

マーケットの底流を読む

マネタリーベース伸び率、日本が米欧比で優位 緩和縮小で最後尾、対ドルと対ユーロで円高抑制や円安に

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2021/5/10 (月)

中銀のマネタリーベース（資金供給量）伸び率では、日本が米欧比で最優位の方向に向かい始めた。為替相場では対ドル、対ユーロでの円高抑制や円安の要因となりやすい。日本はコロナワクチン接種や感染封じ込め、経済制限の緩和などで米欧比での出遅れが目立ち始めており、中銀の「コロナ危機対応」金融緩和策の縮小では最後尾が見込まれている。かたや米欧ではワクチン普及や短期的なインフレ上昇圧力、財政出動などが重なり、危機1年経過とあいまって「前年比」でのマネタリーベース伸び率が先行鈍化してきた。

資金供給は日銀急増でFRB 鈍化、コロナで格差

「自民党内ではコロナ感染の底なし沼的な根深さやワクチン普及策の多難さなどで、『今は誰が総理でも大変』という、菅義偉首相への同情ムードが広がりがつつある。次期首相の有力候補である河野太郎行革相兼ワクチン担当相がワクチン対応で今一つ評価を高めきれていないほか、その他の総理候補も『コロナ禍で火中の栗を拾いたくない』と及び腰になっており、9月の自民党総裁選は菅総理・総裁が無投票再選となるシナリオが囁かれ始めている」――。

ある官邸周辺筋はこのような指摘を行う。先行き不透明感が残るものの、菅首相が党総裁選で再選となり、同時に10月までが任期の衆院総選挙でよほどの大敗をしない限りは、来年にかけて菅政権は低空飛行でも延命していく。経済スケジュールでいえば日銀の黒田東彦総裁の任期が2023年4月であり、来年2022年からは次期総裁と副総裁選びが本格化するが、菅首相が中心となる形で的人選となると、デフレ完全脱却に向けた黒田緩和路線の継続となる可能性が高い。

もっとも日本では次期日銀総裁の人事と関係なく、ワクチン接種の遅れや根深い感染者の増加、エンドレス化しつつある都市部での緊急事態宣言などで、当座は日銀の超金融緩和策が続くことになる。仮りに先行きワクチンが普及しても、日本には2025年に団塊の世代800万人全員が75歳以上になる（2025年問題）といった少子高齢化や人口急減の問題が残存したままだ。

同時に日本では巨額な財政赤字と国債ファイナンスの問題が覆いかぶさっている。日銀による国債買い入れの減額を含めた「緩和縮小策」は、なかなか見通しにくい。財政赤字問題では米国で企業や富裕層に対する増税の地ならし論議が始動しているが、「日本ではコロナ打撃以前の問題として経済が老衰化しており、もはや増税に耐えきれぬ体力は残って

いない」（前出の官邸周辺筋）という悲観論も出ている。なおさら日銀の「超金融緩和頼み」は、超長期化となる可能性が無視できない。

かたや米欧ではワクチン普及と経済制限緩和の先行進展もあり、少なくともコロナ危機対応に伴う中銀の金融緩和策は縮小の可能性が注目され始めた。すでにG7内では4月21日にカナダ中銀、5月6日に英国中銀が、債券購入の規模減額やペース減速決めている。順番からすると、追従する形で米国のFRBや欧州のECBも緩和縮小が焦点になっていく。

反対にコロナ対応で周回遅れの日本では、最新4月の日銀マネタリーベース月平均残高が、前年比+24.3%の664兆8961億円と過去最高を更新した。緊急事態宣言の再発動など受けたコロナ対応オペや短期証券の買い入れ増加などにより、伸び率は2016年7月以来の大きさとなっている。

かたやFRBの総資産は、週間統計で最新5月5日週に52週前比（約1年前比）が+16.2%となった。前週4月28日週の+16.9%からプラス幅が縮小し、危機対応からの1年経過もあって2月24日週の+82.5%をピークに拡大ペースが鈍化している。日銀による「コロナ対応」緩和強化持続の中でのFRBの緩和ペース鈍化は、為替相場のドル/円で円高抑制や円安の支援材料となりやすい。

日銀－ECBの資金供給格差、日銀劣勢が底入れ

FRBの総資産はマネタリーベースと関係しているが、4月末における「日銀マネタリーベース÷FRB総資産」の前年比格差は+7.4%の日本優位となってきた（日銀+23.4%－FRB+16.9%）。昨年5月には－80.3%の日本劣勢（米国の緩和優位）となり、相対的なドルのダブつき化がドル/円ではドル安・円高の圧力となってきた経緯がある。

それが4月には昨年1月以来の日本緩和優位、2019年9月以来（+11.0%）という日本優位方向でのプラス幅となってきた。過去に同格差が長期の日本劣勢のマイナス化（米国緩和優位）からプラス化に転じたケースとして、2012年6月があった。当時は2007年以降の長期ドル安・円高が慣性的に持続していたが、ドル/円のドル安値は同月から同年10月にかけて77円台持続と下げ渋りに移行。2012年10月からはアベノミクス相場の始動という材料も重なり、ドル高・円安トレンドに転換した実績を有している。

ECBについても、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の下での債券購入を含んだ「公的部門購入プログラム」の残高は、最新4月30日週の52週前比が+10.4%と前週の+11.3%から減速してきた。

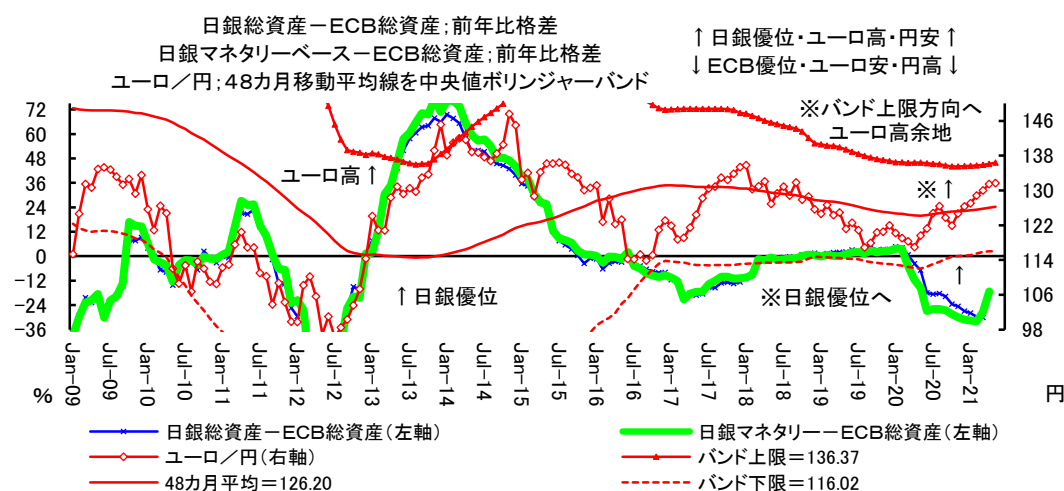
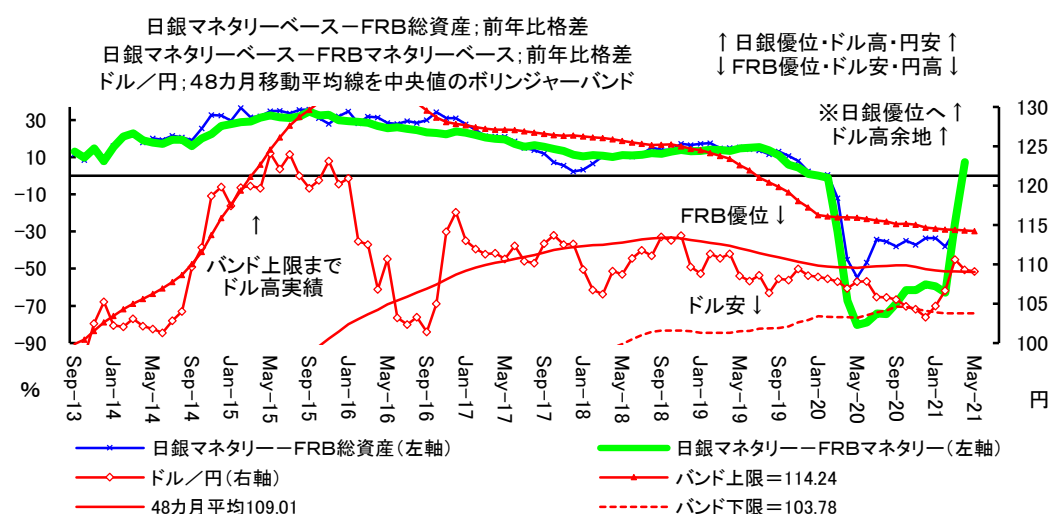
やはり危機対応からの一年経過もあって、2月12日週の+12.1%をピークにプラス幅を縮小させている。

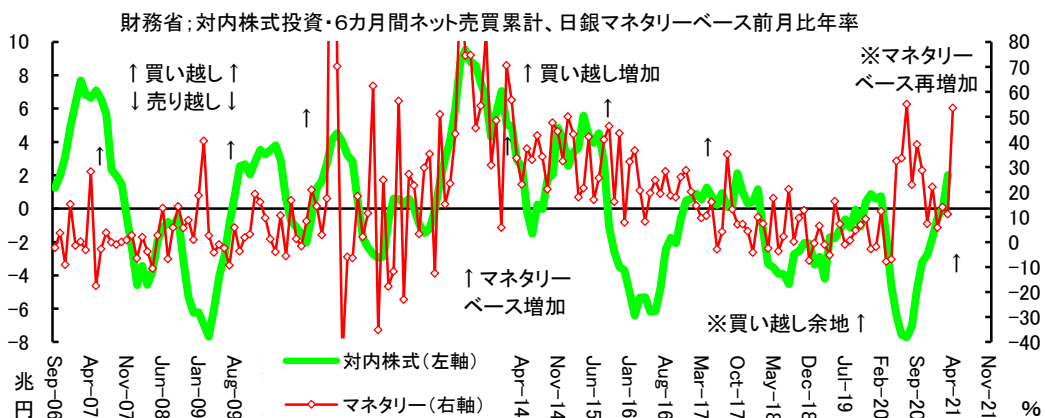
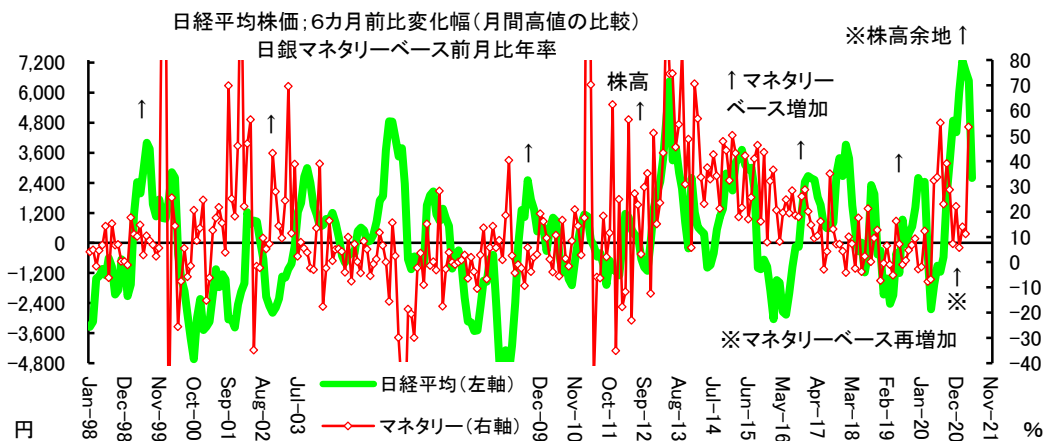
同プログラムと関係する ECB のバランスシート総計も 4 月は前年比+41.5%となり、2 月の+51.5%をピークに鈍化となってきた。結果「日銀マネタリーベース-ECB 総資産」の前年比格差は、4 月に-17.3%の日本劣勢（欧州優位）となっている。依然として欧州の緩和優位が続いているが、2 月の-31.9%が日本劣勢のボトムとなる形で、方向性は日本の緩和優位へとトレンド転換し始めた。日銀の緩和持続と先行き ECB 緩和縮小が見込まれ始めるなか、ユーロ/円での円高抑制や円安要因となりやすい。

その他、日銀のマネタリーベースは最新 4 月に「前月比年率」が+53.6%となり、前月の+11.2%から急拡大となってきた。昨年 7 月の 55.2%以来の大幅増であり、日本株の流動性相場持続の支援材料とし

て注目される。海外ヘッジファンドなどが緩和モメンタム判断で重視しているもので、過去には外国人投資家の日本株投資が追従増加となり、最低でも 3-6 カ月の株高ラリーが形成されてきた。

統計学的には GDP などに代表されるように、前年比は「平均速度」と見なされる一方、前期比（前月比）年率は「瞬間風速」の判断材料となる。資金供給量の株価影響判断では、単純に前年比で高い伸び率が続いてもプラス幅が横這いとなれば、株価も高止まりとモメンタム減退が意識されやすい。反対に前月比年率で資金供給量が急増すると、連動する形で株式市場の形状も右肩上がり化のモメンタムを想起。期待先行の形で、緩和効果の先行き表出見通しと、投資家センチメントの前向き化が後押しされる傾向にある。





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。