

米 FRB 総資産、対 GDP 比で縮小余地残る

縮小ペース減速も 25 年にかけて持続、ドル下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/5/31 (金)

米 FRB の総資産（バランスシート）は GDP 比で縮小余地があり、為替ドル/円ではドル下支えやドル高余地の支援材料として注目される。すでに FRB は 2022 年 6 月から保有資産の減少を開始し（量的引き締め＝QT）、今年 6 月から縮小の規模減額とペース減速を決めているが、完全な終了と正常化は 2025 年以降と見られている。今後は日銀の国債買い入れ減額などで量的比較での円余剰と円安の度合いは鈍化してくるが、過去実績として FRB の量的絞り込みの持続期間にドル安・円高の度合いは抑制されている。

FRB 総資産の対 GDP 比、正常化余地がドル高余地

「FRB はバランスシート（総資産）の GDP 比を 20% から 23% 程度にまで縮小すべき」（2022 年 2 月）、「FRB の米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の保有資産が GDP 比で 10% から 11% 近辺に縮小すれば、FRB はバランスシートの縮小ペースを減速し始める可能性がある」（2023 年 1 月）――。

現在の FRB にあって影響力を強めているウォラー理事は、過去にこのような見解を示している。こうした比率に関し、FRB 内での厳密な目安は明らかにされていないが、一定程度の GDP 比縮小もあってか、5 月 1 日の FOMC では 6 月 1 日からの資産縮小規模の減額とペース減速を決めている。

過去実績として FRB による総資産の圧縮と量的緩和の縮小は、為替ドル/円に対し、ドル余剰の絞り込みや米国債金利の上昇影響などを通じて、ドル高の一因となってきた。日銀緩和を含めた複合材料もあるが、2022 年から現状時点のほか、リーマン・ショック後の量的緩和に対し、縮小・終了が行われた 2014 年 1 月から 10 月にかけては、1 ドル＝101 円から 112 円超えというドル高実績を有している。

直近 1－3 月期の米名目 GDP に比較すると、FRB の総資産は単純割合で約 26.5% 前後となっている。まだ 20% 方向には「－6% 前後」の縮小余地があるほか、コロナ危機前の平時である 2019 年は、1－3 月が約 18.7%、4－6 月が約 17.9%、7－9 月には約 17.8% で推移していた。先行きこうしたレベルへの下方余地と、正常化の余地が残されている。

最近の FRB 総資産・対名目 GDP 比は 2023 年 1－3 月の約 32.5% から、今年 1－3 月には約 26.5% と「－6% 前後」の縮小となっていた。あくまで結果論ながら、同期間に四半期中のドル高値は 137 円から 151 円超え方向と＋14 円幅のドル高が進行している。単純にこれから同比率が 20% 方向に縮小となると、同じ「－6% 幅」として、ドル/円は 1－3 月の高値 151 円から＋14 円幅、165 円方向に向かう可能性も非現

实的ではない。

FRB の総資産と相関性が高く、長期データのある FRB マネタリーベース（中央銀行が供給する資金量）は、最新 4 月が前年比＋3.3% となった。2 月の＋10.8% を直近最高として再減少となっており（ドル絞り込み方向）、ドル/円の月間ドル高値でいえば、2 月の 150 円から 4 月の 160 円超えというドル高の間接的な一因となっている。

昨年以降は 2020 年のコロナ危機対応した供給急増とその後の反動減の揺り戻し、昨春の一部地銀危機への対応などもあり、減少は一服となっていた。しかし、今後は揺り戻し一服のほか、FRB による「資産縮小のペースは減速でも縮小自体は継続」方針もあって、FRB マネタリーベースは再減少が注目される。

FRB マネタリー増加転換、一定の利下げ幅以降

過去 1970 年代以降の長期実績として、FRB マネタリーベースの「前年比プラス幅減少」や「前年比マイナス」というドル供給の絞り込み局面では、基本的にドル/円で前年比ドル高が支援されてきた。現在も月間ドル高値の前年同月比は 2021 年 4 月以降、今年 5 月に至る 38 カ月間において、ほぼ前年比ドル高が継続となっている。

今後、FRB による総資産の縮小は、ペース減速でも来年 2025 年にかけて継続が見込まれている。その点で来年にかけては、少なくとも 1 年後である来年 5 月にかけて、今年 1－5 月のドル高値 148－160 円前後と同水準か、その上でのドル高推移という可能性が残されている。

最近のドル前年比でいえば、2022 年のドル急上昇が前年比で鈍化した昨年 2023 年の 4－12 月でも、月間ドル高値は前年比＋3 円や＋5 円、＋9 円といった例が見られていた。今年の現状ドル高値は 4 月の 160 円前後であり、単純に 1 年後の来年 4 月にかけては、前年比プラス幅の直近実績として、163 円や 165 円、169 円といった水準が無視できない。

最近では米 NY 連銀が今年 4 月、FRB による総資産縮小（量的引き締め）は 2025 年まで続くとの見通しを示した。終了時期は「金融システムの流動性需要次第」としている。

過去に FRB の総資産やマネタリーベースが前年比で大きく増加してくるのは、FRB が利下げ転換したあと、一定の利下げ幅が累増された以降となってきた（金融緩和とドル余剰化でドル安要因）。例えば 2019 年 7 月からの利下げ開始の場合、同月のマネタリーベース前年比はまだ－9.9% 減と引き締め基調

にあった。そこから同月を含めた4カ月間で累計－0.75%幅の利下げとなった同年10月のあと、さらに2カ月後となる同年12月にマネタリーベース前年比は＋0.8%という、プラス化のドル安環境に転換している。

その点、現在のFRB利下げは今年9月や12月からの開始が見込まれているが、それでも来年前半にかけての合計の利下げ幅は小幅化が予想されている。マネタリーベース前年比のプラス化とドル安の圧力は、遅延となりやすい。

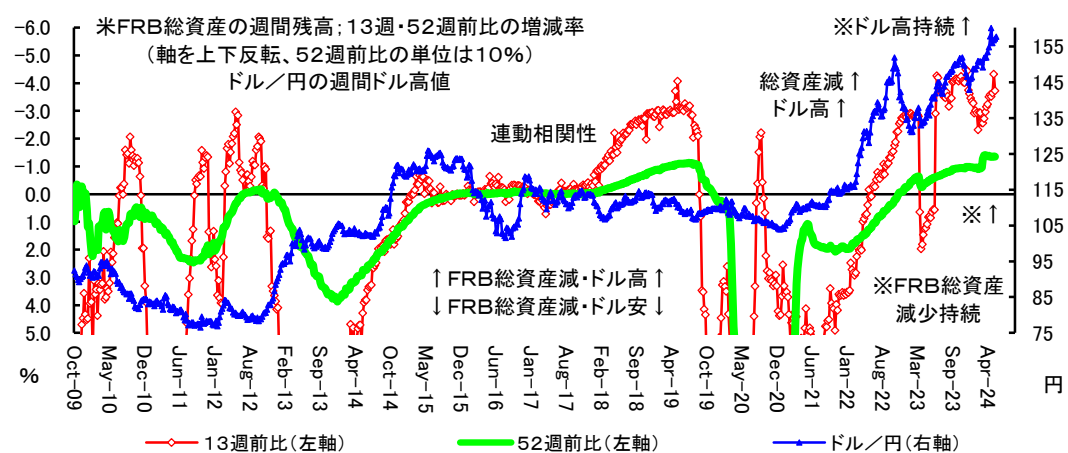
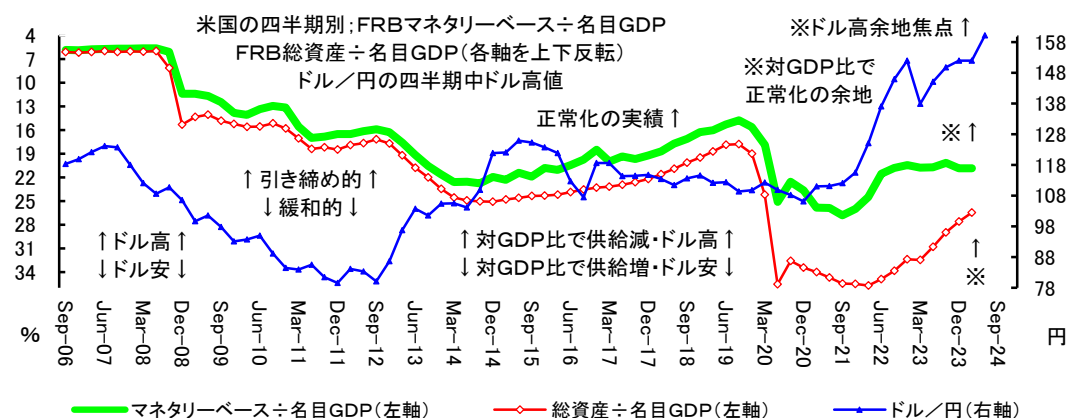
直近のFRB総資産については、週間残高ベースで5月22日週が13週前比（約3カ月前比）－3.7%の減少となった。前週の－4.3%からはややマイナス幅が縮小しているものの、2月14日週の－2.3%からはマイナス幅の再拡大が持続。ドル/円の底流でドル高基調を維持させている。

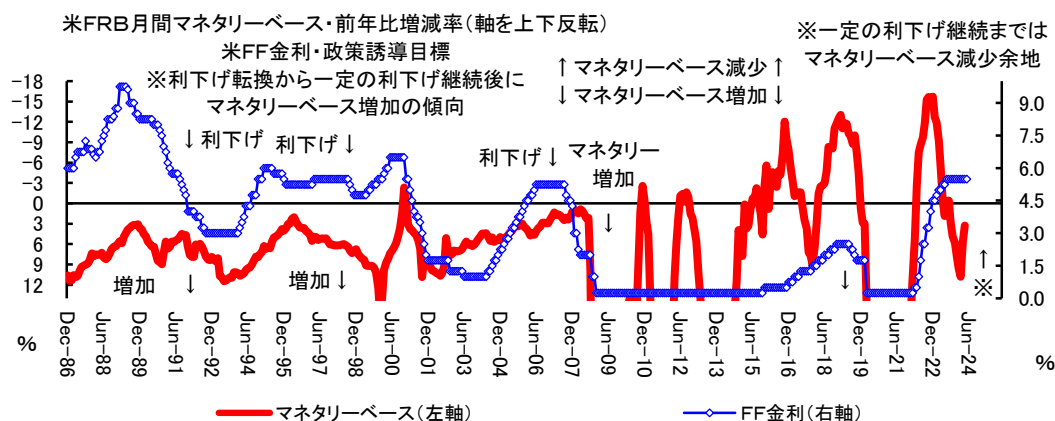
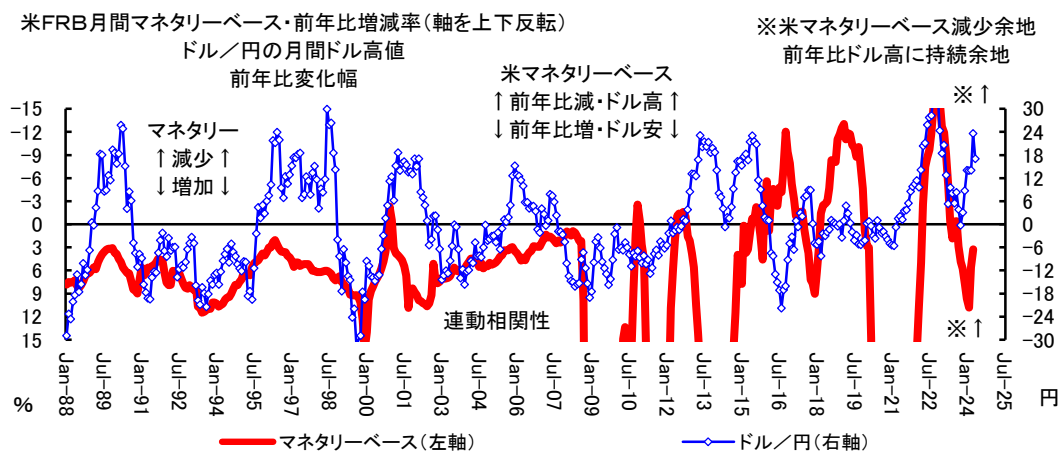
52週前比（約1年前比）は－13.5%となり、こちらも2月14日週の－9.0%までのマイナス幅縮小（＝

引き締め縮小、ドル安要因）を経て、4月以降は－13%台でマイナス幅の再拡大が持続となっている（＝引き締め再強化、ドル高要因）。

ドル/円に影響する米FRBと日銀の量的緩和格差でいえば、今後は6月以降などで日銀による国債買い入れの減額と先行き終了が見込まれている。日銀サイドのマネタリーベースは、前年比プラス幅の縮小からマイナス化が予想される（引き締め方向の円高要因）。米国との相対的な量的マネーの伸び率比較では、円余剰と円安の度合いが鈍化していく。それでも過去実績として、FRBの量的絞り込みの持続期間はドル安・円高の度合いが抑制されてきた。

過去にはマネタリーベースの前年比が2017年から2018年にかけて、「米国は小幅プラス化で日本は伸び縮小」という逆行ケースがあった。それでも当時のドル/円は114円から104円方向へのドル安・円高場면을挟みつつも、基本的には104－114円前後でのレンジ安定化が維持されている。





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自身でお願いします。