Market Flash

2020 年8月 20 日(木)

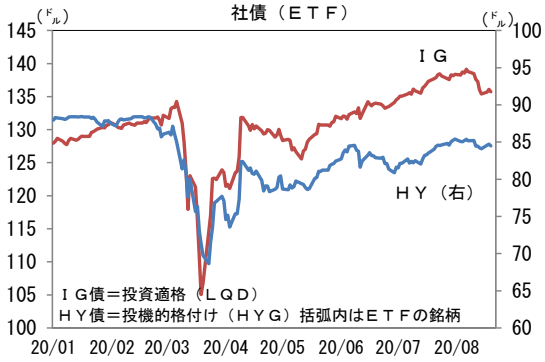
最近のじゃぶじゃぶについて
～過去のそれと本質的に異なる～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査
主任エコノミスト 藤代 宏一(TEL:03-5221-4523)

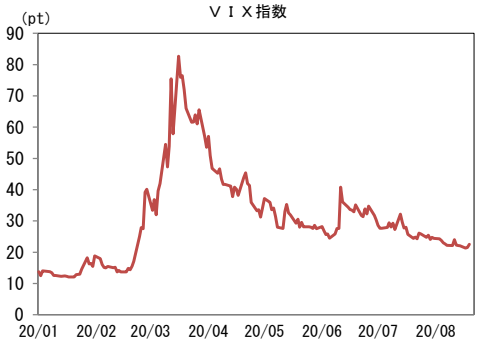
・日経平均は先行き 12 ヶ月 22,000 程度で推移するだろう。
・USD/JPY は先行き 12 ヶ月 105 程度で推移するだろう。
・日銀は現在の YCC を長期にわたって維持するだろう。
・FED はゼロ金利下で資産購入を継続するだろう。

＜＃マネタリーベース＃マネーストック＃じゃぶじゃぶ＃インフレ＃バブル＞

・前日の米国株は下落。ＮＹダウは▲0.3%、S&P500は▲0.4%、NASDAQは▲0.6%で引け。前日にS&P500が最高値を更新したこともあって利益確定売り優勢。ＦＯＭＣ議事要旨は市場参加者の期待対比でややタカ派に映った模様。ＶＩＸは22.5へと小幅に上昇。クレジット市場はＩＧ債（投資適格）、ＨＹ債（投機的格付）が共に概ね横ばい。



（備考）Refinitivにより作成



（備考）Refinitivにより作成

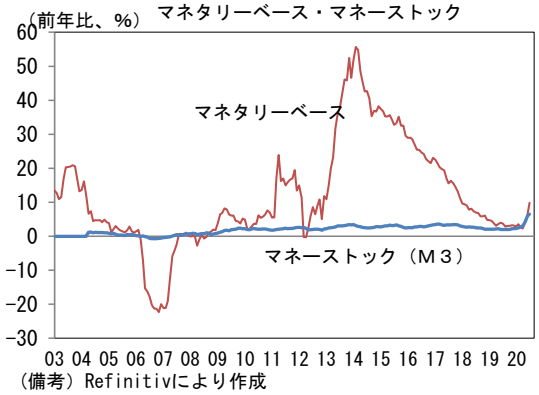
・米金利カーブはベア・スティープ。２年は0.139%（▲0.4bp）、10年は0.680%（＋1.1bp）、30年は1.424%（＋2.8bp）で引け。予想インフレ率（10年BEI）は1.666%（▲3.2bp）へと低下した。ＦＯＭＣ議事要旨には９月ＦＯＭＣにおけるフォワードガイダンス強化を明確に示唆する文言が含まれていなかった。これが市場参加者の予想対比でややタカ派的に捉えられた模様。為替（G10通貨）はUSDが全面高。USD/JPYは106を回復、EUR/USDは1.18半ばへと低下。コモディティはＷＴＩ原油が42.93ドル（＋0.04）へと小幅上昇し、銅も6685.0ドル（＋117.5ドル）へと上昇。他方、金は1958.7ドル（▲40.7ドル）へと大幅に下落。安全資産の「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格（銅/金）は大幅に上昇。

・NASDAQに続き18日にはS&P500が最高値更新。日経平均もコロナ前の高値まで５％程度の水準で推移している。コロナ禍によって経済活動が制限を受ける（供給制約に直面する）なか、金融緩和と財政刺激策の組み合わせによって「じゃぶじゃぶ」に溢れ出てきたマネーが金融市場に向かっているとの指摘は多い。金融市場では株式、債券、コモディティ（特に金）が「全部買い」の様相を呈しており、コロナバブルとも言うべき状況にある。

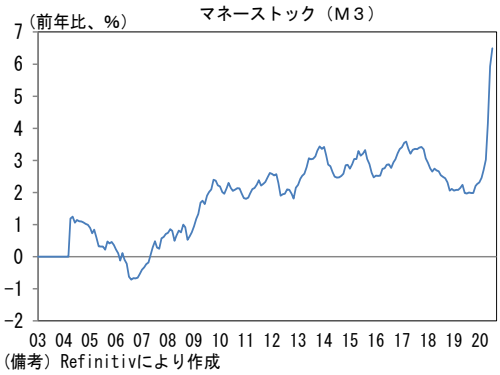
・さて「じゃぶじゃぶ」とは何か少し考えてみたい。もちろん明確な定義などないのだが、一般的にこの言葉は量的緩和を表現する言葉として使われてきた。具体的には、日銀の長期国債の買い入れを通じたマネタリーベース（約８割が日銀当座預金残高）の増加を示すことが多かった。

・もっとも、量的緩和の一般的な解釈は「おカネを大量に供給しても景気は回復せず、物価も上がらない」との評価が多数派である。日銀の長期国債購入によってマネタリーベースが鋭角に増加する反面、実体経済に染み出したおカネの合計であるマネーストックは緩慢な増加に留まっていたからである。これは信用乗数の急低下を意味する。ゆえにマネタリーベースとインフレ率の関係は不明確であり、もちろん景気との関係も希薄だった。

・他方、現在の「じゃぶじゃぶ」は本質が違う。マネタリーベース増加もさることながら、マネーストックが急増しているからである。マネーストックとは「金融部門から経済全体（金融機関保有分は含ない）に供給されている通貨の総量」すなわち企業、家計などが保有する現預金等の合計であるから、マネタリーベースとは根本的に異なる。



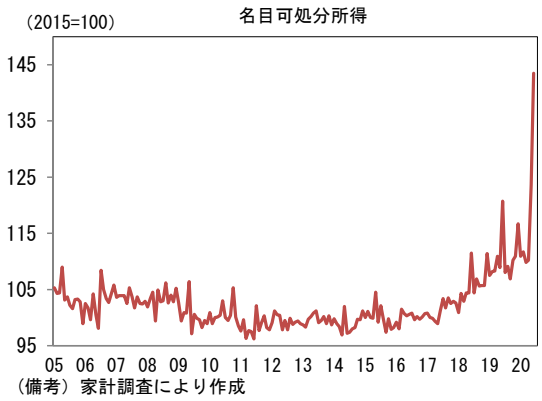
（備考）Refinitivにより作成



（備考）Refinitivにより作成

・７月のマネーストック（Ｍ３）が前年比＋6.5%と歴史的な伸びを示したのは、政府による家計支援策と銀行貸出の増加が主因である。このうち銀行貸出（≒企業の預金残高）には資金繰り目的の「守り」の借り入れが含まれている。そのため危機が過ぎ去れば元のトレンドに復す性質があることを考慮する必要があるが、それでも銀行貸出（平均残高）は７月に前年比＋6.4%と大幅に増加しており、全体としてみた場合はカネ余りの状態にある。また予算規模約13兆円の特別定額給付金は家計の可処分所得急増に繋がった（家計調査ベース）。

・一口にじゃぶじゃぶと言っても、かつてのそれが主に日銀と民間銀行の間で生じたマネタリーベース増加を指していたのに対し、今次局面のそれは経済活動を担う主体に直接行き渡っているという点で根本的に異なる。



・最後にこうした状態でワクチンの大量供給、ウィルスの弱毒化など何らかの要因で予想より早期に経済が急回復する場合、どういったことが起きるのか考えてみたい。実体経済ではコロナインフレが考えられる。通貨供給量と物価の関係は必ずしも明確ではないが、需要が持ち直す中で供給制約が残存するなどすれば、これまでのインフレ基調が上方乖離する可能性もあるだろう。また金融市場では、中央銀行が金融引き締めに動けず、コロナバブルとも言うべき状況が到来する可能性がある。「景気低迷が長期化し、デフレ圧力が強まる」、これがメインシナリオであるが、こうしたアップサイドリスクシナリオも一考の価値があるだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。