

米国、資金の国内定着と好回転軌道 海外漏出や現預金退蔵に歯止め、信用乗数改善

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/8/31

米国ではFRBが現在も中立水準以下の低金利を保つなか、緩和マネーの国内定着と好回転 Momentum が本格形成され始めた。金融政策の波及感度や信用創造の尺度となる信用乗数（貨幣乗数）は2009年以来的の高水準となってきたほか、マネー回転や貸出・レバレッジ動向と相関性のある貨幣流通速度（名目GDP÷マネーサプライ）は2006-2007年以降の長期低下から底入れに転じつつある。FRBの緩和政策でも「マネーの国外漏出や国内での現預金退蔵につながるだけ」という低成長の一因が修復されてきた。

貨幣流通速度が底入れ、過去は金利上昇の圧力

「短期金利がゼロ近傍にある制約下でも、量的緩和でマネタリーベースを増大させれば金融機関の貸出しを増加させ、『信用乗数効果』によってマネーストック（マネーサプライ）が増大し、実体経済の活動を刺激するはずだ」――。

米FRBのバーナンキ元議長は理事時代の2004年、「ゼロ金利拘束下の金融政策オルタナティブ」という共同論文でこのような主張を行った。その後、2006年にFRB議長へ就任したあとは、2008年のリーマン・ショック後の危機対応策として現実に量的緩和策を採用している。

実際の効果や評価については、現状段階で見方が分かれたままだ。それでも約10年の歳月を経た累積効果やタイムラグ効果に加えて、米トランプ政権による減税・財政支出や規制緩和、米国内外の企業に対する米国内生産の拡充圧力といった刺激剤もあって、金融政策の波及度合いや信用創造の尺度となる信用乗数は改善 Momentum が強まってきた（貨幣乗数、マネーサプライ÷マネタリーベース）。

米セントルイス連銀が算出している米国の信用乗数は、最新8月15日週に1.005倍と7月から1倍超えが定着し、2009年7月以来の高水準に上昇している。あくまでもFRBによるマネタリーベースの縮小（量的緩和縮小）影響が大きいものの、2009年以降の0.6倍から1倍以下という長期停滞からようやくレンジ上放れとなってきた。緩和マネーの貸出などを通じた実体経済への溢出と信用創造の拡張、マネー回転の連続軌道入り、期待インフレの修復を示唆するものだ。

同時進行で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）に、2006-2007年以降の長期崩落から底入れ機運が見られている。今年4-6月のGDPを踏まえたマネーサプライM1ベースの米貨幣流通速度は1.455となり、前期の1.445から上昇した。昨年4-6月の

1.435をボトムに4四半期連続で下げ止まっており、2006年4-6月の2.023を直近最高とした長期停滞とニューノーマル化から脱却しつつある。

過去には貨幣流通速度の長期悪化からの底入れ局面として、2003年や1987年などの例があった。いずれも信用創造などの正常化に連動して米10年債金利は上昇加速（債券価格は下落）の場面があり、今回は潜在的な金利上昇要因として土壌変化には注意を要する。

おりしも28日には米国の最新8月コンファレンスボード消費者信頼感指数が133.4と前月の127.9から急上昇し、実に2000年10月以来の高水準を記録した。内訳では「ビジネス環境」の良好回答が40.3%となり、2000年12月以来の大きさとなっている。さらに6カ月後の予想景況では「所得」の増加回答が25.5%と2000年12月以来の高レベル、前月比の変化幅は+5.1%と2010年11月以来の大幅プラスに急回復した。

こうした指数の上昇ピッチと水準レベルは、1998年から2000年にかけて以来のものだ。ちなみに同時期にFRBはFF金利の政策誘導目標を1999年の4.75%から2000年までに6.50%へと+1.75%引き上げている。連動する形で米10年債金利は、1998年の4.16%を最低として1999年には6.82%方向に急上昇する場面があった（債券価格は下落）。

米銀株が上放れ攻防、ドル/円でドル下支えも

米国では信用乗数の改善などに連動する形で、銀行株が下限切り上がり軌道を堅持させている。6月以降は長期金利の低下や上げ渋りなどが重石となってきたが、それでも代表的な指数である米KBW銀行株指数は今週、13週移動平均線の方角角度が3月以来の上向き化へと転換し始めた。

同時に13週が下から26週線を上抜けるゴールデンクロス（買いシグナル）の攻防にも直面している。過去には昨年7月や2016年7月から上抜け定着が観測され、米銀株の上昇トレンドが点火された実績を有している。ドル/円とも相関性が高く、目先のドルの下限切り上がりサポート要因としても注視されそう。

米国では信用乗数やビジネス環境、所得見通しなどの改善と裏表で、現預金といった安全資産への「死に金」資金滞留に歯止めが掛かってきた。広義流動性資産の総計である米国のMZM（money of zero maturity、満期ゼロの現金・預金・MMFなどの合計）は、セントルイス連銀の算出ベースで8月13日週に前年比+5607億ドルの増加となった。前週の+5397

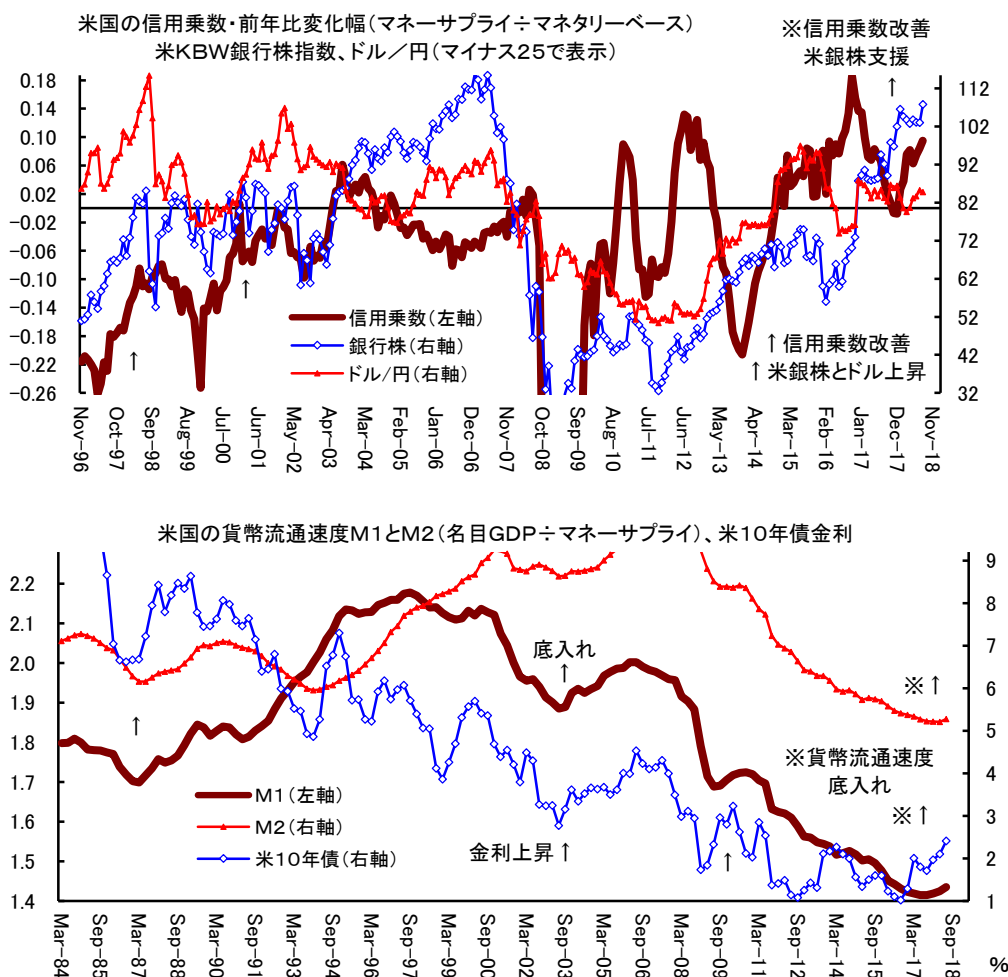
億ドルに続き、5月以来の小幅な伸びに抑制されている。

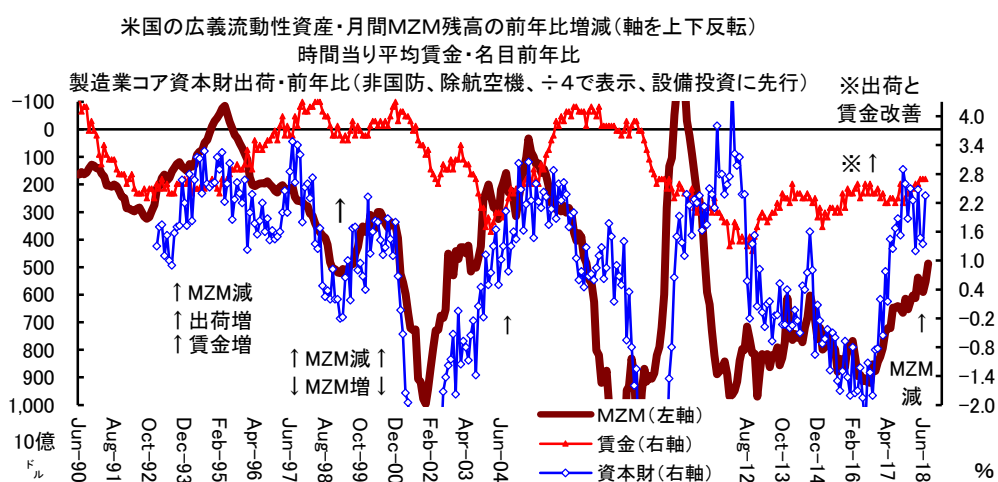
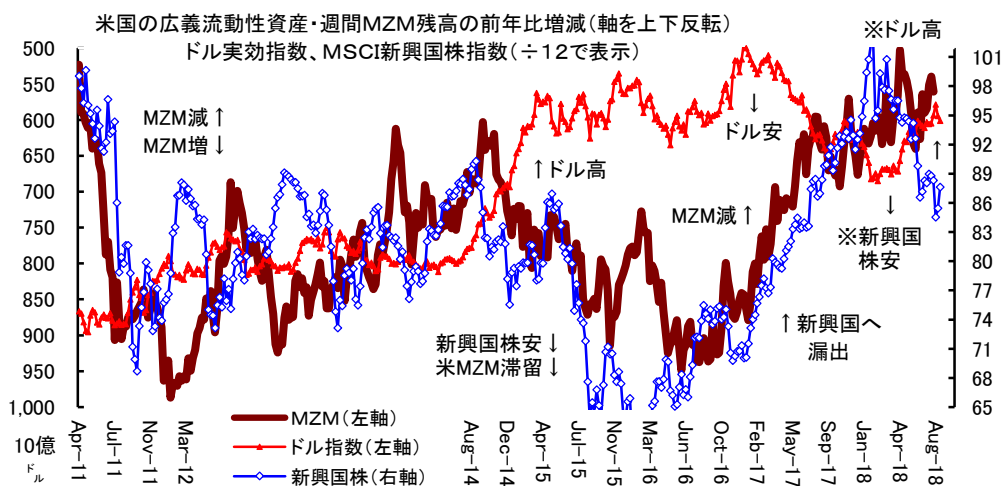
FRBによる量的緩和縮小の影響があるとはいえ、直近最高である2017年12月の+6766億ドルや、2016年6月の+9490億ドルといった増加をピークとして、MZMへの逃避・退蔵傾向は一段落となってきた。MZMの伸び減少については、株式・不動産を始めとしたリスク資産や、設備投資・家計消費などに「生き金」として取り崩しが進み始めた可能性が示唆されている。

しかも今年6月以降は通商摩擦や新興国懸念などにより、米国内外でリスク回避のムードが広がった。2009年以降の過去実績として、リスク回避局面では米国内外の逃避マネーが米国の安全な流動性資産へと流入。米MZMは連動増加するパターンが繰り返されてきた。しかし今年の場合、MZMの前年比は昨年12月からプラス幅の減少基調が維持されており、米国内でのリスク抵抗力増強と米国内での投資拡大が示されている。

また、2009年以降の米国ではFRBによる緩和強化努力でも、米国よりも高い成長を期待した新興国など国外への資金漏出が拡大してきた。同時進行での米国の多国籍企業などによる海外戦略増強と国外での利益滞留、製造業などの海外拠点強化もまた、米国内に落とされるべき設備投資・技術開発・雇用・賃金などの海外流出に拍車を掛けてきた経緯がある。

しかし、現在は良くも悪くもトランプ米大統領が、「米国第一主義」でそうした流れの逆流反転を促している。2009年以降にはリスク選好下での米MZM取り崩し局面で、新興国など国外への資金漏出を示すドル安が同時観測されてきた。しかし、今年は1-2月こそMZM減少と国際分散投資、ドル安が同時進行したが、その後はリスク回避でもリスク選好でも、「MZM減少と同時進行でのドル高」へと基調が変化。新興国などからの米国への資金回帰と同時に、海外や米MZMに滞留・逃避されてきた資金の米国内での投資増加や、米国内での設備投資や雇用・賃金の拡大回帰が観測されている。





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ご自身でお願いします。