

# 米 MMF 高止まり、米国内にカネ余り残存 米株・米債価格・ドル下支え、過剰流動性バブルは懸念

2020/1/24

米国内外からの逃避・余剰資金の受け皿となってきた米マネー・マーケット・ファンド（MMF、預金に近い短期流動性資産）の残高は、昨年後半以降のリスク選好でも高止まりしている。FRB による短期資金供給などを受けたカネ余り再燃のほか、世界的な超低金利やマイナス金利にあって「金利妙味のある短期ドル資産」には米国内外から根強い需要が示唆されている。待機資金の残存や対米流入の継続は、米国株・米国債価格・ドルの各下支え要因（金利は上昇抑制）となる一方、過剰流動性のバブル過熱は警戒される。

### MMF 減少転換で株式回帰一服、現状は尚早

「債券や銀行預金、短期金利（で利回り）を本当に当てにしているならば、低金利は重荷だろう」――。

パウエル米 FRB 議長は 2017 年 11 月の就任公聴会で、当時の低金利政策に関してこのような考えを示した。その後に FRB は正常化利上げとトランプ米大統領による利下げ圧力、予防的利下げなどを経たが、FRB は他の先進国比で長短金利や預金金利の一定プラス水準は死守させている。

ロイター通信は昨年 9 月、当時のトランプ氏によるマイナス金利要求に関して、解説記事で「低金利は住宅の買い手や企業の設備投資などには追い風だが、銀行預金の多くや、譲渡性預金証書（CD、定期預金的一种）などがリターンの悪化を起し、インフレ調整後の家計貯蓄は目減りする」などと指摘。そのうえで「FRB 当局者はマイナス金利について、リスクが高く政治的支持も低いことから、導入は不必要と否定している」、「パウエル議長は預金者の懸念を強く意識しているようだ」（同）と伝えている。

あくまで結果論ながら、FRB は昨年 7－10 月の 3 回の利下げ以降、FF 金利（翌日物）の誘導目標を 1.50% から 1.75% に据え置いている。こうした一定の金利延命もあり、米国の短期流動性資産である MMF には昨年後半からのリスク選好でも、米国内外から根強い需要が観測されている。

米国の投信協会（ICI）によると、米 MMF の資産残高は 1 月 15 日週に 3 兆 6304 億ドルとなっている。2009 年 7 月以来の高水準となった前週の 3 兆 6376 億ドルからは小幅に減少しているが、高止まりに変わりはない。直近最低である昨年 4 月 17 日週の 3 兆 0430 億ドルからは、+5874 億ドルの膨張となっている。

昨年 5 月から 10 月にかけては、貿易摩擦や米国内外の減速懸念、英 EU 離脱混迷などにより、米国内外

からの逃避・滞留資金が米 MMF へと大挙した。しかし昨年 11 月以降の米国株を始めとした世界株高やリスク選好でも、MMF からの資金流出は限定的になっている。

根強い MMF への資金滞留については、潜在的な貿易摩擦や中東情勢、米大統領選、世界経済などへの先行き警戒感が示唆されている。米国株は最高値更新が続くなか、現状段階での新規投資には慎重ムードも根強い。そうしたリスク回避要因の一方、MMF の高止まりには、米国株の高値利食い資金の滞留のほか、1) FRB による昨年後半からの短期金利押し下げ努力と短期資金の供給を受けたカネ余り再燃、2) 世界的な低金利やマイナス金利の中で金利妙味、3) 米国の内外企業による対米直接投資に備えた一時資金滞留――といった影響も想定される。

いずれにしても MMF への待機資金残存や、米国外からの根強い MMF 需要持続は、米国株と米国債価格、ドルの下支え要因（金利は上昇抑制）となるものだ。先行き米国株の下落や米債価格の下落（金利は上昇）、ドル安の局面では、押し目買い資金の予備マネーとなり得る（金利は低下）。

最近の米株急落局面である 2018 年後半には、米国株からの資金逃避もあり、MMF 残高は 9 週前比で同年 12 月から 2019 年 1 月にかけて、+1500 億ドルから +1600 億ドルの急増となった。その後、2019 年 1 月前後からの米株反発に連動して、MMF からは資金流出と米株回帰が進展。MMF 残高の 9 週前比では、同年 4 月にかけて -200 億ドルから -300 億ドルの減少となった。そこからは「資金回帰一巡」となって、米国株の反発は頭打ちへと移行し、5 月からは調整株安に転じている。

### MMF 高止まり、ドルと円建て米債価格の安定寄与

ひるがえって最近の MMF は昨年 10－11 月にかけて、9 週前比で +1700 億ドルから +1800 億ドルの急増となった。その後の MMF シフトの勢い鈍化でも、最新 1 月 15 日週は +583 億ドルのプラス化を維持している。過去実績として MMF 残高の増減がマイナス減少に転じるまでは、MMF からの米株回帰と米国の株高が延命されてきた。

例えば 2015 年 2 月から 6 月にかけて、MMF の 9 週前比はマイナス減少の傾向が続いた。その後は MMF からの「株式回帰一巡と出枯らし」も一因となり、同年 8－10 月にかけて米株は急落へと転じている。

一方、米 MMF 残高が 2009 年以來の高水準で高止まりとなっていることは、米国外からのドル資産需要や滞留の根強さを示すもので、ドルの下支え要因と

なりやすい。同時に MMF 残高の高止まりは米国内での「カネ余り」を反映したもので、米 10 年債価格の安定化と金利上昇の抑制につながっている。日本勢からすると、米金利の上げ渋りがドル安・円高要因となるが、米債価格の底堅さが米債投資でのプラスに寄与している。

日本勢から見た円換算の米債価格でいえば、米 30 年債の先物リターン指数 (S&P 30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index) が、米債価格とドルの底堅さにより、円建てベースで安定軌道を維持させている。最近では 1 月 2 日を安値に反発となり、16 日には昨年 10 月以来の高値を回復してきた。

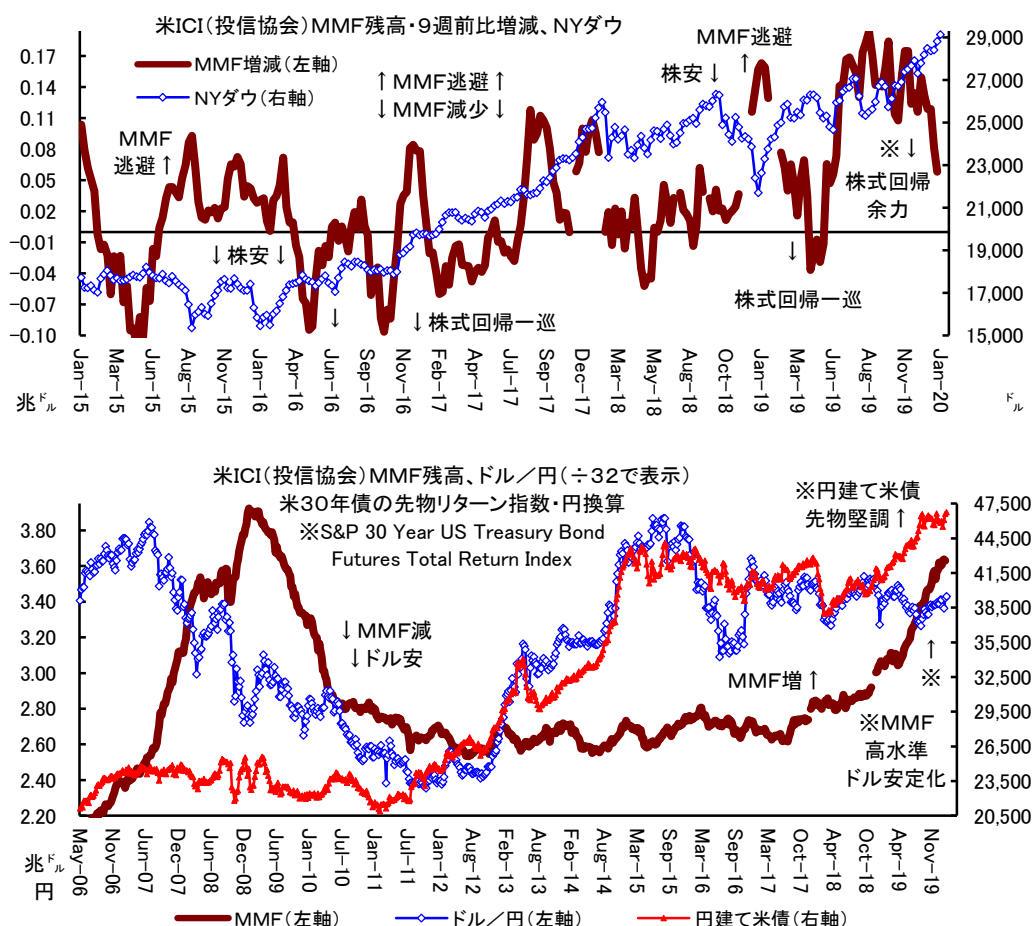
しかも昨年 8 月以降に円建ての同指数は、2019 年以降のレンジ上限を上抜け突破している。米債価格と為替の両面で、一定の収益安定化や差損回避につながっている。とくに 2017 年以降は米 MMF の急増が、「カネ余りと世界的なドル需要」のバッファーとなる形で、ドルと米国債価格の長期安定化を支援してきた。

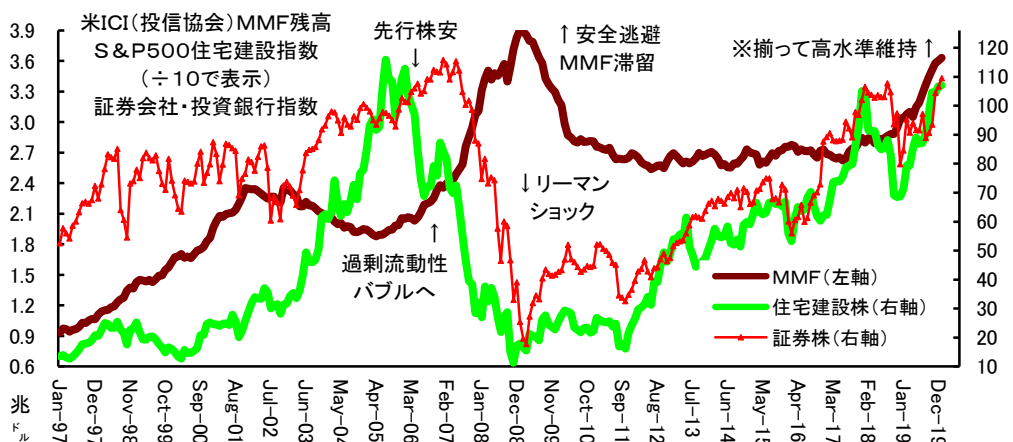
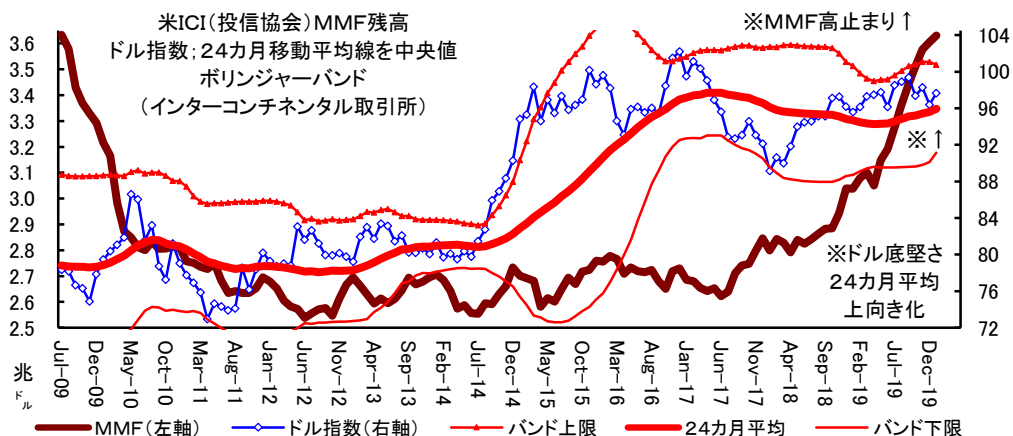
ドルの総合力を示す実効相場のドル指数 (インターコンチネンタル取引所算出) についても、足元で

は昨年 9 月以降のドル反落を経て、12 月末を安値として下げ渋りに移行している。12 カ月移動平均線の上抜け回帰に直面しているほか、24 カ月移動平均線の方向性が緩やかながら上向き方向を固めつつある。過去には 1995 年から 2001 年にかけて、米 MMF の残高増とドル指数の上昇トレンドが連動観測された実績がある。

ただし、米 MMF の高止まりは、「過剰流動性バブル」の先行きリスクも警戒される。2006 年から 2008 年にかけては当時の「長期金利低下の謎」もあってカネ余りと MMF 増加が続いたあと、リスク軽視と住宅金融バブルの行き過ぎを誘発。バブル破裂によるリーマン・ショックへとつながっている。

ただし、当時は 2005-2006 年の段階から、米 S&P500 の住宅建設株指数や住宅指標は、先行して天井到達と反落・悪化に転じていた。S&P500 の証券・投資銀行株指数についても、2007 年 1 月段階で天井形成から先行反落が見られている。その点、現在はあくまで住宅・金融面に限ると、そうした先行警戒シグナルは尚早となっている。





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。