

米マネーサプライ、減少鈍化も「縮減余地」残存 米金利やドルの下限切り上げに、増加は本格利下げ後

2024/3/6 (水)

米 FRB のマネーサプライ（通貨供給量）は減少ペースこそ鈍化してきたが、縮減余地は残存となっている。米 10 年債金利やドルの下限切り上げ要因として注目されやすい。現在の FRB はマネーサプライを政策目標としていないが、過去にマネーサプライが前年比で減少から増加に転じたのは、高確率で「本格利下げ以降」となってきた。現在は間接影響する FRB の資産圧縮が続いているほか、現状から FRB の資産とマネーサプライが増加に転じると、株高バブルの過熱やインフレ再上昇を招くリスクがある。

前月比や 6 カ月前比、減少一服から小幅減少再開

「(米国では 2020 年のコロナ危機対策を受けた 2021 年にかけて) マネーサプライが爆発的に急増すると同時に、財政赤字も大きく膨らんだ」、「経済の過熱はすでに起きているか、間もなく発生する」、「コロナ感染が収束に向かうとリスク懸念の低減に伴い、経済に大きな影響が及ぶ」、「こうした全ての事象から、インフレ率の上昇が示唆されている」――。

2021 年の 1 月段階で米セントルイス地区連銀のブラード総裁（当時）は、このようにその後のインフレ加速を予見していた。その 2 年後となる 2023 年（昨年）1 月にブラード氏は、「マネーサプライはコロナ流行時に急増し、インフレ昂進を正確に予測した」と指摘。そこから「マネーサプライの伸びは劇的に低下しており、これはディスインフレに良い兆候」という先読みを行っている。

実際に昨年 1 月以降、米国ではインフレ率が低下となった。裏表での FRB による利上げ強化や量的引き締め（資産圧縮、QT）、それに伴う金融機関の投融資抑制といった直接的・間接的な影響もあり、マネーサプライは「劇的な低下」となっている。ドル供給の絞り込みは余剰マネーの減少やドルのタイト化（ドルの希少方向）などを通じ、昨年 3-10 月にかけては米国での債券安（金利は上昇）、株安、ドル高の一因となった経緯がある。

一方で昨年後半からは FRB 利上げ停止の遅行影響や地銀不安配慮などもあり、マネーサプライの急減ペースは鈍化している。それが昨年 11 月以降の米債金利低下（米債価格は反発）や米国株の大幅高を底流で支援してきた。

ひるがえって直近 1 月分の FRB マネーサプライ月間統計によると、M2 の前月比は -0.2% となり、昨年 11 月の +0.2%、12 月の +0.5% というプラス化を経て再減少となっている。6 カ月前比も -0.3% と、前月の 0.0% から減少に移行。昨年 4 月の -3.4% を直近最少とした減少の一服と、10 月の小幅プラス化

を経て、僅かながらもマイナス再開となっている。

こうした米マネーサプライの前月比や 6 カ月前比でのマイナス方向は、過去実績として米 10 年債金利や為替ドル/円でのドルの下限切り上げを支援しやすい。しかも米マネーサプライは M1、M2 とも残高が過去最高水準で高止まりした状態で、先行き縮減余地が残存している。

最近の米マネーサプライ M1 でいえば 6 カ月前比が、2021 年 5 月の +9.4% を直近最高として減少に転じた。その後は FRB による引き締め強化の余波などもあり、昨年 4 月には -7.5% の大幅減少となっている。同期間の前後で米 10 年債金利は、1.13% から 5.02% 方向に上昇（米債価格は下落）。ドル/円は 108 円から 151 円超えまでドル高が進むという連動実績が見られていた。

現在の FRB はマネーサプライを政策目標としていないが、過去にマネーサプライが前年比で減少から増加に転じたのは、高確率で「本格利下げ以降」となってきた。現時点で利下げは 6 月予想が増加しつつあるが、6 月まではマネーサプライの減少余地と、連動した米 10 年債金利やドルの下限切り上げ余地が残されている。

マネーサプライ増加なら物価上昇の連動実績

しかも現在の場合、6 月の利下げ開始にはまだ不透明感があるほか、3 月 4 日には米アトランタ連銀のボスティック総裁が、「7-9 月に 1 回利下げしたあとは影響見極めで休止」と発言した。マネーサプライの増加転換の契機となる「本格利下げ」には、つながらない可能性もある。

現在はマネーサプライに間接影響する FRB の資産圧縮が続いているほか、現状から FRB の資産とマネーサプライが増加に転じると、株高バブルの過熱やインフレ再上昇を招くリスクをはらんでいる。実際に 1970 年代以降の長期実績として、マネーサプライの前年比プラスが拡大する増加局面では、米国の CPI（消費者物価指数の総合）も前年比で上昇となる連動相関性を有してきた。その点で当座は FRB による直接的・間接的な資産とマネーサプライの抑制「目配り」が注目されやすい。

今後の FRB 金融政策は利下げが焦点となっているが、連動して FRB による資産圧縮策（バランスシート縮小、量的引き締め=QT）がペースの減速、その後に停止へ向かうと、マネーサプライも間接影響で減少一服から前年比増加のトレンドに移行していく。

その点の最新情勢ではアトランタ連銀のボスティック総裁が 3 月 4 日、「QT のペースを段階的に落と

すテーパリングを急いで始めるのではなく、当面は現行ペースを続ける方が良い」、「QTに関しては、現在のペースをできるだけ長期にわたって続けられればと考えている」と主張し、早期停止に否定的な見解を示している。

QTについては今年1月、米ダラス連銀のローガン総裁が、「金融市場で流動性が乏しくなる中で、当局は資産圧縮ペースを減速する必要があるかもしれない」と述べた。同氏は過去NY連銀でスタッフを務め、最終的にはFRBのバランスシートを管理するトップ幹部に昇進した経歴を持つだけに、「QTの減速や停止のキーマン」として注目を集めている。

それでも同氏は2月15日、1月の発言について「減速は停止ではなく、ペースを管理すること」と補足説明を行い、市場の早期QT停止期待を牽制していた。

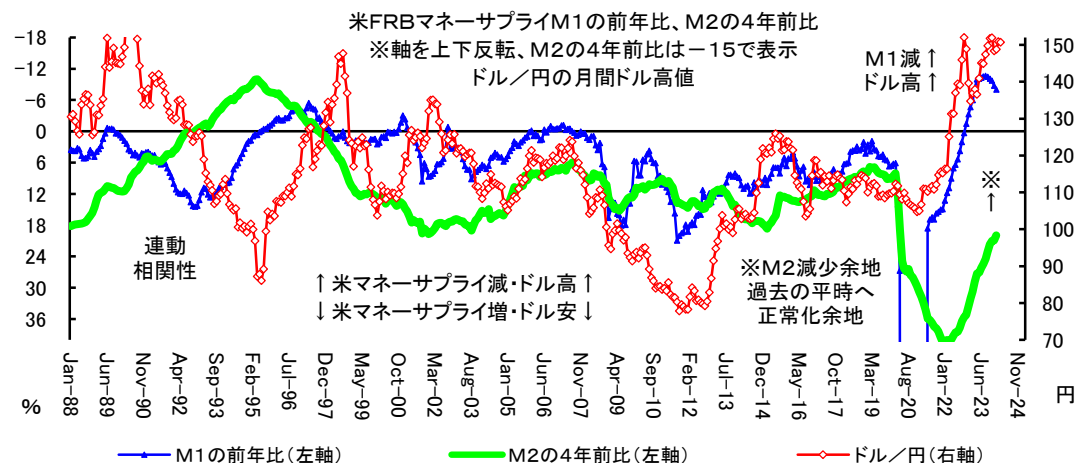
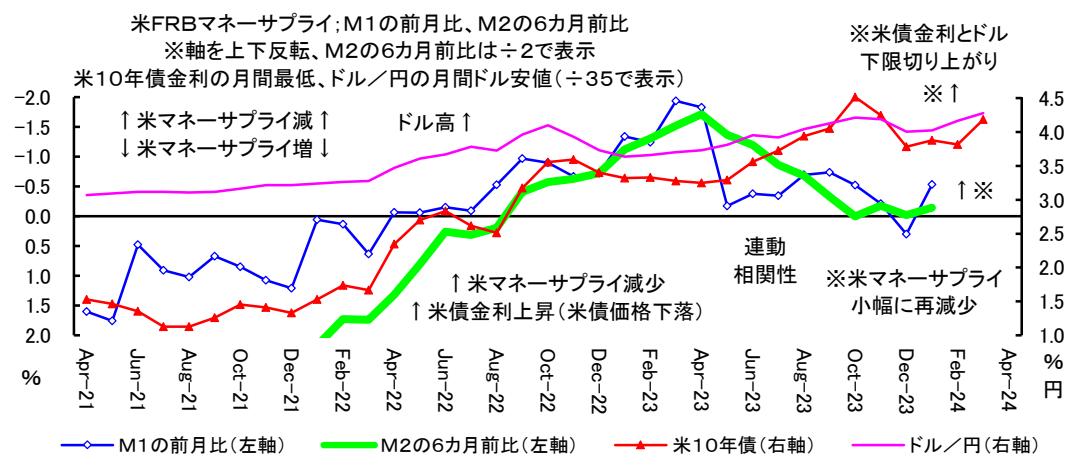
米国のマネーサプライは現在、コロナ対策によるFRBの大量資金供給の巻き戻し過程にある。正常化の一つのメドがコロナ危機前である2020年1月、今から4年前の状況だ。その点でM2は今年1月時点での「4年前比」が、まだ+35.0%の大幅上振れが続いている。

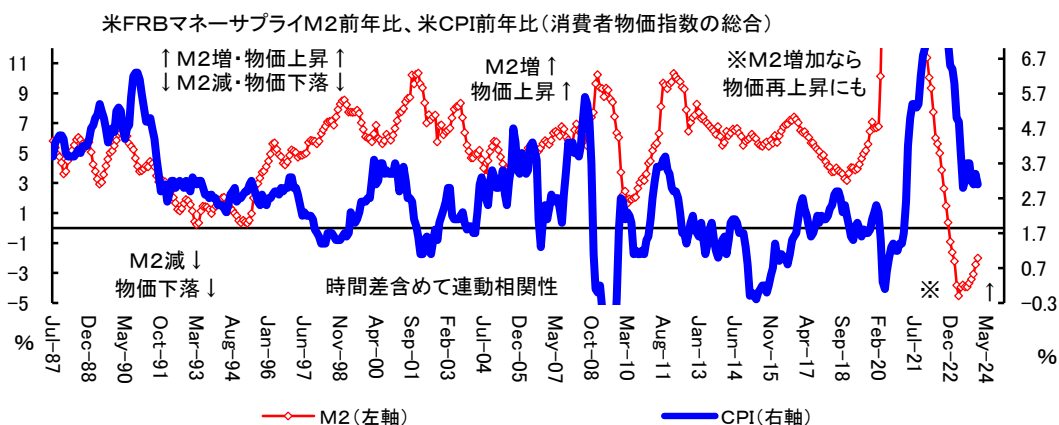
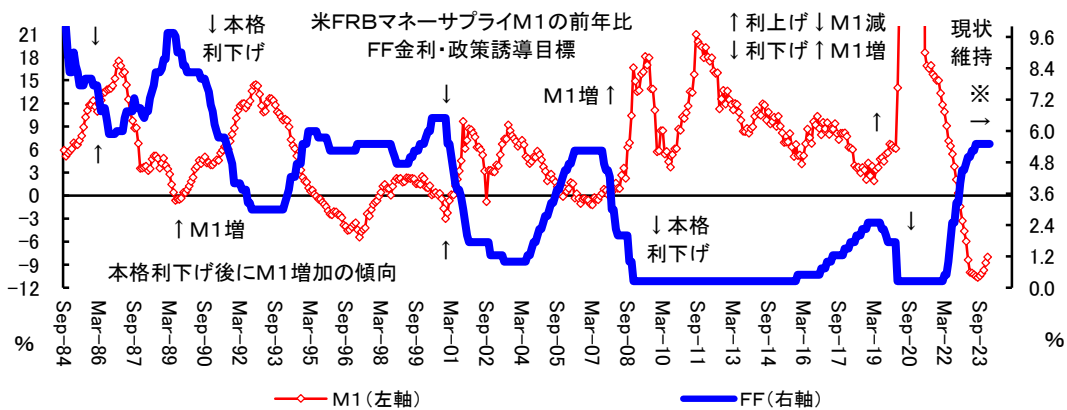
M2はコロナ危機前でも米国での金融自由化と肥大化、経済成長、連動した投融資の拡大などもあり、長期スパンで増加傾向が続いていた。それでもコロナ危機前である2005年から2020年前半にかけての

約15年間で、「4年前比」のM2伸び率は+20%から+30%のレンジが長期定着している。こうした過去平時の伸び率トレンドに回帰するだけでも、現状の+35%からはまだマネーサプライの縮減余地が残されている。

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、コロナ危機後の2022年に米資産運用会社グッゲンハイム・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、マネーサプライの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自身でお願いします。