

連邦準備による証券保有に関する長期の金利に対する影響(2017/4/20)<sup>1</sup>

2018 年の金融危機とその後続く不況への対処のために連邦準備は、大規模資産購入(LSAP)と満期延長プログラム(MEP)を行った。従来市場で消化されていた、より長期のトレジャリーとエージェンシーのモーゲージバック証券(MBS)の連邦準備のバランスシートで購入することで、これらのプログラムは、長期金利を抑え込んだ。このメモは、連邦準備による証券の保有が、どの程度長期金利を下げたのかを予測するための方法の概略を述べるものである。特に、10 年トレジャリー金利に関するタームプレミアム効果(TPE:長期の金利のリスクプレミアム)を予測する。現時点で、我々のモデルは、連邦準備の LSAP 及び MEP の累積的な効果は、10 年トレジャリーのタームプレミアムにおいて、約 100b.p.の押し下げ効果をもたらしていることを示唆している。2017 年末までに、タームプレミアムは、約 85b.p.の押し下げ水準となるであろう。TPE の若干の縮小は、連邦準備のポートフォリオの平均満期の短期化と再投資の停止が近づいていることを反映している。

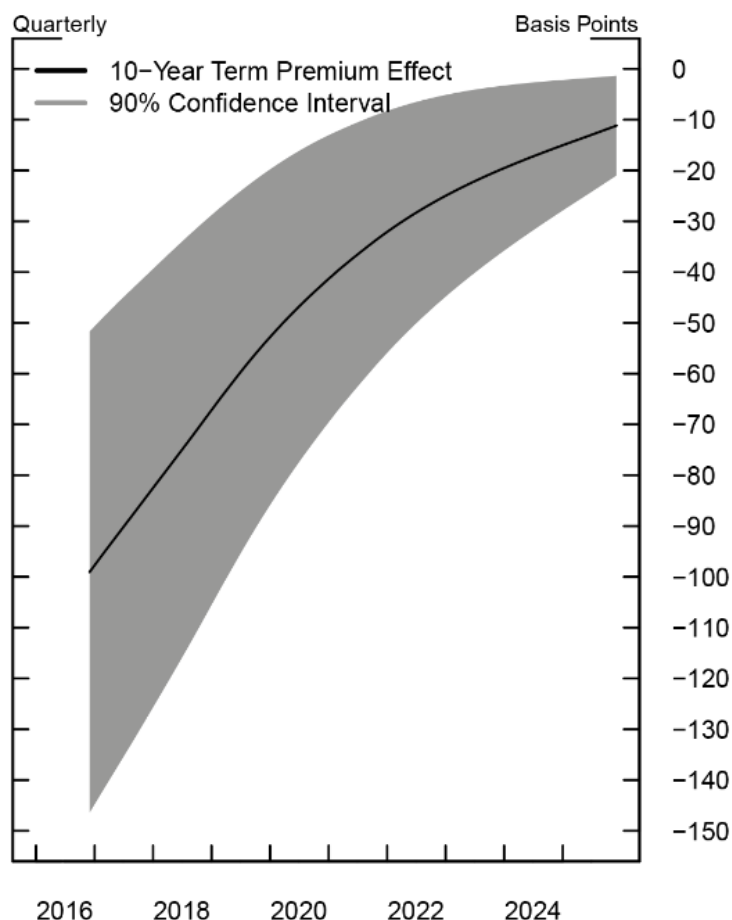
● システム・オープン・マーケット勘定(SOMA)による保有の 10 年トレジャリー金利への効果  
連邦準備のバランスシートの見積もりから 10 年トレジャリーの TPE を予想するために、FOMC の政策とマクロ経済変数の予想を必要としている。2016 年 12 月の FOMC 参加者の経済予想のサマリー(SEP)から、フェドファンドレートのパス、失業率、GDP の成長率およびインフレーションを利用している。他の必要となるマクロ経済変数は、FRB/US モデルから算出している。Fed のバランスシート政策は、2014 年 9 月の FOMC の正常化への原則と計画の政策(Policy Normalization Principle and Plans)に基づいている。すなわち、①再投資の終わりまで、証券の売却はない。②保有している証券の減額は緩やか且つ予測可能な方法とする。③再投資政策の変更時期は、2016 年 12 月のプライマリーディーラーおよびバイサイドの調査の中央値である 2018 年の第二四半期。④準備に保有される証券の残高が、\$1,000 億の水準に低下した時点でバランスシートの正常化とする。この結果の予想が、図表 1 である。(訳者注:中央のラインが予測の平均値、グレーのバンドが、90%信頼区間。2017 年年初に、100b.p.の金利にネガティブな効果が発生しており、それが 2026 年末までに 10b.p.のネガティブな効果まで戻るという予測)

---

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/effect-of-the-federal-reserves-securities-holdings-on-longer-term-interest-rates-20170420.htm>

図表 1

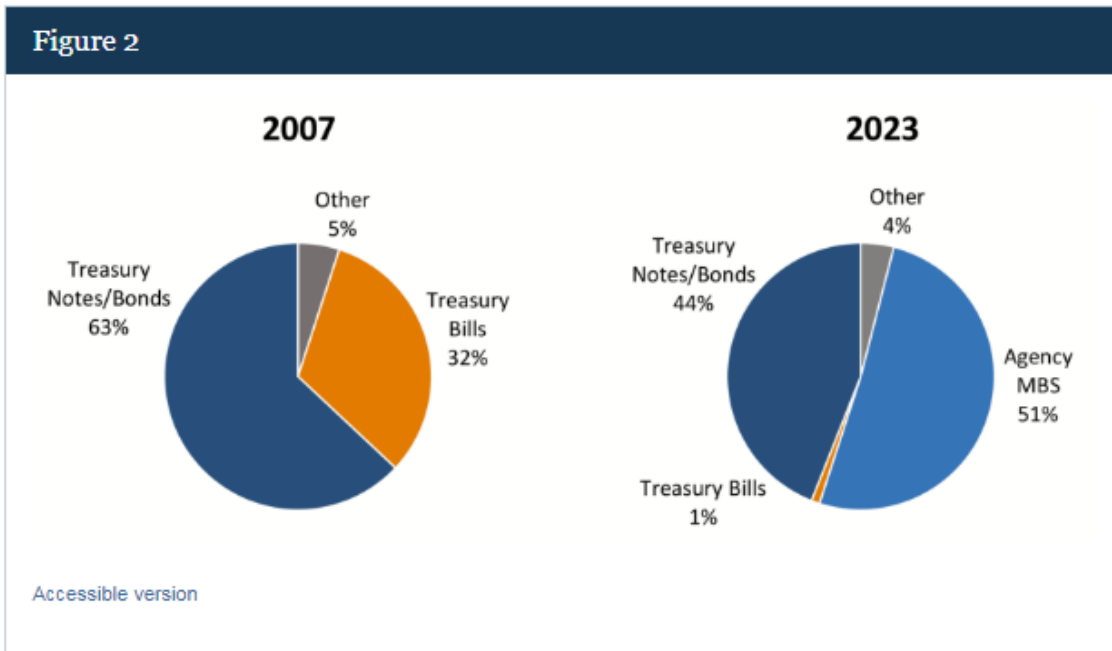
## 10-Year Term Premium Effect



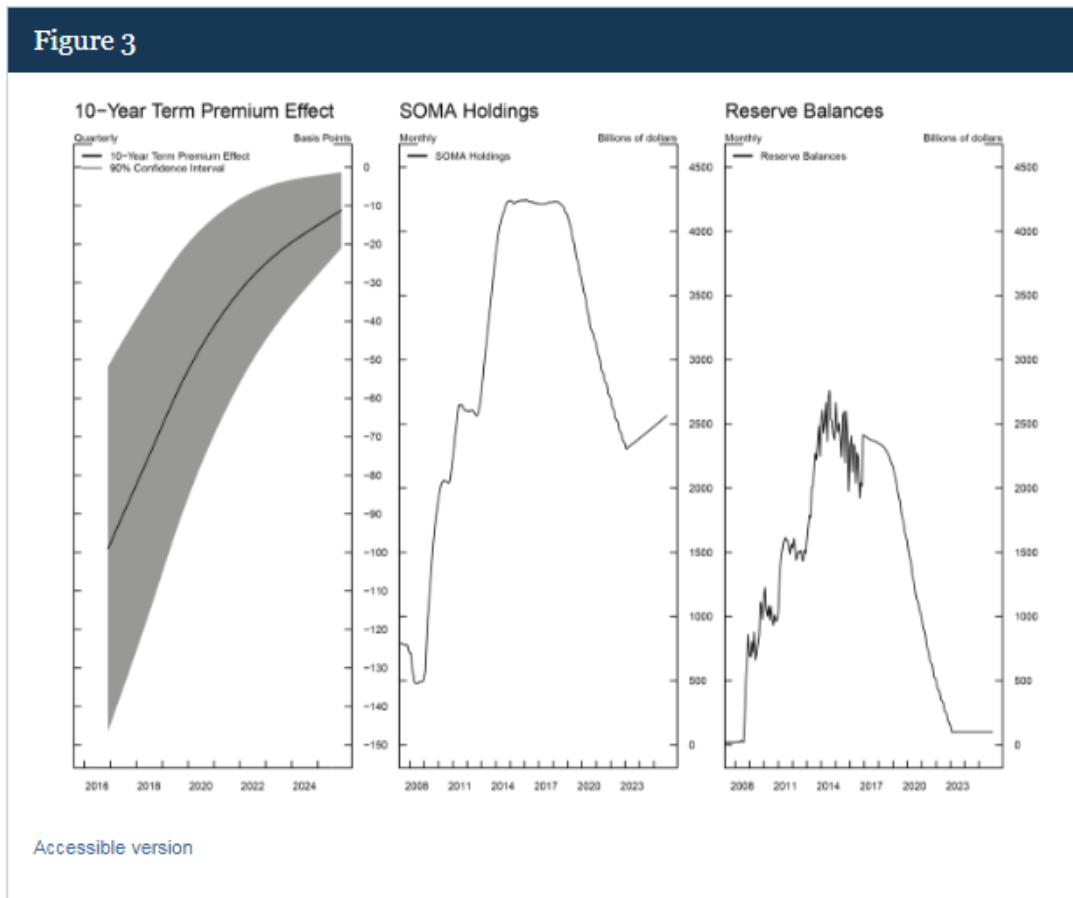
Accessible version

モデルは、連邦準備による LSAP 及び MEP プログラムがなければ、2017 年初で、100b.p.程度 10 年トレジャリー証券の金利が高くなっていたことを示している。2017 年末までに、これが、-85b.p.に 縮小する。この 15b.p.の上昇は、バランスシート上の 2 つの変化の影響によるもの。すなわち① SOMA ポートフォリオにおける残存年限の縮小、②再投資政策の変更に近づくこと。2023 年の第一 四半期にバランスシートサイズの正常化となった時点で、TPE はまだ、ゼロにはならない。24b.p.の ネガティブな位置にあるのは、ポートフォリオの構成が、いまだ正常な構成とはなっていないという 事実を反映している。その時点で、ポートフォリオは、残存満期 10 年以上の \$1.2 兆の MBS と \$1.1 兆のトレジャリーを保有していると予想されている(図表2及び3)。比較して、危機前は、MBS の保有 はなく、\$8000 億のトレジャリーの保有の内 \$900 億のみが 10 年超の残存満期であった。

图表 2



图表 3



以上

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社およびまたはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2017年4月20日付けで連邦準備委員会が発出した『The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号  
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11  
加入協会 日本証券業協会  
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター  
資本金 5億円  
主な事業 金融商品取引業  
設立年月 昭和24年7月  
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。