



“ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

北米

2017年4月6日

議事要旨で示されたバランスシート縮小とは

今回のFOMC議事要旨で目新しい話題としては、FRBのバランスシート(B/S)縮小が様々な角度から検討されたことです。議事要旨の内容を踏まえ、B/S縮小について、時期、プロセス、規模などの注目点について述べます。

FOMC議事要旨：大半のFOMC参加者が年後半のバランスシート縮小開始を支持

米連邦準備制度理事会(FRB)は2017年4月5日に米連邦公開市場委員会(FOMC、3月14～15日開催)議事要旨を公表しました。今回の議事要旨から、FOMC参加者が4.5兆ドル(約500兆円)にのぼるFRBのバランスシートの縮小について議論が行われた様子がうかがわれます。

どこに注目すべきか：

B/S縮小、期限前償還、ストック、フロー

今回のFOMC議事要旨で目新しい話題としては、FRBのバランスシート(B/S)縮小が様々な角度から検討されたことです。議事要旨の内容を踏まえ、B/S縮小について、時期、プロセス、規模などの注目点は次の通りです。

まず、B/S縮小の時期について議事要旨は、FOMCの予想通りに米国経済が推移する場合、大部分の当局者が2017年後半に縮小を開始することが適切と述べています。

次にB/S縮小のプロセスを占うために、FRBのB/Sの資産サイドの構成の推移を簡単に振り返ります(図表1参照)。FRBのB/Sは現在4.3兆ドル程度ですが、構成を見ると量的金融緩和(QE)に伴う債券購入で積み上げた国債と住宅ローン担保証券(MBS)が大半です。2014年10月のQE終了後は再投資により残高を維持してきており、B/S縮小とは再投資を停止し、B/S上の債券残高を減らすことと考えられます。

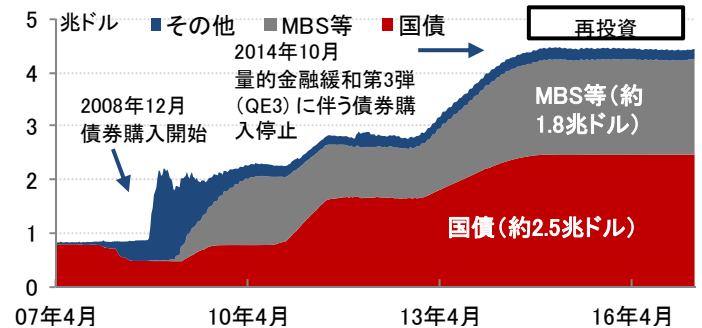
今回の議事要旨でやや意外だったのは債券の減らし方、国債とMBSを同じ手段(アプローチ)で減らす方針が示唆されたことです。従来はMBSの先行が示唆されていたからです。ただ、期限前償還のあるMBSと国債の償還のコントロールなど、具体策は今後のアナウンスを待つ必要があります。

また、再投資の停止という穏やかな減額でなく、より積極的な縮小方法である売却を再投資と比べた利点と欠点が検討された模様です。将来的に、売却の議論が活発となる可能性があるのかもしれませんが、ただ、B/S縮小方法のアウトラインを示した2014年9月のガイドラインでは緩やかな縮小方

針が示されているなか、議事要旨ではガイドラインを尊重する旨も記されており、緩やかなペースでの縮小が想定されます。では、どの程度まで縮小するのか？議事要旨には規模は明記されていませんが、最近のイエレン議長のコメントなどから、当局はB/Sを金融危機前(QE前)の規模に戻したい意向と見られます。そのときのFRBのB/Sの内容は(資産でなく)負債サイドは銀行券と所要準備という構成が想定され、金融危機以前のサイズである1兆ドルを下回る水準が目安かもしれません。なお、B/Sの保有債券の額を表現するとき満期までの期間や、償還条件が異なる債券のリスクを定量化するため10年国債に換算した数字が使われる場合があります。最後に、B/S縮小は、債券売却でなく再投資の停止であっても利回り上昇要因となるのかを再確認します。B/Sを拡大してきた時期にFRBは様々な実証サーベイで、債券購入(フロー)と債券保有(ストック)のどちらが利回り低下に効果があるかを検証しています。サーベイにより効果の程度にばらつきはありますが、フローではなく、ストック、保有を続けることが国債利回りの低下要因という考え方が有力です。したがって、B/S縮小は、たとえ再投資の停止であっても、保有を減らす点で利回り上昇要因になる可能性があると考えるのが自然であるように思われます。

図表1：FRBバランスシートの資産構成の推移

(週次、期間：2007年4月4日～2017年3月29日)



※残高は2017年3月末、MBS等：MBSと政府機関債の合計、大半はMBS
出所：FRBのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。