

FRB 資産圧縮、減速や終了でも前年比減持続

日銀は前年比増を維持、先行きドル高・円安の継続支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/1/19 (金)

米国ではFRBの総資産（バランスシート）圧縮と量的引き締め（QT）について、年内の減速や終了が焦点となってきたが、圧縮一服でも当面は「前年比減」が維持される。かたや日銀のマネタリーベース（資金供給量）は量的緩和政策の持続や日銀による国債購入の一定継続圧力、地震対応等の資金供給もあり、まだ前年比での増加や横這い化が続く。日本・米国の量的マネー比較と為替ドル/円の関係では、円の余剰化やダブ付きの相対緩和により、ドル高・円安の基本的なトレンドが当面は支援されやすい。

日米の量的資金格差、昨年は日本優位で円安加速

「米FRBは量的引き締め（QT）として知られるバランスシート圧縮のペースを6月から段階的に減速させる」（1月5日、ドイツ銀行）、「FRBのFOMCでは、3月に保有国債のランオフ（償還に伴う保有証券減少）を段階的に縮小する計画を発表する。4-6月にかけて米国債の月間ランオフ上限を段階的に引き下げ、7月にランオフを終了する」（1月9日、BoFA＝バンク・オブ・アメリカ）――。

年初以降、米欧の金融機関などからは、FRBの利下げ予測と同時進行で、総資産（バランスシート）圧縮と量的引き締め（QT）について年内の減速や終了の見通しレポートが相次いでいる。

FRB関係者では米ダラス連銀のローガン総裁が6日、金融市場で流動性が乏しくなる中で、米金融当局は「資産圧縮ペースを減速する必要があるかもしれない」との見解を示した。3日に公表された12月12-13日のFOMC議事要旨でも、QTとして知られるランオフのペース減速の時期を決定する技術的要因に関し、「協議開始が適切」と複数の参加者が示唆していた。

為替ドル/円では先行きFRBの利下げ開始と並び、ドル安・円高の要因として注視されるものだ。もっともFRBが総資産の圧縮を減速・終了させても、当面は2020年のコロナ危機に対応した記録的な量的緩和膨張のテクニカルな前年比減と正常化は持続していく。

かたや日本での日銀マネタリーベース（資金供給量）は、量的緩和政策の継続や日銀による国債購入の一定継続圧力、地震対応等の資金供給もあり、まだ前年比での増加や横這い化が見込まれている。

さらに日銀マネタリーベースについては2022年8月前後のあと、コロナ関連の融資を手掛ける金融機関向けの特別オペ（コロナオペ）の利用額が急減してきたことや、日銀支援の打ち切り影響もあり、昨年7月にかけて反動減の前年比マイナスが見られて

いた。その分だけ今年は7月にかけて、リバウンドの前年比プラスが支援される可能性がある。

結果、日本・米国の量的マネー比較と為替ドル/円の関係では、日本の緩和優位と米国の劣勢が持続。円の余剰やダブ付き「相対緩和」継続により、ドル高・円安の基本的なトレンドが当面は支援されやすい。

昨年の日本・日銀マネタリーベース・米国・FRB総資産「前年比」伸び率格差は、1月の+0.6%が日本優位の最低となる形で、日本優位と米国劣勢の乖離が拡大した（日本>米国）。相対的な日本の緩和優位と円の余剰拡大（円安要因）、反対に米国の引き締め優位とドルの余剰減少（タイト化、ドル高要因）という方向になっている。

同格差は昨年10-11月に、+18%超えへと日本優位・米国劣勢が進展となった。連動する形でドル/円は昨年1月の127円台が年間ドル安値・円高値となり、10-11月には151円超えへとドル高・円安が加速された連動実績を有している。

直近のFRB総資産でいえば、週間ベースで1月10日週に、約7.69兆ドルとなっている。過去最高となった2022年3月の8.96兆ドルからは、-14%の減少となってきた。それでも今後の前年同月比で参考になる1年前の水準は、昨年3月が8.71兆ドル、6月が8.34兆ドル、9月が8.00兆ドル、12月が7.71兆ドルとなっている。

FRB 資産、前月比増でも前年比減、ドル支援

仮に4月以降に資産減少額が縮小となっても、現状7.69兆ドルからの残高減少自体は続くため、前年比のマイナス傾向は持続していく。現状から資産圧縮が終了となったとしても、現状7.69兆ドルでの横這いに移行するだけだ。今年12月までは前年同月水準を下回るマイナスという、引き締め環境が続くことになる。

過去FRBの実質的な量的引き締めと引き締め一服の局面では、2016年10月からFRB総資産が「前月比」で減少一服と増加の場面があった（引き締め減速）。それでも「前年比」では、その2016年10月から2017年8月にかけて慣性的な減少傾向が持続となっている。

同期間にドル/円は複合材料もあったが、2016年10月の100円台から2017年1月にかけて118円超え方向へのドル高・円安の進展が見られていた。総資産の「前年比減」が継続した2017年8月にかけては、108-118円を中心としたレンジ安定化が維持されている。

その前では2012年10月から12月にかけて、FRB総資産の「前月比」が減少一服から増加となる一方、「前年比」は減少継続という端境期があった。当時はアベノミクス相場の始動といった材料もあったが、ドル/円は2012年10月の77円台で当時のドル安局面が底入れに移行。12月には86円超えへとドルが上昇となり、その後は2015年の125円超えまでドル高・円安のモメンタムが増長された実績を有している。

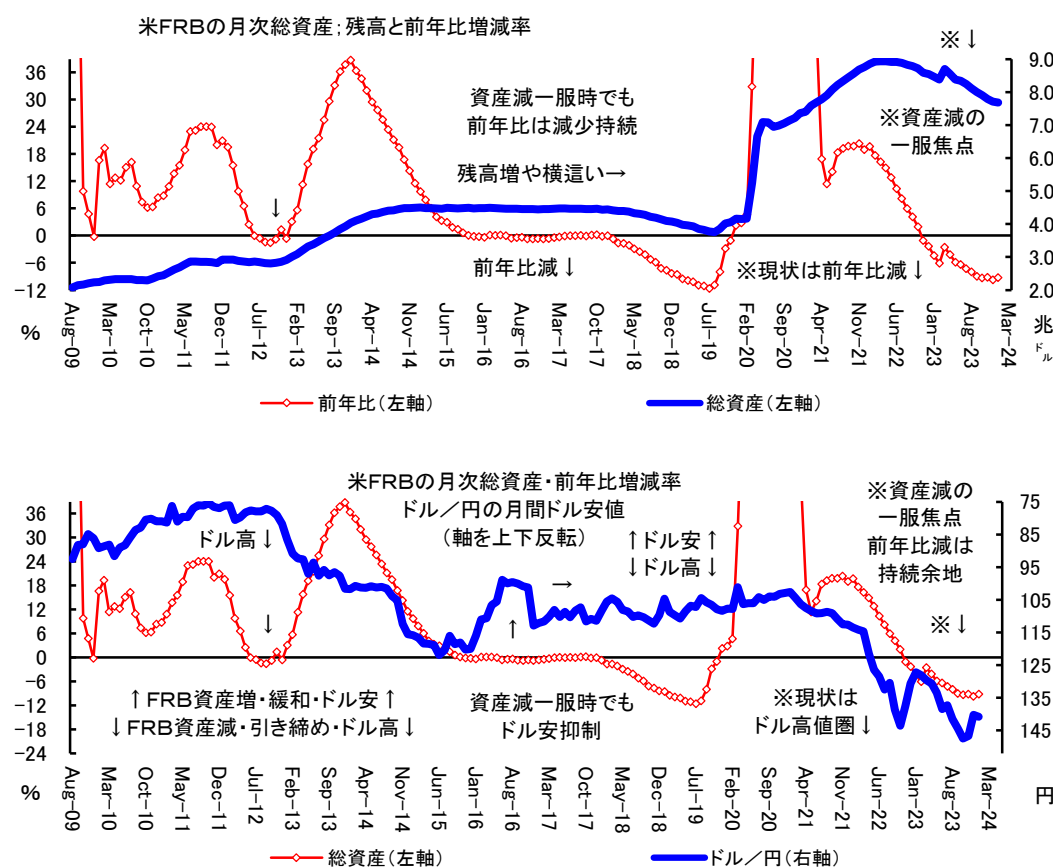
FRBの量的引き締めに関し、米NY連銀が昨年10月にプライマリーディーラーに対して実施した調査によると、「資産圧縮の取り組みが終了するのは2024年7-9月期で、資産規模は足元（昨年9-10月時）の約8兆ドルから6.75兆ドルに減少する」と予想されていた。

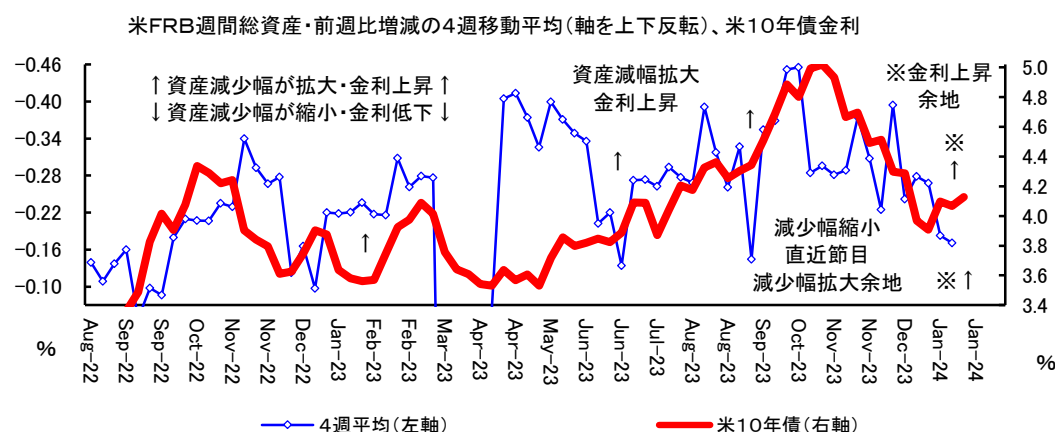
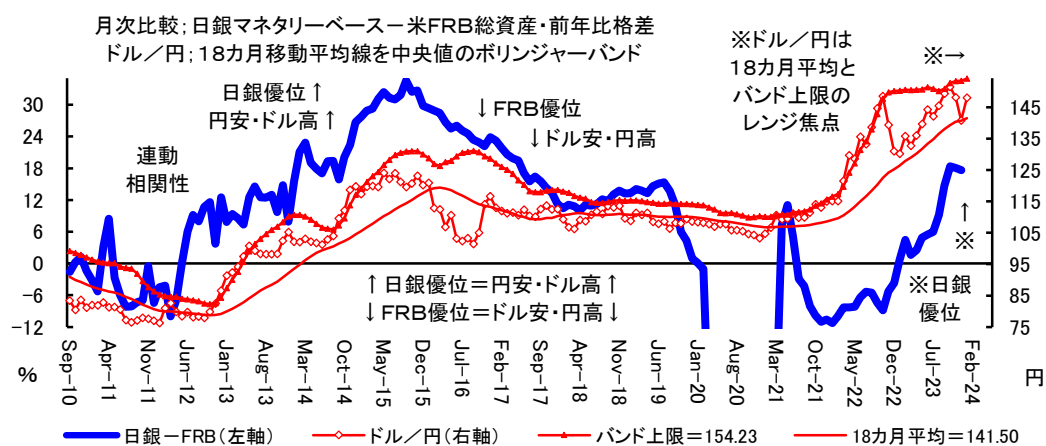
FRB資産の先行き前年比でいえば、昨年7月が8.24

兆ドル、8月が8.12兆ドル、9月が8.00兆ドルとなっている。実際に資産が6.75兆ドルに減少していくとなれば、今年7-9月にかけて前年比は-15%から-18%の大幅減が続くことになる（前年比での量的引き締め持続とドル高の要因）。

直近のFRB週間総資産は昨年11月以降に年末資金供給配慮やFRBの利上げ休止余波などもあり、資産の前週比マイナス幅は縮小となってきた（量的引き締めペースの鈍化）。一方で直近1月10日週には、前週比の4週移動平均といったトレンドで、マイナス幅の縮小が2022年の引き締め開始以降の下限ゾーンという節目に到達している。

その分だけ、今後は反動的な引き締め再強化と資産減のマイナス幅再拡大、FRB保有の米国債再減少、連動した米長期金利の上昇（債券価格は下落）とドル高の余地が注目されやすい。





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、複製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。