



## 米国マクロ経済

### FRBに損失リスクはあるのか

#### 金融政策に対する影響は皆無

- 金利上昇が進む中、金融機関への利払い費増加によってFRBが損失を負う可能性が生じている。しかし、仮に損失を負っても金融政策運営の幅が狭まることにはなり得ない。一般的な中央銀行の特性やFRBの資産保有ルールを踏まえれば、損失リスクは発生しえないことが分かる。パウエル議長もそうしたリスクを明確に否定している。
- FRBは政府機関の一部であり、民間の営利企業ではない。そのため、通貨発行権のある政府との統合政府として捉えれば、そもそもFRBに破綻リスクというものは存在しない。
- 資産保有は原則的に満期保有であり、売却しない限りは最終的にキャピタルゲイン/ロスが発生しない。FRBの負債の多くは無利子の貨幣であるため、相対する国債やMBSなどの資産からの利子収入を踏まえれば、長期的には利益が損失を上回る公算が高い。これを通貨の発行益(シニョレッジ)と呼ぶ。
- 損失が発生するとすれば、金融機関の準備金残高に対する利払いが資産保有による金利収入を上回るケースである。FRBの収支が赤字となれば「財務省への納付金」はなくなり、赤字分が「繰延資産」として納付金の代わりに計上される。この「繰延資産」は収支が再び黒字となれば、それまでの赤字分と相殺されることとなる。そのため、収支が調整されるのはあくまでも負債側のみであり、資本が棄損され、民間企業のように資本注入される事態とはならない。

#### FRBバランスシート

資産	負債
国債	通貨
MBS	準備預金
レポ	政府預金
その他	リバースレポ
	財務省への納付金 (+) / 繰延資産 (-)
	その他
	<b>資本</b>
8.9兆ドル	8.9兆ドル

(注) 6月30日時点

(出所) FRBより岡三証券作成

岡三証券 投資調査部

松本 賢

エコノミスト

(81)-3-6202-5973

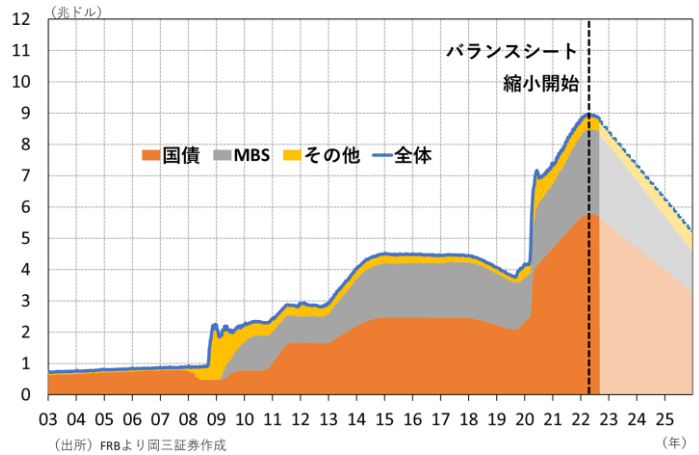
[matsumoto-ken@okasan.co.jp](mailto:matsumoto-ken@okasan.co.jp)

## ■ FRBに損失リスクはあるのか

### FRBの損失リスク懸念は杞憂である

FRBが新型コロナ対応で国債・住宅担保ローン証券(MBS)買い入れによる大規模な量的緩和策(QE)を実施した結果、バランスシートは最大で約9兆ドルにまで膨らんだ(図1)。6月から償還分の再投資を停止する形で規模の縮小を開始したが、金利上昇が進む中、金融機関への利払い費増加によってFRBが損失を負う可能性が生じている。それにより、金融政策運営の幅が狭まり、政府財政にも負担となるリスクを懸念する声の一部メディアや政治家の間で高まっている。しかし、FRBのみならず一般的な中央銀行の特性や資産保有ルールを踏まえると、このような指摘は当てはまらないことが分かる。

図1: FRB保有資産規模



### FRBは営利企業ではない

第一に、大前提として、FRBは政府機関の一部であり、民間の営利企業ではない。そのため、通貨発行権のある政府との統合政府として捉えれば、そもそもFRBに破綻リスクというものは存在しない。そのため、損失が仮にどれほど膨れようが、金融政策運営上の制限にはならない。

### 資産は原則満期保有

以上の点を踏まえた上で損益の影響を考察してみる。まず、資産保有は原則的に満期保有であり、売却しない限りは最終的にキャピタルゲイン/ロスは発生しない。四半期に一度公表される、FRBの財務諸表レポート(Combined Quarterly Financial Statements:

<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/quarterly-report-20220830.pdf>)を確認すると、保有資産は債券・MBS価格の下落によって著しく値下がりにしているが、あくまでそれは市場価格ベースの評価であり、参考として「未実現の損失」と明記されている。8月30日に公表された第二四半期分は国債とMBSなど合計して含み損が約8,500億ドル増加している。6ヶ月前との比較で大きく増加しているが、FRBが売却に動かない限りは実現損とはならない。また、負債の多くは無利子の貨幣であるため、相対する国債やMBSなどの資産からの利子収入を踏まえれば、長期的には利益が損失を上回る公算が高い。これを通貨の発行益(シニョレッジ)と呼ぶ。

### 利払いが利子収入を上回れば損失となり得る

損失が発生するとすれば、金融機関の準備金残高に対する利払い費が資産保有による金利収入を上回るケースである。これは、FRBの利上げによって準備預金に対する支払いが増加する一方で、大半の保有資産は固定金利であり、利子収入は大きく増加しないことで起こり得る。直近のFRB金融資産レポートでは、6ヶ月間で約692億ドルの純利子収入となり現時点では損失は発生していないが、政策金利がゼロでない以上、今後、マイナスとなる可能性はあるだろう。

収支の赤字は繰り延べで資産となり、将来の利益と相殺される

FRBは財務省に対し定期的に納付金を支出する決まりとなっており、バランスシート上は負債側に「財務省への納付金」として計上される(図2)。収支が赤字となれば納付金はなくなり、赤字分が「繰延資産」として納付金の代わりに計上される。この「繰延資産」は収支が再び黒字となれば、それまでの赤字分と相殺されることとなる。そのため、収支が調整されるのはあくまでも負債側のみであり、資本が棄損され、民間企業のように資本注入される事態とはならない。制度上はこのようになっているが、FRBによると実際には収支が赤字となり財務省への納付金がゼロとなった例は過去の金利上昇局面でも発生していないという(図3)。こうした解説はFRBのホームページに掲載されており、FRBの損失リスクが金融政策には影響を与えないということが丁寧に説明されている。

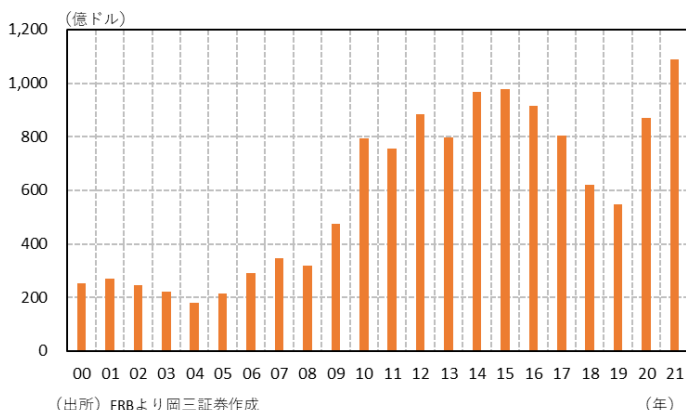
(<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/somas-unrealized-loss-what-does-it-mean-20180813.html>)

図2: FRBバランスシート

資産	負債
国債	通貨
MBS	準備預金
レポ	政府預金
その他	リバースレポ
	財務省への納付金 (+) / 繰延資産 (-)
	その他
	<b>資本</b>
8.9兆ドル	8.9兆ドル

(注) 6月30日時点  
(出所) FRBより岡三証券作成

図3: 財務省への納付金



### パウエル議長も損失懸念を一蹴

以上のような点は、これまでもパウエル議長が説明し、損失発生によるリスクを明確に否定している。以下は、6月に開かれた下院議会の公聴会でのやり取りである。

#### ジェームス・ヒル共和党下院議員(以下ヒル議員):

ニューヨーク連銀が2021年の年次報告書の一部で、FRBのバランスシートの見通しを公表し、金利上昇によって2024年にかけてFRBが大きな損失を負う可能性について指摘した。FRBは中央銀行としてのミッション遂行にあたり、プラスの資本バッファは必要か？

パウエル議長: **いや、必要ない。**

ヒル議員: それは何故か。

パウエル議長: Fedの負債は貨幣であり、貨幣に対して利子を払う必要はない。一方で、国債を大量に保有しているため多額の収入を得ており、その収入は財務省に納めることが法律で定められている。そのため、資本として抱えてはおらず、金融政策上も必要とされていない。**僅かな資本は保有しているが、あくまでシンボリックなものである。我々は民間企業ではない。**

ヒル議員: それでは、金利が上昇することで損失が膨らみ、財務省への納付金もなくなる可能性があると思うが、それでも問題はないのか？

パウエル議長: 納付金がなくなる可能性はあるが、**我々の政策には全く影響がなく、金融政策の判断においても影響することはない。**

## 市場とのコミュニケーションも問題ない

FRBの損失可能性についての質問は以上のやりとりのみであり、議会で大きく取り上げられたトピックでは全くない。直近のFOMC議事要旨でも同様に金融政策運営上のリスクはないと指摘されているように、メンバーからもそのような事態を懸念した発言は出ていない。クリーブランド連銀のメスター総裁はMBSの売却を行う場合、金融政策運営上は問題ないものの、キャピタルロスの発生に懸念を示す可能性のある市場や政治家とのコミュニケーションを適切に行うことが望ましいと述べている。仮に市場や議会で損失が問題視されても、パウエル議長のような説明を行い、不安を払拭すればよいだけである。

# 2022年主要イベント

1月	年内	歳出・歳入法案(～1.75兆ドル)成立?	7月	6日	6月FOMC議事要旨
	3日	上・下院開会		8日	雇用統計
	5日	12月FOMC議事要旨		10日	参議院選挙
	7日	雇用統計		20～21日	日銀金融政策決定会合(展望レポート)
	12日	消費者物価		21日	ECB理事会
	17～18日	日銀金融政策決定会合		13日	消費者物価
	25～26日	FOMC		26～27日	FOMC
	27日	米GDP(21年10-12月期)		28日	米GDP(22年4-6月期)
	31日	FRBクラリダ副議長任期満了		4日	BoE金融政策委員会
2月	3日	ECB理事会	8月	5日	雇用統計
	3日	BoE金融政策委員会		10日	消費者物価
	4日	雇用統計		17日	7月FOMC議事要旨
	10日	消費者物価		25～27日	ジャクソンホール会議
	16日	1月FOMC議事要旨			
3月	1日	中間選挙・予備選挙開始	9月	2日	雇用統計
	4日	雇用統計		8日	ECB理事会
	4～13日	北京冬季パラリンピック		13日	消費者物価
	10日	消費者物価		15日	BoE金融政策委員会
	10日	ECB理事会	21～22日	日銀金融政策決定会合	
	13日	サマータイム(夏時間)開始	20～21日	FOMC(含む経済見通しサマリー)	
	15～16日	FOMC(含む経済見通しサマリー)	10月	7日	雇用統計
	17日	BoE金融政策委員会		12日	9月FOMC議事要旨
17～18日	日銀金融政策決定会合	13日		消費者物価	
1日	雇用統計	27日		ECB理事会	
4月	6日	3月FOMC議事要旨	11月	27日	米GDP(22年7-9月期)
	10、24日	フランス大統領選挙		27～28日	日銀金融政策決定会合(展望レポート)
	12日	消費者物価		1～2日	FOMC
	14日	ECB理事会		3日	BoE金融政策委員会
	27～28日	日銀金融政策決定会合(展望レポート)		4日	雇用統計
	28日	米GDP(22年1-3月期)		6日	サマータイム(夏時間)終了
5月	3～4日	FOMC	7～18日	国連気候変動枠組み条約第27回締約国会議(COP27、エジプト)	
	5日	BoE金融政策委員会	8日	中間選挙	
	6日	雇用統計	10日	消費者物価	
	11日	消費者物価	15～16日	G20サミット(インドネシア)	
	25日	5月FOMC議事要旨	21日～12月18日	カタールW杯	
6月	3日	雇用統計	12月	22日	11月FOMC議事要旨
	9日	ECB理事会		2日	雇用統計
	10日	消費者物価		13日	消費者物価
	14～15日	FOMC(含む経済見通しサマリー)		13～14日	FOMC(含む経済見通しサマリー)
	16日	BoE金融政策委員会		15日	BoE金融政策委員会
	16～17日	日銀金融政策決定会合		15日	ECB理事会
22～23日	パウエル議長議会証言	19～20日	日銀金融政策決定会合		

(出所)各種資料より岡三証券作成

## 重要な注意事項

### ○免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ (<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### ○有価証券や金銭のお預りについて

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

### ○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

### ○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

### ○本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

### ○日本以外の地域における本レポートの配布

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

(2022年4月4日改定)