

米国ではマネーの回転や信用創造の度合いを示す貨幣流通速度（名目 GDP/マネーサプライ）が、2006 年以降の長期崩落から底入れしてきた。FRB による量的緩和縮小などの要因があるとはいえ、資金供給量の伸び率見合いでの名目成長率の回復は、現預金・米国債への退蔵から設備投資・企業買収・人材投資・消費支出などへの資金シフトといったマネーの血流改善を示すものだ。現在は連動する形での金利上昇が懸念されているが、成長率やインフレ率見合いでの適度な金利上昇は信用創造と金融仲介の有効発揮を後押しさせる。

#### 信用創造改善、長期金利は前年比+1%上昇傾向

「米国ではトランプ政権による法人税などの減税効果のみならず、資源エネルギーや環境、金融部門を中心とした規制緩和が、大規模な設備投資と資金需要を引き出していく」――。

このほど欧米や新興国などを訪問してきた米国の大手金融機関・アジア担当幹部はこのような指摘を行う。原油関連は世界的な過剰生産の潜在リスクのほか、EV（電気自動車）シフトなどによる需要減退懸念が根強いものの、EV や貨幣の電子化を含めた『電力の世紀』入りに向けて、火力発電向けなどの資源開発や設備投資、インフラ整備などの「伸びシロは依然として大きい」（同）とされる。

その中で米国の昨年 10－12 月期 GDP ベースによる貨幣流通速度（名目 GDP/マネーサプライ M2、ブルームバーグ算出）は 1.432 となり、前期の 1.429 に続く 2 期連続での前期比プラスとなった。2016 年からは 8 四半期連続（2 年）で 1.4 台での底這い化となっており、2006 年 4－6 月の 2.029 を直近最高とした長期崩落から 11 年半ぶりに底入れを固めつつある。

連動する形で米セントルイス連銀算出による米国の広義の資金供給量・MZM（マネー・ゼロ・マチュリティー、現預金など満期ゼロの流動性資産）は、1 月に前年比+6209 億ドルの増加となった（12 月は+6538 億ドル）。2016 年 6 月の+9291 億ドルを増加のピークとして、増加幅は 2011 年 5 月以来の低水準に縮小している。

FRB による量的緩和縮小の影響があるとはいえ、これまでの米国の企業や家計による安全逃避やリスク忌避、将来悲観による現預金退蔵の一段落が示唆されている。足元の米国債からの資金流出（金利は上昇）と同様、安全資産滞留からリスク資産・成長投資・家計支出への資金シフトとマネーの好回転軌道入りを示唆するものだ。

過去実績として米貨幣流通速度の底入れと MZM への滞留減退のあとには、米国での金融株などの上昇やドル/円でのドル安抑制、リスク選好による対ドル以外での円安、日本の株高、タイムラグを経たドル/円でのドル高が連動観測されてきた。日経平均株価は循環的な株高サイクルにおける「月間高値比較での前年比+4000 円から+6000 円」の上昇パターンが後押しされてきた実績がある。

今年の日経平均・前年比でいえば、昨年の月間高値が 1 万 9289 円から 2 万 3382 円で推移していた。単純に「前年比+4000 円から+6000 円」の上乗せでいえば、今年の年末にかけて 2 万 6000 円から 2 万 9000 円方向への上昇余地は非現実的ではない。すでに今年 1 月の高値は「前年同月の高値比+4513 円」という実績が実証されている。

同時進行で米貨幣流通速度の底入れと信用創造の改善局面では、現在のような米 10 年債金利の上昇パターンが繰り返されてきた（債券価格は下落）。こちらの 1990 年代以降の過去実績では、月間の最高金利の比較で「前年比+1.0%から+1.2%」という上昇傾向が目立っている。昨年の米 10 年債金利は月間最高が 2.3%から 2.6%で推移しており、過去の相場サイクルに沿えば 3.3%から 3.8%方向への上昇余地が残されている。

#### 名目成長は 4%維持、金利 3%後半まで打撃抑制

ただし、米国の名目 GDP 成長率は昨年 10－12 月に、前年比+4.4%という高成長が維持された。昨年 1 年の 4 四半期平均は 4.1%であったほか、2013 年以降の 5 年間の平均が+3.7%となっている。また、IMF による今年 1 月時の米国経済見通しでは、2018 年に実質ベースで+2.7%が見込まれていた（最新 12 月のコア PCE デフレーター実績は前年比+1.5%）。その意味で米 10 年債金利が 3.7%から 4.0%を超えない限りは、「名目 GDP 成長率を 10 年債金利が下回る」という緩和的な環境が堅持される。まだ金利上昇による米国の株価や経済への本格打撃懸念は尚早だ。

なお、前回の貨幣流通速度の長期低下からの底入れ改善としては、2003 年から 2006 年にかけての期間があった。当時は BRICs ブームなどもあって、米国では景気改善と株高が進展している。同時進行で FRB は 2004 年 6 月に利上げを開始し（FF 政策金利は 1.00%から 1.25%に）、2006 年 6 月の 5.25%まで約 2 年、合計+4%幅まで利上げを加速させた。しかし、その後は住宅・金融の過熱バブル反動や FRB による利上げの累積効果などもあり、2007－2008 年にかけて金融経済危機に見舞われている。

その前では貨幣流通速度が1991年から1997年に、長期悪化から底入れ改善する場面があった。当時も1994年から1995年にかけてFRBによる利上げ加速があり、結果論として1997年からアジア通貨危機、1998年からロシア危機やヘッジファンド危機を誘発させる遠因となっている。その意味で現在の貨幣流通速度の底入れについても、今後のFRBによる利上げ加速やバブル調整による金融経済ショックの先行きリスクを警戒させる前兆シグナルとなってきた。

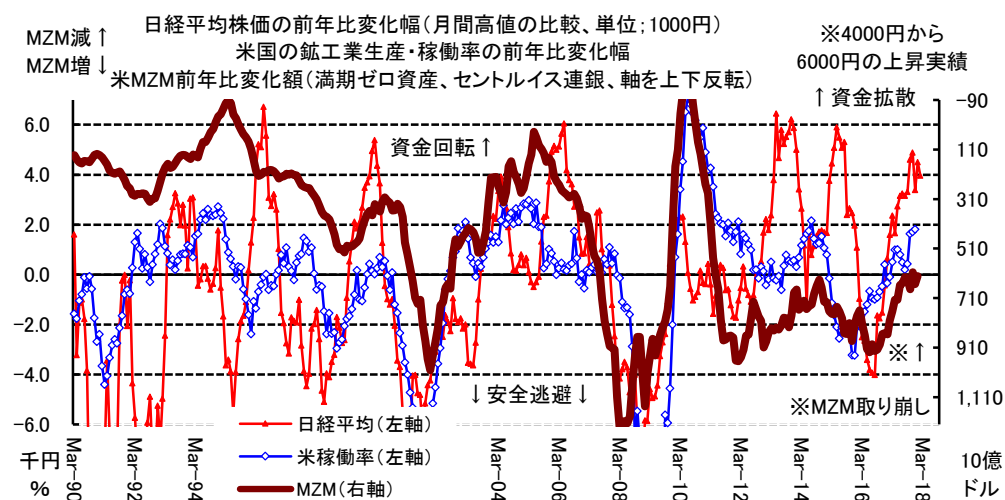
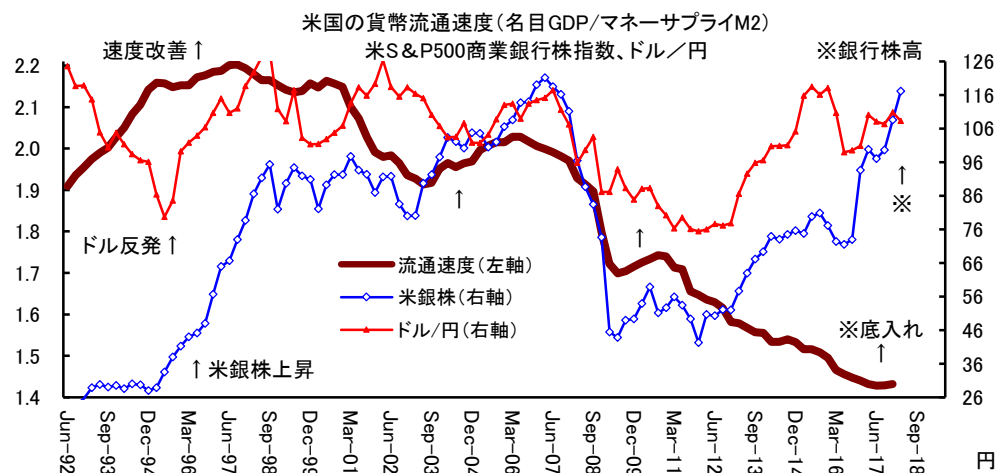
ただし、過去の貨幣流通速度の底入れから金融危機までには、2003年の底入れから4-5年後、1991年の底入れから6-7年後（4年後の1995年にはメキシコ・ショックも）というモラトリアム期間があった。しかも、2003年以降の場合は2006年6月でのFRB利上げ休止の1年後、1991年以降は1995年2月での利上げ休止の2年後になって、金融危機が運行発生している。

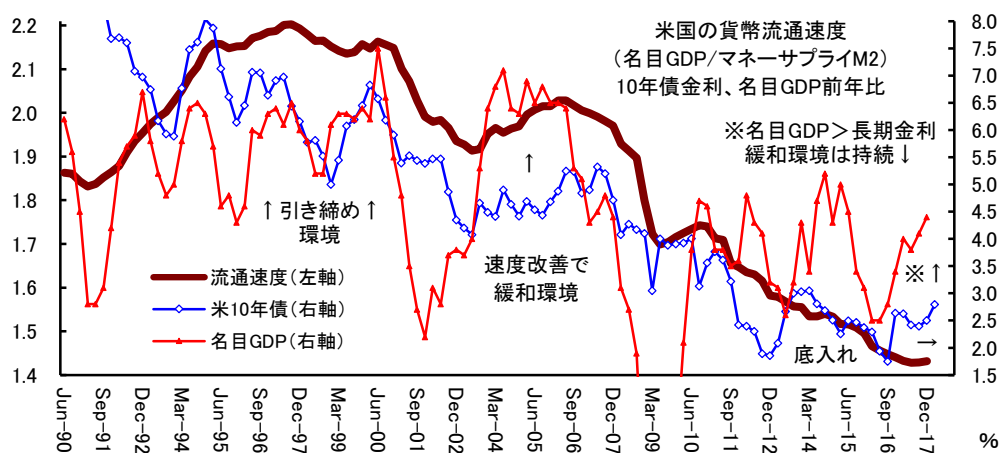
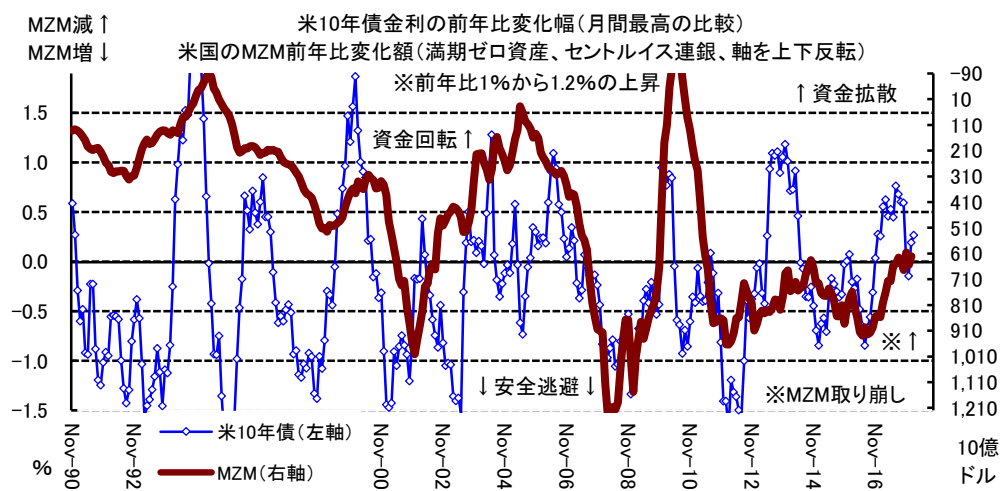
ひるがえって現在のFRBは緩慢かつ慎重な利上げペースを粘り強く続けてきたほか、まだ利上げの休止や様子見に至るまでの引き締め強化には至ってな

い。結果、過去実績として現在は昨年の底入れ1年目から、残り3-4年は短期調整を経ながらも、米国の経済や株価が好循環の軌道を保つ可能性がある。

そもそも貨幣流通速度とは、マネー（貨幣）が取引を媒介しながら全体としてどれだけ使われたか、その平均的な回転率を指す。マネーが設備投資や人材投資、消費に向かい、経済活動が活発化してマネーサプライ（マネースtock）の増加率以上にGDPの伸び率が大きくなれば、貨幣の流通速度は速くなる。反対にマネーサプライの増加率よりもGDPの伸び率が小さくなれば、貨幣の流通速度は低下する。

その意味で足元の米国における貨幣流通速度の底入れは、金融経済の正常化と期待インフレの修復、デフレ圧力の後退を示唆するものだ。FRBによる低金利持続を受けた緩和マネーを「生き金」として実体経済の血肉へと還流させ、信用創造と金融仲介機能の有効発揮と物価底入れ、マイルドなインフレ社会への回帰による持続的な好連鎖スパイラルの軌道をセメントのように塗り固める効果を有している。





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。