

経済 TOPICS

— 金融・経済レポート —

2023年1月30日
京都総合経済研究所
東京経済調査部
(No. 209)



マネタリーベースからみた金融政策

[問題意識]

日米欧の中央銀行は、コロナショックに対し、金融市場に潤沢に資金(マネタリーベース、以下「マネー」)を供給することで、経済危機を回避しました。その後、pent-up需要の顕在化、脱炭素社会の実現に必要な再生エネルギーの不足によるエネルギー価格の上昇(グリーンプレッション)、ロシアのウクライナ進攻による資源・食料価格の高騰などにより、インフレが高進したため、欧米の中銀では、政策金利の引き上げとQT(Quantitative Tightening、マネーの量の縮小)による金融引締めを実施し、インフレの鎮静化に取り組んでいます。一方、日銀は、日本の物価上昇は一時的で、経済の前向きな循環は不十分として、大規模な金融緩和策を継続しています。この間、日米欧の中銀が供給してきた大量のマネーは、どのように世界を駆け巡り、どのような現象を引き起こしてきたのでしょうか。そして、そこから浮き上がってくる金融政策の課題をみてみます。

[要約]

自国の設備投資(本稿では「実需」と定義します)に向かった資金を、中央銀行が金融市場に供給したマネーの量で除した割合(本稿では「RIM」<Ratio of Investment to Monetary Base>と呼びます)をみると、米国では、リーマンショック以降は、ほぼ実需に見合ったマネーの供給(RIM=100%)に収れんしていますが、日本はリーマンショック以降、欧州は2016年以降、実需とかけ離れた大量のマネーを供給してきています。特に日本は、2013年以降の大規模金融緩和により、急速にマネーの供給量を拡大しています。

日米欧の中央銀行が世界に供給してきた大量のマネーと金融資産価格などの動きをみると、まず比較的安全な金融資産である株式市場に流れ込んだあと、コモディティ市場にも波及し、エネルギー・食料価格の上昇に拍車をかけ、インフレを拡大させた可能性を示唆しています。

こうしたなか日銀は、現在の金融政策(イールドカーブ・コントロール、以下「YCC」)を維持するために、大量の国債を購入し、マネーの供給量を増やし続けています。欧米の中銀では、インフレを鎮静化するためにQTを実施しマネーを縮小させている一方で、日銀がマネーの供給量を増やすと、欧米中銀による金融引締め効果を減殺し、インフレの鎮静化を遅らせる可能性があります。そしてそれは、日本での物価上昇圧力にも繋がり、日銀の金融政策の修正圧力として戻ってくることとなります。つまり、YCCを維持しようとするほど、YCCの修正圧力を強め、金融市場の混乱を招き、金融の不透明感から経済活動を委縮させるという悪循環に陥ることとなります。

今回の世界的なインフレは、様々な想定外の要因が重なったものですが、仮に、日欧のマネーが実需と整合的な水準でコントロールされていた場合、インフレを鎮静化するまでの社会的コストはかなり低くなっていたと考えられます。従って、中央銀行は、マネーの供給量について、実需との関係性を考慮した何らかのポリシーを持つ必要があると考えられます。

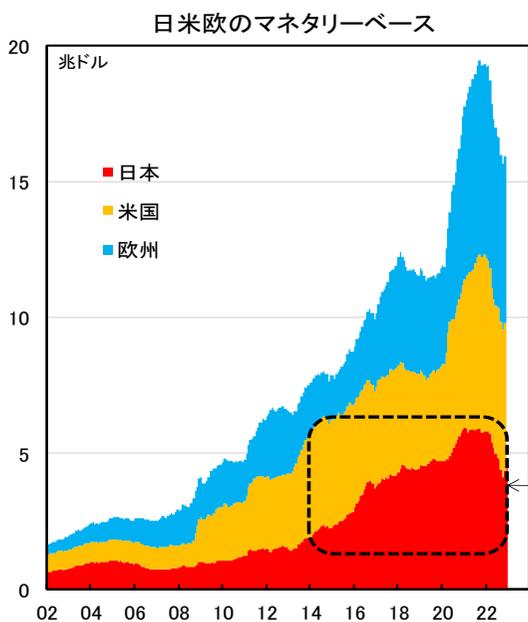
ただ、日銀が供給してきた大量のマネーは、実需との乖離が非常に大きいことから、金融市場への影響を最小限に止めながら適正水準に戻すためには、かなり長い期間をかけて、緩やかなテンポでQTを実施する必要があります。

1. マネーの行方(1/2)

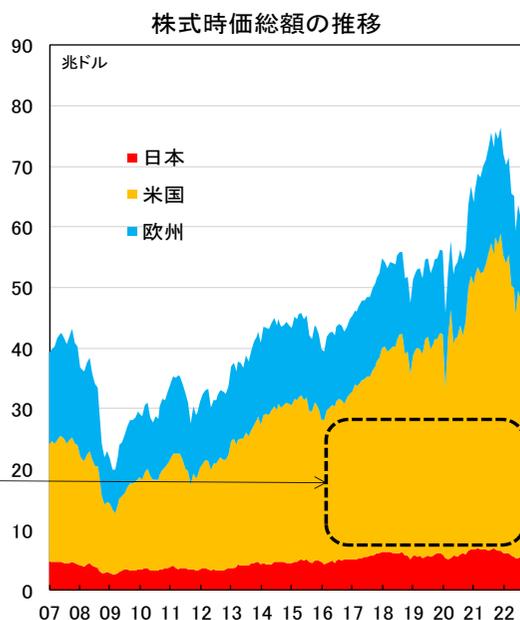
日米欧の中央銀行は、リーマンショック(2008年)以降、経済回復を支えるため金融市場に大量のマネーを供給しています。足許では、日米欧の供給量はほぼ同規模となっていますが、米国の経済規模を考えると、日本と欧州は過剰と言えそうです(左図)。

そこで、中央銀行が供給したマネーが、経済の実力を示す潜在成長率に影響する設備投資(実需)にどの程度活用されたのかをみるために、設備投資額(名目GDPベース)をマネタリーベースで除した割合(RIM:Ratio of Investment to Monetary Base)を算定しました(右図)。

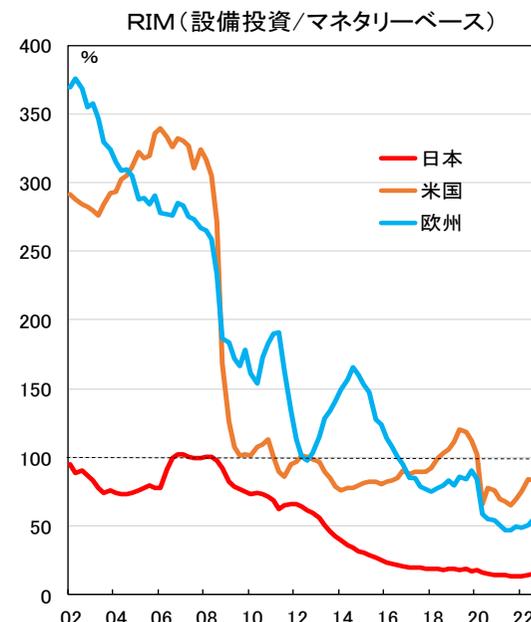
米国は、リーマンショック前は資金需要の方が非常に強い状態でしたが、ショック後は100%前後の水準に収れんしています。つまり、米国はリーマンショックの際に大量の資金を過度に供給した訳ではなく、実需に見合う量に修正しただけなのです。その後も2017年~2019年にかけてQTを実施するなど、実需に見合ったマネーを供給してきています。他方、日本では、リーマンショック前は実需に見合うマネーを供給していましたが、その後は、実需とかけ離れた過剰なマネーを供給し続けていることが分かります(右図)。特に、2013年の大規模金融緩和の開始以降、RIMが50%を大きく下回るようになっていきます(22/7-9月RIM=14.9%)。



(出所)FRB、日銀、IMF(一部当研究所の推計を含む)



(出所)日本証券取引所、NY証券取引所、NASDAQ、ユーロネクスト、ドイツ取引所、スイス取引所、ロンドン取引所



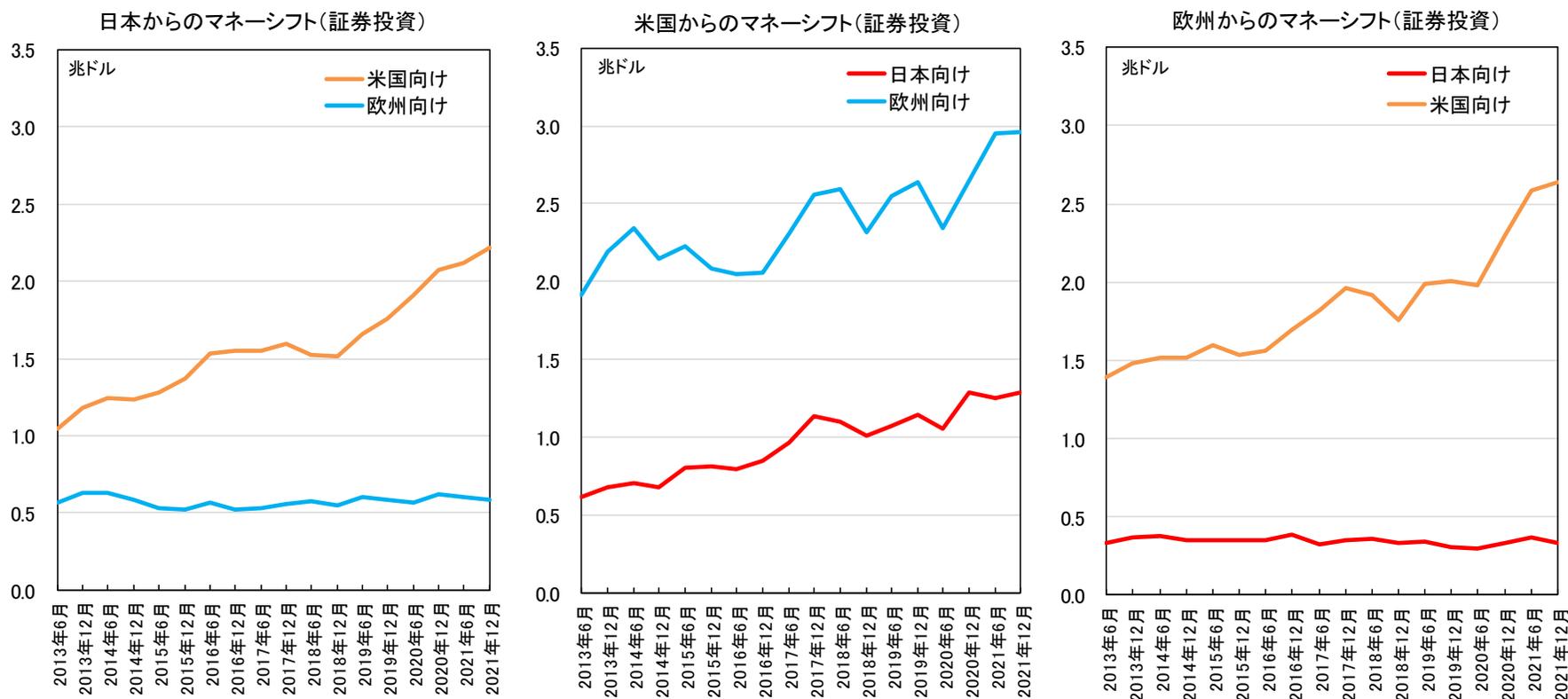
(出所)日銀、内閣府、FRB、米国商務省、IMF、欧州委員会のデータから当研究所で作成

1. マネーの行方(2/2)

次に、日米欧の中銀から供給されたマネーと株価との関係を見てみます。

日米欧の株式の時価総額の合計額をみると、日米欧のマネーの合計額の動きとの関係性が強いことが分かります(前頁左・中央図)。しかし、その内訳を見ますと、日本のマネーと日本の株式の時価総額の動きは整合的ではありません(図中の点線枠)。日本のマネーは、日本国内ではなく、主に米国株に影響を与えてきたようです。

IMFのデータからマネー(証券投資)の流れを確認してみると、やはり日本からは主に米国へ(左図)、米国からは主に欧州へ(中央図)、欧州からは米国(右図)にシフトしていますので、過剰な日本のマネーは、日本国内ではなく、米国に流入していることは確かなようです。



(出所)IMFのデータから当研究所が作成

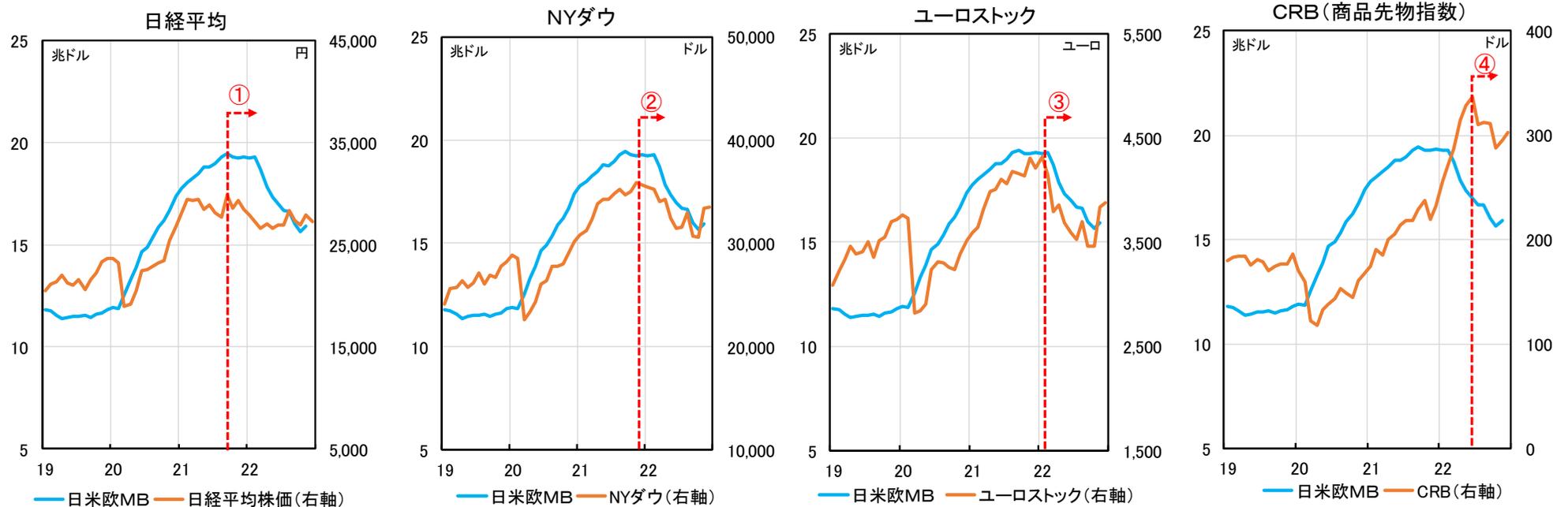
2. マネーの波及経路

次に、日米欧の中央銀行から供給された過剰なマネーは、どういう経路を辿って金融資産価格などに波及して行ったのでしょうか。

下図を見ると、2020年～2022年にかけて、当初は日米欧のマネーの量と関係性を強く持ちながら、比較的安全な金融資産としての株式にマネーが流入し、少し遅れてコモディティ(CRB:商品先物指数)に流入したかたちになっています。

この間、欧米中銀による金融引締め局面に入るなかで、①日経平均→②NYダウ→③ユーロストック→④CRBの順でマネーが流出しています。

CRBが最後だったことは、マネーが株式から徐々に流出していた間にも、食料やエネルギーへの投資にマネーが流入し続け、コストプッシュ・インフレを助長した可能性を示唆しています。



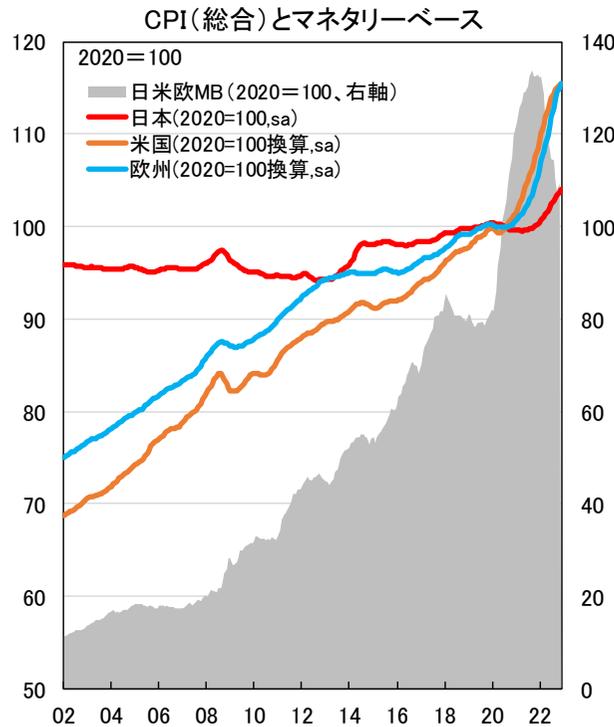
(出所)FRB、日銀、IMF(一部当研究所の推計を含む)

3. マネーの効果

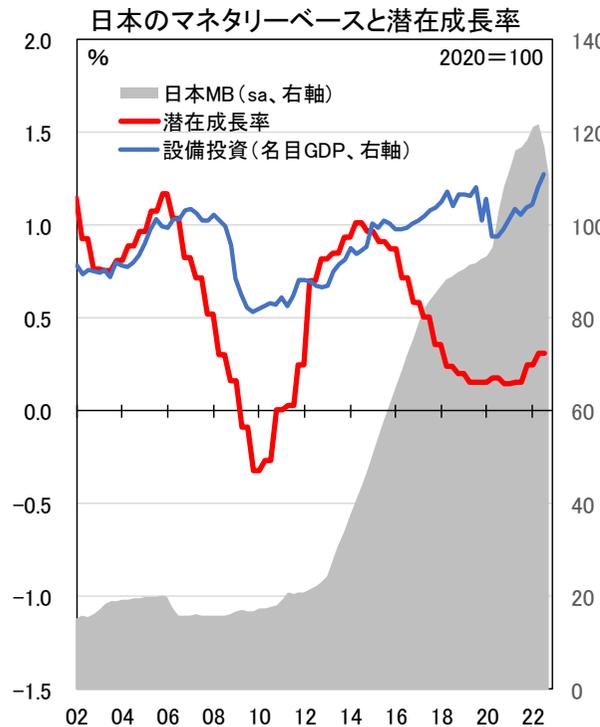
では、日銀によって大量に供給されたマネーは、どの程度日本の経済成長力の強化に結びついたのでしょうか。

日本のマネーと設備投資や潜在成長率(日本経済の成長力を示す指標)との関係をみると、マネーの増加は、必ずしも設備投資額の増加や潜在成長率の上昇とは結びついていません(中央図)。また、潜在成長率とRIMの関係をみると、実需を大幅に上回るマネーを供給(RIMは低下)し続けても、潜在成長率は0~1.0%程度のレンジで上下するだけで、潜在成長率の上昇には結びついていません(右図)。

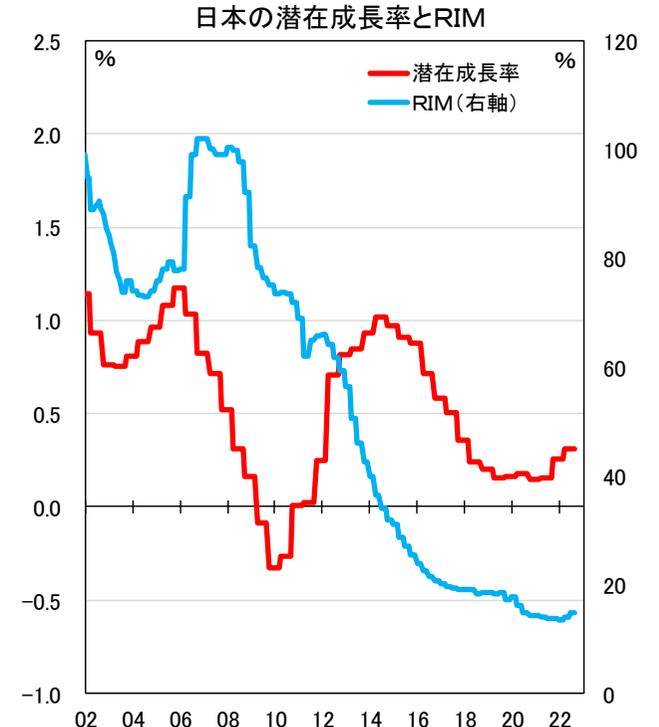
つまり、日本の過剰なマネーは、日本の成長力を高める効果よりも、米国の金融資産価格やコモディティ価格を上昇(インフレを助長)させる効果の方が大きかったこととなります(左下図、3頁左図)。



(出所)FRB、米国労働省、日銀、総務省、IMF(一部当研究所の推計を含む)、ECB、欧州委員会のデータから当研究所が作成



(出所)日銀、内閣府



(出所)日銀、内閣府のデータから当研究所が作成

4. マネタリーベースからみた金融政策の課題と対応

以上から、日銀の大規模な金融緩和により供給された過剰なマネーは、自国経済の成長力を強化(潜在成長率の上昇)する効果よりも、米国の金融資産価格に加えコモディティ価格を上昇させ、今回のインフレを拡大させる効果の方が大きかったと言えそうです。

そうしたなかで、YCCを維持するためにマネーを更に供給すると、インフレを鎮静化させるために欧米中銀がQTによってマネーを圧縮している効果を減殺し、世界のインフレの鎮静化を遅らせる可能性があります。そしてそれは、日本での物価上昇圧力につながり、日銀の金融政策の修正圧力として戻ってくることとなります。つまり、YCCを維持しようとするほど、YCCの修正圧力を強め、金融市場の混乱を招き、ひいては金融の不透明感から経済活動を委縮させるという悪循環に陥る可能性があります。

FRBが利上げを開始して既に約1年が経過しましたが、漸くその効果が顕在化し始めたばかりで、いまだにインフレ鎮静化までの道筋が非常に不透明な状況が続いています。このため、今回のインフレの鎮静化に必要な社会的なコストは、かなり大きくなることが予想されます。今回のインフレは様々な想定外の要因が重なったものですが、仮に、日欧のマネーが実需と整合的なかたちでコントロールされていた場合、インフレを鎮静化するまでの社会的コストは、かなり低くなっていたと考えられます。従って、通貨価値の安定を使命とする中央銀行は、マネーの供給量について、実需との関係性を考慮したポリシーを持つ必要があると考えられます。

ただ、日銀が供給してきた大量のマネーは、実需との乖離が非常に大きいことから、金融市場への影響を最小限に止めながらマネーを適正水準に戻すためには、かなり長い期間をかけて、緩やかなテンポでQTを実施する必要があります。

以上