

みずほマーケット・トピック(2021年2月25日)

マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～

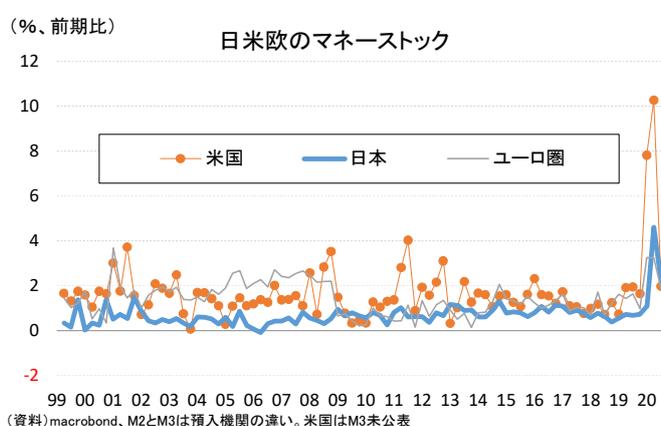
米10年債利回りは遂に1.40%台と1年ぶりの高水準を記録。かかる状況下、「現行政策がインフレを招くかどうか」については日々、論争が捗々しい。一時期より伸びは落ち着いたものの、日米欧三極では各種政策対応の結果としてマネーサプライが急増したままである。だが、この点、パウエル議長は「現在ではM2に重要な意味合いはない。この知識は忘れる必要がある」とマネー急増とインフレ高進の関係を全否定。実際、現実には貨幣数量説が想定するほど単純ではないため、パウエル議長の認識は適切なものと考えられる。コロナ禍における貨幣需要増大の小さくない部分は予備的動機に基づくマネーの抱え込み、要するに「将来への貯蓄」と考えられ、それ自体が物価の直接的な押し上げに繋がる筋合いはない。こうしたパウエル議長の認識を踏まえれば、FRBがタカ派色を強めることは考えにくいものの、仮にそうなった場合はアップサイドリスク(過度な金利上昇とそれに伴う大幅なドル高)が実現する状況と考えるべきだろう。

～ドル高シナリオ、徐々にしかし確実に～

昨日の金融市場では米10年債利回りが遂に1.40%台と1年ぶりの高水準をつけた。後述するように、一昨日に行われた公聴会でパウエルFRB議長ははっきりと否定しているものの、「未曾有のマクロ経済政策が制御不能なインフレを引き起こすのでは」という懸念は米議会のみならず市場からも散見され始めている。実質金利が明確に上昇しても株高が動揺する気配がないのは早期引き締め観測を着実にFRBが沈めているからなのだろう。公聴会2日目となる昨日もパウエル議長は「インフレ目標達成に3年以上かかる」と述べるなど、意図せざる引き締め期待を打ち消している。なお、米金利上昇に対するドル/円相場の反応は薄いですが、それでも徐々に、しかし確実に水準は切り上がっている。「米金利上昇に応じたドル全面高」という基本シナリオは不変で良いと考える。

～マネーとインフレの伝統的な関係を一蹴したパウエル議長～

様々な議論が交錯しているが、煎じ詰めれば、「現行政策がインフレを招くかどうか」が争点であり、そうした論争が米国で勢いづき始めていることは先週の本欄¹でも議論した通りだ。実際、米国に限らず、日米欧三極では各種政策対応の結果としてマネーサプライが急増している(図)。この点、パウエル議長は公聴会1日目に「大昔にわれわれが経済学を勉強したころはM2(※マネーサプラ



¹ 本欄 2021年2月16日号『アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争』をご参照下さい。

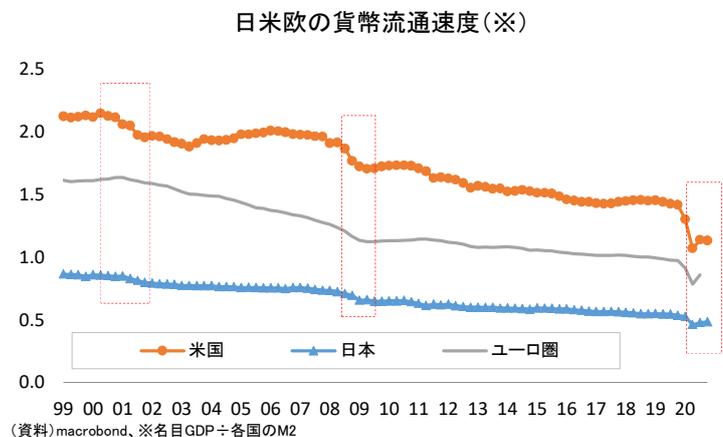
イ)と通貨供給量が経済成長に関係するとみられていた」とした上で「現在ではM2に重要な意味合いはない。この知識は忘れる必要がある」とマネー急増とインフレ高進の関係を全否定している。貨幣流通量が増えれば、通貨1単位当たりの価値が毀損し、実物経済における物価が上昇するというのは直感的に分かりやすい理屈だが、現実にはそれほど単純ではない。そうした伝統的な理解は物価変動を貨幣現象と捉える貨幣数量説に倣うものだが、現実がそれに沿って動いてきたわけではない。以下、過去の本欄²でも解説したことの繰り返しにはなるが、足許の話題を踏まえ、改めて整理しておきたい。パウエル議長が指摘するように、M2を見てインフレを恐れることに意味はない。

～貨幣流通速度は一定ではない～

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。例えば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0.5回転(554兆円 ÷ 1040兆円)したことになる。教科書上では、短期的にこのVは、一定として議論が進められる。また、名目GDPは実質GDPと物価によって「名目GDP = 物価(P) × 数量(実質GDP:Y)」と表現されるので、貨幣数量説からは「MV = PY」という関係を想定することになる。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」と考える「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も一定という世界が想定されることになる。

そうすると上記の定義式では「M=P」だけが残り、「急増したマネー(M)の結果、物価(P)が押し上げられかねない」という「インフレの芽」を警戒する話に繋がってくる。前頁図に示すように、現在の先進国ではMが急増しているのにPの急騰を懸念する論調が出ているわけだが、パウエル議長が述べるように、その知識に依存することは危うい。例えば、上述の「Vが一定」という想定は今次局面のように異常なショックを受けた状況では必ずしも正しくない。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つが想定されるが、コロナ禍における貨幣需要増大の小さくない部分は②の予備的動機に基づくマネーの抱え込み、要するに「将来への貯蓄」と考えられる。一方、景気回復への期待が根強い状況では①による貨幣需要が大きくなると想像される(①はGDPの伸びと比例することなどが想定される)。

貨幣需要の多くが②に依存している場合、「Vが一定」という想定に支障が出てくる可能性がある。右図は日米欧のマネーの回転率であるVの推移を見たものだが、過去を振り返れば、ITバブル崩壊、同時多発テロ、リーマンショックなど、強いショックが起きた局面でははっきりとその低下が確認できる。もちろん、その際にインフレが高進することもなかった。先に示した「MV = PY」に当てはめると、「M



² 本欄2020年9月14日号『マネー急増から何を学ぶべきか～「インフレの芽」なのか?～』をご参照下さい。

が急増しても V が大幅低下していれば、P が上昇する必要はない」、要するに「インフレの芽」を警戒する必要はないという話になる。未曾有の危機だからこそ、マネーと物価の関係は、貨幣数量説が想定するほど単純なものにはならないのである。

～FRB のタカ派修正はアップサイドリスク～

議会公聴会におけるパウエル発言が流通速度の低下を意識していたのかは定かではない。だが、パウエル議長は責務である「雇用の最大化」を検討するにあたっては失業率だけでなく「高水準の労働参加率」を目指しているとも語っていた。長期失業者割合の上昇やそれに起因する労働参加率の低下が金融政策の運営上、織り込まれていることが見て取れる³。雇用・賃金情勢にまつわる不透明感が大きい中、上述したような予備的動機に伴う貨幣需要の増大(と V の低下)は当然予見されるものであり、それゆえに「M2 に重要な意味合いはない。この知識は忘れる必要がある」という発言に繋がってくるのだと思われる。

今後も、既存政策がインフレを引き起こすのではないかと懸念が断続的に浮上するだろうが、一連のパウエル発言を窺う限り、それに呼応して FRB がタカ派色を強める可能性は相当低いものと考えられる。目下、FRB が恐れるのはインフレよりも「意図せざる引き締め懸念」の浮上から株価が大崩れするという展開であろう。そうした現状にもかかわらず FRB が引き締め方向の調整に踏み出すとすれば、それはアップサイドリスク(過度な金利上昇とそれに伴う大幅なドル高)が実現する状況と考えられる。

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。

³ 詳しくは本欄 2021 年 12 月 7 日号『米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～』をご参照下さい。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「拳闘一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がる実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イェレンのトランプ政権で見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何が？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収縮連減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
2020年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月16日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクセン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
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？～
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～