

FRBのバランスシート縮小について

伊豆 久

はじめに

FRBが、バランスシート（BS）の削減に着手してから一年半が過ぎた。BSはピーク時の九・〇兆ドル（二〇二二年六月）から七・七兆ドル（二四年一月）へと着実に縮小している。しかしここに来て、FRBは削減のペースを緩めるのではないかとの見方が浮上している。背景にあるのは、RRPという負債項目の減少ペースが速く、それがレポ市場に混乱を招くのではないかとの懸念である。一九年九月に突然レポ金利が急騰したことも記憶に新しい。FRB自身、削減ペースの緩和について議論を開始したことを明らかにしている。⁽¹⁾ただし、中央銀行のBS削減と負債項目の関係はテクニカルで理解しづらい面がある。そのメカニズム、仕組みを基本に立ち返って整理してみたい。

1 バランスシートの縮小と負債項目

FRBは、保有債券の満期到来分の一部について再投資を行わないという方法で、二〇二二年六月からバランスシートの縮小を進めている（図表1）。MBS（政府機関保証付きの住宅ローン担保証券）については、残存期間と金利動向の影響で計画の半分ほどのペースであるが、国債についてはほぼ計画通り削減が進んでいる。⁽²⁾

その結果、FRBの資産は、図表3が示すように、（昨年春の地銀破綻に伴う一時的な資金供給増があったも

図表1 保有債券削減の計画と実績

	2022年6月～22年8月		2022年9月～	
	計画	実績	計画	実績(23年12月まで)
国債	300	250	600	589
政府機関債	175	0	350	0
MBS		-6		173
合計	475	244	950	762

(注) 億ドル。計画は月間削減額の上限、実績は削減額の月平均。

(出所) 計画はFRB, "Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet," May 4, 2022より、実績はFRB, H. 4. 1より作成。

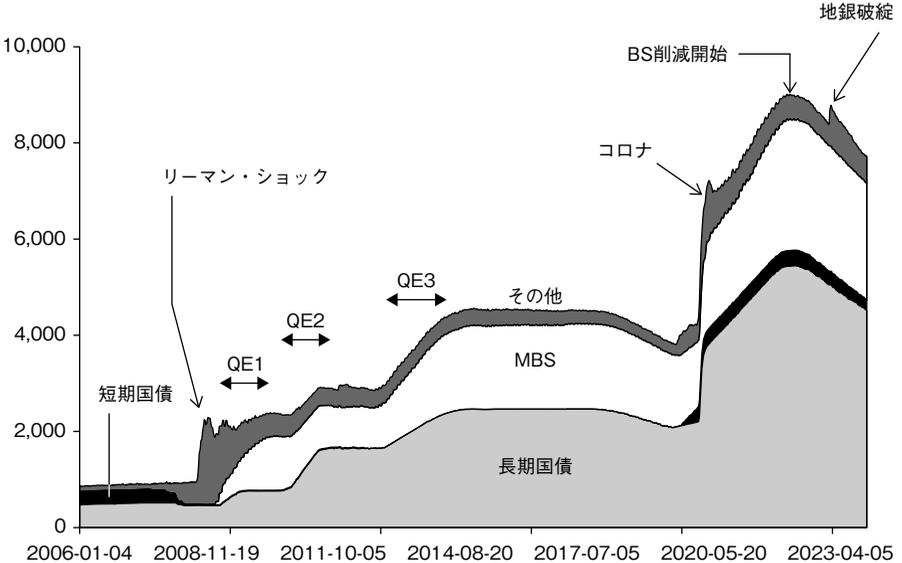
図表2 保有債券の残存期間分布

	-15日	16日-90日	91日-1年	1年-5年	5年-10年	10年-	合計
国債	672	3,311	8,336	20,832	10,266	14,291	57,708
政府機関債	0	0	0	0	21	2	23
MBS	0	0	1	20	610	26,444	27,074

(注) 億ドル。2022年6月1日時点。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表3 FRBの資産(積み上げ)



(注) 10億ドル。2006年1月4日～24年1月17日、週次。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

の) 着実に減少しており、そのスピードは前回のBS削減時(一七年一〇月—一九年七月)よりも速い。ただ負債の側を見ると、その項目ごとの減少は一様でなくむしろバラバラである(図表4)。図表4を直近五年間について拡大したのが図表5であるが、これを見ると、今回のBS縮小開始からの変化を二つの時期に区分できることがわかる。削減開始の二二年六月から二三年五月までを第一期、それ以降二三年一二月までを第二期とすると、主な変化は、

第一期(二二年六月—二三年五月)・・政府預金のみが減少(準備預金とRRPは変わらず)
第二期(二三年六月—二三年一二月)・・RRPが大きく減少(準備預金と政府預金は増加)

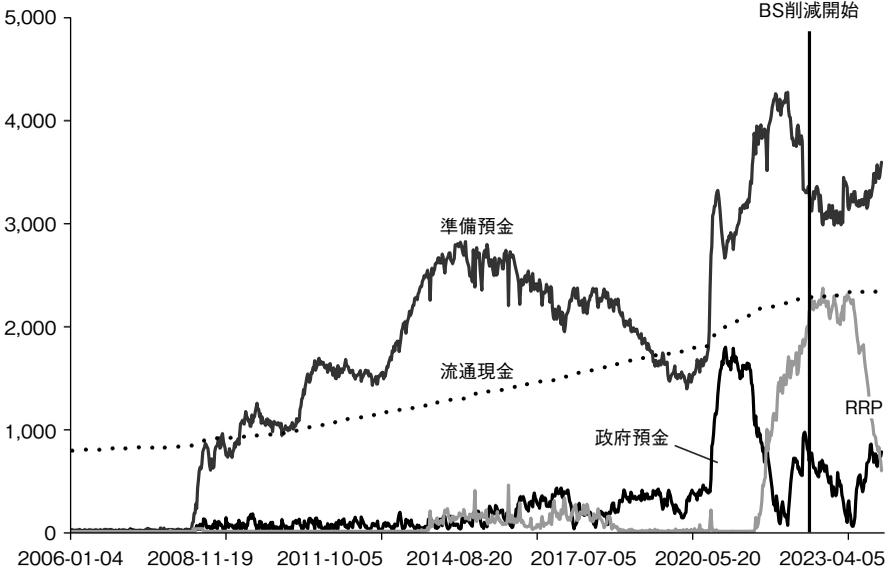
となる。通常であれば、中央銀行のBSにおける主な負債項目は準備預金であるため、資産を削減するとそれに応じて準備預金が減少することになる。ところが、ここ数年、FRBの負債ではRRP(=MMFとの翌日物り)が減少しない(どころか微増している)一方で、RRPが大きく減少している。また政府預金の変動も大きい。これらをどう解釈するかが問題となつているのである。

2 政府預金・RRP・国債発行

では、そもそも中央銀行の資産の削減はどのようなメカニズムで負債項目を縮小させるのか、基本に立ち返って確認してみよう。⁽⁴⁾

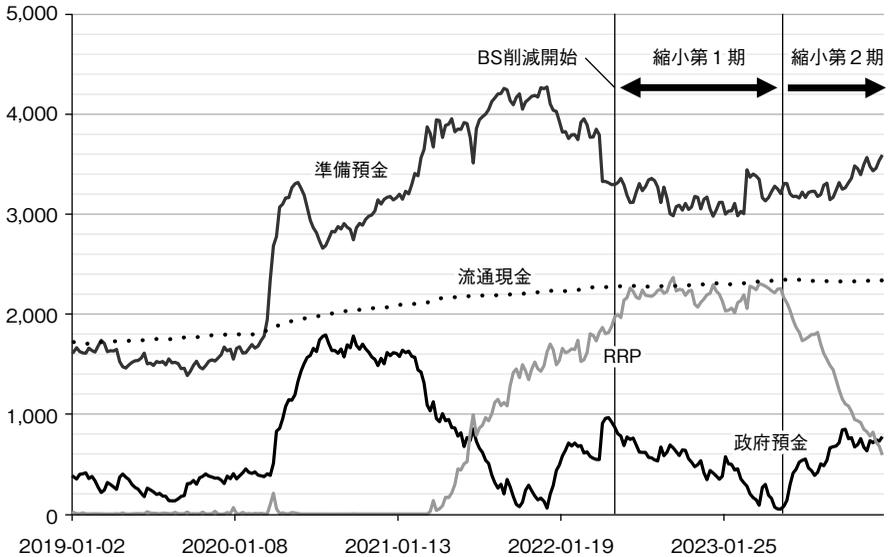
FRBが満期の到来した国債一〇〇を再投資しなかったとしよう。一〇〇は財政資金(政府預金)から償還されるため、FRBのBS上、資産側の国債が一〇〇減少し、負債側の政府預金が一〇〇減少することになる。

図表4 FRBの負債（項目別）



(注) 図表3に同じ。ただし、作図の関係上「その他の負債」を表示していない。
 (出所) 図表3に同じ。

図表5 FRBの負債（項目別、2019年～）



(注) 図表4に同じ。ただし、2019年1月2日～24年1月17日。
 (出所) 図表3に同じ。

しかし中銀の負債項目の変化はこれだけではない。政府預金は、財政収支（公共支出や納税など）や国債の発行・償還に伴う受け払いによっても大きく変化する。そして財政資金の動きは、民間のFRB預金（＝準備預金＋RRP）も左右することになる（変化の小さい現金については本稿では触れない）。つまり、①財政支出（例えば公共投資）は政府預金を減少、民間のFRB預金を増加させ、②財政収入（例えば納税）は民間のFRB預金を減少、政府預金を増加させる。そして、③国債の純発行（発行額－償還額）は、民間から資金を吸収するため、民間のFRB預金を減少させ、政府預金を増加させるのである。

以上を踏まえて、改めてFRBのBSを見てみよう。

まず、第一期（二二年六月―二三年五月）の資産の減少額は約五千億ドルであったが、政府預金はそれよりも大きく七千億ドル減少している。この期間には、国債純発行額が小さく（一兆ドル）、財政赤字分をカバーできなかったため、その分も政府預金が減少しているのである。

この間の国債発行が少なかったのは、政府債務が二三年一月に法定の上限（三二・四兆ドル）に達したため、その後、新たな国債発行が困難だったためである。図表6で最近の国債発行残高（＝純発行の推移）を見ると、①コロナ禍に見舞われた二〇年春に短期国債が大量に発行され、その後長期債で借り換えられていること、②それ以降二三年夏までは長短期いずれの国債も（超長期債の微増を除けば）残高が伸びていないことがわかる。二二年半ばから二三年半ばまで国債発行は抑制されていたのである。そこでその期間、政府は、積み上げていた政府預金の取り崩しで、国債の償還その他の必要な財政支出を賄っていたのである。

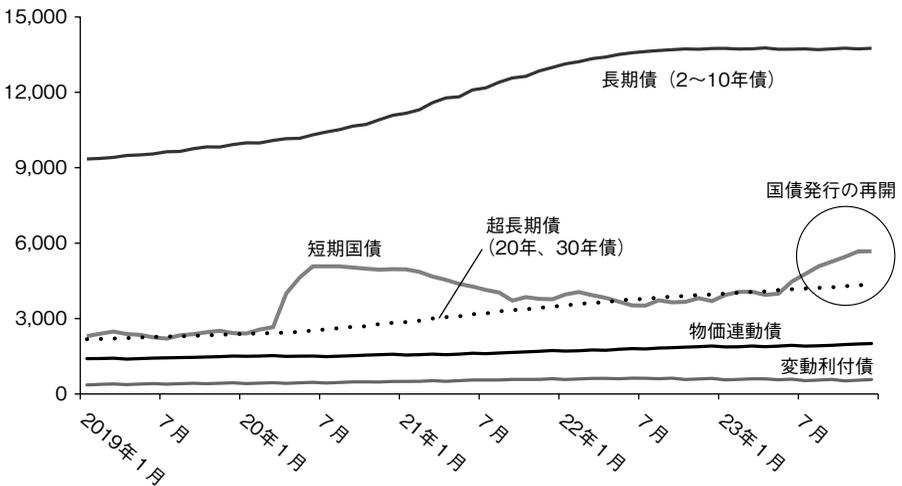
しかし第二期（二三年六月―十二月）になると、FRBの資産は七千億ドル減少しているが、政府預金は逆に六千億ドル増加しており、対照的にRRPが一・三兆ドルも減少している（図表5）。この変化をもたらした最

大の要因は、国債発行の再開である。六月初めに政府の債務上限規制を二五年一月まで停止する法律（財政責任法）が成立したことを受け、昨年下半年の国債の純発行は一・五兆ドルに達しており（図表6）、同期間の財政収支赤字一兆ドルを大きく上回った。国債発行額のうち、国債償還額や財政赤字を超える部分は政府預金として積み上げられ、それが六千億ドルだったのである。

では、この第二期に、RRPが大幅に減少したのはなぜだろうか。RRPとは実態としてはMMFのFRB預金であるが、それが急減した理由も（短期）国債の発行再開にある。

図表7は、MMFの過半を占める「ガバメントMMF」の資産構成を示したものであるが、これを見ると、昨年六月からすなわち上記の第二期の始まりから短期国債投資が増え、その分RRPが減少していることがわかる。今回とは逆に、短期国債の残高が減少した二一年夏（図表6）には、MMFの資産構成においても短期国債が減少しRRPが増加している。このように、両者はMMFの投資先とし

図表6 国債発行残高



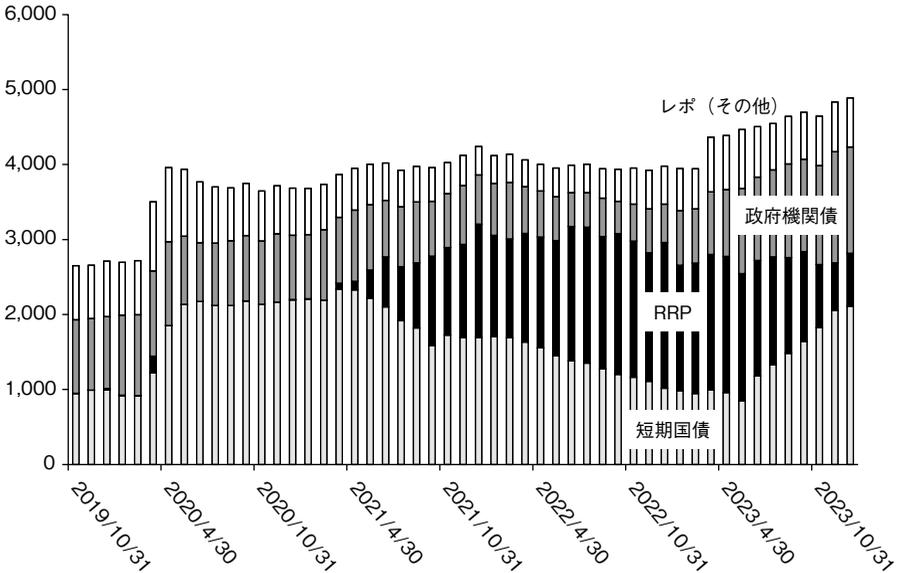
(注) 10億ドル。2019年1月-23年12月、月末。市場性国債の公衆保有分。

(出所) US Department of the Treasury (Bureau of the Fiscal Service), "US Treasury Monthly Statement of the Public Debt"より作成。

て代替的な関係にあるのである。その理由は短期国債の発行状況が短期市場金利に大きな影響を与えるからである。すなわち、短期国債の発行が増えると供給増によって短期国債価格が下落する（利回りが上昇）。また、国債の増発は、債券デューラーの資金調達ニーズを高めることにもなり、その主な資金調達先であるレポの利回りに上方圧力を加える。他方、RRPのレートは政策金利の一つとして低位に固定されている。したがって、短期国債の増発は、その利回りやレポ・レートを上昇させ、MMFはRRPからそれらに資金を移動させることになるのである。

そして、前述のように二三年六月から、債務上限ルールが停止されたため短期国債の発行が急増すると（図表6）、それを受けて、MMFはそれまでRRPとしてFRBに預けていた資金を再び短期国債投資に振り向けたのである。

図表7 ガバメントMMFの資産構成



(注) 10億ドル。2019年10月～23年12月、月末。

(出所) Investment Company Institute, "Monthly Taxable Money Market Fund Portfolio Summary," various issues, table 1より作成。

3 RRPの減少とBS縮小スピードの緩和

このように見てくると、今年初め頃から市場関係者の中で浮上した、△BSの削減がRRPの急速な減少をもたらし、それがゼロに近づいた段階で、FRBは縮小策を見直すのではないかとVとの見方には、いくつかの点で補足説明が必要であるように思われる。RRPの縮小をもたらし最大要因は、BSの削減ではなく、(債務上限問題の停止を受けた)短期国債発行の急増である。MMF資金全体は、図表7が示すように増加傾向であり、レポ市場に提供可能な(潜在的)資金は極めて潤沢であると言ってよいであろう。

もちろん、財務省の国債発行政策に大きな変化がなく、RRPがゼロに近づくと仮定した場合、今後のBSの縮小は準備預金を減少させることになる。FRB保有国債が償還され、それに伴う政府預金の減少を国債発行によつて賄えば、その金額だけ民間資金が吸収されるからである。しかし、政府預金は足元八千億ドルと高水準にある。つまり、財務省からすると短期国債のさらなる増発ニーズは必ずしも高くない。

準備預金を見ると、この間むしろ増加傾向にあり、長期的なトレンドから見ても(例えば、GDPと比較的安定的な関係にある流通現金との比較で見ても)、その水準は極めて高い。このように、政府預金や準備預金の現在の規模に着目すれば、現時点でFRBのBS削減ペースを緩和する必要性は高くないように見える。△これまでのBS削減によつて市場や金融機関の流動性が急減しているVといった状況にはないのである。

しかし他方で、こうした△総額Vで見た準備預金等の流動性の大きさと、個別金融機関の流動性の状況やその時々の資金調達の難易度、市場におけるパニック的な資金逼迫の発生可能性は区別されるべきである。例えば、留意されるべき点として、まず、準備預金の金融機関ごとの偏りがある。昨年春の連鎖的な地銀破綻前後には、中小銀行から大手銀行への大規模な預金の移動が生じた。そうした業態や個別金融機関ごとの流動性状況は総額

レベルでの準備預金額からは見ることができない。次に、補完的レバレッジ規制やMMFへの規制強化などリーマン・ショック後に導入された金融規制が、金融機関のBS拡大に制約を課し、裁定取引の柔軟性を阻害している点も見逃すことができない。さらには、準備預金金額としては巨額であるものの、それが急速に減少するとなれば、余剰準備に慣れた市場にどのようなインパクトを与えることになるのか、FRBとしても予測しづらい点があるのではないかと思われる。⁽⁷⁾

前回のBS削減時の推移も、FRBの判断に大きな影響を与えているであろう。

前回は、二〇一七年一〇月から一九年七月までBSの削減が実施されたが、停止に至るプロセスは順調とは言えなかった。FRBは一九年三月、米中貿易摩擦等による景気低迷懸念を背景に、削減ペースを五月から半分に落とし九月には削減を停止すると発表したのであるが、七月に急遽二ヶ月前倒しして削減を停止することになった。しかもその二ヶ月後の九月にレポ金利の急騰が発生し市場は混乱したのである。⁽⁸⁾ FRBは余剰準備下での短期金利コントロールの難しさを痛感したのではないだろうか。

FRBが、昨年末からBS削減ペースの緩和について検討を始めたのは、これらを背景に慎重な姿勢を示したものであると思われる。

おわりに

そしてもう一つの論点が、SRF (Standing Repo Facility) の機能をどう見るかである。SRFは、上述のレポ・レート急騰への反省から二一年七月に導入された、FRBのバックストップ的な資金供給手段である。⁽⁹⁾ これにより、市場は無条件で資金調達可能であるため、理屈上それを超えてレポ・レートが上昇するとは考えにく

い。

にもかかわらず削減ペースを減速するとなれば、まだ実際に利用されたことのないSRRFの機能にFRBが十分な自信をもっていないということなのかもしれない。

また、FRBは今年金利の引き下げに転じると見込まれているが、物価の状況等を見ながら引き下げの実施あるいは延期と（金融緩和の効果をもつ）削減ペース減速の組み合わせが様々に検討されることになる可能性もあるだろう。

注

- (1) ①昨年一二月のFOMCでは、「数名の参加者が、BS縮小のペースを緩和する決定を左右するテクニカルな要因について議論を始めることが適当と提案」している (Minutes of the Federal Open Market Committee, December 12-13, 2023, p. 8)。②また、ダラス連銀総裁は一月の講演で以下のように述べた。「RRPが急速に減少しており、私は、FRBの資産削減ペース緩和の決定を左右する指標について検討するべきだと思う。私の個人的な意見であるが、RRPが低水準に近づいている状況下で我々はBS削減のペースを緩和すべきであろう。BSの正常化にかける時間をさらに長くすることは、資金の再分配をスムーズにし、早期の正常化停止の可能性を小さくし、結局は、より効率的なBSへの到達にプラスとなるだろう」(Lorie K. Logan, "Opening remarks at panel on Market Monitoring and the Implementation of Monetary Policy," January 06, 2024)。ダラス連銀総裁がかつてニューヨーク連銀においてオベの担当責任者(SOMAマネジャー)や副総裁を務めていたことも、この発言への注目度を高めることになった。③そして、今年一月のFOMC後の会見でBSの削減ペースについて質問されたパウエル議長は、今回の委員会

でも多少議論しているが、次の三月の委員会で深く議論する予定である旨答えている (FRB, "Transcript of Chair Powell's Press Conference," January 31, 2024, pp. 19-20)。三月に削減ペースの緩和 (の予定) が示される可能性が高まっていると見られる。

- (2) 国債以外の削減が進んでいないのは以下の理由による。政府機関債については、FRB保有分の残存期間がすべて五年以上のためである (そもそもFRBの保有する政府機関債の金額は非常に小さい)。MBSについてもほとんどの満期は一〇年以上先である (図表2)。ただし、住宅ローンの場合、金利が低下すると借り手はローンを借り換えて期限前に返済することがあり、そうなるとMBSも早期に償還されることになる。しかしこの間、FRBの金利引き上げに伴い住宅ローン金利も上昇が続き、期限前償還は進んでいない。FRB保有MBSの削減が計画の半分程度にとどまっているのはそのためである。

- (3) RRPについては、拙稿「FRB・RRP・MMF—資金余剰下の金利引き上げ—」『証券経済研究』第一二四号、二〇二三年一二月参照。

- (4) FRBのバランスシート縮小と準備預金、RRPの関係については、FRB自身による平易な解説がある。①Marco Cipriani, James Clouse, Lorie Logan, Antoine Martin, and Will Riordan, "The Fed's Balance Sheet Runoff and the ON RRP Facility," Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, April 11, 2022. ②Deborah Leonard, Antoine Martin, Simon M. Potter, and Brett Rose, "How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet: The Case of Mortgage-Backed Securities," Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics* (blog), July 11, 2017.

- (5) 資産総額が債券保有額ほど減っていないのは、一三年三月の地銀破綻への対応として、公定歩合貸出等が増加したた

めである。地銀破綻に対する対応については、拙稿「シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー—預金・MMF・FRB—」本誌二〇二三年四月号参照。

- (6) ガバメントMMFとは、その資金の九九・五%以上を、現金、国債、政府機関債およびそれらを担保とするレポで運用することを義務づけられているMMFで、昨年末時点の残高は四・九兆ドルとMMF全体の八三%を占める。MMFには他に、民間債務への投資が認められたプライムMMF（同〇・九兆ドル）、免税地方債に投資する免税MMF（同〇・一兆ドル）がある。

- (7) FRBは、今回のBSの削減を開始した際に、BSの削減は、「準備預金が余剰準備体制と両立可能な水準を若干上回る額に達した時」に停止するつもりをあらかじめ明らかにしているが（FRB, "Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet," May 4, 2022）、それが具体的にいくらなのかは示されていない。本文に挙げた問題等を考えれば、それを事前に示すことは不可能なのではないかと思われる。余剰準備体制の下での適切な準備預金額を検討したFRBの文献には、①Adam Copeland, Darrell Duffie, and Yilin Yang, "Reserves Were Not So Ample After All," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 974, July 2021; ②Gara Afonso, Gabriele La Spada and John C. Williams, "Measuring the Ampleness of Reserves," *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, October 5, 2022; ③Gara Afonso, Darrell Duffie, Lorenzo Rigon, and Hyun Song Shin, "How Abundant Are Reserves? Evidence from the Wholesale Payment System," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1040, November 2022; ④Haubrich, Joseph, "Federal Reserve Balance-Sheet Policy in an Ample Reserves Framework: An Inventory Approach," Working Paper, no. 23-25, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2023年12月29日。

(8) 二〇一九年九月の短期金利の急騰については、拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」本誌二〇一九年一二月号参照。

(9) SRFが通常のレポ・オペと異なるのは、①スタンディング形式であること、つまり実施のタイミングや金額はFRBではなく金融機関の申し出で決まり、FRBはそれに受動的に応じるものであること（上限は総額で五千億ドル）、②適格取引参加者として、プライマリー・ディーラー（現在二四社）に加えて銀行（二六社）が認められていること、にある。また窓口貸出（公定歩合貸出）と異なるのは、①取引参加者が銀行に限定されず、②貸出ではなくレポ取引であること、③最低金利は設定されているものの、入札形式をとっていること、にある。そして最低金利は、FFレト誘導目標の上限（現在五・五％）に設定されているため、通常時にはSRFを利用する者はいない（実際、手続きの確認を目的としたごく少額の取引を除くと実質的な取引は行われたことがないと見られる）。しかし何らかの事情で市場金利に強い上昇圧力がかかった場合、金融機関はSRFで資金調達可能であるため、金利の急騰は未然に防がれるはずである。SRFについては、拙稿「SRF導入の背景―FRBと国債市場―」本誌二〇二二年一二月参照。

（い）ず ひさし・客員研究員