

FRBのQT(量的引き締め)はどのような影響をもたらすか

米連銀(FRB)が5月に政策金利であるFFレートの目標レンジを50ベーシスポイント(bps)引き上げた結果、大部分の市場参加者は、今後の金利引き上げの見通しと、利上げが金融資産および経済全般に及ぼす影響に注目しています。今回の連邦公開市場委員会(FOMC)の会合でジェローム・パウエル議長は、FRBのバランスシートを圧縮する計画を6月から開始する計画であると発表しました。これは、量的引き締め(QT)と呼ばれます。FRBのバランスシートは、FF金利の誘導目標を決定する上で重要な要素のひとつであり、過去10年間にわたりこの数値の重要性が高まってきました。

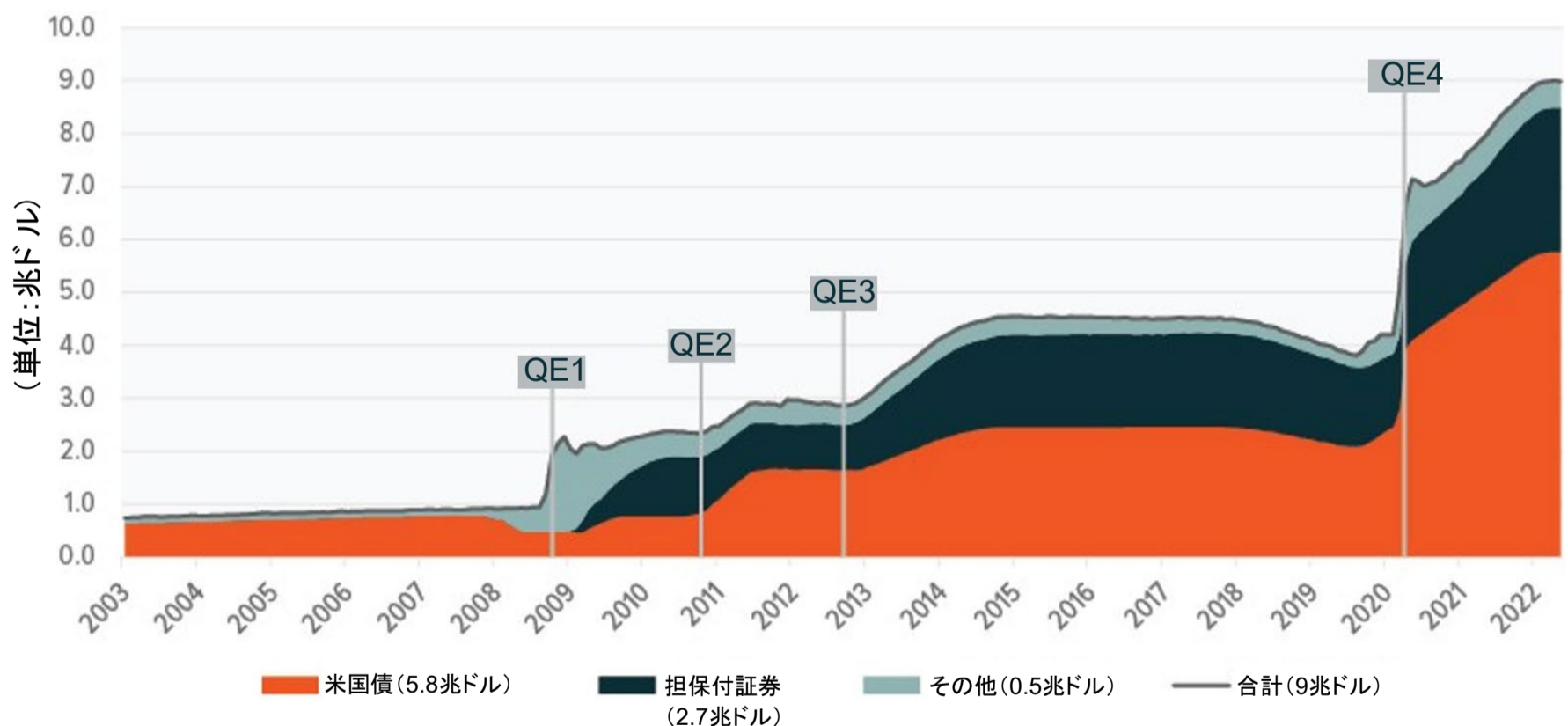
QTは、金利の引き上げおよび金融環境の引き締めを意味します

グローバル金融危機(「GFC」)以来、FRBでは4回にわたり量的緩和(QE)プログラムを実行することで米国経済を下支えしてきました。QEは、主に2つの目標を達成しようとするものでした。1)米国債の需要を高め、米国債の金利を引き下げること、経済全体に対してリスクフリーの金利を提供する。2)主要銀行における保有残高を高めることで、融資および経済の拡大を促進する。このため、量的引き締めは米国債および住宅ローン担保証券の最大の買い手を排除することで、上記と正反対の結果、つまり金利の上昇および金融環境の引き締めをもたらします。

新型コロナの大流行に対応するための4回目のQEを2022年5月に実施した後において、FRBのバランスシートは9兆ドルに達しています。比較のために確認しておく、グローバル金融危機以前におけるFRBのバランスシートは1兆ドル以下でした。FRBのバランスシートの資産は主に、米国債および住宅ローン担保証券により構成されています。

FRBのバランスシート

出所: Bloomberg、FRB、およびGlobal Xのデータ(2022年5月31日時点)。



FRBは6月1日から、保有資産を1月あたり475億ドル(米国債300億ドル、住宅ローン担保証券175億ドル)のペースで償還を開始し、9月まで継続する予定で、9月からは資産圧縮の規模を月あたり950億ドルに引き上げる予定です。¹この圧縮ペースは、2017年~2019年におけるランオフの2倍です。²パウエル議長は、1年分の資産圧縮(およそ1兆ドル)は、25bpの金利引き上げを1回実施するのと同様の効果を持つと予測しています。³この予測は、グローバル金融危機以降におけるFRBの保有資産の爆発的な増加が、200bpsの金利引き下げの効果を持ったことを意味します。

QTは、金利上昇をもたらすでしょうか？

通常の場合、QTのみの影響を考慮すれば、答えは「イエス」です。しかし当社では、現在の経済環境を考慮すると、FRBのバランスシート圧縮は、今後数カ月間における米国債の金利変動における主要な要因とはならないと予想しています。米国短期国債の金利は、主に短期金利の見通しに対して、つまりFRBの利上げサイクルのペースや利上げ後の最終的なレートへの予想を反映して決まります。一方で米

国長期国債の金利は、長期的な経済見通しとリスクプレミアムを考慮して決定され、これには需給関係も含まれます。今年における米国債の利回りの急上昇は主に、FRBの利上げサイクルを市場がどの程度すばやく価格に織り込めるかという予想を反映した値動でした。FRBはわずか6カ月のうちに、2022年における利上げゼロの予想から、複数の理事がほぼ250bpsもの利上げを主張するまでに意見を変化させたのです。⁴

現在はこの利上げの見込みがすでに価格に織り込まれているため、今後数カ月の金利市場はインフレおよび経済成長に焦点を当てることになるでしょう。米国長期国債の金利見通しは、FRBの積極的な圧縮サイクルが景気後退をもたらすかどうか、および、FRBが景気後退を引き留めるために金利引き上げあるいはバランスシートの圧縮を予定よりも早く終了するかによって決定されるでしょう。

当社ではさらに、米国債金利におけるリスクプレミアムの重要性を強調しています。世界各国の中央銀行がQEを実行したため、過去10年にわたりグローバルな債券利回りは下降トレンドであり、投資家は長期的な利回りを得られる投資先を求めてきました。米国債を大規模に保有しているのは、世界各国の中央銀行、商業銀行、およびアセットマネージャーです。現在、米国債の最大保有者はFRBであり、その保有額は約6兆ドル⁵と、米国債の合計発行残高のおよそ4分の1を占めています⁶。海外保有者における合計保有額は7.6兆ドル⁷で、そのうち3兆ドル⁸を各国の中央銀行が保有しています。FRBが保有する米国債を月あたり300億~600億ドル圧縮する場合、QTが金利に与える影響は、時間の経過と共に徐々に上昇するものの、当初は小規模なものに留まると予想されます。

ただし当社では、米国債価格が持続的に下落する場合、他国の債券資産と比較した場合の魅力が高まると考えています。このため、長期的な視点を持つ調達元、つまり政府系ファンド、年金基金、および保険会社のアセットマネージャーが米国債の購入を検討すると予想しています。米国債は現在でも、ドイツ国債および日本国債を上回る利回りを提供しているだけでなく、グローバル社債、欧州周辺国の国債、あるいは中国国債といった代替投資先と比較して信用リスクおよび地政学リスクが低いと言えます。

米国10年債とドイツ国債／日本国債の金利スプレッド

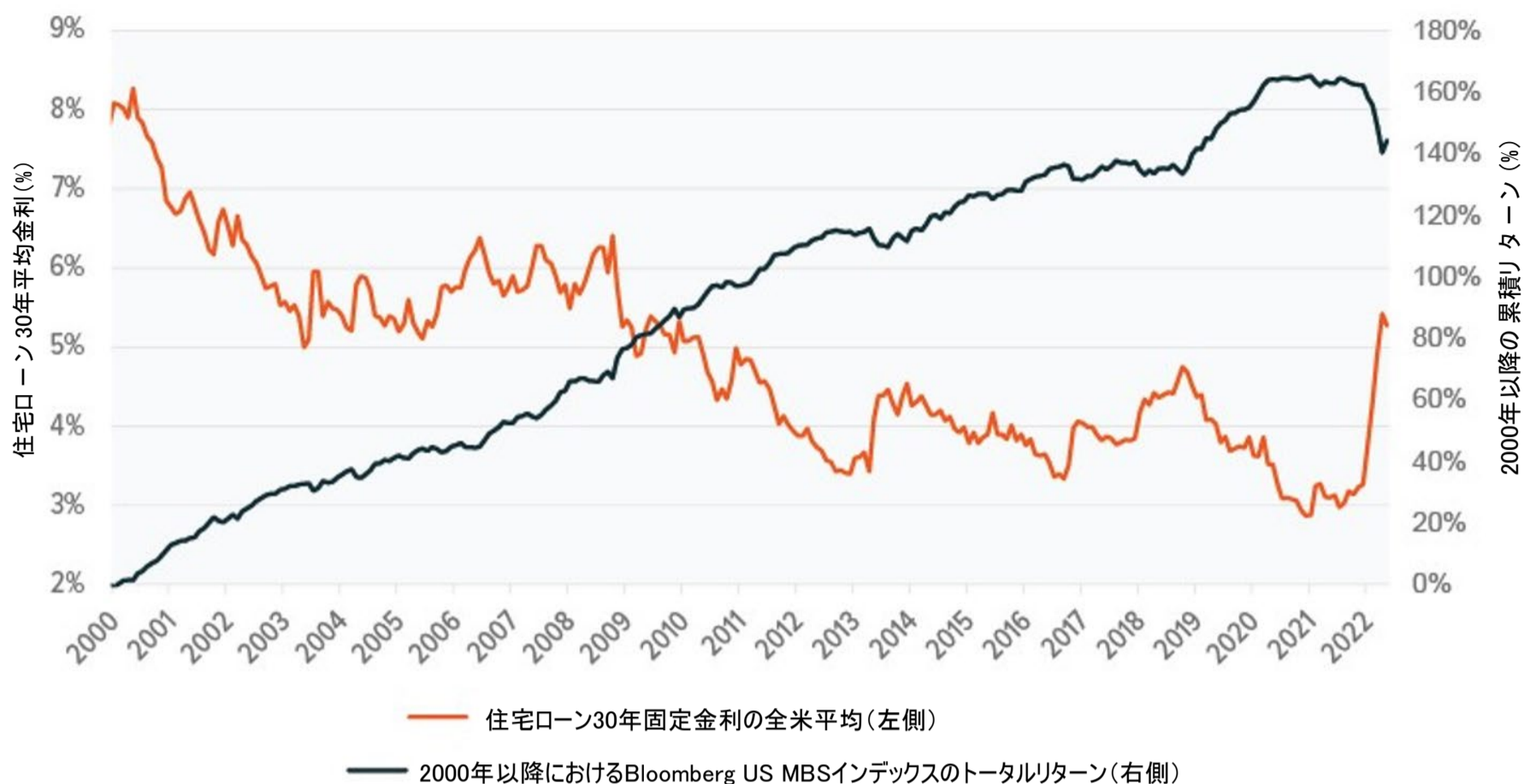
出所：BloombergおよびGlobal Xのデータ(2022年5月31日時点)。



逆風を受ける債券セグメントは、住宅ローン担保証券(MBS)である可能性があります。FRBはおよそ3兆ドルのMBSを保有していますが⁹、米国債と比較すると、MBSは取引頻度が低く、自然な買い手が少ないという特徴を持ちます。すでに今年において、住宅ローン金利の上昇およびMBSリターンへのドローダウンは過去最高の水準に達しています。当社では、FRBからの需要不足が引き続きMBS市場に下方圧力を与えると予測しており、5月のFOMC会合において可能性が指摘されたようにFRBが公開市場でMBSの売却を開始した場合、この圧力がさらに高まるでしょう。¹⁰

2000年以降における米国の住宅ローン金利およびMBSリターン

出所: Bloomberg、Bankrate、およびGlobal Xのデータ(2022年5月31日時点)。



過去の事例が繰り返される場合、QTにより予測不可能な事態が発生する可能性があります

QTのもう一つの影響として、銀行における保有残高の減少が挙げられ、貸出金利の上昇と共に、融資へのアクセスが制限され、資金調達がより割高になります。過去データによれば、このような経済環境は予測不可能な結果をもたらす可能性があります。

FRBは過去に、バランスシートの圧縮を2回試みたことがあります。1回目は2013年で、FRBがバランスシートの圧縮について言及しただけで市場ではテーパー・タントラムが発生し、金利が急上昇しました。¹¹

FRBは過去の失敗から学習したため、2回目の試みは1回目よりも成功を収めました。FRBのガイダンスを通じて市場は流動性低下を受け入れる準備ができていたため、2017年10月から2019年9月までの期間において、FRBはバランスシートをおよそ6,500万ドル圧縮することができました。¹²しかし、このバランスシート圧縮が金融システムにもたらした歪みと、同時進行的に実施された金利の引き上げにより、2019年にはレポ市場の混乱が発生しました。2019年9月17日に、レポ金利が一時10%まで急騰し、ニューヨーク連銀は介入を余儀なくされたのです。¹³

この結果、マネーマーケットのトレーダーの間では、金融機関が破綻を回避するために借入を急ぐ一方で、市中銀行は潤沢なキャッシュを保有していたものの、バランスシート上の制限により融資できなかったというエピソードが共有されています。このレポ危機に関する詳細な分析は本レポートの対象範囲を超えますが、銀行が融資できなくなった理由としては主に以下の2つの要因を組み合わせで説明されています。

まず第1に、グローバル金融危機の発生に伴う銀行に対する規制強化により、超過準備の水準が引き上げられていたこと。第2に、FRBにおけるバランスシートの圧縮により、利用可能な当座預金の水準が低下しており、銀行の貸出能力が制限されていたこと。

マネーマーケットは通常、投資可能な証券の中でイベント性が低い資産クラスであると認識されていますが、このレポ危機では金融システム全体の崩壊を引き起こしかねませんでした。幸運なことに、レポ危機の影響は限定的な範囲に留まりました。しかし、ニューヨーク連銀が資金供給を数時間遅らせていた場合、金融機関が破綻する可能性は実際に存在したのです。このシナリオは、QTが内包する最大のリスクだと言えるでしょう。つまり、資金調達および信用市場における流動性の低下は、金融システムというパイプが「破裂」するリスクを高めるものであり、このリスクが看過できないほど高まった場合、FRBは金融引き締めを放棄せざるを得ないのです。

現在の金融システムの複雑さは恐るべき水準であり、今後予定されている野心的なQTプログラムに伴うすべてのシナリオに対して準備することは、FRBを含むすべての組織にとって不可能だと言えます。現在、銀行の超過準備は3.3兆ドルと潤沢であり(以下のグラフを参照)、資金の枯渇によりブラックスワンが発生するリスクは低いと結論付けられます。ただしQTの進行に伴い銀行の超過準備預金は減少するため、これらのリスクは高まります。2019年のレポ危機は、QTが開始されてからほぼ2年が経った時点で発生しました。金融システムのどの箇所にぜい弱性が発生するかを予想するのは難しいですが、当社としては、利益率が低い(またはマイナスである)高イールド債セクターは、特に今後の数四半期において負債のリファイナンスが必要な場合に注意が必要でしょう。

FRBが保有する超過準備残高

出所:ブルームバーグおよび連邦準備銀行、2022年5月31日現在。



QTにより、すでに厳しい環境に置かれているリスク調整後リターンがさらに悪化する可能性があります

短期金利の方向性は市場が決定するものの、米国債の利回りは、インフレ率や成長予測、および市場心理により大きく影響される可能性が高いです。FRBが米国債を買い入れないことで、時間の経過と共に債券市場の流動性に影響が生じるでしょう。QTプログラムが成功した場合、金利がより高い水準で均衡し、今後数年間にわたりイールドカーブの傾斜が大きくなるでしょう。FRBが市場から流動性を除去することで、QTのトピックは今後もさらに重要性が増していくでしょう。

執筆者:

ジョン・マイヤー

日付:

2022年6月9日

カテゴリー:

インサイト

トピック:

マクロ経済

脚注

- 1 FRB、「FRBバランスシートの規模圧縮計画」、2022年5月4日。
- 2 セントルイス連銀、「FRBがバランスシートを圧縮する方法および理由」、2018年7月10日。
- 3 パウエル議長による記者会見の発言、2022年5月4日。
- 4 BloombergおよびGlobal Xのデータ(2022年5月31日時点)。
- 5 FRB、「FRB統計発表 - 保有残高に影響を与える要因」、2022年6月2日。
- 6 Treasury Direct、「米国国債残高の月次ステートメント」、2022年4月30日。
- 7 米国商務省、「米国債に対する海外大手投資家」、2022年5月31日にアクセス。
- 8 Yardeni Research, Inc.「マネーと信用: 各国の中央銀行による米国債の保有残高」、2022年6月2日。
- 9 FRB、「FRB統計発表 - 保有残高に影響を与える要因」、2022年6月2日。
- 10 FOMC、「FOMC会合(2022年5月3、4日)議事録」、2022年5月31日にアクセス。
- 11 FRED、「今回はテーパ・タントラムは発生しないだろうか?」、2021年8月30日。
- 12 ロイター、「FRBがバランスシート圧縮につき『プランB』を選択せざるを得なくなる要因とは」、2022年2月17日。
- 13 FRB、「FRBメモ: 2019年9月にマネーマーケットにおいて何が発生したのか?」、2020年2月27日。

本資料は特定の一時点における市場環境の評価であり、今後の出来事を予測することを意図しておらず、今後の成果を保証するものではありません。この情報は個人または個別の投資アドバイスまたは税務アドバイスを意図するものではありません。この情報を売買または取引のために使用しないでください。投資、納税、税務については、投資顧問、税理士をはじめとする専門家に相談してください。