

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



## QT終了に向け問題となりそうなポイントを確認

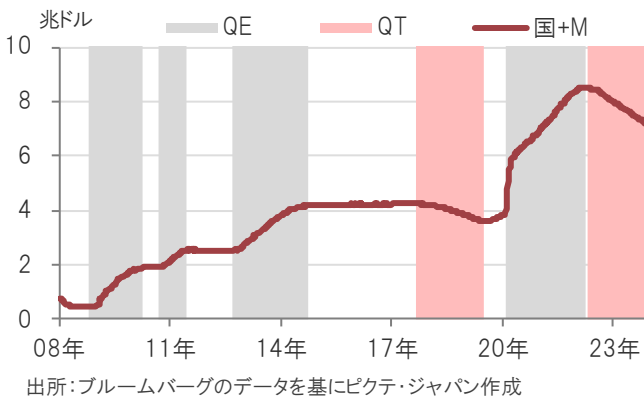
米連邦準備制度理事会(FRB)は段階的な利上げを事実上停止したものと見られ、遅かれ早かれ、利下げ開始が見込まれています。一方で量的引き締め(QT)についてはこれから本格的な議論を開始するとしています。ただし、足元の市場ではレポ取引などQTに関連する市場に変化が見られます。FRBの政策運営次第では市場に思わぬ結果が生じる可能性もあり、今後の展開に注視が必要です。

### ■ FRBは今後のFOMCで量的引き締めの議論を開始する模様

米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は24年1月の米連邦公開市場委員会(FOMC)後の会見で、量的引き締め(QT)について「次回の3月のFOMCでより深い議論を始める計画」と述べ、QTの終了を模索し始めていることを示唆しました。FRBは08年の金融危機後から金融政策のツールとして従来の政策金利に加えて、金融緩和には量的緩和(QE、FRBによる国債等の購入)、金融引き締めにはQTを併用しています(図表1参照)。初期のQEでは直後にQTを実施せず、FRBは保有資産残高を維持しました。最初のQTは17年に始まり、現在のQTは22年に開始されました。

#### 図表1: 米国のQEとQT局面とFRBの主な保有資産残高

週次、期間: 2008年2月13日~2024年2月7日、主な保有資産(実線)は米国国債と住宅ローン担保証券(MBS)、国+Mは米国国債とMBSの合計、各色はQE(グレー)もしくはQT(ピンク)の局面



### ■ 金融危機後の金融政策運営は、それ以前の運営方法と異なる

金融危機後のFRBの金融政策運営のポイントを次の3点に絞って取り上げます。①フェデラルファンド(FF)金利(上限、下限)のターゲットを市場に伝達、②超過準備預金残高に金利(IOER)を設定、③銀行以外の金融機関等の貸出しレートのコントロール、についてです。

①は毎回のFOMCで決定される通常の利上げ、利下げ、もしくは据え置きであり、なじみ深い政策です。FFレートは上限と下限がFOMC毎に公表されています。

②の超過準備預金は銀行がFRBの要求する法定準備を超えてFRBに預けている当座預金で、それに対して金利(IOER)が付利されています。イメージとしてはFRBのQEで、銀行が米国国債と住宅ローン担保証券(MBS)を売却したことで超過準備預金が積み上がり、それに対し付利されたということです。IOERは足元、5.4%に設定され、FFレート上限(5.5%)をやや下回る水準となっています。

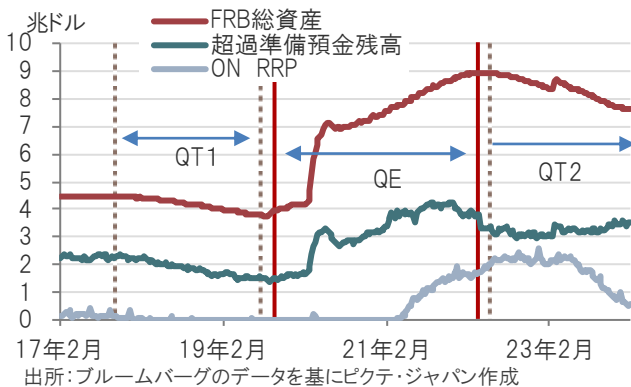
なお、少々ややこしい話なのですが、IOERは当初FFレートの下限としての役割が想定されました。銀行はIOERより低い金利で貸出すなら、IOERでFRBに資金を預けたほうが得だからです。ところが、08年から13年ごろまで(実効)FFレートはIOERを下回って推移しました。理由は米国では銀行(預

金取扱機関)と異なり、連邦住宅貸付銀行やMMF(マネー・マーケット・ファンド)等は超過準備預金付利日の対象外であることから超過準備預金金利以下で取引をする動機があったからです。そこで新たなFFレートの下限が必要となりました。

③として、銀行以外、MMFなどを含めた下限レートとして翌日物リバースレポ(ON RRP)が13年から(試験的に、本格導入は15年末)導入されました(図表2参照)。翌日物リバースレポはFRBが国債を担保に金融機関から資金を借り、翌日に一定の金利をつけて返す仕組みと説明されます。この金融機関には連邦住宅貸付銀行やMMFなどが含まれます。翌日物リバースレポはMMFなどの側から見ると、FRBに預金をする取引と同様です。FRBの翌日物リバースレポは23年7月から5.3%で、FFレートの下限(5.25%)をやや上回る水準に設定され下限として機能するよう運営されています。

図表2: FRBのバランスシートの規模(総資産)と超過準備預金残高とON RRP(落札額)の推移

週次、期間:2017年2月21日~2024年2月14日



### ■ QT終了の議論の引き金となった、翌日物リバースレポ利用額の減少

図表2にはFRBのバランスシートの規模として総資産、超過準備預金残高、翌日物リバースレポ(落札額)が実線で示されています。また最初のQT(17年~19年)をQT1、現在進行中のQTをQT2として示しています。なお、コロナ禍への対応として、20年からQEを開始しました。FRBの総資産を見ると、QE局面で拡大、QTで縮小しているのはそ

れぞれの局面でFRBが国債やMBSを購入、売却しバランスシートを拡大、縮小したからです。

翌日物リバースレポの21年以前の利用額は概ね5000億ドルを下回っていました。しかし、銀行の預金金利が低かったことなどから、預金者が資金をMMFにシフトさせる動きが21年ごろから見られました。MMFは運用先として翌日物リバースレポの利用を活発化させました。

しかしながら、最近では翌日物リバースレポ金利が短期国債利回りを下回るなどの理由から残高は急速に低下しています。

図表2には、もう1本、超過準備預金残高の推移が示されています。超過準備預金の残高は潜在的な金融緩和圧力となりえます。FRBはQEの出口もしくは残務処理として超過準備預金残高を減らす必要があります。QT1を実施した局面での超過準備預金残高の推移をみると、想定通りに減少しています。

しかし、QT2では若干様相が異なります。QTを進めているにもかかわらず、超過準備預金残高は緩やかながら増加傾向です。この理由として考えられるのは翌日物リバースレポです。翌日物リバースレポの残高が増えている局面では超過準備預金残高に下押し圧力がかかりました。QE局面であっても超過準備預金残高が減少に転じたのはこのことが背景と見られます。

反対に、翌日物リバースレポの残高が減少している現在の局面では、QT局面にも関わらず超過準備預金残高が緩やかながら増加傾向にあります。しかし翌日物リバースレポの残高はゼロに近づきつつあります。翌日物リバースレポの残高がゼロとなってもQTを続けた場合、金融引き締めの影響が加速度的になるのではとの懸念も考えられます。また、超過準備預金残高の減少で市場の流動性が不足するというのもリスクシナリオとなりそうです。FRBがQTをどのように終わらせていくのか、今後の動きに注視が必要です。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2024年1月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン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、すべて投資者の皆様が帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用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保護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。

ピクテ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号  
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会