

FRBの金融政策正常化とターム・プレミアム

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川 英治

(一橋大学大学院 経営管理研究科教授)

2008年11月から始まったFRBによる量的緩和（QE）金融政策におけるバランスシート拡大から出口戦略、政策金利引き上げ、そして2017年10月に金融政策正常化計画が始まった。

QE金融政策において、FRBは以下のバランスシート・プログラムを実施した。第一に、長期国債や政府機関債や住宅担保証券MBSの購入プログラムによってマネタリーベースを急増させるというバランスシートの拡大を行った。第二に、FRBは、長期国債を中心に購入することによって資産のポートフォリオの満期構成を長期化することを行った。第三に、FRBが保有していた国債が満期償還を迎えると、再投資することによって満期償還による資産縮小を抑え、量的緩和金融政策を拡大した。これらの措置を実行することによってFRBは、バランスシートを拡大するだけでなく、資産ポートフォリオの満期構成を長期化した。

その結果、2008年12月以降2015年12月まで政策金利（フェデラルファンド（FF）金利）が0%に維持され続けたにもかかわらず、長期金利が徐々に低下していった。図には、10年物米国国債利回り（10Y Treasury Yield）と2年物米国国債利回り（2Y Treasury Yield）と両者の金利差、すなわちターム・プレミアムの動向が示されている。この図を見るといくつか特徴的なことが見いだされる。過去20年間の全体を見渡すと、ターム・プレミアムが二度、マイナスとなった。すなわち、10年物米国国債利回りが2年物米国国債利回りを下回り、長短金利が逆転した。その二度が、ITバブル崩壊直前の2000年と住宅バブル崩壊・世界金融危機の直前の2007年であった。そのため、このターム・プレミアムがマイナスになると、バブルが崩壊するとも言われている。現在のターム・プレミアムがゼロ近傍に達しつつあることから、危機を警戒する向きもある。

2008年12月から金融政策正常化計画が始まる以前の2017年9月までの国債利回り（10Y Treasury Yield）とターム・プレミアムの動向は以下の通りであった。2年物国債利回りは低位に安定していた一方、10年物国債利回りは低下傾向にあった。そのため、ターム・プレミアムも低下傾向にあった。それが長期金利を低下させるという金融政策の目的でもあった。利回り曲線で言えば、QE金融政策の実施期間に、利回り曲線の長期金利の方が下方にシフトするとともにその傾きが緩くなった。

FRBは、金融政策正常化計画の資産圧縮プログラムに従って、国債を60億ドル/月の縮小から開始し、12か月にわたって3か月毎に段階的に60億ドル/月ずつ縮小額を300億ドル/月に達するまで増加する。同時に、MBSを40億ドル/月の縮小から開始し、12か月にわたって3か月毎に段階的に40億ドル/月ずつ縮小額を200億ドル/月に達するまで増加する。

もう一度、資産圧縮プログラムが始まった2017年10月から2018年9月までの動向に注目して、図を見てみると、以下のことが見いだされる。オーバーナイト物である政策金利が1.25%から2.00%へ0.75%ポイントしか引き上げられなかったにもかかわらず、2年物国債利回りは1.5%から2.8%へ1.3%ポイントも上昇した。10年物国債利回りは2.3%から3.0%へ0.7%ポイントしか上昇しなかった。そのため、ターム・プレミアムは0.8%から0.2%へ0.6%ポイントも低下した。すなわち、利回り曲線で言えば、2017年10月に比較して、2018年9月には、利回り曲線

が上方にシフトするとともにその傾きが緩くなり、平らに近い状況になってきた。

もしFRBがQEのバランスシート・プログラムにおいて実施した措置とまったく反対方向に対称的に資産圧縮プログラムを実施したならば、すなわち、QE金融政策で購入した長期債を中心に売って、資産縮小を行うならば、利回り曲線が上方にシフトするとともに、その傾きが急傾斜となり、長短利回りが上昇するとともにターム・プレミアムが上昇することが予想される。しかし、実際には、ターム・プレミアムが低下しつつある。

資産縮小の中でターム・プレミアムが縮小するという現象をどのように説明することができるだろうか。もし短期金利上昇の期待が支配的であれば、短期金利に比較して長期金利が高めとなり、ターム・プレミアムが上昇するはずである。実際には、短期金利上昇の期待が弱くなっているという理由で説明することができるかもしれない。すなわち、金利引上げが継続しないであろうという期待が支配しているのかもしれない。しかし、現在の米国経済が堅調であることを見れば、この蓋然性は高くないであろう。

「もしFRBがQEのバランスシート・プログラムにおいて実施した措置とまったく反対方向に対称的に資産圧縮プログラムを実施したならば」という仮定が間違っているかもしれない。もしFRBがQE金融政策で長期化した資産ポートフォリオを引き続き維持しているのであれば、換言すれば、売却している国債は長期国債ではなく短期国債であるならば、あるいは、償還を迎えた満期が残り少なくなった国債が資産圧縮プログラムの予定減少額を超過した分に対して、長期国債を購入することで対応しているならば、長期国債の金利があまり上昇せずに、短期国債の金利が上昇することになるであろう。もしそうであれば、現時点のターム・プレミアムの低下は、この20年間に起きた長短金利の逆転とは意味合いが異なり、長期金利の上昇を抑制しながら金融政策正常化によって起こっていると言える。

図：米国国債(2年物と10年物)利回りと利回り差



(備考) Datastream