

米国株、「逃避・待機」滞留資金が増加

MMF20 カ月ぶり高水準、米株や日本株にシフト余力

2017/11/29

米国株は高値警戒感がくすぶる中で、一旦の売り抜け逃避マネーや下落待ちの待機マネーが増加している。米国の投資信託協会（ICI）によると、証券市場の枠内に滞留・流入している短期流動性資産・MMF（マネー・マーケット・ファンド）は資産残高が11月21日週に2兆7608億ドルとなり、直近最低である7月から+1441億ドルの増加となってきた。2016年3月以来20カ月ぶりの高水準となっており、先行き米国株へのシフトや日本株への溢しにつながる予備マネーとして注目されやすい。

株高過程でMMF増加、小刻みな利食い示唆

「米国の大手年金や北欧の政府系ファンドによる株式処分の動きが、グローバルな株高の短期調整的な影響にとどまるか。あるいは来年にかけて長期スパンでのポートフォリオ変革につながるアリの一穴となるのか、今後の行方が注視される」――。

ある信託業界の関係者はこのような注意を払う。11月13日には米国最大の年金基金、カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）による最新プレゼンテーションで、株式圧縮と債券拡大の運用方針が明らかになった。株式は現在の50%から最小で34%まで引き下げる可能性がある一方、債券の割合は19%から最大44%まで引き上げることを検討している。

背景としては「2017年度には株式のリターンが+20%に近く、資産クラスの中で最高だった」（ブルームバーグ）ことが大きいという。米国の州職員退職年金基金（NASRA）の関係者からは、「（株式市場は）これまでかなり上昇してきたので、カルパースのスタッフは利益の一部を確定するべき時だと考えたのかもしれない」（同）といった解説が見られている。その意味では先行き株式処分や安全資産シフトの余地が残るものの、まだ大幅な株高を受けた利益確定の範囲内にとどまる可能性がある。

ちょうど米国株は11月上旬以降に、上昇ペースの鈍化や調整下落が見られ始めた。現状はまだ米国内外の投資家による年末決算対策やクリスマス休暇入りなどを前にした利益・損失の確定、ポジション手仕舞い、ヘッジ対応などの範囲内という見方が強い。一方では世界回復の循環ピークアウト懸念や、米欧の中銀などによる来年にかけての出口戦略本格化、中国など新興国での引き締め強化などもあり、改めて「グローバルな過剰流動性バブルの終わりの始まり」にもナーバスとなる地合いとなっている。

もっとも米国株は6月前後からの上昇再開の過程で、すでに割高さや高値過熱感が警戒されてきた。

小刻みな益出し売りや、新規の押し目買いによる好回転も観測されている。米国の投資信託協会（ICI）によると米国株式型投信（ミューチュアルファンド、米国籍）の資金流入は、6月から11月15日週にかけてネット累計で-1306億ドルの流出超過となっている。

一方で投信の枠組み内での短期流動性資産であるMMF（マネー・マーケット・ファンド）は、資産残高が11月21日週に2兆7608億ドルとなった。直近最低である7月19日週の2兆6167億ドルから+1441億ドルの増加となり、2016年3月以来20カ月ぶりの高水準となってきた。

MMF増加の理由としては、昨年10月からのMMF規制改革を受けた混乱の一服のほか、米FRBの短期金利引き上げを受けた米国内外の過剰流動性マネー流入、米国企業の手元キャッシュ急増とMMF滞留、米トランプ政権の経済政策やFRBの金融政策の不透明感などによる様子見資金の退蔵、米国内外でのカネ余り――といった複合的な要因がある。

米MMF増、過去は米国株回帰から日本株へ溢出

一方で6-7月以降に米国株型投信からは、ネット資金流出が続いてきたわけだ。その意味で投信関連を含めた「米国株の高値売り抜けマネーの一時逃避先」として、米国のMMFが増加している可能性がある。同時に米国では雇用増加や若年層の就業拡大などで個人年金（年金型投信）への資金流入が増加しているほか、世界的な低金利の中でグローバルな長期運用マネーが米国の高配当株に関心を強めている。一方で6-7月から米国株は上昇ラリーが続いてきたため、高値警戒で買うに買えずにいる米国内外の待機マネーがMMFに積み上がっている側面も無視できない。

過去に米国株が下落しながらMMFの残高が増加するケースでは、リスク回避による「証券市場の外部」へのキャッシュ漏出は抑制されてきた。米国株から逃避資金は、「証券市場の枠内」であるMMFへと滞留。その結果、米国株の下落一服とともに米国株市場へと回帰し、MMFの取り崩しと比例する形で米国株は反発に転じるパターンが繰り返されている。

さらにMMFを含めた逃避・待機資金が米国株にシフトする場面では、米国株の上昇とリスク許容度の拡大を受けて、タイムラグを経て日本株にも余剰資金が溢出するパターンが目立っている。例えば2014年にはFRBの利上げ警戒などで、MMFは10

月の2.60兆ドルから2015年1月に2.75兆ドル方向に積み上がった。その後、米国株の落ち着きとともにMMFから米国株への資金回帰が進み、MMFは5月にかけて2.58兆ドルへと減少。同時進行で2015年の2月から6月にかけては、外国人の日本株投資が累計+5.8兆円の大幅買い越しとなっている（財務省統計）

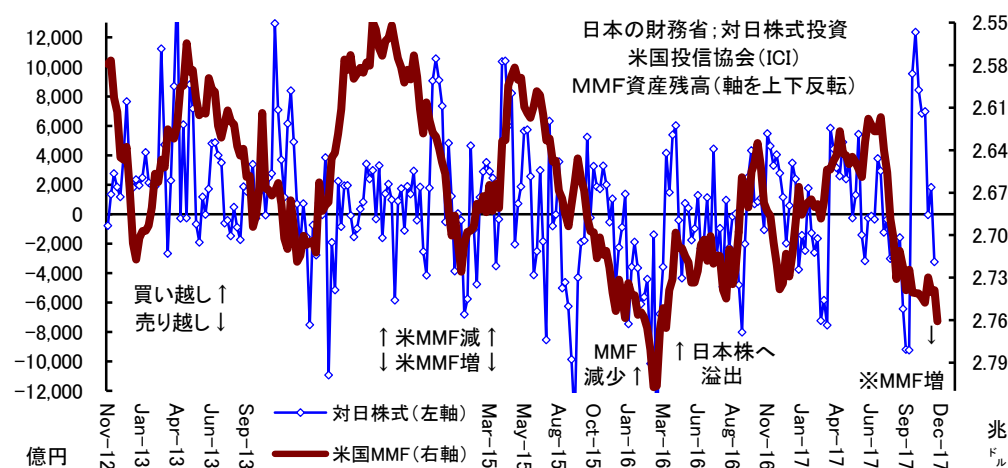
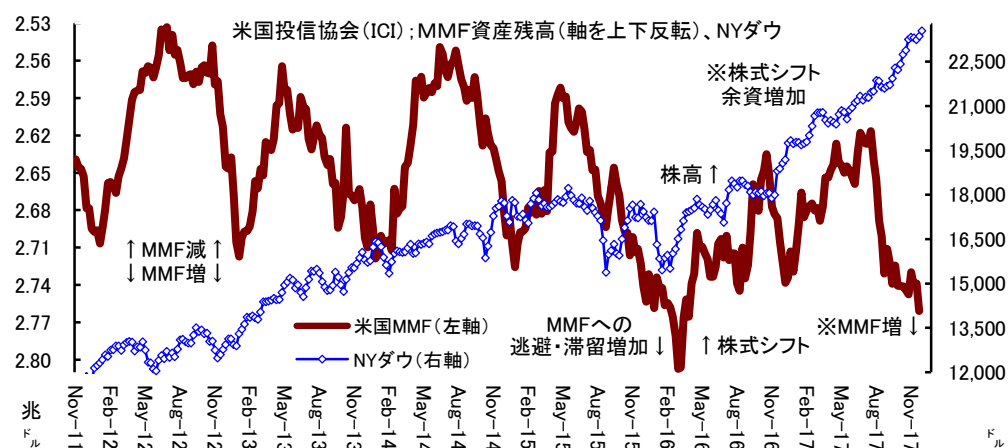
もちろん、現在の米国株市場では今年に大きく上昇した半導体株が利益確定売りに押されるなど、年末決算対応が優勢になっている。しかし、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）の先物ポジションなどでは、6-7月段階から高値警戒やヘッジ対応によるロング（買い持ち）整理が先行進捗してきた。

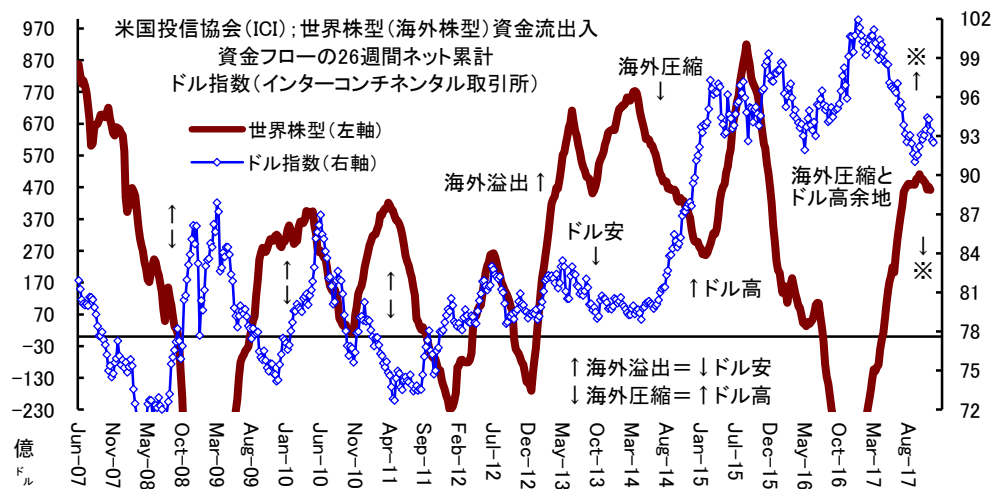
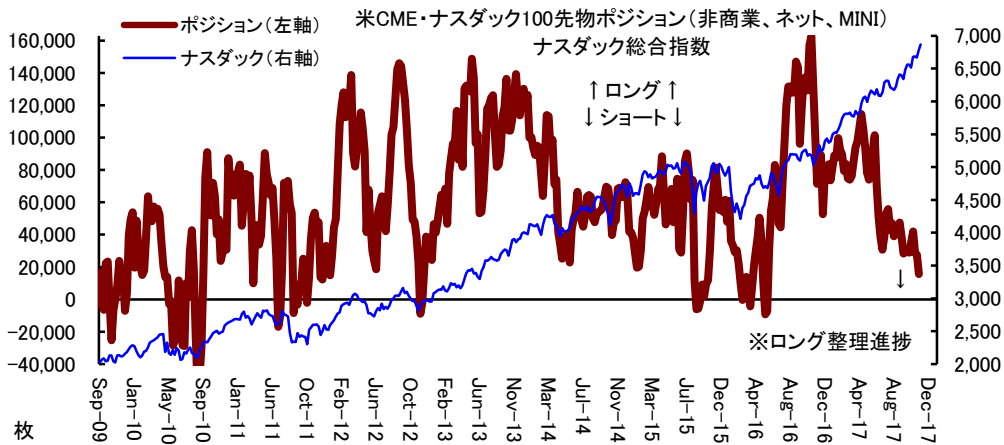
例えばナスダック100先物（MINI）ポジションは、非商業部門で6月13日に+10万1584枚と直近最高のネット・ロングを記録して以降、ロング整理が先行で進展している。最新11月21日週は+1万5685枚となり、2016年5月以来の小幅ロングへと調整が進んできた。先物ベースでは現状からのロング解消と株安余地が抑制されるとともに、新たなロング拡大余力が醸成されている。

一方、今年の米国の投信フローを巡る特徴としては、米国の株高を受けたリスク・バッファの増強や世界経済の回復、ドル安もあって世界株型（海外株高）への資金流入増加があった。ICIによると世界株型には年初以降、11月15日週までにネット累計で+687億ドルの純流入が観測されている。11月段階としては、2015年以来の高水準となってきた。

半年間を示す26週間のネット累計では+461億ドルとなり、2015年12月以来の高水準となっている。過去実績として米国の投資家による世界株型投信への資金流入が増加するケースでは、連動して米国からの資金流出と、ドルの総合力を示すドル実効相場下落が観測されてきた。まさに今年はドル安が米国からの対外分散投資を促し、それがドル一段安を促す連鎖が観測されている。

その分だけ過去実績として、こうした米国発の対外資金フローが反転する場合はドル全面高が加速されるパターンが観測されてきた。今後は12月にかけての年末決算要因を含めて、米国の投資家による対外証券投資の逆流反転や本国回帰（リパトリエーション）とドル全面高の潜在余地は注視されそうだ。





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。