

みずほマーケット・トピック(2017年12月5日)

## テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ

今年も残すところあと1か月を切ったが、日銀によるベースマネー(BM)の積み上げが顕著に減速していることが話題となっている。この状況に及んで言えることは、貨幣量(≒BM)それ自体に何の意味もないということ。政策委員会として忌避し続けたテーパリングを図らずとも実施しているにもかかわらず、市場には何の動揺も見られない。限界的に積み上げられるBMのフローに効果を見込むべきではないのは確かだろう。ストック効果を強弁する向きもあろうが、物価の基調は前年比ゼロ%付近で横這いのままであり、それも認めづらい。物価同様、為替市場にも殆ど意味が無かった。黒田日銀による功績を見出すとすれば、これだけの策を講じて物価や為替に継続的な影響を与えることが出来ないと世間に広く知らしめたこと。黒田総裁の5年間で踏まえた上で、次期総裁率いる日銀への過剰な期待も多少は緩和されることを期待したい。

### ～動意を持たないドル/円相場～

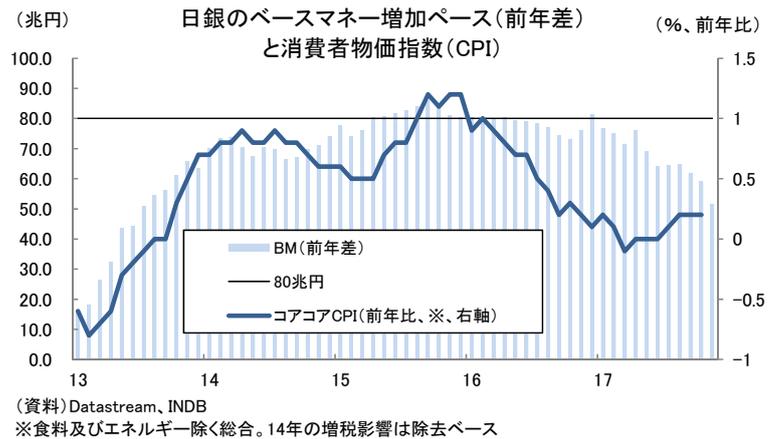
昨日の為替相場は小動きに止まった。米上院における米税制改革法案可決は明らかにドル相場の支えになっているが、為替相場ではこの材料がドル/円相場の起爆剤になるとの期待もあったことを思えば、やはりロシアゲート疑惑や米債務上限問題がその前向きな期待を打ち消したことが悔やまれる。昨日の本欄でも述べたように、拡張財政が本来もたらさはずの長期金利上昇は生じておらず、結果的にドル買いも盛り上がっていない。ひとえに同措置をもって米経済の加速を見込む向きが少ないからに他ならないだろう。ドル/円相場は112円台で動意なく推移している。

### ～テーパリングで証明される貨幣量の無意味さ～

ところで昨日の日本経済新聞朝刊3面は『供給鈍る日銀マネー 緩和効果と副作用にらみ長期戦』と題し、11月のベースマネー(BM)増加額が2013年4月の異次元緩和後で最低となったことを報じている。11月末時点の前年比増加額は+51.7兆円であり、却下され続けた木内・元審議委員の「年間80兆円から45兆円に縮小する」とのテーパリング提案が実態としては実現しつつある。

昨年9月21日の総括的検証を経て、長短金利操作付き量的・質的金融緩和に生まれ変わった現行枠組みは実質的には「量」から「金利」への転進を意味しており、あくまで後者を調整する手段としての前者という整理に置き換わった。それゆえ、「量」の積み上げが著しく減少すること自体はロジカルであるものの、声明文に残置されたMBの年間増加ペースが依然として80兆円を1つの「めど」としている状況は変わっておらず、どうしても今回の報道のような指摘は出てきてしまう。80兆円はリフレ志向の強い審議委員に配慮して残った遺産のようなものだが、今や「市場との対話」に混線をまねく一因でしかなくなっている。既に多くの市場参加者が認知している事実を迫認するだけなのであれば、速やかに修正した方が良いように思われる。

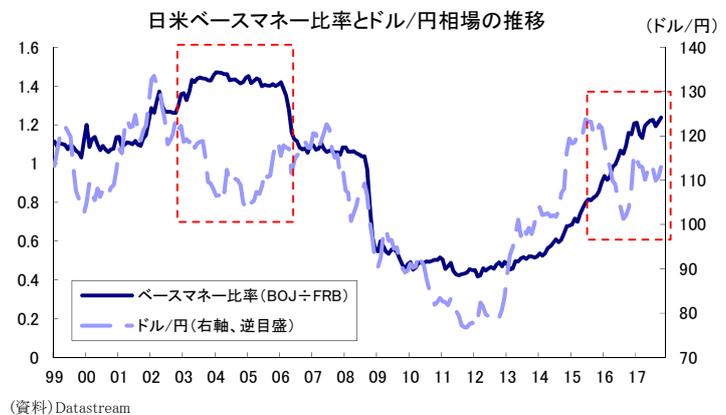
この状況に及んで言えることは、つくづく貨幣量(≒BM)それ自体に何の意味もないということだろう。政策委員会として忌避し続けたテーパリングを凶らずとも実施しているにもかかわらず、市場には何の動揺も見られない。限界的に積み上げられるBMのフローに効果を見込むべきではないのは確かだろう。この点、ストック効果を強弁する向きもあるだろうが、物価の基調は前年比ゼロ%付近で推移しており、それも認めづらい。図に示されるように、物価の基調を示すと思われる食料およびエネルギーを除く総合ベースでの消費者物価指数(コアコアCPI)は2015年後半をピークに下げ基調に入り、今や前年比ゼロ%付近で横這いとなっている。リフレ政策を支持する向きは2014年4月の消費税引き上げやその後断続的に訪れた原油価格の急落によって、BM増加の効力が薄らいだと主張するが、裏を返せば、MBを未曾有の水準まで積み上げても所詮は外的ショック一発で吹き飛んでしまうということだろう。



ちなみに、図を一瞥するとBMの伸びとコアコアCPIの方向感が一致しているようにも見えるが、実際はドル/円相場が上げ基調になったのが2013~15年半ばであり、これに付随して輸入物価経由で物価が押し上げられていたに過ぎない。そのドル/円相場の上昇を駆動したのがFRBの正常化プロセスであり、2015年夏の人民元ショック以降はその歩みが漸次的なものとなり、円高が進むということがあった。こうした状況に対し、「量」の限界に直面していた日銀は2016年以降、マイナス金利そしてイールドカーブコントロール(YCC)といった「金利」路線にシフトし、BMを減らす路線に入ったのである。こうして見ると物価基調は為替に振らされてきたが、その直接的原因はやはりFRBの金融政策にあったのであり、日銀のそれはさほど関係がなかったと考えられる。

### ～為替レートにも影響なし～

過去の本欄では執拗に議論している論点だが、日銀のMB増減と為替レートの間には殆ど何の関係もない。そもそも物価に関し、国内における「対内価値」で見たものが国内物価(例えばCPI)であり、海外における「対外価値」で見たものが為替レート(例えばドル/円)であるから両者はコインの裏表である。MBが物価に影響を持たなかった以上、為替レートにも影響を持たないと考えるのが必然である。上述



したように、結局は為替レート経由でしかCPIを動かさなかったことからこれは自明である。そして繰り返しになるが、その為替レートに機動的な影響を与えられるのは日本ではなく米国である。

前頁図は日米 BM 比率(日本÷米国)とドル/円相場の関係を示した、いわゆるソロスチャートである。2015 年半ばからドル/円相場はピークアウトしているが、その間も日米 BM 比率は右肩上がりであった。また、2000～2003 年には全く相関がなかったことも広く知られている(点線四角部分)。そもそもソロスチャートに理論的な因果関係は認められず、日米の金融政策格差が存在しているところに、たまたま相関関係が重なったに過ぎない。現時点の BM に目をやれば、元々日銀の相対的な大きさが目立っていたところに、FRB は削減に舵を切り、日銀は(ペースは落ちてはいえ)増加に努めているので、ソロスチャートが正しいのであればドル/円相場は騰勢を強めていなければならない。だが、現実はそうになっていないことは周知の通りである。

### ～黒田日銀、最大の功績～

目的達成が叶わなかった中、黒田日銀による最大の功績を見出すとすれば、これだけの策を講じても物価や為替レートに継続的な影響を与えることが出来ないと世間に広く知らしめたことだろう。やはり金融市場の外にいる市井の人々にとって、「やってみなければ分からない」という思いはどうしても抱かれるものである。いくら貨幣量(BM)を積み上げても物価は上がらなかったし、FRB の金融政策が漸次的な利上げ路線に止まれば円安も進まないという現状に直面し、日銀に過剰な期待を抱くことの危うさを周知できたことは不幸中の幸いである。振り返るにはまだ少し早いが、黒田総裁の 5 年間で踏まえた上で、次期総裁率いる日銀への過剰な期待も多少は緩和されることを期待したいところである。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です  
<http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野?～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビョウな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起さず」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	違い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難さが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化、ブームは流れを変えるのか?～