

2018/04/23 08:03

◎ [円債投資ガイド] Fedの資産規模縮小の行方＝日本総研・河村氏（23日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝2017年10月から資産規模の縮小プロセスに入った米連邦準備制度（Fed）はその後、パウエル新議長の就任のみならず、トランプ政権の税制改革、通商政策の発動などを受けた米国の金融市場の変動の波にさらされつつも、着々と正常化の歩みを進めている。その取り組みは、17年6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定した「政策正常化の原則と計画の補遺」（“Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”）で示した計画に則り粛々と進められており、この間にはFOMCメンバーの変動もあるものの、揺らぎやブレは何ら認められない。

今月10日、Fedのオペレーションを担当するニューヨーク連銀は例年通り、公開市場操作報告書（Open Market Operations during 2017）を公表した。その中で、正常化が今後、どのように進展すると見込まれているのかを見てみよう。

資産規模の縮小は、3カ月ごとにペースを上げる形で実施されている。3カ月単位でみて3サイクル目に入った現段階（18年4～6月期）では、着手時点（17年10～12月期）の3倍に相当する財務省証券180億ドル、エージェンシー債（政府系金融機関発行債券）とMBS（住宅ローン担保証券）では120億ドルのペースで「満期落ち」が行われている。本年10～12月期にはこのペースが最大（財務省証券が300億ドル、エージェンシー債とMBSが200億ドル）に達し、それ以降はこのペースを維持しながら資産規模の縮小が実施されていく見込みだ。

こうなってくると、われわれにとって次に気になるのは、Fedが最終的にどの時点まで、バランスシートの規模にしてどの位になるまで、資産規模の縮小をするのかということだろう。この点に関してFOMCは、上述の「政策正常化の原則と計画の補遺」において、時点や規模を特定することはしていない。「FOMCが、金融政策を効率的かつ効果的に実施する上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」と述べるにとどまっている。

NY連銀の報告書はこの点に関し、昨年版までは、自らの試算に基づく先行きの資産規模縮小の見通しを示していた。ところが今年版からは、18年12月以降の予測に関しては、自ら調査した市場参加者の見通しを、幅を持たせて示す形に切り替えている。NY連銀が17年12月のFOMC前に実施したプライマリーディーラー・サーベイ、および市場参加者サーベイによれば、NY連銀がオペレーションを実施するシステム公開市場勘定（SOMA）のポートフォリオの規模は、20年～22年の間のどこかの時点で正常化し、その規模は2.5兆ドルと3.3兆ドルの間と見込まれている。同連銀によれば、ポートフォリオの今後の推移は、①長期金利がどのようなパスをたどるか、②銀行の準備預金需要はどれほどか、③FOMCが将来的なオペレーションでいかなるレジームを選択するのか、④準備預金以外の負債がどのように推移するか、といった様々な変数に依存する。Fedとすれば、SOMAのポートフォリオの最終的な着地点は、市場参加者の準備需要などに左右されるものであるがゆえに、Fed側が特定の着地点を予測して示すのではなく、まず、市場の声に耳を傾けて示す、というアプローチをとることにしたようだ。NY連銀は合わせて、このサーベイを通じ、17年6月に示した資産規模縮小の方針がどの程度、市場参加者に受け入れられ、浸透しているのかを把握しようともしている。市場とのコミュニケーションを密にとろうとするその姿勢は明確だ。

もう一つの関心事は、F e dの財務運営、ひいては連邦財務省への納付金がどのように推移するかということだろう。この点に関して今回の報告書では、SOMAのネット収入、およびそれから所要経費などを差し引いた財務省への納付金とともに、14～15年頃がピークで、納付金で見れば970億ドル前後だが、その後は16年に915億ドル、17年には802億ドルと減少傾向をたどっていることが示されている。その主因は付利の引き上げで、資産規模の縮小の進展につれて、納付金は今後も減少していく見通しだ。しかしながら、上述の市場参加者の見通しに基づいて試算すれば、先行きの金利シナリオなどにも依存するものの、SOMAのネット収入は資産規模縮小完了まで確実にプラス（solidly positive）で推移するとの見通しが示されている。

F e dとすれば、まだ大規模な資産買い入れを実施していたさなかの13年1月、ディスカッション・ペーパーの形で対外的に初めて示した自らの財務運営の見通しにおいては、金利シナリオ次第では、SOMAのネット収入が赤字に転落し、財務省への納付金も数年間ゼロとなる「都合の悪い」姿もあり得ることを、誠実に明らかにしていた。しかしながら実際には、そうした事態は回避できる可能性が高くなりつつあることが、今回の報告書で示されている。危機前のF e dからの納付金は毎年200億～300億ドルで推移していたことからすれば、F e d単体としてみる限り、危機後に展開したバランスシート政策の「往路」と「復路」を通じて、連邦政府の財政運営に迷惑をかけることなく、逆に歳入に貢献した、ということになりそうだ。

これをわが国との比較で見れば、すでに長期間にわたり低金利状態が継続してきていた13年時点で「量的・質的金融緩和」に着手した日銀とは対照的に、F e dの場合は危機直前まで米国が相応の経済成長率・金利水準にあった下で、08年末以降に大規模な資産買い入れを開始しており、わが国に比較すれば相当に高い水準のクーポンのついた米国債や収益性の高いMBSを買い入れることが可能であった。ゆえにF e dの場合は財務運営上も、日銀の場合に想定されるのとは対照的な結果がもたらされつつあるといえよう。

F e dは今回の報告書においてこのほか、昨年度までにはなかった「オペレーションの柔軟性と弾力性」という章を新たに設けている。そこでは、今後、正常化を進める上でのオペレーションの相手方をどのように確保しているか、また、FOMCから今後、NY連銀のオペレーション担当デスクにいかなる指示が下ろうとも対応できるように、「財務省証券のアウトライトでの売却オペ」や「エージェンシーMBSのクーポン・スワップ」といった少額オペの、いわば「予行演習」を実際に行っていることも明らかにされている。金融政策運営は、それを実際に支える実務的なオペレーションの裏付けがなければ、そしてそのためには、中央銀行のオペレーションの相手方の役割を無理なく果たしてくれる市場参加者がいてくれなければ実行できるものではない。NY連銀は、市場参加者とのコミュニケーションを密接にとり、各民間金融機関の置かれた立場に配慮し協調しつつ、前例のない正常化プロセスを慎重に進めている様子がうかがわれる。

これに対して日銀の場合、F e dをはるかに上回る規模にまでバランスシート政策を展開させているにもかかわらず、いまだに、いつ、本気で正常化に取り組むつもりがあるのかもはっきりしない。去る3月の国会での所信聴取における黒田東彦総裁の答弁を見ても、3月2日の衆議院では「2019年頃には出口というものを検討し、議論していることは間違いない」と答弁した一方で、翌週の6日、この答弁を引き合いに問われた参議院では「まだ2%の物価安定目標とかなり距離がある現時点で、具体的にその時点の経済、物価、金融情勢がどういふふうになっているかということ踏まえずに申し上げるのは、かえって市場を混乱させると思いますので適切でない」と答弁するなど、方向性はおよそ定まらない。

正常化の工程や、最終的な着地がどのような姿になるのかも、一切不明な状態だ。F e dとは異なり、今後間違いなく発生するであろう自らの財務コスト、ひいては国民に転嫁される可能性が高い財政負担にも一切触れようとはしない。正常化のオペレーションについても、日米で短期金融市場やおもとの金融システムの構成が異なる以上、仮にF e dでうまく正常化できたからといって、日銀も簡単にできるものでは必ずしもなく、むしろその難易度は相当に高いと推察されるが、その準備は手つかずの状態だろう。マイナス金利の導入後、有担保コール取引は壊滅に近い状態が続いている。いざ、日銀が正常化に着手したいと考えても、その段階で無理なく相手方となってくれる十分な市場参加者がいてくれるのかどうかも定かではない。

東京五輪も終わる20年以降、F e dがこうして正常化を首尾よく完了させ、金融政策運営上のフリーハンドを完全に取り戻す一方で、日銀が2%の目標に拘泥し、まだ正常化の道筋も確立できずにいたら、果たしてこの国はこの先どうなるものか、心配は尽きない。(了)

[/20180423NNN0038]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved