

米マネーサプライ、縮減進展も底入れ尚早 利下げ尚早、過去は底入れと引き締め効果把握で利下げ

2023/1/30 (月)

米国ではFRBの金融引き締めにより、マネーサプライ（通貨供給量）の縮減が進展してきたが、まだ底入れは尚早となっている。過去は縮減の進捗と底入れ前後から引き締め効果の浸透が示唆され、FRBは引き締めの遅行影響が把握しやすくなったところで利下げに転換している。現在のマネーサプライ減はコロナ危機対応に伴う大量供給の反動減と引き締め効果の見極めも難しく、インフレ高進の一因である「過剰資金供給」が縮減・回収から底入れしてくるまで、FRBの利下げ判断は遅延される可能性もある。

インフレ一因は資金増、回収一服まで利下げ制約

「米国のマネーサプライ（通貨供給量）の指標であるM2はコロナのパンデミック（世界的大流行）期に急増し、インフレ高進を正確に予測した。いま同じチャートをみれば、M2の伸びは劇的に低下している」、「これはディスインフレ（インフレ抑制）に良い兆候」――。

米FRB幹部にあって、過去には政策判断で先行実績のあるセントルイス連銀のブロード総裁は1月5日、このような見解を示した。

その後の1月24日のFRB統計によると、マネーサプライM2は昨年12月分が前年比-1.3%となっている。ブロード氏の指摘通り、2020年以降はコロナ危機対策としての大量資金供給などもあり、2021年2月には+26.9%と1960年代以降では最高の伸び率を記録した。こうした過剰な資金供給とマネー膨張は、米国でのインフレ高進の一因となっている。しかし昨年12月には直近最低である2018年11月の+3.2%を下回っており、先行きタイムラグを経た物価指標やインフレの押し下げ要因として注目されやすい。

FRBの12月マネーサプライでは、過去実績として政策金利FFや米国株、米10年債金利、為替相場のドル/円などと関連実績のあるM1も、前年比-3.6%とマイナスに転じている。前月の-1.7%に続き、2007年以来となる2カ月連続マイナスとなってきた。

昨年以降のFRBによる利上げと量的引き締めの効果が顕在化しており、現在の市場期待通りに先行きの利上げ休止や利下げ転換が焦点になる。しかし、過去のFRB利上げ局面では、M1が前年比で縮減に転じてから底入れし、さらには一定の様子見期間を経たあとでFRBは利下げ転換となっている。その点、現在は昨年12月段階で前年比マイナス転換がまだ2カ月目であり、底入れ予兆は尚早だ。

しかも今後のM1前年比でいえば、M1の実額は昨

年6-7月まで過去最高水準で高止まりが続いていたほか、FRBが量的引き締めを本格開始したのは昨年6月以降となっている。その意味で前年同月比では、最低でも今年の6-7月にかけて下押し傾向が維持されやすい。

過去のFRBによる「M1底入れ後の一定期間を経た利下げ転換」という相関関係については、1) マネーサプライが縮減から一段落に移行する局面で、引き締め効果の幅広い浸透が示唆される、2) その結果、タイムラグのある「引き締めの遅行影響」が把握しやすくなる、2) マネーサプライの縮減から一段落で、インフレの一因である過剰資金供給の回収進捗が示唆される――といった要因がある。

実際にデータ面では裏付けがあり、前回2015年からの利上げ局面の場合、M1は2019年3月の前年比+1.9%をボトムに底入れとなった。FRBは「4カ月後」の同年7月から、利下げに転換している。2004年以降の利上げ局面では、M1が2007年3月の-1.2%で底入れした。当時は「6カ月後」となる同年9月から利下げ転換となっている。

米マネーサプライ前年比減、前年比ドル高実績

その前ではM1が2000年12月の-3.0%で底入れしたあと、「1カ月後」に利下げへと転換。1997年4月にM1が-5.4%で底入れしたあとは、「17カ月後」から利下げへの転換が観測されている。こうした高確率での時間差連動に沿うと、今回の利下げ転換はまだマネーサプライ底入れの明確化と、そこから一定の様子見期間を待つ必要がある。

加えて今回の場合、FRBのマネーサプライ縮減は、「コロナ危機対応に伴う大量資金供給のテクニカルな反動減」と「FRBによる金融引き締めの効果」という両要因の見極めが難しい。コロナ危機後の2020年5月から2021年4月にかけては、M1は前年比+300%超えもの急膨張となっていた。その反動調整による正常化と、インフレの鎮静につながる縮減・回収という引き締め進捗については、先行き過去実績比で大幅な「M1前年比マイナス幅の下振れ拡大」を伴う可能性もある。

米国の金融市場では昨年以降、FRBの引き締め強化とマネーサプライなどに見られる流動性（資金供給量）の縮小が、株安と債券安（金利は上昇）の一因となってきた。米債金利上昇とドル供給の絞り込み縮減は、為替相場でドル高を支援してきた経緯がある（ドルがタイト化）。

それが昨年後半以降はFRBによる利上げペースの減速のほか、先行きの引き締め休止や緩和転換への

期待感が台頭。マネーサプライの縮減ペース鈍化もあって、株高と債券高（金利は低下）、ドル安の方向に作用している。

しかし、マネーサプライの前年比縮減余地の残存や、FRB の利下げ遅延（利上げ休止でも金利高止まりが長期化）などを踏まえると、昨年以降の金利水準や量的資金面での「引き締め加速」に伴う株安・債券安・ドル高は一段落となっても、反動調整の範囲を超えた一段の株高・債券高・ドル安には制約がある。先行き米国市場では株高・債券高のペース鈍化や上値余地の狭まり（金利は低下抑制）、ドル安の抑制やドルの底堅さが注目されやすい。

為替相場のドル/円でいえば、過去に FRB のマネーサプライ M1 で「前年比マイナス」が続いている限り、月間のドル高値ベースでは前年同月比ドル高の基調が維持されてきた。その点、当座のドル/円の水準メドで参考になる昨年の月間ドル高値は、昨年 1-2 月が 116 円、3 月が 125 円、4-5 月が 131 円——となっている。あくまで前年同月の水準との見合いで

は、先行き 3-5 月にかけて 125-131 円前後が維持される可能性もある。

ドル/円の長期トレンド判断で参考になる四半期のテクニカルによると、一目均衡表チャートでは 2021-22 年にかけて、1980 年代以降では過去初となる先行スパンの雲下限と雲上限という強力な上限抵抗線を上抜けるドル高が進んだ。昨年は長期の強力な上限抵抗ラインの完全突破という市場エネルギーの点火もあって、150 円超えのドル高オーバーシュートが観測されている。

昨年 10 月以降は記録的なドル急騰の過熱調整やスピード調整もあり、ドル安・円高に振れている。それでも長期スパンでは 2013 年にかけて長期に及ぶ強力な上値抵抗線としてドルの上値を抑え、反対に 2016 年前後からは強力な下値抵抗線に転換してきた四半期・一目均衡表の転換線 127.27 円前後、基準線 126.39 円前後、先行スパンの雲上限 106.51 円などがドルの下値メドとして注目されそうだ（1 月 26 日時点のレート）。



