

みずほマーケット・トピック(2020 年 9 月 14 日)

マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～

コロナショックから約半年が経過しようとしている。実体経済については雇用や賃金、生産といったハードデータが着目されやすいものの、足許では主要国のマネースtock(マネーサプライ)が急増している動きが耳目を集めている。直感的には、マネーと GDP の伸び率に顕著な差が出ることはないはずだが、現状では M2 と名目 GDP の伸び率が大きく乖離している。貨幣を保有する動機は①「取引動機」、②「予備的動機」、③「投機的動機」の 3 つが想定されるが、現状は主に②が作用していると考えられる。各国の特殊な財政措置を受けて M2 を構成する預金通貨が急増し、②を動機として大量のマネーが退蔵されているのだろう。今後の経済・金融情勢を占うという立場からは、こうしたマネーがどのような影響を持ってくるかが重要に。貨幣数量説から理解すれば、「いずれ急激なインフレを招きかねない」という懸念に繋がるが、それは性急な主張だ。貨幣の流通速度が顕著に落ちている以上、マネー急増が「インフレの芽」に繋がってくるとは限らない。漠然と「マネーが増えたからインフレが怖い」は分かりやすいが、決して正しくない。

～マネーの急増を読み解く～

コロナショックが「悲観の極み」をもたらした今年 3 月から起算して半年が経とうとしており、経済・金融情勢について様々な論点が浮かび上がってきている。先週の本欄¹でも議論したように、実体経済における関心の筆頭はやはり米国の雇用情勢であり、雇用喪失・復元のペースが過去の局面のそれとは比較にならないほど荒れたものになっている。既に復元が始まっているという意味で過去の局面对比でポジティブだが、これは失われた雇用の甚大な規模に照らせば気休めにすらならないものだ。実体経済についてはこうした雇用や賃金、生産といったハードデータが着目されやすいが、足許では主要国のマネースtock(マネーサプライともいう)が急増している動きが再三にわたって報じられている。直近でも日本経済新聞電子版(9 月 13 日)が『企業・家計の現預金急増 日米欧、コロナで給付金』で題し、この論点を取り上げている。将来的には物価そして為替に影響を与える動きであるため、本欄でも考察を与えておきたい。

議論に入る前にマネー関連統計の定義を確認しておきたい。マネースtockは「金融部門から経済全体に供給されている通貨の総量」を示す統計だ(解説を日本銀行 HP より参照、以下同)。中央銀行から金融部門に供給された通貨の供給量であるベースマネーがマネースtockへ繋がる(そして物価を押し上げる)という考え方がこの先にあるわけだが、黒田日銀によるベースマネー供給の急増を通じてマネースtockは相応に増えなかった。この点は別の話になるので今回は割愛する。マネースtock(以下、単にマネー)の保有主体は一般法人、個人、地方公共団体などが対象となり、「金融機関・中央政府以外の経済主体」という言い方がシンプルである。この際、通貨の範囲をどう設定するかは国によって異なるが、M1、M2、M3、広義流動性と対象範囲が広がっていく分

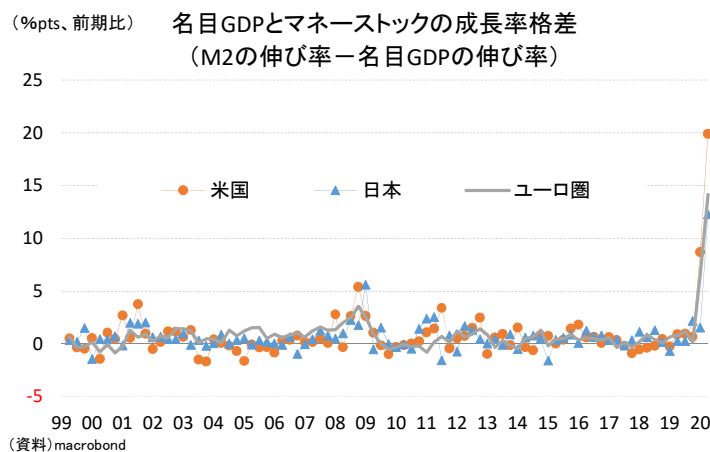
¹ 本欄 2020 年 9 月 9 日号『過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～』をご参照下さい。

類のうち、M2を用いて議論されることは多い。日銀の展望レポートもM2の動きを評価の対象としている。当然だが、経済が成長すれば資金需要も大きくなるはずなので、マネーとGDPの間には安定した関係が想定される。この時点でGDPが原因で、マネーが結果ということになる。だが、マネーの増加自体が株・為替・債券・不動産などあらゆる資産価格の変化(上昇)を引き起こし、経済成長に影響を与える経路もある。ここではマネーが原因で、GDPが結果という関係にもなる。いずれにせよ、こうした相互連関を踏まえると、マネーとGDPの伸び率に顕著な差が出ることは考えにくい。

しかし、現状では顕著な差がはっきり

と出ている。右図はM2と名目GDPの前期比伸び率の差(M2-名目GDP)を見たものだ。足許で確認されているマネーの伸びが成長に起因するものではないことは一目瞭然である。理論的(厳密にはケインズ経済学的)に貨幣を保有する動機は①「取引動機」、②「予備的動機」、③「投機的動機」の3つが想定される。①は文字通り経済取引に使うために、②は将来の不確実性に備えるために(つまり

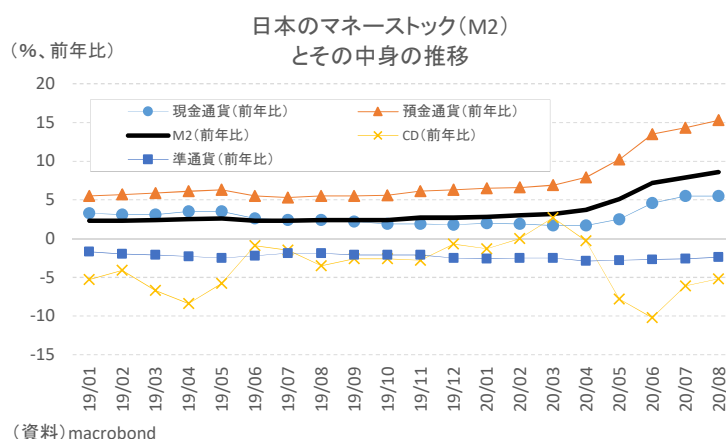
は貯蓄のために)、③は資産運用の観点から有利になるために、それぞれ貨幣を保有するという動機である。GDPの成長とマネーの増加を想定した貨幣需要増加は①を前提としている。また、コロナ禍における貨幣需要増大については②の動機も大きく寄与していそうなことは想像がつくだろう。もちろん、金利が消滅していることから「利子率が低いほど、流動性(≒貨幣)を選好する傾向が強くなる」という流動選好仮説に基づく③の動機も無視できないが、やはり直感的に②が腑に落ちる。



～預金通貨の伸びがけん引～

冒頭の記事でも指摘されていたように、M2の伸びは財政措置を反映した動きとみられる。危機時に銀行貸出が増えることは日米欧に共通する現象だが、例えば米国では失業保険の上乗せ給付や現金給付など政府による手厚い家計部門への支援が特殊要因として考えられる。規模こそ違えど、日本では定額給付金(10万円)や事業者への持続化給付金が寄与しているだろう。ユーロ圏でも国ごとに金額や給付対象に差異はあっても、定額給付に類する政策は取られている。資金需要に対応した銀行貸出に加え、特殊な財政措置がM2を直接的に押し上げたのは明白である。

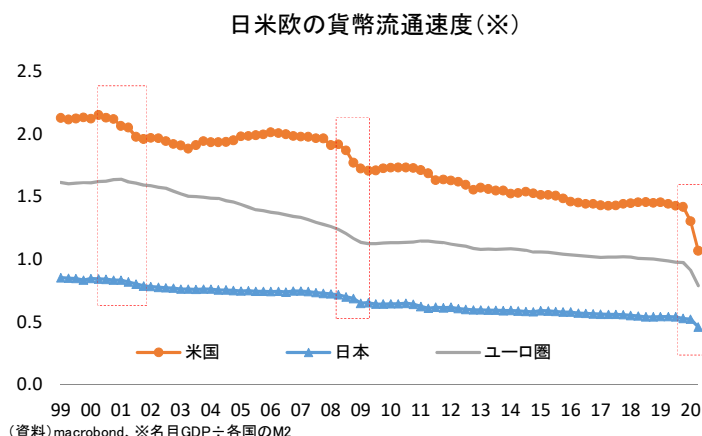
M2 を構成項目別に見ればよく分かる。右図は日本の M2 とその構成項目の動きを追ったものだが、現在の M2 の大きな伸びは貸出や給付金の振り込みなどを通じて増加する預金通貨（いわゆる当座・普通・貯蓄・通知・別段などの要求払預金）にけん引されたものと考えられる。それに次いで現金の保有（タンス預金など）が増えたことも窺える。家計部門や企業部門に向けた財政措置が反映され、しかもそれを②予備的動機から備蓄し続けるという行動の結果が M2 急増の主因と考えられる。



～「インフレの芽」になるのか～

為替に限らず、今後の経済・金融情勢を占うという立場からは、急増したマネーがどのような影響を持ってくるかという問題意識を抱くことになる。その影響は多岐にわたるはずだが、仮に物価変動を貨幣現象と捉える貨幣数量説から理解すれば、「いずれ急激なインフレを招きかねない」という懸念に繋がる。貨幣数量説は実体経済とマネーの関係について「名目 GDP = 貨幣数量 (マネースtock: M) × 流通速度 (V)」と規定する。流通速度とは貨幣が実体経済で使われる頻度、速度、回転率などと理解される。2019 年を例に取れば、日本の名目 GDP は約 554 兆円、マネースtock (M2) は約 1040 兆円なので、マネーは約 0.5 回転 (554 兆円 ÷ 1040 兆円) していることになる。なお、V は短期的には一定として議論が進められる。また、名目 GDP は実質化すると、「名目 GDP = 物価 (P) × 数量 (実質 GDP: Y)」となるので、貨幣数量説は「MV=PY」と表現される。貨幣数量説の世界は「貨幣は経済取引を効率的に行うための交換手段でしかない」とする、いわゆる「貨幣の中立性」が成立する世界なので、「M を増やしても Y は不変」という考え方が前提となる。この時点で V に加え、Y も変化しない世界が前提になる。すると「M=P」だけが残る、「急増したマネー (M) が物価 (P) を押し上げかねない」という「インフレの芽」を警戒する姿勢に繋がってくる。

このような議論を突き詰めると大きな紙幅が必要になってしまうので漏れなく議論をすることはしないが、やはり現段階で「インフレの芽」を意識することは、性急に思われる。もちろん、裁量的なマクロ経済政策は文字通り異次元の規模に達していることからアフターコロナにおける資産価格の騰勢は警戒すべきであろう。しかし、それをもって一般物価の望ましくない急騰まで想起するのは飛躍がある。例えば今次局面のように異常なショックを受けた状況において V を一定とすることに議論はある。上述し



たように、足許で確認されているマネー急増の小さくない部分は予備的動機に基づくマネーの抱え込みと考えられる。必然、マネーの回転率である V は低下が予想されるし、実際にそうになっている(図)。なお、IT バブル崩壊、9.11、リーマンショックなど、過去の強いショックを受けた局面でも V はやはり低下しており、しかもその後にインフレが襲ってきたことはない。先に示した「 $MV=PY$ 」に当て嵌めると、「 M が急増しても V が大きく低下しているのであれば、 P が上昇する必要はない」という話になる。つまり、「インフレの芽」を懸念する必要はないということになる。危機的な状況だからこそマネーと物価の関係は貨幣数量説が想定するほどシンプルなものにはならないのである。

なお、 V を一定としても、 M の増加それ自体が Y を引き上げる、すなわち「貨幣の中立性」が成立しない世界を想定すれば、やはり P が上昇する必要はない。この辺りは神学論争めいた域に入ってくるので今回は割愛する。いずにせよ、現在目の当たりにしているマネー増加が将来のインフレを約束するものではないという慎重な見方は持つておくべきであろう。

～マネーが解放される展開もあるが・・・～

もちろん、現在の景気後退局面は感染症に対するマインドの在り方ひとつで激変する可能性を秘めているという怖さがある。例えばワクチンの開発であったり、ウイルスが弱毒化しているという研究結果であったりといった前向きな材料を受けて、予備的動機と共に抱え込まれていたマネーが实体经济に解放される可能性はある。しかし、現段階ではまず「どうしてマネーが急増しているのか」を理論的な理解と共に把握した上で、合理的にあり得そうな展開を探るべきではないだろうか。漠然と「マネーが増えたからインフレが怖い」は分かりやすいが、思慮深いとは言えない。

筆者は金融資産価格の騰勢こそ警戒するものの、实体经济における一般物価が押し上げられるほどの懸念を持つべきではないと考える。そもそも、そのような懸念を持ったところで、新型コロナウイルスの完全終息が視野に入らないうちに現行のマクロ経済政策を修正することは現実的には不可能だろう。政策的な含意に落とし込めない懸念にさほど意味があるとは思えない。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～ 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月17日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月15日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月12日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月11日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月5日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月4日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年6月3日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月29日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月27日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月26日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか? アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月20日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～) 不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音 独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月19日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月15日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年5月12日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年5月8日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年5月7日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年5月6日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
2020年5月4日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) 週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年5月3日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月28日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月24日	週末版(明らかにになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月22日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月21日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月17日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月16日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月14日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月13日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年4月10日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年4月9日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年4月7日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年4月6日	リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～