

6 月 FOMC プレビューと想定される出口戦略の概要

6 月 FOMC では金融政策の変更は予想されないが、出口戦略を巡っての議長記者会見とインフレ見通しの修正には留意が必要。FOMC は 2015 年の利上げ開始を目指して、今後、フォワードガイダンスを明確化。その後、リバースレポなどの手段を活用しつつ 2015 年後半から利上げを開始する見込みだが、利上げテンポは年 1%と極めて緩慢なものにとどまるというのが市場コンセンサス。償還元本の再投資停止は従来、利上げ前とされていたが、利上げ後にずれ込む可能性が大。なお、バランスシート圧縮は国債償還と MBS の期限前償還という消極的手段にとどめ、積極的な売却は回避する見込み。

4 月 FOMC において、出口戦略に関する議論が行われたことが議事要旨により示された。具体的な決定は（少なくとも公表ベースでは）4 月時点で何ら為されていないが、金融市場に無用の混乱を来さないように、Fed は出口戦略については事前に慎重な開示及びコミュニケーションを行っていく必要がある。本稿では、6 月 FOMC のプレビューに加え、現在公表されている情報や関係者の発言も勘案し、今後想定される出口戦略の概要¹を示す。

1.6 月 FOMC プレビュー

金融政策変更は予想されないが、出口戦略に関するイエレン議長の言及には留意

6 月 17～18 日の 2 日間に連邦準備制度（Fed）は、金融政策を討議する今年 4 回目の連邦公開市場委員会（FOMC）を開催する。6 月は四半期に一度の経済・物価及び金利見通し（SEP）を公表し、かつ FRB 議長が記者会見を行う会合に当たり、通常の FOMC より注目度が高い。ただ、注目度が高いとは言っても、Fed は資産買入縮小いわゆる Tapering の最中であり、Tapering 終了後の次の一手を示すには時期尚早である。つまり、フォワードガイダンスも含め、6 月 FOMC において金融政策の変更は予想されない。但し、イエレン議長の記者会見で出口戦略に関する質疑応答が行われるのはほぼ確実であり、後述する出口戦略の詳細を考える上では重要と言える。

SEP では GDP と失業率の見通しが修正される

他の注目点として、SEP における見通し計数の修正がある。成長率については、2014 年 1～3 月期の前期比年率▲1.0%もの大幅なマイナス成長が響き、2014 年に関する FOMC 参加者の強気な予想である 2.8～3.0%を達成するハードルは極めて高くなっている。寒波後のペントアップ・ディマンドにより 4～6 月期は高成長²が想定されるものの、FOMC 予想の達成にはその後も 4%程度の高成長の継続が必要である。そのため、成長率予想は下方修正が見込まれる。労働参加率がボラタイルなため失業率の予想は困難を極めていますが、4 月実績が 6.3%へ急低下したため（3 月 6.7%）、FOMC 参加者の

2014年3月FOMC参加者の見通し(SEP)

1.経済見通し

(%)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.8 ⁻ 3.0	3.0 ⁻ 3.2	2.5 ⁻ 3.0	2.2 ⁻ 2.3
前回見通し	2.8 ⁻ 3.2	3.0 ⁻ 3.4	2.5 ⁻ 3.2	2.2 ⁻ 2.4
失業率	6.1 ⁻ 6.3	5.6 ⁻ 5.9	5.2 ⁻ 5.6	5.2 ⁻ 5.6
前回見通し	6.3 ⁻ 6.6	5.8 ⁻ 6.1	5.3 ⁻ 5.8	5.2 ⁻ 5.8
PCEデフレーター	1.5 ⁻ 1.6	1.5 ⁻ 2.0	1.7 ⁻ 2.0	2.0 ⁻ 2.0
前回見通し	1.4 ⁻ 1.6	1.5 ⁻ 2.0	1.7 ⁻ 2.0	2.0 ⁻ 2.0
コアPCEデフレーター	1.4 ⁻ 1.6	1.7 ⁻ 2.0	1.8 ⁻ 2.0	-
前回見通し	1.4 ⁻ 1.6	1.6 ⁻ 2.0	1.8 ⁻ 2.0	-

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2.金融政策見通し

(人)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	13	2
前回見通し	2	12	3

(出所) FRB

¹ 本稿の後段は 5 月 20 日付「米国経済情報」の一部について、その後の追加情報を勘案し、加筆・修正を加えたものである。

² 当社は 4～6 月期を前期比年率 4.9%と予想している。当社見通しの詳細は 5 月 30 日付「」を参照。

2014 年末予想 6.1～6.3%も若干引き下げられる可能性がある。但し、こうした成長率やインフレ率の修正が、当面の金融政策運営に及ぼすインパクトは大きくない。

インフレ率見通しは食料価格の動向を反映か？

経済・物価見通しの中で、最も注目度が高いのはインフレ率見通しである。現時点でデュアルマンドートからの乖離度合いが大きいインフレ率の見通しが上方修正されれば、出口戦略の前倒しに繋がりをうためである。現在のコア PCE デフレーターは FOMC 参加者見通しに概ね沿っており、6 月 SEP での修正は予想されない。ただ、PCE デフレーターについては注意が必要である。異常な天候が響き、食料価格の上昇が続いているため、FOMC 参加者の PCE デフレーター見通しも引き上げられる可能性がある。ただ、これは一時的な要因と判断され、金融政策には影響しないだろう。イエレン議長もその旨を記者会見で言及すると考えられる。

金利見通しに大きな変化はない模様

3 月 FOMC において 2015 年末時点の予想中央値が 0.75%から 1.00%へシフトし、利上げタイミング前倒しの思惑を招いた金利見通し (Dots)³には今回も注目が集まる。しかし、コア PCE デフレーター見通しの据え置きを前提とすれば、6 月 FOMC での金利見通しの修正は予想されない。実際、前回 FOMC 後の発言に、自らの金融政策見通しの修正を公言した参加者は見られない。また、本質的ではないが、3 月の混乱への反省から見通し修正に慎重となる参加者もいるだろう。

スタイン理事が辞任し、フィッシャー理事とメスター総裁が就任

前回 4 月 FOMC と 6 月 FOMC における最大の変化は、FOMC 投票権者の交替である。まず FRB 理事が交替した。スタイン氏が 5 月 28 日で辞任し FRB を去った一方、同日に上院がフィッシャー氏の理事就任を漸く承認している。但し、フィッシャー氏の FRB 副議長就任はなお承認されず、ブレイナード氏の新任と

パウエル理事の再任に関する手続き

も遅れている。そのため、FRB 理事が、定員 7 名に対し、イエレン議長、フィッシャー理事、タルーロ理事、パウエル理事の 4 名しかいないという異常事態にある⁴。また地区連銀総裁は一人が入れ替わった。クリーブランド連銀のピアナルト総裁が退任し、元フィラデルフィア連銀で調査部門の責任者を務めたメスター氏が 6 月 1 日に新総裁に就任している。メスター総裁は 2014 年の FOMC において投票権を有するが、現在までのところ金融政策に関して具体的なスタンスを示していない。

FOMC メンバー及び投票権

	2013	2014	FOMC で 2014 年	任期等
理事	バーナンキ議長	イエレン議長	○	
	イエレン副議長	フィッシャー理事 (副議長)	○	副議長承認手続き中
	デューク理事	(ブレイナード理事)	○	承認手続き中
	ラスキン理事	(ラスキン理事→後任未定)	○	財務副長官に転出
	パウエル理事	パウエル理事	○	再任手続き中
	タルーロ理事	タルーロ理事	○	
	スタイン理事	(スタイン理事→後任未定)	○	5月28日退任
地区 連銀 総裁	NY 連銀ダドリー総裁	NY 連銀ダドリー総裁	○	
	ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁	ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁	○	
	シカゴ連銀エバンス総裁	シカゴ連銀エバンス総裁		
	サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁	サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁		
	アトランタ連銀ロックハート総裁	アトランタ連銀ロックハート総裁		
	クリーブランド連銀ピアナルト総裁	クリーブランド連銀メスター総裁	○	6月1日就任
	ボストン連銀ローゼングレン総裁	ボストン連銀ローゼングレン総裁		
	セントルイス連銀ブラッド総裁	セントルイス連銀ブラッド総裁		
	フィラデルフィア連銀ブロッサー総裁	フィラデルフィア連銀ブロッサー総裁	○	
	リッチモンド連銀ラッカー総裁	リッチモンド連銀ラッカー総裁		
	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	カンザスシティ連銀ジョージ総裁		
	ダラス連銀フィッシャー総裁	ダラス連銀フィッシャー総裁	○	

(資料) Federal Reserve Board 資料等より作成。

³ 混乱については 4 月 17 日付「4 月 FOMC プレビュー：4 月は無風も初回利上げを巡る議論には引き続き注目」を参照。

⁴ パウエル理事は再任が承認されていないが、規定により理事職にとどまることが可能である。

2. 想定される出口戦略の概要

Fed による累次の量的緩和

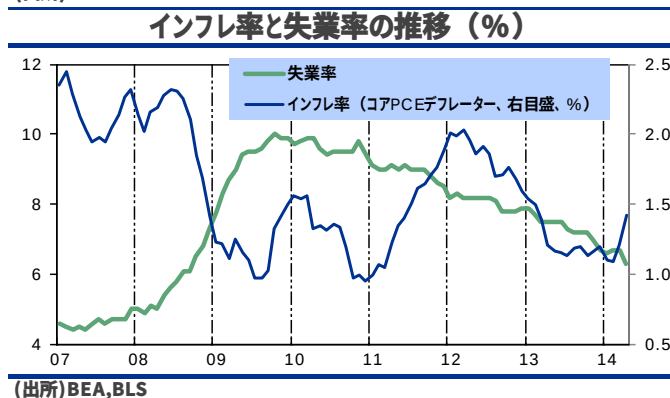
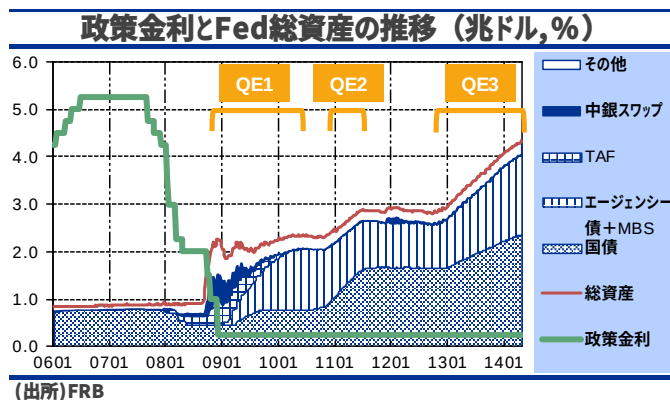
米国の中央銀行である Fed は、金融危機後の極めて深刻な景気の落ち込みやデフレリスクの高まりに対応して、積極的な金融緩和政策を講じてきた。政策金利をほぼゼロ（現在の FF 金利誘導目標は 0～0.25%）まで引き下げ、伝統的な金利政策が限界に達した後、Fed は、資産買入によりバランスシートの拡大による金融緩和、いわゆる量的金融緩和（QE：Quantitative Easing）へ軸足を移した。金融危機に対応した 2008 年 11 月から 2010 年 6 月の QE1、雇用回復の遅れとデフレリスクを受けた 2010 年 11 月から 2011 年 6 月の QE2 を経て、現在は期限を定めないオープンエンドの資産買入、いわゆる QE3 を 2013 年 9 月から実施している。

米国経済は正常化へ徐々に近づいている

米国経済は盤石とまでは言い難いものの、回復基調を強めている。Fed が担うデュアルマンデート、すなわち完全雇用と物価安定のうち、完全雇用への進捗度合いを示す指標である失業率は 4 月に 6.3% まで低下し、多くの FOMC 参加者が完全雇用と見做す 5.4% に近づいてきた。雇用者数の水準を見ても、5 月には金融危機前のピークを上回る見込みである。もちろん、長期失業者やパートタイム労働者のシェアの高さが指し示すように、労働市場には大きなスラックが残存しており、失業率の低下が示すほどに雇用情勢は回復していない。しかし、米国の労働市場ひいては経済全体が回復軌道にあり、正常な状態へ向け、歩みを進めている点は疑いようがないだろう。

デュアルマンデートのもう一方であるインフレについては雇用情勢ほどの改善が未だ見られない。Fed が重視する個人消費デフレーター（PCED）は 4 月に前年比 1.4% へ上昇したが、なお、FOMC の長期目標である 2% を大きく下回ったままである。また、4 月の上昇は、これまで押し下げに寄与していた一時的な要因の剥落による部分が大い⁵。そのため、インフレ率が 2% へ近づくにはなお時間を要すると思われる。しかし、上述の雇用情勢の改善を映じて徐々に賃金上昇率が高まり、いずれはインフレ率の上昇へ繋がっていくと予想される。

こうした経済・物価情勢を踏まえれば、金融市場が現行の金融緩和政策のアンwindを意識し、場合によっては不安定化する懸念が存在する。Fed は昨年 10 月から QE3 による毎月の資産買入額の縮小、いわゆる Tapering を実施しているが、昨年前半に早期の Tapering 開始観測が高まった際には、米国で長期金利が急上昇、また新興国通貨の価値が急落するなど、セントルイス連銀のブラード総裁が“Taper Tantrum（癇癪）”と呼んだ混乱が生じた。そのため、Fed は不要な混乱を回避するためにも金融緩和政策のアン



⁵ 医療サービス価格の低下一巡など。

ワインド、つまり出口戦略に関しては慎重な検討かつ適時の情報公開、つまり市場とのコミュニケーションを行った上で、実施に移る必要がある。出口戦略に関して、FOMCは公式に2011年、2013年に二度スタンスを開示し、最近では2014年4月にも討議を行った（但し決定無し）。無論、執行部であるFRBや実務を担うNY連銀においては、より詳細かつ頻繁な検討や討議が為されているのは言うまでもない。

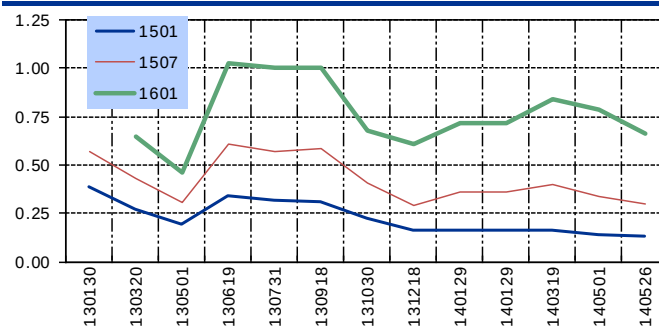
以下では、Fedが進めると考えられる出口戦略について、現在まで得られている情報に基づき、概要やスケジュールを示す。通常の金融引き締めであれば、最大かつ唯一のポイントは利上げのタイミング及びテンポである。しかし、**非伝統的な金融政策を実施している現状では、①利上げのタイミング及びテンポに加えて、②膨れ上がっているバランスシートの圧縮の道筋、③バランスシート規模の変化と利上げの関係が重要になる。**②はどのようにFedが資産及び負債規模の縮小を図るのか、③は資産規模を平時に縮小した後に利上げを行うのか、それとも大きな資産規模を抱えつつ利上げを行うのかという問題である。

1) 利上げタイミングとテンポに関するコンセンサス

最初に、利上げのタイミング及びテンポについて、将来のFF金利予想を示すFF金利先物を見ると、まず2015年1月限月は0.25%を大きく下回る水準にあり、2014年中の利上げを全く織り込んでいない。対して2015年7月は直近で0.3%であり2015年前半の利上げ開始が若干織り込まれている。ただ、0.50%よりは0.25%に近く、利上げ開始がマジョリティとは言えない。2016年1月は0.67%と2015年後半の利上げ開始を完全に織り込んだ水準にある。以上を踏まえると、**市場参加者のコンセンサスは2015年半ば頃の初回利上げと判断される。**当社も**2015年後半に初回利上げが行われると想定**している。なお、FOMC参加者に関しても、2015年に初回利上げを適切と判断する回答が最多数である⁶。

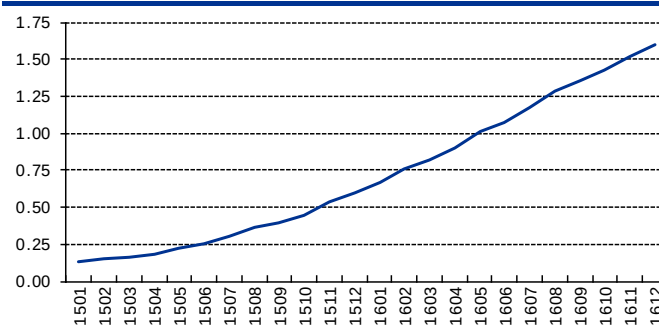
次に**利上げテンポについて、FF金利先物に基づく最新のフォワードカーブを見ると、FF金利は2015年11月に0.5%へ達した後、1年後の2016年11月でも1.5%にとどまる。**つまり、**1年間で1%Ptの利上げ**しか織り込まれていない。FOMCが年8回開催される点を踏まえれば、二回に一回の利上げになり、これはグリーンSPAN元FRB議長が行った毎回のFOMCでの利上げ、いわゆる“Measured pace”に比べても極めて

FF金利先物の推移(%) ※横軸は各FOMC



(出所) Bloomberg

FF金利先物が示すフォワードカーブ(%)



(出所) Bloomberg

2014年3月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.8~ 3.0	3.0~ 3.2	2.5~ 3.0	2.2~ 2.3
前回見通し	2.8~ 3.2	3.0~ 3.4	2.5~ 3.2	2.2~ 2.4
失業率	6.1~ 6.3	5.6~ 5.9	5.2~ 5.6	5.2~ 5.6
前回見通し	6.3~ 6.6	5.8~ 6.1	5.3~ 5.8	5.2~ 5.8
PCEデフレーター	1.5~ 1.6	1.5~ 2.0	1.7~ 2.0	2.0~ 2.0
前回見通し	1.4~ 1.6	1.5~ 2.0	1.7~ 2.0	2.0~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.4~ 1.6	1.7~ 2.0	1.8~ 2.0	-
前回見通し	1.4~ 1.6	1.6~ 2.0	1.8~ 2.0	-

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	13	2
前回見通し	2	12	3

(出所) FRB

⁶ 3月FOMCの公表分と同時に公表されたSEPでは2015年の利上げ開始が適切との回答が16名中13名で最多数だった。

ゆっくりとしたペースの利上げと言える。なお、これもFOMC参加者の見方と大きく異ならない⁷。

2) 出口戦略の道筋

a) 基本は 2011 年原則

2015 年中と見込まれている初回利上げに前後して、Fedは現在の非伝統的な金融政策からの出口へ向けて、歩を進める必要がある。出口戦略について、FOMCは約 3 年前の 2011 年 6 月に“Exit Strategy Principles”として基本的な合意に至っている⁸。もちろん、その後QE3 が実施され、当時よりFedのバランスシートは大幅に拡大しており、2011 年の合意がそのまま生きている訳ではない。ただ、2013 年 6 月の“Discussion of Guidelines for Policy Normalization”においても⁹、多くのFOMC参加者が「2011 年に呈示された一般的な原則はなお適切（still applicable）¹⁰」と認めており、後述する二つの修正点を除き、出口戦略のアウトラインは変わらないと考えて良いだろう。

従って、実際に出口戦略を開始する際には、コミュニケーションをスムーズとするために、改めて詳細なガイダンスを示す必要はあるが、多くは以下に示す 2011 年原則が踏襲されと考えられる。つまり、出口戦略においては、①SOMA¹¹ポートフォリオ保有証券の償還元本の再投資の停止、②フォワードガイダンスの修正及び準備預金の（一時的な）吸収、③超過準備への付利などを補助的に利用しての利上げ開始、④エージェンシー債の売却、⑤SOMAポートフォリオの正常化という多段階のステップを踏む。

「出口戦略の原則」の抜粋（2011 年 6 月）

- ・正常化の開始に際し、SOMA 保有証券の償還元本再投資の一部もしくは全てを停止。
- ・それと同時にもしくは若干後に、利上げに関するフォワードガイダンスを修正し、利上げに資するよう一時的な準備預金の吸収手段を利用。
- ・経済状況に鑑みつつ、次のステップとして FF 金利誘導目標もしくはレンジを利用して、利上げを開始。金利調節に際しては、超過準備への付利や準備預金水準の調整を補助的に利用。
- ・エージェンシー債の売却は、初回利上げ後、一定期間後に実施。
- ・資産売却の開始後、エージェンシー債売却の終了には 3~5 年を要する見込み。SOMA 保有の資産残高が正常化、つまり保有資産や準備預金の規模が、効率的な金融政策運営に適う最低水準へ縮小するには 2~3 年を要する見込み。

b) 修正点その 1: MBS の売却は行わない

この多段階のステップに関しては、二つ修正点が存在する。一つは、④エージェンシー債の売却についてである。エージェンシー債の売却は、2011 年の段階においては狭義のエージェンシー発行債券とエージェンシー発行MBSの両方の売却を意味していたと考えられる。しかし、2013 年 6 月FOMCにおいて、大部分の参加者がエージェンシー発行MBSの売却に関して消極意見を示しており¹²、出口戦略において、MBSの積極的な売却は見送られる可能性が高い。

⁷ 3 月 SEP における、政策金利パスの最頻値は 2015 年末 1.0%、2016 年末 2.0%であり、その差は 1%Pt である。

⁸ [Minutes of the Federal Open Market Committee, June 21-22, 2011](#)

⁹ [Minutes of the Federal Open Market Committee, June 18-19, 2013](#)

¹⁰ “Meeting participants, in general, continued to view the broad principles set out in 2011 as still applicable”

¹¹ “System Open Market Account”の略称であり、公開市場操作を実施する NY 連銀の勘定。

¹² “Most, however, now anticipated that the Committee would not sell agency mortgage-backed securities (MBS) as part of the normalization process”

c)修正点その 2:償還元本の再投資は利上げ開始の後

二つ目の修正点は、①償還元本の再投資の停止と③利上げ開始の前後関係である。5月20日に行った講演でNY連銀のダドリー総裁は「利上げに先行しての再投資停止は最良の戦略とならない¹³⁾」可能性を指摘した。ダドリー総裁はその理由として、イ)本来の金融引き締め開始となるべき利上げの前に再投資停止が引締め開始と金融市場に認識され混乱を引き起こすコミュニケーションリスク、ロ)他に縛られず利上げを行い金融政策の柔軟性を確保できるメリット、を指摘している。2011年及び2013年の時点では、再投資停止を先行させ、バランスシート圧縮を開始した後の方が利上げをスムーズに行えるとの判断だったと想像される。しかし、後述するように、バランスシートが膨らみ、超過準備を抱える下でも十分な金利コントロールが可能であれば、ダドリー総裁の問題意識に積極的に反論する理由はないように思われる。市場オペレーションを一手に担うNY連銀総裁であるダドリー総裁の発言である点を重視すると、Fedは超過準備を抱えた下での金利コントロールが可能との認識を深めているものと推測できる。加えて、4月FOMC後の発言である点も勘案すれば、ダドリー総裁への賛同者も相当数存在すると考えられる¹⁴⁾。以上を踏まえ、当社では償還元本の再投資停止が利上げ開始後に先送りされると想定する。

3)Fed 資産の縮小の道筋

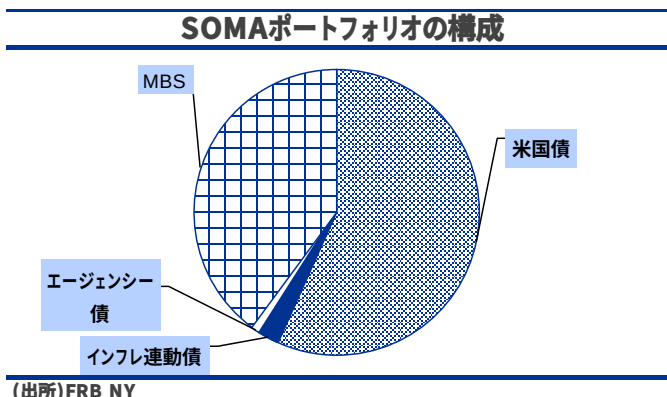
以上の二つの修正点を勘案した上で、出口戦略の検討に際し議論の焦点となるのは、イ)Fed 資産（正確には SOMA ポートフォリオ）がどのように縮小されていくのかとロ)超過準備を抱える下で金利コントロールを如何にして実現するのかの二点である。

まず、SOMA ポートフォリオの縮小から考える。SOMA ポートフォリオがどのようなペースで縮小していくのかは、特に債券市場の需給を考える場合において重要である。バランスシート圧縮の方法は「消極的な手段」と「積極的な手段」の二つ、つまり償還元本の再投資停止による残高減少と積極的な売却による残高圧縮が存在する。前者の償還元本の再投資停止に関しては、前述のダドリー総裁発言などを踏まえると、SOMA ポートフォリオに存在する全ての債券について利上げ開始後になる可能性が高い。一方、後者の売却に関しては、債券によって扱いが異なる。

現在 4 兆ドル強の SOMA ポートフォリオのうち、米国債が 59%（うち TIPS が 2.3%）を、エージェンシー発行 MBS（以下、MBS）が 39.9%を占めている。この二つは残高が極めて大きいため、バランスシート圧縮の方法が、債券市場に大きな影響を及ぼしうる。

一方、MBS 以外のエージェンシー債（以下、エージェンシー債）は残高が僅少であり、SOMA ポートフォリオの 0.8%を占めるに過ぎず、Fed が積極的に売却を行っても金融市場に大きな影響はないと考えられる。

米国債は 2011 年原則において売却が定められておらず、2014 年終盤にピークを迎えたのち、償還スケジ



¹³⁾ “There are two considerations that suggest to me that ending the reinvestments prior to lift-off may not be the best strategy”, May 20, 2014, William C. Dudley

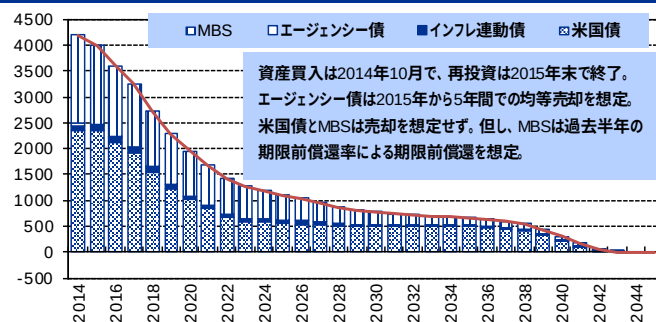
¹⁴⁾ サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁がダドリー総裁に同調する一方、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は反対している。

ジュールに沿ってSOMAポートフォリオの保有額は減少していくと考えられる¹⁵。償還スケジュールを見ると、2014年及び2015年の償還額僅かだが、2016年から2023年にかけて大量償還が始まる。2016年は2千億ドルを超える大量償還が見込まれ、かつ償還の大半が年前半に集中している。そのため、2015年半ばから後半に利上げが行われ、その後に償還元本の再投資停止となる場合、再投資停止をいつからとするかは微妙な問題になりかねず、注意が必要である。なお、**償還スケジュール通りであれば、2023年末には米国債の残高は現在の4分の1程度まで減少する。**

MBSは既に述べたように2011年原則では売却が想定されていたが、2013年の議論で売却に消極的な参加者が大勢を占め、売却は行われない可能性が高い。MBSは、償還期日が2028年頃と2039年以降に集中している。そのため、償還スケジュール通りであれば積極的な売却を行わない限り、長期に渡って大量のMBSがSOMAポートフォリオに存在し続けることになる。しかし、MBSの特性として、実際には期限前償還が行われ、残高は速いペースで減少していく。期限前償還ペースを見通すのは困難だが、本稿ではSOMAポートフォリオにおける過去半年のMBSの期限前償還率を用いて試算した。**期限前償還による減少を加味した場合、当社試算によればMBS残高は2023年頃に現在の4割弱まで縮小する¹⁶。**

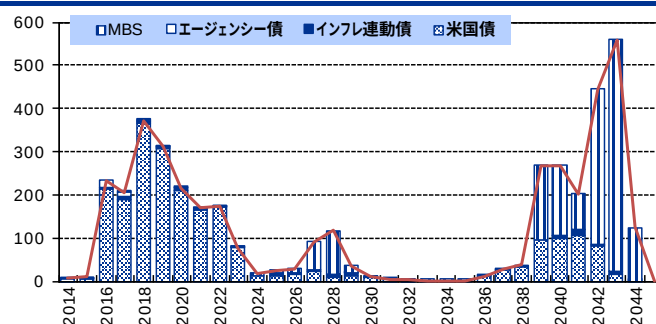
発行紙幣残高が名目GDP（4.5%成長を想定）と連動して増加、超過準備はゼロ、所要準備額及び他の負債及び資本は現在と同程度とする仮定に基づき、適正なSOMAポートフォリオの規模をシミュレーションした上で、上述の米国債やMBSの残高減少想定に従うと、**適正規模にSOMAポートフォリオが縮小するのは2020年頃になる¹⁷。**なお、上記試算では、2020年時点でSOMAポートフォリオに占める米国債の比率は56%（インフレ連動債を含む）、MBS残高が44%となる。金融政策正常化の最終段階において、SOMAポートフォリオは金融危機以前と同様に全残高が米国債になるべきであり、2020年よりも早いタイミングから、MBS元本の償還に見合うかたちで米国債の購入が再開される見込みである（MBSから米国債への資産入れ替え）。

SOMAポートフォリオ残高シミュレーション（10億ドル）



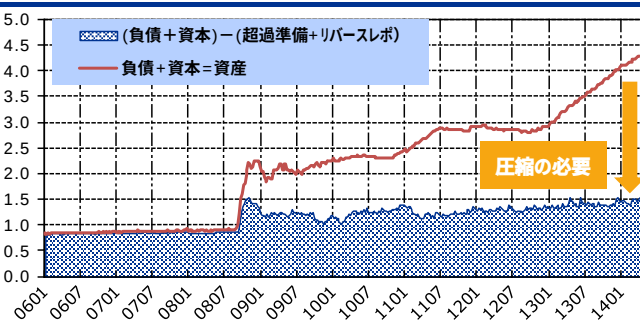
(出所)FRB NY資料より試算

SOMAポートフォリオの償還年別保有額（10億ドル）



(出所)FRB NY

Fedの負債及び資本の推移（兆ドル）



(出所)FRB

¹⁵ 2014年10月まで続く想定される資産買入によるSOMAポートフォリオの増加は勘案済である。以下、同様。

¹⁶ 2013年1月のFRBレポート”The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”では、もう少し多額の期限前償還を想定している模様である。

¹⁷ 適正となる2020年時点のFedの総資産（負債+資本）は1.9兆ドル程度と試算される。但し、①発行紙幣残高と名目GDPの関係が金融危機以降変質している可能性、②その他の負債や資本が変動する可能性、③所要準備の変動の可能性などを勘案すると、適正規模に達する時期は幅を持って見る必要がある。

2016～2023 年にFed保有の米国債の償還額は、2018 年に最大の 4 千億ドル超に、2016～2023 年の累計では 1.6 兆ドル超に達する。これは議会予算局 (CBO) が想定する米国債残高 (Debt Held by the Public) である 15.2 兆ドル (2018 年度) や、年当たりの残高純増額 5 千億～9 千億ドルとの比較において無視できない規模である。ただ、上述の通り、MBS元本の償還に対応するかたちで米国債の購入が再開され、影響は緩和される。以上を踏まえると、出口戦略の下で想定されるSOMAポートフォリオの縮小について、債券市場の需給という観点から、過度の懸念までは不要と判断される¹⁸。

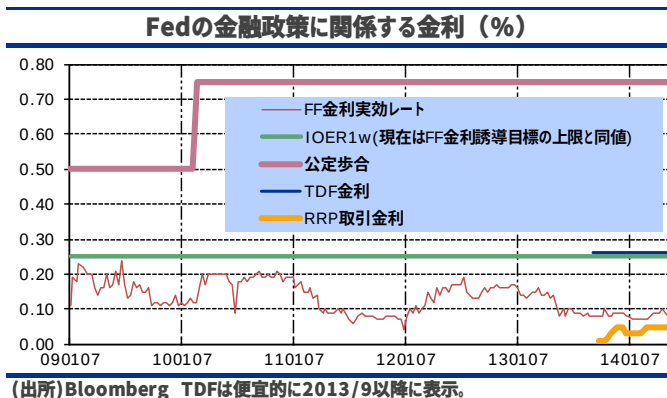
4) 超過準備が存在する下での金利コントロール

次の問題は、SOMA ポートフォリオ残高の減少が緩やかにしか進まない下で、つまり超過準備の吸収が十分には進まない下で、FOMC が FF 金利誘導目標を用いた金利コントロールを十分に行うことができるのかである。上述の通り SOMA ポートフォリオが適正水準になるのは 2020 年頃と考えられるため、2015 年からと想定される利上げ局面において、Fed は超過準備を抱え続ける。

こうした問題に対し、FOMC参加者はオーバーナイトのリバースレポ¹⁹ (RRPs : Reverse Repo Agreements) の活用により、FF金利のコントロールは可能と強調している。超過準備を抱える下での金利コントロール手段としては超過準備に付利するIOER (Interest on Excess Reserves) を導入済みであり、現在のIOER金利はFF金利誘導目標レンジ 0～0.25% の上限である 0.25% に設定されている。しかし、FF実効金利は 0.25% を大きく下回っており、IOERは十分な金利コントロール機能を発揮していない。これはIOERの対象が連邦準備制度の加盟金融機関に限られるためである。対象外の政府支援機関 (GSE) や MMFがIOER金利を下回る水準で市場へ資金を放出し、FF金利が押し下げられている。一方、RRPsは全ての金融機関を対象とできるため、IOER金利を誘導レンジの上限としつつ、RRPs金利により下限を設定する効果が期待できる。

FedはオーバーナイトRRPsのテスト運用を拡充、超過準備を抱えた状況での金利コントロールを目指し周到に準備を進めている。オーバーナイト RRPsは小規模の検討段階での試験を経て、2013 年 9 月に本格的な試験取引を開始した (現在の対象カウンターパーティーは 139 社)。当初は 1 カウンターパーティー当たりの取引上限が 5 億ドルに限られたが、現在は 100 億ドル (4 月 4 日以降) まで引き上げられている。取引金利も当初の 0.01% から現在は 0.05% へ引き上げられ、IOER金利との金利差が縮小した。なお、RRPsによる金利コントロールを補助するため、ターム物RRPsやターム物預金²⁰ (TDF : Term Deposit Facility) も併用される見込みである。

こうした金利コントロール手段拡充の動きや多くの FOMC参加者の発言を踏まえると、FedはFF金利誘導目標を主たる政策金利としつつ、IOER金利やRRPsの取引金利を「補完的金利 (supplement rate)」



¹⁸ 金融政策とは別の議論として、出口戦略を進める下で Fed が損失を被る可能性が存在する。しかし、Fed は損失を繰り延べ計上できるため、基本的に満期まで保有し償還を受ければ、国民負担に至るような損失が発生する可能性は小さい。

また、前述したように再投資停止が遅れれば、2016 年の需給は想定よりタイトとなる。

¹⁹ 買戻条件付の債券売却取引であり、この場合は Fed が債券を金融機関へ売却し、現金を受け取る。

²⁰ 簡単に言えば、Fed に対する定期預金。現在は IOER 金利を上回る 7 日間 0.26% など少額のテストが行われている。

として位置付け、金融政策運営を行う可能性が高い²¹。しかし、従来は準備預金の調節により達成されていたFF金利のコントロールを、RRPsなどに依存せざるを得ない状況にもかかわらず、なおFF金利誘導目標を政策金利として用いる必要があるのかという根本的な疑問も提示されている。シグナリング効果を踏まえればFF金利誘導目標を維持する価値はあると考えられるが、出口戦略が具体化する下で、新たな議論を呼ぶ可能性はある。

まとめ：出口戦略において想定されるスケジュール

以上の議論を総合すれば、利上げ及び一連の出口戦略において想定されるタイムスケジュールは以下の通りである。まず、①Tapering の継続により資産買入を 2014 年終盤に終了した後、②FOMC はフォワードガイダンスを変更し、市場の混乱を回避するために出口戦略を明確化する。そのフォワードガイダンスに沿うかたちで、③RRPs 及び TDF による資金吸収と金利コントロールを活用しつつ、2015 年中に利上げを開始する見込みである（当社は初回利上げを 2015 年後半と想定）。なお、当面の利上げテンポは 1 年に 1%程度の極めてゆっくりとしたものになる可能性が高い。償還元本再投資のタイミングに関しては若干議論が分かれるところだが、当社では④利上げ開始後、半年以内に再投資が停止され、SOMA ポートフォリオ及びバランスシートの圧縮が始まると予想する。但し、エージェンシー債を別とすれば、バランスシートの圧縮は消極的な手段、つまり国債に関してはスケジュールに沿った償還、MBS は期限前償還のみにより行われる。当社試算では、SOMA ポートフォリオが規模という点で、適正水準へ圧縮されるのは 2020 年頃になる。

FOMC 参加者の見解などに基きつつ本稿において示した出口戦略すなわち金融緩和の巻き戻しのスケジュールは極めて緩慢なペースにとどまり、金融引締めが实体经济に及ぼす悪影響は限定的と判断される。一方、緩やかな巻き戻しの下では、金融市場において過剰なリスクテイクが生じる可能性を否定できない。そうしたリスクテイクの防止に対して、Fed は金融政策ではなく、金融規制を一義的には割り当てるスタンスであり、リスクテイクの防止を理由に、利上げタイミングを前倒しするとは考えにくい。しかし、出口戦略を一旦開始した後に関しては、過剰なリスクテイクを抑制するために、利上げテンポや資産圧縮ペースの加速へと舵を切るとは合理的であり、十分に想定されうる事態である。そうした引き締め加速への備えを怠るべきではないと考えられる。

出口戦略において想定されるスケジュール

2014年10月 Tapering終了

2014年終盤～2015年前半 フォワードガイダンス変更による出口戦略の明確化

2015年後半 RRPなどの活用により利上げを開始

以降、当面はFOMC2回に0.25%のペースで利上げ

2015年末～2016年前半 償還元本の再投資停止、エージェンシー債の売却開始

※MBS及び国債は売却せず。

(出所)各種資料を参考に作成

²¹ フィラデルフィア連銀のプロッセー総裁がリバースレポ金利を「補完的」と位置づける見解を示している。