

米マネーサプライ、利上げ休止まで縮減余地

長期実績、ドル高と米株・米債動揺の持続余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/9/30 (金)

米国ではFRBがインフレ退治を強化させるなか、量的引き締め之余波などでマネーサプライ（通貨供給量）には縮減余地が残されている。最新8月はM1が前年比+3.6%であり、過去引き締めの下限である+1%台やマイナス入りまで道半ばの状態だ。1970年代以降、マネーサプライが政策目標とされていた局面以外でも、利上げ休止までは縮減傾向が持続となってきた。現状は来年の利上げ休止に不透明感があり、ドルの流動性「絞り込み」残存余地がドル高と米国株・米国債の動揺を長期化させる可能性もある。

8月 M1+3.6%、+1%台やマイナス圏へ縮減余地

「(2021年12月時点で)FOMCメンバーは、高インフレが予想以上に長期化し拡大したと評価した」、「2015年12月の前回利上げ開始時に比べると、ほとんどのメンバーは経済見通しが相当強い点を確認した。また、FRBの資産規模が前回対比で、絶対額でも対GDP比でも遥かに大きい点も確認した(8.7兆ドル＝約1000兆円、当時)」――。

米FRBによる昨年12月のFOMC議事録では、こうしたインフレ警戒の高まりが示されていた。その後の今年3月以降、金融引き締めが加速されているが、利上げと同時に「高インフレの一因」であるFRB総資産の肥大化、裏表にあるドルの資金供給や流動性の膨張についても、量的引き締め講じられている。

FRBは1980年代の高インフレ時代と異なり、マネーサプライの管理を政策目標としていない。それでも量的引き締めなどの余波として、現在のマネーサプライは縮減へと転じている。当面、ドル供給の絞り込みが続くと、ドル/円ではドル高・円安の残存余地、一方で米国株や米国債については流動性の縮小余地が、下落や不安定さの持続余地として注視されやすい(米債は価格下落と金利上昇の余地)。

かつて日本の長期デフレに対し、「デフレ(悪い物価下落)は貨幣的現象」として物価と通貨供給量を関連付けていた米国のバーナンキFRB元議長は議長在籍時の2007年1月、「マネーサプライ指標は、経済成長やインフレを予測する手段として、もはや信頼性があるとはいえないものの、経済への手がかりとして引き続き監視していく」という考えを示している。

最近ではFRBが9月27日に取りまとめた8月のマネーサプライ統計で、M1が前年比+3.6%となった(7月は+5.2%)。2020年にはコロナ危機対応によるFRBの無制限供給などで+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4月以来、約40カ月ぶりの低い伸び率に減少してきた。

過去の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+3%台という水準は、一段の縮減余地が残されたままだ。しかも1970年代以降の過去実績として、マネーサプライが政策目標とされていた局面以外でも、「FRBの利上げ休止」まではマネーサプライの縮減傾向が持続となってきた。

その点、現状段階では来年の利上げ休止の有無や時期に不透明感がある。連動する形でマネーサプライ縮減の底入れも遅延となり、少なくとも今年3-9月の引き締めによる政策効果が遅行表出してくる来年1-3月や4-6月にかけては、ドル高や米株・米債の動揺が長期化する可能性がある。

N1縮減の底入れ、ドルや米金利の天井と連動性

前回のFRB利上げ局面でマネーサプライM1が縮減から底入れしたのは、2019年3月の前年比+1.9%であった。当時は結果論として最終利上げとなった2018年12月から、利上げ様子見「3カ月後」でのM1底入れとなっている。当時のドル/円はM1底入れ(＝ドル供給タイト化の一服)と同月である2019年3月と翌4月の112円超えで、当時のドル高ピークが形成されていた(厳密なドル高値は、5カ月前となる2018年10月の114円超え)。

2004年以降の利上げ局面では、M1の前年比が2007年3月の-1.2%で底入れとなっている。当時は結果論として最終利上げとなった2006年6月から、利上げ様子見「9カ月後」でのM1底入れとなっていた。当時のドル/円はM1底入れの2007年3月から、3カ月後となる同年6月の124円超えでドル高が天井ピークを形成している。米10年債金利もドル高ピークと同じ2007年6月の5.3%で、当時の金利上昇が天井ピークをつけていた(債券価格は底入れ)。

その他、1997年には3月が結果論としての最終利上げとなったが、M1は翌4月の-5.4%で連動底入れとなっている。当時の米10年債金利は、同月の7.0%で金利上昇のピークをつけるという同時現象があった。ドル/円も2カ月後となる5月の127円超えで、一旦のドル高ピークを形成している。しかし、その後は110円方向への調整ドル安を経て、翌1998年8月に147円超えへとドルが再上昇していた。

ひるがえって現在の場合、来年にかけて利上げ持続の可能性があるほか、まだ「利上げ様子見移行」も読みにくい状況にある。

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までの期間中、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。

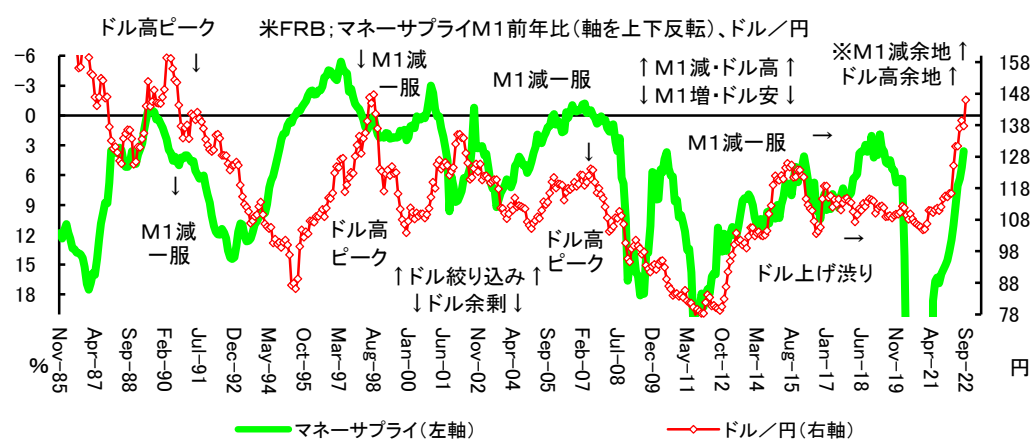
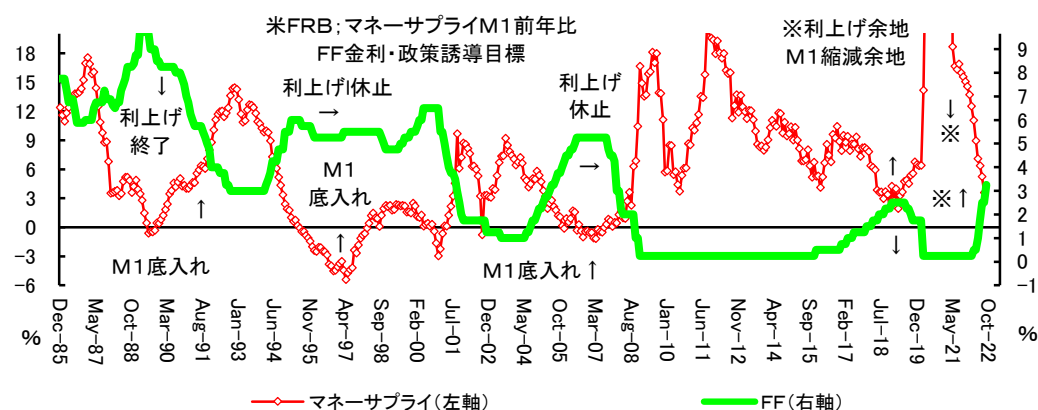
最近の前年同月比ドル高局面でいえば、2014-2015年前後に+13%から+22%（約12カ月間）、2012-2014年前後に+10%から+28%（約14カ月間）、2005-2006年前後に+10%から+14%（約5カ月間）、2000-2002年前後に+10%から+17%（約15カ月間）といったドル高パターンが見られている。

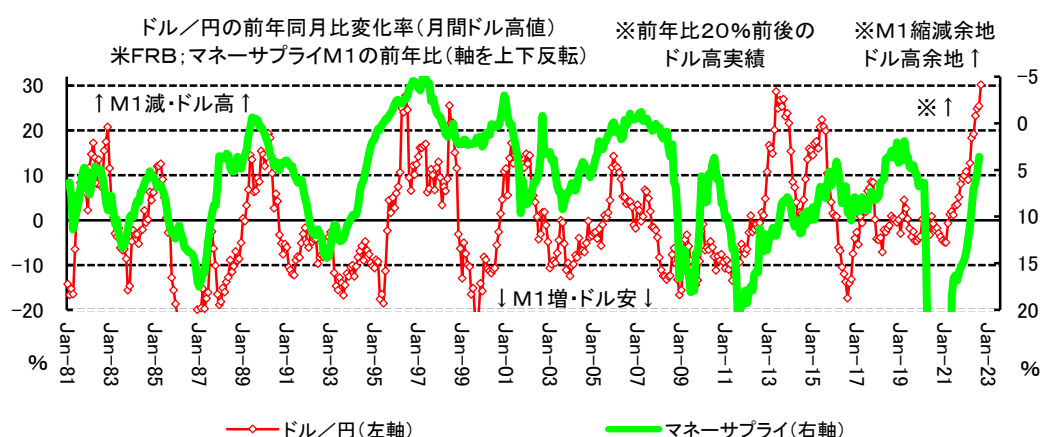
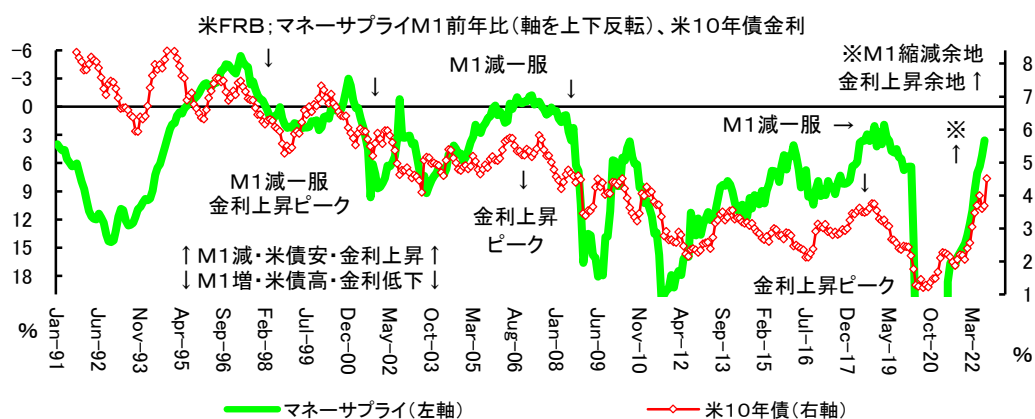
今年の場合、すでに3月から+12%超えへと前年比ドル高が進み、6月は+23%、7-8月は+25%前後、9月は+30%と前年同月比のドル高モメンタムが定着してきた。来年前半のドル上値メドで参考になる今年の月間ドル高値は、4-5月が131円、6月が137円となっている。

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。あくまで計算上では、前年比+15%で157円方向、+20%で164円方向という数字も出てくる。

一方、米国株NYダウのほうは、FRBマネーサプライM2前年比と連動相関性が見られてきた。直近のM2前年比は8月が+4.1%であり、2019年4月以来の低水準となっている。それでも過去引き締め時の下限は+3%台から+1%台であり、一段の縮減余地が残されたままだ。

前回のM2縮減局面は、2018年11月の+3.2%で底入れとなった。当時はマネーサプライ縮減傾向も一因となる形で株安加速の場面もあったが、M2底入れ翌月の同年12月で株価は底値を形成している。その前ではM2前年比が、2010年10月の+1.6%で底入れとなっていた。当時のNYダウは複合要因もあったが、4カ月後となる2010年7月で底値が連動形成されていた。





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。