



## 市川レポート

## 米利上げでも金融環境はあまり引き締まらない可能性

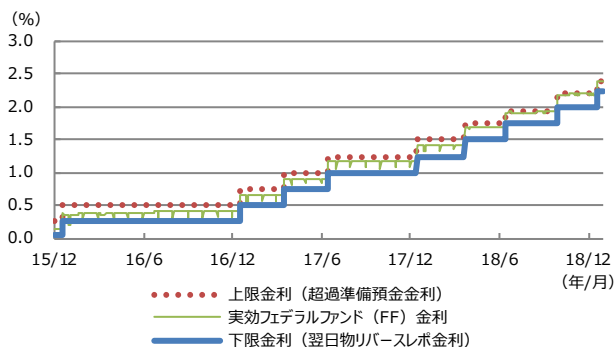
- 前回の利上げ局面では、量的緩和のため従来型の利上げが困難となり特殊な手法が採用された。
- FRBは前回、FF金利に上限金利と下限金利を設定、それらの引き上げにより、利上げを実施した。
- 上限・下限金利は金融機関のFRBからの受取金利であり利上げで金融環境は引き締まりにくい。

## 前回の利上げ局面では、量的緩和のため従来型の利上げが困難となり特殊な手法が採用された

一般に、中央銀行が利上げを行う場合、銀行が短期の資金を融通し合う市場において、資金を吸収する調節を行い、銀行間で資金を貸借する際の金利を高め、誘導することになります。米国では、この金利の翌日物が政策金利、すなわち、フェデラルファンド（FF）金利であり、米連邦準備制度理事会（FRB）は現在、FF金利の誘導目標を年0.00%～0.25%に設定しています。

FRBの利上げについて、2008年11月に量的緩和政策が導入される以前は、前述の通り、資金を吸収する形で実施されていました。しかしながら、量的緩和によって市場に巨額の資金が供給されたため、余剰資金を抱えた銀行は、必要以上の準備預金をFRBに預け入れるようになりました。その結果、前回の利上げ局面（2015年12月から2018年12月）では、従来の資金吸収による利上げが困難となり、極めて特殊な手法が採用されました。

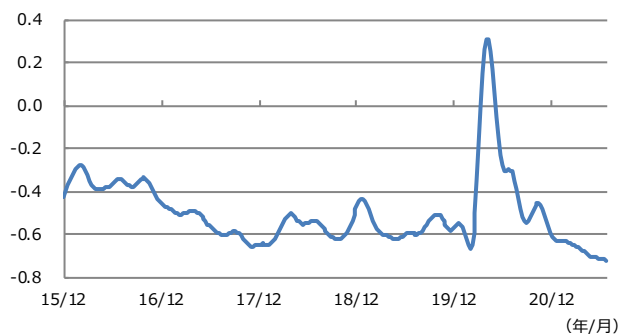
【図表1：FF金利の上限金利と下限金利】



(注) データは2015年12月1日から2018年12月31日。実効フェデラルファンド（FF）金利とはFF金利の日中平均値。

(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

【図表2：全米金融環境指数】



(注) データは2015年12月4日から2021年6月25日。全米金融環境指数（NFCI）は、1971年1月から算出が開始され、サンプル期間の平均値をゼロ、標準偏差を1とする。数値が+1.0の場合、金融環境は平均よりも1標準偏差、引き締まった水準にあることを示し、数値が-1.0の場合、平均よりも1標準偏差、緩和的な水準にあることを示す。

(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



## FRBは前回、FF金利に上限金利と下限金利を設定、それらの引き上げにより、利上げを実施した

FRBは前回、従来型の利上げが難しくなったため、FF金利に上限と下限を設定し、それらを引き上げることで、利上げを実施しました。上限金利は「超過準備預金金利（Interest On Excess Reserves、IOER）」、下限金利は「翌日物リバースレポ金利（Reverse Repo Rate、RRP）」といい、FRBはこの2つの金利の間にFF金利が収まるよう、資金操作を行いました（図表1）。

IOERは、金融機関がFRBに預け入れている準備預金のうち、法定準備額を超えた分についてFRBが支払う金利です。ただ、政府支援機関（GSE）など預金を取り扱っていない金融機関はIOERを受け取れません。一方、RRPは、FRBが米国債を担保に、金融機関から翌日物の資金を借り入れる際に支払う金利です。この取引には、預金を取り扱っていない金融機関も参加できるため、RRPはFF金利の下限として有効に作用します。

## 上限・下限金利は金融機関のFRBからの受取金利であり利上げで金融環境は引き締まりにくい

ここで改めて注意しておきたいのは、上限金利のIOERも、下限金利のRRPも、FRBが金融機関に支払う金利ということです。そのため、米国で利上げが実施された場合、金融機関にとって、FF金利の上昇で翌日物の資金調達コストは上昇しますが、IOERとRRPの上昇でFRBからの受取利息も増加します。したがって、利上げは全体で見れば、資金調達コストの上昇に、直結しにくいということになります。

実際、資金調達の容易さを測る代表的な指標である全米金融環境指数（NFCI）をみると、前回の利上げ局面における金融環境は、平均よりも緩和的であったことが分かります（図表2）。以上を踏まえると、量的緩和後、余剰資金が市場にあふれる状態で、技術的な利上げを実施しても、金融環境はあまり引き締まらない可能性が高いと考えられます。このことは、市場で予想されているこの先の米利上げについても、同様と思われます。

■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