

日米マネタリーベース逆行再開が円高制御

FRB が資産縮小へ、日本は財政規律と通貨信認に懸念

2017/6/19

米 FRB は早ければ 9 月にもバランスシート縮小に着手するが、日銀は 16 日に量的・質的金融緩和を堅持させたことで日米のマネタリーベース伸び率格差は日本優位の方向が見込まれる。過度な円高を制御するほか、日本株は「過剰流動性のラストリゾート」として下支え要因となりやすい。一方で日銀が国債買い占めを続けるなか、安倍政権では来年にかけての衆院総選挙・自民党総裁選・憲法改正論議での世論対策として歳出増加と国民負担増加の先送り、北朝鮮リスクや米トランプ政権からの要請による防衛予算増強、共謀罪成立やテロ・五輪対策による治安予算増加など、財政規律の悪化と通貨の信認劣化も懸念され始めた。

FRB 再投資縮小、マネタリーベース減少が定着

「FRB は米国債について、月当たりの再投資見送り額を当初 60 億ドルに設定し、その後、月額 300 億ドルに達するまで、1 年をかけて 3 カ月おきに 60 億ドル増やす計画」、「モーゲージ担保証券 (MBS) については、再投資の見送り額を 40 億ドルから始め、月額 200 億ドルに達するまで 1 年をかけて四半期ごとに 40 億ドル増やす」――。

FRB は 14 日まで開催した FOMC で、バランスシートの縮小に着手する方針を表明した。償還資金の再投資縮小を通じた緩やかなアプローチで、早ければ 9 月にも政策正常化へのプロセスを開始させる可能性がある。再投資の見送り開始後、「1 年かけて」縮小を継続していくとなれば、単純に FRB の買入れ資産に連動するマネタリーベースは前年比での減少トレンドが定着していく。為替相場ではドルの下支え要因となる一方、米国株は流動性相場から業績相場への本格移行に向けた正念場を迎えることになる。

すでに FRB は 2014 年 10 月末で、量的金融緩和策 (QE) を終了させた。その前後から FRB マネタリーベースの前年比は 2013 年 11 月の +39.2% を直近最高として、2015 年 6 月のマイナス転換まで減少傾向が続いている。同時進行で日銀は量的・質的緩和を強化させたことで、日米マネタリーベースの伸び率格差は日本の増加優位 (緩和優位) テレンドが明確化された。同期間中にドル/円は 92 円から 125 円方向へと、+33 円のドル高・円安が後押しされた実績を有している。

しかし、その後は FRB マネタリーベースの「前年比減」効果の一巡のほか、資産再投資によるバランスシートの横這い化維持、市場混乱や特殊要因などによる資金供給の強化などもあり、FRB のマネタ

リーベース減少は一服となってきた。同時期に日銀のほうは、前年比での増勢モメンタムが鈍化。日米マネタリーベースの前年比格差は 2015 年 8-9 月で「日本優位」がピークアウトとなり、ドル/円は当時の 125 円前後から 2016 年 6-8 月の 99 円方向まで -27 円近いドル安・円高に見舞われている。

現在も日米伸び率格差の縮小は続いているが、FRB の週間マネタリーベースは最新 6 月 7 日週に 13 週前比 (約 3 カ月前比) で -1.98% (前週は +1.02%) となり、1 月 4 日週以来のマイナス化へと再減少となってきた。52 週比 (約 12 カ月前比) でも -1.75% となり、昨年 10 月の -12% を直近最低としたマイナス幅の縮小と前年比での再増加 (=ドル安要因) が一服となっている。5 月 24 日週の -1.23% などがピークとなる形で、緩やかな減少と絞り込み軌道が再燃しつつある。量的マネーの供給面では、ドルのダブつき回収を通じたドルの下支え要因となるものだ。

日本の財政懸念、安全逃避の円買い圧力漸減にも

それでも米国では賃金低迷などで物価の下落圧力が続いており、米国の長期債金利は上昇の鈍さと低下の圧力が続いている (債券価格は底堅さ)。その点、最近のインフレ低迷に関してイエレン FRB 議長は 14 日、「過剰反応しないことが重要だ。物価のデータには雑音混じりうる」と述べ、特殊要因による一時的な現象だとの見方を示した。携帯電話料金の格安プランの登場や医療用医薬品の価格下落といった具体的な「特殊要因」を説明し、現時点では「中期の見通しに影響しない」との立場を明確にさせている。

米国の物価下落については、原油相場やドルの動向も「雑音」として無視できない。例えば WTI 原油相場は現在の月間安値と前年の月間高値の前年比較で、2016 年 4 月の -41.1% をボトムとして今年 2 月には +47.7% へと倍返し急上昇となった。それが今年前半の米国の物価指標を過剰に押し上げている。

しかし、その後は原油反落もあって前年比のプラス効果が大きく剥落。5 月には -12.8% へと反動低下となってきた。それが最近の物価指標を下振れさせる一因となっている。しかし、6 月は 15 日段階で -14.4% とマイナス幅縮小の下げ渋りとなっており、今後の物価指標での押し上げ圧力を減退させていく。

同様に為替相場ではドルの総合力を示す FRB のドル実効相場 (対 Major・主要通貨、1973 年=100) で、昨年後半のトランプ・ラリーからドルが急上昇

となった。その遅行累積効果が、足元で米国の物価指標を押し下げている。しかし、ドル実効相場の前年比は2016年8月の-2.0%から今年4月に+5.3%へ急騰したあと、6月は現状段階で+2.8%と低下に転じてきた。同時進行で米国では年初からの米国債金利の再低下やガソリン反落などが内需を下支えしており、今後は前年比ドル高効果の剥落とあいまって、物価の下げ止まりが注目されやすい。

一方、日本ではFRBとは周回遅れで、日銀が国債買い入れを継続させる構えだ。しかし、日銀が大量保有する国債に関しては、先行き「財政規律の悪化」が懸念されつつある。円相場に関しても通貨の信認劣化となり、良くも悪くも「安全逃避による円買い圧力」の漸減へとつながる余地をはらむ。

安倍政権は9日、経済財政運営の指針「骨太の方針」など、2018年度予算編成に向けた一連の政策方針を閣議決定したが、教育無償化や安全保障強化の必要性など、歳出拡大につながる重要政策が目白押しとなっている。一方では「2019年10月に消費税率10%へ引き上げる」との文言が消えたことで、「早くも消費税増税の延期に向けた布石」という観測が浮上してきた。

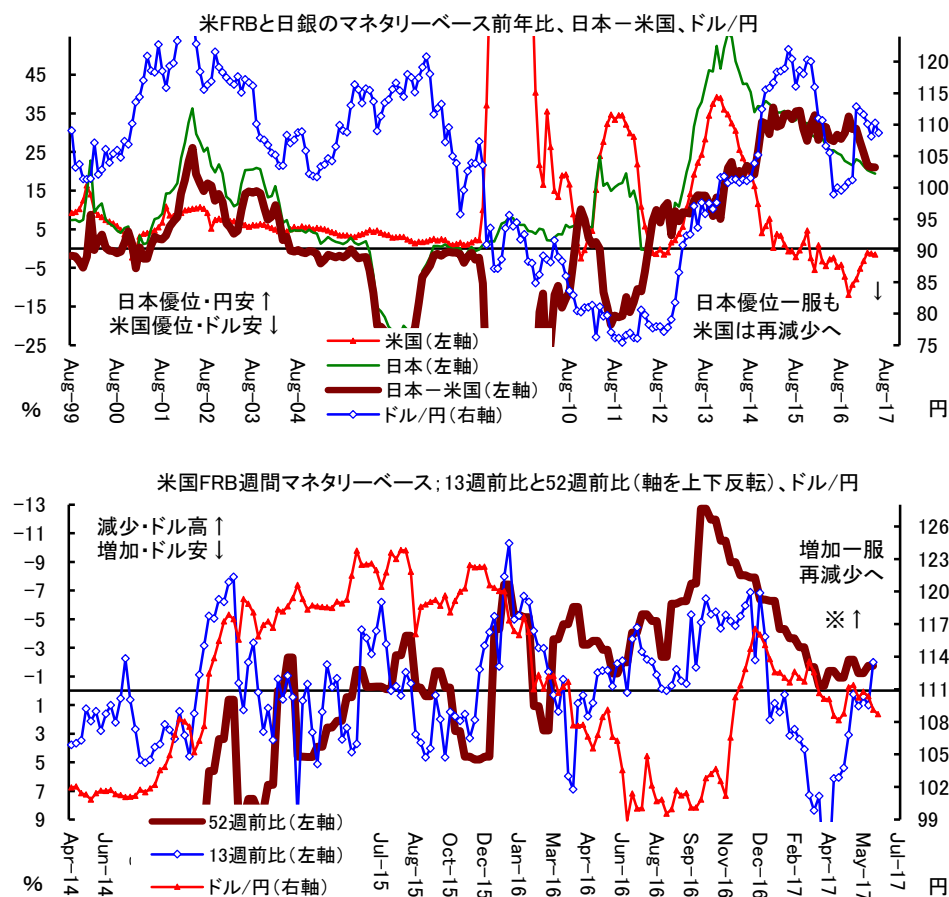
しかも来年度予算については、共謀罪の法案成立やテロ対策の強化、東京五輪対応などで、治安・警察関連でも予算増加の要請圧力が高まっている。安倍晋三首相が強い意欲を示す憲法改正での自衛隊明記でも、すでに5兆円の防衛予算と23万人の自衛隊員を有している防衛省にとり、「防衛設備の拡充と

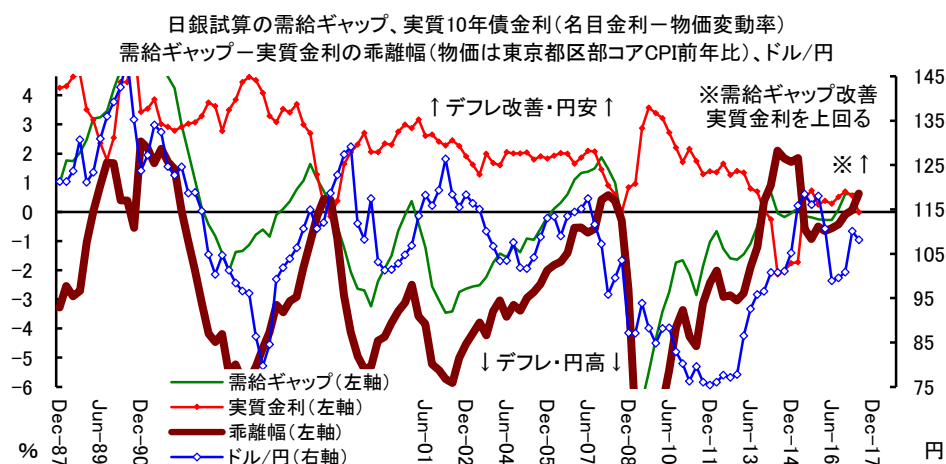
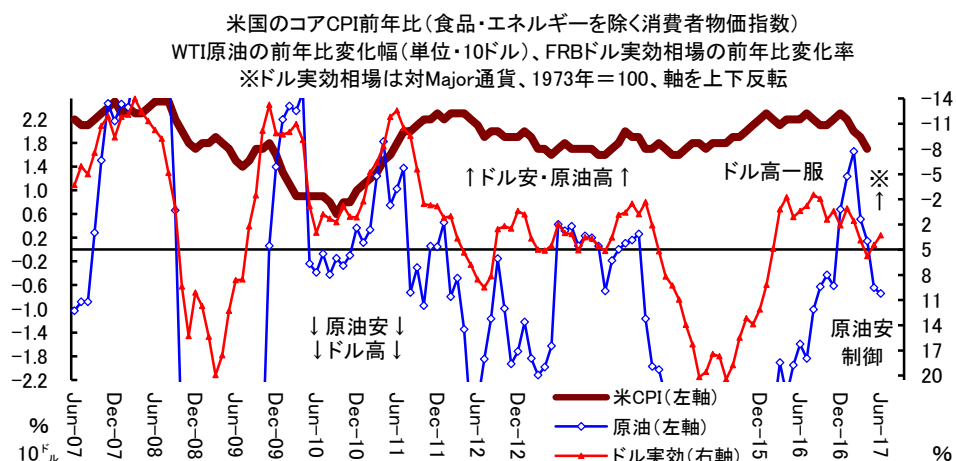
人手不足に対応した自衛隊員の待遇改善」など、格好の予算増額材料となってくる。現在は米トランプ政権から日本に対し、自主防衛の強化と安保コストの応分負担、米国製軍備製品の購入といった圧力も強まってきた。

安倍晋三首相は微妙に政権基盤が揺らぎながらも、「政権レガシー（遺産）として憲法の全面改正ではなく、自衛隊の追記による現実的な対応での実績作り」（官邸関係筋）を最優先課題に掲げ始めた。来年12月に任期を控える衆院に関しても、「これまでの追い込まれ解散の回避と、勝てるタイミングでの先手対応」から、「現有の改憲勢力3分の2を大事にした任期ギリギリまでの解散先送りと、それまでの自衛隊明記による加憲の確実な実現へと戦略を修正させてきた」（同）と見られている。

それでも自衛隊明記の実現には、来年9月の自民党総裁選の早めの圧勝固めが不可欠だ。衆院総選挙にしても来年後半まで後ズレするにせよ、惨敗となれば悲願の憲法修正論議は頓挫してしまう。同時に次回の衆院総選挙は、「憲法修正を問う国民投票とダブル選挙になる」（同）可能性も取り沙汰されている。

結果として来年の2018年度予算を含めた今後の財政経済政策では、「憲法や自衛隊の問題にナーバスな高齢者や女性への配慮を強めざるを得ない」（同）。すでに骨太の方針で示された教育無償化のほか、医療費・介護費などの社会保障費の自然増に関しては、なるべく削減が抑制される公算となってきた。





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、複写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ご自身でお願いします。