

2022年9月7日 全8頁

米国中央銀行による金融引き締め

引き締めの金融市場への負の影響と対応策

金融調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 米国で金融引き締めが進んでいる。フェデラルファンドレートの引き上げに加え、バランスシートの縮小も9月に加速する予定だ。前回の引き締め局面と比較しつつ、金融引き締めに伴う影響にFedがどう備えているかを述べる。
- 今回は急いで物価上昇率を抑えなくてはならない局面であることに加え、堅調な労働環境が賃金の上昇を通じた内生的な物価上昇の要因にもなっている。そのためFedにとっては多少労働市場への打撃があるとしても金融引き締めを行いやすい環境であるといえよう。
- 金融引き締めの市場への負の効果として、新興国の債務負担増加やドル調達環境のタイト化が挙げられる。これらに対して、Fedは常設レポファシリティとFIMAレポファシリティという対応策を備えている。ただし、これらの制度は流動性を供給し、危機の悪化を遅らせることは可能だが、支払い能力を改善する施策でないことには注意が必要である。
- さらにFedは、これまでのところ、バランスシートの縮小ペースを予告対比であえて緩やかにすることで、政策金利の急速な引き上げによる引き締め効果を見極めようとしている可能性がある。予告に従ってバランスシート縮小を進めるのであれば、9月以降減額ペースが速まることになるだろう。金利引き上げだけで物価上昇率が十分に低下しない場合は、バランスシート縮小のペースを速める可能性があることに留意しておくべきだろう。

米国で金融引き締めが進んでいる。米国の中央銀行である連邦準備制度（Fed）の目的は「物価の安定」と「雇用の最大化」の2つ（デュアルマンド）である。新型コロナウイルス感染症流行以降、Fedは一貫して金融緩和に動いていたが、感染症による供給制約の強まりや地政学リスクの高まりを受けた物価上昇により、方針を転換せざるを得なくなっている。3月から行っているフェデラルファンドレート（FF レート）の引き上げに加え、バランスシートの縮小も9月に加速する予定だ。前回の正常化局面と比較しつつ、金融引き締めに伴う影響にどう備えているかを述べる。

2015年-2019年の金融引き締め局面との違い

2015年-2019年のFedの引き締めプロセスと、今回のプロセスを比較してみる。図表1に示したように、前回は9回に分け0.25%ポイントずつ利上げを行い、3年かけて累計2.25%ポイント引き上げたのに対し、今回はたった4回、5カ月で同幅の引き上げを行っている。

急ピッチでの利上げの主たる要因は物価が急速に上昇していることである（図表2）。当時（2015年）と今回（2022年）の利上げ開始時のFOMC参加者の経済見通し（Summary of Economic Projections, SEP）におけるインフレ率（PCE）を比較すると、初回利上げの際の向こう3年間の見通し（第4四半期の前年比）¹は、前回（2015年12月）は0.4%（当年）→1.6%（次年）→1.9%（次々年）、今回（2022年3月）は4.3%（当年）→2.7%（次年）→2.3%（次々年）となっている（図表3）。前回は低い物価上昇率を2%近辺に緩やかに上昇させていく局面だったのに対し、今回は高すぎる物価上昇率を早期に低位安定させなくてはならない局面であるといえよう。

パウエルFRB議長は2022年8月26日のジャクソンホール会議での講演で、将来のインフレ率を決定する上でインフレ期待が重要な役割を果たすとの考えを述べた。簡単にいえば、家計や企業が「高インフレが将来的に続く」と考えた場合、賃金や価格の決定などの経済活動に反映させる傾向があり、実際に高インフレが持続する結果となる。高インフレである状態が続くほどインフレ期待も高い状態で固定される傾向があるため、Fedはインフレ期待が2%を大きく上回った状態で定着しないよう、急いで利上げを行い、物価上昇率を押し下げようとしていると考えられる。

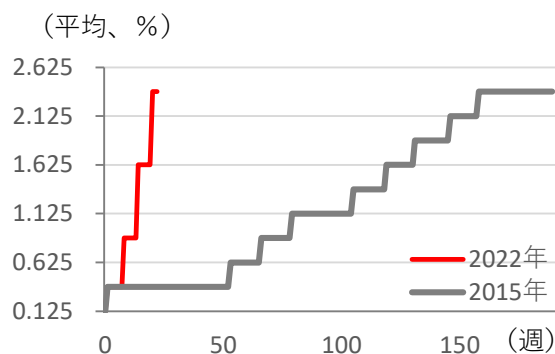
2021年から急速に物価が上昇していたことを考えると、Fedが利上げに踏み切るタイミングはやや出遅れた（“behind the curve”）との見方もある。Fedは2020年から「平均物価目標」の考え方を採用していた。これは、インフレ期待が2%から下方に乖離することを防ぐために、物価上昇率が2%を下回る期間が続いた後は、2%を超える物価上昇率を許容し、過去の下振れ分を取り戻すまで緩和的な状態を維持するものだ。2019年から2021年初にかけて、PCE価格指

¹ 前回は2015-2017年、今回は2022-24年の3年分を記載している。失業率見通しについても同様。

数の前年比伸び率は2%を下回っていた。その分を埋め合わせるため、利上げに踏み切ることをあえて控えていたところ、物価が想定を超えて上昇し続けたということだろう。

当時と今回では労働市場の状態も異なる。SEPの向こう3年間の第4四半期の失業率見通しを見ると、前は5.0%（当年）→4.7%（次年）→4.7%（次々年）、今回は3.5%（当年）→3.5%（次年）→3.6%（次々年）と今回の方が低い（図表4）。新型コロナウイルス感染症が拡大した局面で失業者が急増した後、感染が収束し始めても、一部の労働者が職場に戻らなかった影響もあり、人手不足が続いている。これが今回の局面での低い失業率の背景であると同時に、賃金の上昇を通じた内生的な物価上昇の要因にもなっている。そのためFedにとっては多少労働市場への打撃があるとしても金融引き締めを行いやすい環境であるといえよう。

図表1 利上げペースの比較（FFレート中央値）



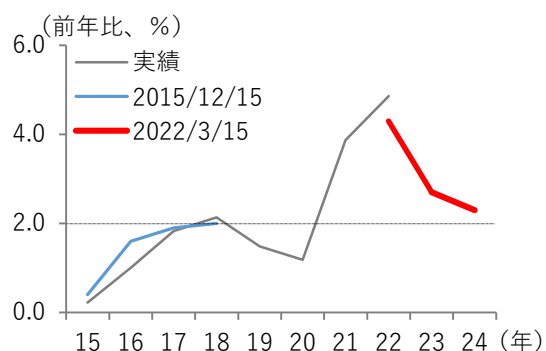
（注）横軸は初回利上げの一週前を0としている。
（出所）連邦準備制度より大和総研作成

図表2 PCE価格指数の推移



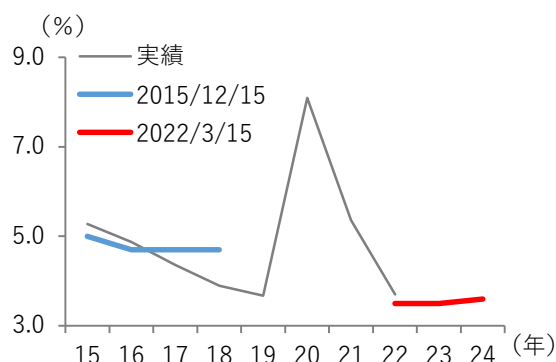
（出所）米国商務省より大和総研作成

図表3 FOMC参加者による物価見通し



（注）見通しは各年第4四半期に対するもの。
（出所）連邦準備制度より大和総研作成

図表4 FOMC参加者による失業率見通し

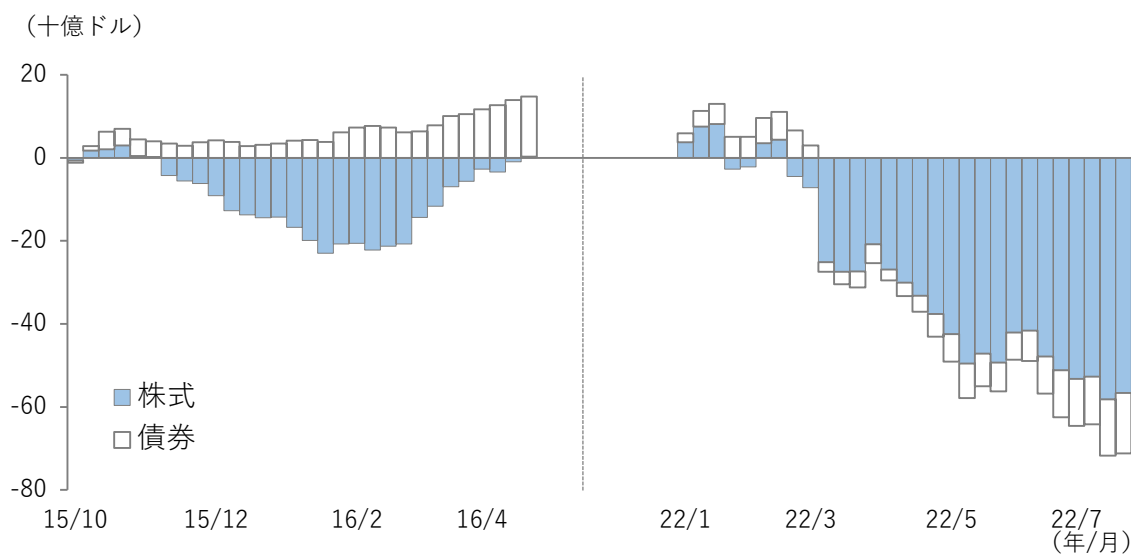


（注）見通しは各年第4四半期に対するもの。
（出所）連邦準備制度より大和総研作成

・米国での金融引き締めの影響 1：新興国債務負担の増加

以下では米国の利上げによって金融市場に起こり得る影響について述べる。米国の金融政策は、基軸通貨である米ドルの資金の流れに影響を与えることを通じ、世界的に影響を及ぼす。その影響を特に受けやすいのが新興国である。米国が利上げを行うと、米ドル建資産の魅力が相対的に増し、新興国に投じられていた資金が米国に還流する傾向がある。今回は、ロシアのウクライナ侵攻など地政学リスクで安全通貨として米国債の需要が高まっていたことも相まって、上記の動きは強まっていると考えられる。図表 5 は、初回利上げの 2 カ月前である 2015 年 10 月と 2022 年 1 月を起点に、7 カ月間の新興国からの資金流出入額を累積したグラフである。前回の正常化の際は、7 カ月間の累積で 148 億ドルの流入超となったが、今回は 712 億ドルの流出超である。また、新興国の中でも資源国は様相を異にしている。新興国株式への年初来の累計資金流出入を産油国とそれ以外に分けてみると、産油国以外の新興国は資金流出し続けているのに対し、産油国は資金流入超の状態を保っている（図表 6）。

図表 5 新興国からの資金流出入累計額



(注) 初回利上げの 2 カ月前である 2015 年 10 月と 2022 年 1 月を起点とした資金の累積流出額。

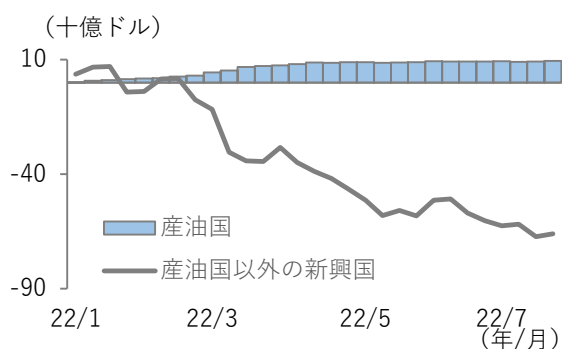
(出所) The Institute of International Finance より大和総研作成

為替レートについても、ほとんどの新興国通貨が対ドルで自国通貨安の方向へ動いている（図表 7）²。国際決済銀行（BIS）によれば、新興国の対外債務 4.49 兆ドルのうち、ドル建て債務は 4.22 兆ドルである（2022 年 3 月末時点）。自国通貨の対ドルでの下落は対外債務の増大を意味する。資源国以外の新興国では、資金の流出、ドル高・自国通貨安、資源をはじめとする輸入物価の上昇というトリプルパンチに見舞われていると考えられる。このままでも景気後退のり

² 図表で集計した新興国は、中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、ロシア、イスラエル、南アフリカの 19 カ国・地域。

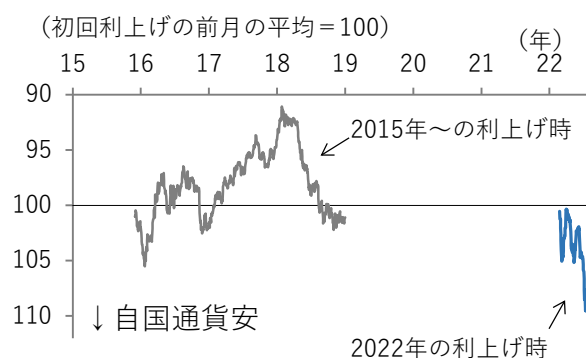
スクは高まるが、新型コロナウイルス感染症の動向によっては、事態が深刻化する恐れがある。そうなればますます債務負担は重くなり、債務不履行の懸念を通じて先進国等の与信元へ波及する可能性もある。

図表6 新興国株式からの資金流出入（産油国 vs その他）



(注) 産油国はカタール、サウジアラビア。
(出所) The Institute of International Finance
より大和総研作成

図表7 新興国対ドル為替レートの推移



(注) 新興国19カ国・地域の為替レートをFedの初回利上げの前月の平均=100とし単純平均したもの。
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

・米国での金融引き締めの影響2：米国内外でのドル資金調達環境のタイト化

金融引き締めは米国内外でドル資金調達環境のタイト化を引き起こす可能性がある。米国内では投資家や金融機関が短期資金のやりとりを行うレポ市場への影響が注目される。2019年9月、Fedによるバランスシート縮小の最中にレポレートが急上昇した。バランスシート縮小に伴って、Fedが供給する準備預金残高が民間銀行の準備預金需要を下回ったことが要因だ。G-SIBsをはじめとする大手銀行が、様々な規制等を背景に、大量の超過準備を抱えながらも、レポ市場への資金放出を避けたことも作用したと考えられる。レポレートが上昇した時点のバランスシートサイズが、当時のFedにとっての縮小の限界点だったといえよう。今回の引き締めでも同様の事態が考えられる。経済金融情勢やその中の金融機関の資金需要は刻々と変化するため、どの程度のバランスシートサイズが限界点なのかは事前に正確には分からない。そのため、市場の様子をうかがいながら慎重に縮小を進める必要がある。

米国外でもドル資金調達のタイト化に注意が必要だ。ドル資金の出し手として、米系銀行のほか、新興国通貨当局がある。平時、新興国通貨当局は外貨準備として保有しているドル資金の一部を市場で運用しているが、本国通貨安が進行する局面では、本国通貨買い・ドル売り為替介入を通じた通貨防衛のためドルが必要となり、スワップ市場を含めドル資金放出を控える。すると、スワップ市場でのドル調達コストが上昇し、ドル資金の調達可能性が低下するので、先進国の非米系銀行など新興国への与信を行っている主体のドル資金調達が困難となる。新興国の民間企業等への与信が縮小してしまうと、新興国のさらなる景気減速・通貨下落に繋がる。結果、新興国を中心に、ドル資金需要が一層高まるというスパイラル的なメカニズムが生じ得る。最悪の場合、ドルを調達するためにドル建て資産の投げ売りが行われ、世界全体に影響が波及す

る恐れがある。

・対応策 1：常設レポファシリティと FIMA レポファシリティ

金融引き締めが市場に過度なストレスを与えることが懸念された際、Fed は様々な対応策を取ることが可能である。国内向けには、常設レポファシリティ（SRF: Standing Repo Facility）を設置しており、レポ市場等で資金需要が急速に高まった場合、すぐに対応することが可能である。SRF はオペ対象先であるプライマリーディーラー・銀行に対し、米国債、エージェンシー債、MBS を担保にオーバーナイトの資金を供給する仕組みだ。対象先に需要があれば受動的に資金供給を行うことができるほか、ロールオーバー（借換え）も一定期間可能であるため、短期金利を押さえ込む効果は高い。2019 年 9 月のレポレート急上昇の際、対応が遅れた教訓も踏まえ導入されたと考えられる。

国外向けには FIMA レポファシリティ（Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility）がある他、Fed は、カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、スイス国立銀行の 5 つの中央銀行との間に常設のスワップライン³を締結している。

FIMA レポファシリティは 2020 年 3 月に危機対応策の一環として導入され、2021 年 6 月に常設化された。海外中銀・通貨当局に対し、それら機関が外貨準備の一環として保有する米国債を担保としてレポ取引でオーバーナイトの米ドル資金を供給する仕組みである。SRF と同様一定期間ロールオーバーが可能である。2020 年 3 月にドル資金需要が急速に高まった際、米国債を売却してドルを入手する動きがあり、米国債市場に売り圧力がかかったことを契機に導入が決まった。それ以前は Fed からドルの供給を受けることができるのは、スワップラインを締結している一部の先進国中央銀行のみであったが、FIMA レポファシリティによって、ニューヨーク連銀に口座を持ち、米国債を保有する海外中銀・通貨当局であればドル資金供給を受けることができるようになったことは非常に大きな変化である。米国債の市場の流動性の低下や、金利上昇に伴う米国内の企業や家計への影響を軽減できることを考えると、国内外双方に効果がある制度だといえよう。

ただし、SRF・FIMA レポファシリティのバックストップとしての機能には限界もある。まず、SRF の対象先はプライマリーディーラーと銀行に限定されている。国債市場でプライマリーディーラー以外の投資家が存在感を増している中では、効力が直接及ぶ範囲は限られている。また、SRF は最低応札金利を 2.5% とした入札方式で、供給額に上限（5,000 億ドル）が設定されている。危機対応手段の場合、固定金利方式で、供給額に上限を設けない場合が多いが、Fed があえて競争入札方式とした理由は、スティグマを避けるためだと考えられる。スティグマとは、ここでは金融機関が中央銀行の救済措置を受けることによって、市場から経営状況に疑念を抱かれ

³ 自国通貨を担保として他通貨の供給を無制限に受けられることができる仕組み。詳しくは以下を参照。
中村文香、矢作大祐、土屋貴裕「ドル資金需要に対応する中央銀行間スワップ —G20 に参加する新興国への手当てが課題」（2020 年 4 月 7 日、大和総研レポート）

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20200407_021449.html

てしまうこと、またそのおそれから制度の利用を忌避することを指す。例えば、Fed の常設ファシリティの一つである窓口貸出では、流動性不足に直面した銀行に対し、適格担保の範囲内で貸出を行うことができるが、窓口貸出を利用することそのものが、その銀行が危機的状況にあると判断される材料となる懸念があり、危機時にも利用されにくいことが課題となっている。その点、競争入札方式で、かつ、最低応札金利を市場金利に近い水準とすれば、個別金融機関に対する危機対応支援手段ではなく、複数の先を対象とした資金供給の一手段と受け止められ、利用が進む可能性が高い。ただし、危機時に応札が増えた場合には、固定金利方式に変更するなど、臨機応変の対応が必要となるだろう。

FIMA レポファシリティは、あくまで米国債が売り込まれ、米国内の市場に影響を及ぼすことを阻止することを目的とした制度で、他国の救済のためにあるのではない。ドル資金不足を一時的に緩和し、危機を先送りすることは可能だが、新興国の支払い能力が改善しない限り問題は解決しない。SRF・FIMA レポファシリティともに流動性を供給することによって、支払い能力を改善するための時間を稼ぐことしかできないという点は共通している。

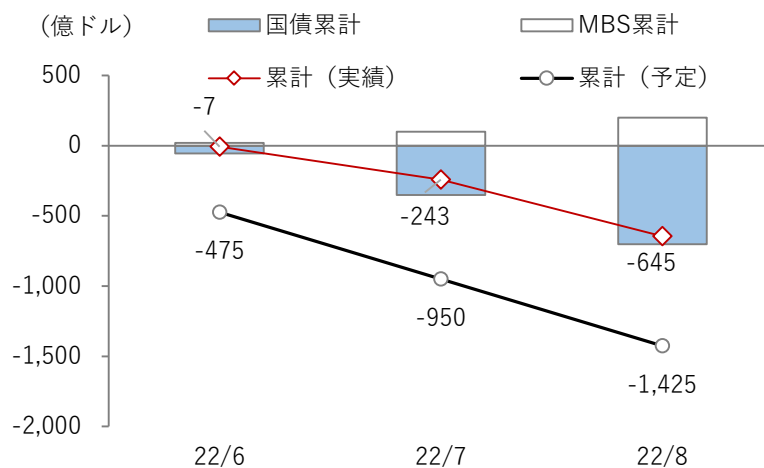
・対応 2 : 慎重なバランスシート縮小

さらに Fed はバランスシートの縮小ペースをあえて緩やかにすることで、資金調達が困難にならないよう配慮している可能性がある。予告では、6月から9月の資産減少額の上限は、米国債が300億ドル/月、MBSが175億ドル/月であり、9月以降は米国債600億ドル/月、MBS350億ドル/月に引き上げられるとされていた。図表8は予定されていた減額量と実際の減額量を比較したものだ。赤い折れ線グラフで示した実績値が、黒い折れ線グラフで示した予定額を遥かに下回っていることが見てとれる。MBSは金利上昇で住宅ローンの借り換えが起きないため、繰上げ償還がなく、減らしにくい面はある。一方、国債は償還額が十分あるにもかかわらず減額ペースが鈍い。その背景は明らかではないが、政策金利を急速に引き上げているため、その効果を見極める観点から、量的な面では引締め度合いをコントロールする余地を残そうとしているとも推測できる。

また、国債買入時と違い、国債を減らしていく過程では償還期限が来た順に減らしていくことになる。そのため、再投資を一切行わなければ、Fedが保有する国債は残存期間が長いものに偏る可能性がある(図表9)。国債市場の需給のバランスを保つためにも、単純に償還期限が来たものを減らし、再投資せず、バランスシートを縮小するというのは難しいだろう。

ただし、予告に従ってFedがバランスシート縮小を進めるのであれば、9月以降減額ペースが速まることになる。ジャクソンホール会議でのパウエル議長の講演はインフレイターの代表であるポール・ボルカーFRB元議長を多分に意識した内容だった。講演の締め言葉として、インフレを克服するまでやり抜くとの決意を “We will keep at it until we are confident the job is done.” と、ボルカー氏の自叙伝の題名 (Keeping At It) を借りた表現に込めたのはその表れであろう。金利引き上げだけで物価上昇率が十分に低下しない場合は、バランスシート縮小のペースを速める可能性があることに留意しておくべきだろう。

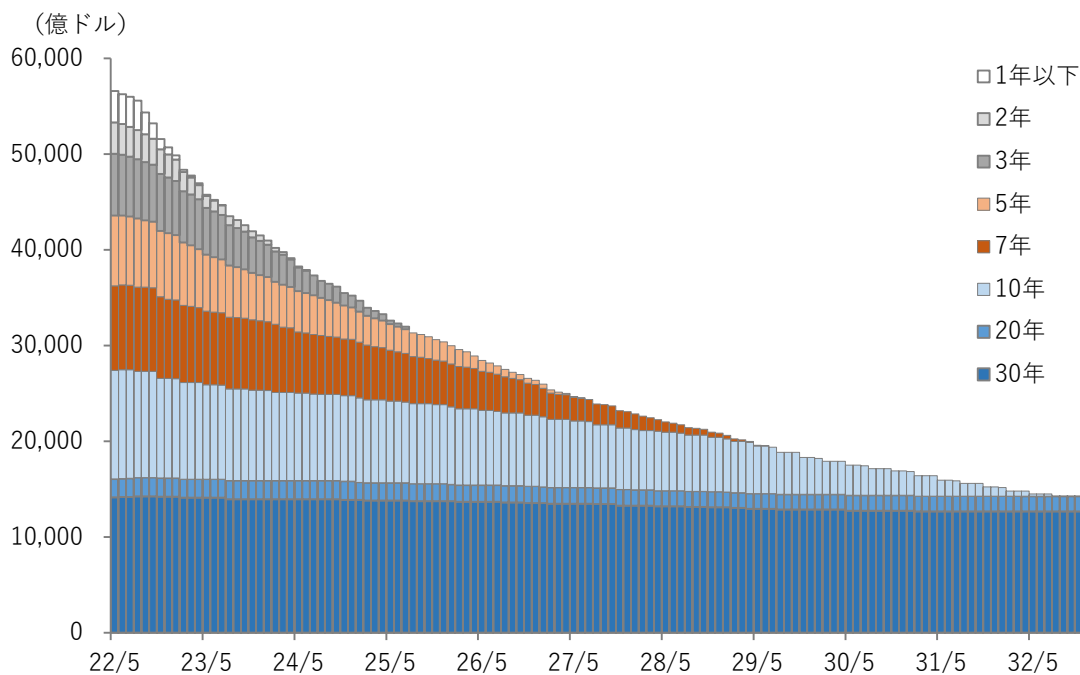
図表8 バランスシート縮小ペース



(注) 2022年6月初以降の累積額。

(出所) 連邦準備制度より大和総研作成

図表9 Fedが再投資を行わなかった場合の保有する年限別国債残高



(注) 2022年5月から8月の期間は実績値。2022年8月以降は再投資しなかった場合の残高。

(出所) 連邦準備制度より大和総研作成