

国際マネーフローレポート No.101

増加するマネタリーベースと金融市場

【目次】

- I. 今月のトピックス
～増加するマネタリーベースと金融市場
- II. 国際金融市場、国際マネーフローの動向
 1. 主要先進国の金利と為替相場
 - 政策金利 ○長期金利 ○金利差と為替相場
 - 実質実効為替相場 ○株価、実質 GDP 成長率、インフレ率
 2. 世界の流動性
 - 世界の外貨準備 ○世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高
 - 主要先進国合計のマネーサプライ
 3. 中国とロシアの貿易収支
 - 中国の貿易収支 ○ロシアの貿易収支
 4. オフバランス取引での円ポジション
 - シカゴ通貨先物市場での投機筋による円のネットポジション
 5. 日本をとりまく資本移動
 - 対外証券投資 ○対内証券投資
 6. 米国をとりまく証券投資
 - 対米・対外証券投資 ○海外資本の米国債保有残高
 7. 世界的不均衡
 - 米国の経常収支赤字 ○米国の貿易赤字 ○ドル相場
 8. アジアの株価・為替相場
 - 株価 ○為替相場

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 塚田 裕昭

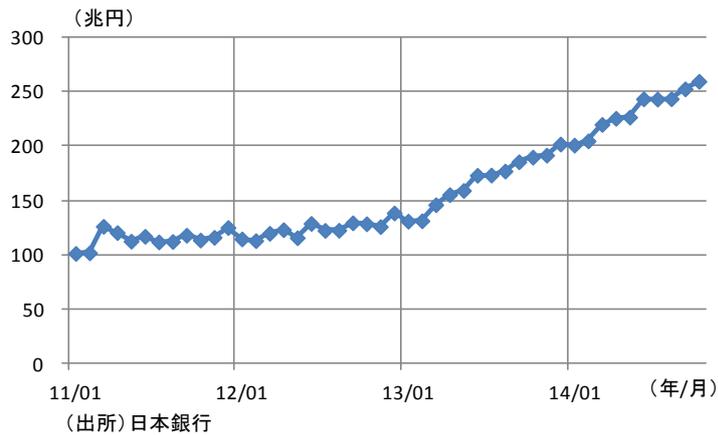
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

I. 今月のトピックス～増加するマネタリーベースと金融市場

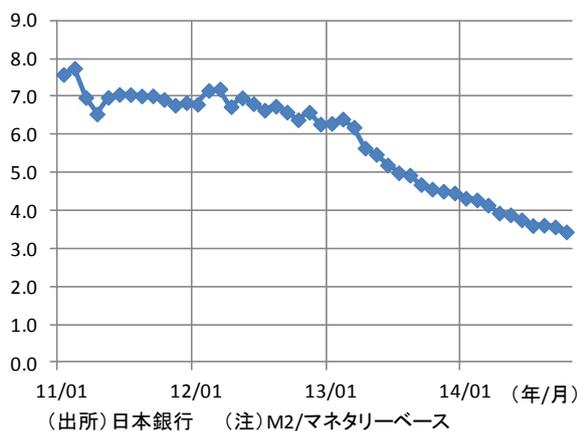
日本銀行は10月31日の金融政策決定会合で量的・質的緩和の拡大を決定し、マネタリーベースの増加額を年間約60～70兆円から約80兆円にまで拡大することとした。2013年4月の量的・質的緩和の導入以来、マネタリーベースは大幅な増加を続けており、14年10月末時点の残高は260兆円と、量的・質的緩和開始前の146兆円（23年3月末）に比べて114兆円増加している（図I-1）。

図I-1 マネタリーベース月末残高



マネタリーベースの増加は、貨幣乗数倍のマネーストックを生み出すことを可能にするが、量的・質的緩和以降のマネーストックの推移をみると、増加幅は拡大しているもののマネタリーベースの増加に比べれば増加ペースは小さく、貨幣乗数の低下が続いている（図I-2）。もっとも、異次元金融緩和で急拡大しているマネタリーベースと同じペースでマネーストックが増加すれば、それは過熱と言うべき状況であるため、貨幣乗数の低下はそれほど問題視すべきではないだろう。マネーストックが増加している状況自体は、景気にとって前向きに評価すべきと考えられる。ただ、留意したいのは、マネーストックの増加は、量的・質的緩和の開始前から続いており、確かに量的・質的緩和実施後に伸び率は上昇しているものの、14年以降の伸び率の低下も考えると、量的・質的緩和がなければ生じなかった現象かどうかの判断が難しいと思われる点だ（図I-3）。

図I-2 M2貨幣乗数



図I-3 マネーストック (M2)



同様のことが、株式など資産市場への影響についても言える。東証1部の株式時価総額は、量的・質的緩和実施以降も堅調な動きとなっているが、これもさかのぼってみると、上昇が始まったのは12年の秋ごろである（図I-4）。為替市場をみても、12年の秋ごろから円安が進展している。株高、円安が始まったのは量的・質的緩和が始まる前であり、量的・質的緩和実施によってその動きが急加速したわけでもない（図I-5）。

図I-4 東証1部株式時価総額



図I-5 円/ドル相場



確かに、量的・質的緩和の実施以前に醸成された「異次元緩和がおこなわれるかもしれない」という人々の期待が、貸出市場や資産市場の方向性を変化させたと言う面もあるだろう。金融政策で人々の期待を変えるには、マネタリーベースの急拡大くらいしか方策がなく、それ故、期待先行で人々の行動を変え、政策の実施でその動きに後押しをした。量的・質的緩和の効果を好意的にとらえるということになる。

ただ、一方で、量的・質的緩和実施後の動きを、期待で動いていた時期と比較してそれほど加速していないと読むのであれば、実はこの政策の効果は、期待を一時的に変化させるまでであって、マネタリーベースの極端な増加が貸出、株高、円安を加速させる具体的なメカニズムはなかった、それ故、期待がとぎれそうになると、新たな劇薬（追加緩和）が必要となった、と考えることも可能ではないだろうか。

Ⅱ. 国際金融市場、国際マネーフローの動向

1. 主要先進国の金利と為替相場～FRBはQE3を終了、日銀は金融緩和を拡大

○政策金利

◆ユーロ圏

- ・ECB（欧州中央銀行）は、11月6日の理事会で主要政策金利であるリファイナンス金利を0.05%に、中銀預金金利を-0.20%に、限界貸出金利を0.30%に据え置いた（図Ⅱ-1）。

◆英国

- ・BOE（イングランド銀行）は、11月6日のMPC会合で政策金利を0.5%に据え置いた。また、資産買入プログラムの買入規模を3,750億ポンドに据え置いた。

◆米国

- ・FRB（連邦準備制度理事会）は10月29日のFOMCで、米国債など金融資産追加購入の停止を決定し、2012年9月以来続けてきたQE3を終了させた。また、フェデラルファンド金利誘導目標水準を0～0.25%に据え置いた。

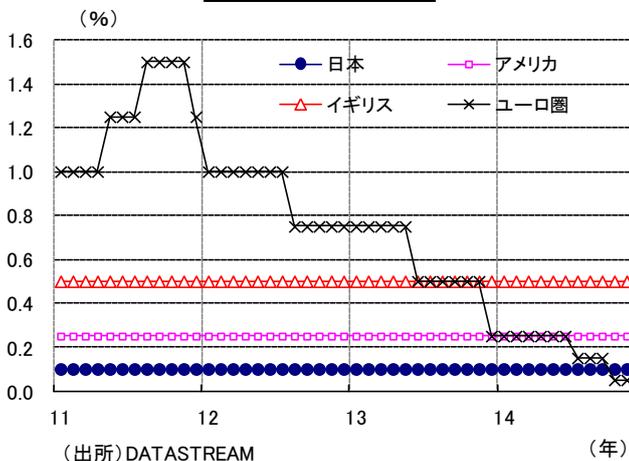
◆日本

- ・日本銀行は10月31日の金融政策決定会合で、量的・質的金融緩和の拡大を決定した。マネタリーベース増加額を年間約80兆円に拡大し、長期国債買い入れの平均残存期間を7～10年に長期化、ETFなどリスク資産の買い入れ額も拡大した。

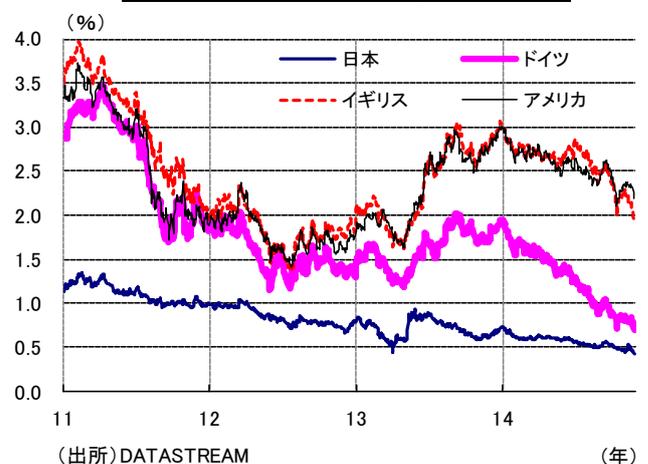
○長期金利（国債10年物利回り）

- ・米、英、独の長期金利は、10月は前半に低下した後、後半に上昇、11月は低下基調で推移した。日本の長期金利は10月に低下した後、11月半ばにかけて一時上昇したが、その後低下基調で推移している（図Ⅱ-2）。

図Ⅱ-1 政策金利



図Ⅱ-2 長期金利（国債10年物）



○金利（3ヶ月物）差と為替相場

◆日本と米国

- ・10・11月の日米の短期金利（3ヶ月物）は、ドルはほぼ横ばい、円は小幅低下となり、金利差は小幅拡大した（図Ⅱ-3）。
- ・10月のドル円相場はほぼ横ばい、11月に入ってから円安が進展した。

◆日本とユーロ圏

- ・10・11月の日欧の短期金利（3ヶ月物）は、ユーロはほぼ横ばい、円は小幅低下となり、金利差は小幅縮小した（図Ⅱ-4）。
- ・10月のユーロ円相場はほぼ横ばい、11月に入ってから円安が進展した。

◆日本と英国

- ・10・11月の日英の短期金利（3ヶ月物）は、ポンド、円ともに小幅低下となり、金利差はほぼ横ばいで推移した（図Ⅱ-5）。
- ・10月のポンド円相場はほぼ横ばい、11月に入ってから円安が進展した。

○実質実効為替相場

- ・10月の実質実効為替相場はドル、円、ポンドが上昇、ユーロが低下した（図Ⅱ-6）。

図Ⅱ-3 米-日金利差とドル円相場



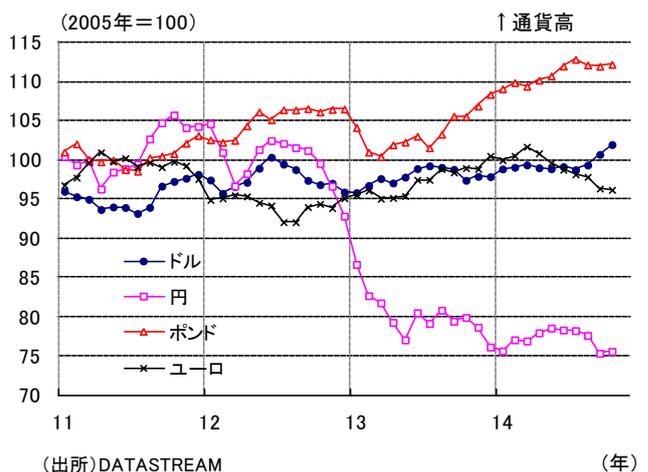
図Ⅱ-4 ユーロ-日金利差とユーロ円相場



図Ⅱ-5 英-日金利差とポンド円相場



図Ⅱ-6 実質実効為替相場



○金利やマネーの動きを左右する株価、景気、インフレ率

【株価】

・主要国の株価は、10月に一進一退となった後、11月は堅調に推移した（図Ⅱ-7）。

【実質 GDP 成長率】

・7-9月期の実質 GDP 成長率は、米、英、ユーロが前期比年率でプラス成長となったが、米、英では成長率が低下した。日本は2四半期連続のマイナスとなった（図Ⅱ-8）。

【消費者物価上昇率】

・10月の消費者物価指数（総合）は、日、米、英、ユーロで前年比プラスとなったが、日米では上昇幅が縮小してきている（図Ⅱ-9）。

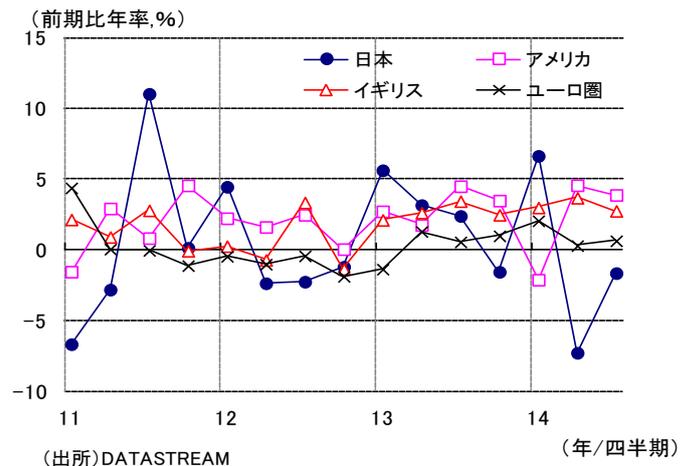
【原油価格】

・10月に世界経済の減速懸念から値を下げた原油相場（WTI、期近物）は、11月に入ってから、需給緩和観測により引き続き値を下げた（図Ⅱ-10）。

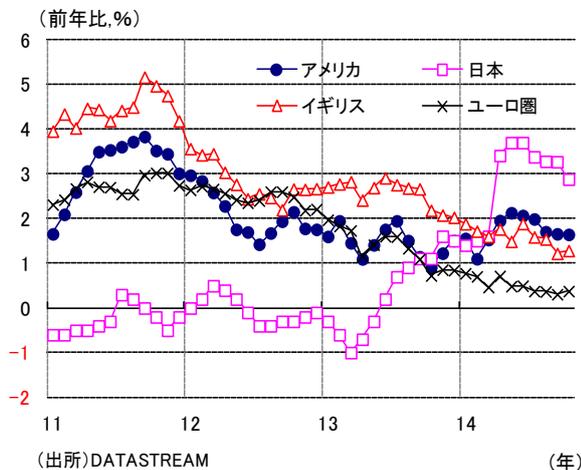
図Ⅱ-7 株価



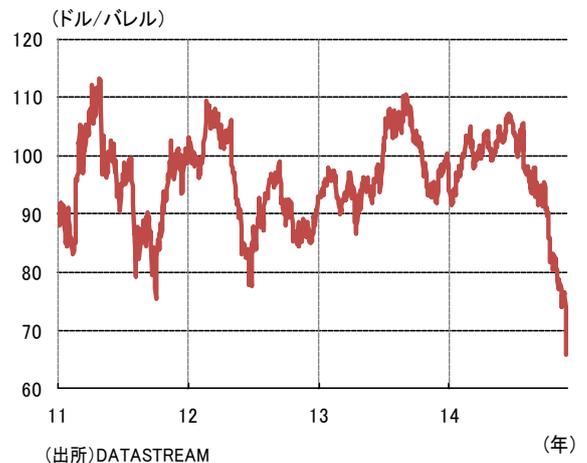
図Ⅱ-8 実質 GDP 成長率



図Ⅱ-9 消費者物価上昇率



図Ⅱ-10 原油価格 (WTI)



2. 世界の流動性～世界の外貨準備は対前年比で増加

○世界の外貨準備（通貨当局が保有する対外資産）

- ・世界の外貨準備は前年比で見て増加が続いており、9月の伸び率は前年比+6.2%となった（図Ⅱ-11）。アジア諸国の外貨準備は、概ね横ばい圏で推移しており、増加基調が続いていた中国もこのところ横ばいとなっている（図Ⅱ-12）。

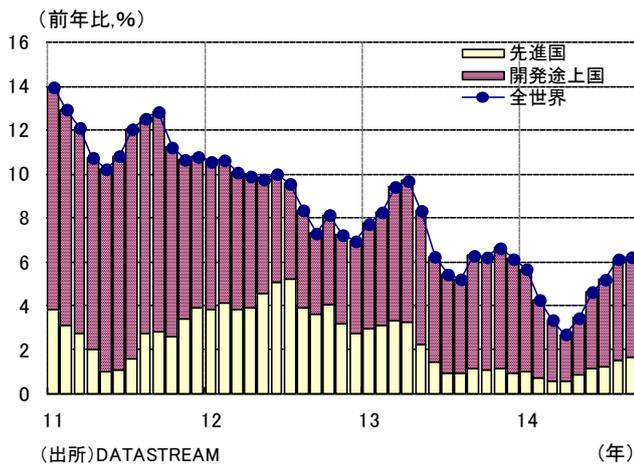
○世界の通貨当局の米国債・政府機関債投資残高

- ・8月の世界の通貨当局による米国債保有残高（FRB カストディ残高）は、前年比で-0.2%と5ヶ月ぶりに減少した（図Ⅱ-13）。

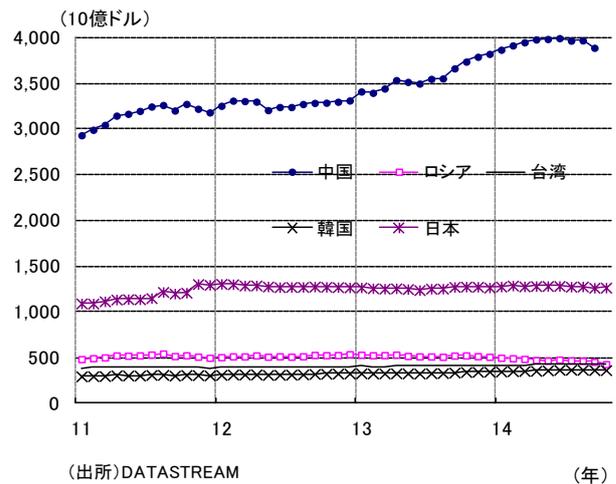
○主要先進国のマネーストック

- ・10月の日、米、ユーロのマネーストックは前年比で増加、英は減少となった（図Ⅱ-14）。

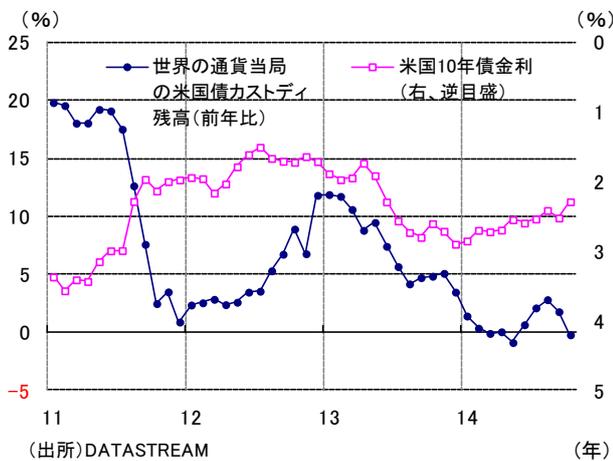
図Ⅱ-11 世界の外貨準備（伸び）



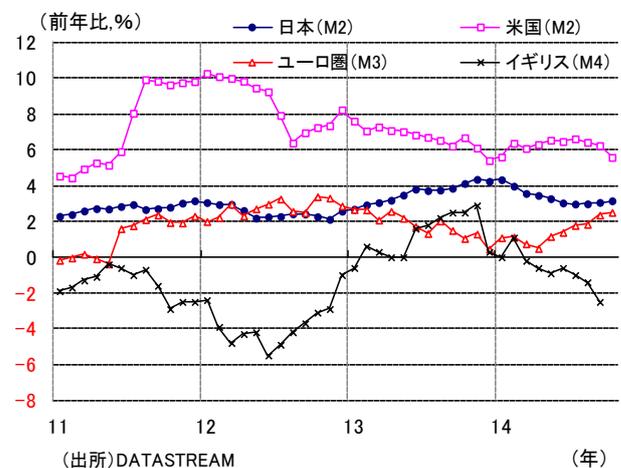
図Ⅱ-12 アジア諸国の外貨準備（水準）



図Ⅱ-13 通貨当局の対米投資と米国金利



図Ⅱ-14 先進国のマネーストックの伸び



3. 中国とロシアの貿易収支～10月の中国の貿易収支は454億ドルの黒字

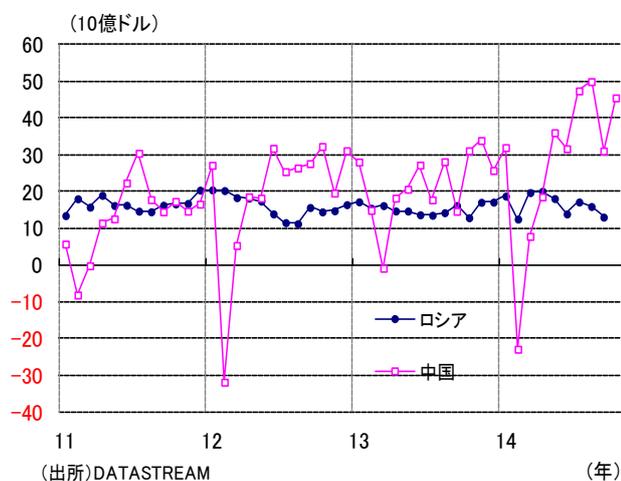
- ・10月の中国の貿易黒字は、前年比+46.5%の454億ドルとなった（図Ⅱ-15）。
- ・9月のロシアの貿易黒字は、前年比-19.5%の130億ドルであった。

4. オフバランス取引での円ポジション～シカゴでの円ポジションは売り超

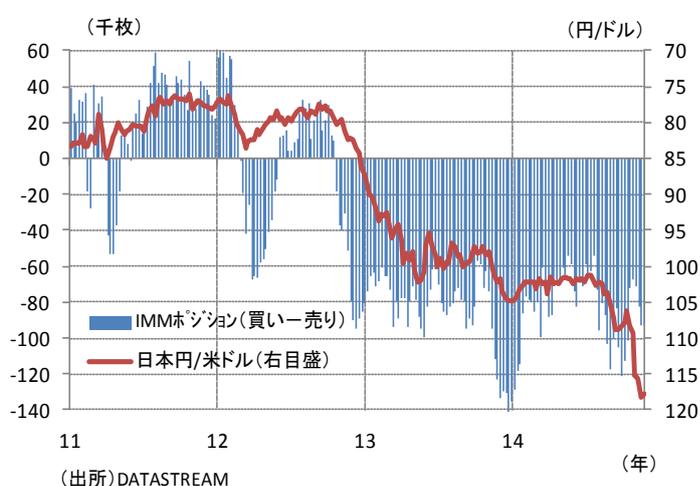
○シカゴ通貨先物市場での投機筋（非商業目的）による円のネットポジション

- ・シカゴ市場での円のネットポジションは2012年11月以降、売り超の状態が続いており、このところ売り超幅が拡大してきている。（図Ⅱ-16）。

図Ⅱ-15 中国・ロシアの貿易収支



図Ⅱ-16 シカゴ先物市場とドル円相場



5. 日本をとりまく資本移動～10月の対内証券投資は、流入超過

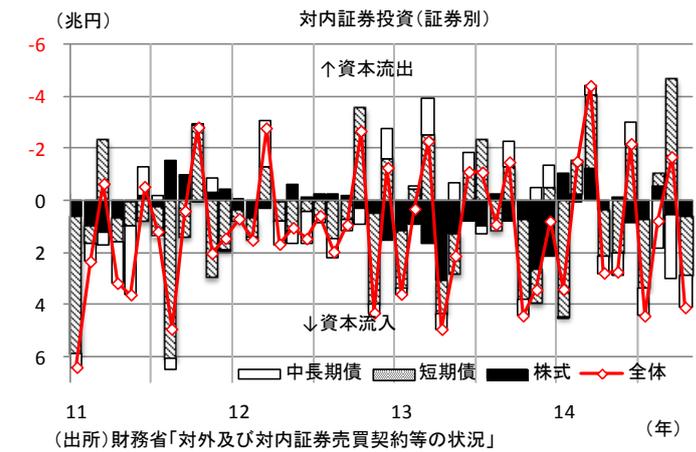
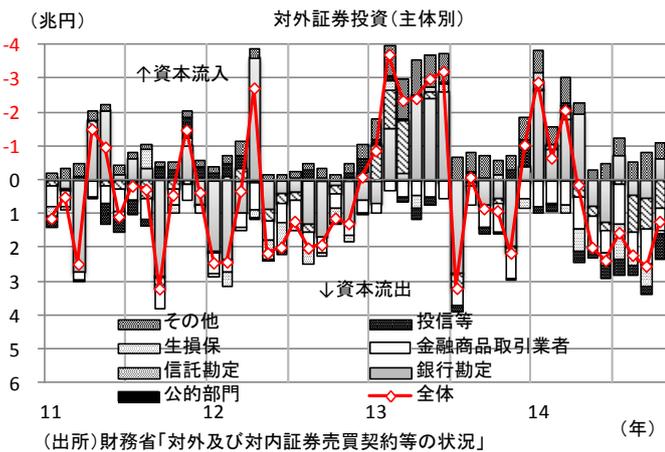
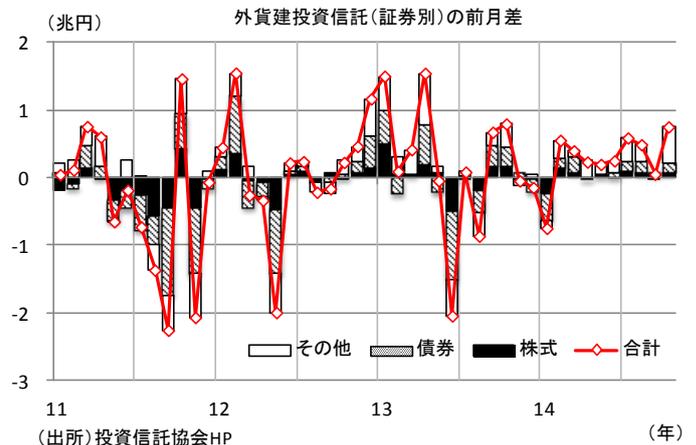
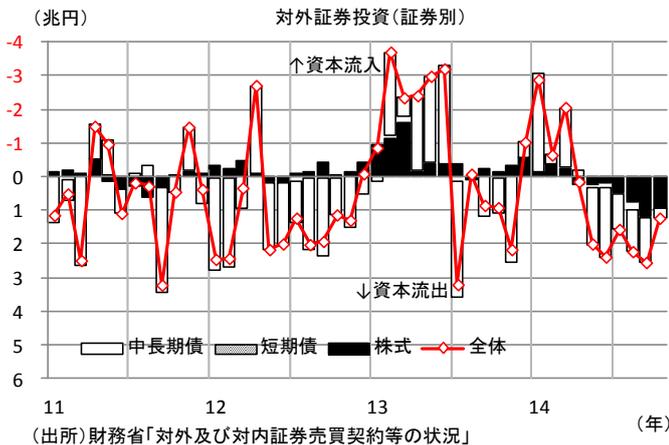
○日本の対外証券投資（日本人投資家の海外資産への投資）

- ・10月は1兆2,317億円の流出超過（買い越し）となった。中長期債、短期債、株式のいずれもが買い越されて国外に資金が流出した。
- ・10月の外貨建て投資信託残高は、債券型、株式型,その他型のいずれもが増加し、トータルで前月に比べ7,534億円の増加となった。

○日本への対内証券投資（外国人投資家による対日証券投資）

- ・10月は4兆1,119億円の流入超過（買い越し）となった。短期債、中長期債、株式のいずれもが買い越されて資金が国内に流入した。

図Ⅱ-19 日本をとりまく証券投資



6. 米国をとりまく証券投資～9月は米国への資金流入額が急増

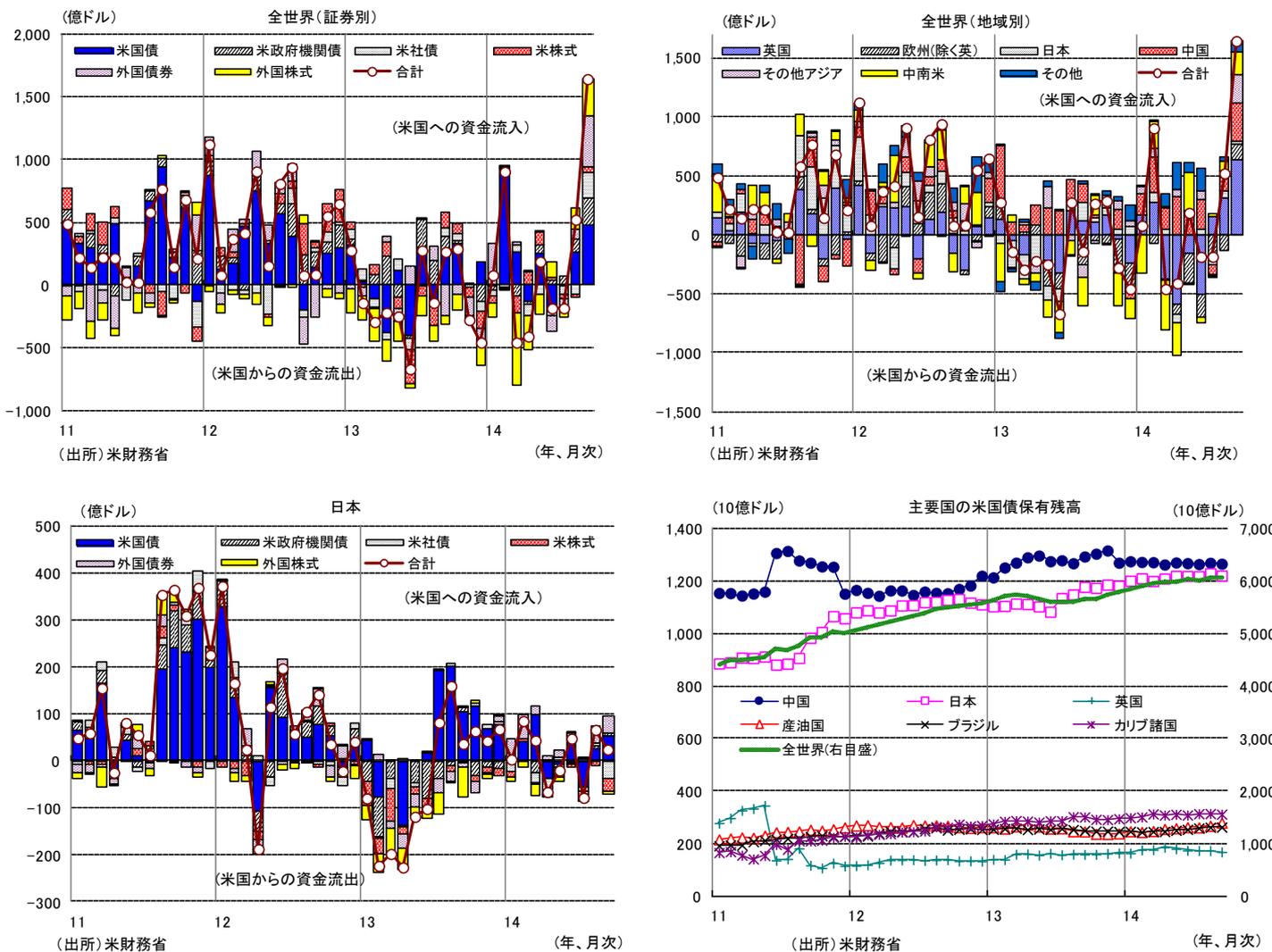
○対米・対外証券投資（フロー）

- ・9月の海外資本による対米証券投資は、ネットで942億ドルの買い越しとなり、資金が米国に流入した。米国債、米政府機関債、米社債、米株式のいずれもが買い越された。
- ・一方、米国資本は外国株式、外国債券を売り越し、ネットで701億ドルの資金を流入させた。
- ・このため、9月は合計1,643億ドルの米国への資金流入となった。

○海外資本の米国債保有残高（ストック）

- ・9月の海外資本による米国債保有残高は6兆604億ドルと前月比で減少した。
- ・ストック残高を国・地域別にみると、大きい順に、中国1兆2,663億ドル、日本1兆2,211億ドル、カリブ諸国3,115億ドル、石油輸出国2,794億ドル、ブラジル2,623億ドルとなっている。

図Ⅱ-20 対米・対外証券投資の動向



7. 世界的不均衡～米国の経常赤字（4-6月期）は前期比で縮小

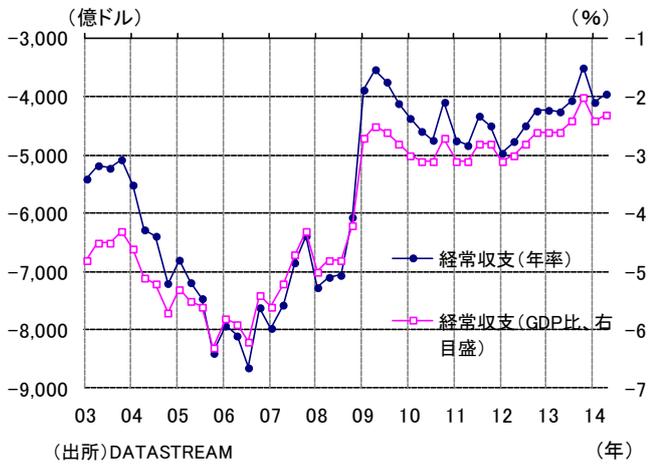
○米国の経常収支赤字（グローバルインバランス）

- ・2014年4-6月期の経常赤字は985億ドル（年率3,940億ドル、GDP比2.3%）と前期比で縮小した（図Ⅱ-21）。

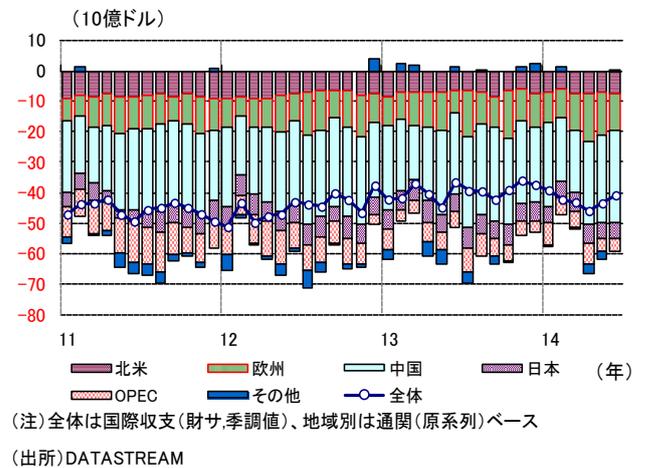
○米国の貿易赤字（国際収支・財サービスベース）

- ・2014年10月の貿易赤字は、430億ドル（季調値）と前月比で拡大した（図Ⅱ-22）。
- ・最大の赤字を計上している中国向けの貿易赤字は356億ドルと前年に比べて赤字幅が拡大した。

図Ⅱ-21 米国の経常収支



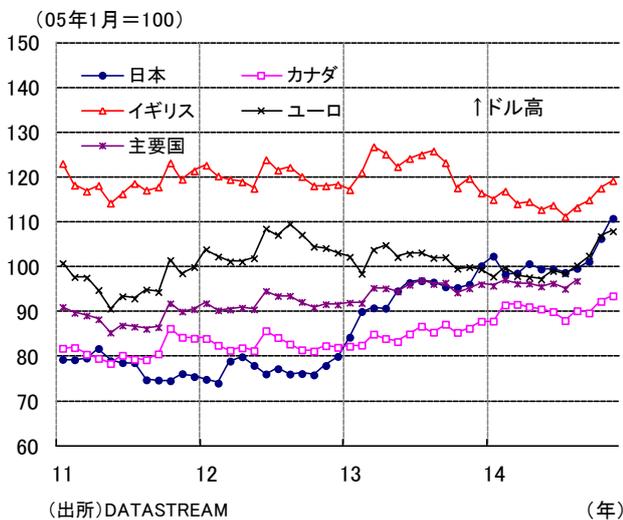
図Ⅱ-22 米国の貿易収支



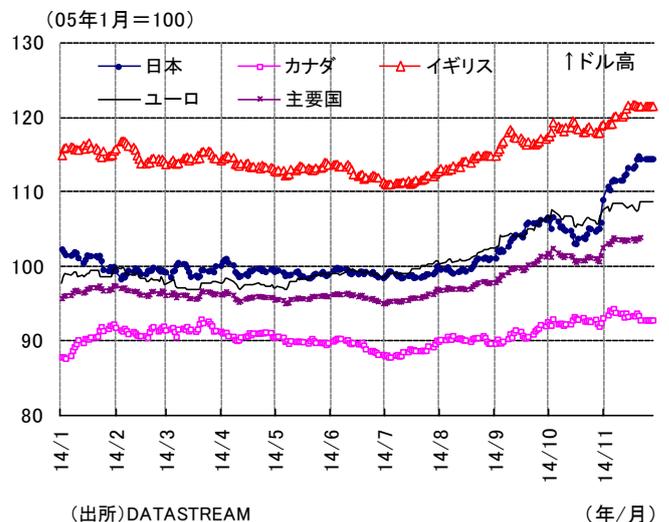
○ドル相場

- ・ドル相場は、対主要国で10月は横ばい圏、11月はドル高基調で推移した（図Ⅱ-24）。

図Ⅱ-23 ドル相場（名目、月次）



図Ⅱ-24 ドル相場（名目、日次）



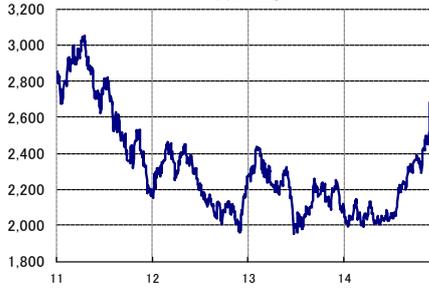
8. アジアの株価・為替相場～11月のアジア株は総じて堅調に推移

○アジア主要国の株価

・11月のアジア株は、香港、マレーシアなどは一進一退となったが、その他は総じて堅調に推移した（図Ⅱ-25）。

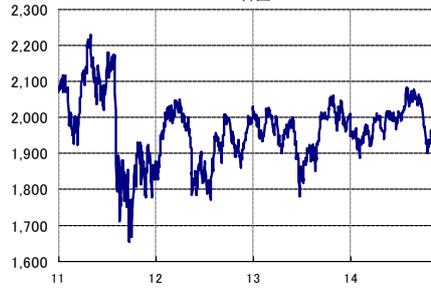
図Ⅱ-25 アジアの株価

中国(上海)



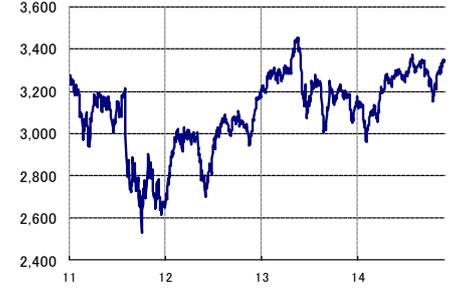
(出所) DATASTREAM (年)

韓国



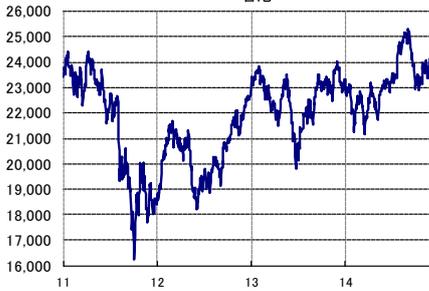
(出所) DATASTREAM (年)

シンガポール



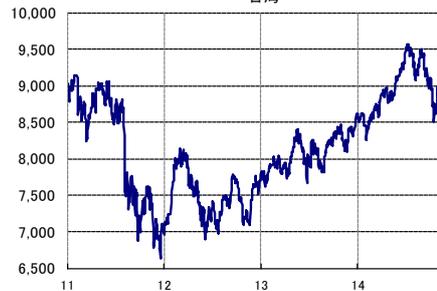
(出所) DATASTREAM (年)

香港



(出所) DATASTREAM (年)

台湾



(出所) DATASTREAM (年)

インド



(出所) DATASTREAM (年)

インドネシア



(出所) DATASTREAM (年)

フィリピン



(出所) DATASTREAM (年)

マレーシア



(出所) DATASTREAM (年)

タイ

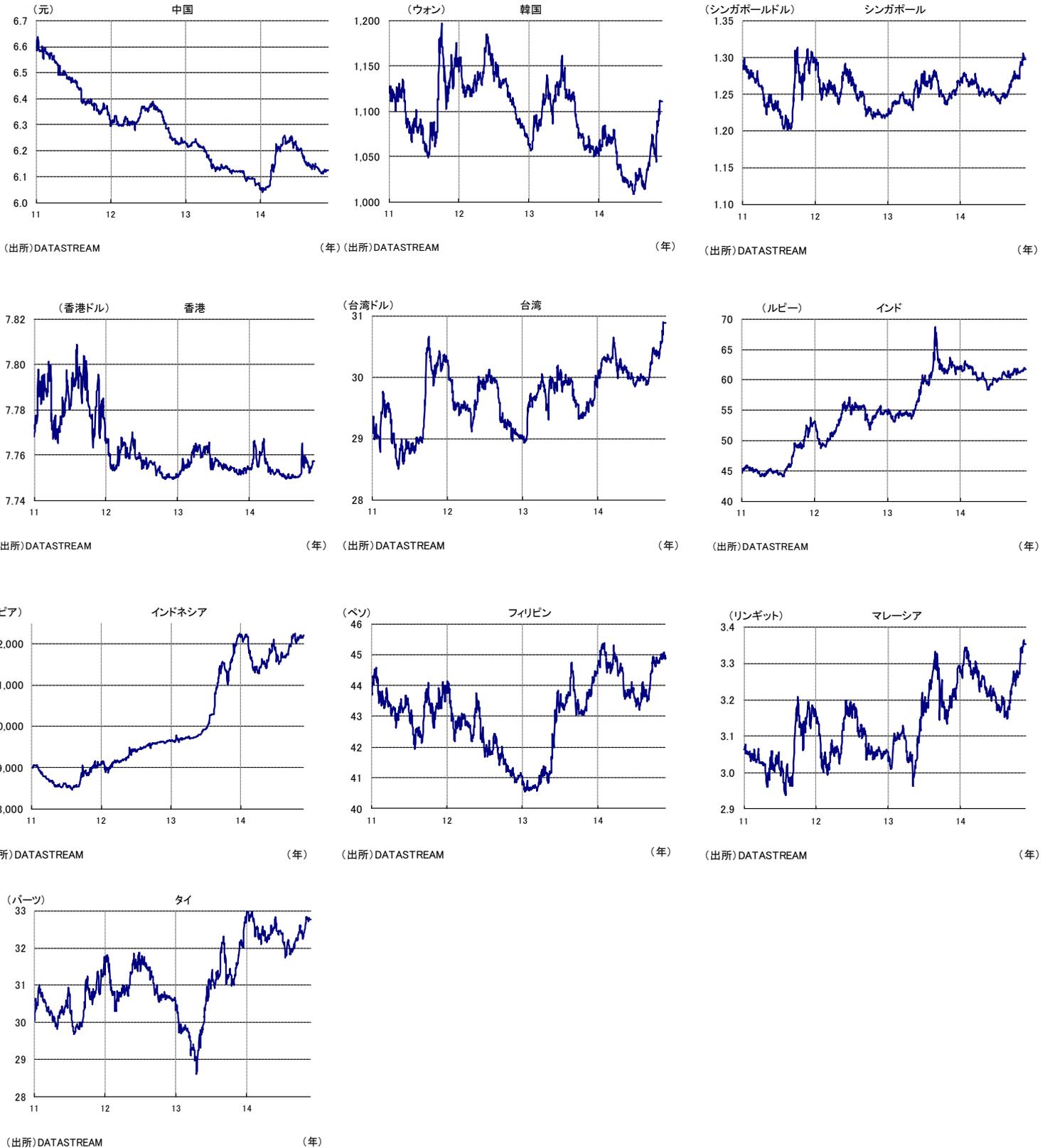


(出所) DATASTREAM (年)

○アジア主要国の為替相場

・11月のアジア通貨は、対ドルで総じて通貨安基調で推移した（図Ⅱ-26）。

図Ⅱ-26 アジアの為替（対ドルレート）



－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。