

資金供給量、名目 GDP 上回る超緩和持続

円安・株高に寄与、過去比「貸出増」で緩和効果倍増

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/2/17 (水)

日本ではコロナ危機で日銀の金融緩和が続く一方、名目 GDP は伸び悩んでいることで、日銀マネタリーベース（資金供給量）が名目 GDP を上回る超緩和状態が持続している。その中で内外コロナワクチン期待などによるリスク忌避後退や、資源高などによる物価下落歯止めと実質金利の低下機運とあいまって、実際の緩和効果の表出と、緩和余剰マネーのリスク資産や海外資産への溢出余地が円安と株高に寄与しつつある。過去の緩和比で銀行貸出や金融システムは改善しており、緩和効果は倍増している。

GDP 比で余剰マネー増、リスク資産や海外資産に

「2008 年のリーマン・ショック以降、先進国の中央銀行が相次いで導入した量的緩和（QE）だが、直接的に景気回復に寄与した証左は見えない。同様に（過去も今後も）中銀のバランスシート縮小が、景気回復を鈍化させる証左も見えてこない。唯一、クレジット（信用）や与信などで、質的な効果を発揮したのが日銀だ。中銀にとっては社債や ETF などの株式を購入対象とするほうが、より政策効率が高いと考えられる」――。

米国の CME グループは、2018 年にこのような QE 検証レポートを取りまとめている。CME グループは米シカゴに本拠を置く世界有数のデリバティブ取引所運営会社であり、シカゴや NY の商品取引所などを傘下に有しているが、具体的に日銀に関しては以下のような評価を行っている。

「(2012 年の安倍政権発足以降) 日銀の QE は量だけでなく、質的にも変化を遂げている。日本国債（JGB）だけでなく、与信プロダクトまで対象範囲を拡大し、社債や上場投信（ETF）なども購入対象とした。その過程で日銀は QE を成功させる真のカギを学習した可能性がある。それは重要なのは国債利回りではない、ということである。本当に重要なのは、民間部門での資金貸出・借入が活発化するか、さらに民間部門がこうした債務負担に耐えられるか、なのだ」――。

日銀はその後の 2020 年以降、コロナ危機対応で改めて「質的緩和」を含めた量的緩和を増強させている。CME グループなど以外では批判や副作用懸念が根強いが、良くも悪くもながら、日銀マネタリーベース（資金供給量）の規模は名目 GDP を上回る超緩和状態が定着してきた。

名目 GDP を飲み込む資金供給量は 1 月後半以降、内外でのコロナワクチン期待などによるリスク忌避後退や、資源高などによる物価下落歯止めと実質金利の低下機運とあいまって、「実際の緩和効果」が

一段と表出されてきた。緩和余剰マネーのリスク資産や海外資産への溢出余地もあり、円安と株高へと寄与しつつある。

最新 10-12 月の GDP 自体は、コロナ打撃からの反動回復が見られた。それでも名目 GDP の実額は 552.1 兆円となり、前年同月の 557.5 兆円比で -5.4 兆円と伸び悩んでいる。一方で日銀マネタリーベース残高は昨年 12 月に月中平均が 606.5 兆円と過去最高を更新した。名目 GDP から +54.4 兆円の上振れとなっている。昨年 4-6 月からは 1980 年以降で初めて、マネタリーベースの逆転凌駕が続いている。

この +54.4 兆円分の「GDP 比余剰マネー」は、良くも悪くも足元の円安・株高を底流支援している。同時に前年同月比の変化額でいえばマネタリーベースが前年比 +93.8 兆円の急増に対し、名目 GDP は -5.4 兆円と低迷した。結果、双方の伸び格差は、+99.9 兆円のマネタリーベース優勢となっている。前期の +99.0 兆円に続き、増加額の面で過去最大の格差拡大と余剰マネーの超過状態となってきた。

緩和・貸出増・株高、時間差で設備投資に波及

同格差でのマネタリーベースの優位拡大は、過去実績として 1 年前後のタイムラグを経て株高へと作用している。例えば前回の格差拡大は 2016 年 1-3 月から 2017 年 1-3 月にかけて、+70 兆円から +74 兆円というマネタリーベースの相対上振れ局面が見られている。当時の日経平均株価は月間高値ベースで、2016 年 3 月の 1 万 6013 円を起点にすると、31 カ月後（約 2 年半）である 2018 年 10 月の 2 万 4173 円まで、+8160 円幅の株高ラリーが運行形成されていた。

黒田日銀による異次元緩和の初期でいえば、同格差は 2014 年 1-3 月から 2014 年 10-12 月にかけて、+60 兆円から +64 兆円のマネタリーベース上振れ局面があった。当時の日経平均も 2014 年 3 月から 2015 年 8 月にかけて、17 カ月間（約 1 年半）、+5873 円幅の株高が運行形成されている。

ひるがえって今回は昨年 4-6 月以降、+80 兆円から +99 兆円というマネタリーベースの大幅上振れが定着してきた。それが足元の株高を側面支援しており、先行きタイムラグを勘案すると最低でも、今年の年末まで慣性的な株高モメンタムの延命が注視されやすい。

こうした「日銀マネタリーベース-名目 GDP」の前年比変化額・格差や前年比変化率・格差は、為替相場のドル/円とも一定の相関性を有してきた。その意味で昨年 4-6 月以降から現在に至るマネタリー

ベースの相対優位の拡大は、時間差を経る形で足元のドル安・円高歯止めや、対ドル以外でのクロス円での円安・外貨高のモメンタム表出を底流サポートしている。

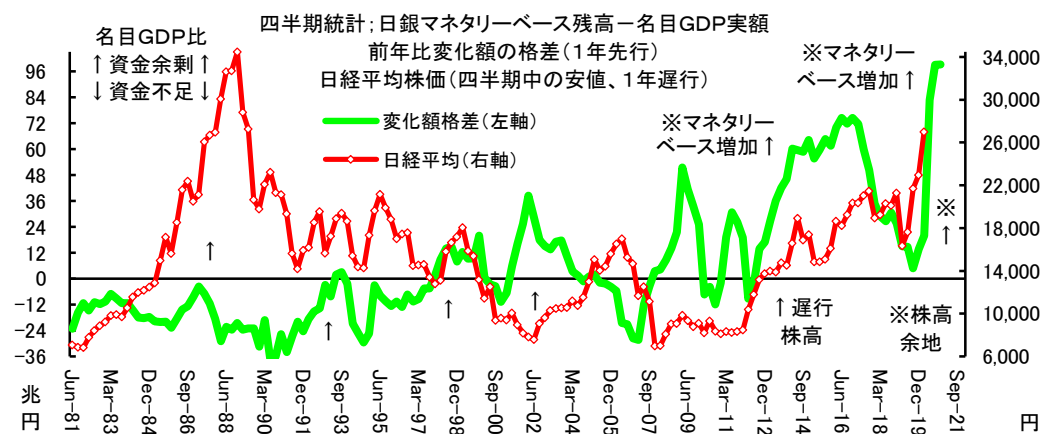
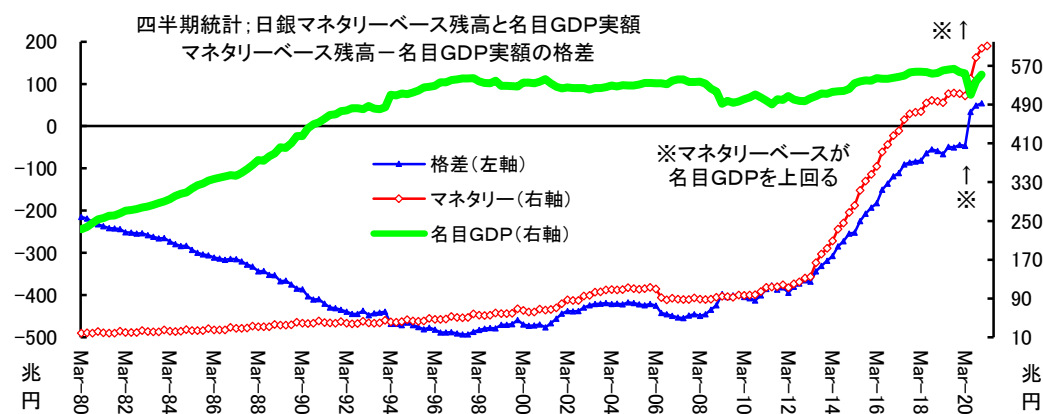
しかも現在はコロナ危機対応などの資金需要のほか、日銀の貸出支援策もあって、過去の緩和比で銀行貸出や金融システムは改善している。過去の景気悪化や緩和局面に比べると、「実質的な緩和効果」が倍増となる環境となってきた。

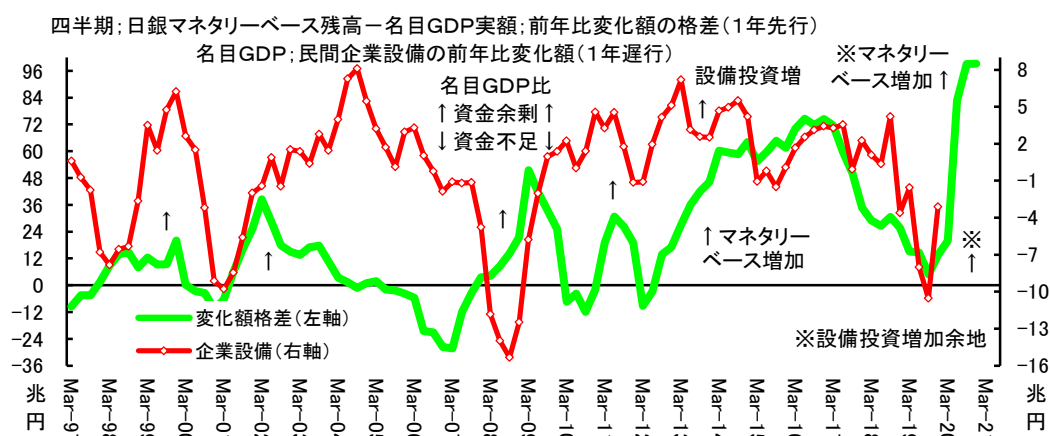
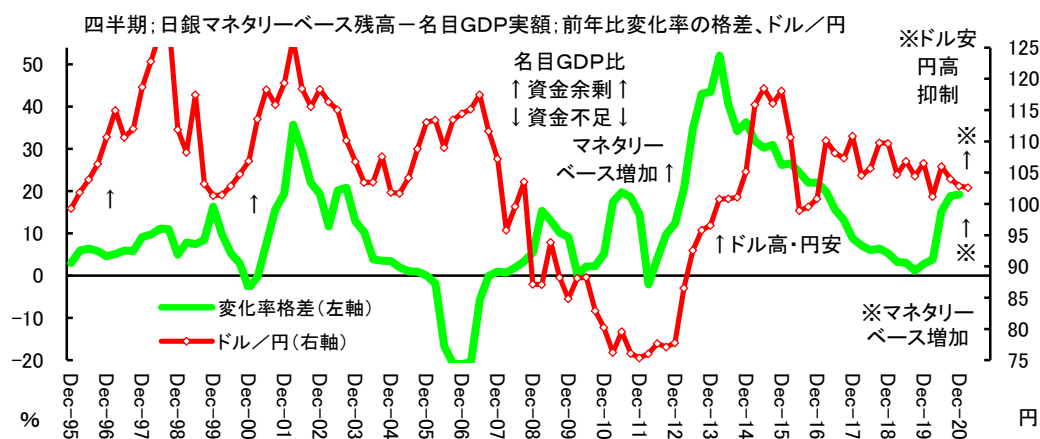
日銀による最新1月の貸出・預金動向では、全国の銀行（都銀、地銀、第二地銀）の貸出平均残高が前年同月比+5.7%増の502.1兆円となっている。伸び率は1992年の統計開始以降で最高となった昨年8月の+6.6%をピークに鈍化しているが、それでも+5%から+6%という過去最高水準で高止まりしたはまだ。

黒田緩和の開始後に同貸出は、2013年から2016年まで+2%台で伸び悩んでいた。リーマン・ショック

後は貸出支援や危機対応の資金調達などで短期的に増加したが、それでも2008年11月から2009年5月にかけて7カ月間で+3%から+4%という単発火花に終わっている。今回の場合、コロナ危機の長期化による資金繰り長期戦といったマイナス面がある反面、貸出増と与信改善、信用リスクの低下、倒産懸念の抑制などを通じて、超緩和策が有効機能される環境になっている。

同時に緩和効果と貸出増、株高効果は、先行き設備投資を修復させていく。現在は感染対策やデジタル革命、環境対策などで、設備投資の需要自体は潜在的に増加傾向にある。経済学的にも「トービンのq（時価総額÷資本再取得価額）」理論に沿えば、株価（＝企業価値）の上昇は設備投資の誘発効果を有している。株高は企業によるエクイティ・ファイナンスなどの資金調達環境を改善させるほか、企業マインドへの前向きプラス効果が設備投資の支援材料となる可能性を秘めている。





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。