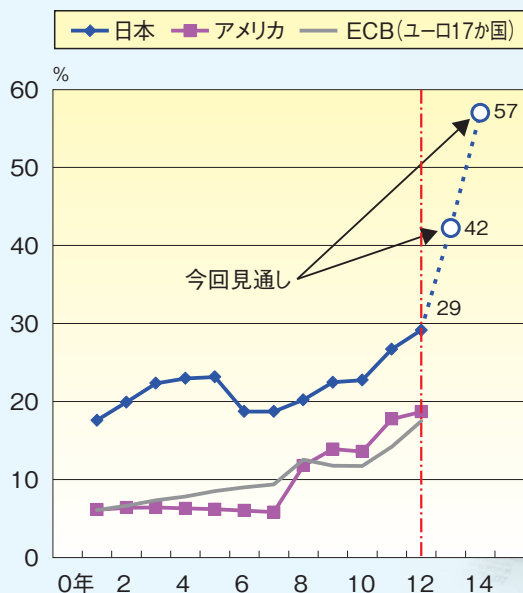


「異次元」金融緩和の効果とリスク

図1 マネタリーベースの対名目GDP比率の比較



データ出所：日本銀行、内閣府、IMF、FRB、ECBほか

4月4日(木)、日本銀行はこれまでにない金融緩和策を発表した。今回の対策では、デフレからの脱却を目指し、マネタリーベースを年60兆円から70兆円増やし、2年後には残高を270兆円にするとされている。マネタリーベースは、現金と、金融機関が日本銀行に預けている当座預金の合計で、日本銀行が今回大幅に残高を増やそうとしているのは後者である。日本銀行では、日銀当座預金を大幅に増加させるため、金融市場から大量の国債を購入し続けるとしている。

以下では、このような「異次元」金融緩和策がわが国経済にどのような影響を与える可能性があるのかを考えてみた。

マネタリーベースと 実体経済の関係

まず、現在のマネタリーベースの規模を確認しておきたい。

図1は、日本、アメリカ、ユーロ圏諸国のマネタリーベースを、それぞれの国の名目GDPで割った比率である。マネタリーベースの名目GDPに対する比率は、日本29%、アメリカ19%、ユーロ圏諸国18%と、日本が他を約10%ポイントも上回っている。

このようにマネタリーベースを名目GDPとの対比でみるのは、マネタリーベースは経済の規模で異なるため、経済規模を示す指標と比較する必要があるからである。

そして、この図からいえる第1の事実は、日本の水準が最も高いということである。第2の事実は、今回の「量的・質的」金融緩和によってマネタリーベースが今後2年間で2倍に増えると、マネタリーベースの名目GDPに対する比率は他国を大きく上回るものになる、ということである。

では、マネタリーベースが増加すれば物価が上昇し生産活動が活発になるのだろうか。

この点を考えるためには、これまで両者がどのような関係にあっ

たかを調べる必要がある。

図2から分かることは、マネタリーベースが増えれば名目GDPが増える順相関の関係に常にあつたわけではない、ということである。2000年ごろまでは同じように変化してきた。

しかし、デフレが定着した2000年ごろからは逆相関になっていく。それを計量経済学の方法で確認してみると、1980～99年は有意な順相関の関係にあつたが、2000年以降の符号は逆である。これは、マネタリーベースが増えなくても2000年以降の名目GDPは増えなかったことを意味している。^{*}

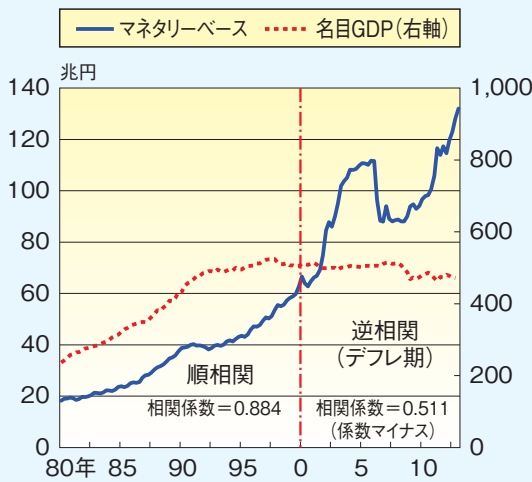
マネタリーベースと 金利の関係

次に、マネタリーベースを金融資本市場の指標と比較してみた。

図3は、名目GDPをマネタリーベースで割った比率を、10年物国債利回およびコールレートと比較したものである。したがって、マネタリーベースが増加して名目GDPをマネタリーベースで割った比率が低下しているときに金利が低下していれば、両者は順相関の関係にあることになる。

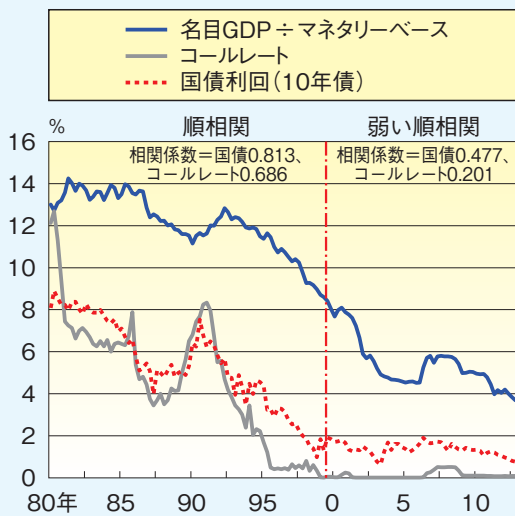
確かに同図を見ると、名目GDP

図2 日本のマネタリーベースと名目GDP



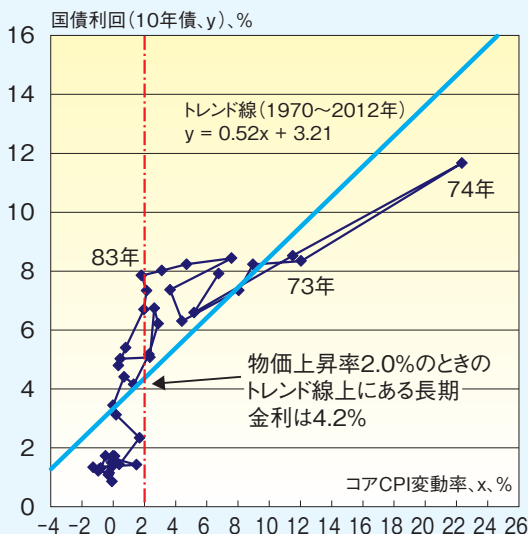
データ出所：日本銀行、内閣府

図3 日本のマネタリーベースと各種金利



データ出所：日本銀行、内閣府

図4 消費者物価の変動率と長期金利の分布



データ出所：日本銀行、総務省

Pをマネタリーベースで割った比率が低下しているときに金利が低下する順相関の関係にある。これは金融緩和によって金利が低下することを意味しているわけであるから、常識的にも納得のいく関係である。

ただし、2000年以降は関係が弱くなっている。理由はこれまでの金利低下により低下の余地が小さくなってきたためと考えられる。

とはいえ、日本銀行がマネタリーベースを今後大幅に増やして金利を引き下げるとしているわけであるから、金利には低下圧力が働き続けるだろう。

もっとも、すべての金利が低下

し続けるかという疑問がある。国債等の長期債市場は日本銀行が直接コントロールできる市場ではなく、先行きの实体经济を展望した思惑で変動する市場であるからである。むしろ、日本銀行が2年後には消費者物価を2%に上昇させるというっているわけであるから、市場はそれを見越した行動をとる可能性もある。

では、仮に物価上昇率が2%になったときに長期金利はどのような水準になっているのであろうか。これまでの両者の関係から得られる値は4%を超えている。それを確認するのが図4である。横軸を消費者物価(除く生鮮食品)の変動率、縦軸を長期国債の利回り

し、両者の分布を見ると、多くの期間では物価上昇率が拡大(縮小)すると長期金利が上昇(低下)する関係にある。そして、トレンド線上で物価が2・0%のときの長期金利は4・2%である。

このことは、2年後に物価上昇率が2%になるのであれば、長期金利は半年後1%、1年後2%、1年半後3%、そして2年後には4%になっても不思議はないことを意味している。半年から1年後に金利が1・2%に上昇するのであれば、それは債券の価格の値下がりという意味なので、保有している債券を早めに売却する投資家がいっても不思議はない。そう考えると、このところ長期金利が不安定

な動きを示したのも、将来を睨んだ「理由ある行動」であったことになる。

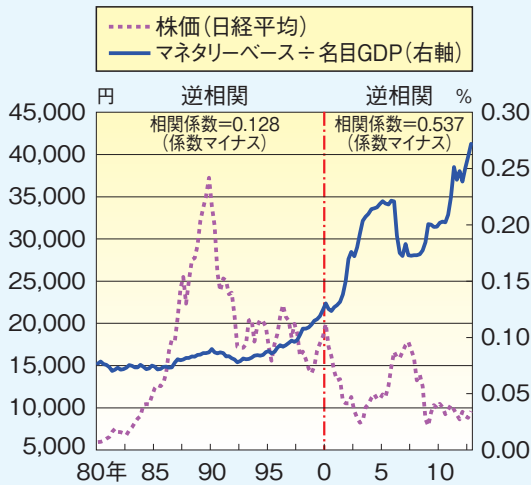
マネタリーベースと株価の関係

次に、マネタリーベースと株価の関係を考えてみた。

図5は、株価(日経平均)をマネタリーベースの対名目GDP比率と比較したものである。

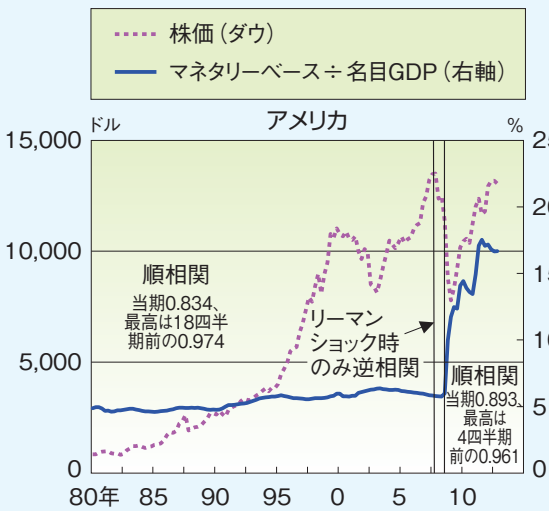
1980年から99年の間は両者に有意な関係は観察できない。このことは、マネタリーベースが増えなくても市場は反応しなかったことを意味している。また、2000年以降はマネタリーベースが増加しているときに株価が低下すると

図5 日本のマネタリーベースと株価

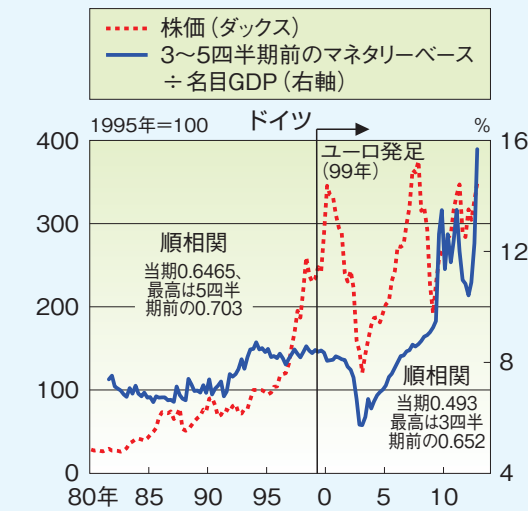


データ出所：日本銀行、内閣府、日本経済新聞社

図6 アメリカとドイツにおけるマネタリーベースの対名目GDP比率と株価

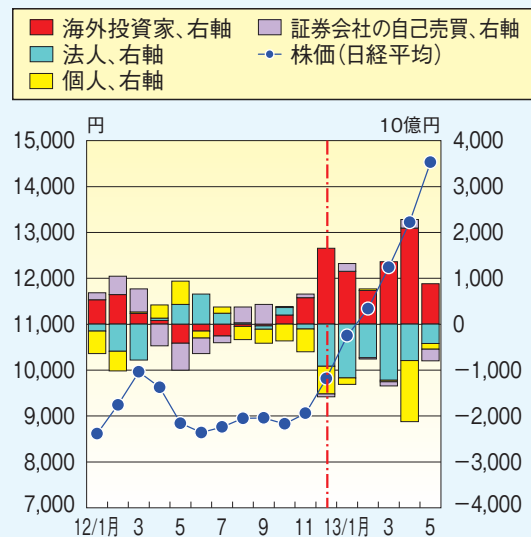


データ出所：FRB、米商務省、ダウ・ジョーンズ社



データ出所：独 Bundesbank、フランクフルト証券取引所

図7 日本の株式市場における主な投資家別の買い越し額と売り越し額



データ出所：東京証券取引所、日本経済新聞社

いう、弱い逆相関になっている。このことは、マネタリーベースが増えると、株価はどちらかというところ、マネタリーベースが下落する関係にあったことを意味している。

一方、アメリカについてみると、マネタリーベースが増加すると株価が上昇する順相関の関係が多く、期間で観察できる。図6に示したように、リーマンショックが発生した2008年から翌年にかけての間は株価急落を受けて金融が緩和され、マネタリーベースが急増し逆相関になったが、このときを除くと順相関である。しかも、かつては緊密とはいえ、マネタリーベースの名目GDPに対する比率が上昇した4年半後（18四半期

後）に株価が上昇するという無視できない「時間差」があった。ところが、リーマンショック後は同比率の大幅な上昇により1年後

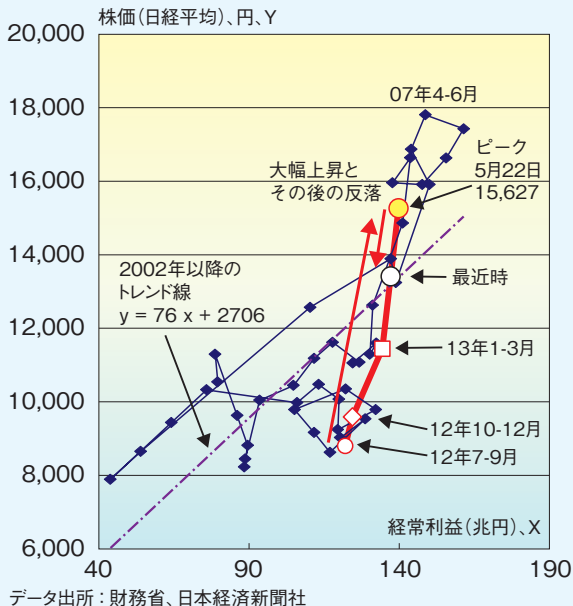
（4四半期後）に高い確率で反応する「分かりやすい関係」にある。ドイツもマネタリーベースの名目GDPに対する比率が上昇すると1年前後（3～5四半期）のタイムラグで株価が上昇する緩やかな関係にある。

これらの指標は、欧米の投資家は自国の経験から、「マネタリーベースが増加すると、いざれ株価が上昇する」と考えて

いる可能性があることを示している。周知のように、最近の日本の株式を買い続けているのは欧米等の海外の投資家で、海外投資家が買い越せば（売り越せば）株価が上昇（下落）する関係が顕著に生じている。そして、日本の投資家は全体としてみれば売り手で、株価上昇に寄与してこなかった。このことは図7が示している。

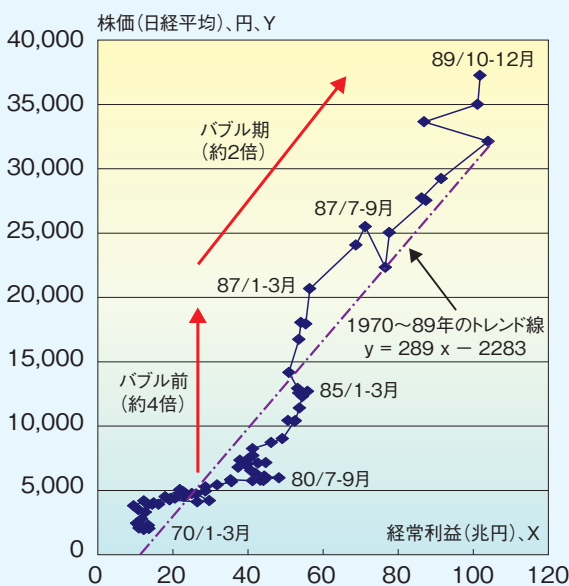
海外投資家は2012年10月から買い越しに転じ、株価上昇を牽引してきた。海外投資家は日本銀行が一段とマネタリーベースを増やすと公表したので「株価はいずれ上がる」と考え買い増してきたことになる。

図8 今回の株価と企業収益の関係(2002年以降)



データ出所：財務省、日本経済新聞社

図9 バブル期の株価と企業収益の関係



データ出所：財務省、日本経済新聞社

株価は急騰後に
反落するなど波乱含み

では、このところの株価の上昇とその後の反落はどう評価すればいいのであろうか。

一般に株価は将来の企業収益が増加すると見込まれるときに上昇する関係にあるため、両者の関係をみれば投資家が株価をどの程度楽観的（あるいは悲観的）に考えているかが分かる。

そこで図8では、横軸を企業収益、縦軸を株価として両者の分布の軌跡を描いてみた。企業収益が増加（減少）するときに株価が上昇（下落）する関係が観察できる。

そして、2012年後半まではトレンド線の下方にあったが、その後は大きく上方への変化となった。このことは、株価は企業収益の増加テンポを大きく上回って変化してきたことを意味している。

ところで、企業収益がほとんど変化しない中で株価が大幅に上昇を続けた典型例は、図9に示した1980年代のバブル期であった。1970年代は緩やかな上昇トレンドの中での変化にとどまっていたが、83年後半から87年1～3月にかけてほぼ「垂直」に上昇した（そうした関係は85年から87年にかけて特に顕著であった）。当時は、その後の本格的なバブル期

（87年～89年）の下地が作られた時期で、企業収益がほとんど増えない中で株価が上昇を続けた。企業収益がほとんど増えていないにもかかわらず株価が上昇を続けたのは、景気刺激のために金融が緩和され続け、また、海外投資家が積極的に日本の株式を購入し続けたためであった（ちなみに、海外投資家の保有株数は1980年から85年までの5年間で85%も増加し、その後90年までに10%減少した）。

今回の株価上昇は半年間で最大約7割であるから、80年代の前半期（約4倍）に比べればまだ小さい。また、5月後半にはピークから2割近く値下がりするなど大き

く揺れている。

企業収益の増加を背景にした緩やかな株価の変化であれば問題はないが、実体経済の改善を伴わない株価の変動は、いずれ実体経済に深刻な問題を引き起こす。そのことは前回のバブル崩壊の過程などで十分に経験済みである。株価の動向には今後も目が離せない。

（株）京都総合経済研究所
東京経済調査部長 村山晴彦

*1 名目GDPとマネタリーベースの相関係数は、1985年1～3月から99年10～12月までの間は0.884と「有意」な順相関の関係にあったが、翌2000年1～3月から12年10～12月の相関係数は0.511と低く、係数符号はマイナスである。
なお、相関係数は、一般に0.8以上では「強い正の相関がある」、0.6以上0.8未満では「正の相関がある」、0.4以上0.6未満では「弱い正の相関がある」、0以上0.4未満では「ほとんど相関がない」とされている。

*2 アメリカにおけるマネタリーベースの対名目GDP比率と株価の相関係数は、1985年1～3月から99年10～12月の間では当期でも0.834と高く、18四半期前には0.974と更に高くなる。2009年1～3月から12年10～11月でも0.893と強い相関があり、4四半期前では0.961と最も高くなる。

株式投資に比較的慎重といわれているドイツにおいても、ユーロに加盟する1999年までは5四半期前が0.703と最も高く、2000年1～3月から12年10～12月までの間では3四半期前の時間差のときに0.652と最も高い。

*3 バブル発生のメカニズムやバブルの見抜き方等の詳しい説明は拙著「データが語る経済変動のメカニズム」マークロ経済学再構築の試み（多賀出版、2011年）第5章「資産取引変動のメカニズム」を参照したい。