

内需「耐性強化」促す緩和マネー溢出

石の上にも4年、貸出の伸び率が通貨供給量を上回る

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/6/12

日本株は外部要因の不透明さが警戒されるものの、緩和マネーの遅行溢出が内需の耐性強化を支援しよう。需給ギャップ改善や実質金利の再低下などにより、日銀による量的・質的金融緩和が「石の上にも4年」の形でジワリと実際的なリフレ効果を表出させてつつある。銀行貸出は局地バブルの危うさをはらみつつも、広義流動性といった通貨供給量の前年比伸び率を上回り始めた。米欧中銀が出口戦略に向かい、中国では短期金利引き上げなどの引き締め策を強化させるなか、日本は「過剰流動性のラストリゾート」にもなってきた。

貸出増加でローン金利も引き上げ、利ざや修復

「日銀による量的・質的緩和の目的は、まず人々、とくに資産市場における投資家の予想（期待）インフレ率を引き上げることにより、予想実質金利の低下を促すことにある。この予想実質金利の低下が、国債や株式、外国為替といった資産市場の市場価格の変化を引き起こしていく」――。

日銀が異次元緩和を導入した2013年4月の4カ月後、岩田規久男副総裁は「量的・質的金融緩和のトランスミッション・メカニズム」と題した講演でこのような説明を行っている。そのうえで「こうした資産価格の変化が、消費や実物資産投資、設備投資と住宅投資、および輸出などの総需要を増やし、その総需要の増加が生産と雇用の増加をもたらす」という好連鎖ドミノの経路を予測した。ただし、講演の締めくくりでは、「実体経済の変化を引き起こすまでには時間がかかる」と付け加えたが、実際に4年超が経過した現在もなお、異次元緩和の効果には賛否が分かれている。

おりしも日銀の黒田東彦総裁は今月8日、英オックスフォード大学での講演で「日銀は人々の間に定着してしまったデフレ・マインドを抜本的に転換することを目指しているが、インフレに対する人々の認識を変えることは決して容易ではない」と改めて苦労を口にした。その岩盤のようなデフレ・マインドの大前提には、「日本での消費者物価指数（CPI）の前年比は1998年にはマイナスまで低下し、その後は約15年間にわたって概ねマイナス圏で推移した」、「インフレ期待も当時、低下していったものと見られる」（黒田氏）という負の体験の刷り込み長期化がある。

それでも岩盤デフレ社会に対する「石の上にも4年」の形で、ジワリと実際的な緩和効果が表出され始めた。現在は1980年代後半以降で初めて需給ギャップがプラス方向に改善するとともに、実質金利が

マイナス方向に押し下げられるという同時環境へと移行している。その中で日銀が8日に発表した5月の銀行・信金計による貸出平残は513兆2694億円となり、前年比+3.2%の増加となった（4月は+3.0%）。伸び率は2009年4月以来の大きさとなっている。

現在は相続税対策などのアパート・ローンのほか、個人向けカード・ローンなど局地的な貸出増加に偏重しており、先行きバブル化、不良債権化が懸念されている。それでも6月1日からは大手銀行4行が10年固定の住宅ローン金利を+0.05%前後引き上げるなど、日銀による10年債金利のゼロ%前後誘導維持の堅持との見合いで、利ざや拡大と金融機関の収益底上げ、信用サイクル創造の復調といった好連鎖に移行している。

同じく5月の日銀マネースtock（通貨供給量）によると、現金・預金などの合計を示す代表的な指標M3の平均残高は前年同月比+3.4%増の1297兆6439億円となった。銀行貸出の増加や企業業績が堅調なことが寄与し、残高は過去最高を更新している。同統計では通貨供給量の指標である「広義流動性」が+2.8%増の1692兆7254億円となり、こちらも過去最高を更新している。

安全資産に依然退蔵、日本株や外債へシフト余地

広義流動性とは、現金や預金などのM3のほか、金銭の信託、投資信託、金融債、銀行発行普通社債、金融機関発行CP、国債、外債――を加えたもので、マネーサプライの重要な指標となるものだ。今年5月にはこうした通貨供給量の前年比が+2.8%に対し、銀行貸出は+3.2%と上回ってきた。すでに13カ月連続での伸び率逆転となっており、リーマン・ショック直後を除くと2001年以降では初めての現象となっている。これまでの「いくら日銀が大量に資金を供給しても貸出やリスク資産には資金が回らず、現預金や安全資産に余剰マネーが退蔵するだけ」という緩和無効論の環境が変化してきた。

その中で日本株市場では、銀行株の出遅れ修正が進展している。あくまでもECB（欧州中銀）による利下げ休止などを受けた海外発の利ざや改善期待のほか、米コミー前FBI長官による議会証言の無難終了を受けた米国株市場での「トランプ銘柄」金融株の持ち直し、米議会での金融規制改革法案の見直し進展などが影響している。それでも東証・銀行業指数のテクニカルでは、12カ月移動平均線が下から24カ月移動平均線を上抜けるという好転攻防に直面してくるなど、過去の長期上昇トレンド入りの前兆シ

グナルが点減してきた。

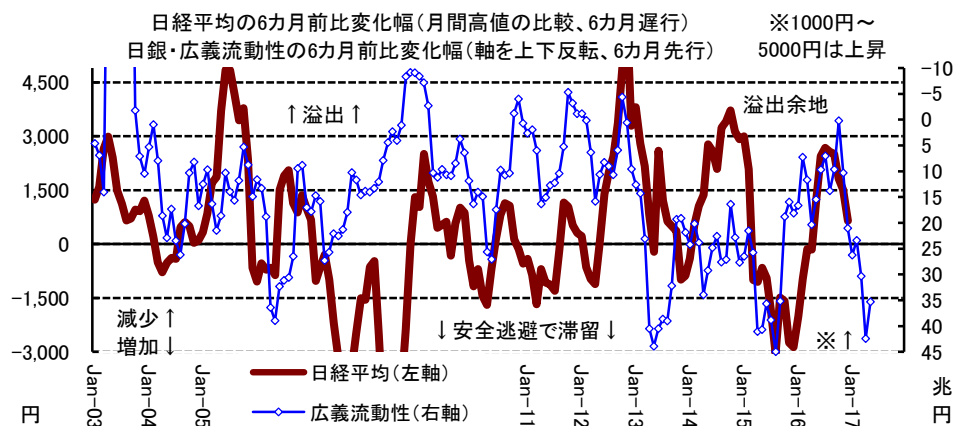
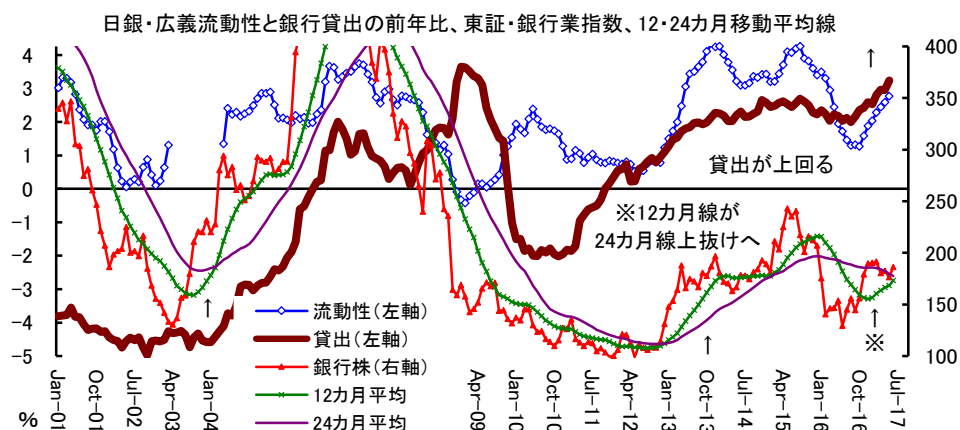
日本株全般でも、昨年からの複合リスクや日銀マイナス金利ショックなどによる「安全資産への資金逃避」が一段落となってきた。滞留資金を示す広義流動性は5月に6カ月前比で+35.27兆円となったが、2016年からの急増傾向が4月の+42.41兆円でピークアウトしている。1998年以降の過去実績でも、6カ月前比の増加ピーク上限は+30兆円から+40兆円となってきた。その後の過去パターンでいえば、安全資産への逃避滞留が一段落してくると、3-6カ月前後のタイムラグを経て株式市場などのリスク資産に間接的な資金回帰や資金溢出が観測されている。

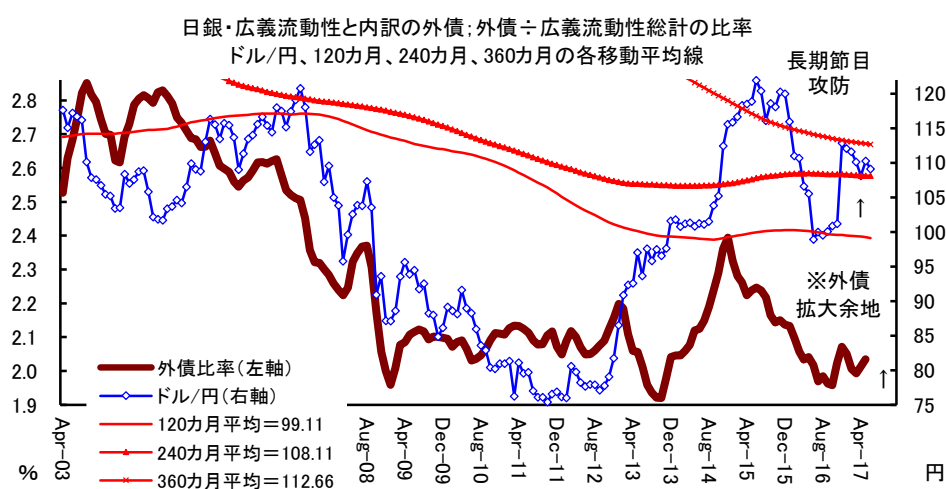
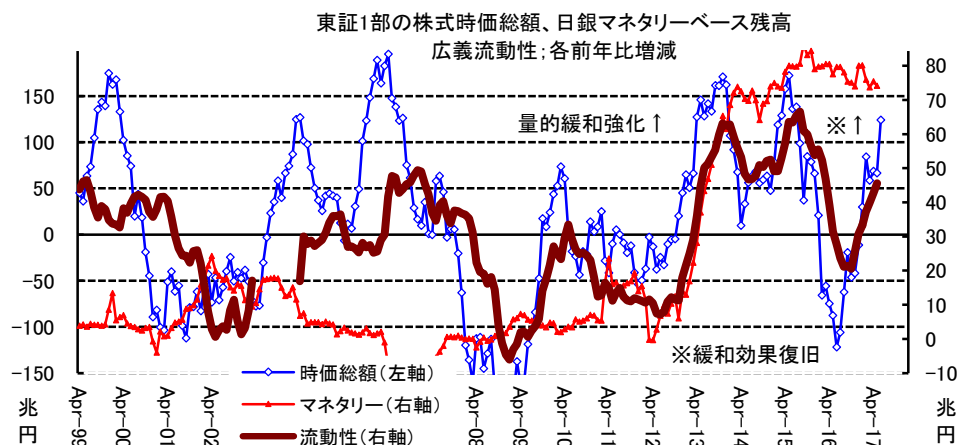
こうした安全資産や流動性資産からの株式回帰局面では、過去実績として日経平均株価は月間高値の6カ月前比で最低でも+1000円、勢いのある株高局面では+3000円から+5000円の上昇パターンが観測されてきた。今年の場合、6月の高値は9日時点

で2万0239円となっているが、先行き「6カ月後」の12月にかけて2万1000円から2万3000円方向を試す可能性は非現実的ではない。

また、日銀による緩和効果の表出という点では、外債への資金溢出による円高阻止効果も注目されよう。5月に広義流動性の中の外債は前年比+2.5%となり（4月は+1.5%）、2015年8月以来の伸び率を回復させている。最近では2015年8月が外債増加のピークとなり、円高・ドル安による為替換算での外債目減りもあって減少傾向が続いてきたが、昨年7月の-10.7%をボトムに反転改善となってきた。

その中で「外債÷広義流動性総計」の構成比率は5月に2.03%（4月は2.01%）となり、2016年10月の1.96%をボトムに底入れを固めつつある。直近の最高は2014年12月の2.39%となっており、同水準までの外債比率の修復拡大と連動する形でのドル安・円高の歯止め余地が残されている。





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。