

# エコノミストコラム

ECONOMIST COLUMN

## ウォーシュ次期FRB議長の下でのQT再開のシナリオ

エコノミスト 枝村 嘉仁

### ウォーシュ次期FRB議長候補のBS縮小論

トランプ大統領が、ケビン・ウォーシュ氏を次期FRB議長に指名しました。ウォーシュ氏はかねてから、FRBの肥大化したバランスシート(BS)が政府の財政拡張を支え、インフレを引き起こしたとして、BS縮小の必要性を強く訴えてきました。かかる中、ウォーシュ次期FRB議長の下でQT(量的引き締め)が再開するかが注視されます。

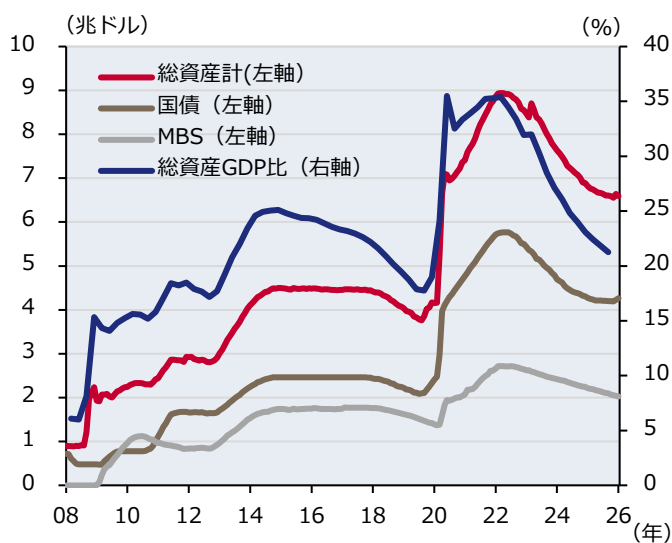
ウォーシュ氏が次期議長に就任した際に予想されるBS縮小のシナリオとして、3つ考えられます。①現行の枠組み(フロアシステム)を維持したままQTを再開するシナリオ、②現行の枠組みから世界金融危機(GFC)以前の枠組み(コリドーシステム)に回帰するシナリオ、③規制緩和などにより銀行の準備金需要を押し下げ、QTを再開するシナリオの3つです。結論から述べると、筆者はこのうち③のシナリオが、最も蓋然性の高いシナリオだと考えます。

### FRBの準備金は既に「十分(ample)」

FRBは、QTを進めるにあたって、準備金が「潤沢(abundant)」な状態から「十分(ample)」な状態へ円滑に移行するよう、準備金が「十分(ample)」をやや上回る段階で、QTのペースを減速し停止する方針を示してきました。準備金が薄くなり過ぎると、短期金融市場が需給ショックに敏感になり、短期金利が上振れしやすくなるためです。こうした中、FRBはQTを2025年12月に終了しましたが、このQTを単純に再開することは可能でしょうか(図表1)。

昨年7月時点では、ウォラーFRB理事は、FRBのバランスシートは5.8兆ドルまで縮小が可能との見方を示しました。直近1月のFRBの総資産を0.7兆ドル以上下回る水準です。実際に、NY連銀が公表する「準備金需要の弾力性(RDE)」をみると、直近1月においてもゼロ近傍で推移しており、公表元は準備金は依然として「潤沢(abundant)」であるとしています(図表2)。もっとも、FRBは、総合的に判断するとRDEは今(次ページに続く)

図表1:FRBのバランスシート規模



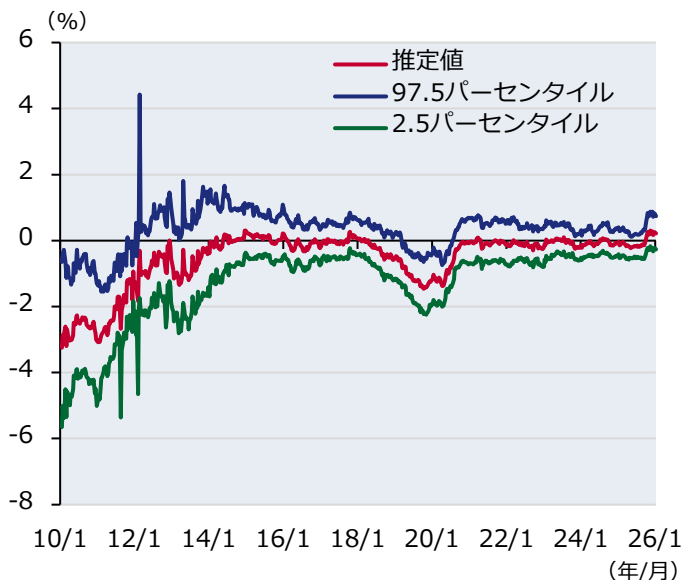
※MBS=住宅ローン担保証券

期間:総資産計、国債、MBSは2008年1月~2026年1月(月次)

総資産GDP比は2008年1Q~2025年3Q(四半期)

出所:ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2:準備金需要の弾力性\*



\*準備金需要の弾力性(RDE):準備金の総残高が増加した場合における、FF金利と銀行準備金金利(IORB)の差の変化を測定。準備金が「潤沢」な領域では、RDEはゼロの値を取る。準備金供給が減少し、「十分」な領域に入ると、RDEは小さな負の値を取る。さらに準備金供給が減少し、「不足」の領域に入ると、RDEは大きな負の値となる。

期間:2010年1月20日~2026年1月8日(週次)

出所:NY連銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

# エコミストコラム

ECONOMIST COLUMN

後悪化する可能性が高いとしました。その他のマネーマーケット金利が上昇していることもあって、準備金は既に「潤沢(abundant)」を下回り、「十分(ample)」をやや上回る水準に至ったと結論づけています。また、2017年から2019年にかけてのQTが終了した後の2019年9月に、短期金融市場の代表的な金利であるSOFR(担保付翌日物調達金利)が5%超まで上昇する場面がありました(図表3)。こうした過去の経験からも、QT再開を正当化するためには相応の根拠を示す必要があるとみられ、ハードルは高いと考えます。

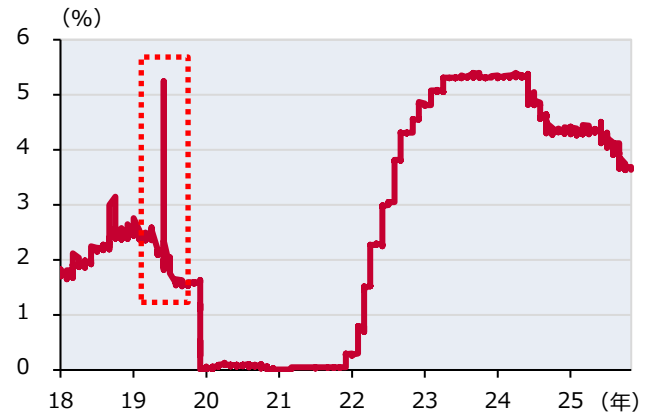
## フロアからコリドーへ回帰する可能性

2つ目のシナリオは、FRBが十分な準備金の下で運用してきた現在の「フロアシステム」から、GFC以前の「コリドーシステム」に回帰するシナリオです。現在のフロアシステムでは、準備金に対する金利である銀行準備金金利(IORB)を中心とする管理金利によって政策金利水準に誘導しています(図表4)。一方で、コリドーシステムは、準備金供給の水準が「不足(scarce)」な水準の下で、準備金の供給量を機動的に調整することで、政策金利をコントロールする枠組みです。

もっとも、単にコリドーシステムに回帰することで、GFC以前のBS水準まで押し下げることは困難です。当時と比べ、通貨発行残高やTGA(米財務省の一般会計)などFRBが直接コントロールできない要因で負債が拡大し、BSが構造的に押し上げられているためです。また、GFC後の規制強化などを背景に、銀行の高品質流動資産(HQLA)需要が高まり、準備金需要も増えやすい環境にあります。実際に、銀行の準備金需要を近年押し上げた要因として、ミランFRB理事は2025年11月の講演で、流動性規制や監督当局による準備金選好などを指摘しました。そのため、現在のフロアシステムを維持した上で、準備金需要を減らし、「十分(ample)」な水準を切り下げ、QT余地を生む3つ目のシナリオが現実解となる可能性が高いと考えます。

(右に続く)

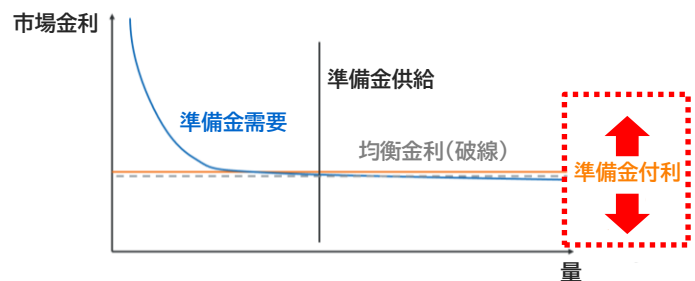
図表3: SOFR(担保付翌日物調達金利)



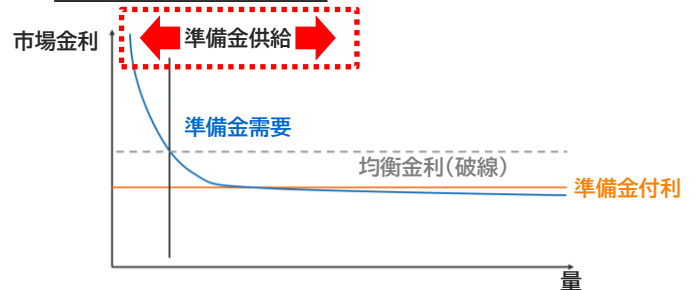
期間: 2018年4月2日~2026年2月6日(日次)  
出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4: フロアシステムとコリドーシステムの概念図

### フロアシステム



### コリドーシステム



出所: グラス連銀「Ample reserves and the Friedman rule」を基にアセットマネジメントOneが作成

ウォーシュ氏が次期FRB議長に就任した場合は、まずは、こうした銀行規制の緩和に向けて、金融監督担当のボウマンFRB副議長の規制緩和の取り組みを支援するとみられます。そして、規制の緩和により銀行の準備金需要を押し下げた上で、QT再開を目指すと考えます。

(了)

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料: 上限3.85%(税込)

換金時手数料: 換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額: 上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬): 上限年率2.463%(税込)

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料: 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

※手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。