

短観、金融「緩和修正や正常化」差引プラス面

銀行の業況判断は 17 年ぶり高水準、リスク選好を支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/12/18 (水)

12 月の日銀短観では、金融政策の緩和修正や正常化方向の関連で差し引きプラス面が示された。企業サイドは資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断、借入金利水準判断などで超緩和時に比べると引き締めや悪化方向にあるが、まだ影響は限られているほか、当座の利上げも一定の織り込みが示唆されている。かたや金融正常化がプラスとなる銀行業は、業況判断が約 17 年ぶりの高水準となってきた。緩和的環境の残存と金融仲介機能の改善による緩和効果の表出もあり、リスク選好等による株価下支えと円安の基調が支援されやすい。

超緩和に様々な副作用、負の影響の是正効果焦点

「(日銀の超緩和策を含めた各国での) 非伝統的金融政策については、意図せざる副作用をもたらし、結果として経済の効率性を損ねたり、金融政策の有効性を阻害したりする可能性などに関して、国内外で様々な議論が行われている」――。

日銀の企画局は今年 9 月、異次元緩和の効果や検証などを含めて、このような分析レポートを取りまとめている。

その中では副作用として指摘されてきた問題として、市場機能への影響(中央銀行による資産買入れ・保有が進むことにより、国債市場などの流動性低下につながる可能性など)、金融機関収益への影響(イールドカーブ＝長短金利差のフラット化により、金融機関の預貸利ざやが縮小し、収益力が低下する可能性)、金融不均衡への影響(金融面の不均衡を蓄積させる可能性など)、潜在成長率への影響(金融緩和の長期化により、企業の新陳代謝が停滞し、潜在成長率が低下する可能性など)等を挙げて整理している。

それぞれの実際のマイナス影響度合いは別にして、現在の日銀は超緩和策の修正に着手しており、今後はこうした副作用の是正効果が注目されそうだ。最新 12 月の日銀短観では、利上げや金利上昇によるマイナス面が見られ始める一方、現状は「差し引きプラス面」が示されている。

金融正常化で副作用が是正される銀行業のほうは、業況判断が約 17 年ぶりの高水準となってきた。現状段階での実質金利の低め持続と緩和的環境の残存、その中での銀行の経営安定化による金融仲介機能の改善は、改めて実質的な緩和効果を引き出ししていく。金融市場ではリスク選好等による日本株の下支えと円安の基調が支援されやすい。

12 月短観では株式市場に関係する大企業・全産業に関して、「企業金融」項目である資金繰り判断(楽であるー苦しい)や、金融機関の貸出態度判断(緩

いー厳しい)などで、適度な追い風のプラス基調が維持された。

資金繰り判断は+14 となり、2023 年以降の日銀による緩和修正や利上げにあっても、昨年 3 月の+11 を直近最低として 2 桁プラスが保たれている。今年 3 月以降は 4 期連続での+14 で、前年同期比の変化幅も 12 月は+1 と 5 期連続でのプラス圏を維持。まだ「苦しい」方向への変調サインは見られていない。

貸出態度判断も+14 で、2022 年 6 月以降は+14 から+15 でのプラス基調が続いた状態にある。過去にこうした金融関連判断は、日経平均株価が上昇トレンドから天井ピークの形成と反落に転じる先行指標となってきた。現状は少なくとも来年 3 月にかけて、株高余地の残存が示唆されている。

例えば過去に日経平均株価が上昇トレンドから天井高値を形成した 2018 年 10 月の場合、資金繰り判断は同年 3 月短観時から前年比マイナス基調へ先行転落となっていた。

借入金利水準判断、利上げを一定織り込み

2015 年 6-8 月にかけての株価天井局面では、同判断の前年比が 3 月時の+4 から 6 月には+1 に低下するという微妙な先行変調が見られている。2008 年のリーマン・ショック時も、前段階として同判断の前年比は 2007 年 12 月からマイナス基調に先行悪化となっていた。

それ以外の 12 月短観の企業金融では借入金利水準判断(上昇ー低下)が+46 となり、前回に続いて 1990 年以來の大幅プラスになった。日銀の追加利上げと連動した金利上昇への警戒感が示されている。それでも先行き 3 月予測は+49 で、12 月実績+46 からの変化幅は+3 幅となっている。最近の同変化幅は 2023 年 9 月以降に+7 幅、今年 6 月には+12 幅に上振れ拡大してきた経緯があり(現状<3 カ月先)、こうした点からすると先行き利上げへの過度な警戒感の一服と、一定の織り込み進捗が示唆されている。

一方で 12 月短観での金融機関(全産業)項目では、銀行業の業況判断(良いー悪い)が+39 となった。前回の+31 を含めて 4 期連続の改善となり、2020 年 6 月の-5 が直近最低となる形で、リーマン・ショック前である 2007 年以來、約 17 年ぶりの大幅プラスとなってきた。

先行きを示す 3 月予測も+42 で、前年比では+16 とプラス基調を維持させている。過去実績として予測の前年比がプラスを維持させている限り、日本株市場では東証の銀行業指数や、内需の影響度が大き

い TOPIX 総合に関して、3 カ月後にかけての「前年比や前期比でのプラス基調」が連動支援されている。

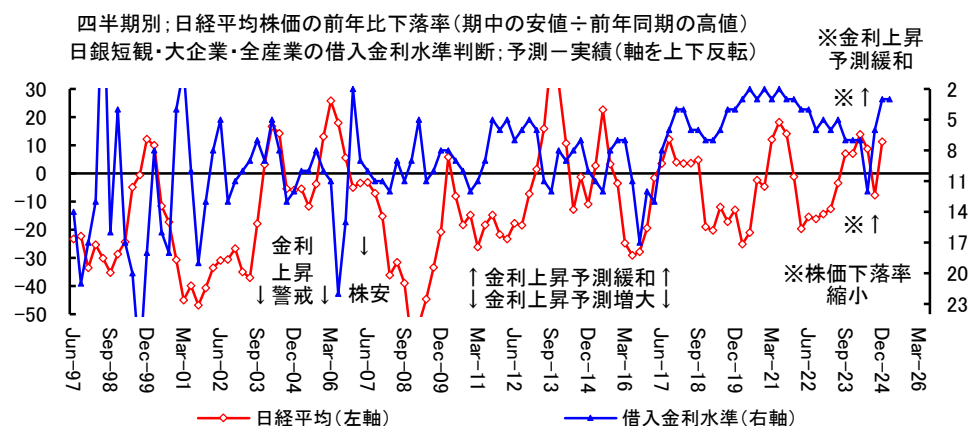
12 月短観では銀行の余裕度回復や金融環境の改善がプラスになる不動産も、全産業ベースで業況判断が+29 と前回の+28 から改善となった。まだ日銀利上げの打撃は限られ、銀行の体力復活や脱デフレ、インバウンド（訪日外国人）急増などがプラスになっている。バブル期直後である 1991 年以来、約 33 年ぶりの高水準を維持させた状態だ。

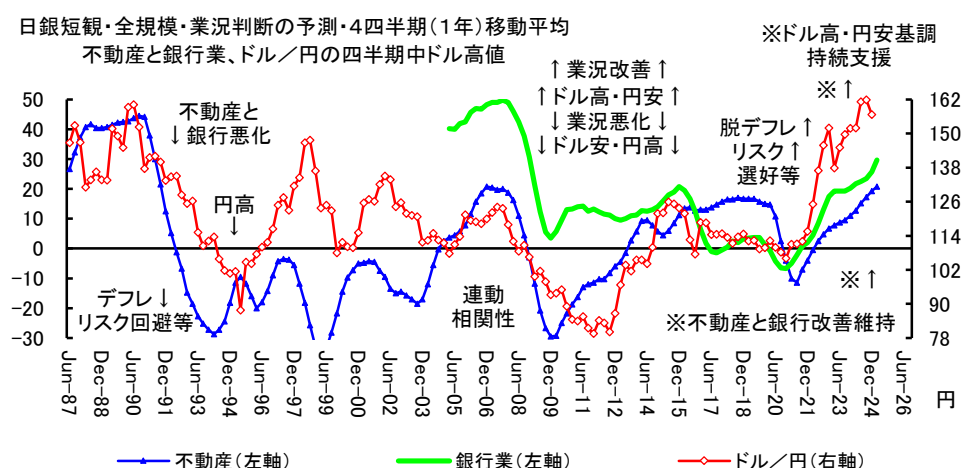
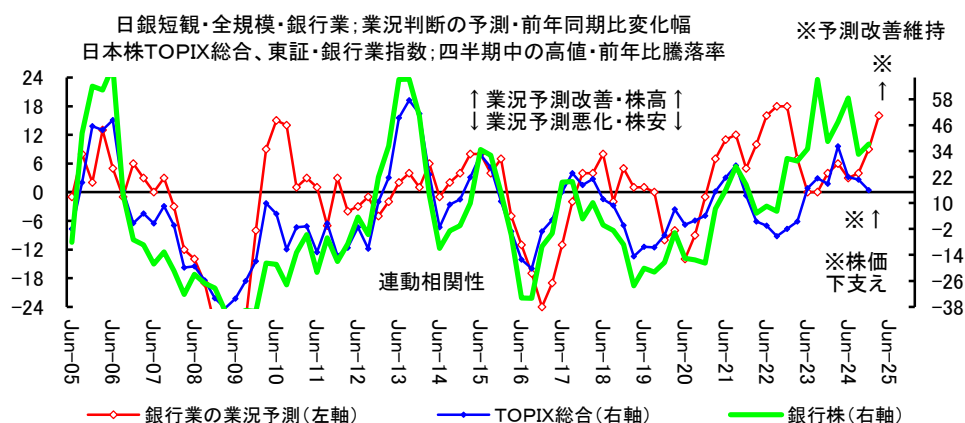
過去の長期実績として、短観で銀行や不動産が業況を改善させている局面では、為替相場でのドル/円でドル高・円安のトレンドが連動持続となってきた。背景としては、不動産の改善時には日本で低金利やカネ余りとなっていることや、銀行・不動産の同時改善時にはリスク選好やデフレ後退が円安を促すこと（日本の実質金利は低下）、国内勢による対外

投資のリスクテイクが後押しされ、反対にリスク回避や国内苦境等による海外からの国内資金回帰（円転）は抑制される、といった要因がある。

過去にはドル/円の先行指標として、銀行や不動産の業況判断の 3 カ月先予測が 4 四半期（1 年）移動平均ベースで、上昇トレンドから下向き化に下落転換となったあと、ドル/円はドル高トレンドの天井ピーク形成からドルが反落に転じるという相関実績が見られてきた。

現在の場合、最新 12 月短観における予測の 4 期平均は、銀行が+29.8（前回+25.8、前々回+23.5）、不動産が+20.8（+19.3、+17.3）という上昇トレンドと上向き基調を維持させている。少なくとも 3 カ月先の来年 3 月にかけては、基本的なドル高・円安トレンドの継続が支援されやすい。





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。