

資金供給量、名目 GDP 比 115 兆円の超過

超カネ余り定着、株式などリスク資産や国外へ溢出余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/11/17 (水)

日本ではコロナ対策などで日銀の超金融緩和策が続く一方、名目 GDP は回復が鈍いことで、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定着している。7-9 月は名目 GDP が 540 兆円に対し、マネタリーベースは 656 兆円と +115 兆円のカネ余り超過となってきた。依然として企業や家計による先行きリスク警戒や将来不安による現預金退蔵は根強いものの、インフレ懸念などあいまって株式などリスク資産へのシフト余地があるほか、海外の証券・直接投資への溢出を通じ、株高・円安の基調が支援されやすい。

7-9 月の名目 GDP 540 兆円、資金供給量 656 兆円

「米国で金融の流動性の指標の 1 つが警戒シグナルを発している。マネーサプライ（通貨供給量、M2）の伸び率から名目 GDP（国内総生産）の伸び率を差し引いた数値がマイナスに転じているのだ。2018 年以降の現象となっている」、「2018 年と 2010 年にこの数値がゼロを割り込んだ際は株価急落の前兆となっただけに、FRB が資産購入のテーパリング（段階的縮小）に向けて警報が鳴っている」――。

ブルームバーグは今年 8 月、米金融機関幹部の分析を紹介しながらこのような警告を発していた。あくまでも FRB による量的緩和（資金供給）の急増ペース鈍化や、米国の名目 GDP 急回復、経済活動再開を始めとした資金需要の増加（余剰資金の減少）などが影響しており、悪い側面ばかりではない。

それでも FRB は今月 11 月に入り、2-3 日の FOMC で資産購入の縮小を正式に決定した。続いて NY 連銀は 12 日、15 日から国債の買い入れを月額 700 億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れを 350 億ドルにするという具体的な計画を明示している。12 月半ばには国債を 600 億ドルに、MBS を 300 億ドルにさらに縮小させていく予定だ。すでに織り込みは進んでいるとはいえ、実際の量的緩和縮小の開始を受けた「過剰流動性とカネ余り相場の終わりの始まり」影響は無視できない。

ひるがえって日本では最新 7-9 月の名目 GDP が、名目季節調整の実額で 540.4 兆円となった。まだ前年同期比では +0.3% の微増にとどまっているほか、コロナ危機前の最高である 2019 年 7-9 月の 563.0 兆円を -22.6 兆円も下回っている。

それに対して日銀の資金供給量を示すマネタリーベース残高は、日銀によるコロナ対応の量的緩和持続などもあって、9 月末は前年比 +11.7% 増の 655.8 兆円となった。名目 GDP の回復の鈍さと逆行する形で、2019 年 7-9 月の 513.8 兆円からは +142.0 兆円

ものマネー膨張となっている。

結果、「マネタリーベース残高一名目 GDP 実額」の格差は、9 月時点で +115.4 兆円の資金供給余剰となってきた。同格差は昨年 4-6 月に +33.4 兆円と過去初めてマネタリーベースが上回ってきたが、+115 兆円もの超過は過去最高を大きく更新するものだ（前期 6 月は +104.2 兆円）。

過去に同格差はリーマン・ショック前である 2008 年 1-3 月に -449.3 兆円、デフレ 15 年の起点である 1999 年には -470 兆円という、相対的な資金供給量の下振れ状態にあった。そうした過去比較からすると、良くも悪くもながら日本の株式・不動産などのリスク資産市場や、債券・為替市場といった金融市場にとっては、実体経済との見合いで未曾有の「カネ余りバッファ」が増強されている。

もちろん、短期的には世界的な資源高・インフレ懸念や、一定周期ごとに繰り返す内外コロナ感染者の増加、米 FRB を始めとした海外中銀による金融緩和見直し、中国の景気・不動産不安などによる市場混乱の波及リスクが残存したままだ。

余剰資金膨張、活用が株高と対外流出にも

それでも中長期スパンでは株式・債券・為替の安定化や、日本株とドル/円の上下限レンジ（バンド）切り上がり、日本の 10 年債金利の低位抑制という基調が維持延命されやすい。

日本株市場では実体経済見合いでの「カネ余り」が複合経路を通じ、企業の余裕資金積み上がりで株式配当への還元余地、自社株買いの増加余力へとつながっていく。超カネ余りの余剰資金が、直接的・間接的な経路で株式市場に移転・流入される潜在余地が残されている。

しかも現在の場合、世界的なインフレ懸念の高まり（現預金は実質価値が目減り）や、国内でのコロナ感染者減と経済制限解除の広がり（リスク忌避の現預金滞留から、リスクテイクの機運）、日本企業の収益回復（株価とリスク選好支援）なども、法人・個人の間で「現預金から株式などリスク資産へのシフト」が後押しされやすい。

過去にマネタリーベース残高一名目 GDP 実額の格差は、前年同期比で 2016 年 4-6 月に +74.5 兆円までカネ余りが増額する場面があった。当時の日経平均株価は、同期の安値 1 万 4864 円で底入れ反転。2 年半後となる 2018 年 10-12 月の高値まで、+9584 円幅の株高ラリーが観測されている。その 2018 年 10-12 月にマネタリーベースと名目 GDP の格差は前年比 +25.6 兆円へと減少しており、「余剰資金の取

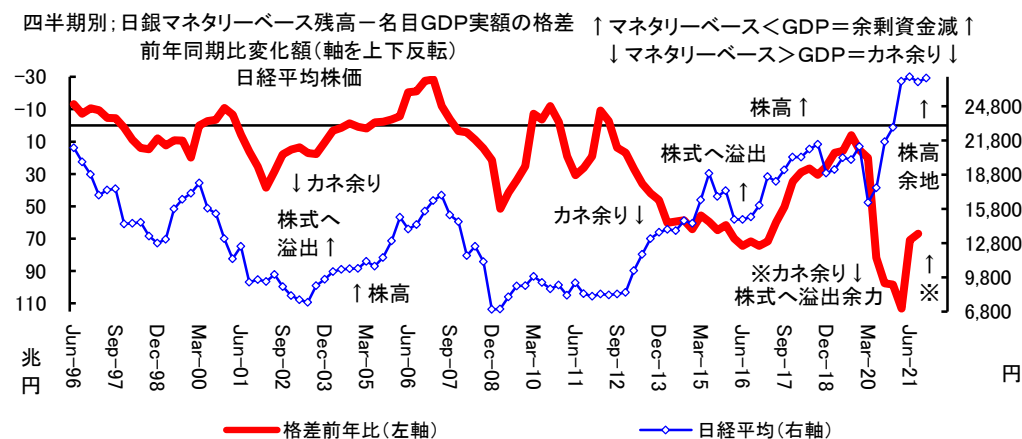
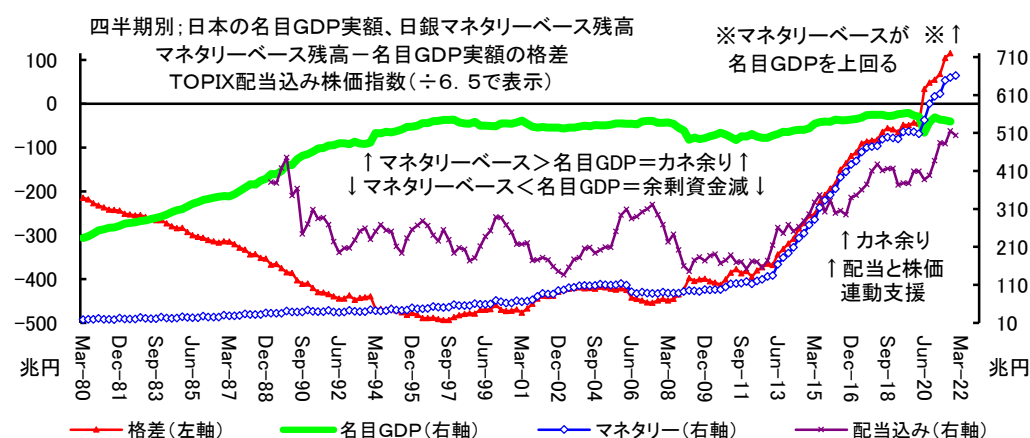
り崩し・活用」を含めて、直接的・間接的な株式移転が示唆されている。

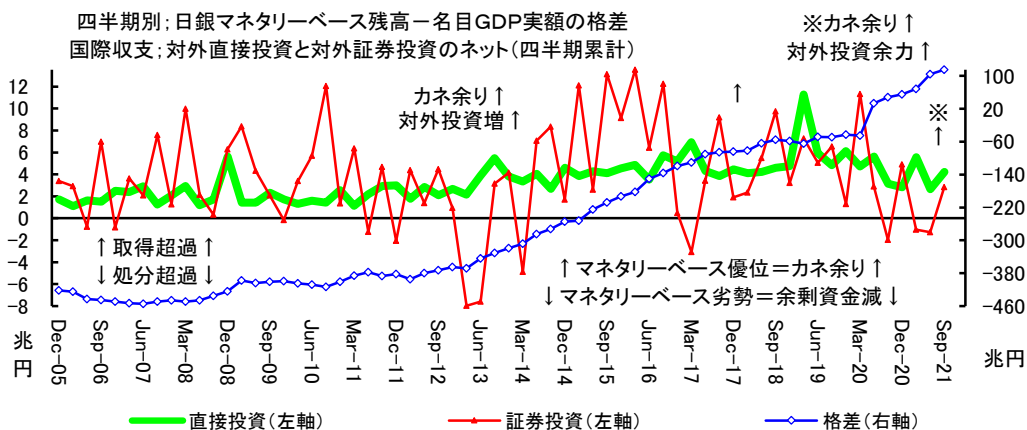
同時に日本の名目 GDP は 7-9 月に 540.4 兆円となったが、コロナ危機前は 2019 年 7-9 月に 563.0 兆円となっていた。名目 GDP の規模は日経平均株価や TOPIX 配当込み株価指数などと密接な相関性を有しており、先行き時間は掛かりながらも、名目 GDP の「危機前への正常化余地」が日柄調整や価格調整を経ながらの株高余地として注目されやすい。

ちなみに 8 月のブルームバーグ記事では、「マネーサプライを名目 GDP で割った数値はマーシャルの k と呼ばれる」という経済学面での解説も行っている。一国の経済活動を表す GDP に対し、マネーサプライやマネーストック、マネタリーベースなどの通貨・資金供給量が適正水準にあるかどうかを判断する指標だ。

現在の日本のように名目 GDP 見合いで余剰資金が満ち溢れると、海外への株式・債券といった対外証券投資や、日本企業による外国企業買収や海外現地投資といった対外直接投資が増加する「対外溢」が後押しされていく。為替相場では中長期スパンでの円安と、ドルなどの外貨高要因となるものだ。

最近ではマネタリーベース残高一名目 GDP 実額の格差が、2013 年の -370 兆円から 2019 年には -60 兆円へと資金不足幅の縮小とカネ余り方向に移行する局面があった。同期間中に国際収支では、国内勢による対外直接投資が 2019 年 1-3 月にネット +11.3 兆円といった増加傾向があったほか、対外証券投資（株式 + 債券）も 3 カ月間ベースで 2015 年から 2016 年にかけて、+12 兆円から +13 兆円の大幅買い越し期が断続的に観測されていた。





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。