

【米金融政策】
改めて出口戦略を考える

経済研究部 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 2014年1月から資産買入策における購入額削減が開始され、QE3の終了が近づいている。量的緩和からの出口については、2011年6月にFOMCで「出口戦略の原則」が合意されている。現在は、この原則の作成当時とは状況が異なるものの、基本的な考え方は変わっていない。出口戦略（金融政策の正常化）は、「償還分の再投資停止→準備預金の吸収→利上げ→保有資産の売却」と進められることが想定される。ただし、「保有資産の売却」については政府機関債に限られるとの意見が優勢である。
2. 出口戦略のうち、最初の「償還分の再投資停止」は実行に移しやすく、市場に与える影響も軽微と見られる。
3. 「準備預金の吸収」や「利上げ」に対する課題は多い。大規模な準備預金を吸収しつつ利上げせざるを得ず、通常の「利上げ」とは大きく異なる。FRBがFF金利を目標まで誘導できるか不透明であり、また、利上げ後には準備預金に対する金利水準などが問題視される可能性がある。
4. 「FRB保有資産の売却」は、市場金利への悪影響（意図せざる急上昇）が懸念されるとともに、FRBが損失を被る可能性がある。財務省による資金補填が必要とされる可能性はほぼないが、保有資産の売却を最低限にとどめるという考え方は妥当と言える。
5. 出口戦略を実行することは不可能ではないが、困難も多い。しかし、出口戦略を実施しないリスクは軽視できない。預金準備への利息支払いや国庫納付金の減少などを含め、さまざまな批判が生まれる可能性があるが、FOMCには市場と対話しつつ、課題を乗り越えていくことが求められる。

出口戦略の原則

- ・ 金融政策を正常化する(出口戦略)にあたっては、雇用の最大化と物価の安定という責務を成し遂げるよう、その時期とペースを決める
- ・ 政策正常化では、まず、SOMA保有証券の償還に対する再投資を一定額ないし全額停止する
- ・ それと同時に、やや時間を置いてFF金利に対するフォワードガイダンスを修正、適切にFF金利の引き上げが実行できるよう、準備預金の吸収を開始する
- ・ 経済状況が許せば、次の正常化過程としてFF金利の誘導目標を引き上げ(=利上げ)、金融政策の軸をFF金利の誘導目標ないし目標レンジとする。正常化の過程では、FF金利を目標に誘導するために、超過準備に対する金利や準備預金水準の調整が用いられる
- ・ SOMAの政府機関証券の売却は、最初のFF金利誘導目標の引き上げ(利上げ)が開始された後、やや時間を置いて実施する。実行の時期とペースは事前に示す。比較的ゆっくりとした一定のペースとなる予定だが、経済状況、金融情勢に応じて上下に調整する
- ・ 資産売却の開始後、SOMA保有の政府機関証券を売り切るまでには3-5年程度かける見込みで、SOMA資産の流入が経済の信用部門へ与える影響を最小限に抑える。このペースの売却で、SOMA保有の証券資産が正常な規模になるには2-3年を要すると見込む。特に証券資産やそれに関連した準備預金の規模が、効率的な金融政策の実行と整合的となる、最小限の水準まで縮小させる見込み
- ・ 経済状況や金融情勢の観点から、必要があればこの出口戦略を修正するよう準備している

(注)SOMAはSystem Open Market Accountの略称で、ニューヨーク連銀が開設する公開市場操作用の口座。下線とカッコ内は筆者
(資料)FRBよりニッセイ基礎研究所作成

1. これまでの経緯

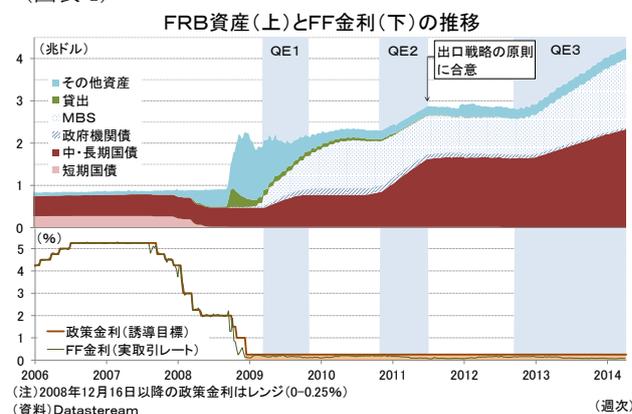
1. 出口戦略の原則

世界金融危機以降、世界の中央銀行は緩和的な金融政策を続けてきた。

先進国では政策金利をゼロ近傍までの引下げ、さらなる金融緩和のために、従来の政策金利の変更（金利政策）とは異なる非伝統的な手段も講じている。

米国では、金融危機後、2008年12月のFOMC（図表1）

MCで政策金利を実質ゼロ（0-0.25%）まで引き下げており、金融政策の中心を資産買入策（いわゆる量的緩和策、QE¹）に移している。すでに金融危機から5年以上が経過し、現在の量的緩和は緊急時の対策という色彩はなく、インフレ率の上昇が緩慢ななかで、雇用が依然として十分な回復に至っていないことを背景にした、ゼロ金利制約下での金融緩和手段と言える。なかでも2009年3月～10月、2010年11月～翌6月、2012年9月～現在の3度にわたり実施された大規模な資産買入策（LSAP²）は、順にQE1、QE2、QE3という略称で呼ばれている（図表1）。



量的緩和策の実施にあたっては、政策をどのように収束させるかという、いわゆる出口戦略の議論もなされてきた³。現在、FOMCが考える出口戦略のベースになっているのは、2011年6月に合意された出口戦略の原則（表紙図表）である⁴。

この原則が合意されたのはQE3が開始される前であり、その後、QE3を経てFRBの資産構成や規模にも変化が生じている。そのため、QE3実施後の2013年6月のFOMC会合では、出口戦略に関する追加の議論も行われている。ただし、原則が大幅修正されることはなく⁵、MBSの売却に関して、より慎重にするべきとの議論がなされた程度にとどまる⁶。FRB保有の資産が増加していることもあり、資産規模の正常化に要する時間は当初の見込みよりも長期化すると見られるが、おおむね、2011年の原則に沿った形で金融緩和政策は終了されると見て良いだろう⁷。

さて、2014年に入ると、資産購入策（QE3）における購入額縮小（テーパリング）が始まり、実際に量的緩和策の終了が視野に入ってきた。これに伴い、市場の注目も量的緩和の縮小から利上げの時期に移っている。2008年から開始された実質ゼロ金利の状況も、5年以上が経過してようやく出口が見えてきたと言える。

そこで本稿では、これまでの出口戦略の原則や議論、技術的な問題を整理して、どのような出口戦略が実施され得るのか改めて考えたい。

¹ quantitative easing の略。

² large-scale asset purchases の略、FRBでは quantitative easing という言葉を用いておらず、こちらの用語を使用している。

³ 例えば、バーナンキ前FRB議長は2009年7月21日に、下院に提出した金融政策報告書とその議会証言において出口戦略に関して言及している。また、ウォールストリートジャーナルにも出口戦略に関する意見を寄稿するなど、積極的にFOMCの立場を発信している（<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970203946904574300050657897992>）。

⁴ ただし、全会一致の合意ではなかった。議事録によれば出口戦略の原則に反対意見を示した参加者が1名いる。

⁵ 2013年6月の会合において、2011年に合意した出口戦略の原則が（当時の会合時でも）適用されることを確認している。

⁶ MBSはMortgage-backed securities（不動産担保証券）の略。FRBが保有しているMBSはGSE（政府支援機関、具体的にはジニーメイ、ファニーメイ、フレディマック）が発行し、保証しているもの。以下、MBSと言った場合には、これらのGSEが発行したMBSを指すこととする。なお、出口戦略の原則では、政府機関証券（agency securities）という言葉を用いており、政府機関債（agency debt securities）なのか、MBS（agency mortgage-backed securities）なのかは明確にされていない。

⁷ FOMCでは、今後も状況を見て追加の出口戦略に関する情報を提示する姿勢を示している。

2. 今後の戦略

出口戦略の原則によれば、出口戦略（正常化の過程）は、「償還分の再投資停止→準備預金の吸収→利上げ→保有資産の売却」と進んでいく。

以下では、最初の手段である「償還分の再投資停止」についての課題は少ないが、残りの手続については課題が多いことを確認する。

1. 第一手：「償還分の再投資停止」は速やかに

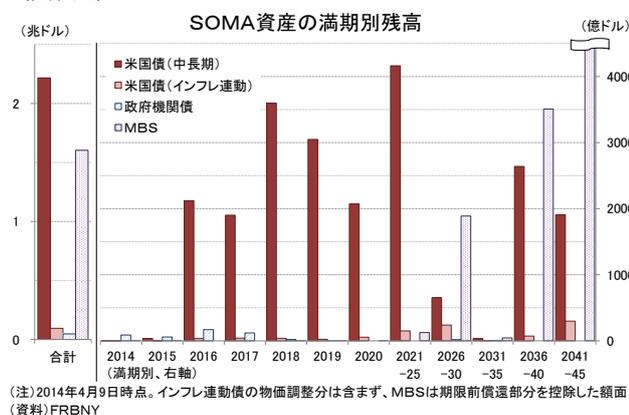
正常化への第一手となる「償還分の再投資停止」は、すでにFRBが保有している資産をそのまま持ち続けるだけであるため、技術的な問題は無い。

現状では短期債の残高はゼロであり、SOMA資産の償還が本格的に始まるのは2016年以降である（図表2）⁸。つまり、テーパリング終了後すぐに償還分の再投資が停止されたとしても、償還を通じた市場からの資金吸収が開始されるのは2016年以降となる。2016年からは年間で2000億～4000億ドル程度の国債が償還され、実質的な資金吸収が行われるが、流通市場に流入する国債（≡市場から吸収される資金）は過去と比べて、それほど大きいわけではない（図表3）⁹

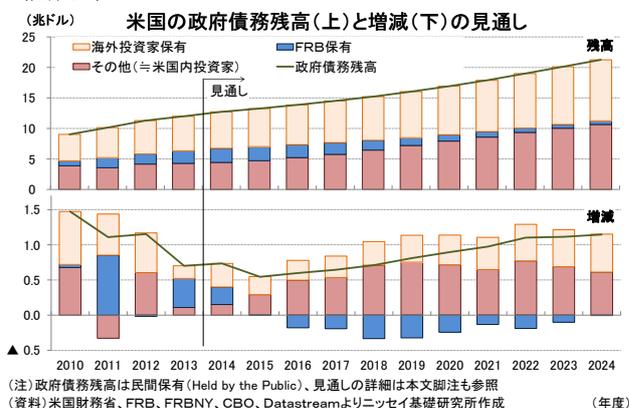
また、現在もすでにテーパリングが実施されており、その意味では、（FRBを除く）国内投資家が保有する国債残高は増えつつある。これらが順調に消化されていることを見ると、「償還分の再投資停止」による金利上昇リスクは限定的と見られる¹⁰。

償還分の再投資停止は、出口戦略の第一歩であり、その意味で市場に与える心理的なインパクトは強いと思われる。しかし、実際には開始時期は重要ではない。また、市場から吸収される資金も大規模ではない。そのため、再投資の停止はテーパリング終了後、速やかに実施されると見ている。

（図表2）



（図表3）



2. 第二手・第三手：課題が多い「準備預金の吸収」と「利上げ」

次に、第二手・第三手である「準備預金の吸収」と「利上げ」の課題について考えたい。

出口戦略の原則では、準備預金の吸収を開始した後に利上げを実施することが記載されているが、準備預金の吸収は開始から終了まで長期間にわたって続けられるものである。また、政策金利も通常は数回にわたり、段階的に引き上げられる。

したがって、以下でも考察するように「準備預金の吸収」と「利上げ」は、重複する（並行して

⁸ 30年満期のMBSを多く保有しているが、元本の大部分は償還日より前に返済される点（期限前償還）に注意。後述する図表11のシナリオでは、MBSを売却せずとも、2025年にはMBSの保有残高は3分の1～4分の1ほどに減少する。

⁹ 政府の資金調達額は議会予算局（CBO）の見積りより作成、海外投資家の保有割合は一定でFRBの資産購入・売却については後述図表11と同様のシナリオを仮定している。

¹⁰ 金利が上昇してもそれが急激な上昇でなく、需給を通じて調整されるものであれば、健全な市場の機能とも言える。

実施される) 期間が長くなる。そのため、本節でもこれら2つの手段を並行して考察していく。

2-1. 量的緩和後のFF金利市場

まず、「準備預金の吸収」と「利上げ」について述べる前に、金融調節が行われる短期金融市場が、量的緩和策によりどのような状況になっているかを再確認しておく。

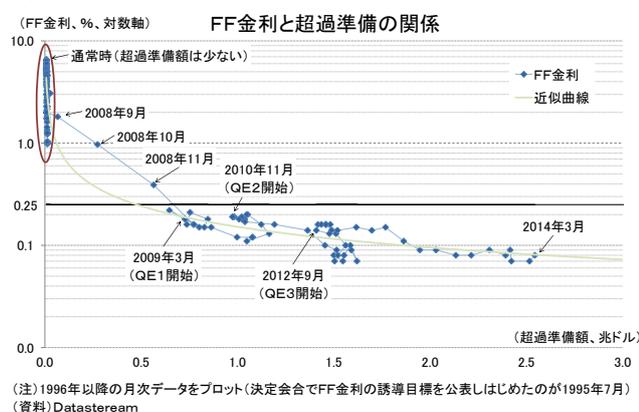
米国の場合、現在の政策金利はFF金利の誘導目標である。

誘導対象であるFF金利は、(FRBに口座を持つ)金融機関の間での翌日物の貸出金利である。日々、短期市場では、資金が余っている金融機関が資金の足りない金融機関に対して翌日満期の資金の貸し出しを実施しているが、FOMCはこの金利に目標水準を定めて、そこに誘導することを目指しているわけである。

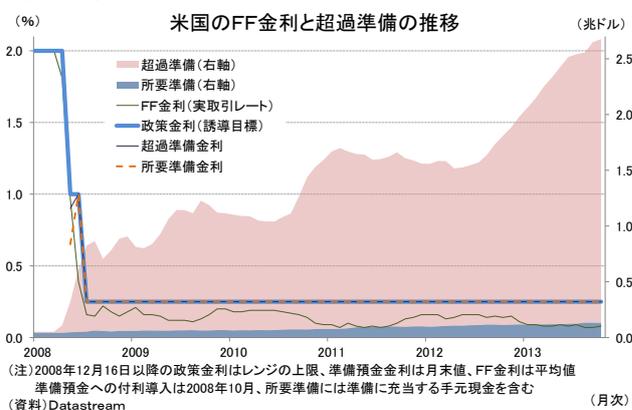
通常時であれば、この短期の金融市場は、金融機関がFRBから求められている準備預金(所要準備)を積むための最終的な資金繰りを行う市場として機能する。FRBは公開市場操作を通じてFF金利が誘導目標に近づくよう、資金供給量を調節する。所要準備を超える準備預金(超過準備)は少なく、金融機関における日々の資金需要は所要準備額とほぼ一致している。このように資金への需要がほぼ一定であるので、FRBは市場への資金供給を増減させることでFF金利を上下させることができる(図表4、丸印部分)。

しかし、量的緩和策のもとでは、通常時よりも極端に多くの資金供給を行っており、短期市場での資金調達を必要とする金融機関が少ない。資金需要に比べて、供給を過剰に行っている状態と言える。その結果、FRBがわずかに資金吸収を実施し、超過準備を吸収したとしてもFF金利が上昇しない状態になっている。

(図表4)



(図表5)



ただし現在は、このように金融機関の資金需要がほとんど無い状況であるにもかかわらず、FF金利は0.1%前後と0%より高い状態で推移している(図表4・5)。これはFRBが準備預金に対して0.25%の金利¹¹を付しているために生じている。

準備預金への付利によって、(預金を取り扱う)金融機関は短期金融市場において、0.25%以上の金利でなければ貸し出しをしないインセンティブが生じる¹²。しかし、短期金融市場には(預金口座を持っておらず)準備預金に対して金利が付されない金融機関(例えばGSEやMMF(マネーマーケットファンド)など)も存在する¹³。

¹¹ 現在は所要準備、超過準備ともに0.25%の金利が付されている。

¹² 準備預金として保有して置けば、0.25%分の利息収入を得られるため、運用(貸し出し)を行うメリットはない。

¹³ 一般に、中央銀行が金融機関に対し、(法的に)保有を義務付けている中央銀行への預金を所要準備、それを上回る部分を超過準備と言うが、所要準備は基本的には預金取扱金融機関にのみ求められるものである。預金を取り扱っていない金融機関も決済の利便性のために中央銀行に口座を保有している場合があるが、この場合、中央銀行への預金を義務付けられている訳ではない。準備預金と言った

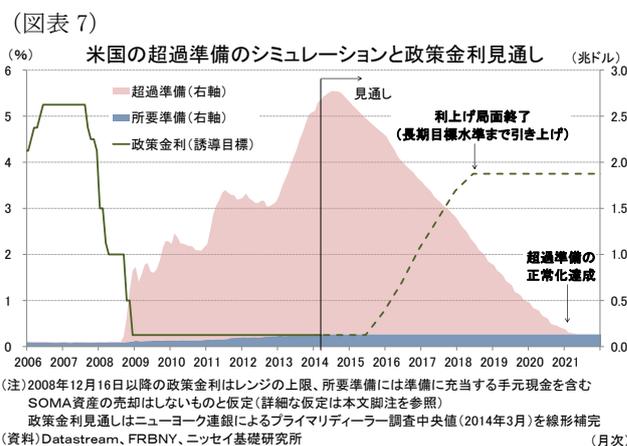
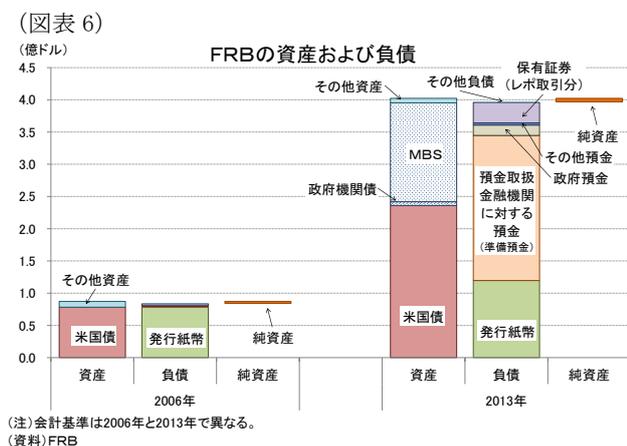
そのため、準備預金からの金利収入を得られない金融機関は、F R Bの口座に無利子の資産を保有するよりも、わずかではあるが、短期金融市場で貸し出して利息収入を得るインセンティブを持つ。一方、準備預金から利息を得られる金融機関は、こうした機関から準備預金の金利を下回る金利で資金を借り入れて、準備預金として保有するだけで利鞘を得ることができる。

一種の裁定取引であるが、この取引が存在するために、準備預金の金利よりも低いながらF F金利は0%を上回る水準で推移している¹⁴。

2-2. 「利上げ」をしないうリスク

以下では、こうした状況を踏まえ、「準備預金の吸収」と「利上げ」が重複する期間（同時に進行する期間）が長くなる理由について述べたい。

出口戦略の原則では、バランスシートや準備預金の規模が正常化するには2-3年程度かかることが想定されている。また、最近はMBSの売却もしないという見方が優勢となっており、こうした状況を踏まえれば、売却は実施されるとしても、もともと残高の多くない政府機関債を中心としたものになる（図表6、前掲図表1・2も参照）。したがって、バランスシートの縮小（＝準備預金の縮小）は受動的で相当ゆっくりとしたものになると思われる。



実際に、保有資産を売却しなかった場合の準備預金の推移を一定の仮定のもとにシミュレーションしてみると（図表7）¹⁵、準備預金が正常化するまでに、かなりの時間を要することが分かる。ニューヨーク連銀のプライマリディーラーへの市場調査（中央値、2014年3月）では、政策金利の引き上げ局面が終了する時期（長期適正水準までの引き上げ時期）を2018年後半と見ており、これは超過準備の規模が正常化するよりも2-3年ほど早い。

したがって、今回の利上げは大規模な超過準備を有しているにもかかわらず、F F金利を「強引に」引き上げなければならない状況と言える。2004年6月以来の利上げということになるが、状況は10年前とは大きく異なっている。

もちろん理論的には、市場にある資金を吸収し超過準備を薄くして、平時の状況に戻した後に、

場合、同じ中央銀行への預金でも預金取扱金融機関の預金を指すのか、そうでない金融機関の預金も含めたものを指すのかはあいまいであるが、本稿では後者を含め、全ての金融機関が保有するF R Bへの預金を準備預金と言うことにする。ただし、前者と後者で準備預金に対する付利の有無が生じているため、注意が必要である。

¹⁴ 準備預金の金利は、金融機関がそれ以下の金利での貸し出す意欲を失わせるため、短期市場金利の実質的な下限となることが期待されるが、実際はそうっていない。準備預金が過剰にあることで歪んだ状況が続いているとも言える。なお、準備預金の付利は、金融機関に無リスクの収益機会を提供していることになるため、批判も多い。ただし、準備預金が極端に多い状況でも短期金融市場の機能が失われずに残る（取引が行われている）のは付利が存在しているためでもある。

¹⁵ SOMA保有資産（米国債、MBS、政府機関債）の売却は行わず、資産の新規買入はF O M Cごとに100億ドルずつ減額することを決定（2014年10月15日150億ドルの減額を決定）、また、MBSの（事前）償還については毎年元本の30%が償還されるとして推計（これは、以下で考察するF R Bスタッフのシミュレーション結果（図表11）とも大きく変わらない）。所要準備額は不変とした。

公開市場操作により短期市場金利を誘導できる状態にした後に利上げを実施する方法も考え得る（図表 8 下）。金融緩和が「政策金利引き下げ→超過準備の拡大」という順序で実施されてきたことから、対称的に考えるならば、この方法への違和感は少ない。しかし、市場に与える影響が相当大きくなってしまふことが懸念される。

そもそも、バランスシートの拡大を伴った金融緩和は、市場に資金を供給するだけでなく、購入する資産の価格を上昇させる（金利を引き下げる）効果を生んでいる。資産購入策では主に政府機関債、MBS および米国債を購入しており、これらの金利を引き下げている¹⁶。現在のFRBの保有資産は、大部分がこうしたMBS や米国債であるが（前掲図表 1・2・6）、これら売却してバランスシートを急速に縮小させれば、購入時とは逆に、売却資産の価格が大きく下落（金利は上昇）する可能性が高い。

少なくとも、現在のバランスシートを見る限り、量的緩和以前の平時の状況（例えば図表 6 の 2006 年時の状況）にするには、MBS の全額と米国債の一部を市場に放出する必要があり、これらの実施は現実的とは思えない。後述するように、資産の売却を伴わない超過準備の吸収方法（リバースレポ¹⁷やターム物預金の発行）¹⁸や所要準備額を直接的に引き上げる方法¹⁹なども考え得るが、いずれも超過準備額を平時の状況に戻すほど大胆に実行することは現実的でないと考えられる²⁰。

もちろん、時間を掛けてバランスシートを縮小すれば、こうした影響は緩和されるが、超過準備を吸収するためには時間が掛かる。その分、実質ゼロ金利状態は長引くことになる。そして、必要以上に緩和的な金融政策を実施することは、バブルの形成とその崩壊を招く可能性がある。

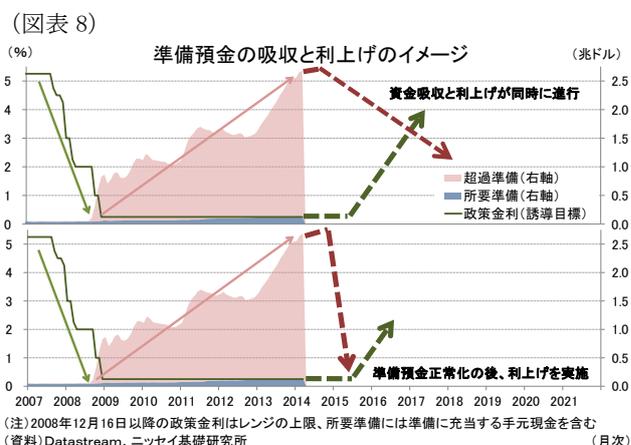
例えば、サブプライム問題とその後の世界金融危機を発生させた原因のひとつとして、ITバブル崩壊後に住宅価格や株価等の資産価格が上昇している中で、FRBが低金利政策を長期間続けてきたことが指摘される。バブルとその崩壊は経済に甚大な被害をもたらす危険がある。

あるいは、インフレ率が上昇すれば、FRBの責務であるインフレ抑制を達成するために、超過準備を多く保有している状況でも利上げに踏み切らざるを得なくなってしまう、というケースも考え得る。

したがって、FOMCでは、これらのリスクを踏まえた上で、「強引な」利上げが適切だと判断したと見られる。

2-3. 「強引な」利上げをする方法

では、実際に超過準備を多く抱えたまま（≡バランスシートを拡大させたまま）、利上げを実施する具体的な方法には、どのようなものがあるのだろうか。



¹⁶ 米国の量的緩和策での金利低下効果を認める種々の実証分析がある。バーナンキ前FRB議長は、こうした研究結果などを踏まえて、2011年7月の議会証言では、QE2によって長期金利が0.10-0.30%低下したと見られる、という発言をしている。

¹⁷ リバースレポは、有価証券の買戻し条件付取引（あるいは貸借取引）。本稿では具体的に、FRBが有価証券（国債等）を市場に売却（市場から資金を吸収）し、一定期間後にその有価証券を買戻す、という取引を指す。一定期間だけ市場から資金を吸収できる。

¹⁸ 金融機関は超過準備という資産が減る代わりに、リバースレポに対応する資産（国債等）や、ターム物預金の資産が増える。

¹⁹ これは、預金準備率の引き上げに相当し、かつては金融政策の一手段として、実施されたこともある。所要準備を増やすことで資金需要を直接に高めようとする手段。

²⁰ リバースレポやターム物預金の発行を超過準備を大幅に減らすほどに大規模に実施すれば、市場の金利に相当の悪影響を与えると思われる。また、短期市場における自律的な金利上昇を促すほどに資金需要を高めるには、預金準備率をかなり引き上げる必要がある。

出口戦略の原則では、準備預金の金利を引き上げを補助的に活用するとを明記している。準備預金の金利引き上げにより、FF金利が上昇する仕組みは前述した通りである。

また、FOMCではリバースオペやターム物預金を資金吸収に活用する姿勢を示している²¹。リバースレポやターム物預金の活用の違いは、前者が翌日物の金利に影響を与えるのに対し、後者は比較的長い期間（1週間、1カ月、3カ月など）の取引も実施できるという点にある。また、リバースレポやターム物預金であれば、準備預金から利息を得られない機関に対しても、FRBとの取引が認められる機関であれば、実質無リスクの利息収入を得る機会を提供できる。つまり、幅広い金融機関に対して、一定の金利以上でなければ取引をしないインセンティブを持たせることができ、それだけ、市場の短期金利（FF金利）の下限を定める効果が期待できる。ただし、一方でFRBにとって見れば、金利の高い長めの資産を売却するため、資金吸収コストが大きくなるというデメリットもある。

なお、それほど議論されていない手段ではあるが、預金準備率を直接操作して所要準備額の水準を引き上げる方法も考えられる²²。

実際にどのように利上げが実施されるのかについての統一した見解はないが、筆者は以下のように考えている。

まず、FOMCとしては、実際に利上げする前に、準備預金の金利引き上げ、リバースレポやターム物預金の活用して現行のFF金利を意図した水準に誘導できるか確かめたいはずである。

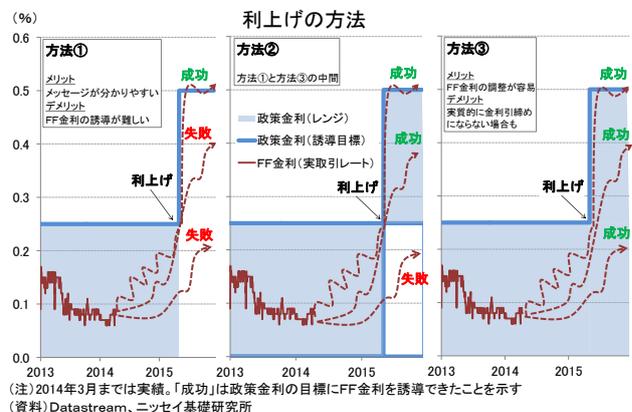
そこで、まず利上げへの布石としてFF金利をレンジの上限である0.25%に誘導できることを確認する。この際、声明などでFF金利をレンジの上限に誘導する（あるいは、誘導目標のレンジを撤廃する）ことが明示される可能性も高いだろう。こうして0.25%付近への誘導が確認された後に政策金利の誘導目標を0.50%まで引き上げる（利上げする）と見ている。

しかし、現在のFF金利は、準備預金金利よりもかなり下方を推移しており（図表9、前掲図表4・5）、超過準備を多く保有するもとはリバースレポやターム物預金を活用してもFRBが公開市場操作を通じてピンポイントの数値に誘導することが難しい可能性もある。つまり、利上げでFF金利の誘導目標をピンポイントで設定しても、実際の市場金利をその水準まで誘導できない可能性もある。

FF金利を目標に誘導できるかは、利上げ前にリバースレポやターム物預金を用いて0.25%付近までの誘導できるか確認すればある程度は明らかになるだろう。誘導が難しいと見られる場合は、代替策として、誘導目標をレンジで示す利上げが検討されると考えられる（図表9の方法②・③）。

しかし、レンジで指定する方法ではFF金利を上昇させることに対するコミットメント効果が弱く、実質的に利上げとは言えない状況になる可能性がある。ピンポイントで目標に誘導できるので

（図表9）



²¹ リバースレポは、公開市場操作の一種として小規模ではあるが実施されている。ターム物預金の発行も、準備段階ではあるものの小規模・断続的に実施されている（Term Deposit Facility（TDF）と呼ばれている）。

²² 新興国ではたびたび用いられるが、近年の先進国では用いられていない。利上げへの補助的な手段というより、FRBの金融機関への利息支払コスト軽減の観点から、こうした意見が浮上する可能性はある。具体的には、預金準備率を引き上げて超過準備を減らし、また所要準備の金利を引き下げることでFRBの利息支払いコストが軽減される（後述するように準備預金の金利は、もともと所要準備部分と超過準備部分で異なり、超過準備部分の金利の方が低かった）。

あれば、市場に分かりやすく従来の金融政策に近い政策金利の設定が好まれるだろう。

なお、現在は準備預金金利の0.15%程度下方をFF金利が推移しており、理論的には準備預金に対する金利を誘導目標よりも0.15%ほど高くすることで、FF金利を誘導目標に近づけるという方法もある。しかしこの方法は、金融機関に対して市場金利よりも高い利息を得ることを公認しているようなもので、広く理解を得られる方法とは考えられない²³。準備預金金利は引き上げる場合でも、現行と同様の政策金利と同水準（レンジの場合はその上限）が理解を得られる限界だろう。誘導目標より高い準備預金金利を設定するよりは、誘導目標をレンジで指定し、準備預金金利より低いFF金利を認める状況（現在と同じ状況）の方が受け入れられやすいと考えている。

2-4. 「強引な」利上げをした後の課題

次に、何らかの形で「強引な」利上げが実施された後の課題について考えたい。利上げがどのような形で開始されるのかさえも不透明であるため、やや早急とも言えるが、簡単に考察しておく。

まず、利上げが継続した際に、準備預金金利を政策金利からどれほど乖離させるか、という議論が生じる可能性がある。そもそも、準備預金に付利が導入された当時の準備預金に対する金利水準は、所要準備部分が「所要準備の積み期間中の政策金利の平均値-0.1%」、超過準備部分が「同期間中の政策金利の最低値-0.75%」と政策金利よりも低く設定されていた²⁴。

金融危機という状況下にあったことと政策金利が低金利であったことから、これまではFRBが金融機関に対して実質無リスクで収入機会を提供していてもそれほど批判されてこなかったが、政策金利が高くなると、金融機関の準備預金からの利息収入（FRBから見れば利息支払）が増えていく。こうした状況では、「政策金利=準備預金金利」という状態が非難される可能性は高まる。

FOMCには、これらの批判に対する回答を求められるだろう。過大な超過準備を有した状況で、準備預金金利を政策金利よりも低めに設定する必要性が生じれば、FF金利を誘導目標まで引き上げられなくなる。一方、批判を受けて、低金利状況を続ければ、バブル的な状況をつくり出しかねず、いずれにしても金融政策の運営が難しくなることが懸念される。

準備預金の金利引き上げや、リバースレポ、ターム物預金を活用しなければFF金利を目標に誘導できないという状況は、通常時の金融政策とは大きく異なる。実質的には、政策金利であるFF金利の誘導目標よりも、補助的に活用する準備預金の金利や、リバースレポ金利、ターム物預金金利が金融政策の手段になっている。そのため、政策金利をFF金利の誘導目標から変更しようという議論が起きるかもしれない²⁵。

また、準備預金に対する利息支払いが増加することで、FRBに損失が発生する可能性も指摘される²⁶。これについては、バランスシートをどのように縮小させていくべきか、という議論とも関係するので、以下の節で考えていきたい。

3. 第四手：「保有資産の売却」はしない可能性が高い

出口戦略の原則では、利上げをした後、必要があれば保有資産を売却するとしている。

²³ そういった見方をする参加者もいる。例えばファイナンシャル・タイムズ紙のブログでは、こうした意見を引用している (<http://ftalphaville.ft.com/2011/03/14/513576/the-need-for-an-ioer-fed-funds-spread/>)

²⁴ 当初の目的は金融機関に利益を供与することではなく、FF金利の誘導精度を高めることであつたと思われる。

²⁵ 例えば、ウォールストリートジャーナルでは、FRBの政策金利をFF金利の誘導目標から変更すべきとの元FRBエコノミストの意見を紹介している (<http://jp.wsj.com/article/SB10001424052702304461804579345293397986718.html>)。この同エコノミストのレポートでは、政策枠組みの変更すべき理由として、誘導目標を上昇させてもFF金利が上昇しない可能性があることなどに言及している (<http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2558>)。

²⁶ 例えば2012年8月には、バーナンキ前FRB議長がジャクソンホール講演で、資産買入策の潜在リスクの1つに、FRBが損失を被ること挙げている。

上述したように、現在は米国債やMBSについては売却しないとの見方が優勢となっている。これらの資産を市場に放出すると、必要以上に金利を上昇させてしまうなど、大きな悪影響が生じるという懸念が背後にある。

しかし、それだけでなく、保有資産を放出すればFRBが被る損失が大きくなり、国庫納付金が減少する可能性が高まるという点も無視できない要因と言える。そこで、以下では保有資産の売却に関して整理したい。

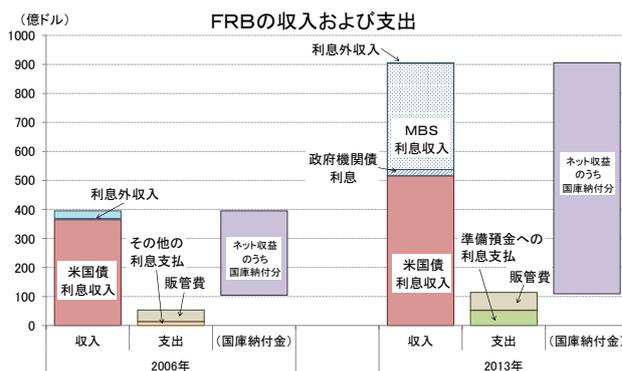
3-1. FRBの収入と支出

まず、現在のFRBの収入、支出について再確認する。

FRBの利息支払を見ると、現在のところ、超過準備に対する利息支払いは2013年で約52億ドルであり、収入と比較すれば多くない(図表10)。確かにFRBが保有している(預金取扱)金融機関に対する預金は多額であるが(前掲図表6)、金利が0.25%と低いために支出は限定的である²⁷。

一方でFRBは米国債やMBSを大量に保有しており、ここからの利息収入が膨らんでいる。そのため、財務省への支払い(国庫納付金)が多額にのぼる。

(図表10)



(注) 会計基準は2006年と2013年で異なる。また2006年には準備預金への付利はなく、利息も発生していない(資料)FRB

3-2. 金融政策正常化と国庫納付金

では、金融政策正常化の過程ではこれらほどのように変化するだろうか。これについては、2013年9月にFRBスタッフが試算を行った論文がある²⁸。この論文の基本シナリオではテーパリングのペースが実際と比べてやや早いなど、すでに現状と異なる部分があるが²⁹、結果を大きく変える出来事も発生していないため、今後の状況を考える上で参考になる(図表11)。

これによれば、MBSを売却しないという基本シナリオのもとでは、利息支払が増えるものの、利息収入も一定規模を確保できるため、すべての期間でネット収益をプラスに維持することができる。これは、リバースレポ、タム物預金などの準備預金吸収手段を使用し、資金吸収コストが増加するシナリオでも実現できる。ただし、MBSを売却しないため、2025年になってもSOMAにMBSが残っており、保有資産の正常化は実現しない。

(図表11)

| | SOMAの規模正常化 | SOMAの資産規模正常化 | 2025年の保有MBS残高 | 2009-25年の国庫納付金累積額 | 国庫納付金が最も少なくなる金額と時期 |
|---------------------------------------|------------|--------------|---------------|-------------------|--------------------|
| 基本シナリオ | 2020年8月 | - | 4070 | 9080 | 170 (2018年) |
| MBSを売却した場合 (売却損発生、利息収入減少) | 2019年5月 | 2020年5月 | 0 | 8410 | 0 (2018-19年) |
| 資金吸収手段を用いた場合 (資金吸収コスト上昇) | 2020年8月 | - | 4070 | 8700 | 120 (2018年) |
| 金利が上昇(+2.0%)した場合 (政策金利の上昇ベース、上昇幅の拡大等) | | | | | |
| 基本シナリオ | 2020年8月 | - | 4070 | 8690 | 0 (2017-19年) |
| MBS売却 | 2019年6月 | 2020年6月 | 0 | 8040 | 0 (2017-21年) |

(注) 資金吸収手段はリバースレポやタム物預金を想定し、「FF金利+0.50%」の調達コストを見込む。(過去の短期国債(3カ月物)の金利水準より算出)

(資料) The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A Primer and projections

²⁷ 2013年の付利対象預金準備は平均で2.06兆ドルであるため、利息支払いは概算で2.06兆ドル×0.25%≒51.5億ドルとしても簡単に試算できる。

²⁸ Carpenter, Seth, Ihrig, Jane, Klee, Elizabeth, Boote, Alexander, and Quinn, Daniel. "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A Primer and Projections," Finance and Economics Discussion Series no. 2013-1, FRB, September 2013.

²⁹ テーパリングは2013年12月からはじまり、2014年4月にはMBSの新規購入が終了、同年6月には米国債の新規購入が終了するというシナリオを置いている(実際は4月時点でMBS250億ドル、米国債300億ドルを購入している)。また同シナリオでは、償還分の再投資中止は2015年2月、利上げの開始時期は2015年8月と仮定されている。なお、原論文では代替シナリオとして図表12以外にも失業率基準の引下げ(6.5%→6.0%)シナリオも作成されているが、現実には失業率基準が撤廃されたこともあり、本稿では省略した。

一方、MBSを売却し、SOMAの資産構成も早期に正常化させるシナリオでは、売却損が計上され、またその後の利息収入を得られないことから、国庫納付が不可能な時期が生じる。

なお、金利が上昇するシナリオでは、政策金利を急速・大幅に上昇させることが求められる³⁰。このシナリオでは、MBSの売却如何に関わらず国庫納付が不可能な時期が生じる。ただし、別のレポートにおいては、こうした（金利上昇を含めた）損失が顕在化するような可能性は低いとの指摘もなされている³¹。

また、会計的な面から見れば、FRBの損失は即座に計上されず「繰り延べ」られるため³²、財務省による損失補填（≒間接的な税金の投入）が必ずしも必要な訳ではない。

一時的な逆イールドや資産売却による損失確定、あるいは金利上昇のために支出が収入を上回る時期が発生したとしても、その後に利益が計上され「繰り延べ」られた損失が償却されれば、FRBへの資金補填が必要な状況には至らない³³。こうした意味では、FRBのバランスシートが大きいということが、税金の投入を伴う国民負担として顕在化するリスクは小さい。

しかし、支出が収入を上回り実質的な損失が計上される、という状況が歓迎されにくいことは確かだろう³⁴。こうした観点から見れば、MBSの売却をせず、売却は実施しても、もともとの残高が少ない政府機関債のみにすることは妥当と言える。

4. まとめ

以上、出口戦略について整理してきた。

第一手である「償還分の再投資停止」への課題は少なく、速やかに実行できること、「準備預金の吸収」や「利上げ」には課題が多いことが分かった。また、「保有資産の売却」は、現実的に考えれば政府機関債のみを対象にすることが妥当であることを見た。

出口戦略の実施は不可能ではないが、困難が伴うだろう。実施後には預金準備への利息支払いや国庫納付金の減少などを含め、さまざまな批判が生まれる可能性もある。しかし、出口戦略を実行をしない、あるいは躊躇するリスクは軽視できない。低金利状態の長期化はバブルとその崩壊をもたらし、経済に甚大な影響を及ぼす危険性もある。

昨年、バーナンキ前FRB議長がテーパリングについて言及しただけで、新興国・地域からの資金引き揚げが発生したように、米国の金融政策の変更に対して市場は敏感に反応する。超過準備が厚いなかでの利上げは前人未踏の領域と言えるが、FOMCは市場と対話しつつ、出口戦略を実行していく難しい舵取りを求められている。

³⁰ 基本シナリオでは、政策金利は4.0%まで引き上げられた後に一定としているが、金利上昇シナリオでは6.0%までの急速な引き上げを想定している。高金利で損失が生じる可能性が高まることは簡単な試算でも分かる、例えば、図表10の資産状況で政策金利を5.0%まで上昇させたとすれば、準備預金への利払いが20倍（現行0.25%→5.0%）の1030億ドルとなり、収入を上回る状態になる。

³¹ 例えば、サンフランシスコ連銀のレポート（<http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2013-38.pdf>）によれば、FRBに実質的な損失が計上される可能性は11.2%としている。また、2008年から20年までの累積国庫納付金がマイナスとなる可能性を0.1%と試算している。

³² 2011年1月から会計方針を変更し、損失の負債認識を可能にした（<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20110106/>）。

³³ 図表11論文ではいくつかのシナリオで「損失を繰り延べる」時期とその償却時期が発生し、国庫納付がゼロとなるが、いずれのシナリオにおいても2025年までには「繰り延べられた損失」の全額が償却されるとしている。

³⁴ FRBの収入が支払いを上回っている限りは、金融機関が準備預金ではなくFRBが保有しているような資産を保有すれば、それだけ高い収益を得ることができていた、ということの意味している。つまり、FRBが必ずしも金融機関に対して必要以上の利益を与えたとは言えない。しかし、FRBの金融機関への支払いが収入を上回るという状況は、金融機関に対して無リスクで必要以上の利益を供与していると捉えられる。一方、これとは別の観点から現在のように多額の国庫納付をFRBが実施していることに対して、財務省が低金利の資金調達をしやすい状況をつくっており、モラルハザードを発生させているとの批判もある。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保证するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。