

FRB 資金供給と資産、「再減少」の余地

金融不安対応での増加一服、米株圧迫でドル下支えも

2023/7/28 (金)

米国では FRB のマネーサプライ（通貨供給量）とバランスシート（総資産）について、再減少の余地が残されている。3 月以降は金融不安への対応などにより、再増加となってきたが、7 月 26 日の米 FRB・FOMC 後にはパウエル議長が「銀行システム全体は落ち着き」、「先行き量的引き締め（QT）を継続しながら利下げを実施する可能性」などと説明し、量的な資金の絞り込み余地を示唆している。金融市場では米国株の調整下落や上値抑制、為替相場ではドル高余地やドル下支えの各要因として注視される。

M2 が 2 カ月連続増で米株高、反動調整の余地

「3 月の米金融不安を受けた FRB の銀行向け貸出と資金供給の強化は、1998 年夏以降のロシア危機、ヘッジファンド危機後の緊急対応を彷彿とさせる。当時の FRB は利上げ一服ながら政策金利を高止まりさせた状況にあったが、危機後には機動的に流動性の増強へと転換。米国株は危機直後の急落を経て、翌年半ばにかけて大幅反発となっていた」――。

今年 3 月以降に在 NY のヘッジファンド幹部などからは、このような指摘がなされている。実際に 3 月以降の米株 S&P500 は 3 月 13 日にかけて急落したあと、底入れ反発へと移行した。4-5 月にかけての横這い化と下値固めを経て、6 月以降は現在に至るまで株高モメンタムが点火されている。

株高には複合材料があるものの、一因としては FRB による貸出・資金供給の強化余波が無視できない。7 月 25 日公表の FRB マネーサプライ（通貨供給量）では、6 月に M2 が前月比 +0.2% の増加となった。最近では 2022 年 3 月からの FRB 引き締め開始もあり、M2 の前月比はマイナス基調が続いてきたが、5 月の +0.6% に続いて 2 カ月連続でのプラス回復となっている。

もっともその分だけ、今後は金融不安対応の一服と基本的な FRB の引き締めバイアス継続もあり、資金供給は反動的な再減少が意識されやすい。金融市場では米国株の調整下落や上値抑制、為替相場ではドル高余地やドルの下支えの各要因として注視されそう。

直近では 7 月 26 日の FRB・FOMC のあと、パウエル議長が金融不安に関して「銀行システム全体としては預金や貸出の動きは落ち着いており、資産や収益、自己資本も良好」、「現時点で懸念すべき状況にはない」、「米国経済は銀行の混乱をうまく乗り切っている模様」などと発言。政策対応の一段落を示唆している。同時に先行きの金融政策については、「量的引き締め（QT、FRB のバランスシート縮小）を継続し

ながら、利下げを実施する可能性」という説明を行っている。

こうした政策姿勢も、FRB のマネーサプライやバランスシート（総資産）の再減少を後押しさせていく。

FRB のマネーサプライ M2 は昨年 4 月以降、前月比で減少が目立ってきたが、S&P500 の月間安値は連動での前月比・株安が観測されてきた。具体的には昨年 10 月が前月比 -2.6%、今年 3 月が -3.4%、昨年 6 月が -4.6%、昨年 9 月が -9.4% といった下落率だ。コロナ危機前の平時に近い 2019 年には、調整的な株安局面で 2019 年 5 月に -3.4%、9 月に -4.4% といった下落率が見られている。

その点で今後、FRB のマネーサプライなどが再減少となる局面では、6-7 月の米株高の反動調整もあり、前月比 -2% から -4% 前後の株安は十分に想定されそう。

総資産 3 月増でドル安、5 月から反動減でドル高

為替相場のドル/円についても、FRB のマネーサプライや総資産とは密接な相関性を有している。米国の量的なマネーの増加は、ドルの余剰化や価値希薄化、余剰マネーの米国債滞留と米債金利の低下（米債価格は上昇）などにつながり、ドルは下落となりやすい。反対に米国での量的なマネー減少は、ドルのタイト化と価値向上、米国債への滞留資金収縮と米債金利の上昇（米債価格は下落）などへと作用。ドルは上昇の要因となる。

最近では 3 月の米金融不安対応もあり、FRB の総資産は 13 週前比で 3 月 22 日週に +2.0% の増加となる場面があった。2022 年 4 月以来の増加率を回復している（ドルは余剰化）。その前後でドル/円は、129 円台と直近のドル安値をつけていた。

一方で 5-6 月からは金融不安対応の一服もあり、FRB の総資産は再減少へと移行。13 週前比では 6 月 21 日週に -4.3% となり、昨年以降では最大の減少率となっている（ドルはタイト化）。その前後でドル/円は 145 円超えへとドル高が加速し、昨年 11 月以来のドル高値を更新している。

ひるがえって直近での FRB 総資産は、7 月 19 日週に -3.7% の減少となった。3 月以降の増加とその後の 6 月にかけての反動急減の勢いは鈍化しており、目先はドル高ペースの鈍化やスピード調整などによるドル安の余地が注視される。

一方で 6 月にかけての反動急減（ドル高加速）と、その揺り戻し調整が一服してくると、8 月以降に FRB 総資産は緩やかな減少トレンドへの回帰が見込まれ

る。ドル/円は調整的なドル安局面を経ながらの緩やかなドルの下限切り上がりトレンドや、135－145 円前後を中心としたドル高止まりのレンジ安定化へと移行していく可能性がある。

FRB の総資産については今年 4 月、NY 連銀のシステム公開市場勘定に関する年次報告書で、「FRB は今後数年間にわたり、保有している膨大な現金と債券を縮小させると見込まれる（量的引き締め＝QT の継続）」、「FRB の保有資産は現在の 8.7 兆ドル（3 月時）から 2025 年半ばまでに約 6 兆ドルに減少し、その後 1 年間は安定的に推移すると想定」という見通しが示された。

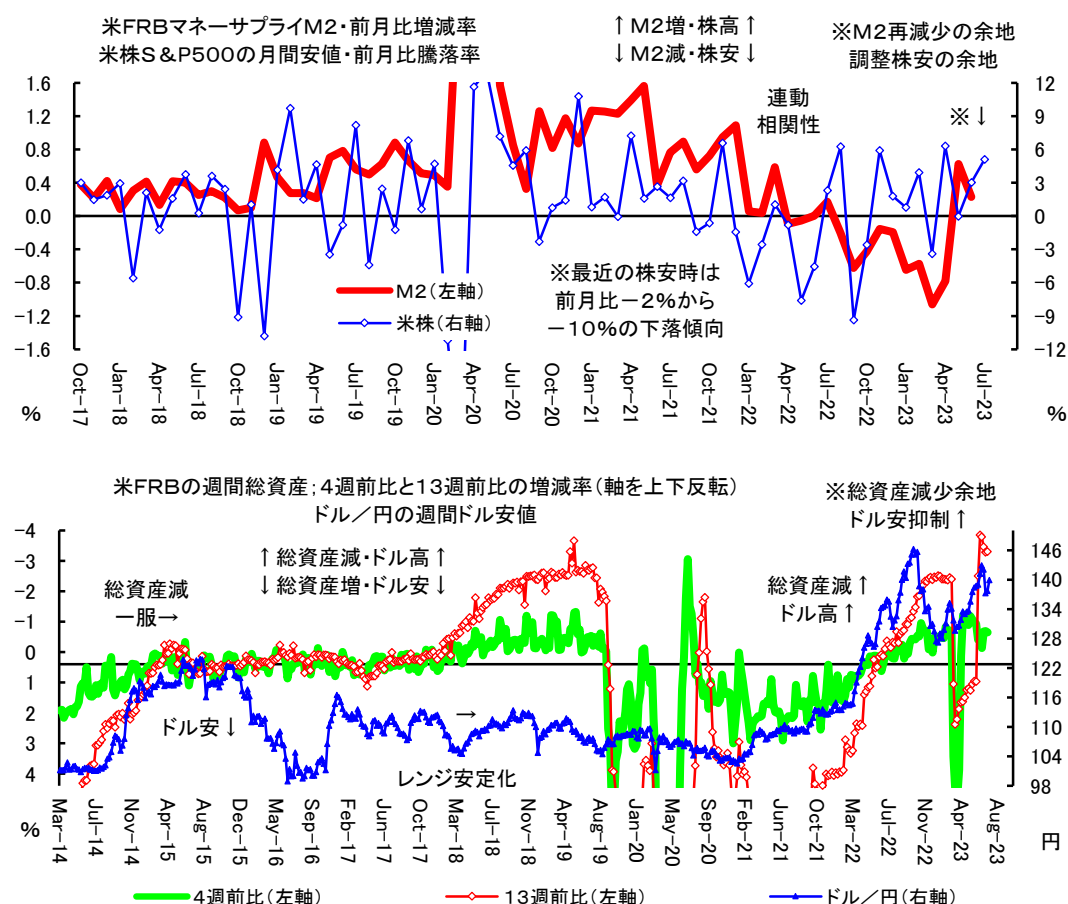
直近の FRB 総資産は、7 月 19 日週時点で 8 兆 2746 億ドルとなっている。NY 連銀による圧縮メド予想の約 6 兆ドルまでは、まだ－2.27 兆ドル、－27.5%という大幅な減少余地が残されている。しかも同資産の直近最高は昨年 5 月の 8.95 兆ドルであり、現状は引き締め縮小の初期段階に過ぎない。

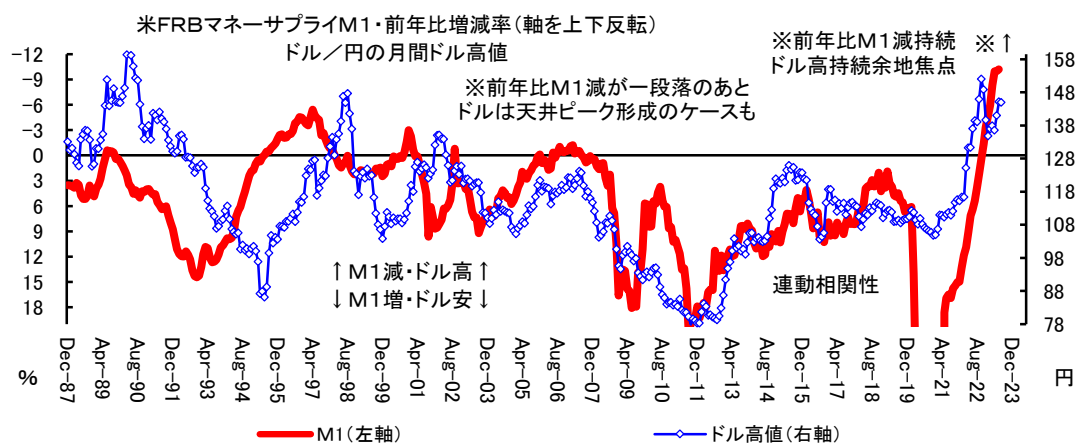
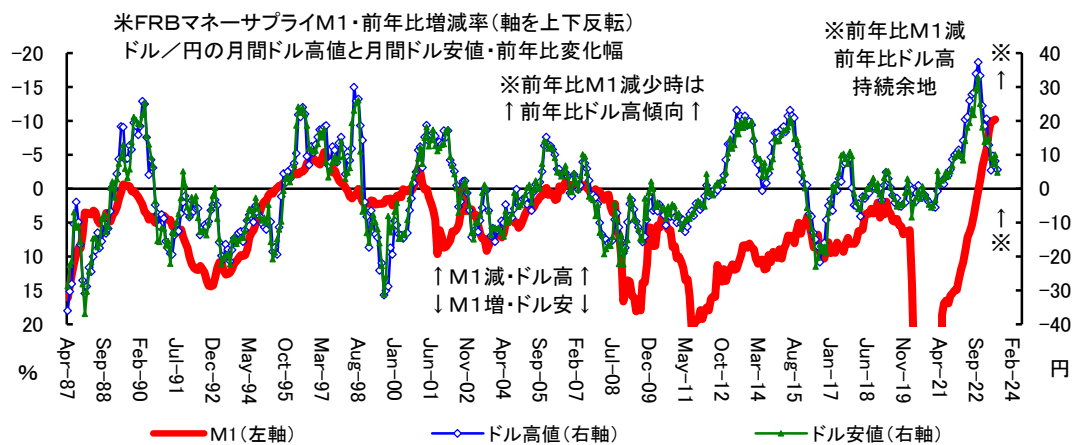
一方、FRB のマネーサプライに関しては、M1 の前年比がドル/円と密接な相関実績を有してきた。米 M1 が前年同月比マイナスとなる局面では、前年比でのドル供給の絞り込み（ドルのタイト化）や引き締めの効果などが、ドル/円での前年比ドルに押し上げ効果につながっている。

最近では昨年 11 月以降、M1 は前年比マイナス基調に転じてきた。連動する形でドル/円は足元の 7 月に至るまで、月間のドル高値、ドル安値ともに「前年比ドル高」のトレンドが継続されている。

引き続き米 M1 は前年比マイナスの基調持続が見込まれるが、先行きのドル/円の水準メドで参考になる前年の実績は、月間ドル高値が昨年 8 月に 139 円、9 月 145 円、10 月 151 円、11 月 148 円、12 月 139 円などとなっていた。昨年の月間ドル安値は、昨年 8 月が 130 円、9 月 138 円、10 月 143 円、11 月 137 円、12 月 130 円などとなっている。

このうち 148 円や 151 円といったドル高水準は、昨年の FRB による歴史的な利上げペース加速などが影響していた。それに対して現状は「FRB の利上げ終了接近」などもあり、ドル高エネルギーの残存余地は減退している。それでも FRB は利上げ休止に移行したあと、来年前半にかけては政策金利を高止まりで維持させる構えだ。連動して FRB のマネーサプライや総資産は、前年比マイナスの傾向が続く。その点でいえばドル/円は年末にかけて、前年同月水準との見合いで前年比ドル高、あるいは最低でも 135－145 円を中心としたレンジは維持される可能性がある。





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。