

米国の中央銀行（Fed）の金融政策③ Fedの正常化への取り組み

河村小百合

日本銀行は去る一月三日の金融政策決定会合で、日銀として最新の景気予測である「経済・物価情勢の展望」（いわゆる「展望レポート」）をまとめ、二〇一九年度の物価見通し（消費者物価の前年比）を従前の一・四%から〇・九%へと大幅に下方修正した。黒田総裁のもとで量的・質的金融緩和（QE）を開始して早十六年近くになるなか、「二%の物価目標」は遠のくばかりとなっている。日銀の国債保有シェアは二〇一八年一月末時点で四七・九%^(注)と実に五割に近づきつつあり、市場で取引可能な国債の量は極端に減り、取引が成立せず金利がつかない日まで発

生するようになってくるうえ、日銀のマイナス金利で収益を圧迫されている地方の金融機関からは悲鳴が上がりつつある。QEの効果よりも弊害ばかりが目立つようになってきているのもかかわらず、黒田総裁は一月三日の記者会見においても、物価安定目標二%に固執し続け、現状の超金融緩和スタンスを維持する姿勢を決して崩そうとはしなかった。

対照的に、海に向こうでは米連邦準備制度（Fed）が着々と金融政策運営の正常化を進めている。金融危機後の異例の金融政策運営からの「出口」の展望、正常化の必要性に関して、F

edはいつ頃から、どのような内容を米国民や市場関係者に対して説明していたのか。正常化は現在、どこまで進んでいるのか。

（注）日本銀行による風間直樹参議院議員あての二〇一九年一月八日付け開示資料による。

1 着手一年後から出口戦略を説明

バーナンキ元FRB（連邦準備制度理事会）議長は、Fedが危機直後の二〇〇八年末に大規模な資産買い入れ（LSAP）を開始してまだわずか一年強しか経過していなかった二〇一〇年二月、結果的には約七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に、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」に関する議会証言を行っ

ている。そのなかで同元議長は、「異例の緩和がこのまま継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、金融を引き締めるいくつかのツールを有している」などと述べている。こうした発言は、それから九年が経過した今、振り返ってみれば、Fedが現在置かれている情勢を九年前の時点でまさに言い当てているものでもある。そしてFedが二〇一四年以降、実際に採用してきた「正常化戦略」で用いてきた手段を、この時点でほぼ正確に認識し、米議会という、米国民や市場に対する正式な説明の場で、具体的かつ明確に述べてもいるのである。

その後、Fedは金融政策を決定す

る連邦公開市場委員会(FOMC)において、目先の資産買い入れといった金融政策運営をどうするか、という点ばかりではなく、将来的な金融政策運営の正常化(いわゆる「出口」)の在り方を、折にふれて議論していった。バーナンキ元議長や続くイエレン前議長のリーダーシップのもと、FOMCのなかでそうした議論を行う機会が設けられたのである。そこで議論された内容は約三週間後に対外公表されるFOMCの議事要旨の内容を通じて、またバーナンキ元議長をはじめとするFedの首脳陣による記者会見や講演などの積極的な対外情報発信を通じて、米国社会や世界の市場関係者に対して丁寧に説明されていったのである。

2 なぜ正常化しなければならぬのか

二〇〇八年末から大規模な資産買い入れを継続した結果、Fedのバランス・シート(BS)は、ピーク時には危機前の約五倍という規模に膨張したうえ、資産・負債それぞれの構成内容も大きく変化したため、金融市場との関係も大きな変化を余儀なくされた(図表1)。すなわち、危機前(図表1の左の図)には、Fedの負債の大部分を銀行券が占め、民間銀行による準備預金(図表1中の「預金機関預金」)は、民間銀行相互の資金決済に必要な所要最小限の規模で維持されていたに過ぎなかった。Fedは日々の金融調節によって、インターバンク市場の資金需給をごく少額変化させれば、市場参加者のなかに資金不足先と資金余剰先とが生まれて短期金融取引が成立し、市場金利を簡単に引き上げ誘導、ないしは引き下げ誘導することが可能で

図表 1 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2017年9月、2018年末)

2007年12月末 (金融危機前)		2017年9月末 (ピーク時。資産規模縮小開始直前)		2018年12月末 (近直)	
総資産 約8,938億ドル		総資産 約4兆4,557億ドル		総資産 約4兆756億ドル	
(資産サイド)	(負債サイド)	(資産サイド)	(負債サイド)	(資産サイド)	(負債サイド)
財務省証券 7,546億\$	短期債 2,419億\$ 中長期債 4,710億\$ インフレ連動債 418億\$	財務省証券 2兆 4,654億\$	発行銀行券 1兆5,331\$	財務省証券 2兆 2,407億\$	発行銀行券 1兆6,682億\$
レポ約定等 670億\$	預金機関預金 114億\$	中長期債 2兆 13,373億\$		中長期債 2兆 1,018億\$	
その他 722億\$	リバースレポ約定等 405億\$ その他負債・資本 500億\$			インフレ連動債 1,389億\$	預金機関預金 1兆6,609億\$
		MBS 1兆7,683億\$	預金機関預金 2兆1,788億\$	MBS 1兆6,371億\$	
		インフレ連動債 1,281億\$		リバースレポ約定等 2,448億\$	
		その他証券 1,483億\$ その他 670億\$	リバースレポ約定等 4,551億\$ その他負債・資本 2,886億\$	その他証券 1,269億\$ その他 685億\$	その他負債・資本 5,017億\$

(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, および December 28, 2018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。

あった。要するに、本連載第二回（第二〇五二号）で説明した中央銀行の平時の金融調節をFedも行っていた。

ところが、大規模な資産買い入れによってFedの資産規模がピークとなった時期（図表1の中央の図。二〇一七年九月末時点）をみると、Fedが財務省証券（米国債）やMBS（モーゲージ（住宅ローン）担保証券）を多額に買い入れてきた結果、民間銀行はその対価としてFedから渡された巨額の資金を持って余し、Fedに預ける準備預金が大きく膨張していることがわかる。市場参加者全員がこのように「巨額のカネ余り」状態にあるものでは、Fedが危機前のような少額の規模で金融調節を行って、資金需給を変化させたところで、短期金融取引は発生せず、市場金利を意図したように誘導することはできない。そのままでは永遠にゼロ金

利のままとなつてしまいかねない。いずれ必ず正常化しなければならぬ理由はここにある。

単純に考えれば、Fedが買い入れできた財務省証券やMBSを市場に売却できれば、そうした余剰資金を吸収できることになるが、債券市場で形成される長期金利への影響を考えれば、そうした売却は相応の年数をかけて行わざるを得ない。さらに、危機を脱して景気が好転したもとは、市場金利は景気回復を反映して買い入れを行った危機時よりは上昇しているのが普通である。ちなみに金融商品である国債などの債券の価格は、常に一定のものではなく、市場で取引される金利の変化と表裏一体の形で上下し、市場金利上昇時には債券の価格は下落し、市場金利の下落時には債券の価格は上昇するという関係にある。これはすなわち、

危機時（市場金利は低い）時に買い入れた債券を、景気回復後（市場金利は上昇）に売却しようとすれば、価格が下落しているため、Fedが売却損を被ることを意味する。売却額が巨額になればFedとしてその損失を到底、吸収し得なくなるため、容易ではない。

そこでFedは、そうした状況下でも何とか市場金利を引き上げ誘導しつつ、正常化を進められるようにすべく、次のような手を編み出した。買い入れた財務省証券等は、一〇年物であれば一〇年といったその満期が到来するまで保有しておく、満期が到来したところで連邦財務省から元本相当額を償還してもらい手放す、という形で、売却損を被ることなく、ゆつくりと年数をかけて自らのBSを縮小する。一方でその間は、民間銀行がFedに預ける準備預金（かつては無利子が当然であった）

にFedが付利することとし、その付利水準を徐々に引き上げつつ、大規模な資金吸収オペレーションを併用すれば、巨額の余剰資金が残るなかでも、何とか短期市場金利を引き上げ誘導できる。Fedは危機後に大規模な資産買い入れを続けている最中から、いずれ来る正常化の局面においても、こうやって金融政策運営の自由度を引き続き確保できることを丁寧に対外的に説明し、実際にもこの手法で正常化を進めてきているのである。

3 財務運営悪化の試算を公表

しかし、こうした正常化の手法の最大の難点は、金融機関でもあるFedの財務コストが大きくかさみかねない点にあった。

平時の金融政策運営を行っていた時代、Fedの負債は、他の中央銀行と

同様、銀行券、準備預金とも無利子であったため、基本的にコストはかからなかった。民間銀行が基本的に、企業等向けの貸し出しにつける金利（BSの資産サイド）と、顧客から受け入れる預金につける金利（BSの負債サイド）との利ざやで稼ぐのに対して、中央銀行は負債サイドの金利（コスト）はゼロであったため、資産サイドの金利がそのまま丸儲けになる、という構造だった。中央銀行として金融政策を運営するうえで、財務運営上のコストがかさむことなどあり得ず、どの国でも、中央銀行がそのように通貨発行を独占しつつ金融政策運営を行うことによつて得た利益（通貨発行益」という）は国庫に毎年、納付するのが普通である。しかしながら、危機後の異例の政策運営によつて、BSをこれほどまでに大きくしてしまった以上、正常化が完

了するまでの間は、Fedは準備預金に付利する形で市場金利を引き上げ誘導せざるを得ない。負債サイドの付利の水準が万一、BSの資産サイドで保有する財務省証券等の加重平均利回りを超えてしまうことになれば、Fedは逆ざやに陥り、その状態が長期化すればFedの自己資本が食いつぶざれば、連邦政府への国庫納付どころではなくなってしまう。

二〇一二年一二月、FOMCは初めて、FRBスタッフによる試算結果を踏まえつつ、この問題について議論を行っている。この議論は、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、試算結果をみたFOMCメンバーの多くが、かなりの衝撃を受けた様子が議事要旨からもうかがわれる。その前回

の会合までは議論にも上っていないかった、先行きの政策運営に関する慎重論が、この一二月のFOMCから次第に拡大し、翌二〇一三年の三月のFOMCにおいては、「L S A Pを同年末まで継続すべき」との見解を表明したのは、わずか二人のメンバーにとどまり、残りのメンバーは全員、「それよりも前の時点で買い入れのペースを落とす、ないしは終了させるべき」と主張したほどであった。

なお、FedはFOMCにおけるこのような議論と並行して、二〇一三年一月、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、いわば議論のたたき台としての扱いながら、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対外公表している。そのなかでは、先行きの市場金利シナリオによつては、Fe

dから財務省への納付金が数年間にわたりゼロとなりかねない、という厳しい試算結果が示されていた(図表2)。

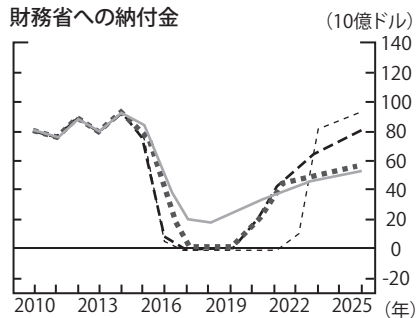
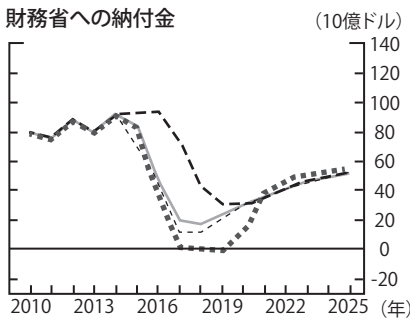
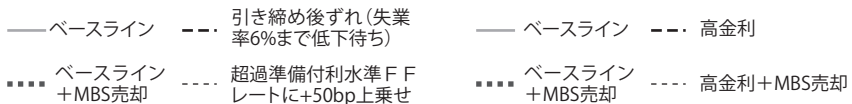
こうした政策運営からは、危機後に実施してきた大規模な資産買入れには、その実施期間中に金利が下がるといった、市場関係者が嘸^はし立てるような都合の良いことばかりではなく、その後には都合の悪いことも起こるのだ、ということをも米国民や市場に説明しようとする、Fedの中央銀行としての責任ある誠実な姿勢がうかがわれる。

そしてこのような流れのなか、バーナンキ元議長は二〇一三年五月、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」、「二〇一三年中にも資産買入れを縮小する可能性がある」などと述べた。

これを機に、米国の長期金利は急騰し、バーナンキ・ショックと呼ばれる事態となった。

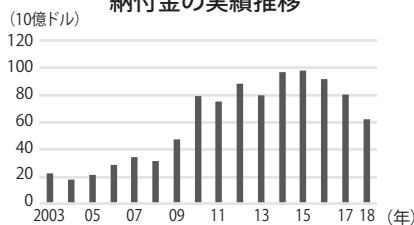
しかしFedはそれにもひるまず、その後もFOMC内で議論を詰め、二〇一四年一月から、資産買入れ規模の縮小(いわゆる「Tapering」)を開始し、わずか一〇か月後の同年一〇月をもって、資産買入れは停止された。そして、二〇一五年一二月には、危機後初めてのFFレイト引き上げ誘導(〇・二五%↓・五〇%)が

図表2 Fedの正常化に伴う連邦財務省への納付金の試算結果(2013年時点)



(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
 (注) グラフは異なる金利シナリオごとの納付金の推移の試算結果を示す。実線はベースライン・シナリオ。点線、破線は様々なケースごとの金利上昇シナリオを示す。

図表3 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 2018, p7, Figure1.4. FRB, Press Release, January 10, 2019を基に日本総合研究所作成

(注) 2015年、18年の資本余剰の移転分は含まない
計数。2018年は推計値

4 着実に進む正常化

実施され、その後も二〇一八年一二月に至るまで、断続的に実に八回の利上げが実施され、F Fedレートは現在、二・五%の水準に達している。二〇一七年一〇月からは、満期到来に応じて財務省証券等の債券をFedが順次手放す形で資産規模の縮小も開始されている。

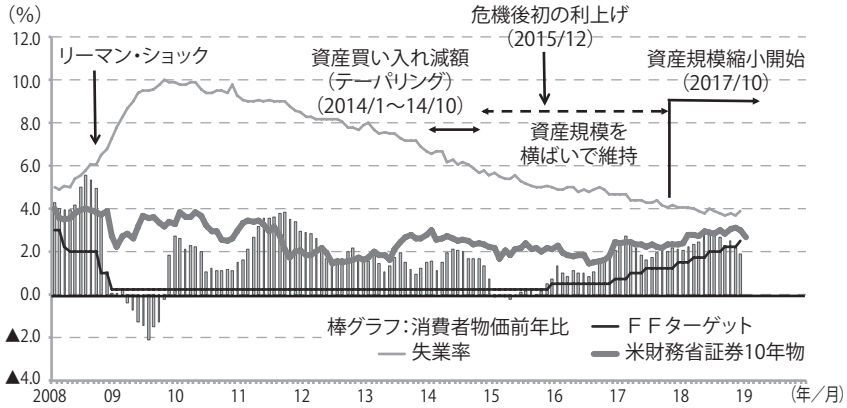
足跡のFedのBSの姿をみると(図表1の右の図)、かつて資産規模膨張のピーク時には発行銀行券の一・五倍近かった預金機関預金の規模が銀行券と同規模にまで縮小し、正常化が着実に進展していることがわかる。

また、Fedの実際の財務運営をみても(図表3)、財務省への納付金は、正常化の進展に伴って実際に減少傾向にはあるものの、二〇一三年の試算時に懸念されたような「納付金ゼロ」となる事態は回避しつつ、正常化を完了させられる可能性が高まりつつある。これは、市場の思惑の後手に回って金利が急上昇するような局面にかかることなく、早めに正常化に着手し、進められてきていることが大きい。加えて何よりも、その時々々の物価等の実体経済指標の評価ばかりでなく、Fed自らの財務運営の先行きの問題やそれが

将来の金融政策運営に与える影響についても、FOMCできちんと向き合い議論し、大規模な資産買入れを必要以上に長引かせることなく、正常化への転換を含め、その時々々の金融政策運営の在り方を決定してきたことが奏効していることは間違いないだろう。

日銀の黒田総裁は、去る一月二三日の金融政策決定会合後の記者会見で、戦後最長の日本の現在の景気拡大局面において一回も利上げができずに終わることを記者から問われ、「物価も二%に達していない状態で金利を上げるということは、どこの国の中央銀行もやらないことであり、…(後略)」と述べた。しかしながら、Fedのこれまでの金融政策運営と米国の実体経済指標の実際の推移は、黒田総裁のこの発言とは異なっている(図表4)。FOMCで二〇一二年末以降、先行きの財務運営

図表4 米連邦準備制度の政策金利(F Fレート・ターゲット)と米国の雇用・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.

の問題も含めて真剣に議論した後、二〇一四年一月から、米国の消費者物価前年比が安定的に二%を超えているとは言えず、かつ失業率も七%近い状態で、Fedは資産買入れの減額を開始し、わずか一〇か月後には新規買入れを停止した。二〇一五年に入った後は、原油安の影響等もあって、世界的にも物価指標の下振れが長引いていた時期であったがFedは同年末に危機後初の利上げに踏み切り、二〇一六年末からはほぼ三か月に一度のペースで断続的に利上げを継続していった。

Fedがここまで大きな混乱や不調なく、首尾よく正

常化を進められている背景には、初期の段階から米国民や市場関係者に対して、不都合な点も含めて丁寧な、そして誠実に説明してきたこと、そして、その時々物価上昇率等の実体経済指標に過度にとらわれることなく、中央銀行として常に機動的な金融政策運営を行い得る余地を確保し、中長期的な物価安定を実現できるようにすべく、時機を逃さず着々と正常化に向けて手を打ってきていることが大きく作用していることは間違いないと言えよう。

(株)日本総合研究所調査部 主任研究員