

日銀マネタリーベース、伸び率縮小一服

前年比減が鈍化、米国は「反動減一巡後」に通貨安・株高

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/4/6

日銀のマネタリーベースは、金融政策目標を量から金利に転換した 2016 年前後からの伸び率縮小が一服となってきた。前年比反動減が鈍化し、前月比年率は 1 月のマイナス転落を経て 2-3 月はプラス回復となっている。米国では FRB が量的緩和を終了した 2014 年からマネタリーベースの前年比減少が加速され、2016 年にかけてドル実効相場の上昇と米株の上げ洩り場面があったが、2017 年からは反動減の一巡もあって通貨安と株高が支援された。日本でも最低限、円高・株安の歯止め効果が注目されやすい。

前年比+80 兆円から+40 兆円への半減で下げ洩り

「日米のマネタリーベース伸び率格差（ソロス・チャート）と為替相場の相関性や関心度は低下してきているとはいえ、現在も海外ヘッジファンドなどにはマネタリーベースの動向を投資判断の一つと見なす向きが少なくない」――。

米国系マクロ型ヘッジファンドの幹部はこのような指摘を行う。実際、今年 1 月には日銀のマネタリーベースが 2013 年 4 月の異次元緩和以降、初めて前年比+10%割れ（+9.7%）、前月比年率で初のマイナス転落（-4.1%）へと低迷したが、日銀の出口戦略地ならし思惑や国債買い入れ限界論を高める形で、為替相場では円高加速の材料となった。

しかし、2 月 6 日には黒田東彦総裁が衆院予算委員会で、「マネタリーベース減少は、政府預金の変化などの季節的要因」、「政策運営方針は全く変わっていない」などと誤解払拭に努めている。その後は 3 月の年度末に配慮した資金供給などもあり、前月比年率は 2 月が+10.1%、3 月は+7.3%とプラス回復となってきた。底流部分で現状からの円高・株安に歯止めを掛ける効果は無視できない。

しかも黒田氏は 4 月 3 日、「出口戦略については内部で色々議論している」と述べながらも、「現時点で出口を説明するのはミスリーディング」、「償還が来た国債に再投資することは十分あり得る」とし、緩和継続や緩和強化の可能性を示唆した。3 月の日銀短観では「企業の物価見通し」で改めて期待インフレの伸び悩みが確認されたほか、日銀政策委員会では若田部昌澄・新副総裁の加入で「量的緩和重視」のリフレ派が増加しており、マネタリーベースの動向にも一定の注意を払った政策運営が注目されよう。

先行きマネタリーベースの伸び率縮小を鈍化させていくのが、「前年比プラス幅縮小」の一段落だ。日銀は 2016 年 9 月に金融政策の目標を量から質へと転換させており、その段階で「マネタリーベースの

年間約 80 兆円への増加」という公式目標は削除された。その後も年間 80 兆円の国債購入ペースは「メド」として残されたものの、日銀マネタリーベース月間平残は前年比で 2017 年 1 月の+80 兆円をピークに減少へと転じている。

しかし、2017 年 1 月から 1 年間の経過を経て、前年比での増加額圧縮は一段落となってきた。今年 1 月は前年比+42.1 兆円と半減に落ち込んだが、その後は 2 月が+40.7 兆円、3 月は+39.7 兆円と横這いで落ち着き始めている。

また、マネタリーベースの変化率は、前月比の 6 カ月移動平均で 3 月に+0.17%となった（2 月は+0.19%）。こちらも 2015 年 3 月の+5.15%を最高とした低下モメンタムが鈍化しつつあり、日銀による前回の量的緩和期間である 2001-2006 年を含めて、「緩和局面での下限ゾーン」に接近している。マネタリーベースの前月比年率が 1 月に 2012 年 11 月以来のマイナス転落となったあと、底入れ反発になっているのと符号する動きで、過去実績としてドル/円での当座のドル下値固めや日経平均株価の底固めを支援しやすい。

米マネタリーベースが再減少、ドル安制御

マネタリーベースに関しては、米国でも FRB が 2014 年 10 月末で量的緩和（QE）を終了した前後から日本に先んじて前年比減少の場面があった。連動する形でドルの総合力を示すドル実効指数（インターコンチネンタル取引所）は、2014 年 5 月の 78.9 を底値として 2017 年 1 月の 103.8 という高値まで+31.6%のドル高（通貨高）トレンドが形成されている。

同時進行で米国株市場では、上昇モメンタムが一服。NY ダウは 2014 年 12 月から 2016 年 10 月にかけて上値が 1 万 8000 ドル前後で抑えられる「踊り場相場」となったほか、2015 年 8-9 月や 2016 年 1-2 月には株価急落場面が見られている。まさに年明け以降の日本市場では、こうした米国市場の先行例を意識する形で、海外勢から「日銀の緩和出口」や「日銀の国債買い入れ限界論」に着目した円買いと日本株売りが活発化してきた。

しかし、先行例である米 FRB のマネタリーベース残高は、前年比で 2013 年 4 月の+9.8%をピークに 2016 年 12 月には-5.5%へと急減したあと、「前年比急減の一巡と剥落」もあってプラス回復に転じている。同時期の 2016 年 11 月以降にはトランプ・ラリーが点火されたことも重なり、マネタリーベースの急減一段落に連動して米国ではドル安（通貨安）

と株高ラリーが 2018 年 1 月にかけて点火された経緯がある。

米国に追随している日本では現状のところ、日銀による実際の量的緩和終了は大幅遅延の公算となってきた。その中で日銀のマネタリーベースは前月比年率で 2016 年 8 月の +28.3% という直近最高からの急低下を経て、今年 1 月の -4.1% で一旦の底入れとなっている（3 月は +7.3%）。先行き伸び率低迷は続くものの、前年比マイナスの基調入りは尚早だ。

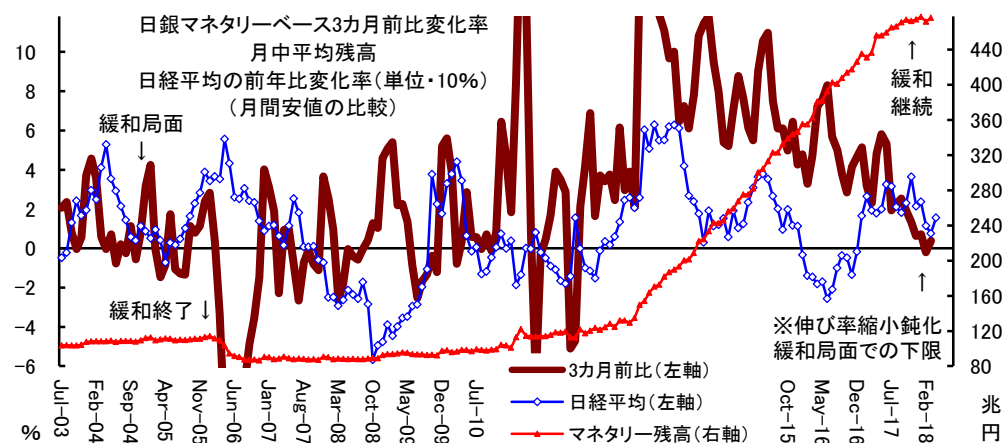
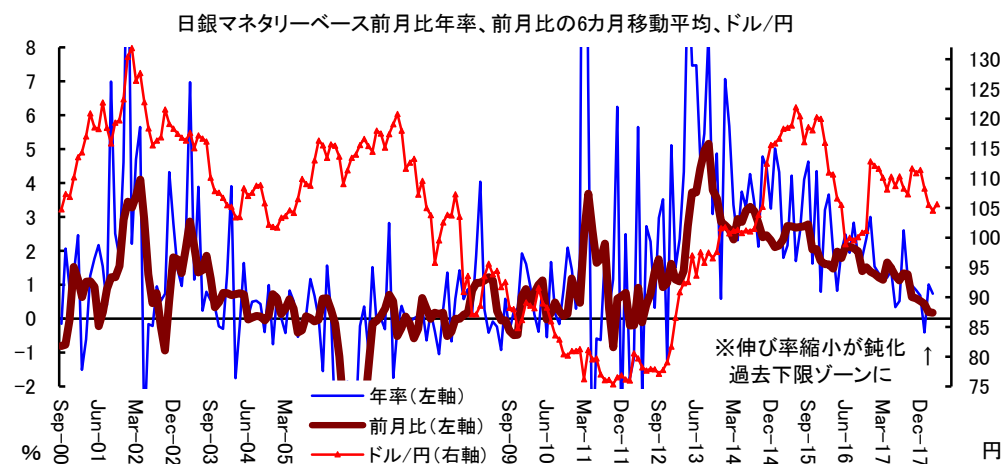
もちろん、現在は貿易戦争や日本の政治不安などが覆っており、米国における 2016 年 12 月以降の「緩和反動減一巡と通貨安・株高」ほどのエネルギーは見込み難い。それでも日銀マネタリーベースの伸び率縮小一段落は、2016 年以降や今年の年初以降の「マネタリーベース減少」を材料とした円高と日本株下落の圧力に対する歯止め効果が注目されよう。

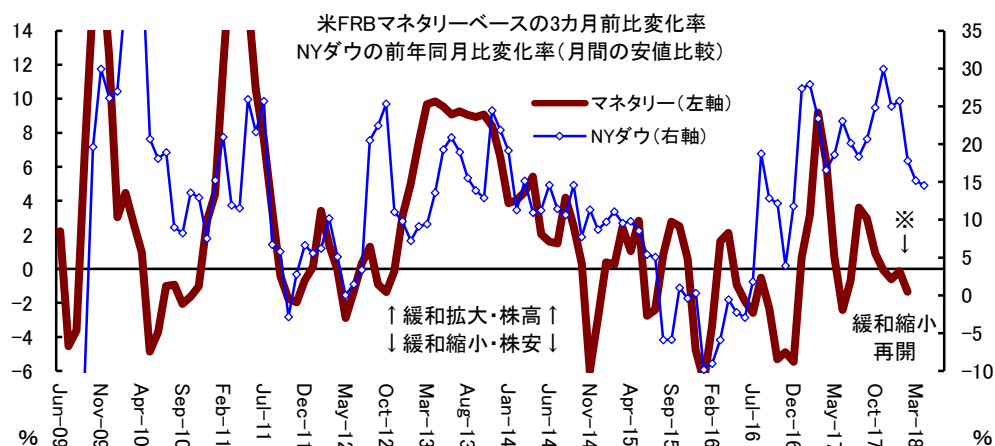
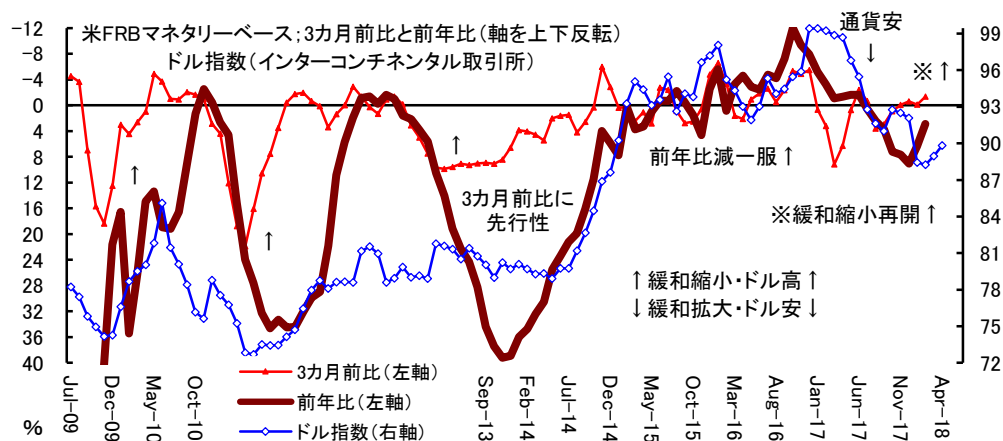
ちょうど FRB では、年初の季節要因的なマネタ

リーベースの増加が一服となってきた。過去にも年初には米国債入札・償還との兼ね合いや、年末年始の資金繰り支援、最近に多い「12 月利上げ」の緩衝フォローなどとの関係で米国の資金供給は増加してきたが、今年の 3 月以降は改めて FRB による量的緩和縮小の効果が再開されている。

FRB のマネタリーベース 4 週前比は、最新 3 月 28 日週に -2.5% とマイナス化となっている。1 月 24 - 31 日週には +2.0% に増加し、当時のドル安や米国の株高を支援したが、改めて減少へと転じてきた。52 週前比（1 年前比）では -2.34% と 1 月 3 日週の +9.8% を直近最高とした低下となり、昨年 2 月以来のマイナス幅となっている。

為替相場ではドルの下支え要因となる一方、米国の株安と債券安（金利は上昇）圧力となるほか、それに伴うクロス円主導での円高は警戒されるという、不安定な地合いが続きそうだ。





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。