

市川レポート (No.461)

## 米利上げでも金融環境が引き締まらない理由

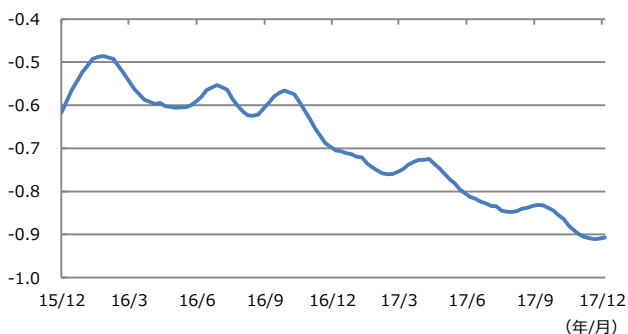
- 米利上げにもかかわらず、全米金融環境指数 (NFCI) は、平均より緩和的な金融環境を示唆。
- その理由はFF金利に上限・下限金利を設定し、それを引き上げる今回の利上げの特殊性にある。
- 上限・下限金利がある限り、利上げは資金調達コスト増に直結せず金融環境は引き締まりにくい。

### 米利上げにもかかわらず、全米金融環境指数 (NFCI) は、平均より緩和的な金融環境を示唆

一般に、利上げが行われると、銀行の資金調達コストが上昇し、企業や家計の銀行借入れ金利も上昇するため、資金調達が次第に困難となり、金融環境は引き締まります。現在、米国では米連邦準備制度理事会 (FRB) が緩やかなペースで利上げを行っていますので、米国の金融環境は徐々に引き締まっていると考えられます。それでは実際に、米国の金融環境がそのように変化しているのか、以下確認してみます。

図表1は、米シカゴ地区連銀が公表している全米金融環境指数 (NFCI) です。NFCIは、資金調達の容易さを測る代表的な指標であり、「信用」、「レバレッジ」、「リスク」という3つのカテゴリーに分類される合計105の変数に基づいて算出されます。直近の数値は-0.91で、これは金融環境が平均よりも約1標準偏差、緩和的な水準にあることを示します。

【図表1：全米金融環境指数 (NFCI)】



(注) データは2015年12月4日から2017年12月8日。全米金融環境指数 (NFCI) は、1971年1月から算出が開始され、サンプル期間の平均値をゼロ、標準偏差を1とする。数値が+1.0の場合、金融環境は平均よりも1標準偏差、引き締まった水準にあることを示し、数値が-1.0の場合、平均よりも1標準偏差、緩和的な水準にあることを示す。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：上限金利、FF金利、下限金利】

	上限金利	政策金利	下限金利
名称	超過準備預金金利	フェデラルファンド (FF) 金利	翌日物 リバースレボ金利
金利	1.25%	1.16% (実効金利)	1.00%
金額	約2.2兆ドル	900億ドル	約3,000億ドル
金利の受け手	預金を取り扱う 金融機関	金融機関 (翌日物資金の出し手)	預金を取り扱っていない 金融機関
金利の払い手	FRB	金融機関 (翌日物資金の取り手)	FRB

(注) データは2017年12月6日時点。FF金利の1.16%は、資金取引額で加重平均した実効金利。預金を取り扱っていない金融機関は政府支援機関 (GSE) など。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## その理由はFF金利に上限・下限金利を設定し、それを引き上げる今回の利上げの特殊性にある

つまり、米国では利上げにもかかわらず、金融環境は引き締まっていないことになります。この理由は、今回の利上げの特殊性にあります。詳細は、6月22日付レポート「FRBがバランスシート縮小と利上げを区別できる理由」で解説していますが、FRBは現在、「超過準備預金金利」をフェデラルファンド（FF）金利の上限金利、「翌日物リバーズレポ金利」を下限金利とし、利上げにあたっては、これらを引き上げると同時に、上限と下限の間にFF金利が収まるよう資金操作を行っています。

民間金融機関は巨額の余剰資金を準備預金としてFRBに預け入れていますが、そのうち法定準備額を超える分（超過準備）はFRBから金利が支払われ、この金利が超過準備預金金利です。参考までに、12月6日の超過準備残高は約2.2兆ドル、超過準備預金金利は1.25%でした。また、同日における翌日物の銀行間資金取引額は約900億ドルで、実効FF金利（資金取引額で加重平均したFF金利）は1.16%でした。

## 上限・下限金利がある限り、利上げは資金調達コスト増に直結せず金融環境は引き締まりにくい

なお、政府支援機関（GSE）など預金を取り扱っていない金融機関は、準備預金の対象外ですので、超過準備預金金利を受け取れません。その代わりに、翌日物リバーズレポ（FRBが金融機関から米国債を担保に資金を借り入れる制度）でFRBに資金を供与し、FRBから金利を受け取れます。この金利が翌日物リバーズレポ金利です。12月6日の翌日物リバーズレポの残高は約3,000億ドル、翌日物リバーズレポ金利は1.00%でした（図表2）。

この先、米国で利上げが継続されれば、金融機関にとって、FF金利の上昇で翌日物の資金調達コストは上昇しますが、超過準備預金金利と翌日物リバーズレポ金利の上昇で、FRBからの受取利息も増加します。つまり、FF金利に上限と下限が設定されている限り、利上げをしても資金調達コストの上昇に直結せず、金融環境は引き締まりにくいということになります。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員