

名目 GDP 比「通貨供給量」上振れ一服も高位 緩和環境やカネ余り、脱デフレで緩和効果、株高・円安支援

日本では名目 GDP 比で通貨供給量の上振れは一服となってきたが、過去比では高水準を維持している。最新の昨年 10-12 月 GDP ベースでは、日銀マネタリーベース（通貨供給量）÷名目 GDP の相対比率が 89% となり、過去最高である 115%からは低下してきたが、アベノミクス前などの 10-20%からは高位持続となっている。緩和環境やカネ余りの残存を示唆するもので、デフレ時と比較した期待成長率や期待インフレ率の改善、リスク忌避後退などとあいまって、緩和効果の発揮と株高・円安の基本トレンドが支援されやすい。

通貨供給量は名目 GDP 比 89%、過去 10-20%

「米 FRB の次期議長に指名されたウォーシュ元理事は、肥大化した FRB の総資産（バランスシート）について、過去の危機時に大企業を支援するために設計されたもので、大幅な縮小が可能であり、その余力は低金利（利下げ）という形で、家計や中小企業の支援に再配分できると主張」、「ウォーシュ氏の主張からすると、株式市場は資金流出のリスクがあり、ドルの流動性を縮小させることでドルはサポートされる」――。

ウォーシュ氏が実際に FRB 議長に就任した場合の影響に関して、金融市場ではこのような分析がなされている。

一方で日本での日銀は良くも悪くもながら、総資産や通貨供給量（マネタリーベース）を高水準で維持させたまま。先行き「正常化」の縮小余地はあるものの、国債大量購入の多難な出口や長期金利の安定化配慮などもあり、慎重なペースでの減額が想定されている。ウォーシュ新議長の場合の影響の逆方向の形で、日本では株式市場への資金流入と、通貨・円の上昇抑制や下落余地につながりやすい。

しかも日本では名目 GDP 比での通貨供給量が、上振れ一服となってきたものの、過去比では高水準が維持されている。最新の昨年 10-12 月 GDP ベースでは、日銀マネタリーベース（通貨供給量、594.2 兆円）÷名目 GDP（668.9 兆円）の相対比率が 89% となっている。過去最高である 2022 年 4-6 月時の 115%からは低下してきたが、アベノミクス前である 2012 年前半の 22%や、1990 年代から 2011 年にかけての 8%から 20%などに比べると、記録的な相対高位が保たれている。

名目 GDP という経済活動総額に対して通貨供給量の多さは、緩和的な金融環境やカネ余り、円余剰の残存を示唆するものだ。現在は日本の通貨供給量の高止まりが、「円余剰」や「円放散」の形で、円の価

値希薄化や価値劣化、構造的な円安定着の一因として注視されている。円の価値低下は、株式購入に必要な円の金額を大きくさせ、円キャッシュとの見合いで株価の相対価値を引き上げている。円安・株高の一因となってきた。

過去の日本ではデフレ時の際、日銀による大幅利下げや量的な資金供給増でも、デフレ不安や将来不安、リスク忌避などにより、緩和効果は限定的になっている。それに対して現状はデフレの脱却が進展。期待成長率や期待インフレ率の改善、リスク忌避の後退などとあいまって、緩和効果の表出と余剰マネーの分散化につながる。株式などリスク資産への資金流入や、海外への国際分散化等による資金流出、株高・円安の基本トレンドが後押しされやすい。

10-12 月の名目 GDP については、季節調整での単純な前年比が+3.5%となった。2023 年以降は+2%から+6%前後での「名目前年比プラス成長」が 3 年定着となっている。1980 年代からバブル崩壊前後である 1992 年にかけて以来という、持続的な成長環境となってきた。

一方で日本では金利が上昇しているが、10 年債金利は四半期中の最高が 10-12 月に 2.10%前後、足元 1-3 月は 2 月時点で 2.36%前後となっている。まだ直近の名目 GDP 前年比の+3.5%を大きく下回った状態だ（名目成長率>名目金利）。

過去や現在の米国の例を見るまでもなく、投資のコストを示す名目金利よりも、投資の収益率を示す名目成長率のほうが高い環境では、長期の経済成長や長期の株高がサポートされやすい。

純輸出マイナス、円転需要減、円供給は増で円安

単純に資金の借入や調達のコストを示す名目金利に対し、名目成長率のほうが高ければ「順ザヤ」持続となり（成長率>金利）、企業や家計のバランスシートは健全化が支援される。しかも名目 GDP の前年比は、名目の企業収益の前年比と相関性が高い。経済活動全体の平均である名目 GDP の成長率と同水準か、それ以上の収益率を挙げている企業と関連株からすると、「名目成長率以下の名目金利」はプラス恩恵を受けやすくなる。

株式や不動産などの投資家側にとっても、借入・調達コストを示す名目金利より、投資の収益率を示す名目成長率のほうが高い環境では、好連鎖と資金の好回転、リスクテイクの支援につながりやすい。

過去実績として名目 GDP 比での通貨供給量が高位にあり、名目 GDP の前年比プラス成長と、成長率を下回る金利水準という緩和環境にある局面では、日

経平均株価が前年比プラスのトレンドを維持させてきた。

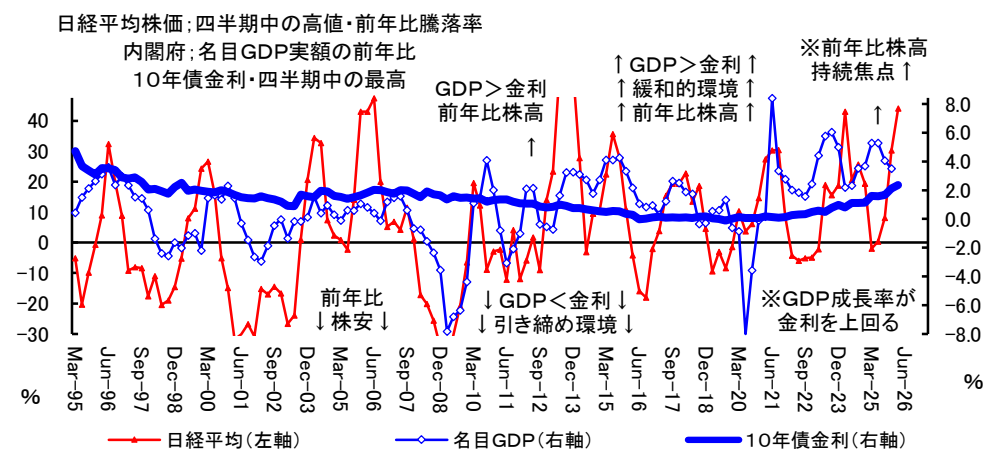
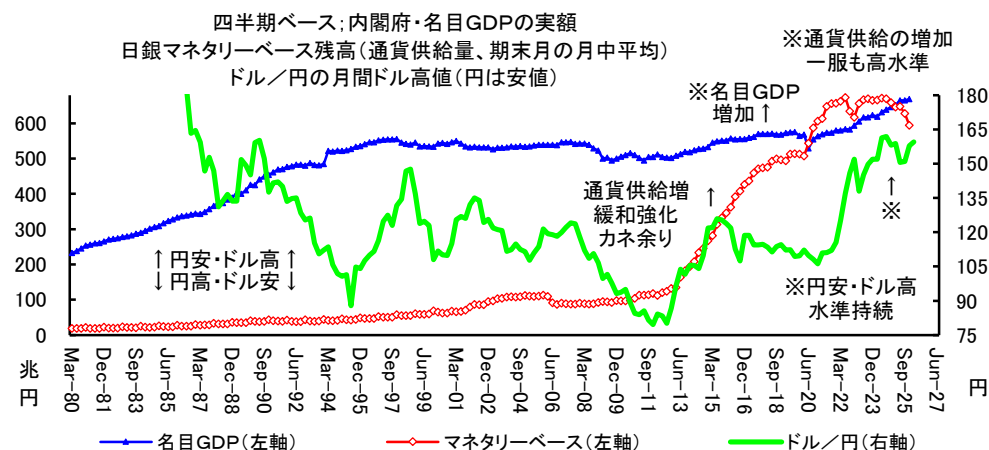
現在の日経平均も四半期中の高値ベースでは、昨年10-12月が前年比+30.3%、足元1-3月は2月段階で+44.0%のプラスと過去実績が踏襲されている。今年の高値メドで参考になる昨年の四半期中・高値は、昨年10-12月時の5万2636円となっていた。今年の年後半にかけては、低め見積もりの前年比+15%で6万円超え、+20%で6万3000円超え、+30%で6万8000円超え、+40%で7万3000円超えという計算になる。

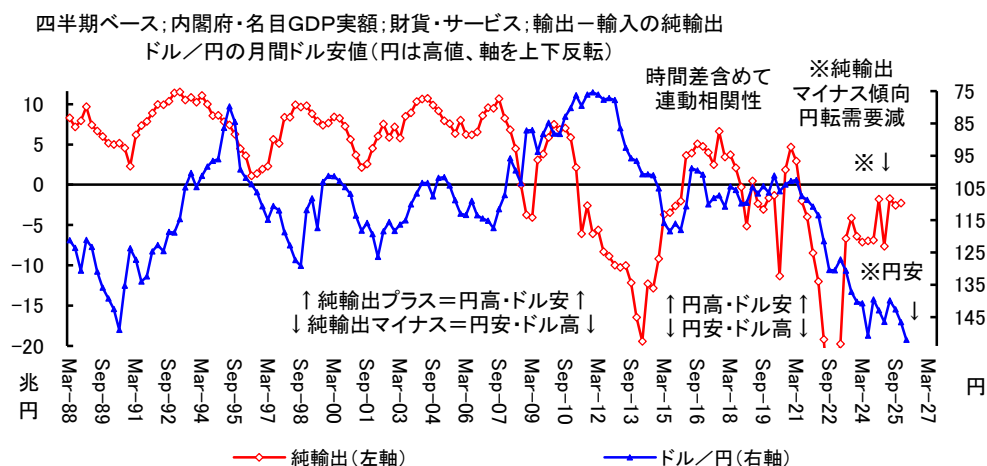
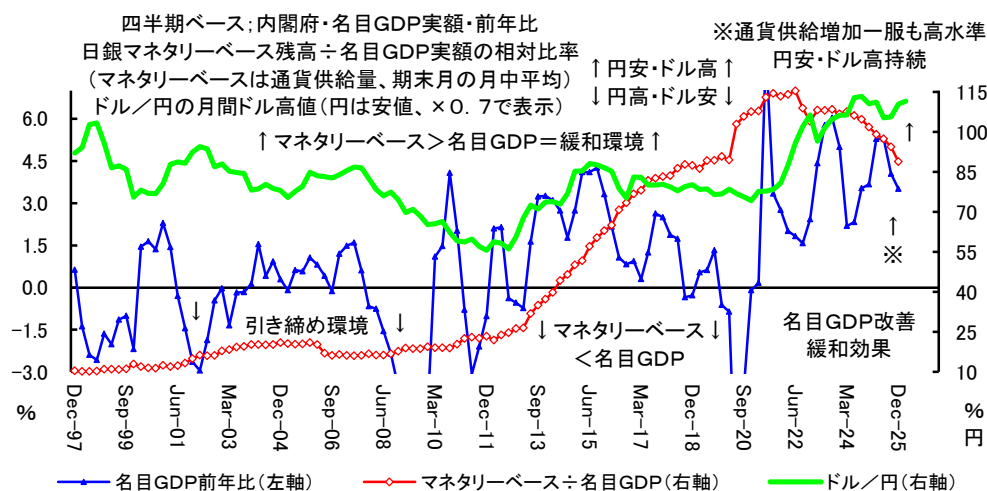
最新10-12月GDPの内訳では、財貨・サービスでの「輸出-輸入」による純輸出=外需が下振れとなっていた。輸出はトランプ関税や中国減速などが重石となっているほか、日本は構造的に海外現地生産の拡大や、海外売上上の現地再投資の増加が目立っている。最近ではトヨタなどの自動車大手が米トラン

プ政権の貿易不均衡は正圧力などもあり、米国生産での日本への逆輸入に着手し始めた。

結果、日本では輸出収益や海外売上に関して、円転とドルなどの外貨売り（円高要因）による国内送金が大きく減少している。円の需要が減少する中でも、日銀は円の通貨供給を高水準で持続。「円の需要減と供給増」が円余剰と円の価値希薄化などを通じて、構造円安を定着させている。

最新10-12月の名目GDP実額でも、純輸出は-2.29兆円のマイナスとなっていた。2021年以降は約5年に及んでマイナス傾向が定着となっている。過去1990年代以降の円高局面における四半期ベースでの+10兆円から+11兆円といったプラスの環境は変容しており、為替相場の中長期トレンドに影響する為替需給面では「需給円高」の圧力が大きく後退している。





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。