

米利下げ開始、大量滞留 MMF の動向焦点

一定の分散余地、過去比では利下げ幅と流出規模が抑制も

2024/9/27 (金)

米国では FRB の利下げ開始により、短期金利に連動性のある短期流動性資産・MMF について、過去最高水準の積み上がりからの動向が本格焦点になってきた。安全逃避資金や待機資金が含まれており、米国株や日本株を含めた世界株、米国債、米消費などへの一定の分散余地が注目される。過去の MMF 減少局面では直接的・間接的な影響により、日経平均株価は連動上昇、国際分散化などでドルは下落となるケースも観測されてきた。もっとも過去比では利下げ幅抑制などで、MMF からの流出規模が限られる可能性もある。

米 MMF 減、直接的・間接的影響で日本株は上昇

「投資の待機資金にあたる米国の MMF (マネー・マーケット・ファンド) の残高が 6 兆 1538 億ドル (約 1000 兆円、7 月 2 日時点) と過去最高を更新した。一方、米 FRB が利下げの地ならしを始めたことを受け、MMF にたまる資金が株式市場に流入するとの期待も浮上している」(7 月 12 日、日本経済新聞)、「世界の債券市場で投資家は、米 MMF など大量の待機資金を使い、魅力的な利回りを固定する方向にあり、債券相場下落 (金利の上昇) に歯止めをかけている」(9 月 13 日、英ケンブリッジ大学クイーンズカレッジ学長のモハメド・エラリアン氏=元・米国の債券ファンド大手 PIMCO 幹部、ブルームバーグが発言紹介)――。

7 月以降、米 FRB による利下げ入り観測の高まりに連動し、FF 政策金利 (翌日物) など短期金利に連動性のある米 MMF については、過去最高の積み上がりからの流出・活用が注目され始めた。9 月 18 日の FRB による利下げ開始を受けて、実際の動向が本格焦点になっている。

米投資信託協会 (ICI) の最新データによると、9 月 18 日までの 1 週間で米 MMF の総資産残高は 6 兆 3036 億ドルと前週比小幅減ながら、過去最高水準を維持した。安全逃避などで MMF 滞留が急増し始めたのは 2020 年のコロナ危機以降だが、その前段階である 2019 年 12 月末は 3 兆 6044 億ドルとなっていた。同時期からは +2.7 兆ドル、+75%もの急膨脹となっている。

2022 年以降は FRB の大幅利上げが MMF の金利面での魅力を高め、米国内外から大量の資金を流入させている。それが今年 7 月にかけての「強過ぎるドル」の一因となってきた。その意味で今後は MMF からの資金流出とドル安、一方で米国株や日本株を含めた世界株、米国債などへの資金シフト、国内での消費活用効果などが注目されやすい。

過去 MMF からの資金流出局面では、直接的・間接的な影響で日本株は上昇となるパターンが観測されてきた。MMF から流出した資金の部分的な日本株シフトのほか、MMF 取り崩しと裏表のリスク選好や米国株の上昇などが日本株にプラスとなっている。

最近ではコロナ危機による安全逃避の反動もあり、MMF 残高が 2020 年 4 月の前年比 +55.2%から、2021 年 3 月には +6.5%に急減速となる場面があった。同時期に日経平均株価は複合材料もあり、月末値の前年比騰落率が -9.3%から +54.2%に上昇となっている。

また、FRB による前回の利下げ局面は、2019 年 7 月から開始された。連動で MMF は伸び鈍化となっていたが、日経平均の前年比は同月の -4.6%というマイナスから、5 カ月後の同年 12 月には +18.2%のプラス化という相関実績が見られている。

米株は他国株比で優位、国際分散化とドル安抑制

その他、過去に MMF の急増から前年比マイナスとなった局面で、日経平均・月末値の前年同月比は最大で 2017 年時に +28.6%、2014 年時に +15.2%、2004 年時に +50.2%、1993 年時に +17.5%という逆行上昇が観測されてきた。今回は先行き不透明感が強いものの、FRB 利下げなどに連動して「過去最高の待機資金」が部分的に鈍化してくると、来年にかけて日経平均は月末値ベースでの前年比プラス成績が維持延命という可能性がある。当座は月末時点で日経平均に投資した場合、1 年後の翌年同月末にかけてプラス・リターン確保が支援されやすい。

もっとも今回の場合、FRB が利下げを開始した段階での FF 金利上限は 5.5%と水準が高い。当座の利下げ継続でも一定の高金利は持続するため、MMF からの資金流出は抑制の可能性がある。しかも 18 日の FOMC では、政策当局者による金利予測分布図 (ドット・プロット) が示されたが、FF 金利の長期見通しは、2026 年末が 2.9%、2027 年末が 2.9%とされていた。利下げ打ち止めのゴール水準として参考になるものだ。

最近の利下げ打ち止め時の FF 下限は、2020 年が 0.25%、2008 年が 0.25%、2003 年が 1.00%などとなっている。あくまで現状段階では高い金利水準での打ち止めが想定されており、これまた過去比で MMF からの資金流出を抑制させやすい。連動の形で為替ドル/円では、過去の MMF 減少時に比べるとドル安の下限レベルが切り上がりの可能性がある。

過去 1995 年時の FRB 利下げは、同年 6 月までの

FF6.0%という現在と似たような高金利水準から始まった。当時は翌1996年1月の5.25%までの利下げ、累計-0.75%幅の利下げで休止となっている。その期間にMMFの前年比は、1995年8月の+25.4%から伸びが鈍化したものの、資金流出と減少の度合いは限られた。1996年1月に+18.4%まで伸びが鈍化したあとは、プラス幅が再拡大となっている。

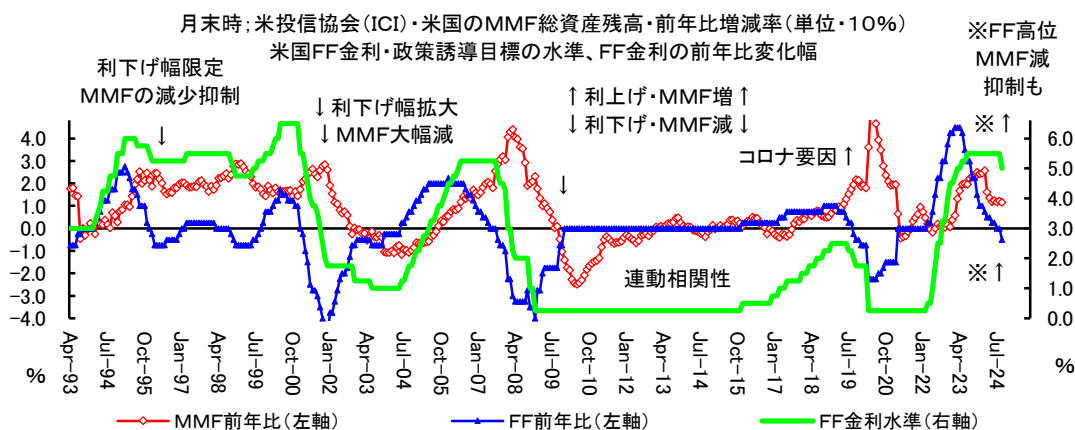
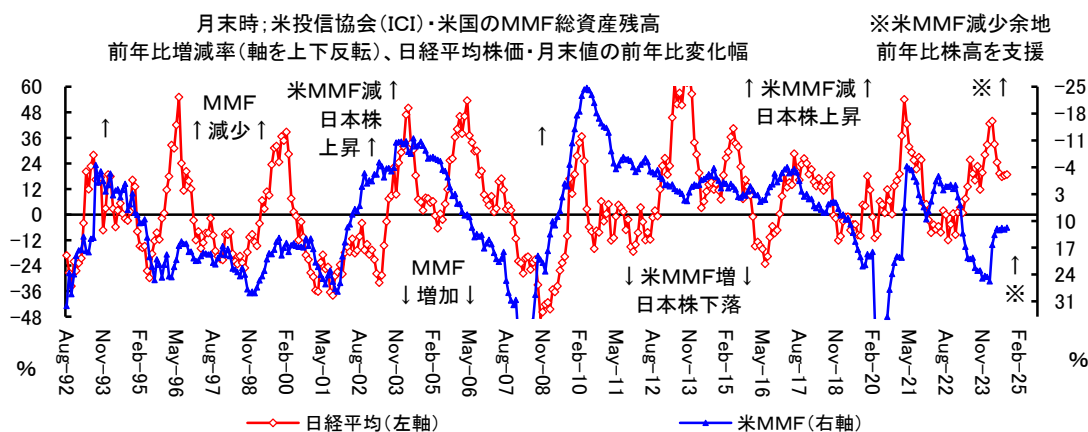
連動でドル/円は、FRB利下げ局面でもドル安の度合いが抑制された。月間ドル安値の前年比は1995年9月まで前年比ドル安が続いたあと、1998年にかけて前年比ドル高に転換となっている。

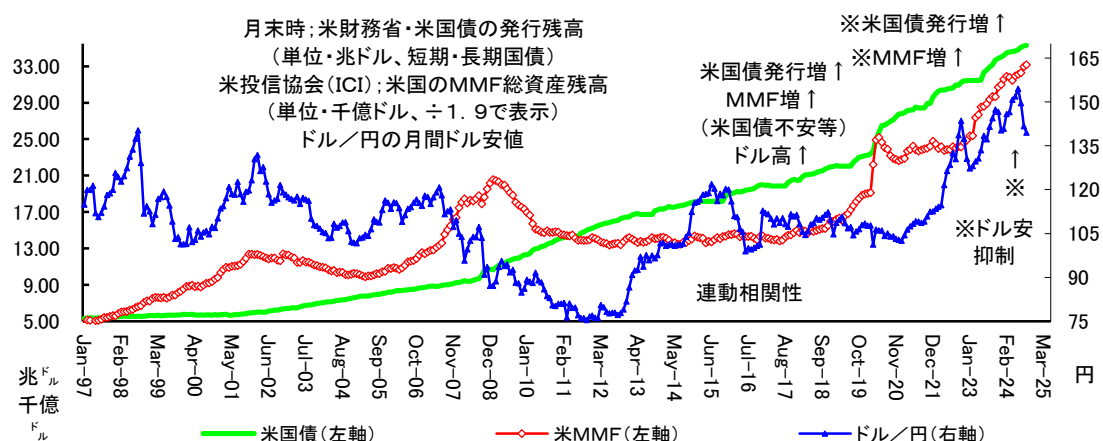
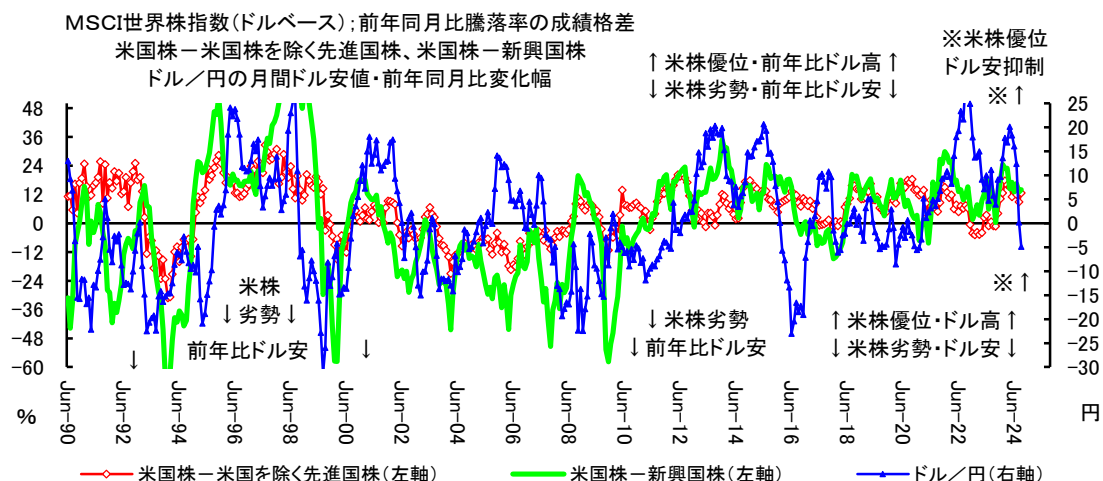
過去の長期実績としても、米MMFの前年比が大幅マイナスの急減とならない限り、ドル/円の月間ドル安値は前年同月のドル安値の前後水準が維持されてきた。今回の場合、当座のドル下限メドで参考になる「1年前のドル安値」は、昨年12月と今年1

月が140円となっている。当座は短期的な下振れはあるにせよ、同レベルの前後がドルの下値メドとして注目されやすい。

しかも現在は1990年代以降と異なり、米国株が他の先進国株比、新興国株比で優位方向のトレンドを固めつつある。過去のようにFRBの利下げでも、MMFといった米国資産から米国外に資金流出が急増したり、米国外への国際分散化やドル安が進む度合いは抑制される。

米国株はAI（人工知能）・ハイテクなど新成長分野での強さや、世界的に寄与度が高まるソフト・サービス産業での高い競争力、世界分断化の中で米国は内需が堅固という強み、他国比での米国の人口減・高齢化抑制や若年人口の多さ、生産拠点の米国内回帰、中国を始めとした新興国の高成長終焉などにより、「他国株比」でのアウトパフォーム局面が目立っている。





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。