

Market Flash

2020年9月1日(火)

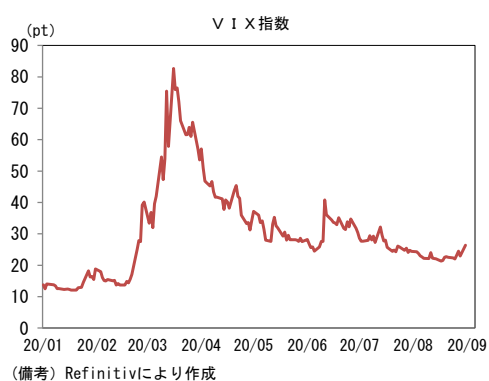
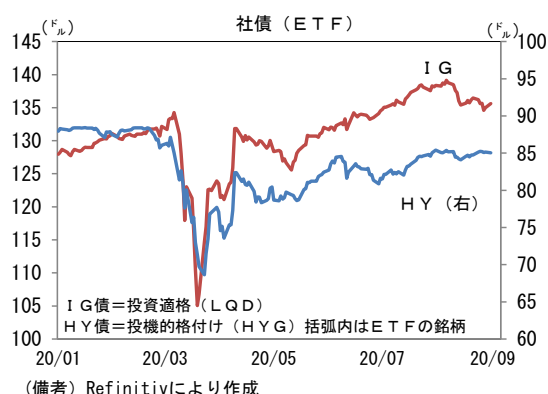
言葉で振り返るアベノミクス「デフレは貨幣現象」 ～ところで貨幣、おカネとは～

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。

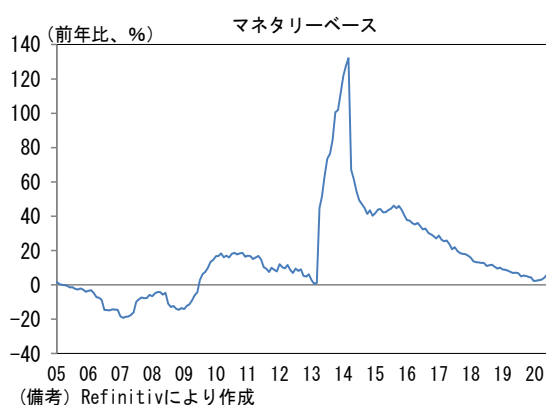
<#アベノミクス#デフレは貨幣現象#マネタリーベース#マネーストック>

- ・前日の米国株はまちまち。NYダウは▲0.8%、S&P500は▲0.2%、NASDAQは+0.7%で引け。前日までS&P500が高値更新していたことから利益確定売りが優勢も、金利低下を受けて大型グロース株が上昇。VIXは26.4へと上昇。クレジット市場はIG債（投資適格）が堅調、HY債（投機的格付）が概ね横ばい。



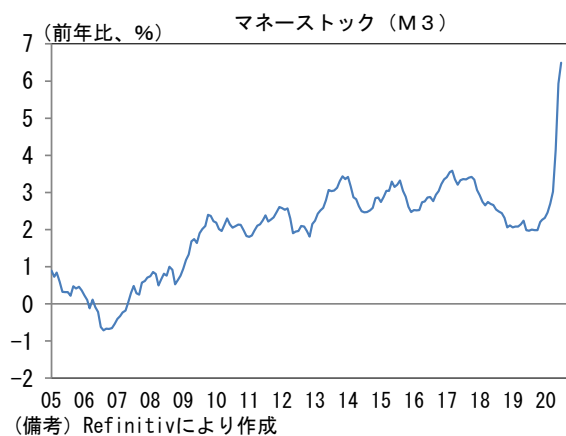
- ・米金利カーブはツイスト・フラット。2年は0.131% (+0.4bp)、10年は0.705% (▲1.6bp)、30年は1.475% (▲2.6bp) で引け。予想インフレ率 (10年BEI) は1.805% (+2.7bp) へと上昇し2%が視野に入る水準に。為替 (G10通貨) はUSDが軟調でJPYも弱かった。USD/JPYは106近傍へと戻し安倍首相辞意表明後の下落の半分程度を埋めた。菅官房長官の優勢を伝える報道が多いこともありアベノミクスの枠組みが維持されるとの思惑が生じている。EUR/USDは1.19前半へと上昇。コモディティはWT I原油が42.61^{F_U} (▲0.36^{F_U}) と概ね横ばい、銅は6667.0^{F_U} (ロンドン休場)。他方、金は1970.5^{F_U} (+3.7^{F_U}) へと上昇。

- ・「デフレは貨幣現象、金融政策で解決できる」。この言葉はアベノミクス開始当初、頻繁に登場した。それ以前の日銀の消極的な金融緩和姿勢によって、おカネが十分に供給されなかったため、おカネの価値が上がりモノの値段が下がった、という文脈で使われた。
- ・そこでアベノミクスではおカネの量を増やすべく大胆な金融緩和を実施した。2013年4月に日銀は政策の操作変数を「金利」から「マネタリーベース」に切り替え、長期国債を異次元のペースで買い入れ、市場におカネを供給する政策を開始した。デフレを貨幣現象と捉え、その解決手段として供給したおカネ（貨幣）とはマネタリーベースを意味していたと考えられる。
- ・マネタリーベース急増は初期段階において円安・株高の流れを生み出した。ここに疑いの余地はないのだが、一方で肝心のインフレ率や経済成長率との関係は不明確・希薄であった。ゆえに現在も続く「量」の効果を疑問視する声は多い。



- ・マネタリーベースを構成するのは約8割が日銀当座預金残高である。したがって日銀が民間銀行から国債を買い入れる等して日銀当座預金におカネを振り込むことで、日銀が直接的にコントロールできる。一方、日銀が直接的にコントロールすることが難しいおカネの概念としてマネーストックがある。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の合計等である。マネタリーベースが主に日銀と民間銀行の間を往来するおカネであるのに対し、マネーストックは企業や家計といった経済活動を担う主体に行き渡っているおカネと区別することができる。
- ・つまりマネタリーベースが増加しても、需要が乏しければ、おカネは日銀当座預金に滞留（いわゆるブタ積み）してしまいマネーストック増加には繋がらない。これを信用乗数の低下というが、アベノミクスは大半の期間を通じてそのような状態にあった。
- ・もっともコロナ禍発生後にマネーストックは大幅に増加した。その要因の一つは政府の景気刺激策で直接的に現金を民間に供給したことである。予算規模約13兆円の定額給付金や持続化給付金の支給約4兆円（8月27日時点）などがそれに該当する。これら資金と実質無利子・無担保融資を通じた企業の借り入れ（法人預金残高増加）増加によって、7月のM3は前年比+6.5%と歴史的な伸びを記録した。これは同じ基準で遡れる2004年以降で断トツの伸びである。
- ・「デフレは貨幣現象」としてマネタリーベースを増やしたアベノミクス初期の処方箋の評価は必ずしも高くはない。一方、コロナ禍対応でマネーストックを増やしたことの評価は今後決まるこ

とになるが、今後経済が正常化していくなかでマネーストックを安定的に増加させる政策運営が維持されるのであれば、これまでと異なる軌道でインフレ率が加速度的に上昇する可能性はある。新政権がアベノミクス路線を踏襲する場合、「貨幣」や「おカネ」をどのように定義し、政策運営にあたるか注視したい。



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。見直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。

