

資金供給量>名目 GDP 持続、カネ余り残存 不透明感緩和やインフレ・国債懸念で株式や对外投资に

日本では名目 GDP が改善増加となる一方、日銀のマネタリーベース（資金供給量）は相対比で上振れが続いており、カネ余り環境が残存となっている。足元では米国発の関税不透明感の緩和や、米中欧など世界景気の過度な悲観抑制のほか、国内でのインフレ上昇懸念や財政・国債の信認不安などもあり、個人・法人の現預金を含めた余剰マネーが、株式などのリスク資産や対外証券投資に分散化されやすい。当座の円高抑制と株高、あるいは株高とリスク選好＋対外資本流出等による円安といった基本トレンドを維持させる。

経済活動全体の規模を資金供給量が上回る

「日銀による保有国債残高の減少との関係を含め、今後の日本の長期金利に関する一部シンクタンク等の簡易試算では、2040 年にならずとも長期金利の理論値は 2%を超える可能性が十分あると示されている」、「一部の市場関係者は、日銀の保有国債残高の減少は、国債市場での需給緩和と国債保有構成の変化（海外投資家の保有比率の上昇）につながり、長期金利は 2040 年で 3%から 7%程度まで高まり得るとの見通しを示している」――。

昨秋に開催された財務省の財政制度等審議会・財政制度分科会では、このような試算と問題提起が示されている。

こうした反動的な金利急上昇の潜在リスクもあり、日銀は保有国債の減額とバランスシート（日銀資産）やマネタリーベース（資金供給量）の圧縮に関して、慎重かつ緩慢なペースでの対応を続けている。現状のマネタリーベースは金融政策の正常化方向に即した減少傾向にあるとはいえ、過去比では高止まりが続いたままだ。

最近では日本の経済活動の全体規模を示す GDP が、最新 4－6 月期に名目で 633.3 兆円となり、過去最高を更新している。名目値はインフレが調整されず、各種項目での価格上昇による数字上のかさ上げが影響しているとはいえ、直近最低である 2009 年 7－9 月の 493.6 兆円からは 1.28 倍の経済成長となっている。

それに対してマネタリーベースは、今年 6 月に月間平均残高が 648.0 兆円となっている。単純な「マネタリーベース－名目 GDP」の差し引き格差は、＋14.6 兆円というマネタリーベースの上振れ超過が維持された状態だ。あくまで数字面では経済活動の全体規模に対し、資金供給量が上回るというカネ余り、量的資金面でのジャブジャブな緩和環境が示されている。

現状の名目 GDP の増加は、円安・食料高・光熱費高・原材料高・人手制約・供給制約など「需要増加による良い物価上昇」は限られた物価高の影響が大きい。それでも各種価格の増額は、名目上の企業収益や GDP の数字をかさ上げさせる。株価や株式時価総額についても、名目ベースで物価（インフレ）連動による上振れ余地が生まれている。

その中での緩和環境の残存は、円高抑制や円安、日本株は上昇の要因となりやすい。しかも足元では米国発の関税不透明感の緩和や、米中欧など世界景気の過度な悲観抑制のほか、ロシア－ウクライナ戦争についても微妙に歩み寄りの期待感が浮上してきた。リスク選好の環境が醸成されつつある。

それに対して日本では底流部分で量的緩和環境の残存に加えて、実質金利の低位といった緩和状態が維持されており、リスク選好は実質的な緩和効果が一段と表に引き出されやすい。

インフレや国債不安、現預金から株式・对外投资

同時に日本での物価とインフレの上昇懸念や、財政・国債の信認不安などは、個人・法人の現預金を含めた余剰マネーについて、資産防衛的な資金シフトを促す。具体的には現金・預金・国債への滞留から、日本株や外国株などのリスク資産のほか、円資産以外のリスク分散として対外資産投資に一定程度の資金シフトが後押しされやすい。

国内でのインフレ上昇は、現金・預金の価値を目減りさせるリスクがある。さらに日本では物価上昇でも、日銀の利上げや国債金利の上昇、預金金利の引き上げレベルには各種制約があり、物価の上昇率に対し、国債や預金の金利水準が負けてしまうリスクもある。こうした要因もまた、当座の円高抑制と株高、あるいは株高とリスク選好＋対外資本流出等による円安といった基本トレンドを維持させていく。

日本株 TOPIX は現状段階で、前年比プラス化の循環上昇局面に移行し始めた。過去 1990 年代以降の株高局面では月間高値ベースでの前年同月比変化幅について、最低でも前年比＋300 から＋450 は上昇となるパターンが繰り返されている。最高ケースでは、＋500 から＋700 といった前年比株高も見られてきた。

その点、今後の TOPIX 上値メドで参考になる 1 年前の月間高値は、昨年 9 月から今年 8 月にかけてが、2700 から 3100 前後となっている。1 年後の来年 8 月に向けては、低め見積もりの前年比＋300 で 3100 から 3400 方向、前年比＋450 で 3100 から 3600 方向の株高余地が非現実的でない（今年 8 月の高値は 19

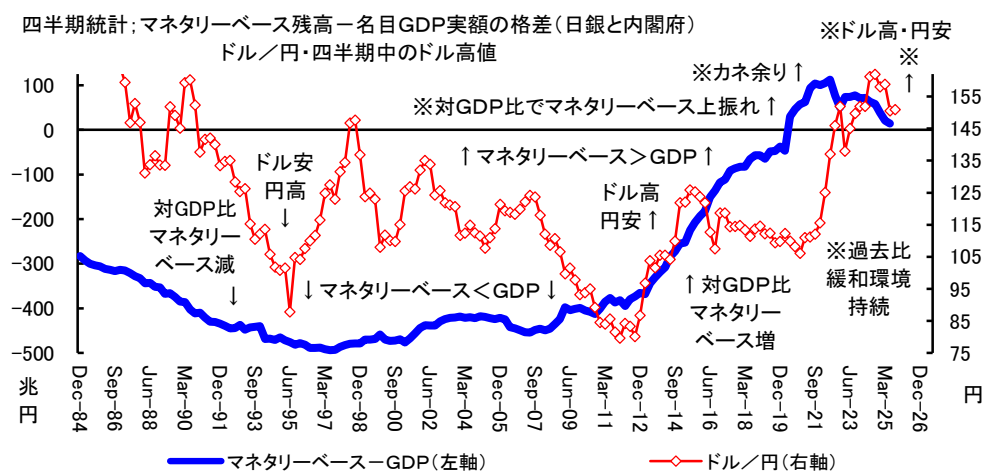
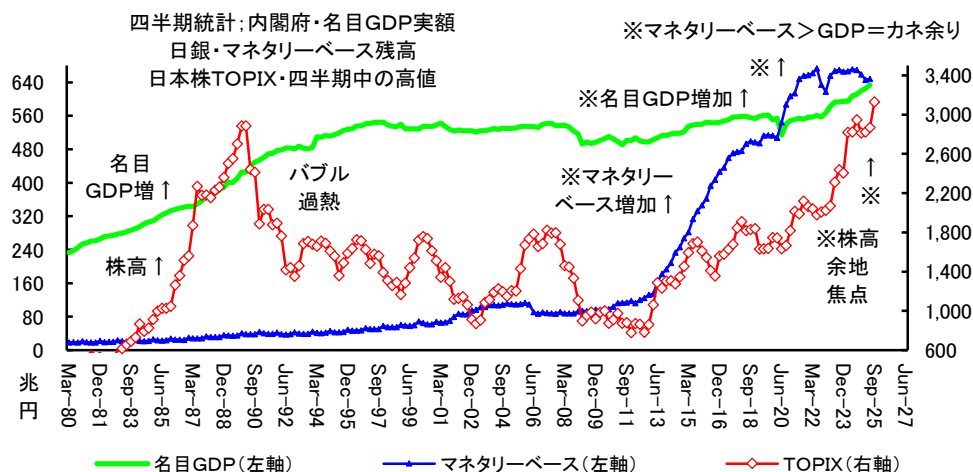
日時時点で3130)。

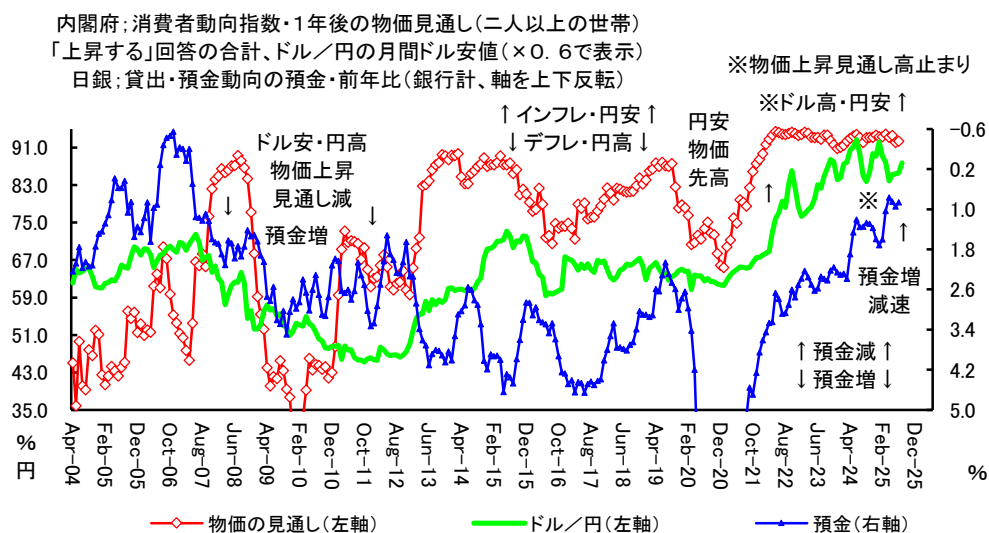
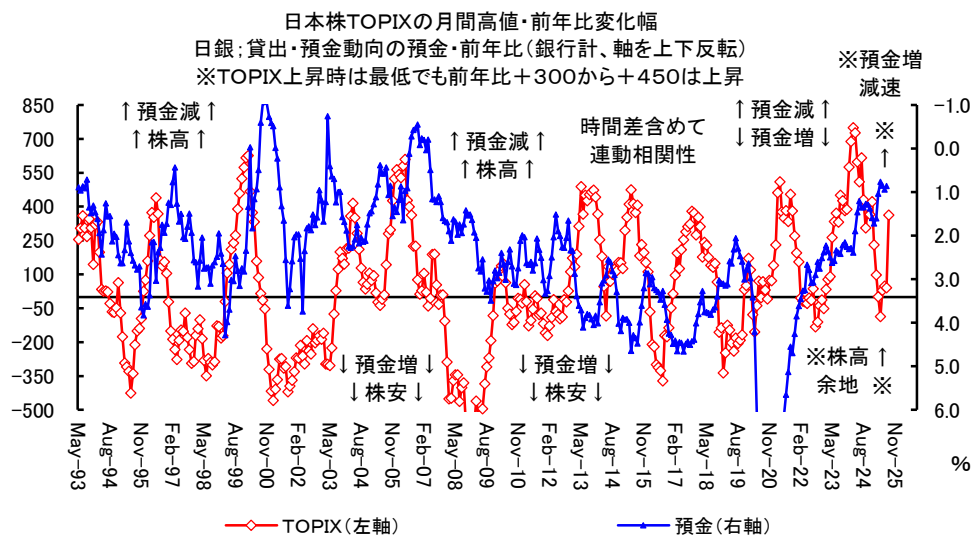
なお、「マネタリーベース-名目GDP」の差し引き格差は、2020年4-6月に+30.0兆円となり、過去初めてマネタリーベースが上振れ超過となってきた。その後は2022年4-6月に+112.7兆円まで上振れ乖離が進み、超緩和環境が示されている。そこから現状は+14.6兆円に減少し、名目GDP比での異常な緩和環境は修正されてきた。

それでも異次元緩和が導入される前の「平時」における同格差は、2007年に-454兆円、1997年に-494兆円といった大幅な下振れ乖離が常態化となっ

ていた。過去にはこうした緩和不足や資金供給不足を「円高と複合デフレ深刻化の一因」と批判する声が見られている。

実際の相関関係には様々な意見があるものの、あくまで結果論として2020年以降の「マネタリーベース>名目GDP」というカネ余り環境では、良くも悪くもながら脱デフレ、企業収益の改善と賃上げ還元、円安・株高の進展（物価は上昇）、期待インフレ率や期待成長率の上昇などが同時観測されている。現状の同格差は+14.6兆円で、過去比ではまだ超緩和環境が維持されている。





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。