

みずほUSリサーチ

MIZUHO US RESEARCH

マネーサプライの減速は何を意味しているのか？

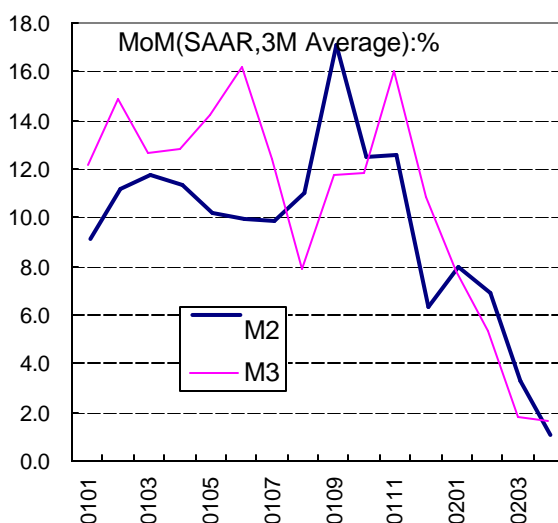
<要旨>

- 足許のマネーサプライの動きをみると下方トレンドが顕著である。4月のM2は前月比(年率)4.0%、M3は同1.6%と減少した。前年比で見ればなお高い水準を維持しているが、それでもピークアウトは鮮明である。そこで本稿では、マネーサプライの定義、実体経済との関係、金融政策における位置付け(の歴史)を説明した上で、最近のマネーサプライの減速が何を意味しているのかを考えてみた。
- マネーサプライが変動する場合、それが信用創造メカニズムを通じたものであるかどうか重要である。最近のマネーサプライの減速に繋がっているのは、信用乗数の低下であり、銀行が与信態度を厳格化させる中で、貸出が低迷していることが影響している。但し、マクロ的にみれば、企業金融環境はcredit crunchと称される事態には至っておらず、マネーサプライの減速は、ベースマネー供給のタイト化や、企業金融環境の過度な悪化を背景に信用創造メカニズムが「逆転している」ことのみ起因している訳ではないと思われる。
- マネーサプライの減速の背景には、マネーサプライの対象金融資産と対象外金融資産(株式、債券等)の間の資金移動がある。即ち、景気の回復期待を背景に、家計や機関投資家が高いリターンの享受を目指して、MMMFから株式や債券、またはそうした商品を組み込んだMutual Fundへ資金をシフトさせていること、低金利の長期化を嫌って、景気認識とは関係なくリスク資産へ資金をシフトさせていることが考えられる。
- 足許のマネーサプライの減速は、銀行が与信態度を厳格化させている影響を受けたものであるが、credit crunchには至っていないこと、対象外資産との資金の出入りが影響を及ぼしていることを勘案すれば、それは名目GDPや物価、(短期的には)実質成長率の変動に直ちに結びつくものではないと考えられる。

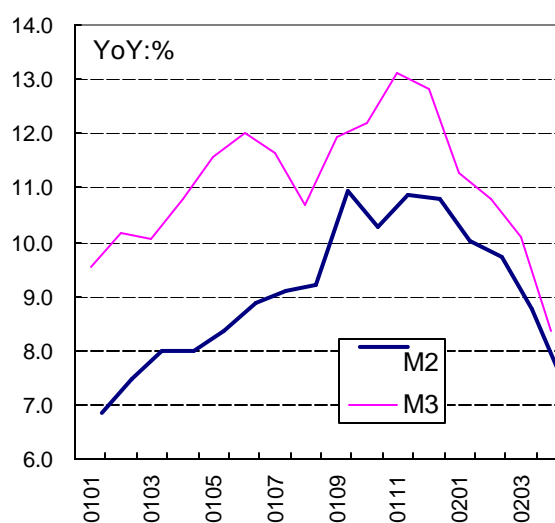
みずほ総研 NY シニアエコノミスト
牛窪 恭彦
Tel: 212-282-4361
E-mail: yushikubo@us.mizuho-cb.com

米国では、一般に Memorial Day の3連休を境に夏のヴァケーション・シーズンが始まると言われるが、New York では朝晩の冷え込みが依然として厳しく、なかなかヴァケーション気分が湧いて来ない日々である。加えて、Statue of Liberty や Brooklyn Bridge を狙ったテロの可能性が警告されていることもあり、人々の表情は何となく冴えない。そうした雰囲気を反映したかのように、第1四半期に高成長を記録した景気動向も、その後、一進一退となっている。4月は小売売上高が予想を上回って伸び（前月比+1.2%）、心配された個人消費の息切れは今のところ杞憂となっているが、一方で Conference Board の発表する景気先行指数が7か月振りに悪化し（同0.4%）、人々が何となく感じている景気の先行きに対する不安を裏付ける格好となった。景気先行指数は、文字通り景気全体に対して先行性を有する10の経済指標によって構成されている。4月はこのうち消費者信頼感の期待指数、新規失業保険申請件数、株価、マネーサプライが悪化し、中でも最大のマイナス寄与度を示したのはマネーサプライである¹。確かに足許のマネーサプライの動きをみると下方トレンドが顕著である。4月のM2は前月比（年率）4.0%、M3は同1.6%と減少した（図表1）。昨年以降の金融緩和を通じた流動性供給を受けてマネーサプライの水準が上昇していることから、前年比で見ればなお高い水準を維持しているが、それでもピークアウトは鮮明である（図表2）。そこで以下では、まず、マネーサプライの定義、実体経済との関係、金融政策における位置付け（の歴史）を説明した上で、最近のマネーサプライの低迷が何を意味しているのかを考えてみたい。

図表1 マネーサプライの推移（前月比）



図表2 同左（前年比）

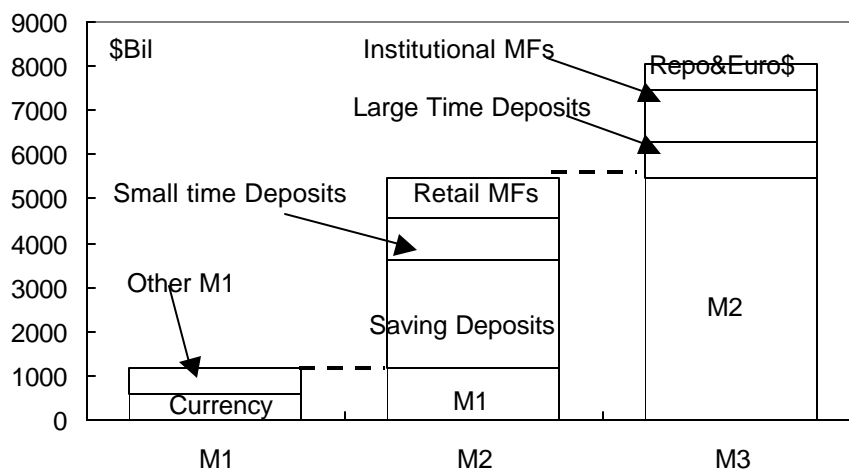


¹ 景気先行指数に採用されているのは96年価格で実質化されたM2であるが、ここ数ヶ月間、実質M2と名目M2は前月比、前年比とも殆ど同様の動きをみせているため、以下では名目マネーサプライを中心に議論する。

(マネーサプライとは何か)

かつては経済指標の王者として君臨していたマネーサプライも、最近は殆ど注目されなくなっている。雇用統計や小売売上高のように発表翌日に新聞で大きく取り上げられることも少ない。従ってマネーサプライに馴染みのない読者も多いと思われるので、まず、マネーサプライとは何かを説明しよう。マネーサプライとは、ある一時点において民間非金融部門が保有している通貨の量のことを指す²。米国のマネーサプライは毎週木曜日に前週分の数字が連銀から発表されており、経済統計の中では新規失業保険申請件数等と並んで速報性の高いものとなっている。マネーサプライはそのカバー範囲によって M1 (エムワン)、M2 (エムツー)、M3 (エムスリー) の3種類に分けられる (図表3)。M1 は最狭義のマネーサプライ統計であり、現金通貨と流動性の高い預金通貨 (具体的にはトラベラーズチェック、当座預金) によって構成されている。M2 は M1 に定期性預金 (Saving Account 及び 10 万ドル未満の Time Deposit)、 MMMF (Money Market Mutual Fund)³ を加えたもので、M3 は M2 に更に大口定期預金 (10 万ドル以上の Time Deposit)、機関投資家保有の Money Fund、預金金融機関発行のレポ及びユーロドル (米国居住者が外銀の米国支店もしくは在英国・カナダの銀行に保有している預金) を含んでいる⁴。このようにマネーサプライ統計は基本的に流動性の高い金融資産で構成されており、株式や債券及びそれを対象とする投資信託等は含まれていない。

図表3 マネーサプライの内訳 (2002年4月末)



(マネーサプライと実体経済)

マネーサプライと実体経済の関係に関しては、古くより様々な議論が展開されてきた。中でも

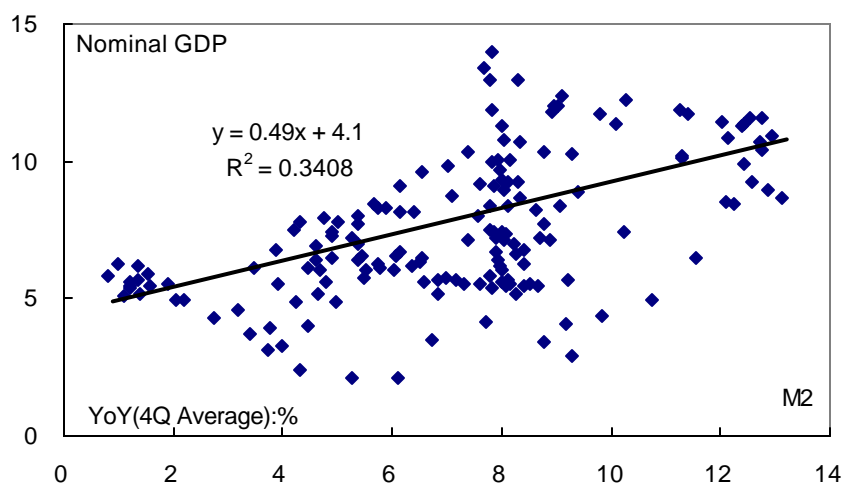
² そもそも、通貨の流通量は基本的には家計や企業の需要によって規定されるが、統計的には供給サイドから捉えられることにより、マネーサプライと呼ばれている。

³ 一般に満期が 90 日未満の流動性の高い金融資産 (その大半は短期国債と CP) で構成されている。

⁴ このほか、民間エコノミストが注目している指標として MZM (M2 - 小口定期預金 機関投資家保有 Money Fund) がある。

最も有名なのは「貨幣数量説」と呼ばれる考え方である。貨幣数量説では、経済において $MV=PY$ （ M =マネーサプライ、 V =貨幣の流通速度、 P =物価水準、 Y =実質 GDP）という関係を想定する。この式自体は均衡関係を表す恒等式であり、特定の因果関係を表すものではないが、中長期的に実質 GDP は生産技術、労働・資本の賦存量といったマネーサプライとは独立した要因によって決定される、貨幣の流通速度は安定的であるとの想定の下では、マネーサプライによって GDP デフレーター（物価）、もしくは物価と実質 GDP の積である名目 GDP が規定されるという関係が導かれることになる。このように貨幣数量説では、マネーサプライは経済の「実質変数」には変化を与えず、物価等の「名目変数」のみに影響を及ぼすと考えることに特徴がある。実際、M2 と名目 GDP の増加率を長期的にプロットすると、緩やかな正の相関を有していることが分かる（図表 4）。もちろん、ケインズ経済学のようにマネーと他の金融資産の代替性に着目して、金融市場での需給が利率に影響を与え、財市場へも影響が及ぶとする考え方もある外、中長期的にはマネーサプライの増加は「名目変数」にのみ影響を及ぼすものの、短期的には所謂「貨幣錯覚」の存在により実質 GDP、生産活動、失業率等の「実質変数」に影響を及ぼすことも指摘されている。

図表 4 M2 と名目 GDP の相関（1961 年第 1 四半期～2001 年第 4 四半期）



（金融政策におけるマネーサプライの位置付け）

1970 年代以降、景気の最大の懸念材料としてインフレが浮上する中、連銀においてもマネーサプライを金融政策の中間目標として重視するスタンスを強めた⁶。78 年には The Full Employment and Balanced Growth Act(所謂 Humphrey-Hawkins 法、以下 HH 法)が施行され、連銀は年 2 回、マ

⁵ 人々が名目値と実質値を混同する現象。例えば、投資家が理論的に想定される「期待実質利率」ではなく、「期待名目利率」に基づいて行動するようなケースが考えられる。

⁶ 連銀は 1940 年代からマネーサプライ統計を公表し始めていたが、M1、M2、M3 という分類を正式に採用したのは 1971 年以降である。

マネーサプライの伸び率の目標を議会に報告することが義務付けられた。当時とはとりわけ M1 に対する市場参加者の関心は極めて高く、M1 の発表値が市場予想を上回ると、連銀がその伸びを抑えるべく金融引締めへ転じるのではとの思惑から、市場が大きく動くような状況であった。この間、79 年にはインフレの昂進に対処すべく、ボルカー連銀議長（当時）が M1 の厳格な管理を目指して、金融調節の操作目標を FF レートから非借入れ準備⁷に変更するという「新金融調節」が採用された⁸。何れにしろ、80 年前後のこの時期は経済統計としてのマネーサプライ（特に M1）の全盛期といっても過言でなからう。

ところが、81 年に NOW 勘定（金利が付加される当座預金に相当）が導入されると、M1 と実体経済の関係が急速に不安定化し始めた。即ち、貯蓄性預金（M2 等の対象資産）から NOW 勘定（M1 のみに含まれる）への資金シフトが生じ、第 2 次オイルショックに絡む世界同時不況の最中にも拘わらず、M1 の伸び率が恒常的に連銀の目標値を上回る事態が生じた。連銀は 82 年末には M1 重視の姿勢を弱め、M2 や M3、とりわけ M2 を重視するスタンスを採用し、1987 年には M1 の伸び率の目標値を発表することを中止した。90 年代に入ると、M2、M3 と実体経済変数の関係も急速に希薄化した。こうした背景としては、相次ぐ S&L の破綻等を受けて預金金融機関への信頼が薄れたことや長短スプレッドの拡大が、M2 や M3 の対象金融資産から、株式や債券 Mutual Fund 等のマネーサプライ対象外資産への資金シフトを促したこと、金融機関の与信態度が厳格化（所謂“credit crunch”の発生）する中で、企業が社債や株式等の資本市場経由での資金調達を優勢させたこと等が考えられる。1993 年 7 月、グリーンズパン議長は議会証言にて、

The historical relationship between money and income, and between money and the price level have largely broken down, depriving the aggregates of much of their usefulness as guides to policy. At least for the time being, M2 has been downgraded as a reliable indicator of financial conditions in the economy, and no single variable has yet been identified to take its place.（下線は筆者）

と述べ、M2、M3 とともに政策目標から外す意向を明らかにした。様々な経済指標を総合的に判断して金融政策を運営するグリーンズパン議長のスタイルが定着するに連れ、政策判断に際してのマネーサプライの位置付けは大きく低下することになり、2000 年 7 月には HH 法の失効に伴い、連銀はマネーサプライの目標値を設定しないことを決定した。

とはいえ、同時多発テロ以降の連銀による流動性供給（及びそれに伴うマネーサプライの伸びの拡大）が、株価を支え、ひいては実体経済の予想を上回るテンポでの回復に繋がったとの見方は、官民のエコノミストの間で根強い。こうした中で、既に述べたような M2、M3 の減少もしく

⁷ 全ての預金金融機関は預金債務等の一定割合を支払準備として連銀預け金（無利子）及び手許現金等の形で保有することを義務付けられている。各金融機関は所要準備が不足する場合は、連銀からの借入れによってそれを積み立てることになり（借入れ準備）、所要準備額からそうした借入れ準備を控除したものが「非借入れ準備」である。

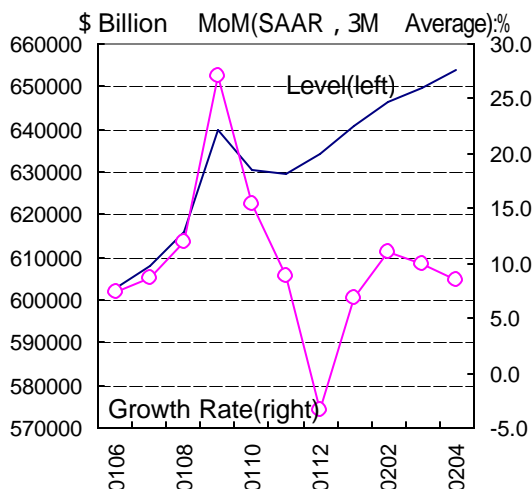
⁸ これは FF レートを連銀が設定して非借入れ準備の水準は市場の決定に委ねるという金利ターゲット方式から、連銀が非借入れ準備の目標水準を定めて、FF レートは市場の決定に任せるという量ターゲット方式への劇的な転換を意味するものであった。

は伸びの鈍化が何に起因しているのかは、やはり気になるところである⁹。

(マネーサプライの伸び鈍化の背景)

それでは、M2 や M3 はどういった要因によって減少もしくは伸びを鈍化させているのであろうか。マネーサプライが変動する場合、それが信用創造メカニズムを通じたものであるかどうか重要となる。マネーサプライは、定義上、ベースマネーと信用乗数に分解されるが、両者の動きをみると、前者は昨年9月の同時多発テロに絡む流動性供給の反動で年末にかけてやや減少したものの、年明け以降も金融緩和基調が継続されていることを背景に、引き続き増加していることが分かる。むしろ、マネーサプライの伸びの鈍化に繋がっているのは、信用乗数の低下である。即ち、連銀による流動性供給が、銀行を中心とする信用仲介機関を通じて経済全体に遍く浸透していない可能性が考えられる。

図表5 ベースマネーの推移



図表6 信用乗数の推移

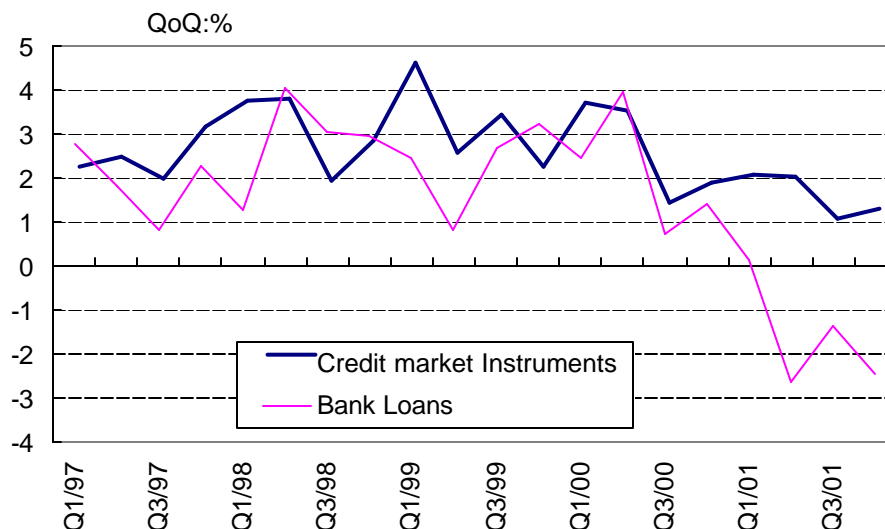


そこで問題となるのは、こうした信用創造メカニズムの停滞が credit crunch に至っているのかどうかである。ファイナンス環境の悪化が企業の設備投資意欲を減殺する場合、米国経済の持続的な回復シナリオを描くのは困難となる。その点、連銀による Senior Loan Officer Survey (4月調査)によると、金融機関の与信態度は幾分改善したとはいえ依然として厳しい状況が続いており、銀行貸出もとりわけ商工業向け貸出を中心に低迷している。但し、現在の与信態度の厳格化は、98～2000年にかけての拡大局面で米銀が与信基準を過度に緩和したことの反動の側面も強い。むしろ、景気後退～回復初期の局面で銀行が与信基準を厳しくするのは当然のことと言える。確かに低格付け企業が追加的なコストを負担せずに資金を調達することは困難、もしくは不可能と

⁹筆者が時々インタビューを行う Wall Street のエコノミストの多くも、しばしばマネーサプライの動向に言及する。世間の注目度は低下しているものの、エコノミストにとってマネーサプライは依然として「気になる存在」ということであろうか。

なっているが、高格付け企業の調達金利と国債の間のスプレッドは殆ど変化していない。また、不良債権が漸増しているとはいえ、前回 credit crunch が問題となった 90 年代前半との比較では、銀行の財務状況は著しく改善しており、自己資本不足に起因する credit crunch が発生するような状況とはなっていない¹⁰。実際、銀行貸出が低迷する一方で、企業部門の外部負債調達は増加傾向を辿っており、社債発行等の手段によって企業のファイナンスが行われていることが分かる（図表 7）。従って、足許、マクロ的にみれば credit crunch と称される現象は生じていないと判断される。最近のマネーサプライの減速は、少なくとも、ベースマネー供給のタイト化や、企業金融環境の過度な悪化を背景に信用創造メカニズムが「逆転している」ことのみで起因している訳ではないと思われる。

図表 7 企業部門の外部資金調達と銀行借入れの推移（資金循環表ベース）



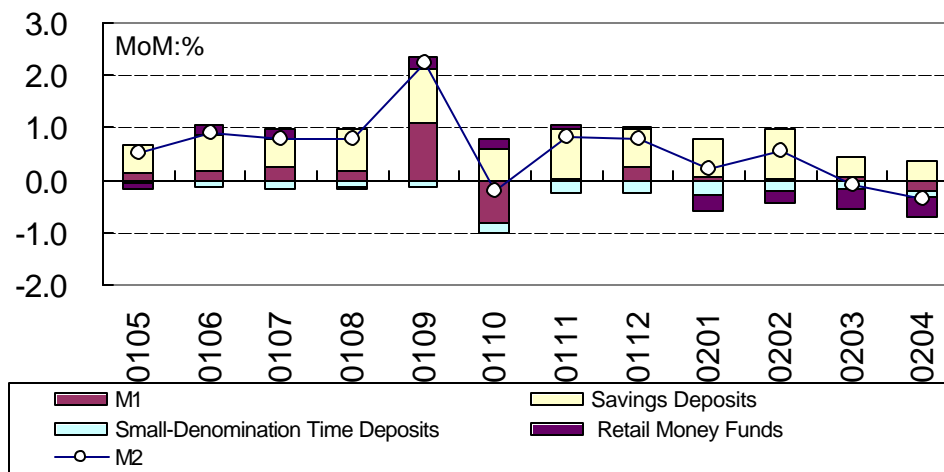
では、一体どうした要因がマネーサプライの減少をもたらしているのでしょうか。この点を考える上で、マネーサプライの対象金融資産と対象外金融資産（株式、債券等）の間の資金移動がポイントとなる。例えば、昨年初以降、M2 や M3 の伸びが一時的に拡大する現象がみられたが、これは株価や債券価格のボラティリティが増す中、対象外金融資産からリスクの低い短期金融商品（対象資産）へ資金が移動して、そうした M2 や M3 を押し上げたことが影響した¹¹。現在はこ

¹⁰ 連銀の Olson 理事は講演(5月21日)で“...the condition of the banking industry, ...is sound. Capital, earnings, and asset quality have improved for banks of all sizes from the smallest segment (less than \$50 million) to the largest (more than \$10 billion). As much as banking has changed in the last decade, any analysis of the industry suggests that banks of all sizes can continue to prosper.”と述べている。

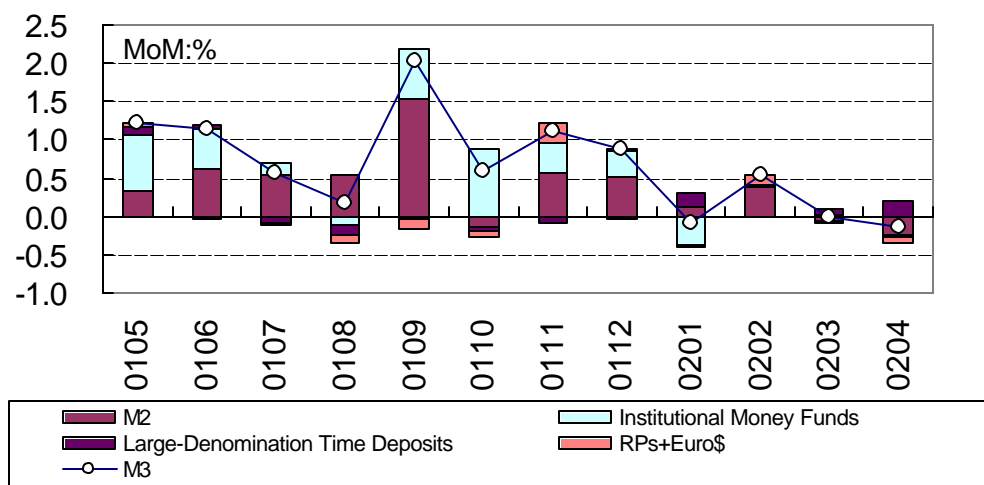
¹¹加えて、金融緩和の強化を受けて短期金利が急低下する中、CP や短期国債の直接保有から、MMMF 等を通じた間接保有へ資金をシフトさせる動きが活発化した可能性も指摘できる。個人が短期国債を直接保有する場合は M2 には計上されないが、MMMF を通じて保有する場合は M2 としてカウントされる

れとは逆の現象が生じていることが考えられる。M2 や M3 は様々な性格を有する金融資産の合計値として定義されているが、どのような金融資産の伸びが鈍化もしくは減少しているかをみると、もっぱら MMMF や機関投資家保有 Money Fund が主因となっていることが分かる（図表 8、9）。

図表 8 M2 の前月比寄与度分解



図表 9 M3 の前月比寄与度分解



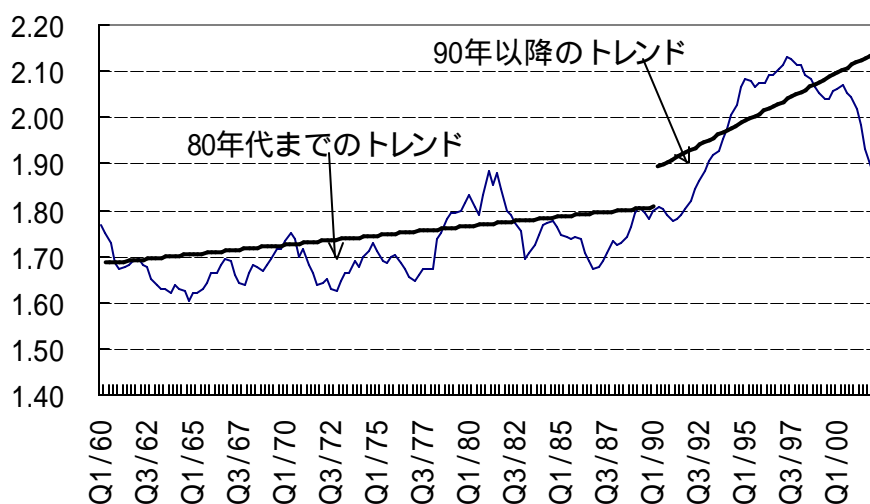
こうした背景としては、景気の回復期待を睨み、家計や機関投資家が高いリターンの享受を目指して、MMM F から株式や債券、またはそうした商品を組み込んだ Mutual Fund へ資金をシフトさせていること、低金利局面の長期化を嫌って、景気認識とは関係なくリスク資産へ資金をシフトさせていることが考えられる。安全資産である国債に関してみても、イールドカーブがステ

ため、そうした形式的な資金シフトが M2 を押し上げることになる。これは MMM F 等を通じて CP や短期国債を保有する方が、資金運用者にとって、目先、金利低下の影響を緩和できることが影響している。

ープ化し、MMMF等に資金を固定させておく「機会コスト」は大きくなっている。景気の先行きに対する不透明感が強い中で、
に加えての要因が足許の資金シフトに影響を及ぼしているものとみられる。

90年代を通じて家計部門が直接、間接を問わず株式関連資産を保有するウェイトが増した。昨年末時点で家計の金融資産に占める株式関連資産のウェイトは34%に達しており、投資信託や保険・年金準備金という形で保有されている分も勘案すると、そのウェイトは5割近くになると推察される。このように家計の株式保有が拡大したことが、むしろ株価変動を睨んだ待機資産としてのMMMFの魅力を高め、そこへの頻繁な資金シフトがテクニカルにM2やM3の動向に影響を及ぼし、マネーサプライと実体経済の関係にノイズを付加している点には留意を要する。マネーサプライと実体経済の関係の変化は、貨幣の流通速度によっても確認できる。M2に関する流通速度をみると、80年代までは多少の振れを伴いながらもモデレートな上昇トレンドに沿って推移していたものが、90年代前半にかけて大きく上方シフトしている様子が見て取れる(図表10)。流通速度は「名目GDP/M2」で定義されるため、株価の持続的上昇を睨んだM2から対象外資産への資金シフトが流通速度を押し上げる方向に作用したものと考えられる。その後、90年代後半に入ると、流通速度が急速に低下している。こうした背景としては、長短スプレッドの縮小や、景気の拡大ペースに見合った形で貨幣の取引需要が増大したため、M2の対象となる流動資産の保有が増加した可能性が考えられる。また、昨年以降は、連銀の矢継ぎ早の金融緩和により、とりわけ同時多発テロ後、連銀が流動性供給を強化したこともあって、マネーサプライが急増したことも影響している。何れにしろ、足許のマネーサプライの減少にも拘わらず、流通速度は実体経済のレベルに比してマネーが過度に少ないことは示していない。

図表10 貨幣の流通速度(=名目GDP/M2)



以上、最近のマネーサプライの減速がどうした要因によって生じているのかをみてきた。マネーサプライの動きは、銀行が与信態度を厳格化させている影響を受けたものである点は否定できないが、企業金融環境は credit crunch には至っていないこと、対象外資産との資金の出入りがかなりの影響を及ぼしていること等を勘案すれば、それは名目 GDP や物価、(短期的には)実質成長率の変動に直ちに結び付くものではないと考えている。

注) 本稿は筆者の個人的な見解であり、情報提供のみを目的として作成されています。