

必要準備下限に突如直面したFOMC 600億ドル/月のT-bill購入から始める準備補填策

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 10月11日、FOMCは、準備水準を2019年9月初めの水準もしくはそれ以上に引き上げるため、少なくとも2020年4～6月期まで、米政府短期証券（T-bill）の購入に踏み切ることを発表した。
- 9月中旬の翌日物金利の急騰によって、準備残高が、米金融機関が必要とする水準の下限に達したことが突如判明、金融政策の運営に支障をきたすリスクも高まり、FOMCは対応を迫られた。
- 財務省一般口座やドル紙幣の増加にも対応すべく、まずは11月中旬までの間に600億ドルのT-bill購入が行われる。一時的資金供給オペ（TOMO）も少なくとも2020年1月まで継続する。

1. 準備補填策の発表

10月11日、米連邦公開市場委員会（FOMC）は10月15日以降、次の2つの柱からなる準備補填策を行うことを発表した。

第1に、準備（reserve）の水準を2019年9月初めの水準かそれ以上に引き上げ、「豊富な準備残高」（ample reserve balances）を維持するため、少なくとも2020年4～6月期まで米政府短期証券（T-bill）の購入を実施する。ニューヨーク連銀の声明によれば、当初1カ月（11月中旬まで）の規模はおおよそ600億ドルになるという。

なお、現在実施している再投資政策には変更がない。具体的には、米国債は全額ロールオーバーし、エージェンシー債・エージェンシーMBSについては、償還金のうち200億ドル分を、既発債の年限構成に比例するよう各種年限の米国債に再投資し、同償還金の200億ドルを超える分をエージェンシーMBSに再投資する。

第2に、いわゆる「非準備負債」（non-reserve liabilities）の急増時にも豊富な準備残高を維持し、金融政策の運営に支障をきたしうる短期金融市場の圧力上昇リスクを緩和することを目的として、すでに実施しているターム物および翌日物の一時的資金供給オペ（TOMO）を少なくとも2020年1月まで実施する。当初の計画として、2週間に一度実施するタームレポは少なくとも350億ドル、翌日物オペは少なくとも750億ドルになるという。

2. 従前の想定を大幅に上回る準備残高が必要なことが判明

今回の準備補填策は、9月中旬に生じた短期金利の急騰によって判明した準備残高の不足に対応するものである。

9月16日、米国債の決済と法人税の納税が重なり、米短期金融市場では巨額の資金需要が発生、「翌

日物レポ金利は5%を超え」「実効F F金利はFOMCの誘導レンジの上限に達した」(9月FOMC議事要旨)。

米国財務省の統計(Daily Treasury Statement)によれば、同日の米国債決済額は780億ドル、法人税納税額は347億ドルにのぼったようだ。この2つの動きを中心として、米連邦準備制度理事会(F R B)の負債項目である財務省一般口座(Treasury General Account、T G A)は、1日で832億ドル増加した。1日当たりの増加額としては過去3会計年度(2016/10/1~2019/9/30)のうちで5番目の大きさであったが、異例だったのは、翌日物金利の急騰を引き起こした点である。これまでは、T G Aが急増しても、翌日物金利はおおむね安定して推移してきた。また金利が急騰することはあっても、四半期末や年末のイベントであり、期末ではないタイミングで翌日物金利が急騰することはなかった。

金利急騰が起きた真因は、FOMCが進めてきたバランスシートの縮小によって、民間金融機関が必要とし、かつ短期金利が安定推移する水準の下限に準備残高が到達したためとみられる(図表1)。放置すれば、意図せざる金融タイト化が生じ、金融政策の効果的・効率的運営に支障をきたしかねない事態となった。

ニューヨーク連銀の市場操作分析・監督部門責任者は、今年4月の講演で、米銀全体として「快適」と考える準備の最低水準(the Lowest Comfortable Level of Reserves, LCLoR)を「8,000億ドルから9,000億ドル」と指摘していた。一方、F R Bによれば、金利急騰が発生する前の準備は1.46兆ドル(9/11時点)で、金利急騰後の18日時点でも1.4兆ドルをわずかに割り込む水準であった。つまり、準備残高が当局の想定するLCLoRをはるかに上回っていたにもかかわらず、金利が急騰したわけである。この点について9月FOMCでは、「いくつかの銀行が、レポ市場に資金を回すよりも、F R Bのサーベイ調査に回答したLCLoRを大幅に上回る水準の準備を維持しようとした」(議事要旨)と指摘されている。現実のLCLoRは、「8,000億ドルから9,000億ドル」ではなく、1.4兆ドル近傍であることが判明したといえる。

3. オーガニックな準備供給

準備残高の補填を目的としたT-bill購入は、1,000億ドルから2,000億ドル規模に達するとみられる。さらにいずれは、ドル紙幣など非準備負債の増加を相殺するよう、既発債の年限構成と比例した形で様々な年限の米国債を購入していく「オーガニックな準備供給」にシフトしていこう。

今回の政策では、準備残高を9月初めの水準と同じかそれ以上に引き上げることを目標としている。9月初めの水準とはおよそ1.45兆ドルであり、これに対して足元の準備残高は、レポによる一時的な供給分を除くと1.35兆ドルである(10/10時点)。したがってFOMCは、少なくとも総額1,000億ドルのT-bill購入を想定していることがうかがえる。

しかし、実際のT-bill購入は1,000億ドルを大きく上回るだろう。T-bill購入の間も、T G Aやドル紙幣など非準備負債の増加が見込まれ、FOMCはそれらによる準備減少圧力を相殺する必要があるためだ。

米国財務省は2015年5月以降、T G Aの残高について「1週間分の支払いを十分にカバーできる水準で維持する」方針をとっており、1,500億ドルを最低限としている。10月10日時点のT G A残高は3,077億ドルであるが、2018年にはおおむね3,500億ドル程度の残高が維持されてきたことを踏まえると、400億ドル程度の増加が見込まれることになる。またドル紙幣は1カ月平均517億ドルずつ増えている

(2018年末から2019年9月末までの実績)。両者を合わせれば、年末までに1,000億ドル前後の規模となる。

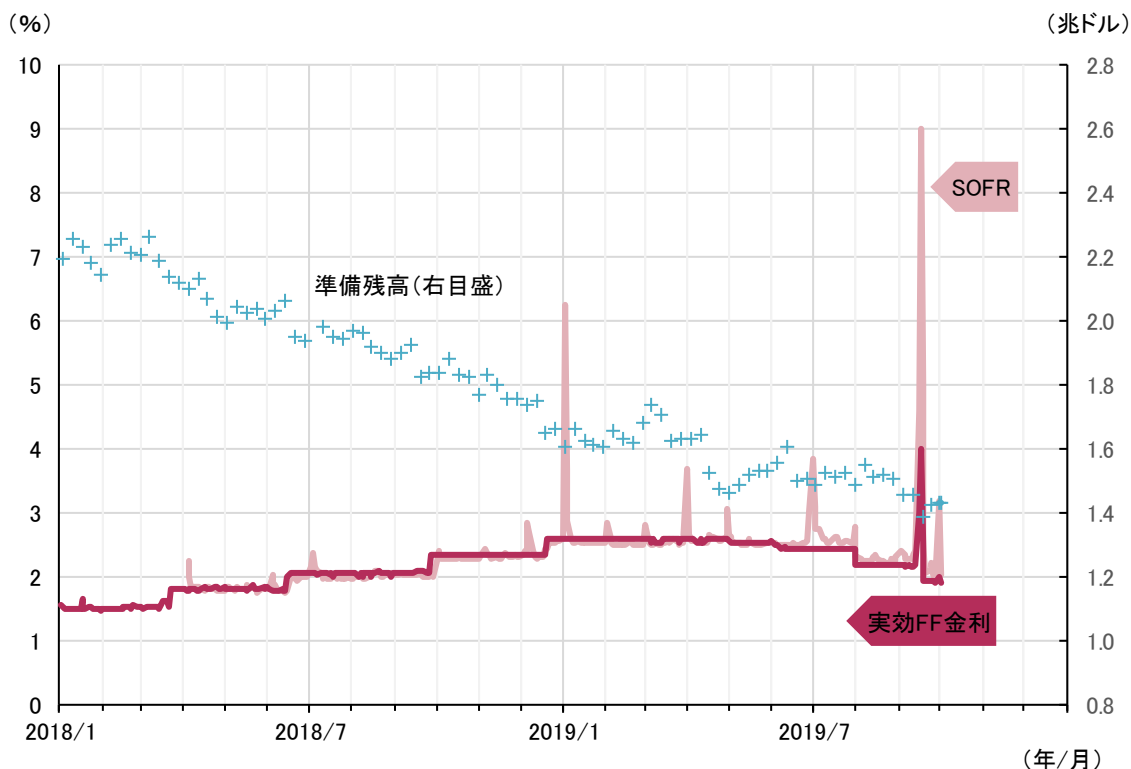
つまり、準備残高を1.35兆ドルから1.45兆ドルに積み上げるには、FOMCはその差額である1,000億ドル分だけではなく、非準備負債の増加を相殺する規模のT-bill購入が必要となる。

9月初めの水準と同じかそれ以上とする準備目標を達した後、FOMCは、非準備負債の増加を相殺するためのオーガニックな準備供給にシフトするとみられる。

FOMCは、今回の準備補填政策では購入対象をT-billのみとすることにより、経済活動に影響が大きい長期金利の操作を意図していないこと、すなわち、QEではないことを強調している。また金融政策のスタンス変更は、豊富な準備を所与とした上で、主として金利政策（IOERおよびレポ金利操作）によって行うという現行方針を維持することも確認している。

この方針はオーガニックな準備供給にシフトする際にも反映され、米国債の購入方針を現行の再投資政策と統合させるとみられる。すでに述べたように、現行の再投資政策は、既発債の発行年限と同じになるよう米国債を購入することで、市中金利に与える影響を中立化し、バランスシート政策としての金融政策スタンスを固定しようとしており、オーガニックな準備供給もそれに倣うだろう。

図表1 翌日物短期金利と準備残高の推移



(出所) F R B、ニューヨーク連銀より、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。