

FRBのバランスシートと米国株式市場

QT継続は新たなリスクとなるか

FRB（米連邦準備制度理事会）は2022年6月から国債などの保有を減らす量的引締め（QT）を進めており、金融システム全体に出回る資金を減らしている。直接市場に保有債券を売却すれば市場へのショックが強すぎるため、満期がきた保有債券を再投資せずに保有残高の自然減を継続している。

FRBの総資産は2022年4月の8兆9,654億ドルをピークに足元では7兆6,810億ドルまで減少しているが、新型コロナウイルス感染拡大前の3兆ドルに比べれば2倍以上の水準にある。コロナ前の2019年の米国の名目GDPは21.38兆ドルで、2023年はおよそ27兆ドルとなるが、名目上の経済規模（付加価値）が4年間で26%増加しているのに対して中央銀行は2倍のマネーを供給しているということになる。特別目的会社（SPAC）の破綻や昨年3月の米中堅銀行シリコンバレー・バンクの経営破綻、商業用不動産のデフォルトなど、急ピッチな利上げとFRBの総資産が縮小する過程でいくつかの問題が発生した。2023年後半のリセッション（景気後退）入りを多くのエコノミストが予測したにもかかわらず、米国経済が急減速しないのは、こうした過去の緩和効果を過小評価したためだろう。ただし、低コストで市場にばらまかれたマネーは徐々にリセットされ、緩慢ではあるが実体経済に影響を及ぼしてくるであろうし、マネーの総量を縮小するQT継続は新たなリスクが顕在化する可能性をはらむ。

銀行預金とMMFの競争

MMF（マネー・マネジメント・ファンド）の資産残高が過去最高水準に達している。MMFは金利上昇の恩恵が銀行預金よりも迅速に反映されるため、米金融当局が2022年に数十年ぶりの積極的な金融引締めに乗り出して以来、個人投資家の資金がMMFに集まっている。MMFは短期国債や格付けの高い企業のコマーシャルペーパー（CP）などで運用する投資信託で、安全性が高く現金に近い商品性で短期金利上昇の恩恵を受けやすい。通常はMMFも銀行や短期金融市場への

資金の出し手として機能するが、FRBによる急ピッチな利上げによってFRBの金融調節の枠組みである「リバースレボ」を利用している。「リバースレボ」は国債を担保に運用会社から資金を借りて一定期間後に利子と元金を戻す取引だが、その基準金利は政策金利（FFレート誘導水準）となるためリスクがほとんどなく、5.25-5.50%のリターンを得ることが可能だ。

銀行預金はMMFとの金利競争において劣勢に立たされており、結果的にFRBはQTと合わせてMMFを介してダブルで銀行システムから資金を吸収していることになる。

BTFPの期限迫る

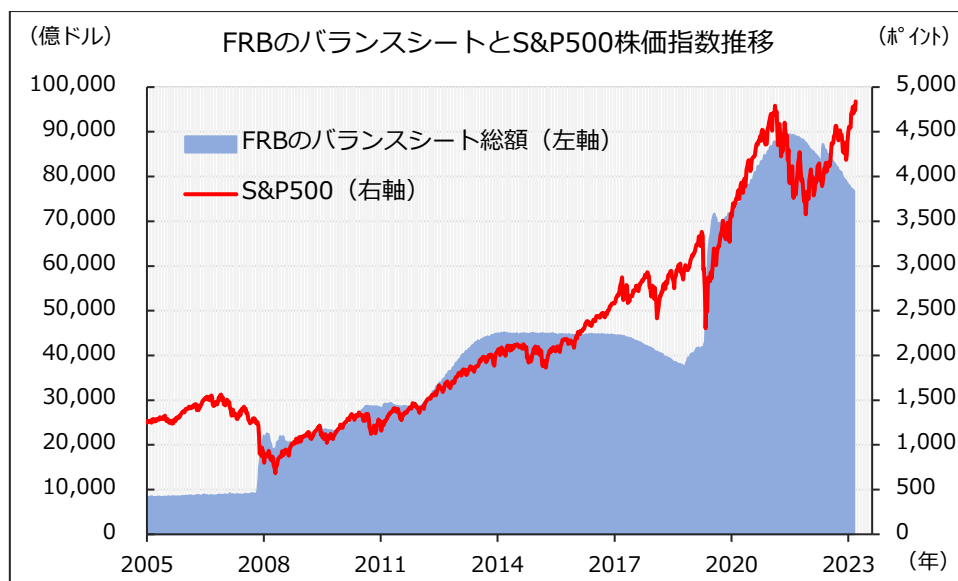
2023年3月の米中堅銀行シリコンバレーバンク

（SVB）の経営破綻でFRBが設定した緊急の融資制度、BTFP（バンク・ターム・ファンディング・プログラム）が3月11日に期限を迎える。銀行の保有する債券を額面で評価し、それを担保にFRBが融資する。融資期間は最長1年で、基準金利は1年物スワップ金利に0.1%上乘せされる。現在は早期の利下げ観測が広がる中で基準金利が下がっているため、BTFPで調達した資金を準備預金に置いておくだけで銀行は利ザヤを稼ぐことができる。こうした利ザヤ稼ぎが中心ならBTFPが廃止されても大きな問題とはならないが、米国の金融システムはFRBによるQT継続、MMFとの資金獲得競争、BTFPの廃止という潜在的な不安を抱えている。

1月30日-31日に開催されるFOMC（米連邦公開市場委員会）では、BTFPの取扱いとともにQT継続についても議論されるのではないだろうか。

BTFP廃止の見返りにQTのペースの減額あるいは停止を議論するためには政策金利の軌道に関する市場の期待をいったん修正する必要があるだろう。FRBの次の一手は「利下げ」とほぼ確信しているが、景気減速のペースに確信がもてない現状では、QTの取扱いによって、市場へのアナウンスを複雑にしてしまう可能性がある。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合もあります。また、グラフ等のデータは各種発表元、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。



※ FRB は月間 950 億ドルのペースで資産の圧縮 (QT) を進めるが、依然として新型コロナウイルス感染拡大前の 2 倍以上の水準にある。S&P500 種株価指数は約 2 年ぶりに過去最高値を更新したが、中期の視点で見ると FRB のバランスシートが縮小するなか株式市場は踊り場を迎えつつあると思われる。

国債利回り低下の前半戦は終了か

金融当局が利上げサイクルを終了し政策転換する過程では、市場金利（国債利回り）の低下には前半戦と後半戦が存在すると思われる。前半戦は利上げサイクルの終了と利下げ期待によって形成され、後半戦は景気減速を伴って実際に利下げが開始されることで形成される。それが金融当局による景気デコ入れのための利下げであった場合にはリセッション懸念によって後半戦の利回り低下は株価の下落を伴うことになる。

米 10 年国債利回りは 11 月 1 日の FOMC で利上げサイクルの終了が示唆されたことで、昨年 10 月下旬の 5% をピークに低下傾向を強めてきた。10 年国債利回りは金融当局の政策転換に敏感に反応するため利上げサイクルの終了に確信をもつと低下傾向が顕著になるが、それは過去の利下げ局面の多くが、リセッションを伴ったことで長期債の価格上昇（利回りは低下）によるキャピタルゲインを獲得できるとの期待に基づいている。

今回の利回り低下局面では、政策金利を下回る水準で、10 年国債利回りがピークアウトし、低下傾向を

強めており、実際に景気が減速して金融当局が利下げを開始する利回り低下の後半戦の入り口まで織り込みにいった可能性がある。

一方、米国経済は順調に推移しており、2023 年 10-12 月期までは潜在成長率を上回る経済成長が続き、失業率は過去最低水準で、早期に政策金利を引下げる必要性は低い。実質賃金がプラス圏にあるなか、労働市場が堅調を維持することで消費支出が継続され、生成 AI というイノベーションを手に入れるべく企業の設備投資も衰えないだろう。また、2024 年は新規の国債発行がさらに膨らむ可能性が高く、前述の QT の取扱いも含めて利回りが現行水準から一段の低下を辿るとは考えづらい。国債利回り低下の前半戦は終了したと思われ、利回り低下の後半戦に入るには相当の時間がかかるのではないだろうか。

その間に QT によって金融システムから資金を吸収し続ける FRB と市場はどう折り合いをつけていくのだろうか。1 月 19 日の NY 株式市場では S&P500 種株価指数が約 2 年ぶりの過去最高値を更新した。ミシガン

大学の消費者調査（1 月速報値）では、マインド指数（消費者信頼感指数）が大幅上昇する一方、1 年先のインフレ期待が低下し、インフレ鈍化と経済成長の再加速の道筋がみえつつあることで、企業業績への期待が膨らんだ。半導体受託生産最大手の TSMC（台湾積体回路製造）が 1 月 18 日の決算説明会で 2024 年 12 月期の業績見通しについて「20%台前半の増収になる」との見通しを示したこともハイテク株の楽観を強めている。

前述のように国債利回り低下の前半戦が終了したとすれば、金利低下による株式市場への支援は当面期待できず、企業業績が市場の期待を超えてくる必要があるだろう。また、足元の株価上昇にはハイテク株へのエクスポージャーが十分でない投資家の焦燥感の表れとも解釈できる。

高値を更新した米国株式市場だが、FRB のバランスシートが縮小するなか、米国株式相場はやがて踊り場を迎えるのではないだろうか。



※ 米国 10 年国債利回りはすでに政策金利を大きく下回っている。利上げサイクルの終了と政策転換期待による“利回り低下の前半戦”はすでに終了したのではないだろうか。金利面での株式相場への支援は当面期待できないと思われる。相場の支援材料は企業業績の増額期待だけとなったと思われる。

～添付資料をご覧頂くうえでの留意事項～

【手数料等】

- 商品等への投資には、各商品等に所定の手数料をご負担いただく場合があります。
- 例えば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(単元未満株式を除く)のお取引の場合は約定代金に対して最大 1.265%(ただし、算出された手数料が 2,750 円に満たない場合は 2,750 円、いずれも税込)の委託手数料、外国株式取引に関しては外国株式国内委託取引の場合、現地手数料および外国株式国内委託手数料が必要となります(外国株式国内委託手数料は約定代金に対して最大 0.88%、手数料の下限 4,400 円、いずれも税込)。外国株式店頭取引の場合、購入対価のみが必要となります。また、円決済時に適用される為替レートには為替スプレッドが反映されます。適用為替レートは当社が決定した為替レートによるものとします。非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債、EB 債等)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみが必要となります。投資信託の場合は銘柄ごとに設定された「販売手数料」「信託報酬」「信託財産留保額」等の諸経費をご負担いただきます。

【リスク等】

- 各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)があります。
- なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下、「信用取引等」といいます)を行う場合は、信用取引等の額が当該信用取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下、「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。
- 当社では信用取引における委託保証金の額は、約定代金の 30%以上(うち 10%以上は現金)で、かつ 150 万円以上が必要です。

※上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

【資料について】

- この資料は情報提供のみを目的としております。従いまして、投資に関する最終判断は、ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。



商号等：第四北越証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第128号
加入協会：日本証券業協会

2019 年 10 月 1 日