



「信用乗数」からインフレを考える

米国のインフレが今後3-12カ月の世界の金融市場の焦点になると考えています。米国のインフレは短期的にはシクリカルな要因（商品や半導体の需給ひっ迫等）で一時的に加速する可能性があります。しかし、マネーの視点からは信用乗数（マネーストック÷マネタリーベース）が低迷し、財やサービスへの需要が大きく拡大せず、構造的にインフレが加速しにくい状態が続くと考えます。

米国のインフレが市場の焦点に

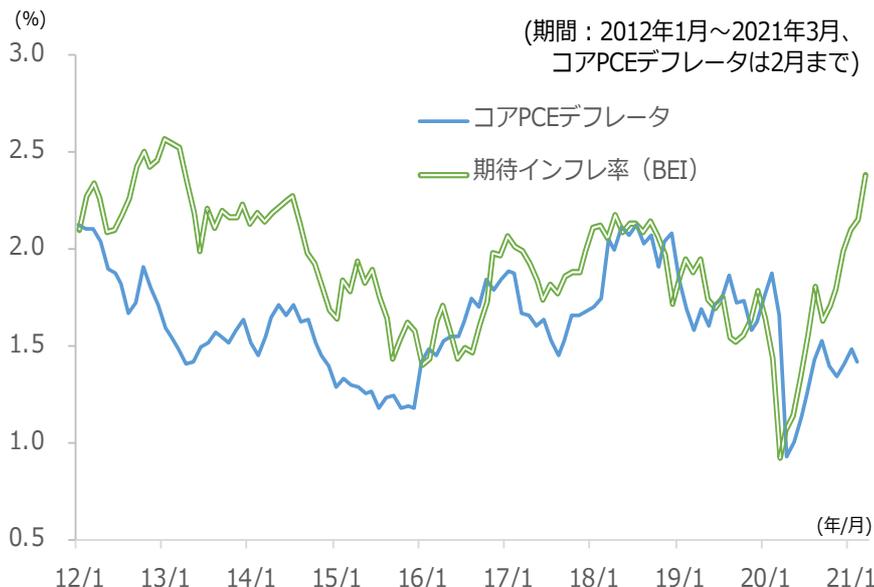
米国のインフレが今後3-12カ月の世界の金融市場の焦点になると考えています。FRB（連邦準備制度理事会）が重視するインフレ指標であるコアPCEデフレータは1.4%程度で安定していますが、BEIと呼ばれる市場が織り込む期待インフレ率はFRBが目標とする2%を上回り、2.3%前後まで上昇しています（図表1）。一方、FRBはインフレは短期的に加速しても長期的には安定するとの見通しや現在の緩和的な金融政策を長期間継続する姿勢を堅持しています。市場の織り込みが正しいか、FRBの見通しが正しいかによって今後の金融市場の動きは大きく変わってくると思われます。このレポートでは「信用乗数」(*)の側面からインフレの先行きを考えます。

アベノミクス初期の日本では「マネタリーベースを増やせば、一定期間後にインフレが加速する」との主張に基づいて日銀は大量の国債購入を通してマネタリーベースを拡大させました（図表2）。しかし、その後も物価は上がらず、今でも2%の物価目標は達成できていません。

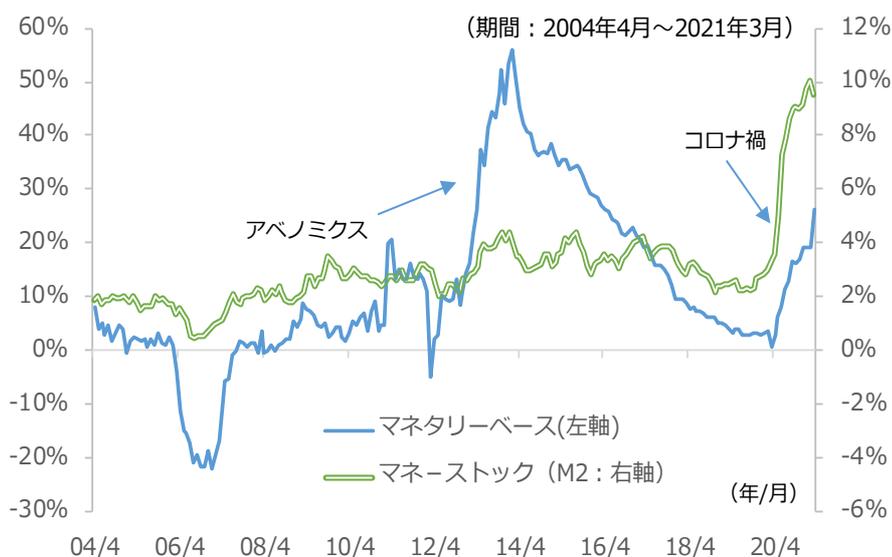
信用乗数が低下

一般的にマネタリーベースは「紙幣と貨幣（現金）の発行高と金融機関が中央銀行に預ける当座預金残高の合計」、マネーストック（ここではM2）は「金融部門から経済全体に供給される通貨の総量」と定義されます。換言すれば、マネタリーベースは中央銀行が供給する資金量、マネーストックは金融機関から实体经济に供給される通

図表1 米国のインフレ指標



図表2 日本：マネタリーベースとマネーストック（前年比伸び率）



(出所1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

(*) 「信用乗数」は「マネーストック÷マネタリーベース」で計算される、信用創造の程度を示す指標です。貨幣乗数とも呼ばれます。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



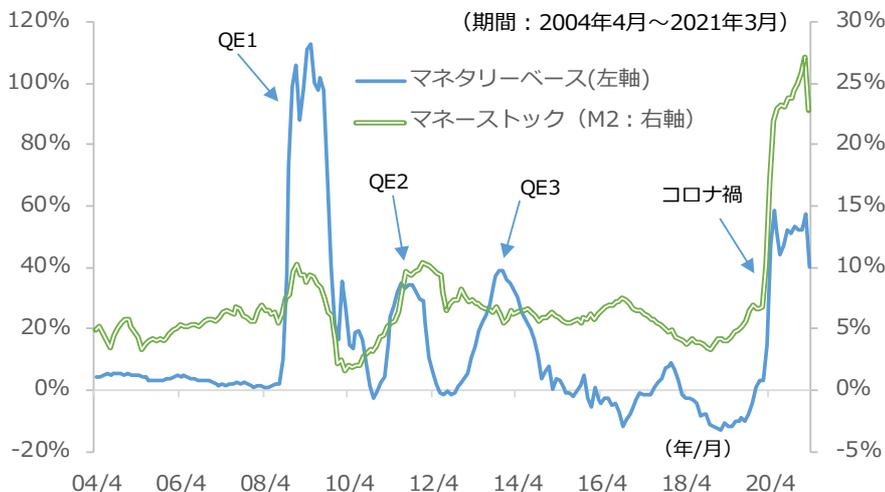
貨量と考えることができます。そして、信用乗数は「マネーストック÷マネタリーベース」で計算されます。日本の経験からはいくらマネタリーベースを膨らませても、信用乗数が低下し、マネーストックが伸びなければ、物価は上がらないと言えます。米国もリーマン危機後に量的緩和（QE1-3）でマネタリーベースを拡大させても、信用乗数が低下し、日本同様にマネーストックの拡大は限定的となりました（図表3、4）。その結果、コアPCEデフレータが2%を下回る期間が長く続きました（図表5）。コロナ禍の2020年には両国とも健全な銀行のバランスシートを通して実体経済へ大量の資金供給を行い、マネーストックは大幅に拡大しました。それでもインフレが加速しない理由を信用乗数が上昇していないことに求める向きもあります。

今後の見通し

リーマン危機後と比べれば両国ともマネタリーベースとともにマネーストックが拡大していることはインフレを加速させる要因の1つになりますが、信用乗数は両国とも足元で低下傾向を示しています（図表4）。米国のインフレはシクリカルな要因（商品や半導体の需給ひっ迫等）で一時的に加速する可能性があります。しかし、マネーの視点からは信用乗数が低迷し、財やサービスへの需要が大きく拡大せず、構造的にインフレが加速しにくい状態が続くと考えます。米国で信用乗数を引き上げるためには、企業や個人のアニマルスピリットを刺激する必要がありますが、バイデン政権の左派的な政策はこの流れの向かい風になる可能性があると考えています。

以上（ストラテジスト）

図表3 米国：マネタリーベースとマネーストック（前年比伸び率）



図表4 日米の信用乗数



図表5 日米のインフレ指標（前年比）



(出所3-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)