

米マネーサプライ縮減余地、ドル高余地に寄与 現状では前年比 5%、過去利上げ時はマイナス方向まで

2022/8/26 (金)

米 FRB はインフレ退治を継続させるなか、量的引き締めの影響としてマネーサプライ（通貨供給量）には縮減余地が残されている。為替相場のドル/円ではドル供給の絞り込み余地が、ドル高の残存余地として注目されやすい。過去引き締め局面では前年比 +1% 台からマイナス方向まで減少が続き、その期間中にドル/円は前年比ドル高の基調が高確率で維持されている。FRB は保有資産について現状、2025 年半ばに 2022 年比で 2 兆 5000 億ドル縮小するとの見通しを示しており、2025 年にかけて資産の圧縮余地も残されている。

ドル供給絞り込みやドル余剰のタイト化に余地

「米国では 1979 年当時、第二次石油危機などによる原油高とインフレ高進を抑制させるため、1979 年秋に FRB がマネーサプライ（通貨供給量）を厳しくコントロールする新金融調節方式に切り換えた。この結果、物価上昇率は 1980 年以降徐々に鈍化傾向を辿り、1982 年末に消費者物価の前年比は 3% 台になった」、「(こうした施策のほか) 米国での高金利もあって、為替相場ではドルの独歩高をもたらした」、「イラン革命といった中東情勢等の不安定懸念や、米国の高金利を受けた発展途上国の債務懸念などもあり、有事に強いドルが独歩高となった」――。

旧経済企画庁（現内閣府）は 1983 年版の経済白書で、このような解説を行っている。

当時と異なり、現在の FRB はマネーサプライの管理策を終了させているが、その他の原油高やインフレ高進、米国での利上げと金利上昇、ウクライナ戦争や新興国懸念などによる国際情勢の不安定化は、似たような環境にある。結果、現在の為替相場では別の要因も加わる形で、ドル独歩高が加速されてきた。

翌 1984 年前後の為替相場については、日本の財務省が過去検証の形で「1984 年前半に FRB がマネーサプライの目標値を慎重に管理する引き締め政策をとったことや、大幅な財政赤字とあいまって米国の高金利が相対的に高水準で推移したことなどでドル高が進行した」という総括レポートを取りまとめている。

こうした過去実績もあり、米国でのマネーサプライの抑制傾向は「ドル供給の絞り込み」や「ドル余剰のタイト化」などとあいまって、ドル/円でのドル高・円安の要因となりやすい。

その中で FRB が 8 月 23 日に取りまとめた最新 7 月のマネーサプライ統計では、M1 が前年比 +5.2% となった。2020 年にはコロナ危機対応による FRB の無制限供給の余波などで +300% 超えの急膨張とな

ったが、昨年 5 月の +18.6% を直近最高として減少傾向に転じている。前年比では 2019 年 8 月以来、約 3 年ぶりの低い伸び率に減少してきた。

現在の FRB はマネーサプライを政策目標にしているが、過去利上げ局面では複合経路による引き締め波及などにより、M1 の前年比は前年比 +1% 台からマイナス圏にまで縮減されている。その点で現状の +5% という水準は一段の縮減余地があり、ドル/円ではドル高・円安の残存余地が意識されやすい。

しかも NY 連銀は今年 5 月、FRB の保有資産は「2025 年半ばに 2022 年比で 2 兆 5000 億ドル縮小する」という見通しを示した。総資産は 5 月時が 8.9 兆ドルで、最新 8 月 17 日週は 8.8 兆ドルとまだ圧縮が本格化していない。量的引き締めと資産縮小が本格化してくる今年 9 月から 2025 年にかけては、FRB の資産減少と間接影響によるマネーサプライの減少余地が、ドル/円でのドル高余地や、調整ドル安時のドル下限切り上がり要因として注目されそうだ。

大量ドル供給でインフレ、インフレ抑制で回収

過去の M1 減少局面でドル/円は、M1 が前年比 +2.1% にまで減少した 2018 年 11 月に 114 円超えへとドル高が進行した（8 カ月前の同年 3 月は 104 円までのドル安）。その前では 2007 年 3 月に M1 が -1.2% にまで縮減が進んだが、ドル/円は 3 カ月後の同年 6 月に 124 円までドル高が進み、そこでドルが天井ピークを付けている。2000 年 12 月には、M1 が -3.0% にまで減少。当時のドル/円は 14 カ月後となる 2002 年 2 月の 135 円超えまで、慣性的にドル高トレンドが維持されていた。

FRB は今年 6-7 月、「1994 年以来」となる 0.75% の大幅利上げを実施している。1994 年以降には現在と同じようなインフレ上昇対策に加え、1995 年のドル安歯止め策、新興国問題などに対処したドル余剰の回収などもあり、FRB による利上げ強化と、間接影響によるマネーサプライの減少が見られていた。

当時のマネーサプライ M1 は、1980 年以降の長期増加傾向が一服。前年比では 1997 年に -5.4% に減少する場面があり、統計のある 1960 年以降では最大のマイナス幅を記録している。こうしたドル供給の縮小も一因となる形で、ドル/円は翌 1998 年 8 月に 147 円超えまでドル高がオーバーシュートした実績を有している。

1980 年代以降の長期実績として、米国のマネーサプライが前年比増加のピークから前年比減少のボトムに向かう局面で、ドル/円では「前年同月比ドル高」のトレンドが高確率で連動形成されてきた。月間ド

ドル高値の比較では、最低でも前年同月比+10%から+20%前後のドル高パターンが繰り返されている。

最近の前年同月比ドル高局面でいえば、2014－2015年前後に+13%から+22%（約12カ月間）、2012－2014年前後に+10%から+28%（約14カ月間）、2005－2006年前後に+10%から+14%（約5カ月間）、2000－2002年前後に+10%から+17%（約15カ月間）といったドル高パターンが見られている。

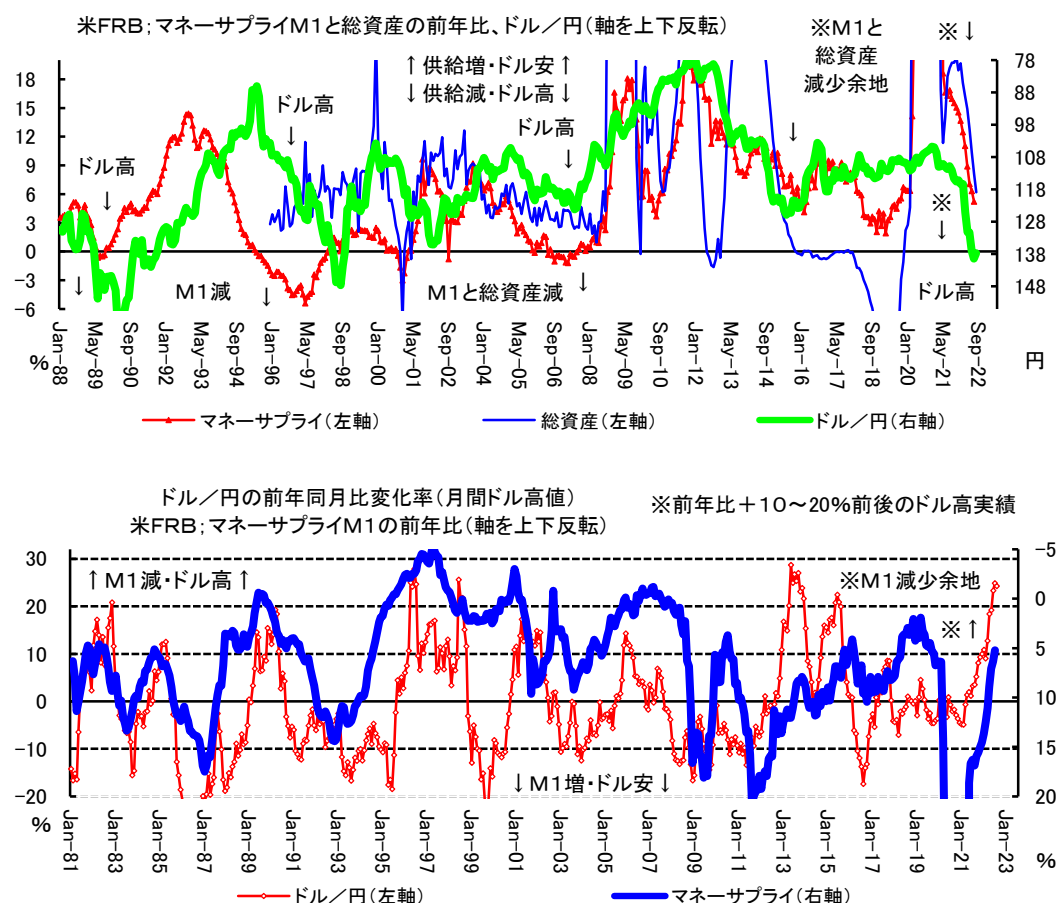
今年の場合、すでに3月から+12.7%へと前年比ドル高が進み、6月は+23.3%、7－8月は+24%超えと前年同月比のドル高が定着してきた。来年前半のドル上値メドで参考になる今年の月間ドル高値は、4－5月が131円、6月が137円となっている。前年同月比が最低+10%としても、来年6月にかけては144円から150円方向を目指す可能性は無視できない。

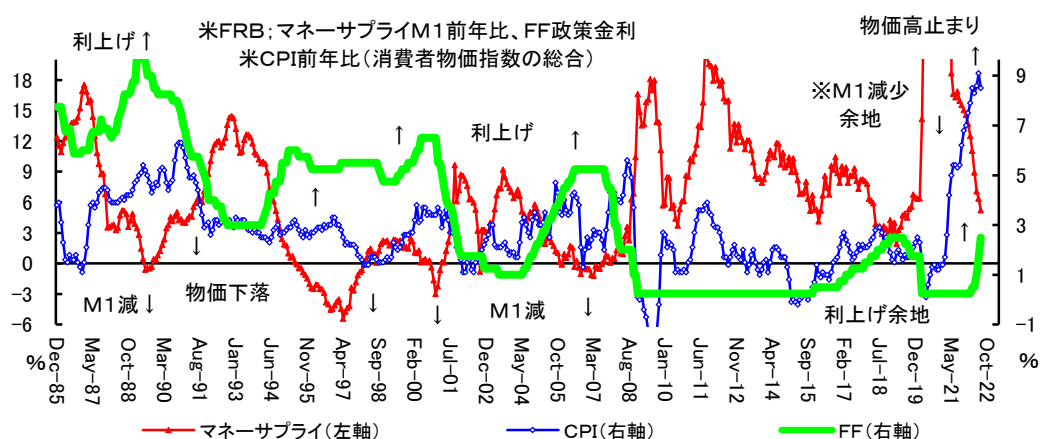
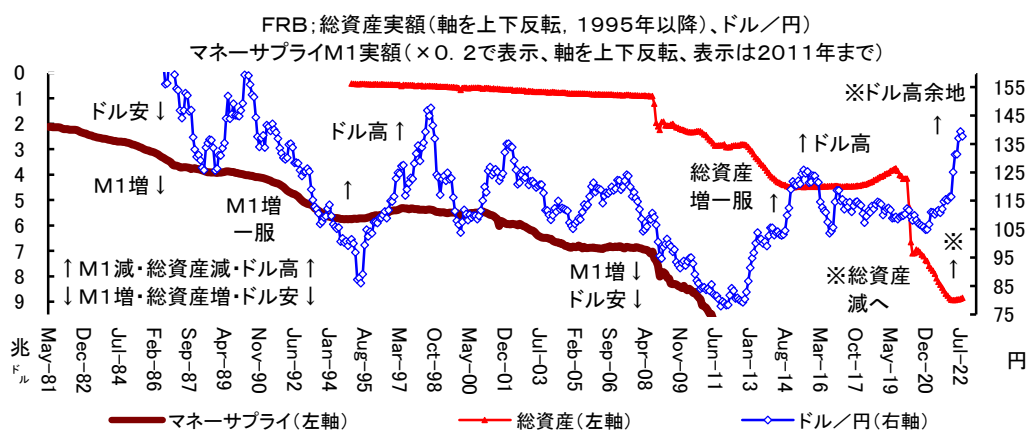
なお、マネーサプライの関連では、6月に米ウォールストリート・ジャーナル紙が「インフレ高進で『マネタリズム再評価』の機運」と報じていた。ノーベル経済学賞の受賞者で2006年に死去したミルトン・フリードマン氏は、「インフレはいついかなる

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。

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、インフレ抑制効果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。





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。