

米マネーサプライ、対 GDP 比「縮減」余地

コロナ前比+15%、残高は+6 兆ドルの超過持続

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/3/6 (月)

米国では FRB の利上げ継続が焦点になるなか、量的引き締めとの関係では FRB のマネーサプライ（通貨供給量）に名目 GDP 比で縮減余地が残されている。コロナ危機対応時の記録的な資金供給の余波残存などもあり、対 GDP 比の相対倍率はコロナ危機前比で +15%、M2 残高は +6 兆ドルの超過状態が維持されたままだ。大量資金供給はインフレ高進の一因となっており、FRB による引き締め継続と複合経路によるマネーサプライの縮減余地は、米国株や米国債価格の上値抑制（金利は低下抑制）とドルの下支え要因となる。

米国株や米国債価格の上値抑制、ドルは下支えも

「米国ではマネーサプライ（通貨供給量）が前年比で減少してきたが、残高自体は依然として歴史的な高水準を保っている。米国での根強いインフレ高止まりの間接要因となっている可能性もあり、引き続き FRB による金融引き締めの継続余波などを受けた縮減余地が注目される」――。

大手米国系の資産運用ファンド幹部は、このような指摘を行う。

現在の FRB はマネーサプライを政策目標にしておらず、直接コントロールしているわけではない。それでも今年 1 月には米セントルイス連銀のブロード総裁が、「マネーサプライの指標である 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見れば、M2 の伸びは劇的に低下している」、「これはデイスインフレ（インフレ抑制）に良い兆候」と着目していた。

あくまでも FRB による利上げや量的引き締め（FRB 資産縮小）の間接余波を含め、複合経路を通じたマネーサプライの増減については、インフレや FRB 政策効果の先行指標として無視できない。

その中で FRB による 2 月末公表の 1 月マネーサプライでは、M2 の残高が前年比 -1.7% 減の 21.27 兆ドルとなった。前年比では 2 カ月連続のマイナスとなったほか、2021 年 2 月の +26.9% を直近最高として減少傾向が続くなど、一定の引き締め効果は見られている。それでもコロナ危機前である 2019 年 12 月は 15.32 兆ドルであり、依然 +6 兆ドルの資金超過が続いたままだ。M2 残高は 1959 年以降の長期統計でも、過去最高水準が保たれている。

実体経済との見合いでのカネ余りやマネー不足の尺度となる「M2 残高 ÷ 名目 GDP 実額」については、昨年 10-12 月末時点で相対倍率が 0.81 となった。直近最高である 2020 年 4-6 月末の 0.92 からは過剰

マネーが修正の低下となってきたものの、コロナ危機前である 2019 年 10-12 月末の 0.71 からは +15% の上振れが続いている。また、2019 年にかけての直近 10 年「平時」平均は、0.65 となっていた。こちらに比べると +24% の上振れであり、引き続き米マネーサプライには名目 GDP 比で縮減と正常化の余地が残されている。

米国でのマネーサプライの縮減余地は、米金融市場で一段の流動性縮小や余剰資金の減少につながっていく。米国株や米国債価格については、上値抑制（金利は低下抑制）要因となるものだ。為替相場でのドル/円はドル余剰の減少やドル資金のタイト化などを通じて、ドルの下支え、もしくはドル高の材料となる。

実際、米国のマネーサプライでは、M1 の前年比がドル/円と密接な相関実績を有している。最近では 2020 年のコロナ危機後、FRB は無制限の資産購入（量的緩和）や他国向けドル供給などを強化し、その余波もあって M1 は歴史的な急膨張となった。その後、M1 の前年比は 2021 年 5 月の +18.6% から、プラス幅の縮小と減少が明確化。連動する形でドル/円は大量ドル供給（ドル余剰）からの巻き戻し反転もあり、同月の 108 円前後をドル安値としてドルの上昇トレンドへと移行している。

M1 は前年比マイナスの基調に、前年比ドル高実績

ドル/円は昨年 2022 年に 10 月にかけて、151 円超えまでドル高が加速された。その後は FRB による利上げペース減速や日銀の緩和修正思惑などが相場の中心テーマとなり、ドル安・円高へと転換している。しかし、今年 2 月上旬でこうした相場テーマは一服。昨年 10 月以降には、それまで大きく積み上がっていた投機的なドル・ロング（買い持ち）と円ショート（売り持ち）のポジション整理も進み、ポジション調整に伴うドル売り戻しと円買い戻しの勢い減退と、ポジションの偏り修正進展が示唆されている。

その中で 2 月上旬以降は日米金利差の再拡大のほか、為替ドル/円の長期トレンドを底流で支える「米国のマネーサプライ縮減（ドル供給量の減少＝ドルの量的な希少化の方向）」という基調が、改めてドルの底上げに寄与している。

最新 1 月に米マネーサプライ M1 は、前年比で -4.5% の減少となった。前月の -3.4% などに続き、2007 年 7 月以来、約 15 年半ぶりとなる 3 カ月連続での前年比マイナスとなっている。この 2007 年の場合、前年 2006 年 8 月から M1 が前年比マイナスの基調へと転換した。当時のドル/円は M1 の前年比マイ

ナス化に連動してドル高トレンドが形成され、月間ドル高値は同月の1ドル=117円から翌2007年6-7月の123-124円までドル高が持続している。

その前のM1前年比マイナス局面である2000年10月から2001年2月には、109円から119円方向へとドル高が進展。1995年6月から1998年2月のM1マイナス局面では、86円から134円方向へのドル高という、高確率での連動実績が観測されている。

しかも米マネーサプライのM1が「前年同月比」マイナスとなる局面では、ドル/円も「前年同月比」でドル高が続くパターンが目立ってきた。ドル/円の「月間ドル安値-前年同月のドル高値」という前年比変化幅でいえば、昨年10月以降のドル安・円高でも今年3月初旬に至るまで前年比ドル高は維持されている。

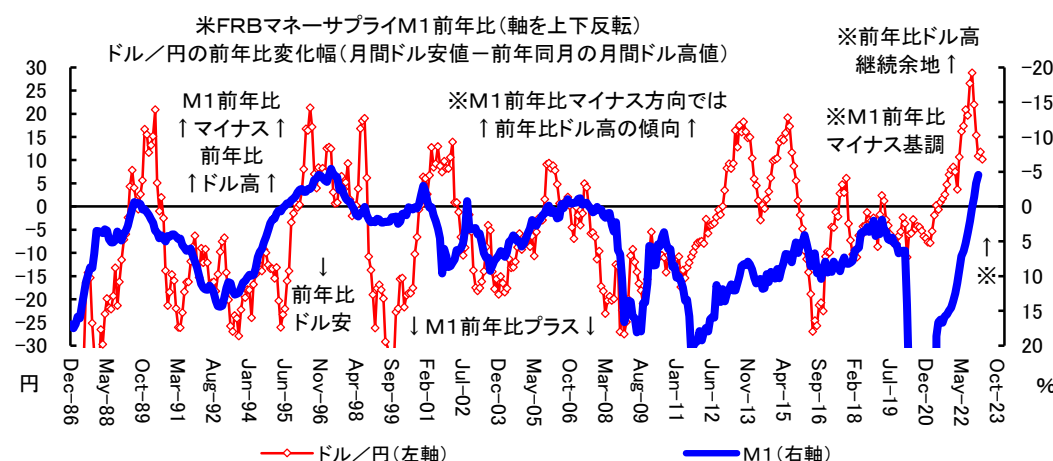
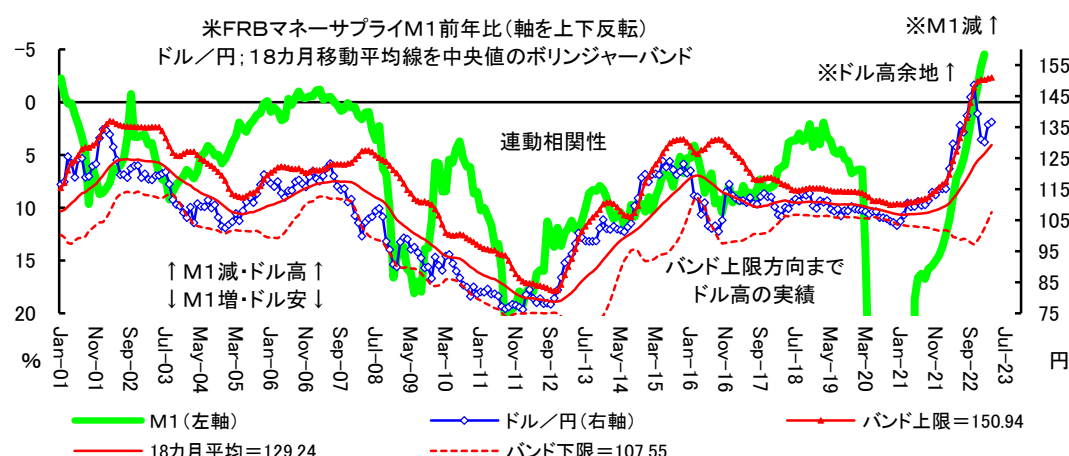
その点で当座のドル/円のドル安メドで参考になる1年前の月間ドル高値は、昨年の3月が125円、4月と5月が131円、6月が137円となっていた。先行き6月にかけて137円台の上抜け維持は微妙ながら、少なくとも4-5月にかけては125円や131円の前下がりが当座のドル下値メドとして注目されそうだ。

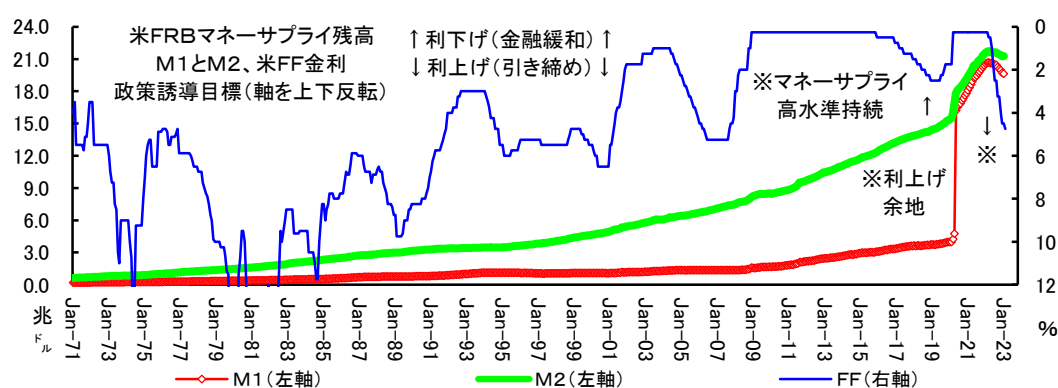
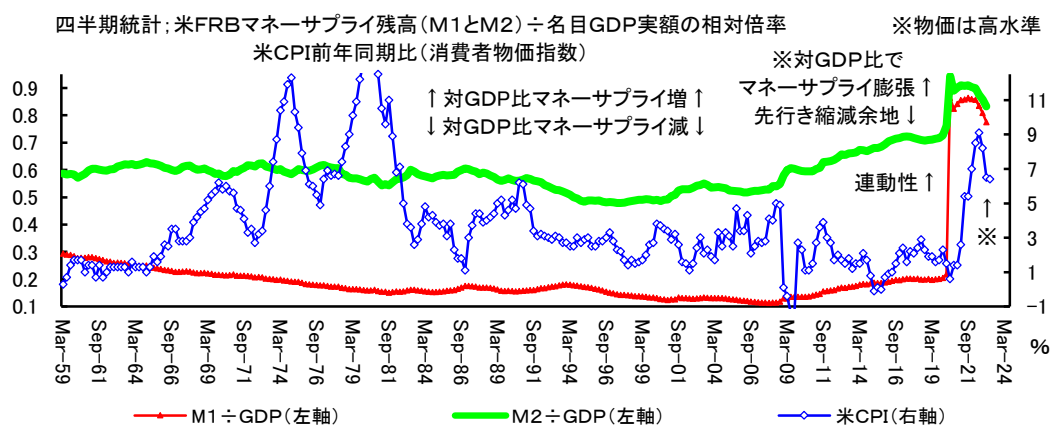
しかも今後の米M1前年同月比でいえば、M1の実額は昨年6-7月まで過去最高水準で高止まりが続いていたほか、FRBが量的引き締めを本格開始した

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月にかけて減少や前年比マイナスのトレンドが維持延命される可能性もある。

なお、FRBのインフレ退治策と米マネーサプライに関しては、昨年1月と3月に米資産運用会社グーゲンハイム・パートナーズの幹部で著名な「債券王の一人」が以下のような指摘を行っていた。

「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」、「マネーサプライの変更は経済生産、資産価格、インフレを左右する強力な要因となる。金利はマネーの流動性、経済生産、期待インフレ率の副産物だ。短期市場金利は、通貨供給量の変更を通じて操作できる」、「後世に大きな影響力を与えた（マネタリズムなどの米経済学者）ミルトン・フリードマン氏によるインフレ研究では、『インフレはいつ、いかなる場合も貨幣的現象である』と結論付けていた」――。





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。