

円高・株安を制御する量的緩和の遅行堅持

日銀マネタリーベース伸び率、13年以降の縮小に歯止め

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

2018/12/07

日本での円高・株安を制御する要因として、日銀による周回遅れの量的緩和堅持が無視できない。日銀のマネタリーベース残高は前年比、前月比年率ともに、2013年以降の伸び率縮小に歯止めが掛かってきた。来年以降にかけては高止まりの横這い化が見込まれるものの、米国では明確にマネタリーベース縮小が株安・ドル高の一因となっており、日本では緩和効果の残存が複合リスクの緩衝材となり得る。一方で海外勢や国内の緩和批判派などによる日銀の出口圧力や煽動は攪乱要因として残る。

日銀幹部 OB が政策正常化を海外勢に論及

「国内大手証券は12月上旬から外国人投資家向けのグローバル・フォーラムを開催しているが、参加来日している海外ヘッジファンド関係者に対し、日銀幹部 OB などが日銀緩和策の正常化について重要性和可能性を説いている」――。

ある米国系ファンドの幹部はこのように打ち明ける。ちょうど5日にはS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス社が「日銀による金融政策の正常化」を見据え、来年4月をメドに日本国債の価格変動見通しを映す「S&P/JPX・日本国債 VIX 指数」の算出リアルタイム化を始めると発表した。改めて来年にかけては、日銀の出口戦略が注目を集めている。

もっとも現実論では足元の日銀に対して、原油急落や世界減速などによるデフレ再燃リスクが覆い始めている。来年にかけては携帯電話料金や薬価、NHK 受信料などの引き下げが相次ぐほか、幼児教育・保育無償化も物価の下落要因となるものだ。日銀はまたぞろ物価見通しの下方修正圧力に直面しており、国債市場の機能改善策などを除くと日銀の出口地ならしは想定し難い。何より安倍政権は来年10月の消費税増税に向けて、政策総動員で景気腰折れを回避させる構えだ。

その中で日銀による最新11月のマネタリーベースは、月中平均残高が前年比+6.1%となった。過去2カ月の+5.9%から増加し、2014年2月の+55.7%を直近最高としたプラス幅の長期縮小に歯止めが掛かっている。前月比年率も+12.7%と、9月の+0.2%や10月の+9.6%から大きく上昇。こちらは2013年4月の+104.1%をピークとしたモメンタム鈍化が、今年1月、4月、6月のマイナス転落をボトムに底入れとなってきた。

あくまでもテクニカル要因であり、日銀による政策指針の量から金利シフトや国債買い入れのペース鈍化などによる伸び縮小が平準化されてきただけに過ぎない。来年以降も日銀による国債買い入れは減

額が見込まれ、マネタリーベースは高止まりや伸び率の横這い化が想定される。

それでも2013―2014年以降には、日銀マネタリーベースの伸び減速に連動する形で円高・ドル安や株安が進展する場面が観測されてきた。資金供給量を重要視する海外ヘッジファンドなどに対する日銀の「緩和本気度」や「出口尚早」というメッセージを示す意味でも、マネタリーベースの伸び復調は円高・株安の制御に一定の効果を持つ。

実際、流動性に敏感な新興企業株・東証マザーズ指数は、5日までの直近1カ月で+6.9%と打たれ強さを見せている。あくまで年初来の下落率が-18%と大きく、先行急落してきた分だけ割安物色が入っている事情も大きい。同じく緩和環境に敏感な東証 REIT 指数（不動産投信）も激震相場の中で逆行高を堅持させている。

同時に10月以降の株安とリスク回避にあって、為替相場ではドル安・円高が限定的になっている。11月までは米国の長期金利上昇の影響が大きく、現在の米金利低下が持続するとドル安・円高が本格化するリスクは消えていない。一方で米国ではFRBによる量的緩和縮小とマネタリーベースの減少が、ストレートに株安とドル高の一因となっている。裏表の政策効果により、日銀による「周回遅れ」の量的緩和継続は円高と日本の株安を制御するバッファの効力を持ち得る。

前回の日銀量的緩和、終了1年後に株安と円高

FRBの週間マネタリーベースについては、最新11月21日週に52週前比（前年比）-11.4%の減少となった。1月5日週の+9.7%を直近最高として減少傾向が続き、8月24日週以降は-9%方向へとマイナス幅を拡大させている。背景としてはFRBが保有する米国債の償還後・再購入停止などが影響しており、10月以降の米国における株安・金利上昇（債券価格は下落）・ドル高の一因となってきた。

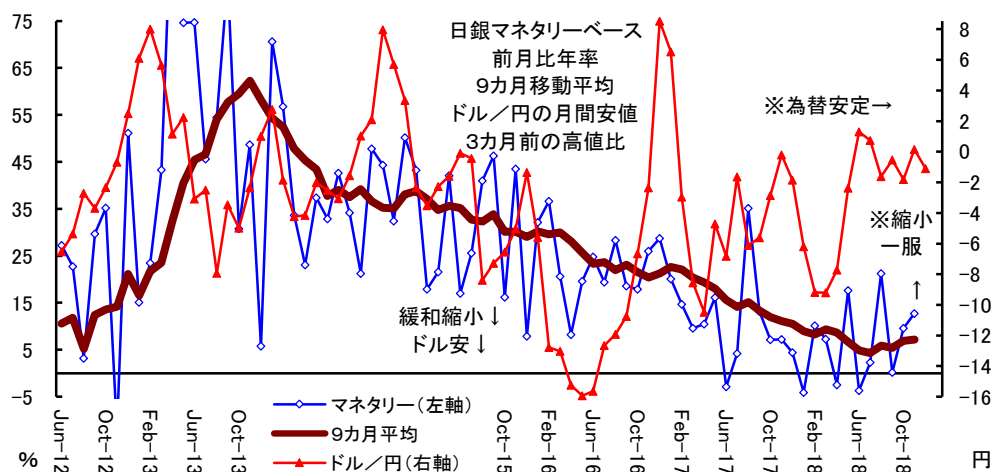
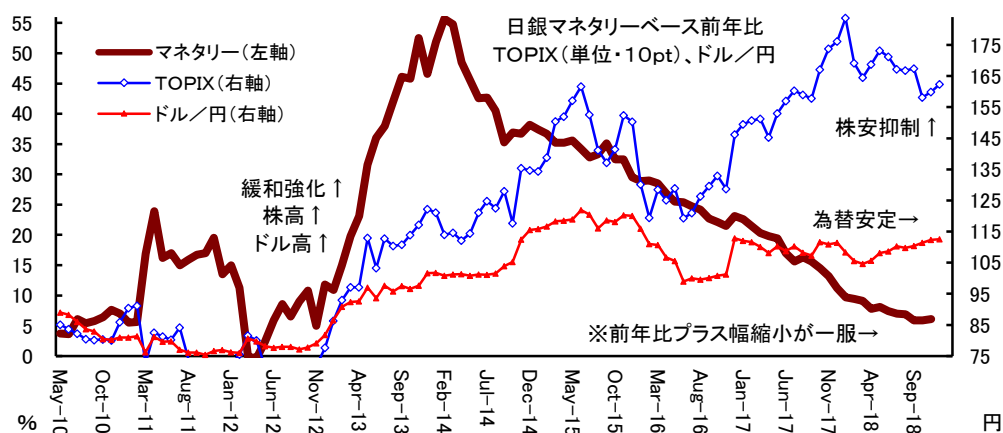
ちなみに日銀による前回の量的緩和は2001年3月から2006年3月まで実施され、日銀マネタリーベースは2006年3月から前年比マイナスに転落した。あくまで結果論ながら、日経平均株価は翌2007年にサブプライム危機などに見舞われたこともあって、約1年後の2007年2月に一番天井、2007年6月に二番天井を形成して下落相場入りに転換している。同時進行でドル/円も、2007年6月以降に円高・ドル安に転換した。量的緩和の終了後、約1年から1年半の時間差を経て株安と通貨高が本格化している。

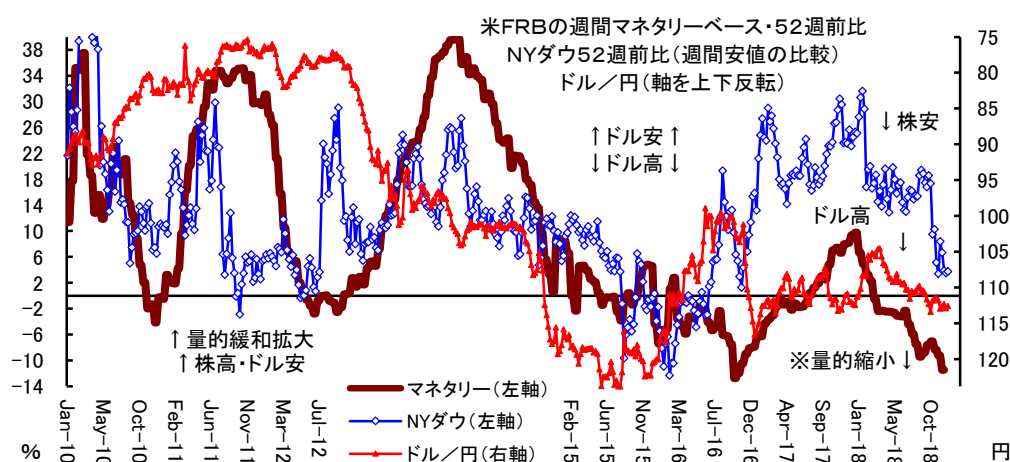
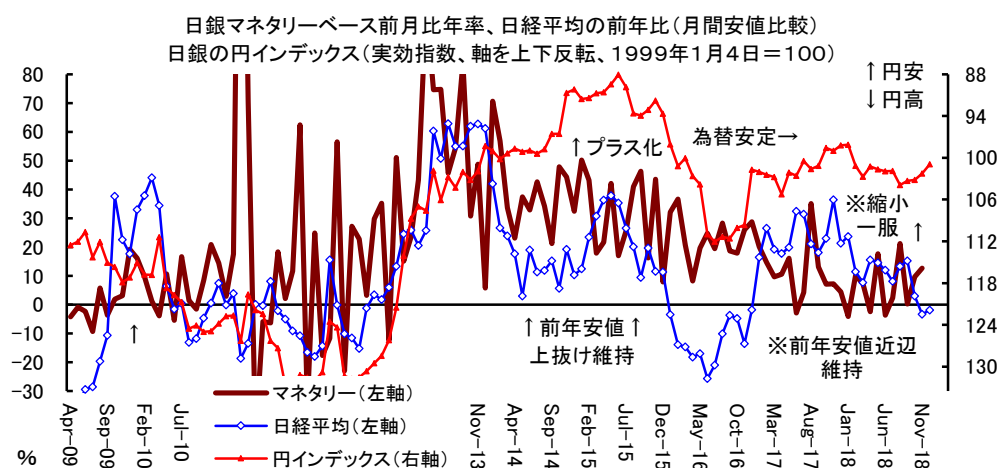
ひるがえって現在の米国の場合、FRBは昨年9月にバランスシート縮小を決定し、10月から資産縮小に着手した。FRBのマネタリーベースは、昨年12月の+9.0%を最高として減少からマイナスへと転換している。同時進行でドル高が継続してきた。複合的な要因があるとはいえ、前回の日銀と同様に「量的緩和終了から1年後」というタイムラグを経て、米国では株安と通貨高が顕在化している。

現在もFRBは保有国債の縮減を続けており、その点では現在の米10年債金利の急低下（債券価格は上昇）についても、大規模な米国債ショート・ポジションの踏み上げ（売り持ちの買い戻し）が一段落してくると、金利低下の余地に制約が生じる。それでもFRBの利上げ停止観測が続く限り、為替相場では「日銀の出口地ならし」を前のめりで煽る形でのドル安・円高リスクが排除できない。

過去にも年末年始にかけては、「翌年の投資チャンス・テーマ」として日銀出口は脚光を浴びてきた。今年も年明け早々から海外勢を中心に日銀出口が思惑先行で煽られ、タイミング良く1月9日に日銀が超長期の国債買入れ減額を決めたことから、円債金利の上昇（債券価格は下落）と円高、日本の株安が投機主導で加速されている。

日本の季節要因として、年明け直後から急激なドル安・円高が進むと、国内の輸出企業や機関投資家などは3月の年度末決算対策で誤算が生じてしまう。為替相場では3月末に向けてドル戻り売り圧力が累増され、今年は3月後半まで円高・株安が尾を引いた経緯がある。来年の年明けに向けても、「新年の相場テーマ」として日銀出口を煽る形での円高・株安仕掛けと、年度末までの円高圧力増幅リスクには注意を要しよう。





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。