

日銀量的緩和「対米国比」再優位の余地 米引き締め本格化、日本はコロナ反動減一服と長期化

2022/12/9 (金)

日銀の量的緩和策は「米 FRB との相対比較」で再優位の余地が残されている。日銀マネタリーベース（資金供給量）は 8 月前後から対コロナ支援の鈍化などで伸び率が縮小する一方、FRB の資産縮小は緩慢なペースとなっていたが、今後の日銀はコロナ支援の反動減一服と当座の長期化余地が見込まれる。それに対して FRB は量的引き締めの本格化と前年比減の定着が想定され、量的マネーの「日銀緩和優位」再燃は日本株の下支えやドル安・円高の抑制要因として注視される。

日銀マネタリーベース、前月比年率は再増加

「岸田政権では支持率低迷で岸田文雄首相の権力基盤が弱体化する一方、自民党最大派閥・安倍派の幹部であり、故・安倍晋三元首相の最側近であった萩生田光一党政調会長が影響力を強めている。来年 4 月に迫ってきた日銀の後任総裁人事については、萩生田氏などの安倍派が（円安一服もあって）『アベノミクス路線の継承』で圧力を掛ける可能性は高いだろう」――。

ある内閣官房の経済担当は、このような見通しを示す。萩生田氏については、現在の岸田政権閣僚からも「安倍氏は萩生田氏を安倍派の後継者と考えていたようだ」といった指摘が聞かれる。

最近の萩生田氏は、安倍氏が希求してきた防衛費の増額論議に積極関与している。11 月 30 日には財源に関し、世論配慮や来春の党一地方選対策もあって、「1 年、2 年は増税せず、国債で賄うことはやむを得ない」との認識を示した。

こうした萩生田氏を始めとした自民党サイドの圧力もあり、防衛費財源は 2027 年度まで国債発行のほか、特別会計の剰余金、税外収入の活用などで工面する方向となっている。日銀の総裁人事と直接的な関係は低いとはいえ、「萩生田氏は積極財政論者でもあり、日銀人事では当座の日銀による国債購入（長期金利の低位抑制策）の継続で安心感のある雨宮正佳・現日銀副総裁の総裁昇格を支持してくる」（前出官房筋）可能性があるという。

日銀の量的緩和策に関係するマネタリーベース（資金供給量）は 8 月前後から対コロナ支援の鈍化などで伸び率が縮小する一方、米 FRB は量的な引き締め（QT、資産縮小）が緩慢なペースとなっていた。しかし、今後の日銀はコロナ支援の反動減一服と当座の長期化余地が見込まれる。それに対して FRB は量的引き締めの本格化と前年比減の定着が想定され、量的マネーの「日銀緩和優位」再燃は、日本株の下支えやドル安・円高の抑制要因として注視される。

最新 11 月に日銀のマネタリーベースは、平均残高が前年比－6.4%の減少となった（10 月は－6.9%）。コロナ関連の融資を手掛ける金融機関向けの特別オペ（コロナオペ）の利用額が急減していることもあり、9 月からは約 10 年ぶりのマイナスに減少している。

かたや米国では FRB が資産縮小に着手しているものの、現状はペースが緩慢となっている。FRB の総資産は最新 11 月 30 日週に前年比－1.1%となり、ようやく 2019 年 11 月以来となるマイナス化となってきたばかりだ。こうした量的マネーの「日銀前年比マイナス（緩和鈍化）で FRB の縮小ペース緩慢（引き締めの鈍さ）」という対比が、10 月以降のドル安・円高の間接遠因となっている。

しかし、日銀マネタリーベースについては、11 月に「前月比年率」が＋17.0%と大幅プラスになった。9 月の－36.2%や 10 月－33.0%から伸びが回復し、4 月以来のプラス化となっている。

FRB 総資産、減少率が段階的に拡大

11 月は 9－10 月と異なり、円買い・ドル売り介入が見送られたという影響は不透明ながら、「コロナ支援策の反動急減の一服」は示唆されるものだ。今後は 12 月末の年越しや来年 3 月の年度末越し配慮などを含めて、日銀による一定の資金供給再増加が注目されやすい。

反対に米国では、FRB による量的引き締めが本格化していく。FRB の総資産（バランスシート）縮小に関しては、銀行の準備預金が不足となる影響が懸念され、弊害として短期金融市場の混乱と金融調節の複雑化といったリスクが問題視されている。

しかし、パウエル FRB 議長は 11 月 30 日、「バランスシート縮小を減速させる理由は見当たらない」と明言した。金融調節を直接担当する NY 連銀のウィリアムズ総裁も 11 月 28 日、「保有債券の縮小は、ほぼ設計通りに進んでいる」としながら、「FRB に現在の方針を変更させるような準備預金不足の兆しはない」と説明している。

その中で FRB の総資産は、最新 11 月 30 日週に 13 週前比（約 3 カ月前比）で－2.7%の減少となった（前週は－2.6%）。縮小開始前後である 6 月の－0.2%から、段階的にマイナス幅が拡大しつつある。来年初にかけて 13 週前比や前年比マイナスの定着と拡大が見込まれ、底流部分で米国株の上値抑制や米国債金利の低下（米債価格の上昇）抑制、ドル安の抑制やドル下支え要因として注目されやすい。

反対に日銀の場合、11 月の前月比年率＋17.0%と

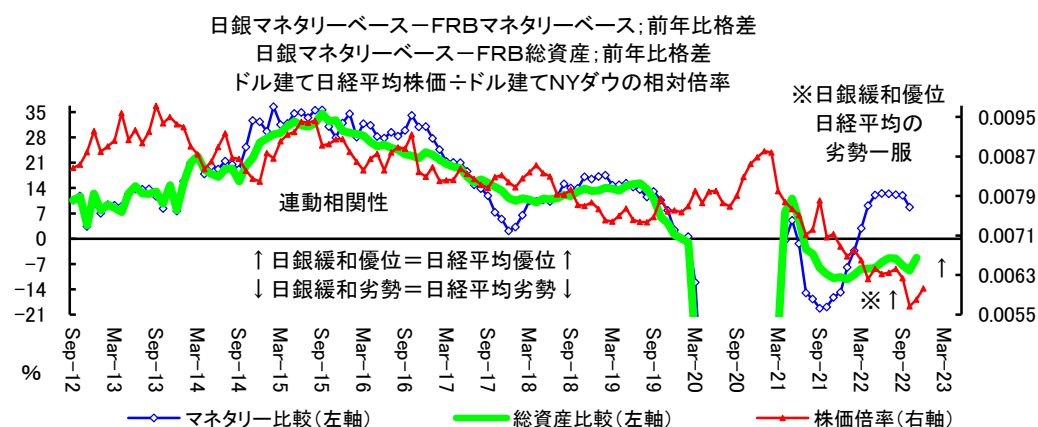
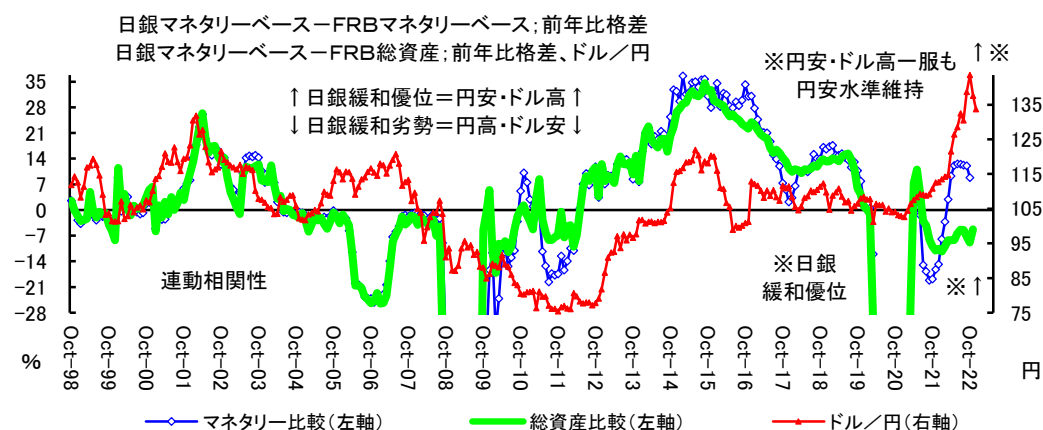
いった反動再増加が日本株の下支えや円高の抑制要因となる。以前から日本株投資経験の長い米国系ヘッジファンドの幹部などからは、「日銀の異次元緩和に伴う量的緩和拡大では、前年同月比よりも前月比年率ベースの伸び率のほうが日本株の投資判断で重要」といった指摘を行ってきた。

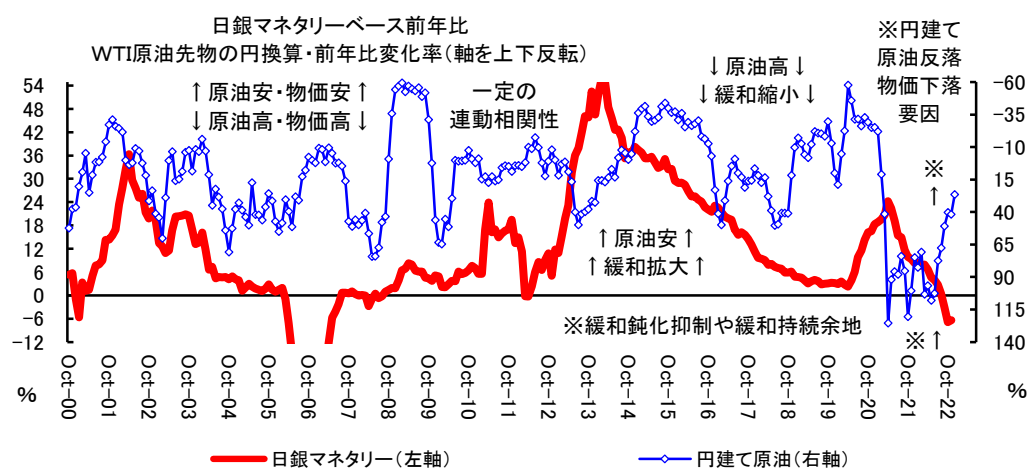
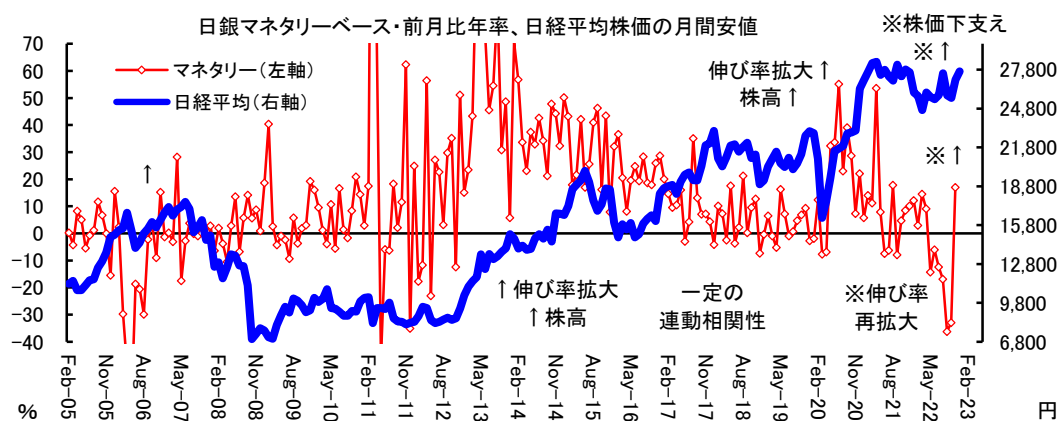
統計学的には GDP など代表されるように、前年比は「平均速度」と見なされる一方、前期比（前月比）年率は「瞬間風速」のモメンタムを判断する材料となる。過去には日銀マネタリーベースの前月比年率が、現在と同じように 2020 年 3-4 月にマイナス化したあと、5 月に+32.4%という反動増加が見られた。当時の日経平均の月間安値は、3 月の 1 万 6358 円を底値に切り上がりへと移行。6-8 月には 2 万 1000 円超えへ連動上昇となっていた。

一方で現在の国内市場では来春の春闘に向けた賃上げ機運もあって、来年 4 月の日銀総裁交代と前後した緩和修正協議の開始が注目を集めている。しか

し、日銀の黒田東彦総裁は 12 月 6 日、衆院・財政金融委員会で、日銀による保有国債の含み損が 8749 億円となった問題などに関して、「現時点では政策の効果が副作用を上回っている」、「物価目標の達成にはまだ時間がかかる」、「金融政策の枠組みの見直しなどの議論は時期尚早」と強く反論した。

黒田氏は現在の物価高は改めて資源高主導と強調し、「消費者物価は来年度（来年 4 月）から 2%割れへの下落を見通している」と説明している。実際に現在は原油高と円安の一服もあり、円換算の原油相場は反落となってきた。円建て原油先物は 12 月 6 日時点で月間高値の前年比が+26.7%と、5 月の+108.1%を高騰ピークとしてプラス幅が急縮小してきた。来年 4 月以降は一段の前年比下落と物価押し下げ波及が見込まれ、来年の米国景気悪化リスクなどもあって、日銀による基本的な緩和継続が後押しされやすい。





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。