

FRB による QT の見通しについて考察する

本稿は、PGIM フィクスト・インカムグローバル・マクロ経済リサーチチームの Andrea Wong が 2 月 29 日に執筆したブログ “Gauging the Fed’s QT Runway as Liquidity Recedes & Collateral Swells” の内容を PGIM ジャパン株式会社が要約したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

<要旨>

米連邦準備制度理事会（FRB）が量的引き締め（QT）を進める一方、米国の財政赤字拡大に伴う高水準の国債発行が見込まれている。これは、米国債の購入に振り向けられる資金が減少し続ける中で、より多くの国債供給は民間部門によって吸収される必要があることを意味している。金融市場の流動性が低下する中、FRB がバランスシートの圧縮をどの程度継続できるかは、過剰流動性を適切に循環させる市場機能にかかっている。足元まで、市場は 1.3 兆米ドル規模の QT を消化し、準備預金の水準も安定していることは安心材料であり、金融当局者は 2025 年に向けて秩序だったバランスシートの正常化が続くと見ている。

しかし、PGIM フィクスト・インカムはより懐疑的な見方をしている。本稿では、過去に FRB によって示された時間軸を使いながら、PGIM フィクスト・インカムが 2024 年末までに QT が終了すると考える理由と、それに伴う米国債市場への影響について考察する。

- 今後の QT の道筋に関して、PGIM フィクスト・インカムでは次の 2 つのシナリオを検証した。
 - 一つ目は、ニューヨーク連銀によるアニュアル・レポートに基づいた楽観的なシナリオである。このレポートでは、国債および MBS の償還上限額は、準備預金が名目 GDP の約 10% に達した時点で引き下げられ、同様に約 9% に達した時点で再投資を再開すると言及されている。このシナリオが実現するのは、短期金融市場が 2025 年半ばまで、現行ペースの QT に耐えられるほど金融システムが非常に効率的である場合に限られ、常設レポファシリティや連銀貸出制度といった FRB のバックストップが短期の調達金利を効果的に抑制することが前提になると PGIM フィクスト・インカムは考えている。
 - 二つ目は、足元の市場流動性の動向を踏まえた、準備預金需要の変化に関する PGIM フィクスト・インカムの分析に基づいたシナリオである。このシナリオでは、ノンバンクが QT による国債供給増を吸収する 3 ヶ月程度にわたり、銀行は準備預金を維持できると想定している。しかし、企業や家計のキャッシュを運用するマネー・マーケット・ファンド（MMF）は流動性バッファーとして預かり資産の 1~2% を FRB のオーバーナイト・リバース・レポ・ファシリティで運用する可能性がある。また、短期国債がリバース・レポ金利を十分に上回る利回りを提供しない、あるいは MMF がカウンターパーティリスクを嫌う場合、リバース・レポ・ファシリティにはより多くの資金が還流する可能性もある。これが示唆することは、流動性が低下する中で、実効 FF レートが準備預金金利を上回ると、2024 年 7-9 月期までに、準備預金が予想以上に早いペースで減少する可能性があるということである。
 - この分析に基づくシナリオが実現する場合、FRB は 2025 年当初からバランスシートの規模を維持することを念頭に、2024 年 7-9 月期に QT の段階的な終了を示唆し、10-12 月期には QT のペースを減速し始めると考えられる。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

- PGIM フィクスト・インカムの分析に基づく見直しは、以下の二つの懸念も反映されている。
 - **FRB が提供する市場流動性に関するバックストップ策の有効性**：FRB の常設レポファシリティは、風評リスクを負うことになる銀行に対象を絞っていることが効果を発揮する障害となっている可能性がある。2023 年末、ボラティリティが高まった際に常設レポファシリティが活用されなかったことを踏まえると、こうした懸念は簡単には払しょくされないだろう。
 - **米国債市場における需給の不均衡**：米議会予算局の保守的な推定でも財政赤字の拡大が示唆されているが、今後も高水準の国債発行が見込まれる中、既に一部の米利付国債の入札が不調に終わるなど、QT の影響が見られ始めている。現行ペースの QT が維持される場合、民間投資家は 2.5 兆米ドルの短期国債と利付債を消化しなければならず、これはコロナ禍前の 2 倍以上に相当する。
 - ✓ また、2022 年半ばに QT が開始されて以降、レポ調達の際に担保を必要とするヘッジファンドによる米国債の保有割合が増加していることも金融当局は気づいており、これが FRB の長期的に最適なバランスシートの規模に影響を及ぼす可能性がある。
 - ✓ 仮に PGIM フィクスト・インカムの分析の通り、2024 年に QT が終了して FRB は再投資を全面的に再開し、償還を迎えるエージェンシーMBS の一部を米国債の再投資に回した場合、民間投資家が消化すべき国債供給は 1.7 兆米ドルまで減少する。
- PGIM フィクスト・インカムの基本シナリオには、既に流動性リスクの高まりが織り込まれているが、こうした予想よりもさらに早く QT が終了する可能性もあると見ている。予想外の資金調達コストの高騰は、足元における多くの米国債の買い手によるキャッシュへの駆け込みリスクを広範な金融システムで高めるだろう。資金調達環境におけるボラティリティの高まりは、その時点のマクロ環境とは無関係に、急激に金融政策を転換させる可能性がある。これは極端なテールイベントであるが、今年後半にかけて精査が求められるリスクである。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 2 月 29 日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した “Gauging the Fed’s QT Runway as Liquidity Recedes & Collateral Swells” をPGIMジャパン株式会社が要約したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクの債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、プロの投資家を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ106699

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。