

2017/09/11 08:04

◎〔円債投資ガイド〕金融政策正常化プロセスをめぐる議論＝日本総研・河村氏（11日）

河村小百合・日本総合研究所調査部上席主任研究員＝この秋は米連邦準備制度（Fed）と欧州中央銀行（ECB）という世界の2大中央銀行の金融政策運営の正常化プロセスが進展をみせる季節となりそうだ。

まずFed。当座預金への付利引き上げに続き、正常化プロセスの第2段階ともいえる資産規模の縮小に着手することを、この9月の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定するであろう、というのが市場の大勢の認識となっている。

資産規模縮小の手法は、去る6月のFOMCで決定され、“Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”（「政策正常化の原則と計画の補遺」）として明らかにされている。それに至るまでには数回のFOMCで徐々に検討が積み重ねられ、とりわけ今年3月のFOMCでは集中的に議論が行われていることが“Minutes”（議事要旨）から分かる。ちなみにFOMCの場合、経済・金融情勢の分析・評価や金融政策運営の判断といった通常の議題に加え、先行きの金融政策運営のあり方や手法にかかわるこうした重要な議題が討議される際は、会合の冒頭で、相当の時間を充てて議論が交わされていることがMinutesのなかで明らかにされている。

今回のテーマであった、資産規模の縮小をいかに実行していくかについても、いくつかの論点があったようだ。例えば、再投資停止にいつ着手するのかというタイミングについては、FOMCメンバーのほとんどが、経済・金融情勢の評価次第だとする一方で、何人かのメンバーは、量的な閾値かFFレートターゲットにひも付けたトリガーに基づくべきだとの意見を述べている。これに対して他の何人かは、経済・金融情勢の質的な評価に基づくべきだとしている。

また、Fedの資産の大宗を構成する財務省証券およびMBS（モーゲージ担保証券）、および少額のエージェンシー債（ファニーメイ債やフレディマック債）の残高をそれぞれどのように落としていくのかも論点となっている。

ちなみに、これらの債券の保有残高を縮小する上での基本的な手法としては、Fedの財務運営に悪影響が及ぶのを回避するため、これらを満期前に中途売却することは基本的に回避するということが、2014年9月に“Policy Normalization Principles and Plans”（「政策正常化の原則と計画」）が決定された段階からの既定方針となっている。

そして、財務省証券（米国債）の場合には、満期到来の時点で再投資しないという、いわば「満期落ち」の手法がとられることになっている。これに対し、MBSの場合は、担保となっている住宅ローンの借り換えが行われるといった要因に基づき、満期到来よりも前に繰り上げ償還が行われることが多い。Fedはこれまで、繰り上げ償還が行われたMBSについても同額を再投資して資産規模を横ばいで維持してきたが、今後はMBSについては、こうしたいわば「繰り上げ償還落ち」を容認するという手法で、保有残高を縮小しようとしている。

本年3月のFOMCにおいては、FOMCメンバーは、財務省証券とMBSの両者の保有残高の縮小を同時に開始することで合意している。その上で、これらの債券の保有残高を、①“phase out”（フェーズアウト）方式、もしくは②“cease at all once”（一

度に全部停止)方式のどちらで減額していくのがよいのかについても話し合われている。①は再投資額を徐々に減額し、フェーズ・アウトしていく、というアプローチ、②は満期到来分を一気に全額再投資停止する、というアプローチだ。

ちなみに、Fedの金融政策オペレーションを担当するNY連銀は、オペで得た資産を計上するシステム公開市場勘定(SOMA)の残高を横ばいで維持すべく、満期到来分を再投資するに際して、徐々に残存期間の短い債券への入れ替えを近年進めてきており、SOMAは現在、毎月相当な額の債券の満期が到来する構成となっている。そもそも、毎月の満期到来額があまり大きくなければ、今回のような検討を行うこと自体が難しい。そういった意味で、FOMCの金融政策運営上の判断の余地を広げる下地として、SOMA内の資産のデュレーションの短期化が既に周到に進められてきた、といえよう。

FOMCのメンバーたちは、これらの2方式の潜在的なベネフィットとコストを議論している。①のフェーズアウト方式は、金融市場のボラティリティを引き起こすリスクを減殺できるとみられる一方で、証券保有残高の減少ペースが緩やかなものにとどまることで、FOMCの意図について市場のミスリーディングを招きかねないシグナルを送ってしまう潜在的なリスクもあるとされている。Fedがあまりまじめに資産規模縮小に取り組む気がない、と誤解されかねない、と考えたということか。他方、②の「一度に全部停止」方式は、バランスシートの規模の正常化を早めることで、対外的なコミュニケーションが容易になる点が指摘されている。

そして、この6月に発表された「政策正常化の原則と計画の補遺」で実際に採用されたのは、①のフェーズアウト方式、の方であった。これは具体的には、FOMCが、資産規模縮小着手後の再投資停止分にcap(上限)を設定し、そのcapの額を徐々に引き上げていく、というものだ。財務省証券のcapは当初月60億ドルと設定され、以後3カ月ごとに60億ドルずつ引き上げ、最終的には12カ月かけて300億ドルペースにまで引き上げる。MBSおよびエージェンシー債のcapは当初月40億ドルと設定し、3カ月ごとに40億ドル引き上げ、最終的には12カ月かけて200億ドルペースにまで引き上げる。

この「政策正常化の原則と計画の補遺」においては、Fedがこうして証券の保有残高をどこまで減額するかについては、「FOMCが、金融政策を効率的かつ効果的に実施するうえで必要なだけきっちりの証券(no more securities than necessary)を保有するに至った、と判断するまで」とされるにとどまり、具体的な残高の値は示されていない。

Fedが資産サイドで証券保有を減らせば、バランスシート上の見合いである負債サイドの準備(民間銀行の当座預金)残高も減少するが、その落ち着きどころは、近年よりは明らかに低い、危機前よりは多いレベルであろうと述べるにとどまっている。そしてその具体的な水準は、民間銀行にとって準備(当座預金)残高がどれほど必要になるのかや、FOMCが将来的にどうすれば効率的かつ効果的に金融政策運営を行えるかについての判断に依存する、としている。今後、Fedがひとたび、資産規模の縮小に着手した後、さらに正常化プロセスを進展させていくに際しては、資産規模縮小および準備預金残高の縮小の最終的な着地点がどの程度になるのかが注目されることとなろう。

ちなみに、「政策正常化の原則と計画の補遺」では、FOMCはこうしたバランスシートの縮小過程で、準備残高への潜在的な需要についてより知見を得たいと考えている、とも述べられている。バランスシート政策からの正常化という、今まで、どの中央銀行も取り組んだことのない、未知の領域における金融政策運営、いわば「海図なき航海」におけるFedの姿勢は、あくまで謙虚

で誠実だ。

そしてECBも、去る9月7日の政策委員会後の記者会見で、ドラギ総裁が、金融緩和の縮小策の議論が開始されたことを明らかにした。

ECBの場合、14年6以降、積極的なバランスシート政策に転じたとはいえ、そのバランスシートの規模のみならず、構成が、日銀やFedとはかなり異なっているゆえ、その正常化プロセスも、日米で想定されるものとは大きく異なってくることに注意する必要がある。詳細は次の機会に譲るが、ECBの場合は、日銀とは異なり、超過準備が少ない状態で3本の政策金利のうちの1本である「預金ファシリティ」金利にマイナス金利を導入した。このため、短期金融市場は、わが国とは異なり、引き続き金利形成の機能を維持しているほか、ユーロシステム（ECB+ユーロ圏の各国中銀の総称）のバランスシートに占める超過準備の規模は、日米中銀に比較すれば、はるかに小規模にとどめられている。ゆえに、ECBの場合は、その正常化プロセスにおいても、当座預金の利子は従前通りの0%に戻され、日米中銀で想定される当座預金への付利の引き上げは不要と考えられる。金融緩和からの折り返し局面も含め周到な検討を経た枠組みの上でバランスシート政策を展開してきたECBの正常化プロセスは、日米中銀で想定されるものとは相当に異なるものとなろう。（了）

[/20170911NNN0061]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved