



## FRB: 量的引き締め(QT) とそれがもたらす影響



FEDERAL RESERVE



デビッド・ライリー

チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト

2022年1月

### 要約

- 米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシートは、米国のGDPの36%に相当する、9兆米ドルに達する勢いで拡大しています。米連邦公開市場委員会（FOMC）は、2022年3月に大規模な資産購入（量的緩和（QE））を終了し、その後バランスシートの規模を縮小することで、早期に「バランスシートの正常化」に着手することを示唆しました。
- 当レポートでは、FRBのバランスシート縮小（量的引き締め(QT)）過程を巡る不確実性と、QTが金融環境にもたらす影響を考察します。
- ここでは、QTが（今年3月もしくは5月に発表されたのち）7月に開始され、満期を迎えた米国債及びMBSのうち、再投資に回さない額にそれぞれ月額600億ドル及び300億ドル米ドルのキャップを設けると仮定します。このモデルに基づけば、バランスシートは2022年に7,750億米ドル程度縮小し（満期を迎えるT-bill(短期国債)を含む）、2023年及び2024年にそれぞれ1兆米ドル及び8,400億米ドル縮小することで、2024年末にはGDPの22%近くに縮小することになります（パンデミック前には、GDPの17%程度でした）。
- 2022年に予想される7,750億米ドルのバランスシート縮小（含むT-bill）は、2022年にFF金利が約20bps上昇すること（T-billを除けば約10bps）、更に2024年末までに合計で80bps上昇することと同等の引き締め効果を意味します。過去、FRBは2017年9月に、四半期毎の利上げを一時中断し、QT開始を発表しました。

- 短期的には、FRBが3,260億米ドルのT-billのポートフォリオ（90%が6ヶ月以内に満期を迎える）にどのように対処するのかが不確実性の要因となるでしょう。バランスシート縮小を始動させるため、QTよりも先にこれらを再投資せずに償還させるか、これらの償還額に別の上限を設けるかが焦点となるでしょう。
- 前回のQT局面における最初の12ヶ月間は、FRBが利上げを実施する中で利回り曲線がベア・フラット化しましたが、2019年には、投資家が経済見通しやFRBによる「政策ミス」の可能性を懸念する中、利回り曲線がブル・フラット化しました。
- FRBによる記録的な額の米物価連動国債（TIPS）購入が、深いマイナス圏の実質金利につながっていたことを

踏まえると、FRBによるTIPSの保有額縮小は実質金利の急激な上昇につながる可能性があり、これは通常、米ドル高や、リスク性の高い長期デレションの資産の価格に圧力を加える要因となります。

- FRBがバランスシートの最終的な規模もしくは「正常な」規模を正式に特定する可能性は低いとみられ、それらは効果的な金融政策の元での金融機関のFRBへの預金額の水準に基づくとみられます（2019年に銀行準備金が1.5兆米ドルを下回った際には、短期金利市場において金利が急上昇し、FRBによるT-bill買入につながりました）。

## 量的引き締め（QT）の背景とそのタイミング

2017年に前回のバランスシート正常化（すなわちQT）を開始した際、FRBは2017年6月の会合で、どのような方法でQTを実施するかを記した「補記」を発表し、その後10月にQT開始を発表しました。

FRBはバランスシートの規模に関して具体的な目標は設定しませんでした、「正常な」水準は銀行システムからの準備預金需要を反映したものになるとしました。

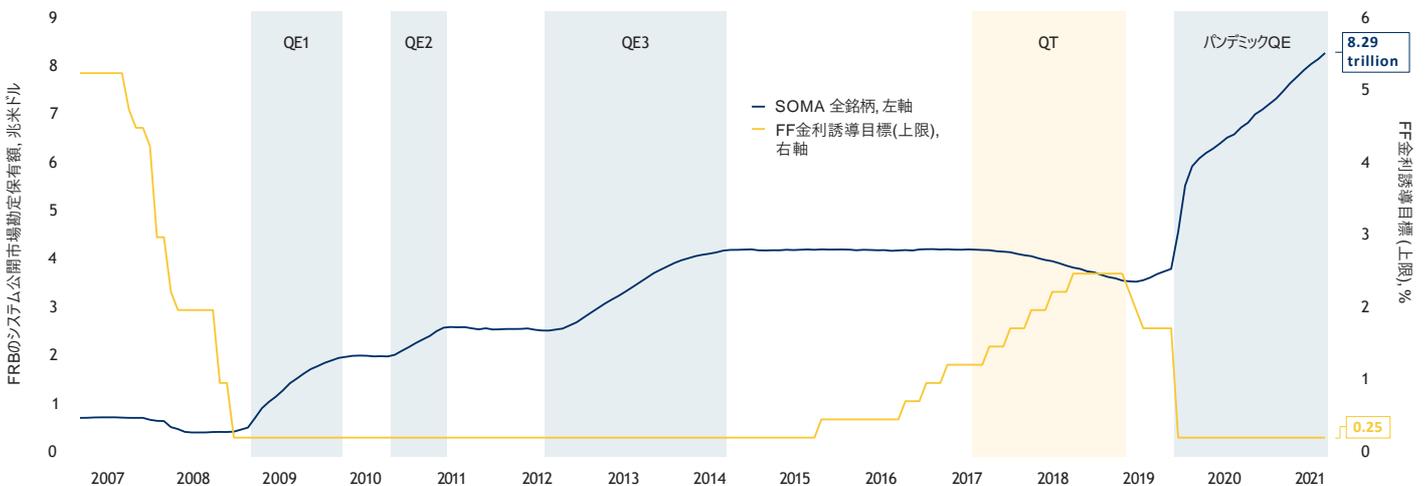
今回も同様の手法が採られるとすれば、FRBはバランスシート縮小計画についての詳細を、3月15日～16日もしくは5月3日～4日の日程で予定されているFOMC会合で発表し、その後

6月14日～15日に予定されている会合で、7月からのQT開始を発表する可能性があるでしょう。

FRBは2017年9月に、四半期毎の利上げを一時中断する格好でQT開始を決定しました。その後は四半期毎のFOMCで25bpsの利上げを実施し、2018年12月に政策金利を2.25-2.50%に引き上げ、これは直近では最後の利上げとなりました。その後2019年3月にQTのペースを減速させることを発表し、2019年7月にはQT終了及び利下げを発表しました。

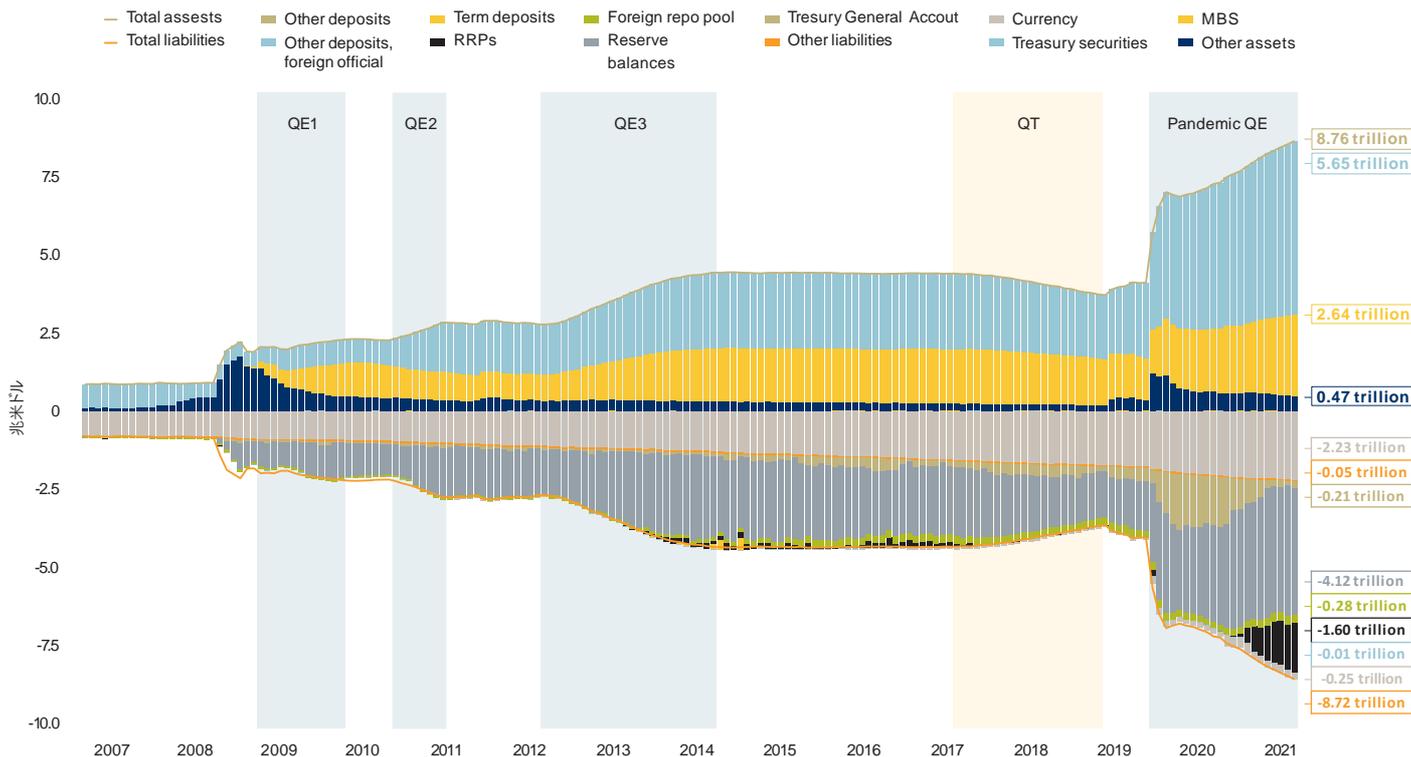
2017年10月から2019年7月の期間で、FRBのシステム公開市場勘定（SOMA）保有額は6,400億米ドル減少しました。これにより、FRBのSOMAポートフォリオは3.6兆米ドルへと、その規模は16%縮小しました。

図1: FRBの証券保有額及びFF金利の推移



注: グレーの網掛け部分は、QEによるFRBのバランスシート拡大期を示し、黄色の網掛け部分は2017年10月から2019年7月のバランスシート縮小もしくはQTを示す  
出所: US Federal Reserve and US Treasury Department; 直近のデータは2022年1月13日

図2: FRBのバランスシート



注: グレーの網掛け部分は、QEによるFRBのバランスシート拡大期を示し、黄色の網掛け部分は2017年10月から2019年7月のバランスシート縮小もしくはQTを示す  
 出所: US Federal Reserve; 直近のデータは2022年1月13日

## バランスシート縮小のペース

FRBがT-bill（短期国債）を保有していなかった2017年とは対照的に、足元のFRBのバランスシートには3,260億米ドル近くのT-billの保有があります。

FRBは2019年後半に、大幅な上昇を見せた短期金利の変動を抑制するため、T-billを購入することで準備預金を増やす方針を発表しました。パンデミックQEが開始されて以降、FRBは純粋にT-billの保有額をロールオーバー（償還後再投資に回すこと）しています。FRBが長期的にT-billのポートフォリオを維持すべく実務上の理由はありませんが、仮にFRBがQTの一環としてこれらの保有額のロールオフ（償還後再投資に回さないこと）を許容すれば、QT開始後の当初数ヶ月間でFRBのバランスシートの急速な縮小につながり（FRBが保有するT-billの90%が今後6ヶ月以内に満期を迎えるため）、短期金利市場ではボラティリティの上昇につながる可能性があります。

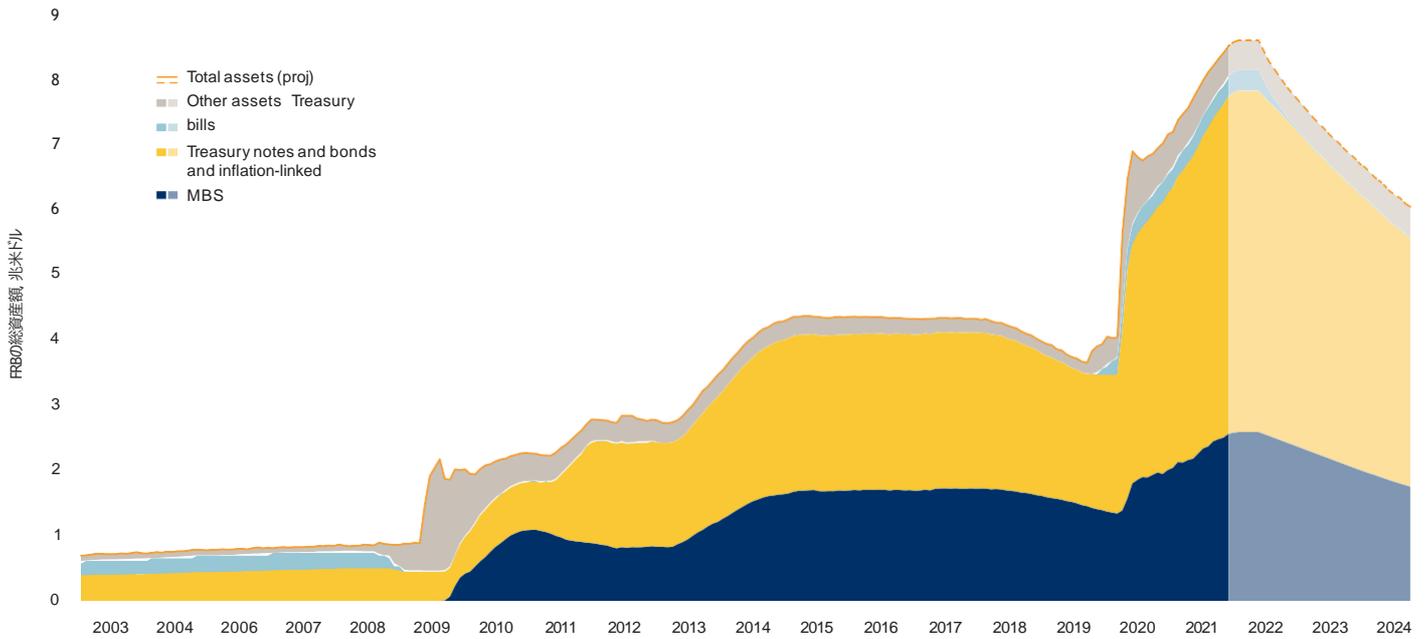
FRBは、T-bill（のロールオフ額）に別途上限を設定する、もしくはロールオーバーを続ける可能性すらあるかもしれません。一方で、広範なQTを開始する以前に、（再投資に回さないことで）T-billのポートフォリオ縮小を開始する可能性もあるとみています。短期的には、FRBがどのようにT-billポートフォリオの縮小を行っていくかが、FRBのバランスシートの規模に大きな影響をもたらすと言えるでしょう。以下の分析では、広範なQTプログラムの一環として、2022年7月から、FRBが再投資に回さずにT-bill保有を縮小させていくことを前提としています。

FRBはバランスシート縮小において予測可能な道筋を立てるために、縮小額に月額上限を設定し、上限を上回る償還元本については再投資に回す可能性が高いとみています。2017年には、FRBは当初米国債及びMBS/エージェンシー債にそれぞれ月額60億米ドル及び40億米ドルの上限を設け、以降3ヶ月毎に同額で上限を引き上げ、ピーク時にはそれぞれの上限を月額300億米ドル及び200億米ドルとしました。

FRBは今回、より速いペースでQTを進めたい意向があるとみられ、（単純化する目的もあって）今年7月に開始される段階で米国債（除くT-bill）及びMBS/エージェンシー債の月額上限をそれぞれ600億米ドル及び300億米ドルとし、その後は上限を引き上げることなく、つまりバランスシートは月間最大900億米ドルのペースで縮小していくことが想定されています。しかし、FRBが前回同様により少ない上限から始め、徐々に上限を引き上げていく可能性もあるでしょう。

実際のバランスシート縮小ペースに関連した主な不確定要素は、リファイナンス需要に左右されるMBSの償還額であり、リファイナンス需要は、元を辿れば住宅ローン金利（つまり米国債利回りカーブ）の変動に左右されます。Bloombergによるモデルを使用すると、2023年末までの（上限を設けない）MBSリファイナンス額は月額300億米ドルから400億米ドルのレンジ内になると予想され、その後2024年には月額300億米ドル未満に減少するとみられます。

図3: FRBの保有資産額のQT予想



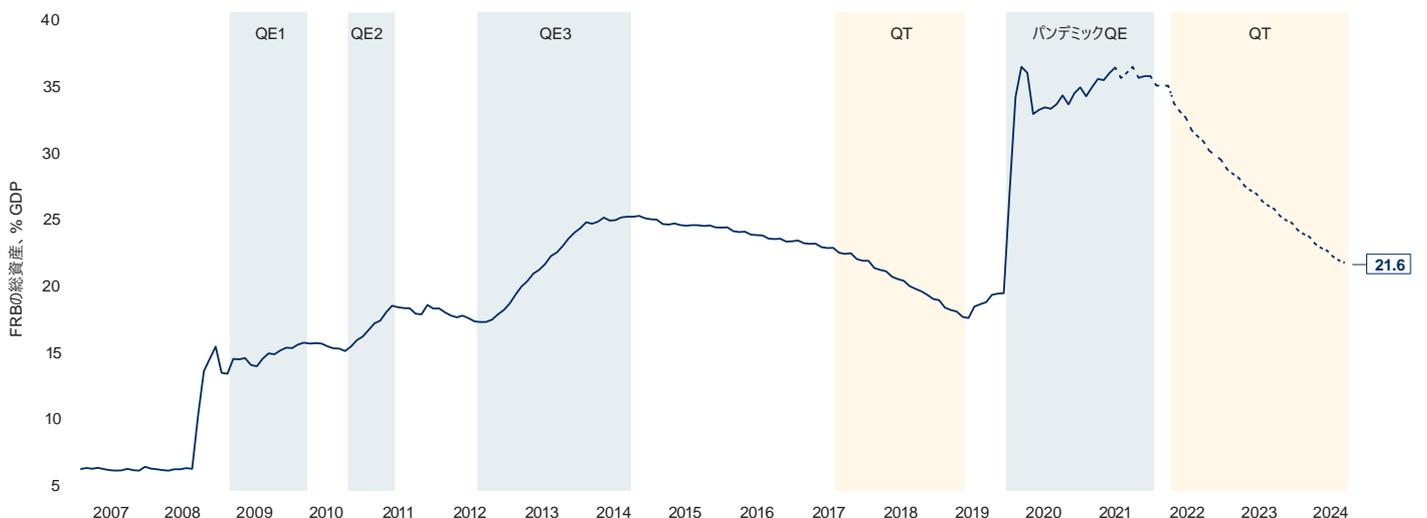
注: 2021年12月から2024年12月はブルーベイの予測に基づく  
 出所: US Federal Reserve及びBlueBayの予測; 直近のデータは2021年12月

### バランスシートの「正常化」

上記に示したQTシナリオでは、2022年7月から12月までの間に、バランスシートが7,750億米ドル（T-billを除けば5,000億米ドル）縮小することになります。仮に米国債（除くT-bill）とMBSの合計月額900億米ドルの上限が維持されれば、バランスシートは2023年に更に1兆米ドル、2024年に更に8,400億米ドル縮小することになります。

これにより、FRBのバランスシート全体で見るとピーク時の8.8兆米ドル（GDPの36%）超から、2024年末には6.2兆米ドル近くまで縮小することになります。これは、FRBのバランスシートが米国のGDP（予想）の22%近辺まで縮小することを意味します。同水準はパンデミック前には約18%、金融危機後のピーク時には約25%で、FRBはパンデミック前の水準に到達するまで、2024年以降もバランスシート縮小を容認する可能性があります。

図4: FRBの総資産、実績値及び予想、対GDP%



注: グレーの網掛け部分は、QEによるFRBのバランスシート拡大期を示し、黄色の網掛け部分は2017年10月から2019年7月のバランスシート縮小もしくはQTを示す  
 出所: US Federal Reserve及びBlueBayの予測; 直近の実績データは2021年12月

FRBが「正常な」バランスシートの規模に特定の目標を設定する可能性は低いとみています。「正常な」バランスシートの規模は、（FRBの言葉を借りれば）「金融政策を効率的かつ効果的に実施するために必要な」準備預金額に左右されるため、時と場合によって変動するためです。2019年後半に、金融機関がFRBに預ける預金が1.5兆米ドル近くに減少した際には、短期金利市場の混乱につながり、金利の急上昇を招きました。このことは、準備預金が少なすぎることを示唆しました。

FRBの資産購入及び売却は、実質的に金融機関がFRBに預ける預金額を左右します。パンデミック前に1.6兆米ドルであった預金額は、足元で4.1兆米ドルとなっています。予測されるFRBの保有証券の縮小ペースでは、銀行の預金額は2024年末に1.5兆米ドル近くまで縮小することになりますが、金融機関が、2021年にわずか10億米ドルから1.6兆米ドル以上に膨れ上がった翌日物リバースレポ・ファシリティの使用を削減する可能性は高いとみられ（図2参照）、金融機関の預金額縮小幅はこれよりも少なくなる可能性があるでしょう。

## QT対利上げ及び利回り曲線

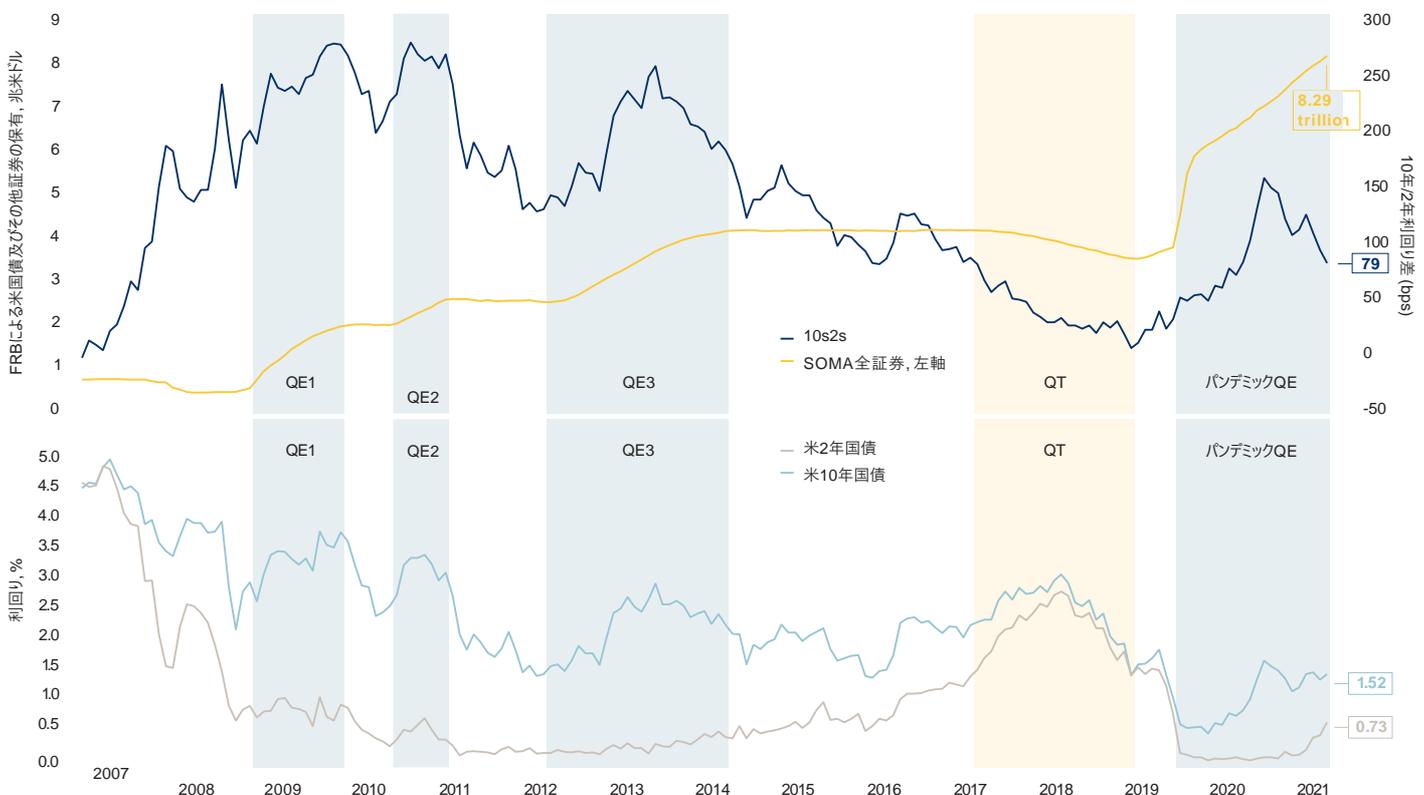
大規模なQEが成長及びインフレにもたらす影響は複雑かつ不確実です。もしQEが長期金利の低下を通じて金融政策の緩和及び広範な金融環境の緩和をもたらすとすれば、バランスシートの

縮小（すなわちQT）は、同程度ではないにせよ、その反対の影響をもたらすでしょう。2021年12月のFOMC議事録では、一部参加者が、QTは金融緩和の解消における利上げへの依存度を弱めることが出来、利回り曲線のフラット化を抑制出来ると認識していることが明らかになりました。しかし一方で、他の参加者は、（政策金利とバランスシート正常化の）政策ミックスがどのように利回り曲線の形状に影響をもたらすかを見極めることは困難であるとの見方を示しました。

過去のQE局面では、FRBの資産購入及び長期的な低金利政策を踏まえ、投資家が将来の力強い成長及びインフレ上昇を期待する中、利回り曲線のベア・スティープ化につながりました。2017年7月に始まったQTの最初の年には、FRBが利上げを続ける中で利回り曲線がベア・フラット化しました。しかし、2019年を通して、グローバル及び米経済見通しの不確実性が増し、投資家がFRBの政策ミスを警戒する中で、利回り曲線がブル・フラット化しました。

2019年7月に発行されたFRBの調査レポート(Substitutability of Monetary Policy Instruments)によれば、FRBのバランスシートをGDPの2%削減することは、成長及びインフレに与える影響という意味で、20bpsのFF金利引き上げと同等の効果があると試算されました。

図5: FRBの保有証券及び米10年債と2年債利回り差



注: グレーの網掛け部分は、QEによるFRBのバランスシート拡大期を示し、黄色の網掛け部分は2017年10月から2019年7月のバランスシート縮小もしくはQTを示す  
SOMAはFRBのシステム公開市場勘定  
出所: US Federal Reserve; 直近の月次データは2021年12月

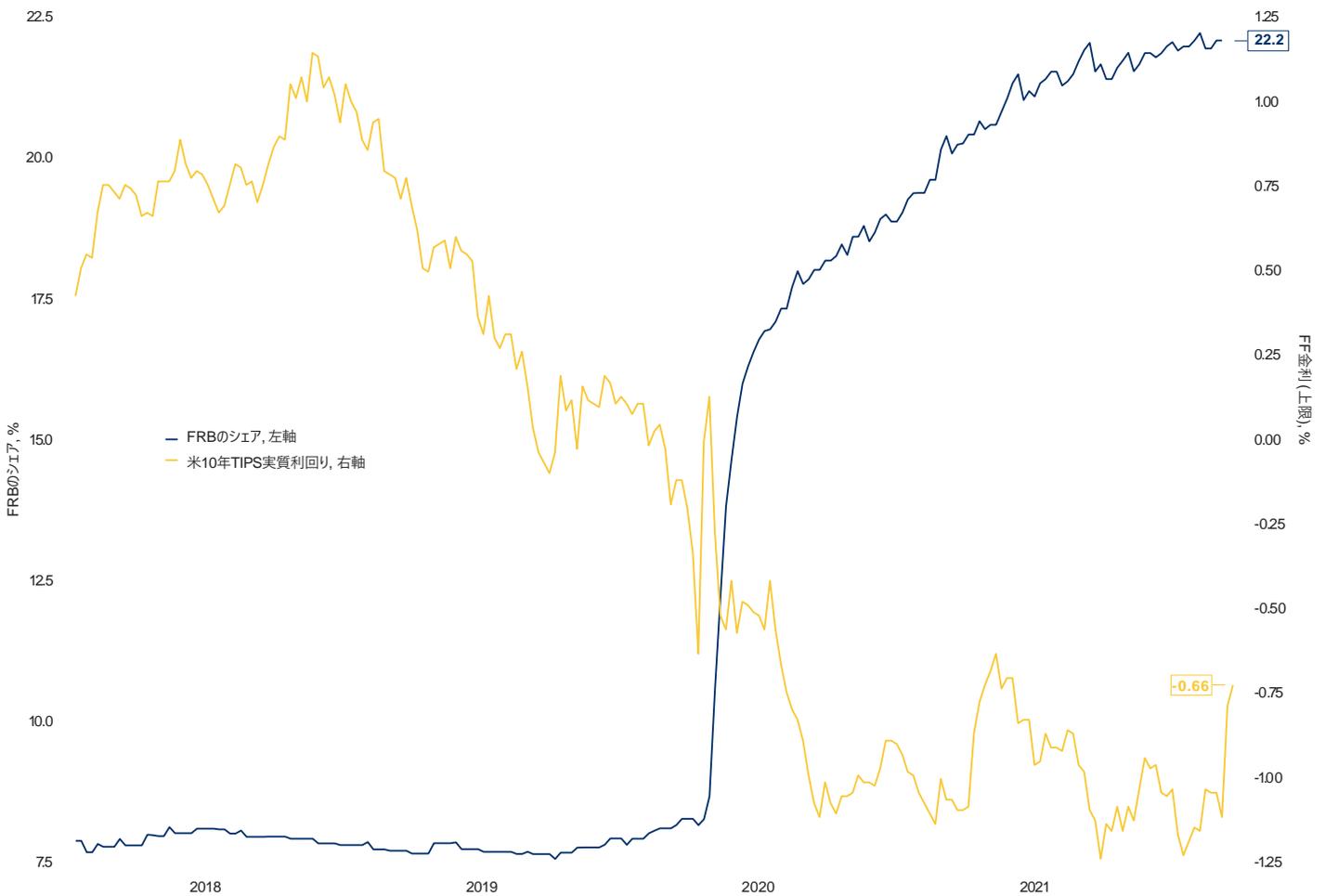
この見解を用いて、前述のQTの道筋におけるシナリオを適用させた場合、（バランスシートが名目ベースで一定とした場合と比較して）2022年末までにバランスシートはGDPの2%ほど縮小することになるため、FF金利が20bps上昇することと「同等」であるということになります。ただし、仮にT-billのランオフ（償還後再投資に回さないこと）によるバランスシート縮小を除けば、2022年中の引き締め幅はFF金利の10bps超の上昇と同等になります。

2023年には、QT（含むT-bill）を実施した場合と、バランスシートを維持した場合との差はGDPの6%に拡大し、FF金利の利上げ幅に置き換えると2023年に60bps、2024年に80bpsの利上げと同等の引き締めがもたらされることとなります。

足元でFRBは発行済みのTIPSのうちの5分の1超を保有しています。パンデミック及びQE前には、FRBのシェアは10%未満でした。TIPS市場は、確立された米国債市場と比べると極めて規模が小さく、流動性も低い市場です。FRBによるTIPS購入、更にインフレ上昇に伴う個人投資家からの需要によって、TIPSの実質利回りは過去最低水準に低下しています。

FRBがTIPSの保有を削減していく中で、実質利回りは名目利回りを上回る上昇を見せる可能性があり、過去のそのような局面を振り返ると、米ドル高や、リスク資産、とりわけハイテク株のようなデフレシヨンの長い成長資産の下落が伴う傾向にありました。

図6: TIPS保有におけるFRBのシェア



出所: US Federal Reserve; US Treasury Department; Bloomberg; 直近のデータは2022年1月18日.

## ディスクレーム

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬（上限）	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬（料率範囲）	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬（料率範囲）	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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き、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■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

コントロールリスク：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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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

