



## 市川レポート

## 米短期金利上昇は警戒すべきシグナルか？

- FF金利は先週、FRBの誘導目標を大きく超えて上昇、信用不安に起因するものなら注意が必要。
- FF金利上昇は納税などの一時的な要因だけではなく、超過準備への付利も影響している可能性。
- 超過準備額のバラつきが金利上昇促進か、ただ信用不安に起因しない以上過度な警戒は不要。

## FF金利は先週、FRBの誘導目標を大きく超えて上昇、信用不安に起因するものなら注意が必要

先週の米短期金融市場で、フェデラルファンド（FF）金利に異変が起こりました。FF金利とは、金融機関同士が無担保で翌日物の資金を貸し借りする際の金利であり、米連邦準備制度理事会（FRB）が誘導目標を設定する政策金利です。FF金利は、7月の利下げで誘導目標が2.00～2.25%に設定されて以降、おおむね2.1%台で推移していました。しかしながら9月16日には、目標上限の2.25%を超えて上昇し、17日には5%前後に達したとの報道もありました。

FF金利の上昇が、金融機関の業績不安や信用不安に起因するものであれば、極めて注意が必要です。この場合、金融機関同士がお互いの信用リスクを警戒し、短期金融市場における資金の貸し借りがスムーズに行われなくなります。その結果、金融システムの機能が著しく低下し、株式市場などにも影響が広がる恐れがあります。この点を踏まえ、以下、今回のFF金利上昇の背景を探ります。

【図表1：米金融機関の余剰資金運用方法】

① FRBの当座預金に超過準備として預け入れる
➢ 超過準備の付利金利（現状1.8%）がリスクフリーで得られる。
➢ 付利金利は短期金融市場における他の金融機関への貸出金利より低い。
② 短期金融市場で他の金融機関に貸し出す
➢ 貸出金利は超過準備の付利金利より高い。
➢ 貸出に伴う事務的なコストが発生する。
①を選ぶ金融機関が増えると、短期金融市場で資金が不足し、金利に上昇圧力が生じやすくなる。

(出所) 三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：FRBのバランスシート変化率と項目別寄与度】

科目	金額	科目	金額
(資産の部)		(負債の部)	
金地金	0.0	発行銀行券	4.0
SDR	0.0	リバースレポ	-1.9
現金	-0.0	預金	-15.8
証券等	-13.6	準備預金	-18.9
財務省証券	-8.1	その他負債	-0.0
連邦政府機関債	-0.1	負債合計	-13.8
住宅ローン担保証券	-6.4	(純資産の部)	0.0
その他資産	-0.2	純資産合計	-0.0
資産合計	-13.8	負債純資産合計	-13.8

(注) データは2017年10月4日と2019年9月18日との比較。単位は%。資産合計と負債純資産合計は変化率。その他の項目は寄与度。四捨五入の関係で合計が合わない場合があります。FRBはバランスシート縮小を2017年10月に開始し2019年8月に終了。

(出所) FRBの資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## FF金利上昇は納税などの一時的な要因だけではなく、超過準備への付利も影響している可能性

改めて先週を振り返ると、9月16日は、米企業が四半期の連邦税を支払う納税期限であり、また、米財務省が入札国債780億ドル相当の受け渡しを予定していた日でもありました。したがって、金融機関はこの日、少なくとも780億ドル以上の資金を手当てしなくてはなりません。これが資金需給をひっ迫させる要因となり、FF金利の上昇につながったと推測されます。

しかしながら、金融機関は現在、潤沢な余剰資金を超過準備としてFRBの当座預金に積み上げています。そのため、本来、追加的な資金手当ては不要なはずですが、超過準備にはFRBによる付利（現状1.8%）があり、金融機関はリスクフリーでこの金利を得ることができます。そのため、金融機関の多くが、余剰資金を短期金融市場で貸出に回すよりも、超過準備に置くことを選好し、その結果、FF金利が上昇したと考えられます（図表1）。

## 超過準備額のバラつきが金利上昇促進か、ただ信用不安に起因しない以上過度な警戒は不要

FF金利と同様、レポ金利（金融機関同士が国債などを担保に短期資金を貸し借りする際の金利）も先週、急上昇しました。FRBは金利上昇を抑制すべく9月17日以降、金融機関に対し国債などを担保に資金供給を行う臨時措置をとってきましたが、9月20日に、この措置を10月10日まで継続することを決定しました。超過準備が積み上がるなかでの金利操作に、FRBが苦勞している様子が見えがえします。

なお、近年のFRBのバランスシート縮小で、準備預金が急減し（図表2）、金融機関によって超過準備の金額にバラつきが生じている可能性があります。つまり、「超過準備が依然潤沢な金融機関」は短期金融市場に資金を出し渋る一方、「超過準備が急減した金融機関」は積極的な資金の取り手になるため、FF金利やレポ金利は上昇しやすくなります。ただし、この場合、信用不安に起因する金利上昇ではないため、過度な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、ご了承下さい。

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