

米インフレ対策で「ドル余剰」回収余地残存

マネーサプライ縮減余地、カネ余り逆流とドル高が継続も

2022/6/27 (月)

米FRBはインフレ抑制策を強化させており、インフレや商品相場高騰の一因となっている米国内外での「ドル余剰」には回収余地が残されている。コロナ危機対策で米国内外にドルは大量放散されたが、まだ吸収は不十分だ。FRBのマネーサプライ（通貨供給量）は4月時点で前年比+8%から+9%前後であり、過去引き締め局面では+1%台からマイナス方向にまで縮減されてきた。カネ余り相場の逆流余地は株式・債券から商品相場にも売りが波及する可能性がある一方、ドル資金の吸収余地は一段のドル高余地を意識させる。

インフレは貨幣供給の過剰も影響、正常化余地

「米金融当局はインフレでパニックに陥っているが、金融市場に注意を払い過ぎ、マネーサプライ（通貨供給量）管理が手薄になっている」、「パウエルFRB議長は利上げを進める上での『達人』を目指しているが、マネーサプライやバランスシート（FRB総資産）の管理という仕事を犠牲にしており、事故の危険を冒している」――。

米運用大手グッゲンハイム・パートナーズのスコット・マイナード最高投資責任者（CIO）は今年3月、このような警告を発した（ブルームバーグが紹介）。その後米国ではFRBの想定以上にインフレの上昇や期間の持続が続き、FRBは利上げ幅拡大などで挽回策に躍起となっている。

今後FRBがインフレ対策として「マネーサプライやバランスシートの管理」を見直し強化させることはないにせよ、量的引き締めの継続などにより、米国内外での「ドル余剰」の回収を続ける余地は残されている。

ちょうど最近では米ウォールストリート・ジャーナル紙が23日、「インフレ高進で『マネタリズム再評価』の機運」と伝えた。ノーベル経済学賞の受賞者で2006年に死去したミルトン・フリードマン氏は、「インフレはいついかなる場合も貨幣的な現象だ」という有名な言葉を残したが、過去1年にマネーサプライとインフレ率が急激に伸びたことで、フリードマンの信奉者たちから「それ見たことか」との声が聞かれる（同紙）という。

もっとも同紙では「だからといって、インフレとマネーサプライを結び付けていることで知られるマネタリズム（貨幣主義）を中央銀行や経済実務家が再び受け入れるとは思ってはならない。マネーサプライは2021年になるまで米国のインフレ率を予測する精度が高くなかった。概念上・定義上の問題が解決されていないことが、その原因だ」とも指摘して

いる。

一方でFRBは2020年春のコロナ危機以降、緊急避難措置として無制限の資産買い入れ（量的緩和）と資金供給を断行してきた。世界的にも各国の中央銀行を経由して、大量のドル資金供給を実施している。それが現在の米国内外でのインフレや商品相場バブルの一因となってきた。その吸収と正常化はまだ不十分であり、今後は米国内外に放散されたドルの米国内回帰や吸収の残存余地が、「カネ余り相場の逆流とドル高の継続余地」として注視されそうだ。

すでに過剰流動性相場の巻き戻しは加速されているが、引き続きFRBによる量的引き締めの継続余地は、世界の株価や債券価格の下落余地（金利は上昇余地）や、上値の抑制（金利は下げ渋り）要因となり得る。ウクライナ戦争の影響など供給不足で高止まりしている原油などの国際商品相場についても、「カネ余り投機マネーによる買い上げ部分」は先行き引き締め効果が波及していく。時間差を経て、インフレ抑制へと寄与していくものだ。

米資金供給減、ドル高・株安・債券安・原油安に

米国のマネーサプライについては、FRBの4月統計でM1が前年比+8.9%、M2が+8.0%となっている。現在のFRBはマネーサプライを政策目標にしていないが、過去には2014年以降の量的緩和終了とバランスシート縮小、利上げの結果として、M1は2019年3月に+1.9%へと圧縮されていた。その前の利上げ後でいえば、時間差ケースを含めてM1が2007年に-1.2%、2002年に-0.8%、2000年に-3.0%、1997年に-5.4%という連動での各減少となっている。

いずれも為替相場のドル/円では、資金供給量での「ドル余剰からドル資金のタイト化」がドル高を促してきた。具体的に2007年は124円台、2002年は135円台、1997年は翌1998年に147円台という、高確率でドル高相場が連動形成されている。今回もマネーサプライの現状+8%から+9%に対し、+1%台やマイナス方向への縮減余地が、ドル高の上値残存余地として意識されそうだ。

こうしたドル高の局面では、月間ドル高値の前年同月比で最低でも+20円幅から+25円幅のドル上昇パターンが繰り返されてきた。すでに今年は4月が+20円、5月が+21円、6月が+25円となり、過去実績が踏襲されている。今後に関して、今年度末の来年3月予測で参考になる今年3月の月間ドル高値は、125円前後となっていた。先行き+20円幅として145円、+25円幅で150円方向を目指す可能性

は無視できない。

一方、マネーサプライの前年比減少局面では「金融市場に回る余剰資金の減少」となる形で、米国市場では前年比での株安や債券安（金利は上昇）が連動観測されてきた。WTI 原油先物と米 CPI（消費者物価指数）についても、時間差ケースを含めた連動下落が確認されている。その意味で当座は FRB マネーサプライの縮減余地が、株安や債券安の余地、原油や米 CPI の上げ渋りから切り下がり余地として注視される。

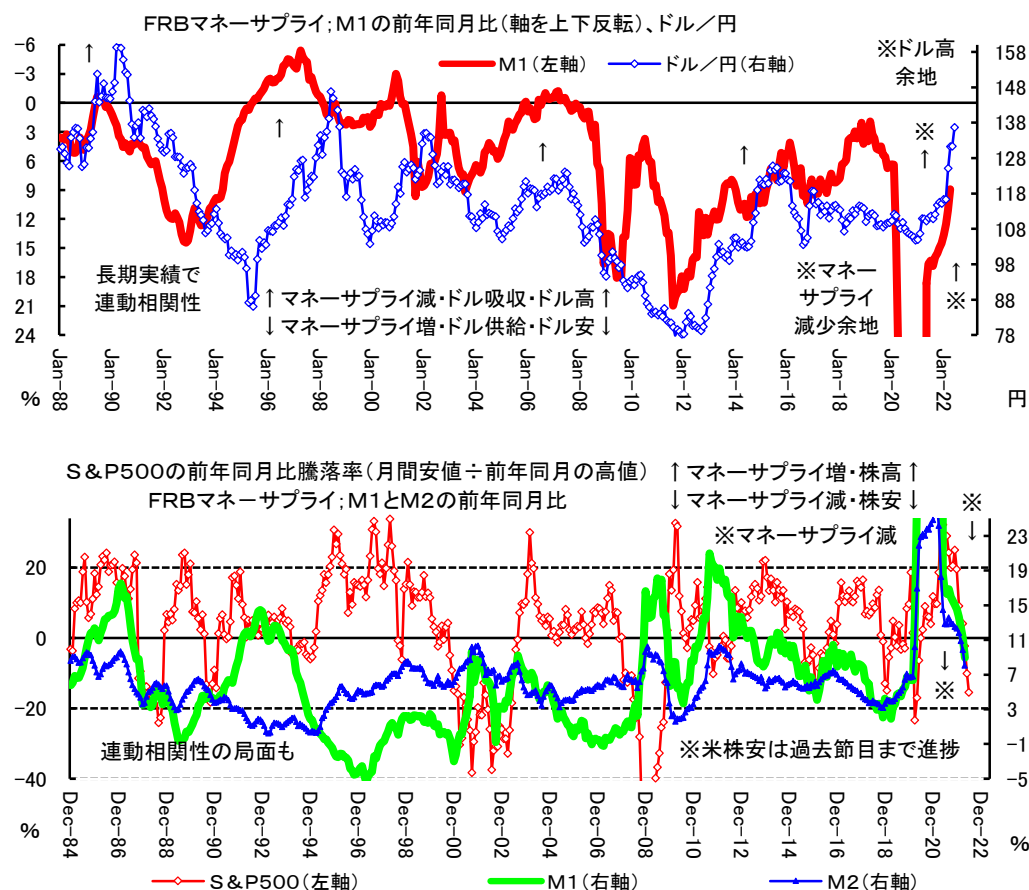
もっとも米株 S&P500 については、すでに過剰資金供給の巻き戻しも織り込む形で大幅安が進んできた。「月間安値÷前年同月の高値」による前年同月比騰落率は、6 月 23 日段階で -15.5% となっている。最近の株安時・下限ゾーンはコロナ危機時である 2020 年 3 月の -23.4% や、2019 年 1 月の -14.9%、2016 年 2 月の -14.6% などとなっていた。あくまで下落率では調整が進捗しており、当座の悪材料の消化と下げ余地の狭まり、中長期スパンでの買い場探しへと移行していく。

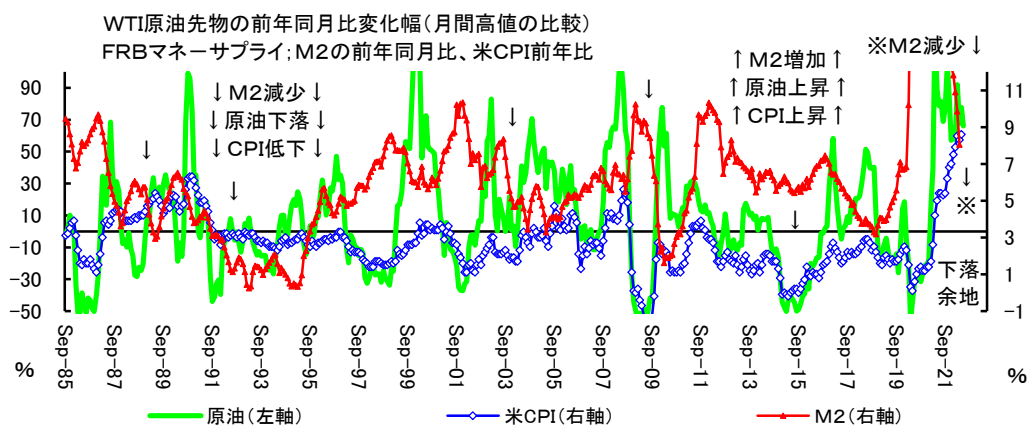
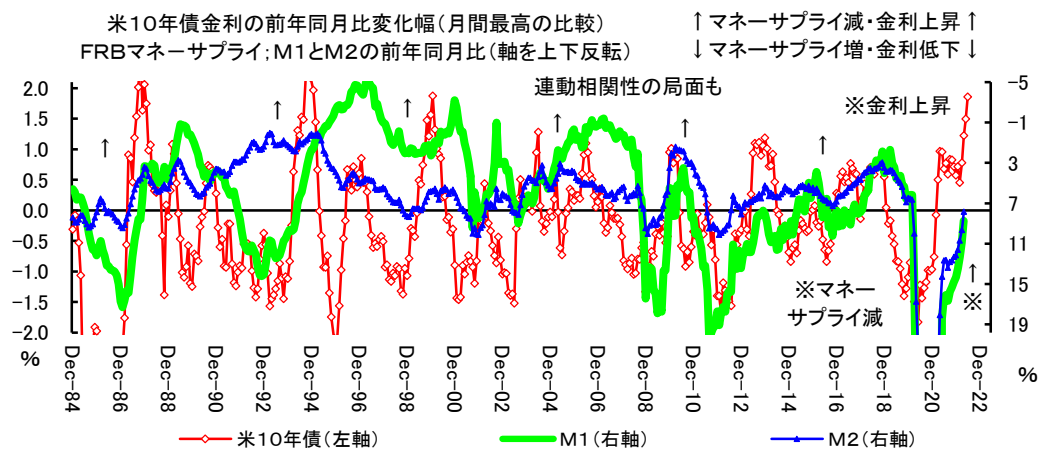
今後の FRB による直接的な金融政策自体は、「金利の引き上げ」手段重視が続く。パウエル議長は 23 日の議会公聴会で「金融情勢は極めて広範に引き締

まったが、金利水準はまだかなり低い」と改めて利上げ継続に意欲を示す一方、量的な面では「バランスシート縮小の影響は、金利上昇の影響に比べれば僅か」、「バランスシート縮小の終了時は、現在より約 2.5—3 兆ドル減少する見通し」などと事務的な発言にとどまっている。

一方、現在と同じようにインフレが急上昇した 1970 年代には、1979 年に FRB 議長にボルカー氏が就任し、「インフレ・ファイター」として利上げ強化と同時に、マネーサプライの伸びを抑制する引き締めを政策目標に据えた。

当時の「インフレはいついかなる場合も貨幣的な現象」というマネタリズム（貨幣主義）的な経済学が参考にされた側面もあるが、ボルカー氏は自身の著書で「マネーサプライの重視は、一般大衆に対して我々は本気だと伝える 1 つの方法でもあった。多過ぎる通貨供給量がインフレと何らかの関係があるのだと理解するのに、経済学の専門的な知識は必要ない。我々が通貨供給量をコントロールしようとしている時にはインフレを退治しようとしているのだというメッセージを送り出せば、一般の人々の行動に影響を与える」という政策目的を説明している。





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、複製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。