

# FRBのバランスシートに対する懸念

2019年2月19日

米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシートが、自然減（“run-off”）によって「自動操縦的に」縮小することに対して、市場が懸念を抱くことは適切でしょうか。バランスシート縮小が政策金利に対して示唆することを踏まえれば、それは適切であると考えます。



デビッド・ライリー  
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

FRBのバランスシート縮小、つまり、量的緩和（QE）策による資産購入で、3.5兆米ドルにも達した資産が徐々に戻される、いわゆる量的引き締め（QT）に関して、市場参加者が懸念を抱いている兆候がみられます。

## 市場の売りは正当化されるか？

予定されている今後の会合において、米連邦公開市場委員会（FOMC）はガイダンスの修正と、バランスシート縮小に関する詳細を明らかにするとみられています。バランスシートの「正常化」が「自動操縦モード」にあるということによって、「経済指標次第」としている金融政策の信頼性が損なわれています。

したがって、市場が重視しているのは、（FRBの）単なるテクニカルな変更のみではありません。むしろ、現状のFRBの引き締めサイクルが、もしかしたら経済のリセッションではなくソフト・ランディングとともに終焉を迎えるかもしれない、という可能性に対する投資家の期待感が高まるかどうか重要です。

2018年末に掛けての成長に敏感なリスク資産の急落のきっかけは、グローバル経済のリセッション・リスクを市場が急速に織り込み始めたことによるものでした。

また、FRBが既定の引き締め路線を歩むことで、グローバル経済の成長鈍化に対して無関心であるかのように映ったことも、このような投資家の懸念を増長させる要因となりました。

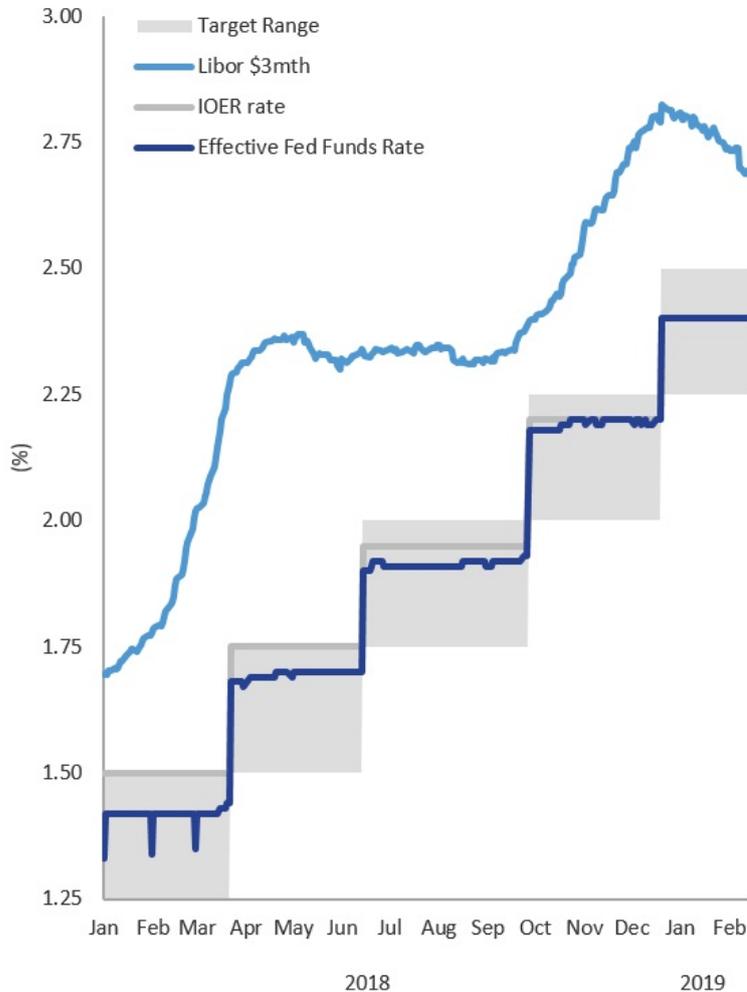
パウエルFRB議長は、政策金利が中立金利からは「ずいぶん離れている」と発言し、FRBのバランスシート縮小も「オートパイロット（自動操縦モード）」にあるとしました。その後パウエル氏は、政策金利に関して「辛抱強さ」を持ち、バランスシートの正常化に関しても柔軟性を持つ方向へと転換しました。

多くの市場コメンテーターによる批判とは対照的に、投資家がFRBのバランスシート縮小及びそれが金融市場へもたらす影響に注目することは適切でしょう。

FRBのバランスシート縮小は、金融引き締めの一つの形です。投資家にとって安全資産のプールを広げるために手持ちのリスク資産を手放すことにつながるためです。これは、QE時代に、リスク資産の上昇及び金融状況の緩和をもたらした「ポートフォリオのリバランス」の反転であると言えるでしょう。

さらに減税及び連邦政府支出拡大を賄うため、昨年前半に短期米国債の発行が増加していたことも踏まえると、広範な経済が直面する金利の上昇ペースは、FRBの利上げペースを実質的に上回っていたこととなります。

図1：実効FFレート及び3ヶ月LIBOR金利（％）



出所：FRB、ニューヨーク連銀、ICE、Macrobond; 直近のデータは2019年2月14日時点

しかしながら、市場参加者がFRBの「自動操縦的な」バランスシート縮小に対して懸念を抱くことは適切であると考えられる最も大きな理由は、縮小が政策金利に関して示唆する部分があるためです。

これまでのFRBの分析では、「正常化された」バランスシートの規模が3兆米ドル程度であるとされてきました。つまり、現状500億米ドルを上限とされている米国債及びモーゲージ担保証券(MBS)の保有縮小が、2021年のある時点まで掛かるということを意味しています。

理論上は、米連邦公開市場委員会(FOMC)がQTをショート・ノーティスで延期及び終了させることは可能であるものの、「自動操縦」であることを示すガイダンスは、そのような行動を取るためのハードルが高いことを示唆しています。

FRBがバランスシートに関して既定路線を歩んでいるということは、実質的に利下げの可能性を排除することと同様です。なぜなら、FRBが利下げを実施しながら、同時に金融市場の流動性引き締めを行なうというシナリオは想定しづらいからです。

グローバル経済の成長が鈍化し、特に国際貿易などに関連した政策的不透明感も増す一方、柔軟性のないFRBの姿勢を踏まえ、市場はリセッションに関するより「太い」テール・リスクを織り込むようになりました。

## バランスシートの正常化

結果としてFOMCは市場の懸念に降伏し、2017年10月から続けるバランスシートの「自動操縦の」縮小を停止しました。1月30日に行なわれた会合において、FOMCは「バランスシートの正常化」に関するガイダンスを修正し、将来の経済状況によって妥当と判断されれば、より緩和的な金融政策を実行するためにバランスシートの規模及び構成を変更する用意があると発表しました。

より最近では、複数のFOMCメンバーがこれに関して発言しており、特にタカ派として知られるクリーブランド連銀のロレッタ・マスター総裁が「今後の会合で、バランスシートの縮小終了及びバランスシート正常化の計画を完成させる」と発言したことは注目を集めました。

FOMCは、流動性カバレッジ比率などの安全かつ流動性の高い資産の選好を促す制度を主な理由として、当初の想定、つまり、銀行の準備預金（銀行がFRBに預ける額）を満たすために必要であるとして想定していた額を上回る額のバランスシートを維持しなければならない、と結論づける可能性が高いとみています。

現状の銀行預金は1.6兆米ドルですが、FOMCによる直近2回のIOER（銀行の超過準備預金に対して支払う金利）引き上げ幅は、いずれもFFレートの引き上げ幅を下回りました。これは、FRBから借り入れる際の実質的なFF金利が目標レンジの上限に近づいているためです。

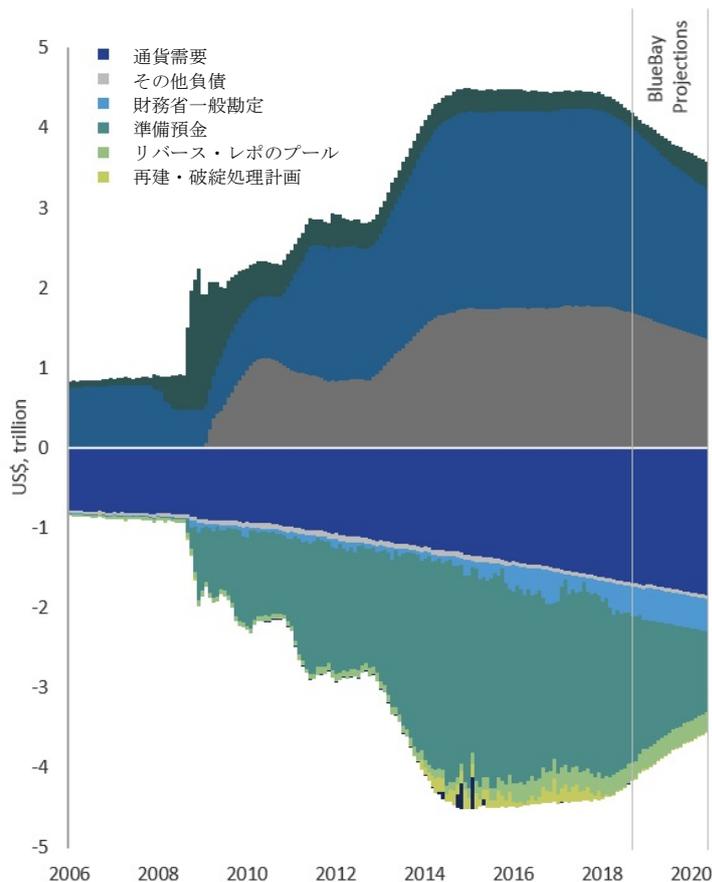
ここ最近FRBが銀行に実施した調査では、銀行の準備預金需要は総額8,500億米ドルであることを示唆し、準備金が「十分」であるために必要な均衡点は1兆米ドルもしくはそれを上回る可能性があると見られています。

その他の（バランスシート上の）負債サイドの要因として、過去30年間に亘って7%程度のペースで伸びている通貨需要が挙げられます。さらに、予見はしづらものの、米財務省の預金が4,000億程度あるとみられています。

バランスシート上で1兆米ドルの銀行準備金に加え、通貨需要及び米財務省の預金を勘案すると、現状4兆米ドルのバランスシート総額と比較して3.4兆米ドル程度のバランスシートが必要であると推測できます。

したがって、米国債及びMBSの保有縮小が現状のペースで続くことを想定すると、QTは当初の想定よりも少なくとも1年早く、2021年の4月から5月に終了することになります。

図2：FRBのバランスシート - 終点に近づく



出所：Macrobond、FRB、ブルーベイの予想、2019年1月

## ニューノーマル

今後数回の会合で、FOMCはバランスシート縮小(保有する償還する米国債及びMBSを再投資しないランオフ)の終点を明らかにしていくとみられます。

投資家にとってFRBのバランスシート正常化は、(現状の政策を導入したイエレン前FRB議長が安定的な政策を例えて言った)「ペンキが乾くの見守る」よりも興味深い状況となっています。

バランスシート縮小及び利上げは、トレンドを上回るペースで成長し、完全雇用に近い状態にある米経済によって正当化される金融状況の引き締めをもたらしています。

ただしFOMCが、金融政策が今では、規定の正常化路線ではなく、「経済指標次第である」と信頼感を維持して主張するためには、QTの終了及びその詳細を比較的早い段階で明らかにしなければなりません。

仮にそうしなかった場合、投資家は(これまでの引き締めサイクルがそうであったように)現状の引き締めサイクルが米経済成長のソフト・ランディングではなくリセッションとともに終了するというリスクを織り込み始め、市場のボラティリティが再び高まる局面が訪れる可能性があるかとみています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） / 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） / 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上