

米 FRB は 9 月にもバランスシート縮小に着手するが、連動する形でマネタリーベースの本格減少入りが視界に入ってきた。日銀のマネタリーベース拡大持続との見合いでドル安・円高を抑制させるほか、FRB によるバランスシート拡大（量的緩和=QE）は長期金利の押し下げとインフレ期待の刺激も政策目的となってきただけに、その反転逆流は金利下げ渋りとインフレ期待の一段の低下を通じて、米国の実質金利低下に歯止めを掛ける可能性もある。悪いドル高の余地もはらみつ、すでに米国では資金供給量が先行鈍化してきた。

ヘッジ F、日銀緩和手段払底着目の円高戦略も

「ジョージ・ソロス氏などの海外ヘッジファンド関係者からは、米 FRB による利上げ遅延を見越す形で、日銀の追加緩和手段の払底に着目した円買い・ドル売り戦略に関心を示す声も見られている」――。

米国の大手資産運用会社幹部はこのように打ち明ける。日銀については 10 年債金利のゼロ%前後誘導目標で長期金利の引き下げ余地に制約がある一方、もはや短期金利のマイナス深堀りは困難となっている。同時に来年に向けては国債買い入れ額の減額や株式 ETF（上場投信）購入の打ち止めなどが意識されており、改めて日米間の金利差縮小や金融政策方向の乖離縮小が着目され始めた。

もっともジョージ・ソロス氏の名前を冠した「ソロス・チャート」分析では、日米のマネタリーベース（中央銀行が供給する通貨量）の伸び率格差を比較するものだ。この点では 9 月以降の FRB によるバランスシート縮小開始がドルの下支えと円高抑制の要因となってくる。日銀異次元緩和の批判派などからは「世界的な超低金利の中ではソロス・チャートが機能しない」との指摘も根強いが、FRB は緩やかながらも金利水準の正常化を進めており、米国発の金利機能復活は「量的緩和格差」の面で一定程度のドル安・円高の歯止めや時間稼ぎの効果をもたらす。

実際に 7-8 月からのドル安の一因としては、FRB のテクニカルなマネタリーベース増加が厳然と影響している（実質的な緩和強化）。8 月中旬に向けた四半期定例の米国債・大量償還と現状段階での FRB による保有米国債の再投資の間接影響のほか、季節的な資金調節、FRB による金融政策正常化「続行」のための市場安定化配慮などもあって、FRB マネタリーベースの 13 週前比（約 3 カ月前比）は 6 月 28 日週の -4.27% をボトムに 8 月 9 日週には +4.05%

へと増加してきた。

52 週前比（約 1 年前比）についても、5 月 10 日週の -2.18% を直近最低として再拡大に転換。8 月 9 日週には +1.92% となり、2016 年 3 月以来の高い伸び率となっている。こうしたテクニカル要因が、7 月以降の米国市場におけるドル安と株高を底流部分で下支えしてきた。

もっとも 8 月 16 日週からは、再び伸び率が鈍化している。今後は 9 月 19-20 日 FOMC でのバランスシート縮小決定を踏まえて、10 月以降の本格的な FRB のマネタリーベース減少入りが着目されやすい。かたや日銀はマネタリーベースの拡大方針を堅持させており、先行き通貨量の伸び率格差は「円のダブつき化とドルのタイト化」へと向かう。

すでに資金供給量では、FRB のマネーサプライ伸び率が先行鈍化してきた。最新 8 月 7 日週時点で米マネーサプライ M2 の 52 週前比は +5.32% となり（前週は +5.34%）、5 月 29 日週の +6.02% を直近最高としてプラス幅が縮小している。最近では 2015 年の 10 月や 7 月以来という低い伸び率となってきた。2015 年 7-10 月といえばチャイナ・ショックなどで米国を始めとした世界株安やリスク回避が加速されており、先行きドルの下支え要因となる一方で、日本ではリスク回避の円高・株安が警戒される地合いが続く。

イエレン議長「資産拡大は効果」、逆流でも効果

同じく米国では通貨供給量の代替指標であり、幅広い流動性資産を示す MZM（マネー・ゼロ・マチュリティー、満期がない金融商品）の伸び率もプラス幅が縮小してきた。米セントルイス連銀が算出しているもので、現金、普通預金、マネーマーケットファンド（MMF）など流動性の高い金融商品が含まれる。最新 7 月 31 日週には前年同期比 +6208 億ドルとなり（前週は +6338 億ドル）、1 月 9 日週の +8887 億ドルを直近最高とした伸び縮小のトレンドが明確化されてきた。増加幅は 2014 年 11 月以来の小幅化となっている。

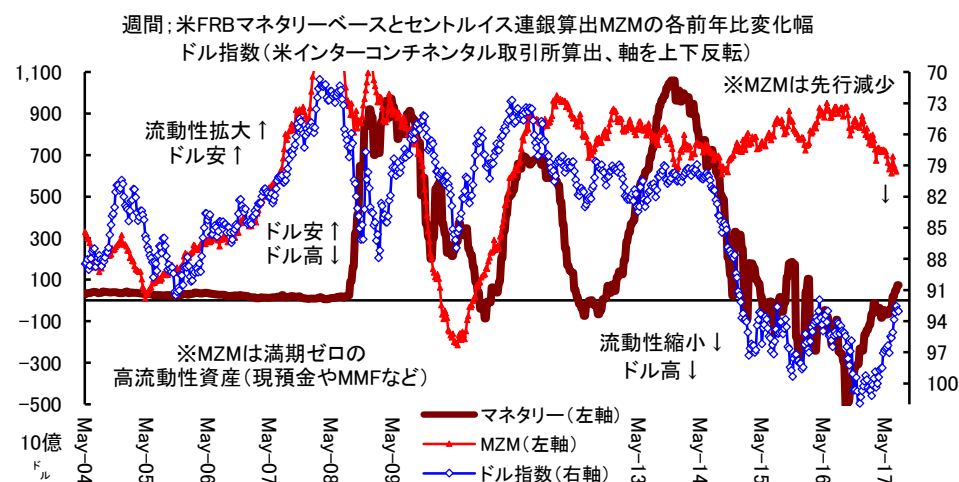
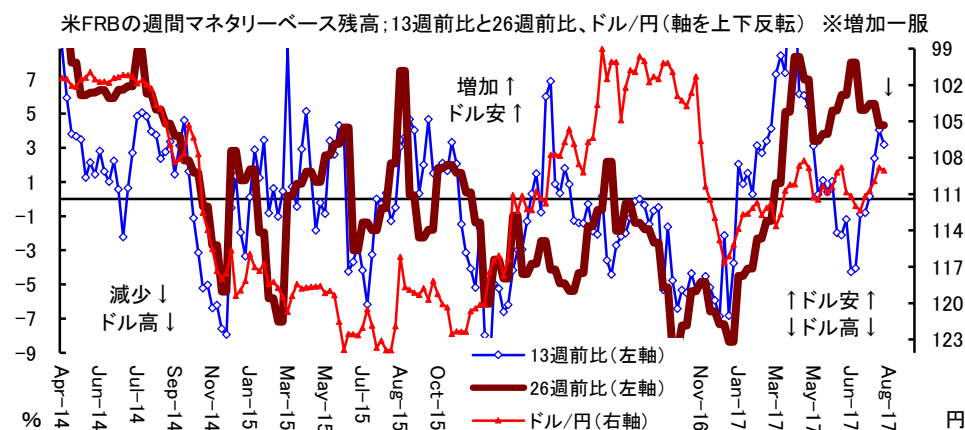
もちろん、MZM からの資金流出は、余剰退蔵・キャッシュマネーからの銀行貸出や株式市場といったリスク資産へのシフトを示すプラス面もある。一方で米国株は 8 月から頭打ちとなっており、MZM の伸び率鈍化は FRB によるバランスシート縮小とあいまって、「過剰流動性相場の終わりの始まり」を示す前兆シグナルとして無視できない。その反面、世界に拡散してきた過剰ドル供給の反転逆流により、ドルの底堅さが復活する余地を秘めている。

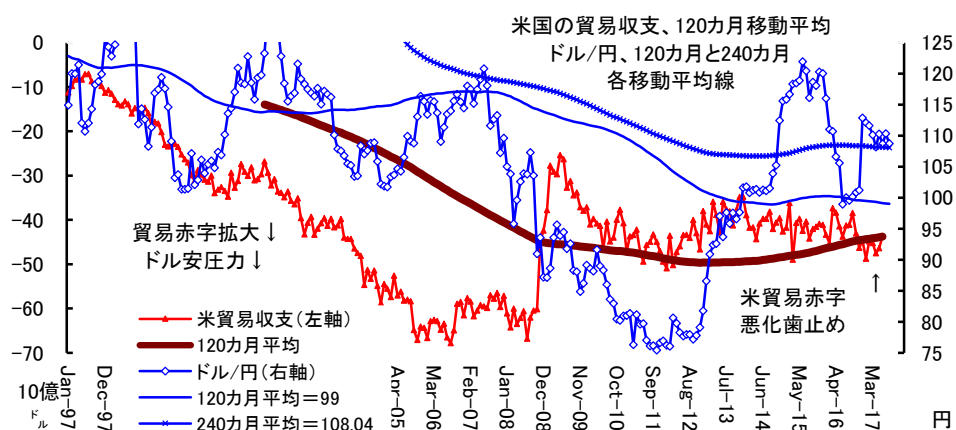
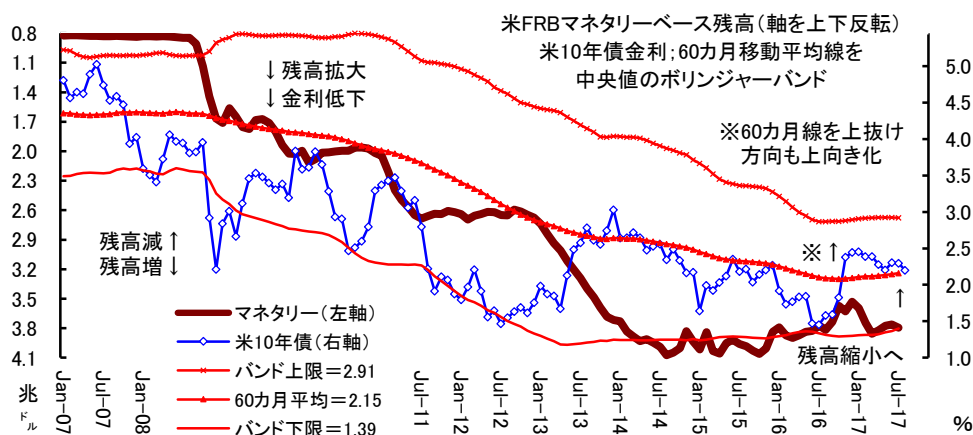
FRB は年初から慎重かつ丁寧な出口戦略の地ならしを続けており、現状では長期債金利が低位安定を保つなど、大きな混乱は見られていない。それでもイエレン米FRB議長は今年1月、FRBのバランスシートを通じた超金融緩和策の「受動的」解除に関して、「FRBが保有する債券の平均残存期間が短くなり、バランスシートを最終的に縮小していくアプローチを取れば、米10年債利回りは今年の場合、15ベーシスポイント(bp、1bp=0.01%)上昇する可能性がある」との分析を講演テキスト脚注で示した。これはFF金利誘導目標の0.25ポイント引き上げ2回分にほぼ匹敵するという。

さらにイエレン議長は今年6月のFOMC後会見で、バランスシート拡大を通じた量的緩和策(QE)を総括し、「効果の規模については経済学者の間で意見が分かれるが、量的緩和は機能し、長期金利にいくらかの下向き圧力をかけた。利用価値のある道具

の一つであることを学んだ」と評価した。そのうえで将来の再活用に関して、「ゼロ金利に近づいて政策金利の調整に制約がある場合には、バランスシート政策やフォワードガイダンスなども道具であり続けるべきだ」と有用な政策ツールと見なしている。

こうした有用論に沿えば、9月以降のバランスシート縮小はイエレン議長が予測した「10年債金利の上昇」といった反転巻き戻しの影響余地を秘めている。同時にFRBのバランスシート拡大政策は日銀と同様、「期待インフレの刺激」といった期待形成に訴えることを目的としてきた。その逆戻しは複合的な間接経路を通じて、ただでさえ低下傾向にある米国の期待インフレに悪影響となる可能性も排除できない。その場合は長期債金利の下げ渋りと期待インフレの低下により、「名目金利－期待インフレ率」で算出される実質金利の低下歯止めへと作用。悪いドル高を促す潜在余地も秘めている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。