

日銀量的緩和「前年比」再拡大の余地

コロナ反動減一服、日銀総裁「基調として増加を維持」

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/8/14 (月)

日銀の量的緩和は前年比で再拡大の余地があり、基本的な株高・円安の継続要因として注目される。日銀マネタリーベース（資金供給量）は昨年8月前後から対コロナ支援の鈍化や終了などで前年比減となってきたが、今後は反動減が剥落となっていく。日銀も7月28日、緩和修正を決めつつ、植田和男総裁はマネタリーベースについて、「コアCPIの前年比が安定的に2%を超えるまで拡大方針を継続」、「トレンドとしては増加ペースが続いていくよう、国債買い入れオペを続ける」と明言している。

マネタリーベース再増加、株高・円安基調支援

「（日銀は7月28日、長短金利操作＝YCCの運用を柔軟化し、10年債金利の変動幅上限を1.0%にまで引き上げたが）日銀の国債買い入れが減るかどうかは、やってみないと分からない」、「ベースマネー（マネタリーベース）はトレンドとして上昇しているの、短期的に上昇率がマイナスになったからといって約束破りではない」、「（マネタリーベースの増加ペースが）トレンドとしては続いていくよう、オペを続けたい」――。

日銀の植田和男総裁は7月28日、緩和修正を決めた政策会合後の会見でこのような説明を行っている。植田氏は基本的な政策方針として、コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の前年比が安定的に2%を上回るまでマネタリーベースの拡大を続けるという、「オーバーシュート型コミットメント」の堅持も再確認している。

実際に7月28日以降に日銀は10年債金利の急激な上昇牽制もあり、国債買い入れオペを継続させている。直近7月の日銀マネタリーベースによると、まだ緩和修正の影響は尚早ながらも、月間平均残高は663.35兆円と過去最高水準が維持された。

同残高は昨年4月の687.47兆円という過去最高のあと、伸び率自体は鈍化している。とくに昨年8月前後からは、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きたことや、日銀支援の打ち切り影響もあり、前年同月比ではマイナス化となってきた。

しかし、今年8-9月からは1年の経過を受け、前年比での反動減が剥落していく。日銀による仕切り直しの国債買い入れの強化などもあって、マネタリーベースの前年同月比は「再増加」が注目されそうだ。一部の試算ではマネタリーベースが増加基調を持続していくには、「日銀の国債買い入れが月間6兆円程度必要」との分析もあるが、7月の会合では「月間9兆円程度」という基本方針に大きな修正が

見られていない。

ちなみにマネタリーベースの昨年残高は、昨年8月が659兆円、9月が634兆円で、10月は615兆円、11月が616兆円、12月が617兆円となっていた。直近の今年7月は663兆円と復調しており、そこから横這いや小幅減でも「前年比プラス圏」への再浮揚が担保されやすい。

日銀のマネタリーベース拡大は2013年4月以降の異次元緩和による強化例を見るまでもなく、基本的には株高と円安の支援材料となる。同時に資金供給の拡大は余剰資金の溢れにつながり、10年債金利の過度な上昇圧力も抑制させる（国債価格を下支え）。

10カ月前比は昨秋の円高・株安時を最低に再増加

最近ではコロナ打撃やテクニカル要因もあって、日銀マネタリーベースは2020年4月に前年比+2.3%まで伸び率が縮小する場面があった。そこからプラス幅が再拡大となったが、日経平均株価の月間高値は、2021年にかけて前年比+8000円幅から+9000円幅の株高が連動観測されている。

その前のマネタリーベース前年比拡大における日経平均の前年比は、最低でも+3000円幅から+6000円幅は上昇となる相場循環パターンが繰り返されている。今年の場合、マネタリーベースの前年比は伸び鈍化してきたが、量的緩和策の堅持もあって、水準自体は高止まりが維持されている。結果、日経平均の前年比は今年5月が前年比+4097円幅、6月が+5383円幅、7月が+5747円幅という、過去の上昇幅が踏襲されている。

先行きの株高メドで参考になる前年の月間高値は、昨年8月から12月が2万7000円から2万9000円前後、昨年6月が3万3722円となっていた。その意味で今年の年後半から来年6月にかけては、「前年比+3000円幅」でも3万3000円から3万6000円円超え方向、「前年比+5000円幅」で3万3000円から3万8000円超え方向を目指す可能性は非現実的でない。

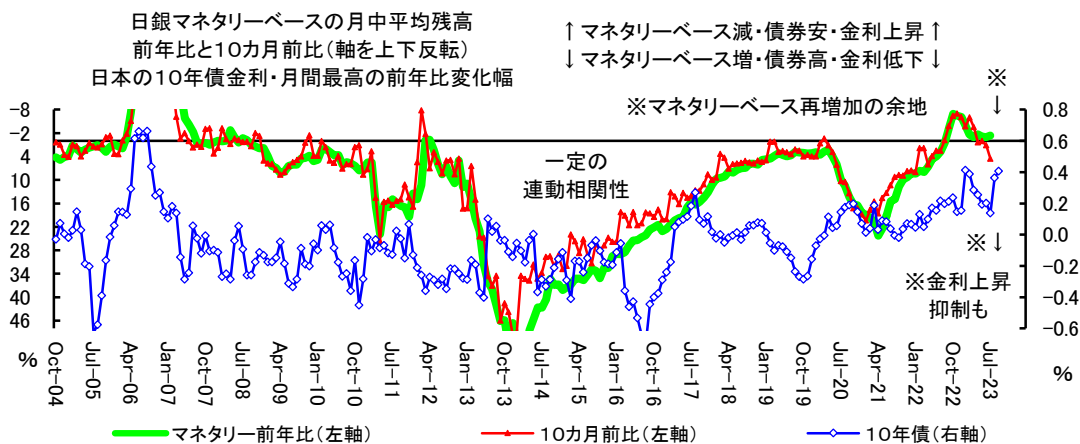
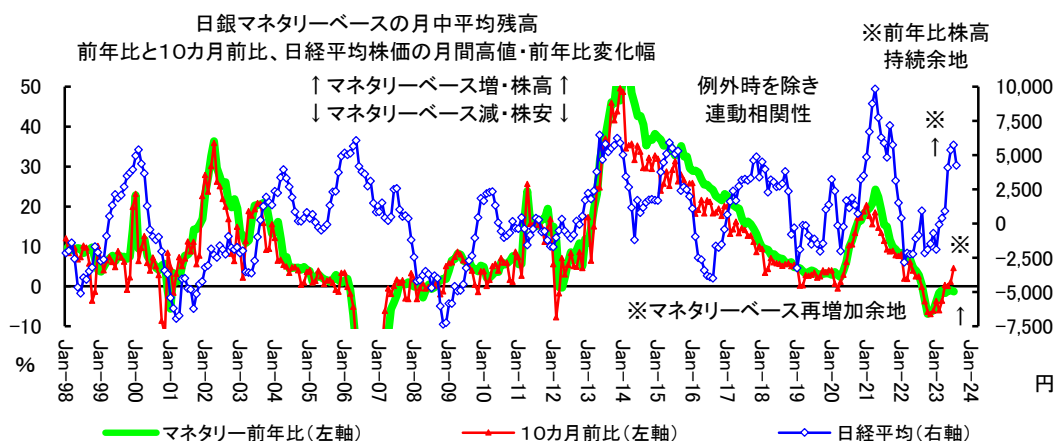
日銀マネタリーベースについては、前年比に先行実績のある10カ月前比が、最新7月に+4.6%と昨年4月以来のプラス幅を先行回復してきた。昨年11月の-6.9%を直近最低として、再増加となっている。昨年11月といえば日本の当局による円高阻止介入もあり、為替相場ではドル安・円高が進展。日経平均も低迷となっていた。そこからのマネタリーベースの復調は、円の流動性やカネ余り余剰の再増加、投資家センチメントへのプラス効果などもあり、円安・株高の基調を支援しやすい。

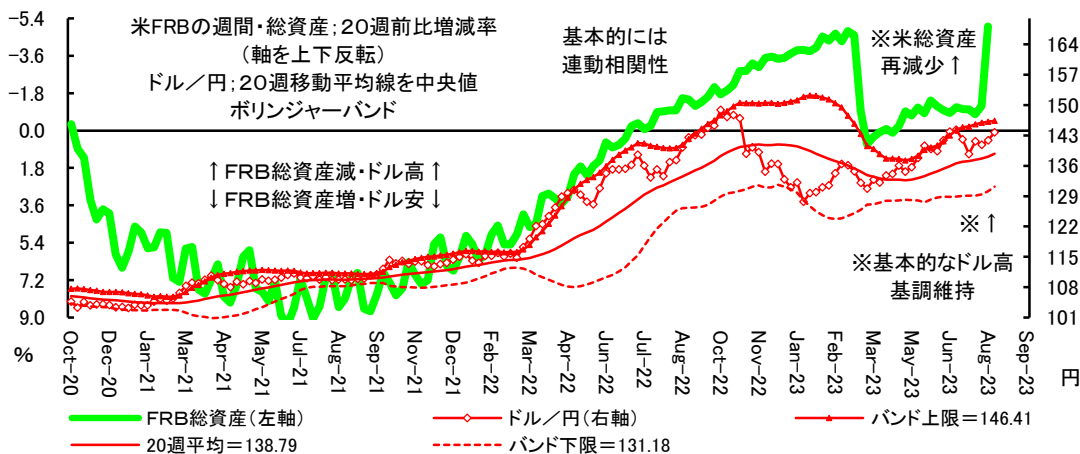
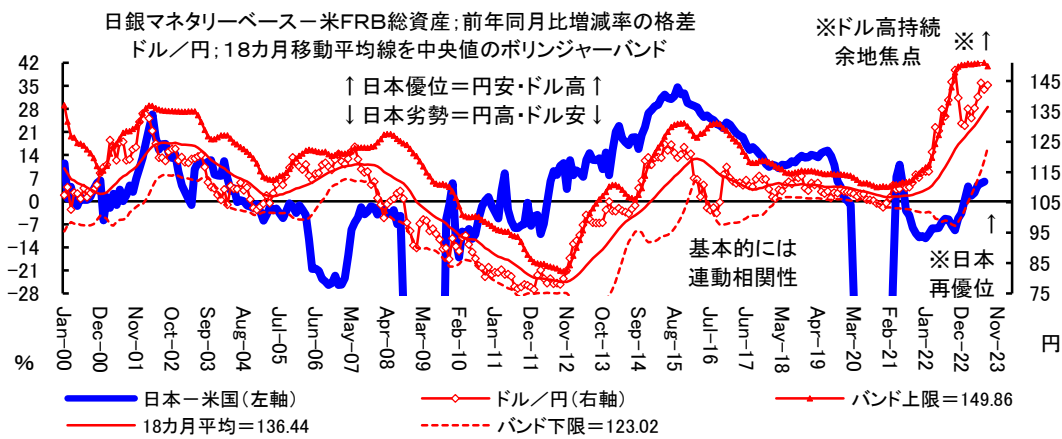
しかも現在は米国でFRBが量的緩和の絞り込みを再強化し、FRBの総資産は再減少となってきた。今年3月以降の金融不安に対応した資金供給や貸出支援が一服となっており、日銀との逆行性がドル高・円安のサポート要因となる。

過去実績として日銀マネタリーベースの前年比がプラス拡大となる場合、ドル/円は前年同月の水準の前後か、あるいは前年比でのドル高（円安）が支援されるかの相関性が見られてきた。その点で当座のドル/円メドで参考になる前年実績は、昨年8月から12月にかけて月間ドル高値が139円から151円前後、月間安値が130円から143円前後で推移している。年末にかけてはこうした水準の前後や、前年水準比でのドル高レベルが節目メドとして注視されそうだ。

なお、内閣府では2020-21年時の日本経済に関する分析で、為替ドル/円の変動要因についての分析を行っていた。影響を及ぼす日米金利差（米国の金利が高いと円安要因）、日米マネタリーベース比（日本のほうが相対的に増加すると、通貨供給量の増加が円安要因）、米株高インデックス（米株の上昇は米国への資金シフトなどで円安要因）の各要因について、為替相場との相関関係を検証したものだ。

このうち「日米マネタリーベース比」については、1988-93年、1993-2002年、2002-2006年、2007-2015年、2015-2020年の各局面における日本優位・米国劣勢のケースで、「円安影響への有意な相関が確認された」と総括している。





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。