

豊富な準備金制度が CFPB を肩代わり？

2008年、米連邦準備制度理事会（連銀、FRB）は金融政策のあり方に重要な変更を加えました。弊社はそれについて幾度か書きましたが、残念ながら理解している方は殆どいません。マスコミはそれを疑問視せず、またそれについて議論する経済学者も殆どいません。ニュアンスが微妙で難解であることは確かですが、これは非常に重要で、潜在的に危険なことなのです。

量的緩和によって、連銀は希少準備金モデルから豊富準備金モデルへと移行しました。新たなマネーの洪水によって、連銀のバランス・シートは2008年8月の8,700億ドルから現在の7.4兆ドルに肥大化しました。これは747%の増加です。連銀は2008年には経済規模のわずか5%相当でしたが、今日では25%を超えています。

これだけの資金がもたらす潜在的なインフレを抑制するため、連銀は銀行の資本比率を引き上げ、流動性の需要を高めています。準備金は潤沢にあるにもかかわらず、銀行は融資を抑制し、預金に占める準備金の割合は、こうした変化が起こる前の2007年と比べて3倍から4倍に膨れ上がっています。

この結果、銀行はフェデラル・ファンド市場での取引を失くなりました。各行が過剰な準備金を保有し、システム全体が準備金で溢れかえっているからです。

銀行の準備金が乏しかった頃は、銀行が毎日準備金を貸し借りしていたため、金利は資金需要に関するシグナルでもありました。準備金があちこちに積み上げられている現在、フェデラル・ファンド市場は実質存在せず、連銀は金利を自由に設定しています。

連銀は首都ワシントン DC に本部があるため、政治的圧力が一役買っています。金利は高いより低い方がいいのです。貯蓄者のためではなく、自動車や住宅ローンのためであり、多額の赤字を垂れ流す政府のためでもあるのです。

その結果、連銀は2008年以来80%の間、金利をインフレ率以下に抑え、過去15年のうち9年間はほぼ0%の金利を維持してきました。この政策のツケが今になって回ってきており、現問題を引き起こしているのです。銀行は金利が永遠に続くかのように振る舞い、人為的な低金利で融資を行ったり債券を買ったりしました。しかし、QEと豊富な準備金政策は火遊びだったのです。システム内に資金が溢れば、インフレは避けられないのです。

そしてインフレ率の上昇には金利の上昇が伴います。つまり、歴史を振り返れば、サブプライム・ローンによる4,000億ドルの損失を打ち消すために実施された量的緩和政策（QE）は、2023年第3四半期時点で銀行のバランス・シート上に6,800億ドル以上の含み損を生み出しているのです。

（連銀自身、バランス・シート上の含み損が1兆ドルに近づいています。）金利が上昇すると、ローンや債券の価値は下落します。これが、最近銀行が破綻している理由です。

重要な違いは、2008年に米国が時価会計を強制していたことです。そのため、比較的小さな問題がパニックという大問題に発展しました。今日、銀行は損失を時価評価する必要がなくなり、システムははるかに安定しています。しかし、銀行の帳簿上の損失が2008年当時と比べて倍近くになっているという事実を無視しないでください。

この新しい政策のもうひとつの問題点は、連銀が低金利時代に銀行と同じ債券を買ったことです。そして連銀は銀行の準備金に対して金利を支払い、その結果、現在、連銀は銀行に対し、自身のポートフォリオにある債券から得られる金利よりも多くの金利を支払っているのです。

もし連銀が年間1,000億ドルの損失を出しているのなら、どうやって職員に給料を払っているのでしょうか？どうやらその答えは、将来連銀が利益を出した際に返済するという約束のもと、財務省から借金をしているのです。言い換えれば、納税者はこの新しい金融政策のツケを払わされているのです。

そしてこれが最後のポイントです。最高裁は先週、消費者金融保護局（CFPB）が他の機関のように議会から財源を受けておらず、代わりに連銀から資金提供を受けているにもかかわらず、7対2の賛成多数で独立機関として存続できるという判決を下しました。

連邦準備制度理事会は現在、毎日赤字を出しており、CFPBに支払うことができる唯一の方法は、財務省から直接借り入れる、つまり納税者の税金を使うことです。CFPBは議会に直接資金を求めないので「独立」しているとみなされていますが、実際には連銀が損失を出している現在、納税者の資金を使っているのです。

しかし、仮に連銀が利益を生み（銀行に0%の準備金を支払いながら、債券ポートフォリオで利益を上げていた時のように）、その資金を財務省に返済していたとしても、CFPBのために資金を留保していることとなります。つまり、連銀は最終的にすべての財源を納税者から得ているのです。インフレのコストか、財務省へ返済金を減らすか、あるいは利益を上げていないときに財務省から借り入れるかのいずれかなのです。

もし最高裁が金融政策の複雑さ、特に2008年に実施された連銀の政策変更を理解していたら、異なった判決が出たことでしょうか。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサ ス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
5-22 / 9:00 am	中古住宅販売高 - 4月	4.220 百万	4.220 百万		4.190 百万
5-23 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 5月18日	220,000	220,000		222,000
9:00 am	新規住宅販売高 - 4月	0.679 百万	0.693 百万		0.693 百万
5-24 / 7:30 am	耐久消費財 - 4月	-0.8%	-0.6%		+0.9%
7:30 am	耐久消費財 (除く輸出機器) - 4月	+0.1%	+0.2%		+0.2%

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。