後に、詳細な議事録（transcripts）が、当日提出された資料とともに公表される。Fedとしては、自らの財務運営の試算結果まで一般向けにも公表しなければならない制度上の義務はその時点ではなかったが、おそらく、首脳陣は、この試算結果を合わせて公表しなければ、先行きの正常化局面における政策運営の困難さの度合いを、正しく米国民や市場関係者に理解してもらうことはできない、と考えたのではないか。

日銀も、Fedにならい、金融政策決定会合で、正常化局面での政策運営の在り方を正面から議題としてとりあげ、自らの財務運営への影響や国の財政運営への影響等の試算も踏まえて、きちんと議論することが必要である。そして、その内容を、議事要旨の公表等を通じて、国民や市場関係者にきちんと開示し、詳しく、誠実に説明すべきである。Fedのこれまでの取り組み、LSAP実施所期の2010年から、早くも先行きの正常化戦略を真剣に検討し、対外的にも誠実に説明していた姿勢に比較すれば、日銀の取り組みは、すでに相当に遅きに失している感は否めない。しかしながら、これまでにみたFedのような情報開示とオープンな議論に努めることこそが、家計セクターにも企業セクターにも、そして政府の財政運営にも、国の経済全体に、あまねく影響を及ぼす金融政策運営を預かる中央銀行としての責任を果たせる道なのではないか。

わが国の場合、アメリカのケースとは異なり、これまで継続してきた大規模な国債等の買い入れが、いずれ「出口」局面に入った際、日銀自身の財務運営にとりわけ深刻な影響を及ぼすであろうことは容易に想像がつく（注20）。最終的には国民負担につながる可能性もある。日銀の抱える超過準備の規模はすでに200兆円を大きく上回るにもかかわらず、日銀の保有する資産の加重平均利回りは、2015年9月の中間決算時点において、資産全体でわずか0.409%、国債に限っても0.436%しかない。日銀が、このようなバランス・シートの状態で、Fedと同様の手法によって短期市場金利の引き上げ誘導を行うとすれば、現在のFedのFFレート並みの0.50%に引き上げ誘導するだけで、日銀は「逆ざや」状態に陥ることになる。

仮に、「逆ざや」状態の長期化を避けるために、少しでも早く超過準備を解消すべく、買い入れた国債の売却も部分的に併用しようとするれば、市場金利の上昇圧力となるのみならず、その売却損、キャピタル・ロスが日銀の財務運営のさらなる圧迫要因となる。2015年11月27日付の産経新聞は、「日銀は26日、平成27年9月中間決算発表の席上、長期金利が1%上昇した場合、保有国債の時価が17兆4,000億円目減りするとの試算を明らかにした」と報じている。

このキャピタル・ロスの発生をきらって、Fedと同様の考え方にに基づき、「満期落ち」方式のみで保有資産規模の緩やかな縮小を図ろうとすれば、「巨額の超過準備」状態、「逆ざや」状態が果たしてどの

程度の期間続くのかが大きな問題となる。日銀の国会提出資料によれば、保有する国債の加重平均残存年限は、本年7月時点ですでに6.7年に達する。これは、仮に、保有国債の満期到来分の全額を大胆に満期落ちさせる（注21）としても、現在の資産規模をおおむね半減するのに6.7年を要する、ということの意味する。ゆえに、日銀財務の「逆ざや」状態が「数年」というレベルで済む話ではないことは明らかだろう。十数年継続すれば目処がつくか、それ以上の期間を要するのか、全く定かではない。

そして、今後、「量的・質的金融緩和」をこのまま長く続けなければ続けるほど、日銀の「正常化」に向けての困難さは加速度的に増していく。Fedが、すでに述べたように、2020年頃を正常化完了の時期の目途としつつ、金融政策の正常化に向けて正面から取り組んでいるのとは極めて対照的だ。

日銀は、2016年1月29日の金融政策決定会合で、2月16日から始まる準備預金の積み立て期間入りに合わせて、超過準備の一部（今後の新規積み立て分）にマイナス金利を適用することを決定した。しかしながら、現段階では、既存の超過準備およびそれに対する日銀の付利水準には何ら影響はなく、「出口」局面での日銀自身の財務運営問題に関する解決策とはならない。

一方、日銀は今年度決算から、将来の収益悪化に備えて引当金を計上することが認可された。であれば、そのような対応で先行き果たして十分なのかどうかを、国の財政当局としても責任をもって検討する必要がある。

そして、本稿でみてきたようなFedの今後の正常化に向けての政策運営の方針に鑑みれば、Fedがいずれ、保有資産の満期落ち開始によって、バランス・シートの規模縮小に着手する段階に入れば、アメリカの金利上昇が、イールド・カーブの短期ゾーンのみならず、長期ゾーンにも本格的に及ぶことになり、国際金融市場やわが国を含む海外各国の金融・経済情勢に、本稿執筆時点（2015年2月）以上に大きな影響を及ぼす事態となる可能性も想定される（注22）。わが国としても、そのような段階に至る前に、国として、今後の金融政策運営や、財政政策運営をはじめとする経済政策運営を、どのように進め、国全体としての経済活動の持続可能性を確保していくのかを、しっかりと検討していく必要がある。

(注19) ちなみに、2011年4月のFOMCにおいては、先行きの政策運営に関するメンバーの見方は割れていたものの、それとは別に、FOMCとしての「ブルーデントな計画の一環として」(as part of prudent planning)、正常化戦略の原則の検討が行われたこと、およびそのような検討を行うことは、正常化に向けた動きが近々始まることを必ずしも意味しない、ということが、議事要旨において明らかにされている。

(注20) 日銀の木内登英審議委員は、2015年12月3日に行われた講演会の席で、「大規模緩和の出口（終了）段階で、日銀当座預金につける金利（付利）を現在の0.1%から仮に2%に上げた場合、「約7兆円の損失が出る可能性がある」との試算を明らかにした」（2015年12月4日付産経新聞）と報じられている。この講演会の出席者によれば、この「7兆円」という計数は、2017年度に物価2%の目標を達成という仮定のもとで、木内審議委員から示された。その時点で想定される当座預金の規模は約400兆円、物価上昇率見合いで当座預金の付利を2%に引き上げれば、日銀の付利負担は年8兆円、これに対して、その時点で日銀保有の国債に政府から支払われる利子年1兆円を差し引いても、年7兆円の損失を日銀は被ることになる、というのがその試算の内容であった由である。

ちなみに、日銀の資本金は、従来から一貫して1億円、2015年9月末現在の準備金は3.1兆円である。

(注21) その場合には、わが国の市場金利に、相応の上昇圧力がかかることが想定される。

(注22) Stanley Fisher [2015] は、2015年2月の講演において、実証分析結果を示しつつ、「Fedによる、これまでのすべての資産買い入れプログラムの組み合わせの結果、現時点で、10年物財務省証券の金利は110bp程度押し下げられている」と述べている。今後、Fedが本格的に、バランス・シートの縮小に着手すれば、少なくともこの分、アメリカの長期金利が押し上げられることを意味する。

(補論) 資産買い入れの有効性とコストをいかに評価するか—2013年3月のFOMCにおける議論

2013年3月19～20日のFOMCにおいては、資産買い入れ策の有効性と効果について、FRBのスタッフが示した試算等を踏まえつつ、同年前後のFOMCを通じて、もっとも時間をかけ、掘り下げた議論が展開されており、FOMCのその後の正常化政策をめぐる判断や、今後あり得べき政策運営を考えるうえで示唆に富んでいると考えられる。以下はFOMC議事要旨の当該会合の該当部分の抄訳である(FRB, Minutes of the Federal Open Market Committee March 19-20, 2013, released on April 10, 2013, pp.7～8、訳および下線は筆者)。

資産買い入れの有効性とコストの再検討

スタッフは、連邦準備の資産買い入れの有効性や、買い入れが証券市場の機能に与える影響、資産買い入れが金融の安定性のリスクをいかにして増幅したり減殺したりし得るか、および買い入れの財務運営上のインプリケーションに関するプレゼンテーションを行った。このトピックに関する議論のなかで、参加者は総じて、現行の買い入れプログラムのマクロ経済的なベネフィットが、ありそうなコストやリスクよりも勝っていると判断したが、ベネフィットとコストを引き続き評価することが必要である、という点で合意した。ほとんどの参加者は、アカデミックによるリサーチ、および連邦準備のスタッフによるリサーチについて指摘しつつ、資産買い入れを、金融条件を緩和し、経済成長をサポートするうえで、意味のある効果があるものだとみなした。何人かの参加者は、連邦準備の最初の大規模な資産買い入れの期間中の方が、これらの効果は大きかったようだ、それは、危機の最中、このプログラムがまた、市場が機能するのをサポートしたからだ、という見解を表明した。しかしながら、他の参加者は、資産買い入れの効果は時が経つにつれて低下したということを示す証拠はほとんど認められないとし、このうちの2～3人は、買い入れの有効性は、信用上の制約が緩和されることによって、より多くの借り手がより低い金利の利益を享受できるようになったため、より最近になって増した、と示唆した。一人の参加者は、最近の資産買い入れは、インフレーションが、FOMCが設定した、より長期的な目標(goal)を下回ってさらに低下しないようにする役割を果たしたことを強調した。2～3人の参加者は、MBSの買い入れの方が長期財務省証券の買い入れよりも、住宅セクターを直接的に刺激したゆえ、経済をより下支えするものとなった、と感じた。しかしながら、2～3人は、財務省証券市場における買い入れはいかなるものでも、経済の特定のセクターへの信用が配分されてしまうことを回避できる、ということに焦点をあてることを好んだ。金融政策が経済に影響を与える標準的な経路に加え、資産買い入れは、FOMCの緩和的な金融政策へのコミットメントのシグナルを出すことの助けとなることができるがゆえに、FFレートのフォワード・ガイダンスをより効果的なものとしたことが指摘された。しかしながら、2～3人の参加者は、資産買い入れのベネフィットに確信を持っておらず、金融市場への影響は短命であるか、もしくは、相当なマクロ経済上の影響があったという証拠はほとんど認められない、と述べた。一人の参加者は、資産買い入れのシグナリング効果は、閾値ベースのフォワード・ガイダンス(注23)の採用によって減殺された、と示唆した。一般的に、大規模な資産買い入れの経験は限られていることを映じて、参加者は、経済的な効果の推計は、必然的に不正確なものとなり、幅広い範囲をカバーするものとなっていることを認識した。

参加者は総じて、資産買い入れにはまた潜在的なコストとリスクがあることで合意した。とりわけ、金融システムの安定性や特定の金融市場の機能、いずれそのうち適切となった際の金融緩和からのスムーズな撤退、連邦準備のネット収入に関する潜在的なリスクがあることを指摘した。これらのリスクの実際の重要性に関するメンバーの見解は様々であり、それを緩和するための処方箋も様々であった。何人かの参加者には、資産買い入れは、金融市場や資産価格の不均衡を潜在的に増長させかねず、それが、時を経て金融の安定性を揺るがしかねないとみなされた。加えて、資産価格が長期金利を押し下げる限りにおいて、それは金融市場を、将来的にそれらの金利が急上昇するリスクにさらしかねず、それは一部の投資家や仲介業者に相当な損失を強いることとなりかねない。何人かの参加者は、監視を強化すれば、長期金利が低水準にある期間が長期化することに関連したリスク・テイクの増加を制限するか、少なくともある程度に抑えることに資する、加えて、FOMCによる効果的な政策のコミュニケーション、もしくはバランス・シートのマネジメントによって、長期金利の過度な急上昇の可能性を低下させることができる、と示唆した。政策の緩和的なスタンスは、経済が安定的な足場に戻るのを、そうでない場合に比較して早めることによって、また、資金の借り手が長期的な資金調達を確実にできるようにして、それゆえに資金調達リスクを減少させることによって、金融の安定性をサポートするものとなり得る。それとは対照的に、資産買い入れを短縮すれば、回復を遅らせ、超低金利の期間を長期化させかねない、とも指摘された。にもかかわらず、多くの参加者が、金融の安定性のリスクが積み上がる可能性に懸念を持ったままであった。資産買い入れの一つの結末は、連邦準備のネット収入やその財務省への納付金の増加であったが、FOMCが最終的に政策的な緩和から撤退するのにつれて、それらの金額は減少し、ある期間にはゼロにまでなると予測されている。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直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。いずれにせよ、経済が力強さを増したことによる財政面でのベネフィットは、短期的には納付金の振れがいかにあれ、それよりも遥かに大きいということが示され、2～3人の参加者は、財務省への納付金の累計は、資産買い入れを何ら行わなかった場合よりも高くなるだろうと述べた。数人の参加者は、資産買い入れを追加的に行えば、結果的に、政策の引き締めを複雑化させかねない、例えば、FOMCのFFレートのコントロールを損ないかねないことに懸念を示した。少数の参加者は、望まざるインフレーション上昇の可能性を指摘した。しかしながら、他の参加者は、FOMCの出口のツールや、インフレーションをFOMCのより長期的な目標の近くに保つという決意の固さについての自信を表明した。出口に関連するもう一つの懸念は、連邦準備のバランス・シートの正常化の期間中、MBSの売却によって、市場の機能に逆効果があり得ることであった。FOMCの資産買い入れは、それまでのところ、証券市場の機能に目に見える影響はほとんどないが、何人かの参加者は、将来的に資産を売却すれば、より困難な結果となりかねないと感じていた。この点に関して、何人かの参加者は、MBSを売却する代わりに満期まで保有するとFOMCが決定すれば、このリスクを根本的になくすることができる、と述べた。MBSを売却しないと決定する、もしくは、MBSは極めてゆっくりと

しか売却しないと決定すれば、そうした売却に関連する金融の安定のリスクのいくらかを軽減することができるばかりでなく、その時点で財務省への納付金が減少することを弱めることもできる。そのような決定をすれば、近々、緩和的な政策が追加されることの潜在的な源と一部からはみなされかねない。全体的に、ほとんどの会合の参加者は、追加的な資産買い入れのリスクやコストは引き続きマネージ可能であると考えたが、この問題に関して、引き続き緊密な注意を払うことを継続することとされた。2～3人の参加者は、買い入れプログラムを短縮することが、コストとリスクを軽減するうえで、もっとも直接的な方法だ、と述べた。

資産買い入れのベネフィットとコストに関する議論に鑑みつつ、参加者は、現行の資産買い入れプログラムの適切な道筋に関する見解について議論した。2～3人の参加者は、コストがすでにベネフィットを凌駕しそうであり、プログラムを相対的に早期に終了させたい、とした。他の2～3人は、リスクは、連邦準備のバランス・シートの規模とともに、相当に早く増加しているとみなされ、買い入れのペースは、遠からぬうちに縮小されるべきであると判断される、とした。リスクが増加している点に焦点を当てた数人を含む多くの参加者は、労働市場の見通しが、引き続き強い改善傾向をみせていることから、FOMCは、次回以降数回の会合のうちのどこかの時点で、買い入れのペースを落とすことを促されることになるのではないか、という見解を表明したが、2～3人の参加者は、経済状況からは、プログラムを、少なくとも今年（訳出者注：2013年）末近くまでは、現行のペースで継続することが正当化される、と示唆した。買い入れペースの調整が必要になるかどうかを決める経済・労働市場の状況に関しては、様々な見解が表明された。多くの参加者は、買い入れのペースを落とす何らかの決定がなされるのであれば、幅広い入手可能な指標によって示される労働市場の状態の全般的な見通しが改善することと、そのような改善の持続可能性に関して自分たちが自信を持てることの両方を反映したものでなければならない、という点を強調した。これらの参加者のうちの2～3人は、FOMCの経済的な目標に向けての進捗が維持されなければ、買い入れのペースを上げることが望ましい、と述べた。多くの参加者は、FOMCは、全体的な緩和の度合いを増す、もしくは維持するために必要であれば、政策ツールの組み合わせを変えることが可能であり、それには潜在的に、フォワード・ガイダンス、もしくはバランス・シート政策を調整することが含まれる、と示唆した。

(抄訳は以上)

2013年3月のFOMC議事要旨における「資産買い入れの有効性とコストの再検討」の部分の内容は上述の通りである。ちなみに、これを、日銀が公表している最近の金融政策決定会合の議事要旨から窺われる議論の内容と比較すれば、FOMCの場合の議論の進め方には、日銀とは大きな相違があることがみてとれる。すなわち、LSAP実施のさなかにあった当時のFOMCにおいても、資産買い入れのベネフィットとコストの評価や判断に関して、ベネフィットを重視して資産買い入れをより長く継続すべきと考えるメンバーと、コストを重視して資産買い入れはできるだけ早く終了させるべきと考えるメンバーの両方が存在する点は、現在の日銀と同様である。しかし、そうでありながら、先行きの金融政策運営を議論するFOMCの場で、コストの問題に蓋をして議論を回避するような進め方は決してなされて

いない。FOMCにおいては、FRBスタッフによるコストに関する試算結果の提示という支援も得て、コストとベネフィットの問題の評価をFOMCの議題として正面からとりあげ、FOMCメンバー全員がこれに向き合う形で、相当な時間を費やして突っ込んだ議論を行い、その議論の内容が、かなり詳細な形で、議事要旨の公表を通じて、米国民や市場関係者に対して明らかにされているのである。FOMCにおける、このような議論の進め方は、この回のFOMCに限られたものでは決してなく、毎回のFOMCにおいて、このような形で議論が進められていることが、議事要旨（Minutes）で公にされているのである。

(注23) (訳出者注) FOMCが2012年12月、失業率を閾値とするフォワード・ガイダンスを採用したことを指す。

(2016. 2. 25)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

主要参考文献

- ・ FRB, FOMC Minutes, various issues.
- ・ 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.
- ・ Jane E. Ihrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach [2015]. “Monetary Policy 101: A Primer on the Fed’s Changing Approach to Policy Implementation”, *Finance and Economics Discussion Series* 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015.
- ・ Janet L. Yellen [2015a]. *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives*, Remarks at “The New Normal Monetary Policy,” a research conference sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, March 27, 2015.
- ・ Janet L. Yellen [2015b]. *The Economic Outlook and Monetary Policy*, Remarks at The Economic Club of Washington, December 2, 2015.
- ・ Stanley Fischer [2015a]. *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015.
- ・ Stanley Fischer [2015b]. *Monetary Policy Lessons and the Way Ahead*, Remarks at the Economic Club of New York, March 23, 2015.
- ・ Simon Potter [2015]. *Money Markets and Monetary Policy Normalization*, Remarks at the Money Marketeers of New York University, New York City, April 15, 2015.
- ・ William C. Dudley [2015]. *Panel Remarks at the Brookings Institution*, Remarks at the Fed at a

crossroads: Where to go next?, Brookings Institution, October 15, 2015.

- ・ BIS [2014]. “Monetary policy struggles to normalise”, BIS 84th Annual Report, June 29, 2014.
- ・ BIS [2015]. “Uneasy calm awaiting lift-off”, BIS Quarterly Review, December 2015.
- ・ Manmohan Singh [2015]. “Managing the Fed’s Liftoff and Transmission of Monetary Policy”, IMF Working Paper, WP/15/202, IMF, September 2015.
- ・ 河村小百合 [2014]. 「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」『JRIレビュー』（株）日本総合研究所、2014年11月
- ・ 河村小百合 [2015a]. 「「出口」局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」『JRIレビュー』（株）日本総合研究所、2015年7月
- ・ 河村小百合 [2015b]. 「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングをめぐる経験」『JRIレビュー』（株）日本総合研究所、2015年11月