

### 米国「カネ余り」鈍化、米債金利を底上げへ

MMF や FRB 総資産の急増一服、緩和縮小や実物シフトも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2021/9/3 (金)

米国では過剰流動性などによる「カネ余り」が鈍化しつつあり、余剰マネーの米国債シフト漸減を通じて米長期債金利の底上げ（米債価格は上げ渋り）につながりやすい。米 FRB による緩和ペースの鈍化や先行きの量的緩和縮小、経済活動再開の広がりによる退蔵マネーの設備投資や消費といった実体シフト、融資改善もあり、短期流動性資産 MMF や、FRB の総資産は急増ペースが一服となってきた。今後は米国での良い金利上昇と悪い金利上昇の「臨界点レベル」見極めや、ドル高と日本の株高への影響「持続性」が焦点になる。

#### MMF13 週前比マイナス、余資減退で金利上昇も

「7 月から 8 月後半にかけての日本や世界でのコロナ感染再増加や、中国など世界景気のピークアウト懸念、日本での菅政権による東京五輪『政権浮揚』失敗、それに伴う秋にかけての政治不安の高まりというリスク回避局面では、海外のヘッジファンドなどから日経平均株価の先物売りや米国債の買い（金利は低下方向）というポジションの構築が観測されていた」――。

ある米国の資産運用ファンド幹部は、8 月後半時点でこのような解説を行っている。その後、8 月 23 日前後からは、米国でのワクチン正式承認やパウエル米 FRB 議長による量的緩和の年内縮小表明、追隨する形での ECB 幹部による緩和縮小の地ならし、原油反発などもあり、過度なリスク回避や債券選好が一服。まだ短期的なポジション調整に過ぎないものの、日経平均の反発と米国債金利の上昇（債券価格は反落）という巻き戻しが見られている。

先行き FRB の緩和縮小ペースは緩やかであるほか、パウエル FRB 議長は「量的緩和縮小と利上げは別物」と強調したことで、米 10 年債金利の上昇度合いは限定的だ。それでも緩やかに米 10 年債金利の下限を切り上げていくのが（債券価格は上値切り下がり）、米国内での長期スパンでの「カネ余り」の勢い鈍化だ。

昨春のコロナ打撃以降は FRB による金融緩和強化のほか、感染の収束不透明感などによるリスク忌避もあって、米国内外での余剰マネーが米国債に大量滞留してきた。しかし、足元では FRB に続いて ECB など各国中銀が過度な緩和策の見直しに着手し、同時に米国などで経済の正常化とコロナ共存対応が進むなか、カネ余り余剰マネーの滞留堆積にはピークアウトの兆候が見られつつある。

すでに米国では FRB による緩和ペースの鈍化や先行きの量的緩和縮小の中で、退蔵マネーの設備投

資や消費といったシフトが部分的に進展してきた。金融機関からは、貸出改善や融資基準の緩和も見られている。FRB の超緩和策やリスク忌避などを受けた余剰マネーが、米国債といった安全資産への滞留から、「実体経済の血流」として回り始めている。その中で米国では証券市場の枠内に滞留している短期流動性資産 MMF や、FRB の総資産について、急増ペースが一服となってきた。

米国の投資信託協会 (ICI) によると、現預金に近い安全資産の MMF（マネー・マーケット・ファンド）残高は最新 8 月 25 日週に 4 兆 5266 億ドルとなった。最近では FRB による流動性供給の継続や個人給付金、米国株の高値警戒などによる利食い資金の MMF 滞留などもあり、6 月 2 日週には 4 兆 6120 億ドルと昨年 7 月以来の高水準に再増加となっている。しかし、7 月以降は世界的な感染再増加や米国株の調整下落などの安全逃避もあったが、MMF への資金滞留は抑制されている。

米 MMF の 13 週前比（約 3 カ月前比）増減率でいえば、8 月 25 日週に -1.8% 減となった。5 月 26 日週の +6.1% 増をピークに増加ペースが鈍化し、7 月 28 日週以降は 3 週連続でのマイナス化となっている。最近では昨春のコロナ危機のあと、同増減率は昨年 5 月にかけて +32% もの急増となった。そこから増加ペースが鈍化し、昨年 8 月からは -5% 方向への反動減少が見られている。当時は MMF などへの「カネ余り」退蔵の一服と連動する形で、米 10 年債金利は急低下から底入れに移行。昨年 8 月の 0.502% が最低となる形で、12 月にかけては 0.984% 方向に緩やかな金利上昇へと転じていた。

#### MMF 急増一服、米金利の低位安定「一服」焦点

その前では米 MMF 残高の 13 週前比が、2018 年 3 月から 6 月にかけて反動減的なマイナスとなる場面があった。当時も MMF に象徴される余剰マネーの増加一服が、米国債に向かう「カネ余り滞留」の先細りへと寄与。米 10 年債金利は同年 3 月の 2.737% が最低となる形で、同年 10 月には 3.259% 方向に上昇した実績を有している。

しかも米 MMF の週間残高は、トレンド方向を示す 13 週移動平均と 52 週移動平均の方向角度が揃って下向き化へと転換し始めた。3 カ月スパンや 1 年スパンでの MMF 急増トレンドの変調を示すもので、「過剰流動性相場の終わりの始まり」や「カネ余りに伴う米 10 年債金利の低位安定の一服」が注視されやすい。

米 MMF の残高は 1 年スパンのトレンドを示す、

月間ベースの12カ月移動平均でも方向角度が下向き転換という基調変化が見られつつある。過去にはリーマン・ショック直後の2008年に安全逃避などでMMFが急増したあと、2009年以降にかけて反動減が観測された。当時は連動する形での米国債金利の上昇転換もあり、ドルの総合力を示すドル指数(インターコンチネンタル取引所算出)は底入れから反発が連動進展している。

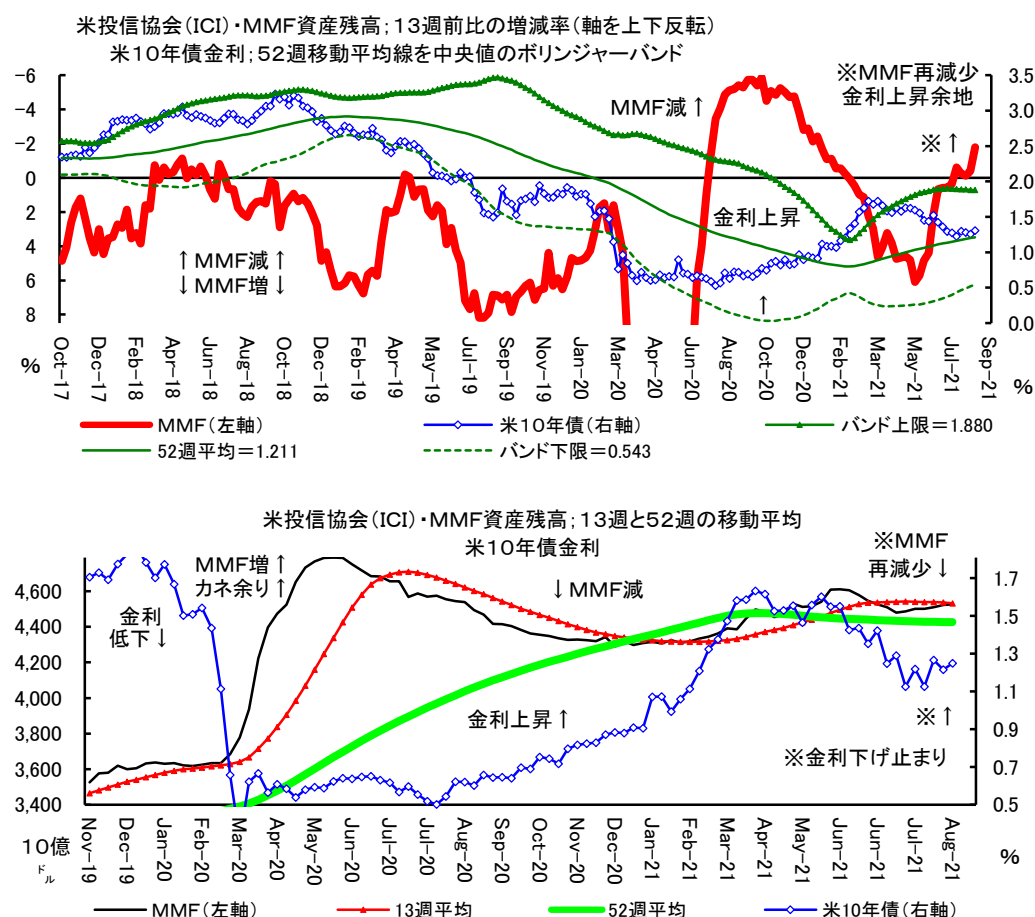
現在についてもドル指数は中長期のトレンド判断で参考になる月足テクニカルで、前月8月から12カ月移動平均線の上抜けと方向角度の上向き化、一目均衡表・転換線の上抜けが同時観測されている。実に昨年5月以来の現象となるものだ。同時期からの全般的なドル安トレンドの一段落と、下値固めを経ながらの反発余地が注目されやすい。

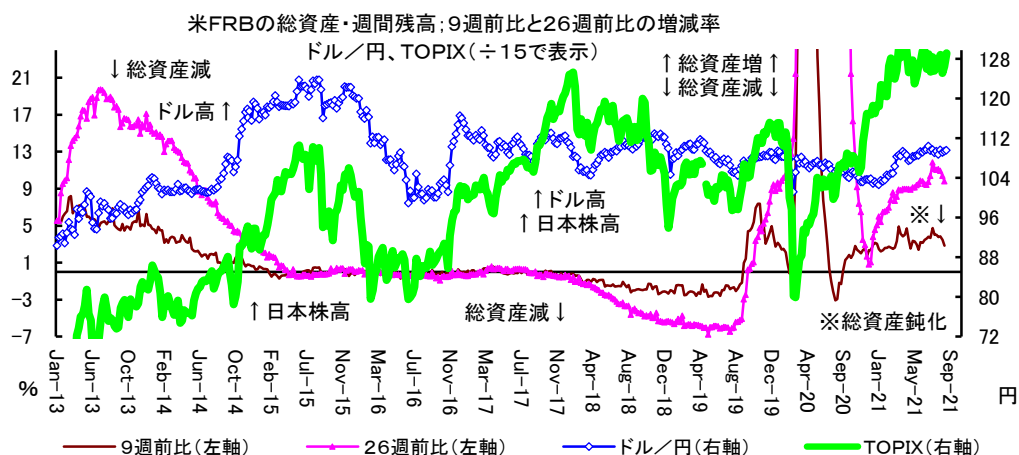
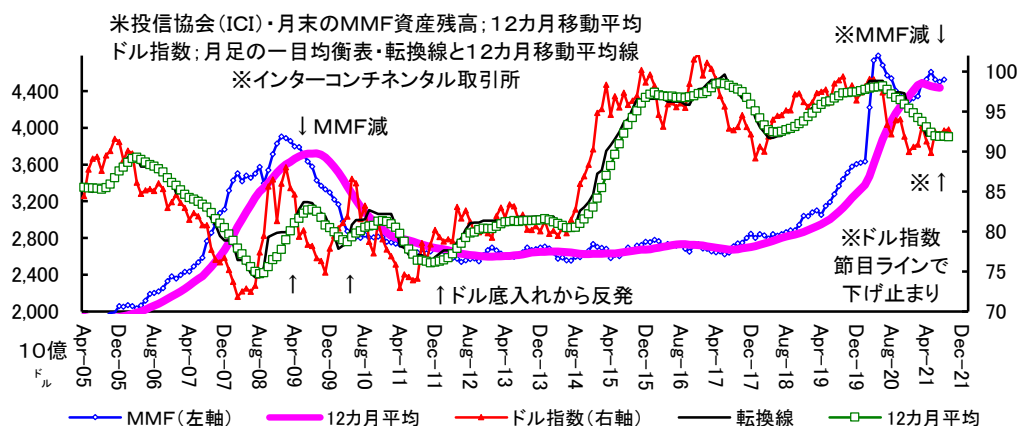
米国ではFRBによる緩和ペースの鈍化や量的緩和縮小の地ならし始動などを受けて、FRBの総資産(バランスシート)も急増ペースが一服となってきた。これまた余剰マネーの米国債シフトの漸減を通じ、米10年債金利の下限切り上がりに寄与しやすい。

過去実績として米緩和一服と米債金利上昇は、日本市場に対してドル/円でのドル高やドルの安定化、日本の金融機関の運用環境改善(リスク許容度改善)、日本の銀行や保険会社の利ざや改善などを通じ、日本株の連動上昇が支援されてきた。その点で今後については、米国での良い金利上昇と悪い金利上昇の「臨界点レベル」見極めや、ドル高と日本の株高への好影響「持続性」が焦点になる。

なお、FRBの総資産は最新8月25日時点で、9週前比増減が+2.8%となった。前週の+3.5%から増加率が鈍化しており、短期的には7月14日週での+4.7%で増加ペースが一段落となっている。より長期の26週前比(約6カ月前比)では、+9.8%となった。こちらも前週の+10.4%から減速し、7月14日週の+11.8%で伸び率が一旦のピークアウトとなっている。

こうしたFRB総資産の増減率ベースでの反動減速は、過去に2017-2018年、2013-2014年などで観測されてきた。いずれも日本市場では上下動がありながらも、ドル/円でのドル底上げと日経平均株価の上昇トレンドが連動形成されている。





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。