

野村證券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
北岡 智哉

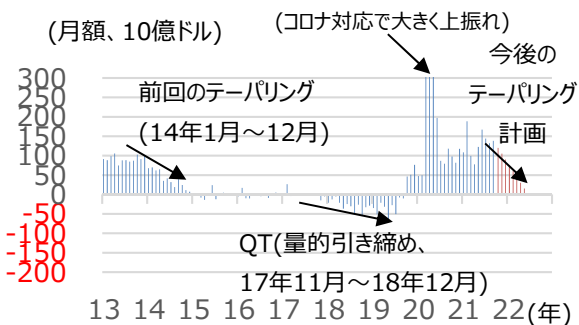
### FRBの政策正常化に向けたキーワード整理、テーパリングからQTまで

米国では金融政策の正常化が始まります。これまでの経験等も踏まえると、テーパリング（資産買い入れの縮小）、次にリフトオフ（利上げ）、その次にQT（量的引き締め）の順番が想定されますが、経済・物価状況次第で流動的です。一言で正常化と言っても、それぞれの内容は大きく異なりますし、金融市場に対する影響にも違いが出ると考えられます。

#### テーパリングとは

米国のFRB（連邦準備制度理事会）は、11月2～3日のFOMC（連邦公開市場委員会）において、2020年3月以降にコロナ対策として実施してきた資産買い入れを従来の月額1,200億ドルペースから1,050億ドルペースに減額すると決定しました。その後も毎月150億ドルずつ減額していき、経済・物価情勢等が順調に推移すれば、2022年年央には買い入れがゼロになるということも合わせて示されました（図表1）。一方、政策金利は下限の0～0.25%で維持され、今後も完全雇用と平均2%インフレが達成されるまではこの低金利を維持する方針も合わせて示されました。

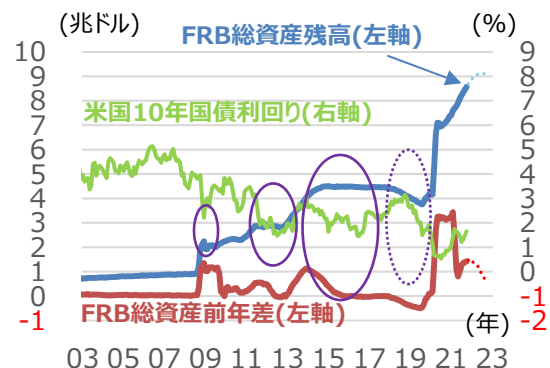
図表1 FRBの債券保有増減とテーパリング局面



(出所) FRB より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成。

これらの決定は9月以降に金融市場で概ね織り込まれてきた事前予想に沿ったものでした。この資産買い入れの縮小は、テーパリング（Tapering）と呼ばれます。テーパリングとは、ろうそくが燃え尽きていく際に、徐々に炎の大きさが小さくなり、最後には消えるということを指しますが、これと同様にFRBの資産買い入れが徐々に縮小し、最後にはゼロになることを意味するものとして使われています。なお、過去にも資産買い入れ縮小により、FRBのバランスシート（総資産）が横ばいになった時期があります（図表2）。

図表2 FRBの総資産残高・同増減と米国長期金利



(注) 先行きは FOMC 後に示された方針に基づく試算。実線の○は増加幅の鈍化局面、破線の○は減少局面。

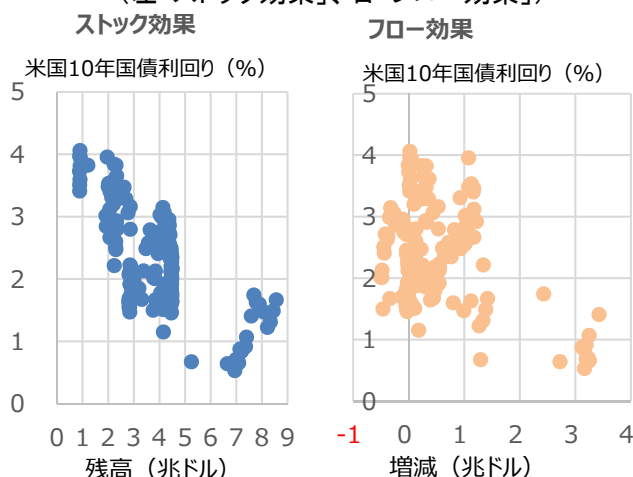
(出所) FRB より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

### テーパリング≠金融引き締め、ただし論争も

資産買い入れが縮小されても、買い入れ自体は続くことから、テーパリングは金融引き締めではないという見方が当局からは示されています<sup>1</sup>。特に、テーパリング後もこれまで買い入れた国債等の資産が保有され続けることにより、長期金利やリスクプレミアムを押し下げる効果が持続する点を支持する研究が多く存在します。これは「ストック効果」と呼ばれます(図表3左)。一方、毎月の買い入れが国債の需給環境を引き締めることや、市場に安心感を与えることで長期金利やリスクプレミアムを押し下げるという考え方もあり、「フロー効果」と呼ばれます(図表3右)<sup>2</sup>。この場合、

図表3 FRB 総資産と米国長期金利の対応  
(左「ストック効果」、右「フロー効果」)



(注) 2008年1月以降の月次データ  
(出所) FRB より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

<sup>1</sup> バナンキFRB議長(当時)のFOMC後会見(2013年12月18日)、黒田日本銀行総裁の参院財政金融委員会での質疑応答(2018年11月22日)

<sup>2</sup> FRBエコノミストによる“Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply,” *Journal of Financial Economics* (2013年5月)やシュナーベルECB理事講演“Asset purchases: from crisis to recovery”(2021年9月20日)ではストック効果とフロー効果の両方が重要と指摘されています。一方、日本銀行エコノミストによる“Quantifying Stock and Flow Effects of QE”, *Journal of Money, Credit and Banking* (2021年10月)ではストック効果がより重要と指摘されています。

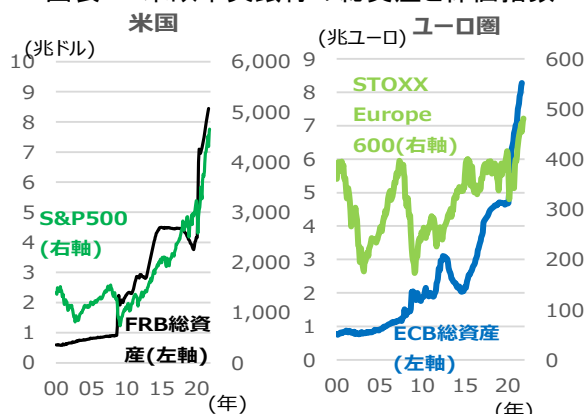
買い入れがゼロになることで長期金利やリスクプレミアムが上昇するという考え方もできます。

現実には、両効果とも存在すると考えられ、今後のテーパリングに伴い「フロー効果」は徐々に減少してやがてゼロになる一方、「ストック効果」は残るため、金融緩和効果は一定程度残るという理解が多いようです。また、今後の経済・物価情勢に関して大きな見通しの修正があれば、テーパリングのスピード(資産買い入れの縮小幅)を見直すとFRB幹部は述べており<sup>3</sup>、この点も市場の安心感につながっている可能性があります。

### 資産買い入れ・量的緩和の効果の振り返り

そもそも、これまでの資産買い入れには効果があったのでしょうか？先ほど見たように、資産買い入れを含む量的金融緩和(QE)が長期金利やリスクプレミアムの低下を通じて株価や不動産価格などのリスク資産価格を下支えし(図表4)、こうした金融環境改善が景気・雇用や物価をサポートしたという分析も存在します<sup>4</sup>。

図表4 米欧中央銀行の総資産と株価指数



(出所) FRB、ECB、S&P、STOXX より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

<sup>3</sup> パウエルFRB議長のFOMC後会見(2021年9月22日)

<sup>4</sup> FRBエコノミストによる“Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchases: New Evidence”, FRBワーキングペーパー(2020年3月)、ECBエコノミストによる“Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies”, ECBワーキングペーパー(2021年6月)、IMF世界経済見通し(2021年10月)第1章BOX1.3

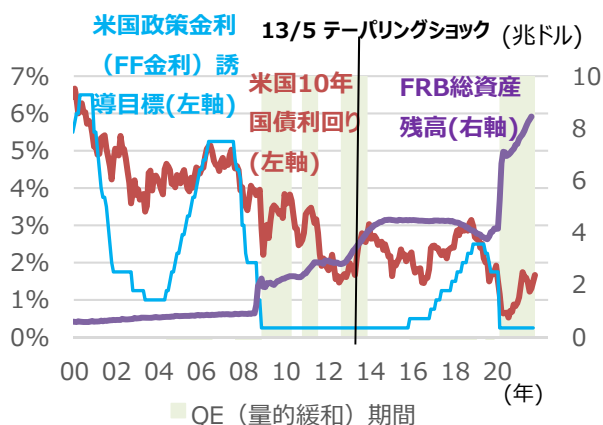
このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## 過去のテーパリング時の経験

このように資産買い入れ・量的緩和に何かしらプラスの効果があったと考えるのであれば、やはり、買い入れ縮小に伴う効果も気になります。2013年5月にバーナンキFRB議長(当時)が、議会証言で資産買い入れの縮小を示唆した際は、「テーパリングショック」「テーパリング騒動」(Taper Tantrum)と呼ばれ、一時的に株安・長期金利上昇が進みました。同年9月のFOMCではテーパリング発表を見送って市場に安心感も与えながら経済の更なる回復を待ち、同12月によりやくテーパリングを決定しましたが、その後に長期金利は安定化しました(図表5)。

2013年5月の「テーパリング騒動」は、事前の前触れとなる情報発信も多少あったとは言え、やや唐突感もありました。これに対して、今回は、2021年春以降に、FRBも金融市場もともにテーパリングに向けた準備をしてきたとも考えられるため、テーパリングに伴う市場の混乱は生じにくいという見方が優勢です<sup>5</sup>。一方、脆弱な新興国が資金流出やドル高に伴う利払い負担増などに直面するとの警戒もあります<sup>6</sup>。

図表5 FRB 量的緩和期間と政策金利・長期金利



(出所) FRB より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

<sup>5</sup> ウォーラーFRB理事講演“ The Economic Outlook and a Cautionary Tale on “Idiosyncratic” Price Changes and Inflation”(2021年10月19日)

<sup>6</sup> IMFアジア太平洋経済見通し(2021年10月)

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## テーパリングの次の関心は利上げ

FRB幹部はテーパリングと利上げは別物と再三強調していますが、テーパリングの次の関心はリフトオフ(Lift off)になると考えられます。通常はロケット打ち上げなどに使う言葉ですが、FRBは利上げ開始という意味で用いています。テーパリングは金融引き締めではないという意見があると紹介しましたが、利上げは金融引き締めです。市場では2022年中に利上げを開始して、2022年末までに2回の利上げ、2023年末までに累計5~6回の利上げがあると織り込んでいます(11月3日時点、図表6)。

図表6 米国における1~3年先時点の短期金利予想と政策金利・長期金利



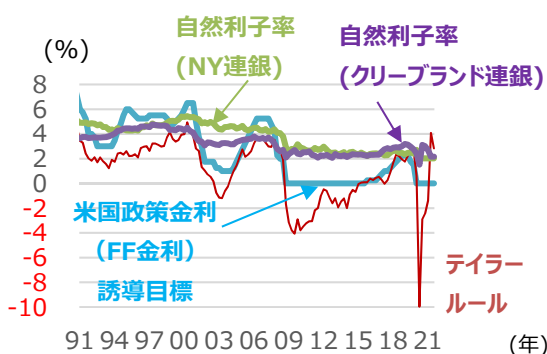
(出所) FRB、Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

過去を振り返ると、2013年12月にテーパリングを決定したFRBは、その時点で2015年末までに2~3回の利上げを行うことを予想していました。しかし、実際には、14年から15年夏にかけて中国経済の減速懸念が高まる場面が増えたことなどから、なかなか利上げができず、中国を巡る懸念が一服した15年12月によりやく利上げを開始しました。筆者は、たまたまその週の金曜日に出張日程を終えてNY連銀そばのパブで日本銀行NY拠点の方と雑談していましたが、FRB関係者が利上げを喜びシャンパンで乾杯しているという話が聞こえてきたのが印象的でした。ただし、そ

の後も、景気・物価に配慮したことから16年中も年1回の利上げに留まり、景気・物価がやや上振れた17年と18年にそれぞれ3回、4回の利上げを行いました。この間、図表6に見るように、金利先物は何度も見直し修正を余儀なくされており、この手の市場予想は水物と言えるでしょう。

2021年秋時点では、政策金利の目安の一つであるFOMCメンバーの長期政策金利見通し中央値(通称ドッツ(Dots))は2.5%、また名目の自然利子率は2%前後です(図表7)。一方、過去の利上げを比較的うまく説明できたテイラールールによれば、足元のインフレが今後も続くのであれば3%以上の政策金利が適正と示すことが可能ですが、インフレ率が落ち着けば、2%前後が適正金利になるとも考えられています。2020年8月にFRBが導入した平均インフレ目標は、インフレの下振れ期間を相殺するために、多少のインフレの上振れでも利上げを急がないというコンセプトであり、この考え方に従えばテイラールールほどには利上げを急がないという見方もできます。

図表7 米国の政策金利と自然利子率、テイラールール



(注) テイラールールは政策金利=2%+1.5×(PCEデフレーターコア前年比-2%)+GDPギャップで算出。各地区連銀の自然利子率は、公表されている数値は実質ベースであるため、2%を足して名目ベースに修正しています。

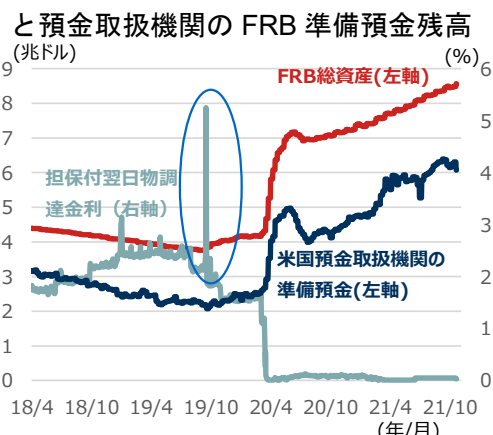
(出所) FRB、NY 連銀、クリーブランド連銀、米国商務省、米国議会予算局(CBO)、Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### 利上げの次の関心はQT(量的引き締め)

再び過去を振り返ると、2015年末にFRBがシャンパンで乾杯して利上げを開始した後に取り組んだのがQT(Quantitative Tightening)です。QTは量的引き締め、バランスシート縮小を意味し、文字通り金融引き締めです。FRBの総資産が、保有債券の再投資の停止などを通じ、減り始めたのは利上げ開始から1年10か月経過した2017年秋以降でした。その際はバランスシートが約4.5兆ドルから徐々に縮小されたのですが、最終的な適正規模に関しては金融危機前の9000億ドルから、2兆ドル、3兆ドルなど様々な意見が存在し、終着点が示されていませんでした。

しかし、これらの適正規模とされる数字に達するよりもはるか前の2019年9月中旬に短期金融市場の大混乱(レポショック)が生じました。当時、FRBの総資産は約3.8兆ドルであり、量的指標としては「じゃぶじゃぶ」と言えたはずでしたが、幾つかの要因、①法人税納税期限や入札国債受渡日が重なったこと、②規制強化に伴う金融機関の流動性需要、③構造的な銀行間貸借取引の減少、などから各種レポ金利をはじめとする短期金利が急上昇しました(図表8)。これを受けてNY連銀は資金供給を拡大させ、翌10月にFRBが適切な準備預金の維持を目的に短期国債を購入する声明を公表し、混乱は落ち着きました。

図表8 担保付き翌日物資金調達金利(SOFR)



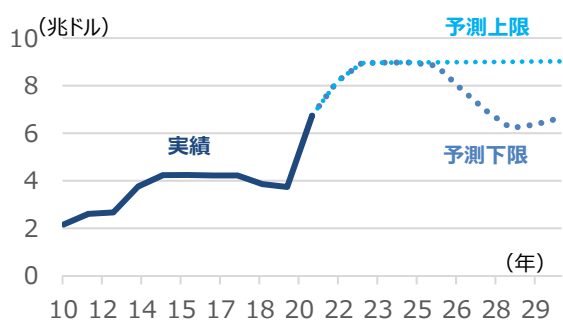
(出所) FICC、NY 連銀より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

NY連銀は、2019年のレポショックを振り返り、ポストコロナ後のバランスシート政策に関して、無用な混乱を避けるためには、①極めて潤沢なバランスシートの維持、②SRF(常設レポ・ファシリティー)<sup>7</sup>などファシリティーの活用、③流動性規制の見直し、④窓口貸出<sup>8</sup>の利用を促進させるインセンティブ拡充などを挙げています<sup>9</sup>。

NY連銀の市場参加者に対するサーベイによれば、FRBのバランスシートに関しては、今後9兆ドル前後から減少していくという予想から、今後も減らずに維持されるという予想まで、先行き見直しには相当ばらつきがあります(図表9)。また、仮に減少する場合も、コロナ前(4兆ドル規模)を大きく上回る6兆ドル規模は維持されると見込まれている点、減少し始めるのも2025年以降とかなり先であると予想されている点などから、市場の関心が本格的にQTに向かうのはまだ先になると考えられます。一方、このバランスシートが縮小し始めるタイミングが前倒しされるという観測が高まったり、こうした議論がFOMC議事要旨

図表9 FRB バランスシートに関する市場参加者予想



(出所) FRB、NY 連銀より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

<sup>7</sup> 2021年7月より運用開始。債券を担保にしたレポ取引。金利は0.25%で、金融機関当たりの利用上限があります。

<sup>8</sup> 金融機関は公定歩合の0.25%で地区連銀から借りることができますが、同制度の利用は不名誉(stigma)とされ、積極的に利用する金融機関は多くありません。

<sup>9</sup> NY連銀Liberty Street Economics, "What Quantity of Reserves Is Sufficient?" (2021年9月29日)

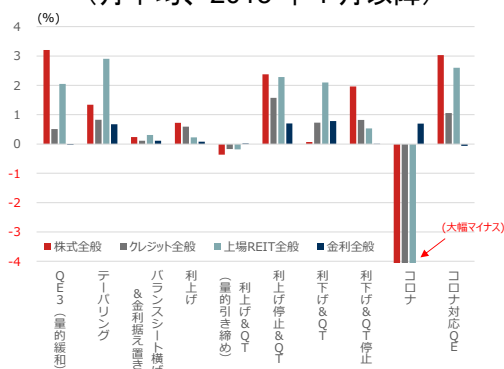
このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

などで確認され始めたりすると<sup>10</sup>、2019年9月のレポショックの経験からリスクオフ要因になる可能性もあるため、注視する必要があるようです。

### 資産市場と米国金融政策正常化の相性

過去の米国金融政策の局面別に主要な資産価格を見ると、テーパリング時は株式・上場REITが堅調でしたが、バランスシート横ばい期間や利上げ期間に入り堅調さが薄れました。そして、利上げとQTが同時並行する期間に株式・債券ともに小幅ながらマイナスのリターンを経験する一方、その後の利上げ停止と利下げの期間やQT停止期間には株式・債券が持ち直す傾向が見られました(図表10)。金融政策だけで資産価格が決ま

図表10 米国金融政策局面別にみた4資産のパフォーマンス  
(月平均、2013年1月以降)



(注) QE3(量的緩和)は2013年1月~12月、テーパリングは2014年1月~12月、バランスシート横ばい&金利据え置きは2015年1月~11月、利上げは2015年12月~2017年9月、利上げ&QT(量的引き締め)は2017年10月~2018年12月、利上げ停止&QTは2019年1月~6月、利下げ&QTは2019年7月~9月、利下げ&QT停止は2019年10月~2020年1月、コロナショックは2020年2月~3月、コロナ対応QEは2020年4月~2021年10月  
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

<sup>10</sup> カンザス連銀 ECONOMIC BULLETIN, "When Normalizing Monetary Policy, the Order of Operations Matters" (2021年10月14日)では、前回の利上げとバランスシート政策を振り返り、利上げ前にバランスシートを減らすことでイールドカーブの水平化を回避しつつ金融政策の正常化を行うことが可能になると指摘されました。

るわけではありませんが、機関投資家もこうした経験を意識しがちですので、多少似た動きが起きる場面があるかもしれません。

— 次号のお知らせ —

次号は

**11月22日(月)**

発行予定です。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。