

# 経済教室

伊藤 隆敏

コロンビア大学教授

## ポイント

- インフレ率低いままでは年内利上げ困難
- FRB最大の不確実性は議長などの人事
- 日銀は出口局面で資産圧縮急ぎすぎるな



いとう・たかとし  
50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼GRIPS特別教授

宣言される可能性が高いといわれる。その理由として、銀行がより多くの準備を持ちたいと考えていることや、現金需要が膨らんでいることが挙げられる。着地点が明らかでない点に不確実性が残る。

FRBの資産縮小が、どのような伝達チャネルでどの程度の引き締め効果を持つかはよく分からない。資産拡大の際に緩和効果があったとする

り、金融機関が十分に資本を拡充した今、資産縮小はそれほどの引き締め効果をもたらさないという考え方もある。7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨によれば、資産縮小の引き締め

ロンビア大教授、ケビン・ウォーシユ元FRB理事だ。この3人はおそろしくイエレン議長よりもタカ派だが、十分に安定感のある人材といえる。トランプ大統領の人選によつてはFRBの政策の連続性に影響を与えかねない。ムニユーシン財務長官が影響力を發揮すれば心配には及ばないとの見方もあるが、人事はやはりフタをあけてみないとわからない。来年も理事の欠員が続く、イエレン議長が交代となる場合、投票権を持つ地域連邦準備銀行の総裁らの発言力が強まる可能性もある。

評価損」と「資産からの受取利子と負債への支払利子の逆ザヤ」の2種類がある。前者は市場金利の上昇により、低利回りの国債に評価損が発生することから起きる。ただ日銀は国債を満期まで保有すればよいし、会計上も評価損を計上する必要はないので、保有国債の評価損は損失の議論の対象にはならない。

どれほどの損失が発生するのか、概算を以下に示す。「正常化」の後、政策金利が2.5%、長期金利が3.5%になると仮定する。資産規模がそのまま超過準備に政策金利と同じ付利をすると、利息支払いは現在の0.2兆円から約8.3兆円(332兆円×2.5%)に跳ね上がる。現在の国債からの受取利息(1.2兆円)は徐々にしかならなくなる。一時的に7兆円超の損失が発生する。

強さで、米経済が拡大を続けるかどうかは不透明だ。雇用状況の力強さに比べインフレ率の低さが際立つ。消費支出価格(PCE)インフレ率は年初から低下して、7月には1.4%となった。イ

17年3月末時点で資産合計は490兆円で、うち国債保有高は418兆円(長期国債が377兆円、国庫短期証券が41兆円)だ。負債側では当座預金341兆円、発行銀行券100兆円がほぼこれに対応する。法定準備9.5兆円には付利はない。超過準備は3層構造で、マイナス金利適用分は約21.5兆円。マイナス金利導入時に付利していた部分(約208兆円)には今も0.1%の金利が適用されており、残りの103兆円には0%の金利が適用されている。

ただし現実には、長期国債の置き換えと同時に資産圧縮が起きる。損益の大きな振れを避ける方法もある。長短金利の上昇を数年かけて進め、さらに長期金利の上昇が先行すれば、損失は小さくなる。また準備預金への付利についても、すべての超過準備に同じ利率を適用する必要はない。政策金利よりも少し低めの利率を適用することで、損失は大きく減少する。

## 出口に向かうFRB ①

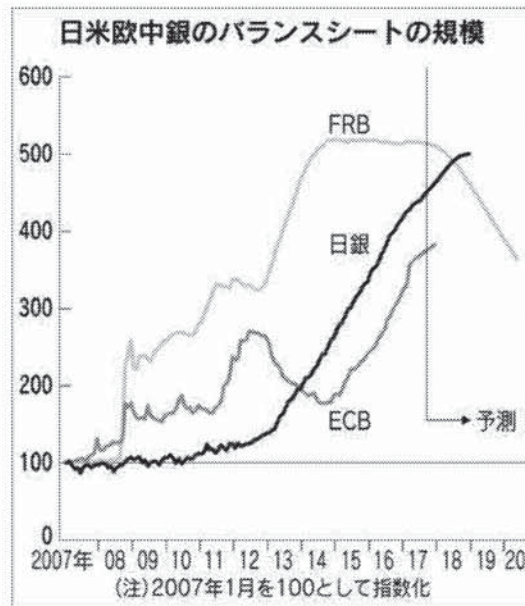
# 資産縮小の着地点不明確

米連邦準備理事会(FRB)は9月20日、保有資産の縮小を10月から始めることを決めた。2015年12月以降4回、合計1%の利上げに続いて、バランスシートについても正常化に一步踏み出した。4.5兆ドルにまで膨らんだ資産がようやく縮小に向かう。

資産規模縮小のペースは開始後最初3カ月間は、毎月償還される国債や住宅ローン担保証券(MBS)のうち、毎月合計100億ドルを再投資せず資産を縮小する。その後3カ月ごとに、毎月の資産縮小額を100億ドルずつ増やし、1年後からは毎月500億ドルで固定する。資産縮小額は18年10月までに3千億ドル(現在の資産規模の約6.7%)、その後は毎年6千億ドル(同約13.3%)となる。これを図のFRBの予測で示した。

FRBのバランスシート縮小は、経済状態の深刻な悪化(material deterioration)が起きない限り、計画通り実行するとされる。予見可能性を与えて市場へのショックを防ぐ意図と、金融政策の手段が金利操作になったことを強調

調する意図がみとれる。量的緩和開始前の資産規模(約9千億ドル)まで戻すには6年以上かかる。おそらくそれよりも高い水準(例えば2兆程度)で正常化の終了が



と、資産縮小は反対の効果をもたらすはずだという考え方もある。一方、資産拡大の主な効果は金融市場の安定化とリスクプレミアム(投資家が求める超過収益)の低下である。効果は大きくないと多くの委員が主張したという。とはいえ、資産縮小とFOMCメンバーが予測する金利引き上げ(今年12月に1回、来年中に3回)を実行できるほどの力

ンフレ率低下傾向が続くようならば、12月の利上げは難しくなるだろう。FRBの最大の不確実性は人事だ。理事の定員は議長、副議長を含め7人だが、現在3人の空席がある。フィッシャー副議長は10月中旬の退任を表明した。来年2月にはイエレン議長の任期が満了となる。現在の理事メンバーで確実に残留になるのはブレイナード氏とパウエル氏だけだ。クオールズ元財務次官が金融規制担当の副議長に指名されている。そうするとイエレン議長が再任されない場合に名前が挙がるのは、ジョン・テイラー米スタンフォード大学教授、グレン・ハバード米コ

ロンの損失は発生するのか、概算を以下に示す。「正常化」の後、政策金利が2.5%、長期金利が3.5%になると仮定する。資産規模がそのまま超過準備に政策金利と同じ付利をすると、利息支払いは現在の0.2兆円から約8.3兆円(332兆円×2.5%)に跳ね上がる。現在の国債からの受取利息(1.2兆円)は徐々にしか上がらない。一時的に7兆円超の損失が発生する。

ただ現実には、長期国債の置き換えと同時に資産圧縮が起きる。損益の大きな振れを避ける方法もある。長短金利の上昇を数年かけて進め、さらに長期金利の上昇が先行すれば、損失は小さくなる。また準備預金への付利についても、すべての超過準備に同じ利率を適用する必要はない。政策金利よりも少し低めの利率を適用することで、損失は大きく減少する。