

米マネタリーベース、爆発的な急増一服

米国の株高鈍化、金利下げ渋り、ドル下支えの要因

2020/6/22

米 FRB のマネタリーベース（資金供給量）は、3 月以降のコロナ危機対応に伴う爆発的な急増ペースが一服となってきた。過去の量的緩和（QE）「初期インパクト一段落後」実績に沿えば、米国の株高鈍化と米国債金利の下げ渋り、ドルの下支え要因となりやすい。ただし、現在の米国内外の金融市場は病み上がりの脆弱性や感染 2 波への恐怖感が残されており、FRB による危機対応の縮小は市場の変動率（ボラティリティ）上昇やドル資金逼迫化の再燃など、過剰な政策安心感の反動調整を招くリスクもある。

大量供給でもドル信認は維持、供給鈍化は安定化

「米国では 3 月以降、コロナ危機を受けた金融不安の封じ込めに向けて、ムニューシン財務長官とパウエル FRB 議長が緊密に連絡を取り合いながら、大規模かつ有効性のある政策対応を連打してきた」――。

米金融当局とパイプを持つ米系金融機関の幹部はこのような指摘を行う。もともとパウエル氏が FRB 議長に就任したのも、「ムニューシン氏によるトランプ米大統領への強い推挙を受けたもの」（同）とされるなど、両氏の信頼関係は厚い。

FRB による危機対応としては、3 月の世界的なドル不足に対応した大量ドル資金供給や主要国中銀とのドル・スワップ協定があった。為替相場では「ドル逼迫の解消やドルのダブつき化、ドルの価値希薄化がドル安要因となる」という見方もあったが、英フィナンシャル・タイムズ紙では 5 月 22 日、米国版の編集幹部が「FRB が守ったドル覇権」と指摘。市場を沈静化させただけでなく、「ドルを基軸通貨とする国際金融システムの基盤を将来にわたって盤石なものとした」と高く評価している。

同時進行で FRB は 3 月以降、無制限の量的緩和（QE）を急拡大させてきたが、FRB によるドルの信認維持努力もあって、現状では過度なドル安が抑制されている。その中で足元では FRB の QE 拡大に連動し、爆発的に急増してきた米マネタリーベースの伸び率が鈍化してきた。6 月 17 日週には 9 週前比で +3.8% となり、4 月 29 日週の +47.4% をピークに急増一服となっている。

FRB のバランスシート（総資産）全体も 2 月末以来の減少に転じてきたが、背景としては外国中銀との通貨スワップ協定の利用が大幅に減少したことや、緊急対策として導入された他のクレジット・ファシリティーの需要低下などがある。ドル調達難やドル逼迫の改善と市場正常化を受けて、すでに NY 連銀は 6 月 2 週にレポオペの利率引き上げを発表した。

こうした FRB による大量資金供給の緩和は、為替相場でドルの下支えや安定化を支援していく。一方では米国株の上昇ペース鈍化や、米長期債金利の下げ渋り（債券価格は上げ渋り）要因としても注視される。

過去の FRB による 2008 年以降の QE1 から QE3 などでも、「導入初期インパクトの一段落後」にはドル下げ止まりやドル反発、米株の上げ渋りや調整下落、米長期債金利の低下一服や下限切り上がりが連動観測されてきた。

ドル/円でいえば FRB の週間マネタリーベース残高は、2011 年 7 月にかけて 26 週前比（半年前比）+33.8% へと急増する場面があった。連動する形でドル安が加速されたが、同月でマネタリーベースの伸び率がピークアウトから縮小に転じると、ドルの下落モメンタムは鈍化している。同年 9 月には 75 円と過去ドル最安値を更新する場面もあったが、2011 年 7 月から 2012 年 10 月までの約 16 カ月間、ドル/円のドル安値は 75-77 円前後で下げ渋りと安値横這い化が長期化した。

危機対応縮小、過度な政策安心感の反動は警戒

その後のマネタリーベースの 26 週前比での急増を受けたピークアウトには、2013 年 10 月前後の +20.1% があった。当時のドル/円も 96-98 円前後でのドル下げ渋りと下値固めに移行し、マネタリーベースの伸び縮小に連動する形で、翌 2014 年 12 月には 121 円超え方向までドル高が進展した実績を有している。

ひるがえって現在のマネタリーベースは、最新 6 月 17 日週に 26 週前比 +47.8% となった。昨年 12 月の +1.9% をボトムとした急増を経て、6 月 5 日週の +55.7% で頭打ちのピークアウトになっている。過去実績に沿えば、現状からのドル/円でのドル安余地縮小や下値固め、緩やか下限切り上がりが支援されやすい。

米国株の S&P500 については、マネタリーベースの 13 週前比（3 カ月前比）増減率と密接な相関性を有してきた。今回は 3 月からの拡大と 5 月 27 日週の +51.2% への急増過程で、米株の急上昇が後押しされている。しかし最新 6 月 17 日週には +30.9% と伸び率が縮小しており、連動した米株上昇のモメンタム鈍化や一旦の価格調整、日柄調整などが意識されやすい。

しかも現在の米国株市場については、当座の好材料消化のほか、感染 2 波リスクや景気のリバウンド改善一巡後の成長ペースの鈍さなどが懸念されてい

る。米国内外の金融市場は病み上がりの脆弱性が残されており、FRB による危機対応の後退は市場の変動率（ボラティリティ）上昇やドル資金逼迫化の再燃など、過剰な政策安心感の反動調整を招くリスクもある。

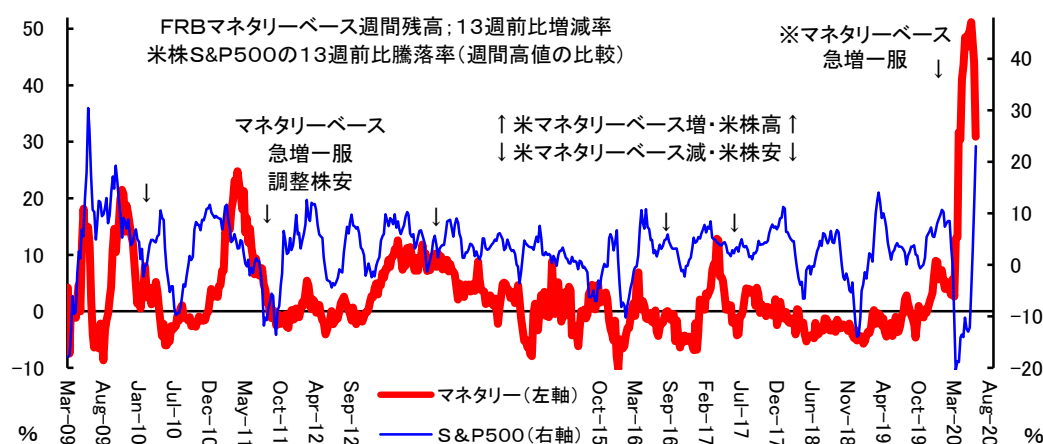
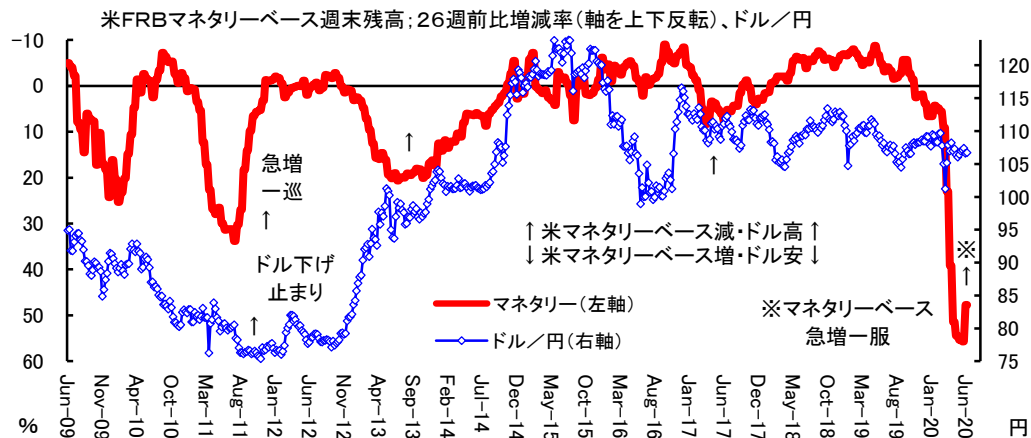
実際に過去の FRB による QE 実績として、マネタリーベースが急増から鈍化していく局面では、短期調達金利である LIBOR のドル建て 3 カ月物金利が連動上昇となるパターンが見られてきた（銀行間取引金利、現在はインターコンチネンタル取引所＝ICE が管理）。現在も FRB の危機対応縮小やマイナス金利観測の後退などにより、6 月 15 日の 0.299% をボトムとして 17 日には 0.316% へと微妙に切り上がりつつある。為替相場ではドルの下支え要因となる一方、非ドル通貨の下落や米国株の上値抑制などによるリスク回避の円高を招く可能性も無視できない。

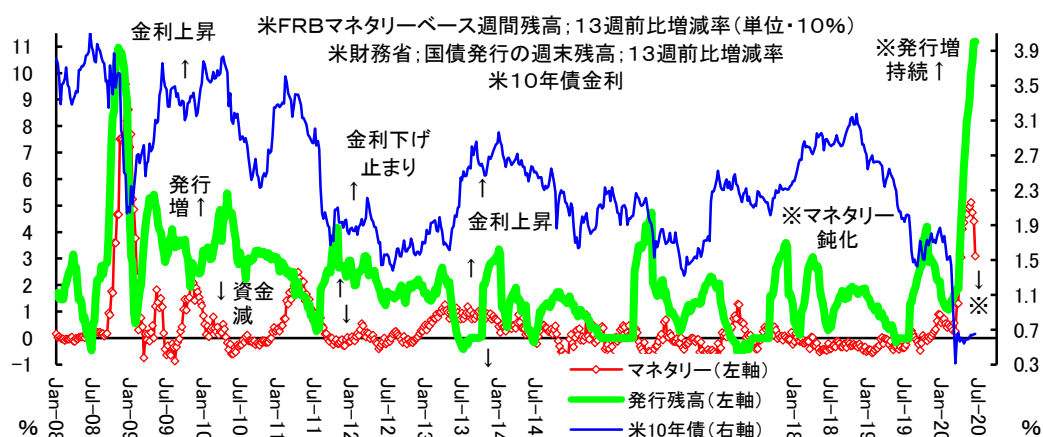
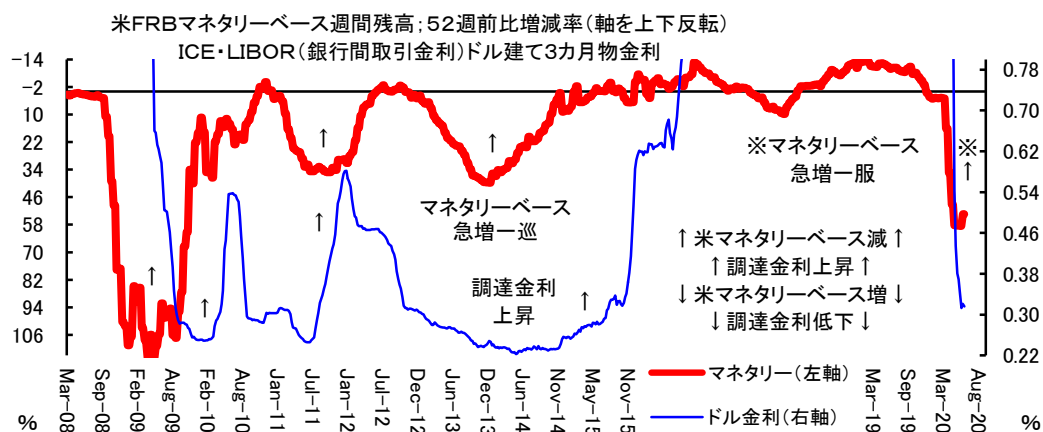
ちなみにコロナ危機下でもパウエル FRB 議長が死守してきた「ドルの信認」に関しては 19 日、ボルトン前米大統領補佐官（国家安全保障問題担当）のトランプ政権の暴露本で、パウエル氏と盟友関係にあ

るムニューシン財務長官が、「中国などに対する経済制裁への過度の依存がドルの優位性を弱めると懸念していた」ことが明らかになった（ブルームバーグ）。

ボルトン氏はベネズエラやロシア、中国などに対する厳しい経済制裁に対し、ムニューシン氏が反対していた複数のエピソードを紹介。ムニューシン氏は米金融システムへの他国のアクセスを阻止した場合、「世界の準備通貨としてのドルの地位を損ない、ロシアや中国などの国々にユーロやカウンター・トレードなどの手法での取引を促すだろう」と主張していたという。

こうしたパウエル氏とムニューシン氏によるドルの信認維持に向けた政策行動や提言の効果もあつてか、トランプ米大統領は 5 月 14 日、「強いドルを支持する」と表明した（米 FOX ビジネス・ネットワークとのインタビュー）。トランプ氏は「貿易の面で（ドル高は）厳しいが、国や物価の面ではインフレもなく問題はない。現時点で強いドルを持つことは良いことだ。現時点で強いドルを持つことは素晴らしいことだ」と述べている。





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自身でお願いします。