

金融正常化、米の戦略と示唆

「出口」の財務運営悪化、どう乗り切る

米連邦準備制度（以下Fed）は2015年12月、金融危機直後から一貫して「ゼロ%近傍」に据え置いてきたフェデラル・ファンド（FF）レートを、7年ぶりに引き上げ、金融政策運営の正常化に向けたオペレーションについて着手した。Fedは正常化戦略を、いつごろから、議論をどのように積み重ねて練ってきたのか。正常化に向けての今後の政策運営には、どのような制約や課題があり、それをいかにして乗り切るうとしているのか。そして、このような取り組みを参考に、わが国としては、今後の金融政策運営をいかに考えるべきか。

大規模買い入れ後の課題

2008年9月のリーマン・ショック後の同年末から、Fedは約7年間にわたり、数次の大規模な資産買い入れ（L S A P、通称Q E（量的緩和））による金融政策運営を展開してきた。これは、政策金利であるFFレートが、危機直後に早くも「ゼロ%近傍」に達し、それ以上の引き下げ余地がなくなってしまった

ため、それに代わる、さらなる緩和策として展開されたものである。その目的は、開始直後は金融市場の危機的状況を収束させることにあったが、その後は、米国経済の低迷状態が、1930年代の大恐慌以来の「The Great Recession」（大不況）ともいわれるほどに深刻化し長期化したことを受けて、景気の下支えへと、次第に軸足を移していった。その結果、Fedのバランスシ-

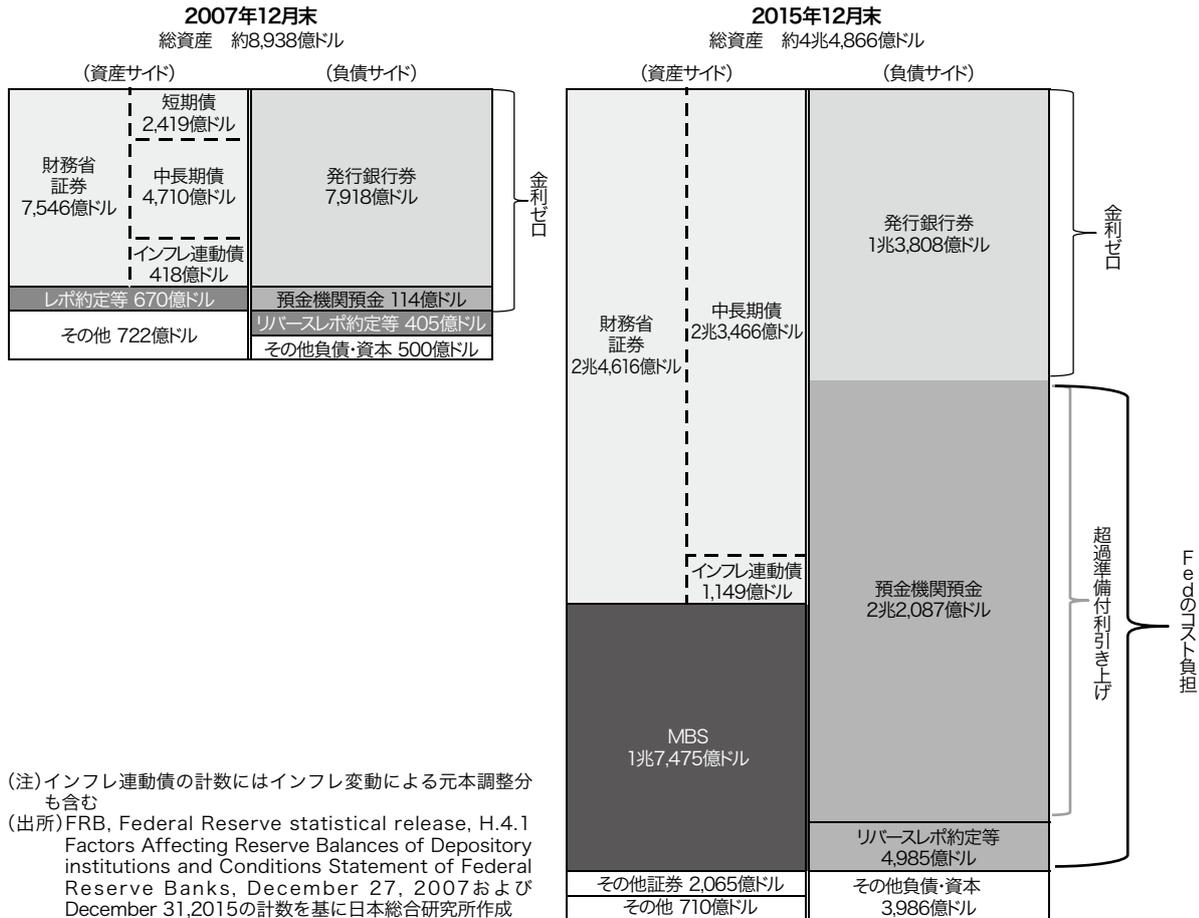
トは、危機前の約5倍という規模に膨張した上、資産・負債それぞれの構成内容も大きく変化したため、金融市場との関係も抜本的な変化を余儀なくされた（図表1）。すなわち、危機前にはFedの負債の大部分を銀行券が占め、民間銀行による準備預金（図表1中の「預金機関預金」）は所要最小限の規模で維持されていたにすぎなかったため、Fedは日々の金融調節によって、短期金融

日本総合研究所 所長 主任 研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法学部卒、同年日本銀行入行、
91年2月日本総合研究所入社
（調査部）、14年7月から現職。09
年から国税審議会委員、14年か
ら住宅金融支援機構事業運営審
議委員会委員、15年から行政改
革推進会議民間議員、同歳出改
革WG座長代理をそれぞれ務め
る。

市場の資金需給を相対的にごく少額で変化させれば、市場参加者の中に資金不足先と資金余剰先とが生まれ、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あった。しかも、Fedの負債は、他の中央銀行と同様、基本的に、銀行券、準備預金とも無利子であったため、金融政策を運営する上で、財務運営上のコストがかさむことなどあり得なかつたのである。

ところが、L S A P展開後の状況（15年末時点、図表1）を見ると、Fedが財務省証券（米国債）やモーゲージ担保証券（M B S）を多額

〈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2015年末)



(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
 (出所)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

に買入れしてきた結果、民間銀行による準備預金が大きく膨張していることが分かる。これらは民間銀行にとっては完全な「剰余資金」である。市場参加者全員がこのように「巨額のカネ余り」状態にある下では、Fedが危機前のような少額の規模で金融調節を行い、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。では、どうすれば危機前のように、中央銀行として日々の金融調節を必要最小限の規模で行うことで、政策金利を自由に上げ下げできる状態、機動的に金融政策を運営できる状態を回復することができるのかー現在のFedのみならず、同様にL S A Pを展開してきた日銀やイングランド銀行が抱える最大の課題はこの点にある。

Fedの正常化戦略

ではFedは危機後、「大不況」状態に陥った米国経済の立て直しのためにL S A Pを進めつつ、金融政策運営を正常化させる方法を、いつごろからいかに検討し、米国

民や市場に説明してきたのか。米連邦準備制度理事会(FRB)のバーナンキ前議長は、Fedがまだ「QE1」の終盤にあった10年2月、結果的には約7年間にわたることとなったL S A Pによる政策運営を通じてみれば、まだその初期段階と言えるこの時期、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」に関する証言を行っている。その中で前議長は「現在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、しかるべき時が来れば、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、08年10月に、米議会による規定改正により、準備預金への付利が可能になった点。これで、全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、リバースレポやタム預金なども開発中である」などと述べている。前議長は「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、まずクギを刺した上で、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いるのである。

その後、11年には、Fedが実際の金融政策運営を決定する連邦公開市場委員会（以下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。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（ニューヨーク連銀のシステム公開市場勘定、以下SOMA）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、負債側では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もようである。この時点においては、正常化プロセスの第1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、一部異なる点も見られていた。

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上で、大きな転機になったとみられるのが、12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、かなりの衝撃を受けた様子が議事要旨(Minutes)からもうかがわれる。その前回会合までは議論にも上つていなかった、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、翌13年3月のFOMCにおいては「LSAP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2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入れのペースを落とす、ないしは終了させるべきだ」と主張したほどであった。なお、FedはFOMCにおける

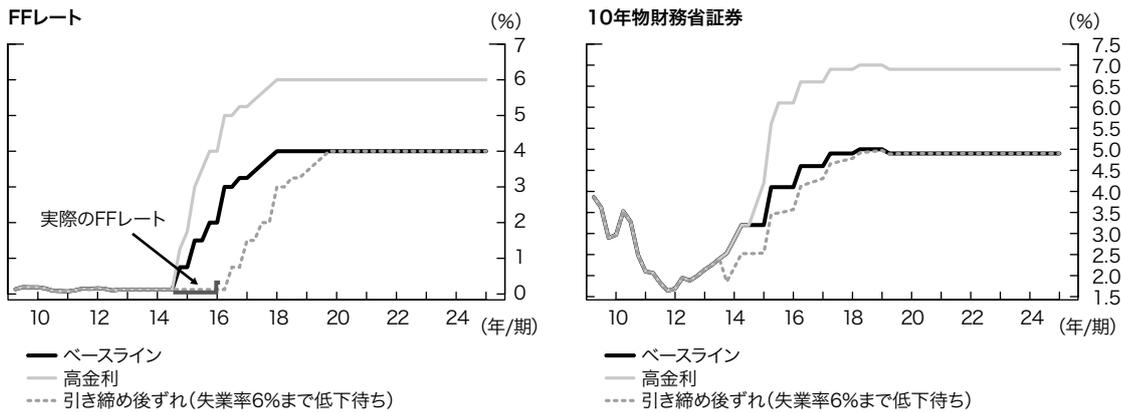
このような議論と並行して13年1月、対外向けにFRBスタッフによるデイスカッション・ペーパー（以下ペーパー）という、いわば「未定稿」ながら、正常化局面におけるFedの財務運営等に関する試算結果を公表している。そしてこのような流れの中、バーナンキ前議長は13年5月、米議会の上下両院合同経済委員会で議会証言を行い、「超低金利の持続が金融の安定を阻害する可能性を深刻に受け止めている」「副作用の監視を強化する」「13年中にも資産買入れを縮小する可能性がある」などと述べた。これを機に、米国の長期金利は急騰し「バーナンキ・ショック」とも呼ばれる事態となった。そして翌6月のFOMCにおいては、11年当時とはSOMA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、14年1月から、資産買入れ規模の縮小(tapering)が開始された。

そして、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、14年には、「政策正常化の方針と計画」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、11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もようである。

FRBによる財務運営の試算

ここで、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

〈図表2〉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)

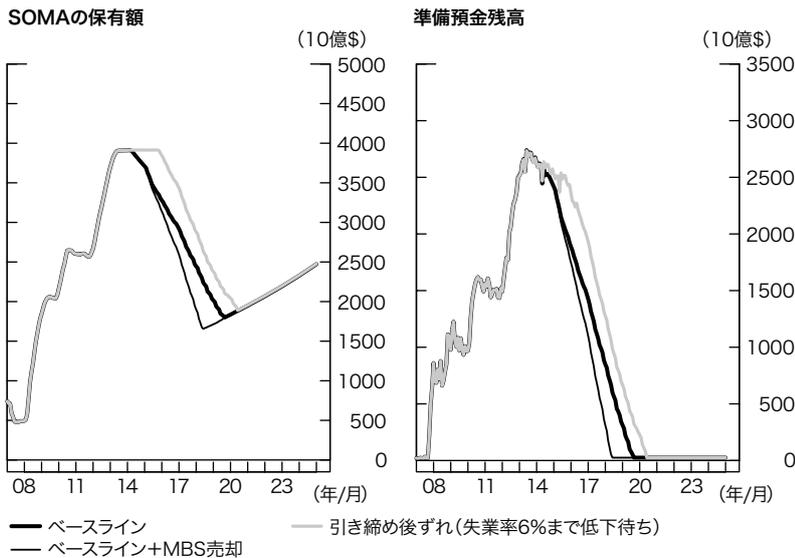


(出所) Seth B. Carpenter et al, "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", Finance and Economics Discussion Series (FEDS) 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p24 Figure 1を基に、日本総合研究所が一部加筆

13年1月に一般に对外公表され、その改訂版が同年9月に公表されたペーパーの内容から見てみよう。FRBのスタッフは、試算を策定した12年時点において、市場で形成されていた金利見通し(図表2)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%に低下するまでFFレートの引き上げ誘導開始を待つ」(II正常化への着手を後ずれさせる)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が超過準備に支払う金利(IOER)が、市場予測のFFレート水準を50

〈図表3〉ニューヨーク連銀のシステム公開市場勘定(SOMA)の保有額と準備預金残高の試算結果



(出所) 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を基に日本総合研究所作成

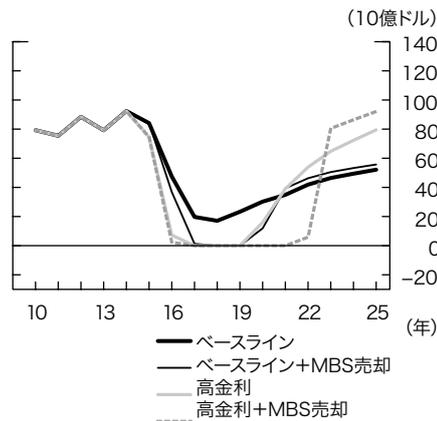
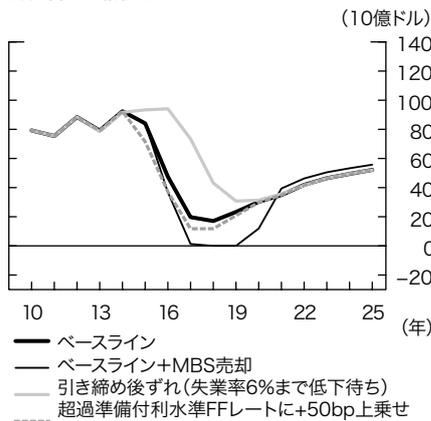
試算結果がどのようなものであった

のかを、

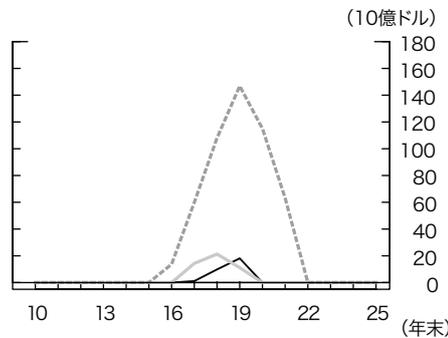
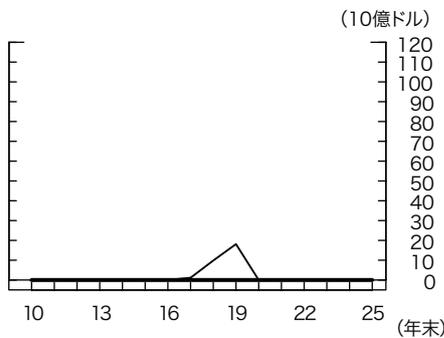
ベイスライン(b p)上回らざるを得なくなるシナリオや⑤市場金利がベイスラインよりも200bp程度上振れる「高金利シナリオ」等一を合わせて検討している。この時点においては、FFレートの引き上げ誘導開始は「ベイスライン」では15年8月、最も遅いシナリオでは17年6月と想定されていた。また、再投資停止(満期落ち開始)は「ベイスライン」で15年2月、最も遅いシナリオでは16年12月と想定されていた。シナリオごとの試算結果は、具体的ないしは数値ではなく、グラフの形態のみで公表されている。試算結果の一部を見てみると、SOMAの債券保有規模は、満期落ちへの着手によって20年前後までに急速に縮小し、同年前後には超過準備がほぼ解消する姿が示されている(図表3)。また、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

〈図表4〉Fedの財務省への納付金および繰延資産の試算結果

財務省への納付金



繰延資産



(出所) 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

とでの順ぎ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が正常化プロセスにある間の2〜5年程度の期間、連邦財務省への「納付金ゼロ」となる姿も示されている(図表4)。実際、

収益の悪化は、「納付金ゼロ」によっても賄い切れない程度にまで落ち込むが、Fedの場合、損失分は会計上「繰延資産」(deferred assets)を資産サイドに計上して、いわば、Fedの先行きの利益を先

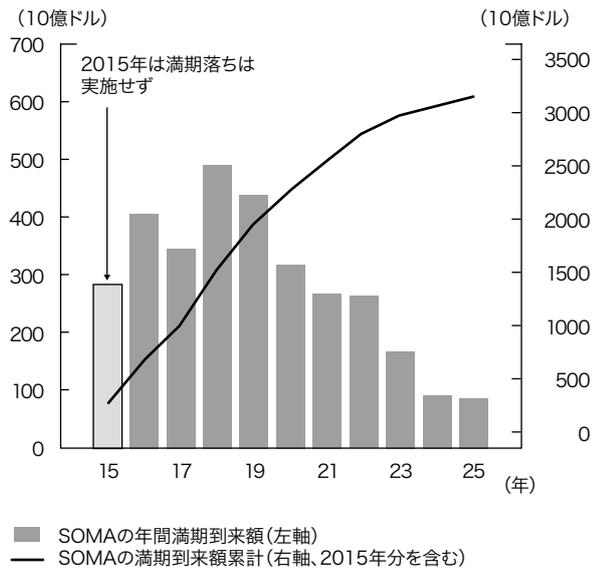
食いつける形で対応する制度となっている。その最大の幅は、「ベースライン」シナリオで19年に200億ドル程度、「高金利+MBS売却」シナリオでは売却損もかさむため、同年に実に1400億ドル程度にまで達するとの結果となっている。この試算結果が、FOMCにおいて提示された内容と全く同じかどうかまでは定かではないが、FOMCメンバーが相当な衝撃を受けたであろうことは想像に難くない。その後の実際の政策運営は、この時点における前提とはやや異なるパスをたどっている。しかしながら、この試算結果は、正常化局面における金融市場の姿や、中央銀行であるFedの財務運営がどの程度の影響を受けることになるのかを把握する上で、今もなお、大いに参考になるものであると言えよう。

米国の場合、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。

正常化に向けた制約

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はかばか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。FRBのスタッフによる試算結果は、この点をまざまざと物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填を得たりすることは現行制度上、想定されておらず、また、現在、米国内でそのような対応が議論の俎(そと)に上っているわけでもない。前述の通り、そのようなケースではFedは制度上、自らの先行きの利

〔図表5〕SOMAの満期到来額の見通し
(2014年末時点ベース)



(原資料) Federal Reserve Bank of New York and Blue Chip interest rate forecasts.
 (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
 (注2) MBSのペイ・ダウンのパスは、足元(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
 (出所) 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

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、小幅の計上ながらそのように対応した実績もある。

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、図表4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(13年公表)は、決して「青天井」とはなり得ないという意味で、「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、全ての将来の収益を割引現在価値化した額を超過する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。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年数内で乗り切つて、超過準備を解消させることが必要となるが、この点が正常化局面にお

わが国への示唆

るFedの政策運営の「重い制約」となった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(図表5)が、この「制約」を何とか乗り越えるべく、Fedは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。

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上で、重要な示唆を含むと言える。LSAPは、ひとたび踏み切つてしまうと、従来のような機動的な金融政策を行いつづける環境を、その中央銀行が取り戻すことは容易ではなく、という性質のものだ。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

関係しては、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まらずだ。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12年末から、FOMCでの議論は一変している。加えて、とりわけ重要なのは、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对外公表したのか、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共に公表される。Fedとしては、試算結果まで一般向けにも对外公表しなければならぬ制度上の義務はその時点ではなかったが、恐らく首脳陣は、この試算結果を併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えないか、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、誠実さがうかがわれる。

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る。わが国の場合、米国とは異なり、財務運営への影響はとりわけ深刻であり、最終的には国民負担につながる可能性もある。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が、そうであれば、そのような対応で先行き果たして十分なのかどうかを、財政当局も責任を持つて検討する必要がある。日銀は去る1月29日、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、既存の巨額の超過準備には何ら影響はなく、出口局面での財務運営問題に対しては何の解決にもならない。日銀はFedの取り組みにない、正常化局面において想定される自らの姿や経済情勢について、責任を持つて国民に説明すべきであろう。