



## 市川レポート

## 実は早急に進めることが難しいFRBのバランスシート縮小

- 市場の関心は利上げからバランスシート縮小へ、今回いくつかの想定のもと、シミュレーションを実施。
- 縮小開始は6月を想定、縮小ペースはFOMC内での議論に基づき前回より速いペースを想定する。
- ただバランスシート縮小は、急ぐと前回のようにFF金利上昇の恐れがあり、時間をかけざるを得ない。

## 市場の関心は利上げからバランスシート縮小へ、今回いくつかの想定のもと、シミュレーションを実施

米金融政策の正常化に関する市場の関心は、利上げからバランスシート縮小に移行しつつあるように思われます。利上げについては、すでに複数の米連邦準備制度理事会（FRB）高官が開始時期やペースに言及していることから、フェデラルファンド（FF）金利先物市場では、3月に最初の利上げが実施された後、来年までに約8回の利上げ（利上げ幅は0.25%）が行われるとの見方が織り込み済みです。

一方、バランスシート縮小については、具体的な時期やペースに関する発言が、一部のFRB高官にはみられますが、まだ、FRBとしての明確なメッセージは発信されていない状況です。こうしたなか、市場では、バランスシート縮小は年央頃に開始されるとの予想が増えつつあります。そこで以下、バランスシート縮小について、いくつかの想定を行い、シミュレーションを実施します。

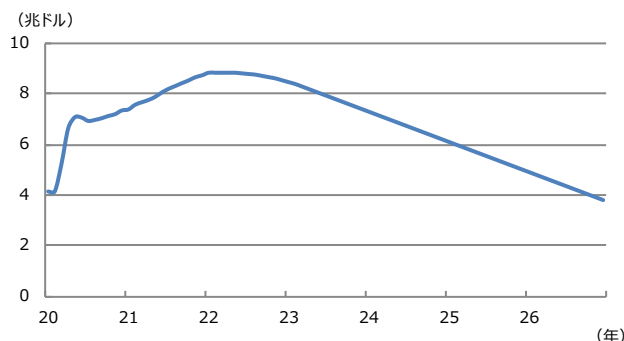
【図表1：再投資を行わずに償還する毎月の上限額】

	前回の基本方針		今回の想定	
	財務省証券	MBS	財務省証券	MBS
当初	60億ドル	40億ドル	150億ドル	100億ドル
3か月後	120億ドル	80億ドル	300億ドル	200億ドル
6か月後	180億ドル	120億ドル	450億ドル	300億ドル
9か月後	240億ドル	240億ドル	600億ドル	400億ドル
1年後以降	300億ドル	200億ドル	9か月以降同額。	

(注) MBSは住宅ローン担保証券。前回の基本方針はFRBが2017年6月14日に公表。今回の想定は2022年2月14日時点の三井住友DSアセットマネジメントによる想定。

(出所) FRBの資料、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：予想されるFRBのバランスシート変化】



(注) データは2020年1月から2022年1月までが実績、2022年2月から5月までは1月の水準が続くと想定し、2022年6月から2026年12月までは図表1の今回の想定に基づく。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## 縮小開始は6月を想定、縮小ペースはFOMC内での議論に基づき前回より速いペースを想定する

前回のバランスシート縮小は、2017年10月から2019年10月まで実施されました。バランスシート縮小の基本方針は、2017年6月に公表されていたため、同年10月実施の際、市場に大きな混乱はみられませんでした。基本方針では、財務省証券と住宅ローン担保証券（MBS）について、再投資を行わない金額（バランスシート縮小額）の上限を設定し、3カ月ごとに引き上げる内容が示されました（図表1）。

なお、2022年1月に公表された、2021年12月分の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨では、多くの参加者がバランスシート縮小の適切なペースは前回の正常化時より速くなるだろうと判断していたため、今回は、前回よりもバランスシート縮小の上限額を大きく設定します（図表1）。これに基づくと、2022年6月からバランスシート縮小が開始された場合、FRBのバランスシートは図表2のように推移することになります。

## ただバランスシート縮小は、急ぐと前回のようにFF金利上昇の恐れがあり、時間をかけざるを得ない

FRBのバランスシート規模は、2020年3月に量的緩和政策を再開する前、約4.2兆ドルでしたが、シミュレーションによると、この水準に戻るのには4年2カ月後の2026年8月となります。この時期を短縮するには、バランスシート縮小の上限額引き上げや、FRBによる保有資産の売却という方法がありますが、実は、バランスシートの早急な縮小は、かなり難しいといえます。

1月31日付レポートで解説した通り、バランスシート縮小が進むと準備預金が減少します。前回の縮小局面では、準備預金が急減し、短期金融市場に資金を出し渋る金融機関が増え、FF金利が急騰する場面もみられました。その結果、FRBは2019年9月にバランスシート縮小を終了し、翌月から短期国債の購入を再開しました。そのため、少なくとも現時点では、急速なバランスシート縮小への警戒は不要と考えます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会