

2017年3月2日 全6頁

米FRBのバランスシート縮小は早期着手か

保有債券の残存期間短期化と銀行券発行残高の増加

金融調査部 主任研究員
土屋 貴裕

[要約]

- QE3（量的緩和第3弾）による新規の債券買い入れを停止した米FRB（連邦準備制度理事会）のバランスシートは、総額と資産構成に大きな変化はない。
- 新規の買い入れ停止後、時間が経過して保有する債券の残存期間が短期化している。QE3終了後の経過期間ほど短期化していないが、再投資によってデュレーションを維持することは行っていないとみられる。
- 負債サイドでは、銀行券発行残高が増えて、バランスシートを縮小すべき幅は小さくなっていることになる。また、リバースレポの利用が増えていることは、さらなる利上げ時に弊害を招く懸念があり、FRBにはバランスシートの縮小ニーズがある。
- FRB保有分の債券は、市場における相対的な位置づけが低下し、再投資減額のインパクトは小さくなっていくとみられるが、バランスシート縮小の影響は、MBS市場で相対的に大きくなる可能性がある。
- FRBにバランスシートを縮小させたいというニーズがあり、縮小すべき幅は徐々に小さくなって、市場の動揺を招く懸念は低下している。保有債券の満期が相次いで到来することは好機であり、バランスシート縮小に着手する時期は近づいていると考えられる。

資産の構成は変わらないが

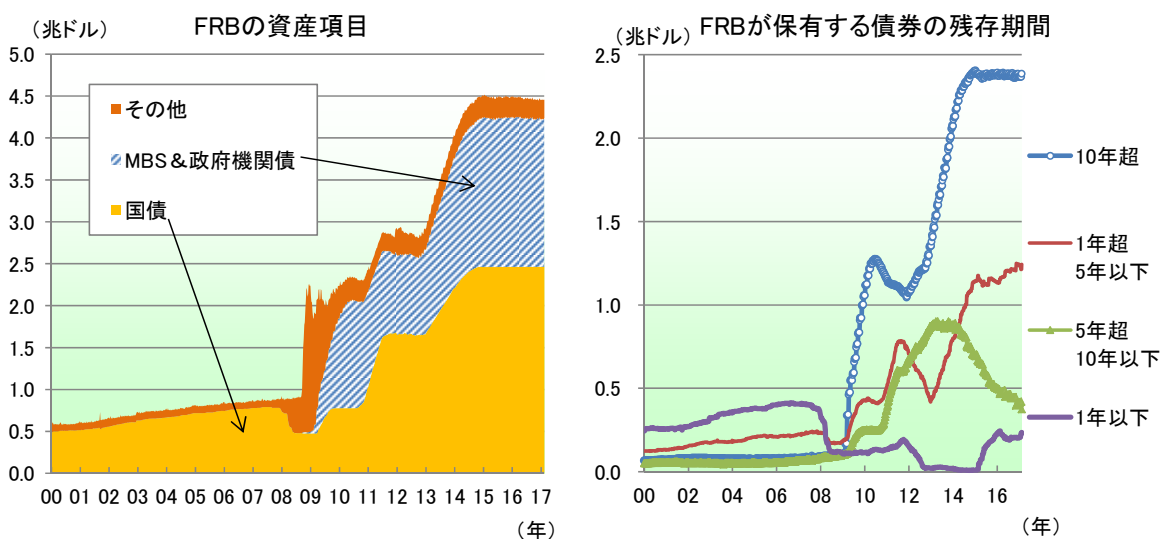
米FRB（連邦準備制度理事会）が利上げを進めると、その先には3次にわたる量的緩和政策で積み上がったFRBのバランスシートを縮小させるという話題がある。FRBの高官は、保有する債券の償還資金の再投資を段階的に停止し、金融政策はできる限り短期金利の操作に依存したいと考えているとされる。

2014年にQE3（量的緩和第3弾）に伴う新規の債券買い入れを停止した後の、FRBのバランスシートを見ると、総資産は4.5兆ドル弱で横ばいに近い。このうち資産サイドでは、大部分を国債、MBS（住宅ローン担保証券）、政府機関債が占めている（図表1左）。保有債券の償還分を再投資することで、バランスシートの規模を維持するという方針の通りであり、資産の内訳の変動は限られている。ただし、政府機関債の残高は減少し、その分はMBSにシフトしている。

残存期間別に見た保有債券の動向を確認すると、残存5年超10年以下の債券の残高はピーク時の半分以下となり、残存1年以下の債券と、同1年超5年以下の債券が増えている（図表1右）。新規の買い入れを停止した後、時間が経過して残存期間が短期化している様子がうかがわれる。残高が横ばいの残存10年超の債券は、7割以上をMBSが占め、国債は3割弱であり、わずかながら国債の残高は減少傾向にある。住宅ローンを裏付けにするMBSは長期の債券として発行され、再投資対象も必然的に期間が長いことが背景と考えられる。

FRBは、出口戦略におけるバランスシートの縮小に際し、市場で保有債券を売り切る方針ではなく、再投資を停止して徐々に残高が減っていくシナリオを描いている。保有債券の満期時期がバランスシートの縮小ペースを左右することになる。

図表1 FRBの資産構成と保有債券の残存期間



（注）右図の「債券」は国債、政府機関債、MBSの合計。

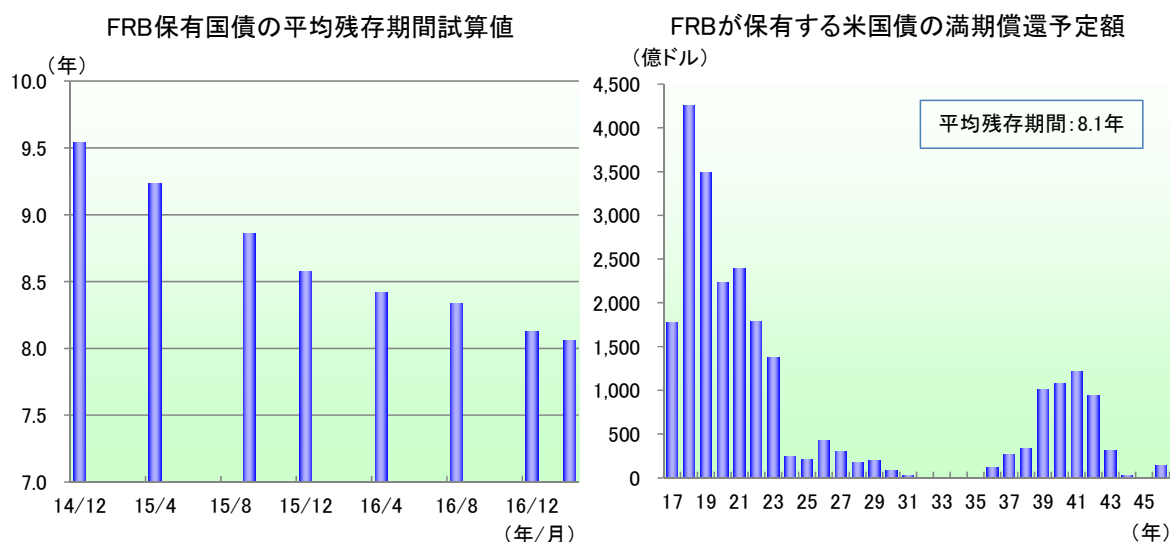
（出所）FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

大量満期を控える保有国債の残存期間は短期化

保有債券のうち、MBS はほとんどが残存 10 年以上の銘柄だが、繰上償還がなされるため、実効デュレーションは事後的でなければ明確にならない。そこで、FRB が保有する国債について満期までの平均残存期間を試算したところ、徐々に短期化が進んでいることがわかる。QE3 がほぼ終了した 2014 年末は 9.5 年程度であったが、直近の 2017 年 2 月には 8.1 年まで短期化した（図表 2 左）。現状は、残存 5 年以下の銘柄が全体の 6 割程度を占める。TIPS（インフレ連動債）は満期まで長期間の銘柄が多いため、固定利付債だけで計算すると残存期間はさらに短い。QE3 終了後の経過期間ほど平均残存期間は短期化していないが、FRB は再投資によって残高を維持しても、デュレーションを維持することは行っていないとみられる。FRB が債券保有を通じて、長めの金利の上昇を抑制する効果は低減している可能性がある。

2017 年から満期償還が本格的に始まり、2018 年から 2019 年にかけて大量償還を控える（図表 2 右）。満期が相次いで到来することは、バランスシートの中身を調整する好機である。だが、FRB 保有国債のうち、2018 年に 4,000 億ドル超が満期を迎える。これは 2015 会計年度（2014 年 10 月～2015 年 9 月）の財政赤字幅に匹敵し、FRB が保有国債の償還資金の再投資を停止するようであれば、債券市場への影響は大きい。バランスシートの縮小を始めるとしても、再投資を全面的に停止するのではなく、減額させつつ継続することがメインシナリオとなり、同時に保有債券のデュレーションを一層短期化していくことが想定されよう。

図表 2 FRB 保有国債の動向



(注) FRN、TIPS を含む。右図の満期償還額は 2017 年 2 月 22 日時点の FRB 保有銘柄の額面金額を合算。

(出所) NY 連銀より大和総研作成

銀行券発行残高の増加でバランスシートを縮小すべき幅は小さく

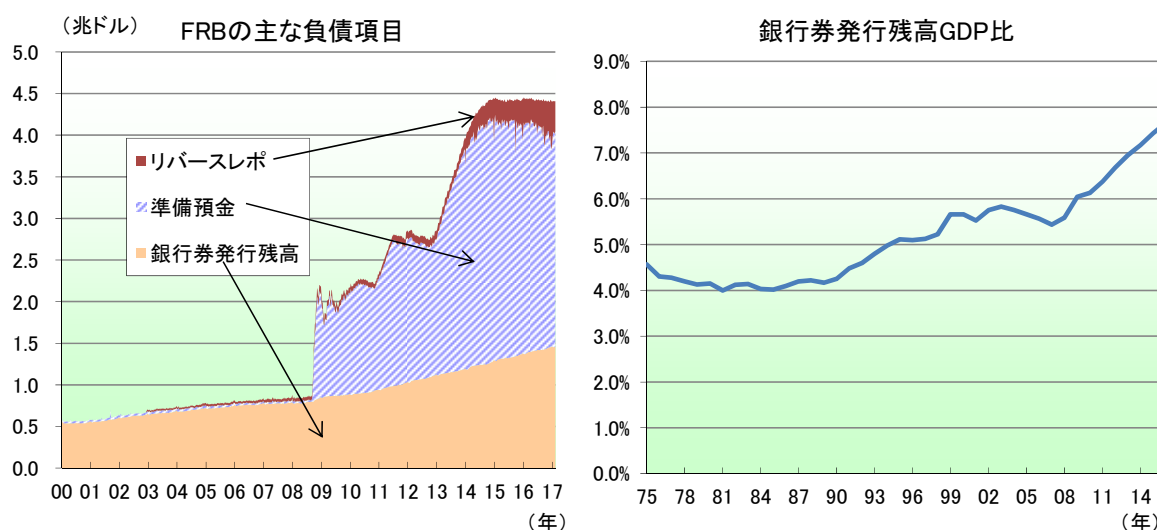
他方、バランスシートの負債サイドでは、準備預金が大きな存在ながら、2 回の利上げに伴っ

てリバースレポが増加し、準備預金の規模は少しずつ小さくなっている（図表3左）。主に米国外の金融機関が準備預金を減らし、リバースレポに応募しているとみられる。

また、銀行券発行残高の増加が注目される。リーマン・ショック前の8,000億ドル弱から、足下では1.4兆ドル超に増加した。インフレや取引需要を勘案したGDP比でも長期的には緩やかな増加トレンドだが、2008年以降はそれまでよりも明らかに上昇幅が大きい（図表3右）。歴史的な低金利で現金需要が増したと考えられる。バランスシートを縮小させて最小の構成に戻すのであれば、金融危機以前の「銀行券+所要準備」ということになる。銀行券残高の増加によって、FRBが保有するべき資産の規模は拡大し、バランスシートを縮小すべき幅はQE3終了時点よりも小さくなっていることになる。

金利が上昇すると、現金よりも金利などを得られる金融商品に資金が移動し、銀行券の流通量が減少する可能性はあるが、歴史的と言える低金利水準から抜け出すにはもう少し時間がかかりそうである。

図表3 FRBの負債と銀行券発行残高



(注) 右図の銀行券発行残高 GDP 比は、前年末と当年末の平均値を当該年の GDP で除して算出。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

バランスシートを縮小させたいFRB

MMF 規制改革によって、米国の短期金融市場の構造が変化し¹、FRB の利上げによって、实体经济へ影響を及ぼす長期金利が円滑に上昇するか、その波及メカニズムに曖昧さが残っていると考えられる。現状はレポ市場での資金調達が増加して、MMF の運用対象として、またレポ取引の担保需要として、T-Bill（短期国債）のニーズが高まっていると考えられる。だが、債務上限

¹ 大和総研 金融調査部 土屋貴裕「MMF 規制改革による米国金融仲介構造の変化」（2017年2月23日）参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170223_011755.html

問題などの財政関連の問題を抱えたままでは T-Bill の発行が抑制され、市場で流通する T-Bill が不足する可能性がある。利上げを始めた FRB がリバースレポで市場からの資金吸収と引き換えに、T-Bill を市場に供給していることになるが、FRB はリバースレポの利用は限定的にする方針で、FRB がバランスシートの縮小を始めれば、リバースレポは必要性が低下し、どの程度実施されるかわからない。FRB はリバースレポという資金吸収手段を手に入れる以前、実効 FF（フェデラルファンド）レートの下振れは容認してきたという経緯もある。

バランスシートの規模を維持したまま利上げを進めれば、さらにリバースレポでの資金吸収が増えて、T-Bill 不足の解消というプラスの側面よりも、レポ市場でのクレジットクランチというマイナスの側面が目立ってくる懸念があろう。FRB は自らのバランスシートの縮小は利上げが進んだ後、としてきたが、最近ではバランスシート縮小に向けた高官の発言が相次いでいる。2017 年 1 月に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）の議事要旨で、バランスシート縮小の議論を開始することで意見が一致していることが示された。FOMC での議論はまだ具体的ではないものの、巨大なバランスシートを抱えたままでの利上げを進めることは、困難を伴うと認識しているとみられる。

イエレン FRB 議長がバランスシートの縮小に積極的になる可能性もある。トランプ大統領はイエレン議長主導の金融政策に批判的で、2018 年 2 月に議長としての任期を迎えるイエレン議長は再任されない可能性がある。バーナンキ前議長は、QE3 による債券買い入れの縮小（テーパリング）を示唆する発言で市場の動揺を招いたが、自らの任期中に QE3 終了にメドをつけたい意向があったが故の発言だとみられる。イエレン議長も再任の可能性が低下するのであれば、任期中にバランスシート縮小に向けた道筋をつけたいと考える可能性もあろう。

バランスシート縮小への着手は近づいている

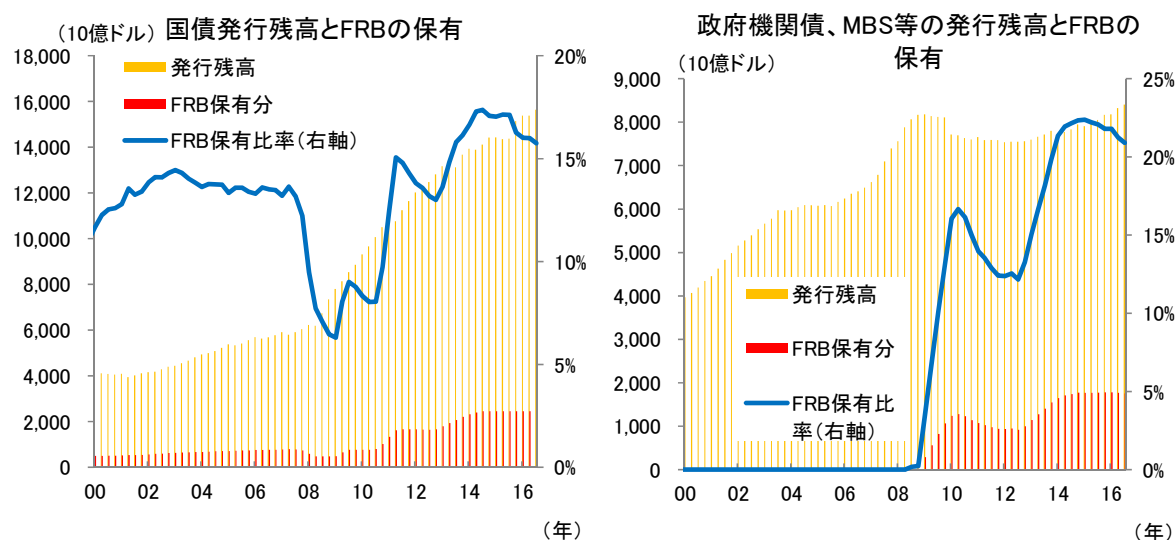
償還資金の再投資を減額とした場合、債券市場の動揺を招き、一定の金利上昇が生じる可能性は高い。ところが、国債市場、MBS 市場における FRB 保有分の相対的な位置づけは低下し始めている（図表 4）。

国債の発行総額が増え続けている一方で、FRB の保有額は横ばいで、発行残高全体に占める FRB 保有分の比率は徐々に低下している。財政赤字は今後も拡大が予想され、国債市場における FRB 保有分の相対的な位置づけが低下していくことになる。再投資減額のインパクトは小さくなっていくと想定される。

一方、MBS 市場では、発行残高全体の伸びは国債市場よりも緩慢で、FRB 保有分が市場に占める比率が相対的に高い。FRB の高官は、金融危機以前のように国債を中心としたバランスシートの構成が望ましいとしており、FRB がどの程度の MBS 保有を容認するかわからない。仮に、国債中心の資産構成とするのであれば、保有国債の残高を縮小させるべき幅は限られ、MBS の保有を大幅に減らす必要がある。すなわち、再投資減額の影響は、MBS 市場で相対的に大きくなると予想され、住宅ローン金利の上昇につながる。住宅市場への影響も踏まえると、FRB は MBS の保有

額縮小に時間をかける必要性が出てくるだろう。MBS の償還資金のうち一部を国債に再投資するといった、資産構成を見直す措置などが考えられる。ただし、金利が上昇していくと住宅ローンの借り換えが減少し、MBS の繰上償還も減ることが予想される。FRB が保有する MBS の縮小は、市場での金利動向のフィードバックを受けた対応となるだろう。

図表 4 国債と政府機関債、MBS 等の発行残高と市場に占める FRB の保有比率



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

FRB にバランスシートを縮小させたいというニーズがあり、縮小すべき幅は徐々に小さくなって、市場の動揺を招く懸念は低下している。保有債券の満期が相次いで到来することは好機であり、バランスシートの縮小に着手するタイミングは、近づいていると考えられる。市場への影響が大きくなるだけに、議論を本格化させる際には市場との対話が欠かせないだろう。

もっとも、トランプ政権の財政政策が経済や物価の見通しに影響し、財政赤字の規模を変化させること、財政赤字をファイナンスする国債をどのような構成とするかの国債発行計画、債務上限問題やそもそも円滑に予算が成立するかどうか、といった不透明要因がある。また、空席の FRB 理事にどのような人物が就くかで、判断が左右される余地は大きい。

— 以上 —