

# 基礎研 レター

## 【米金融政策】 「前人未踏」の利上げへ

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

### 1 | はじめに

米国の出口戦略への議論が活気を帯びている。

米国では、量的緩和策の縮小（テーパリング）が淡々と進められ、今年10月のFOMCでのテーパリング終了が視野に入っている。金融政策の焦点は「緩和の縮小」から「引き締め」に移り、6月のFOMC後の記者会見では、イエレンFRB議長が今年後半には「出口戦略の原則」の修正版（原案は2011年に合意）を公表すると言及している。

出口戦略の中心は、大きく「FRBが抱える資産の償還部分について再投資をせずにバランスシートを縮小すること」と「政策金利を引き上げること（利上げ）」の2つに分けられる。米国の場合、これらが並行して実施されると見られ、つまり、「多額の超過準備を抱えた状態で利上げ」をすることになる。

6月、ECBが主要中銀として初のマイナス金利導入に踏み切ったことで話題になったが、FRBが想定する「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」も前人未踏の金融政策と言える。

利上げは、中央銀行が市場に送るシグナル（中銀の引き締めスタンスを示す）が明快であるだけに、そのアナウンス自体に注目が集まるが、「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」は、前例がない引き締め政策であり、技術的な側面や実際の市場金利の反応にも注目したい。

実は、量的緩和後に利上げを実施したという前例は存在しており、2006年の日本が代表的である。金融危機以降でも、2010年にカナダが利上げに踏み切っている。しかし、両国ともに「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」ではなかった。

一方、英国では、早ければ今年中にも利上げをするという観測が台頭しており、イングランド銀行は米国と同じく大規模なバランスシートを抱える。つまり英国は、「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」の先駆者となることが想定される。

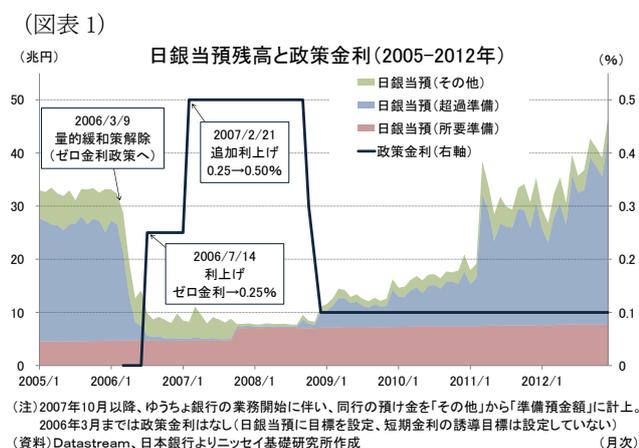
そこで本稿では、日本やカナダの利上げ時の状況がどのようになっていたのか、また英国や米国がどのような状況に置かれているのかを整理したい。

## 2 | 日本とカナダ

量的緩和策の後に利上げをした前例として、2006年の日本が挙げられる。デフレ脱却のための手段として用いられ、従来の短期金利ではなく、当座預金の残高を金融政策のコントロール対象として採用した政策であった（開始は速水日銀総裁時の2001年）。金融危機以降はさまざまな国で量的緩和策が採用されたが、金融危機前の量的緩和策としては、この日本の例が代表的である。

この日銀の当座預金残高を目標に定めた量的緩和は約5年続けられたが、コアCPI上昇率がプラスに転じたことや、景気が拡大してきたことを背景に、2006年3月には金融政策の誘導目標を従来の短期金利（翌日物の無担保コールレート）に戻している（ゼロ金利政策）。また、同年7月には政策金利の引き上げも実施している（図表1）。

ただし、当時の量的緩和では、長期国債の積極的な買い入れ（買い切り）は実施していない。加えて、量的緩和を解除した後、ゼロ金利政策を行っていた約3カ月の間に資金供給オペもほとんど期落ちしている（図表2）。すなわち、量的緩和終了後、数カ月で日銀の当座預金残高は急速に減少し、2006年7月に利上げ時には超過準備をほとんど抱えていなかった（図表1）。



そもそも銀行間の短期金利（翌日物）は資金の需給で決定される。供給量に対して民間銀行の資金需要が多ければ短期金利は上昇し、資金需要が少なければ短期金利は下落する。そして、資金供給をコントロールしている機関が中央銀行であり、中央銀行が短期金利を目標の水準に誘導できるのは、この資金供給量を中銀が操作できるためである。

量的緩和下では、資金需要に対して過剰な資金供給を行うため、余剰資金が中銀口座に準備預金として積み上がった状態になる。つまり、民間銀行は金利を払ってまで資金を調達する必要がなくなる。需給の観点から言えば、需要に対して供給が過剰なため、短期金利がゼロ付近まで押し下げられる。

こうした状況下で、日銀が短期金利を引き上げようとするれば、理論的には市中にある余剰資金（≒超過準備）を減らす必要がある。日銀が、2006年の利上げ時に超過準備を減少させていたことは、金融引き締めを行う上でむしろ自然なことだったと言える。

一方、米国が直面している状況は違う。「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」を実施しようとしており、それには、中銀による資金量のコントロール以外の手段が必要となる。

金融危機後、比較的早い段階で利上げをしたカナダの例を確認すると、カナダでは金融危機対応と

して資金供給を実施していた時期の政策金利を0.25%と、ゼロ以上に設定していた（図表3）。

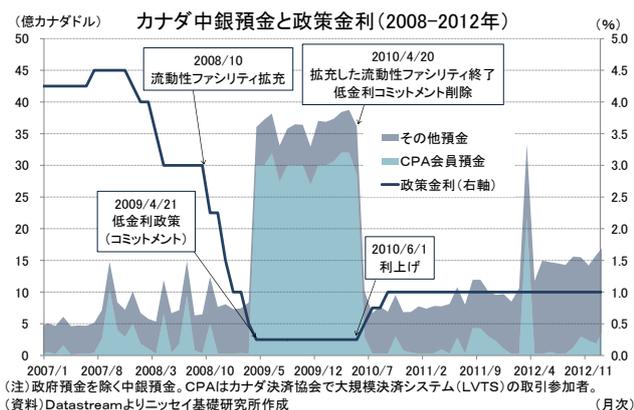
カナダ中銀が資金供給をしつつ短期金利をゼロ以上に誘導できた背景には、準備預金に対する付利の存在がある。民間銀行が中銀に預ける預金（準備預金）に対して金利を支払うことで、これが短期金利の実質的な下限として機能することが期待されるためである<sup>1</sup>。すなわち、余剰資金（≒準備預金）に一定の利息が付与されれば、民間銀行はこの金利以上でないと貸出を実施するインセンティブが働かない。逆に、準備預金金利以下の金利で資金が調達可能であれば、その金利で借り入れ、準備預金として中銀に預けることで利ざやを抜けることになる。つまり、準備預金金利以下では裁定取引で利ざやを抜くという資金需要が生まれ、実際の銀行間の翌日物取引レートはゼロ付近まで低下せず、準備預金金利の水準で維持できる（図表4）。

また、カナダの場合、銀行間取引レートだけでなく、取引参加者が多く、付利による裁定が働きにくい短期金利（例えば3カ月物短期国債）に関しても、極端な低下は避けられている。政策金利を下回る状況こそ多いものの、準備預金に付利を行うことによって、資金供給量が多くても、市場の短期金利を安定的にゼロ以上の水準に維持させることができている。こうした準備預金への付利は、現在の日銀の準備預金の一部<sup>2</sup>、また後述するように英国や米国でも採用されている。

ただし、カナダの場合、金融危機後の緩和状況から利上げに転じる時点において、準備預金の規模が十分に減少している。カナダの緩和策は資産の買い切りではなく、売り戻し条件付のレポ取引が中心であり、2006年の日本と同様、数カ月で資金が吸収されている。つまり、日本やカナダは量的緩和<sup>3</sup>から脱却して利上げを実施した前例ではあるが、「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」ではなかったと言える<sup>4</sup>。

一方で、英国では年内にも利上げが実施されると見られており、また、多額の準備預金を抱える。つまり、主要国で「多額の準備預金を抱えた状態での利上げ」という課題に直面する初めてのケースとなる。そこで以下では、英国の状況について整理したい。

（図表3）



（図表4）



<sup>1</sup> カナダは大規模決済システムの日々の残高（≒準備預金）に対し利息を支払っており、これが短期金利の実質的な下限となる。一方、貸出ファシリティとして同システムの当座貸越や翌日物レポファシリティが存在しており、これが短期金利の実質的な上限となる（この上限金利はカナダではバンクレートと呼ばれる）。

<sup>2</sup> 日銀は2008年10月に補充当座預金制度を導入、超過準備額に対して0.10%の利息が付与された。日銀は金融危機後の包括緩和策実施時の政策金利を0.10%とゼロ以上に設定している（図表1参照）。

<sup>3</sup> カナダにおける金融危機時の資金供給は不胎化されている部分も多く、「量的緩和」と呼ぶか否かに関しては議論があるだろう。

<sup>4</sup> カナダ中銀は法定準備預金制度を採用していないため所要準備、超過準備という概念はない。

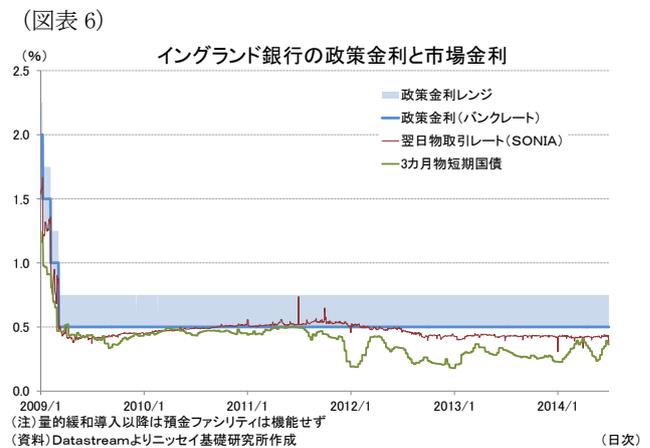
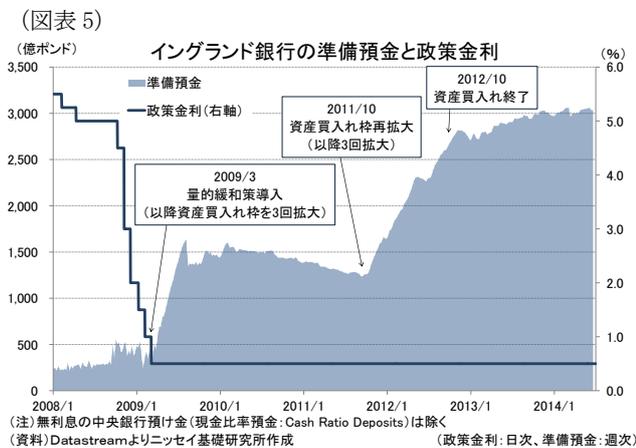
### 3 | 英国と米国

英国では2009年3月に量的金融緩和を導入している。

資産買入れの規模は導入以降、段階的に拡大されており、それに伴って準備預金も積み上がっている(図表5)。現在は、新規の資産買入れは実施されておらず、この意味において量的緩和は終了しているが、積み上がった準備預金の削減はされていない。

この間、イングランド銀行は政策金利を0.5%とゼロ以上に設定している。量的緩和の導入とともに準備預金に対して政策金利と同水準の付利を行っており<sup>5</sup>、前述のカナダと同様、準備預金金利が実質的な下限として機能しているため、短期金利の誘導目標をゼロより高い水準に置いている。

ただ、英国では2011年10月に資産買入れ枠が再拡大され、準備預金の規模が一段と大きくなってきた頃から、実際の翌日物取引レート(SONIA)が政策金利(=準備預金金利)を下回ることが常態化しており<sup>6</sup>、短期金利(3カ月物短期国債)も、それまでよりも一段と低い水準で推移している(図表6)。



英国は、この多額の準備預金・超低金利という状況のなか、利上げをすることになる。当面の注目は利上げに反応して、短期金利がどの程度上昇するかである。カナダのように(図表4参照)、政策金利の引き上げに伴って短期金利もきちんと上昇すれば、ひとまず利上げは成功と言える。これは、主要先進国では初めてのケースであり、同じ状況に直面しているFRBの出口戦略にも影響を与える可能性がある。英国で円滑に利上げが進めば、FRBによる出口戦略の実行に際しての懸念や不透明感も後退するだろう。

最後に米国について確認すると、米国の場合も準備預金に対して0.25%の付利を実施しているが、短期取引金利(FF金利)は0.1%前後と英国と比較してもかなり下方に位置しているという点が特徴的である<sup>7</sup>(図表7)。

政策金利の設定が0-0.25%とレンジでの指定であるため、短期金利が誘導目標から逸脱している訳

<sup>5</sup> それまでは金融機関が所要準備額を定めて、その準備額に対しては利息が生じるが、超過準備は実質無利息という制度であった。なお、この預金準備金利(=政策金利)はバンクレートと呼ばれる(カナダ中銀のバンクレートとは性質が異なる点には注意)。

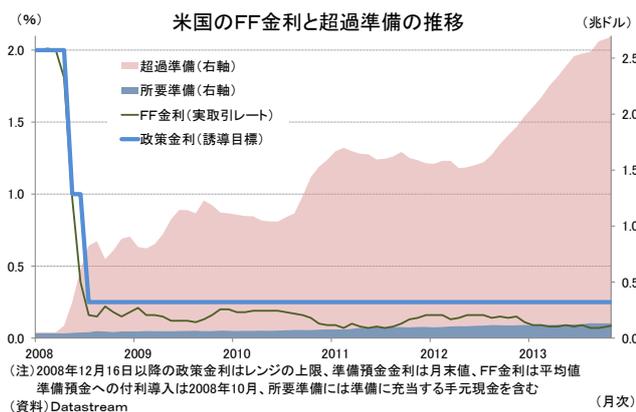
<sup>6</sup> 準備預金から利息を得られる金融機関が限られていること、つまり、準備預金金利による裁定取引ができない取引参加者が存在しているという影響が大きいと見られる。

<sup>7</sup> 裁定取引における借入において信用リスクのために裁定取引を実施するインセンティブが低下することや、取引手数料などのコストを補うために利ざやをある程度確保する必要があるなどの理由で実際の取引金利が準備預金金利を下回ることがある。

ではないが、今後、政策金利を引き上げた際に、FF金利がどれほど上昇するかについては不透明感が比較的大きい。また、短期金利（3カ月物短期国債）は現在のところほぼゼロに近い水準で推移しており、こうした金利が利上げに反応してどの程度上昇するのかという点に関しても注目と言えるだろう（図表8）。

英国や米国では、想定通り景気が回復していけば、多額の準備預金といういわば量的緩和の遺産を抱えたままで利上げをすることになる。これらの国に関しては利上げアナウンスだけでなく、実際の市場金利がどのように反応するのかという点にも注目したい。

(図表 7)



(図表 8)



(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證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はありません。