

2020/01/29 05:43

◎【円債投資ガイド】Fedの調節困難が映し出すもの＝日本総研・河村氏（29日）

河村小百合・日本総合研究所首席研究員＝米連邦準備制度（Fed）による大規模な資産買い入れ（LSAP）からの正常化の道半ばにあった2019年9月17日、米短期金融市場で異変が起きた。レポ金利（SOFR＝担保付翌日物調達金利）が突然、10%にまで急騰したのだ。

当時（統計上、正確には翌9月18日時点）のFedのバランス・シート（以下BS）上の預金機関預金（当座預金）残高は1兆3854億ドル（総資産は3兆8447億ドル）。Fedが資産規模の縮小を開始する直前の17年9月末時点では、預金機関預金は2兆1788億ドル（総資産は4兆4557億ドルでLSAP実施後のピーク）あったのに比較すれば3割以上減少していた格好だが、それでもFedがLSAPを始める前の時点（07年12月末）の規模（預金機関預金はわずか114億ドル。総資産は8938億ドル）よりはるかに大きく、直感的には市場参加者の手元流動性は潤沢なはずなのに短期金利急騰とはなぜ？という疑問がわく。

今回の異変の直接的な引き金は当初、①四半期に一度の米国の法人税揚げと、②財務省証券（米国債）の大規模な新発債発行の決済が重なったこと、などとみられていたが、どちらも短期金融市場の資金需給の変動をみるうえでの2大要因のうちの一つの「財政要因」。もう一つの「銀行券要因」の予測が難しく、調節担当者の“経験と勘”に事実上頼らざるを得ないのに比べれば、財政要因の方は事前に十分に情報を収集しておけば予測を外すことはそうはないはず、という筋合いのものだ。昨年9月に限って、その見通しを誤ってしまったようであり、失礼ながら、ニューヨーク連銀たるものが一体どうしたことか、という感を禁じ得ない。背景には同連銀内部の政治的な闘争の影響がなきにしもあらず、のようだ。米ニューヨークタイムズ紙は昨年9月30日付の記事で、NY連銀で長年Fedの金融調節の要となる役割を果たし、市場関係者の信認も厚く著名だったポッター副総裁らを、ウィリアムズ総裁が18年の就任後に外してしまった影響等もささやかれていると伝えている。しかし、事態はそう単純なものではなさそうだ。

実際、昨年9月17日のSOFRの動きは尋常ではなく、通常は日中10ベーシスポイント（bp）、広くても20bp程度のレンジのなかで推移している同金利の変動幅が700bpにも拡大した。レポ市場は、財務省証券等を担保に短期資金をやりとりする市場で、銀行以外の保険会社やアセット・マネジャー、マネーマーケット・ファンド、その他の機関投資家（ヘッジファンド等）も参加するオープン市場で、米国の金融市場のいわば“扇の要”ともいえる機能を果たしている。その異変はたちどころに他の市場に波及し、当日、Fedが金融調節を行うおひぎ元であるフェデラルファンド（FF）市場（銀行のみが参加するインターバンク市場）においても、実効金利こそ5bpの上昇（2.30%）にとどまったものの、日中の変動レンジは、通常は10bpにも満たないものが約200bpにまで急拡大した。こうした短期金利のボラタイルな動きについて、NY連銀のウィリアムズ総裁は翌月の講演の際、上述のような資金需給予測要因のみによるものとは考えにくい、と述べている。

では今、米国の短期金融市場には何が起きているのか。それは次のようなことのようにだ。

中央銀行の金融調節の手法には、政策金利の設定とも相まって、いろいろな考え方がある。典型的には欧州中央銀行（ECB）やスウェーデンのリクスバンク等が該当するが、政策金利を3本設定し、真ん中の金利をオペの実施金利として、一番上の政策金利を「限界貸付金利」、一番下を「限界預金受け入れ金利」として機能させれば、民間金融機関はいつでも、自らの資金繰りに応じて、中銀に資金の貸し出しや預金の受け入れに応じてもらえる。いわば、中銀に“最後の駆け込み

寺”になってもらえるゆえに、これらの政策金利がそれぞれ、市場金利の上限、ないし下限として機能することになる。

ところがF e dの場合は現在、こうした「スタンディング・ファシリティ」は、市場金利の上限部分については設けられていない。その代わりに、市場参加者がいつでも“駆け込める”機能をレポ市場が果たしてきた。レポ市場のそうした機能は、いつでも“駆け込み”に応じることができるマーケット・メーカーたる民間金融機関が存在したからこそ果たせたものだった。米欧で異なるこうした市場慣行が形成されてきた背景には、金融調節に関する各中銀の哲学の違いや、短期金融市場における当局と民間との役割分担の在り方に関して、市場関係者との間で長年培われてきた“文化”とでもいうべき考え方の違いがあるのだろう。

ところが昨今の米国のレポ市場は、このマーケット・メーカーの機能を、4大銀行に集中的に依存する構造となってしまうている。その4大銀行の流動資産の構成をみると、近年の金融規制（流動性カバレッジ比率）の影響もあって、米ドルの資金ではなくもっぱら財務省証券に、ゆがんだ形で集中するようになってしまっている。そのため、かつてはレポ市場で、他の市場参加者から急に頼まれても資金を貸してやることができた彼らの対応能力は失われつつある。そうしたもとの、9月17日の一件が発生した。ヘッジファンド等による、財務省証券レポを通じての資金調達需要が増大したのに、4大銀行がこれに応じきれず、レポ金利の急騰やF F金利も含めた乱高下が発生したものとみられている。

これに対してF e dは翌10月から、月600億ドルペースでの短期財務省証券の買い入れを開始して事実上の資金供給を再開した。そのおかげもあってか、12月に再び到来した法人税揚げや、資金繰りが季節的に逼迫（ひっばく）しやすい年末も無事に乗り越えて、当局者は胸をなでおろしているようである。しかし、本当にこれで一件落着、といえるだろうか。

本年1月23日時点のF e dのBSをみると、預金機関預金は1兆6096億ドル、総資産は4兆1459億ドルに再び膨らんでしまった。17年10月位以降、せっかく計画的かつ慎重に資産規模の縮小を進めてきたのに、そのかなりの部分がこの3カ月で帳消しになってしまった格好だ。怖いのは、それと同時に米株式市場が再び復調に転じたことだ。もちろん、米貿易摩擦や“ブレグジット（英国の欧州連合離脱）”問題の進展等、F e dのBS拡大以外の別の要因が作用した面もあるだろう。他方、こうしたF e dの金融調節について、独アリアンツのエラリアン会長のよう  
に、“ミニQE（量的緩和）”と評する向きもある。F e dが、米金融市場が構造的に抱える問題の解決や、自らの金融調節手法の見直しを検討することなく、安易な流動性供給によってこうした突発事態を収めようとするのであれば、その裏で予期せず株式市況を下支えし、金融市場の不均衡を大きく増幅させてしまっている可能性があることに注意すべきであろう。（了）

[/20200129NNN0011]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved