

2017/04/06 08:02

◎【円債投資ガイド】 バランス・シート拡大後の金融調節の難しさ＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝去る3月15日、米連邦公開市場委員会（FOMC）は、リーマン危機後3回目の利上げを決定した。これを受け、現在はFFレートが0.75%～1%のレンジのなかで推移するように、金融調節が行われている。わが国での報道を見ると、この金融調節は、危機前と同様、さらりと円滑に行われている印象をもってしまう。しかし、実際はどうも、そう簡単にうまくいっているわけでもなさそうだ。危機後の異例の金融政策運営によってバランス・シートを大きく拡大させてしまった後、言い換えれば、短期金融市場に巨額の余剰資金があふれかえっているなかでの金融調節だけに、いろいろな苦労があるように見受けられる。

Fedが、民間銀行から巨額の余剰資金を“超過準備”として当座預金に受け入れつつ、政策金利であるFFレートを引き上げ誘導するために用いているツールとメカニズムは、次のようなものだ。

米国の短期金融市場にも、わが国や諸外国と同様、無担保市場と有担保市場がある。FF市場とユーロドル市場は前者、レポ市場は後者に属する。ただ、市場により参加者は異なり、FF市場は主に銀行で構成されるのに対し、ユーロドル市場やレポ市場はオープン市場で参加者はより幅広く、銀行のみならずノンバンクも含まれる。

こうしたFF市場において、Fedがバランス・シートを拡大した2008年以降、従前は無利子であった超過準備への付利が行われるようになっており、Fedは引き上げ誘導の主な手段として、その付利（IOER）水準を現在、1%にまで引き上げている。Fedに超過準備を預け、このIOERの付利の恩恵を受けることができるのは銀行に限られるが、銀行からすれば、手元の流動性がどんなに潤沢でも、いつでもFedに1%の付利をしてもらえるため、銀行同士での短期金融取引は、そのままではまず発生しない。

これに対して、IOERの恩恵を受けられないノンバンクは事情が異なる。彼らは0%よりも少しでも高い金利で余資を運用したいと考えている。そこで、彼らは余資を、Fedに預ければIOER相当の利回りが得られる銀行に、IOER未滿の一定の金利で借りてもらっている。銀行もサヤが抜けるため、ノンバンクとのこうした取引に応じてくれる。こういう形で、現在の米国の短期金利は形成されているようだ。

一方、余剰資金があふれかえっているなか、このままだと金利は一方向的に下がるリスクがある。そこでFedはこうした短期金利にうまく下限が形成されるよう、引き上げ誘導の補完的なオペ手段として、オーバーナイト・リバース・レポ（ON RRP）を日々実施している。これは銀行のみならず、プライマリー・ディーラー、マネー・マーケット・ミュージアム・ファンド（MMM F）、ファニーメイやフレディマック等の政府支援企業（GSEs）といったノンバンクまでを幅広く対象に資金を吸収するものだ。ノンバンクの立場でも、ON RRPのレートでならいつでも余資を運用できる、という環境をFedが作りだしてやれば、同レートが短期市場金利の下限として機能する、と想定されているわけだ。ちなみに、Fedの現在のバランス・シートの規模が約4.5兆ドルであるのに対して、ON RRP全体のキャパシティーは2兆ドル、1取引先あたりの上限は300億ドルと、かなり大きな金額が設定されている。

こうしたメカニズムに基づく金融調節は、15年12月の最初のFFレートの引き上げ誘導後しばらくの間は、うまく機能していた。しかし、2度目の引き上げ誘導が行われた16年末頃から、

若干状況が変わりつつあるようだ。Fedは、FFレートのみならず、ユーロドル・レートやレポ・レート等の短期金利がすべて、IOERを上限、ON RRPレートを下限とするレンジのなかにおおよそ収まることを目指して金融調節を行っている。しかし、この頃から民間同士のレポ・レートがON RRPレートを下回るケースが見られ始めている。市場では、短期金融市場全体の流動性が極度に潤沢なことを反映したもの、と受け止められている。

これに対して、FedはON RRPの増額で対応しているようだ。オペの金額には季節性もあるようだが、ON RRPのオペの金額は、16年上半期におおむね日々数百億ドル規模であったのに対し、同年秋口以降は1千億ドル超、17年3月入り後は2千億ドルを上回る日が続いている。Fedのバランス・シート規模が維持されている間は、短期金利の誘導水準を引き上げれば引き上げるほど、大がかりな資金吸収オペを行わなければ市場金利の下限の実効性を維持することは難しい、ということなのかもしれない。

そしてもう一つの懸念材料は、IOERの恩恵にあずかることができる銀行の今後の運用行動だ。確かに彼らは、IOERを下回る金利でわざわざ積極的に運用することはなからうが、景気が過熱してIOERを上回る金利水準での運用機会、貸し出しの機会が出てきたらどうなるのか？この点はFedにとって未知の領域で、先行研究もほとんどなく、NY連銀の関係者らによる研究ペーパーなどが公表されているのにとどまる由だ。それによると、一定のモデルのもとでは、超過準備に付利が行われていれば、民間銀行の貸し出しに超過準備の量が影響することはないはず、とみられている。要するに、Fedとして、实体经济の回復軌道、経済の体温の上昇に遅れることなく、短期金利を引き上げ誘導していくことが必要で、それができれば大きな問題は発生しないはずだが、万が一、後手に回るような事態に陥れば、モデルの設定次第では、超過準備が流出する懸念も否定し切れてはいない、ということのようだ。

Fedが今後さらに正常化を進めても、バランス・シートを元通りの規模近くにまで縮小させ、超過準備をほぼ解消できるまでには、うまくいっても数年は要するものとみられる。それまでの間、どのような金融調節が必要となっていくのか、注視していく必要がある。（了）

[/20170406NNN0042]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved