

## 注目される「過剰流動性」の行方

調査研究部 専門研究員  
古金 義洋

### ○事実上の財政ファイナンスが「過剰流動性」を生み、株高につながっている

世界的な株高が続いている。各国中銀の強力な金融緩和姿勢が株高の最大の要因になっているといわれるが、金融緩和が大きな効果を及ぼしているのは、それが思い切った財政出動を伴った、事実上の財政ファイナンスだからだろう。

2019年まで日米欧中銀が実施してきた量的金融緩和は単に中央銀行が銀行システムにお金を供給するものだった。

量的金融緩和により中央銀行は銀行システム内に無制限にお金を供給することができるが、銀行が家計や企業に対して貸出を行わなければ、そのお金は銀行システム内にとどまってしまう。

しかし、財政によって直接、お金が家計や企業にばらまかれれば、銀行が貸出を行わなくとも家計や企業にお金があふれることになる。

図1-1が、従来型の量的金融緩和のプロセスを図示したものだ。

中央銀行は民間銀行が保有する国債などの資産を購入し、民間銀行は国債等の売却代金を中央銀行に対する準備預金として保有する。

中央銀行は無制限に資産購入を続けることができ、その分、民間銀行の準備預金が増えていくというのが従来の量的金融緩和だった。

ただ、民間銀行が余裕資金である準備預金のお金を貸出などに回すかどうかは景気動向次第だ。民間銀行

が貸出を増やせば、企業や個人の預金も増え、量的金融緩和と政策が企業や個人などにも浸透すると期待されたが、実際にはうまくいかなかった。民間銀行は貸出を増やそうとせず、そのために緩和効果は企業や個人までに行きわたらず、銀行システム内だけでお金があふれた。

図1-2はコロナショックに対応した、財政出動を伴った量的金融緩和（事実上の財政ファイナンス）のプロセスを図示したものだ。

従来の量的金融緩和との違いは、政府が重要なプレイヤーになっているという点だ。

(図1-1) 従来型の量的金融緩和

中央銀行が10単位の国債購入を実施すると想定  
<中央銀行>

資産	負債
国債 +10	準備預金+10

<民間銀行>

資産	負債
国債 -10	
準備預金+10	

(図1-2) 財政出動を伴った量的金融緩和

政府が10単位の財政出動、中央銀行が10単位の国債購入を実施すると想定

<政府>

資産	負債
支給金など+10 →給付 +10→0 ②	国債 +10 ①

<企業、個人など>

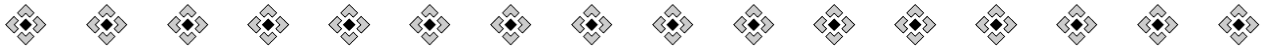
資産	負債
支給金など→銀行預金+10 ②	

<中央銀行>

資産	負債
国債 +10 ③	準備預金+10 ①②③

<民間銀行>

資産	負債
国債（政府から購入） +10 ①	
準備預金-10 ①	
国債（中央銀行に売却） -10 ③	
準備預金+10 ③	
準備預金+10 ②	支給金など→預金+10 ②



政府は国債を発行し（図の①）、この代金を元手に支給金や助成金、あるいは公共事業などによる財政支出を行う（図の②）そのお金は個人や企業に入り、民間銀行に対する預金になる（図の②）。

中央銀行が民間銀行の保有する（あるいは新たに引き受けた）国債などを購入するという点は従来型の量的金融緩和政策と同じだ（図の③）。

ただ、民間銀行が貸出を増やすかどうかに関係なく、財政出動によるお金が放出されたことで、個人や企業などにも量的金融緩和の効果が浸透することになる。

前者と後者の違いは金融指標にもはっきり表れている。

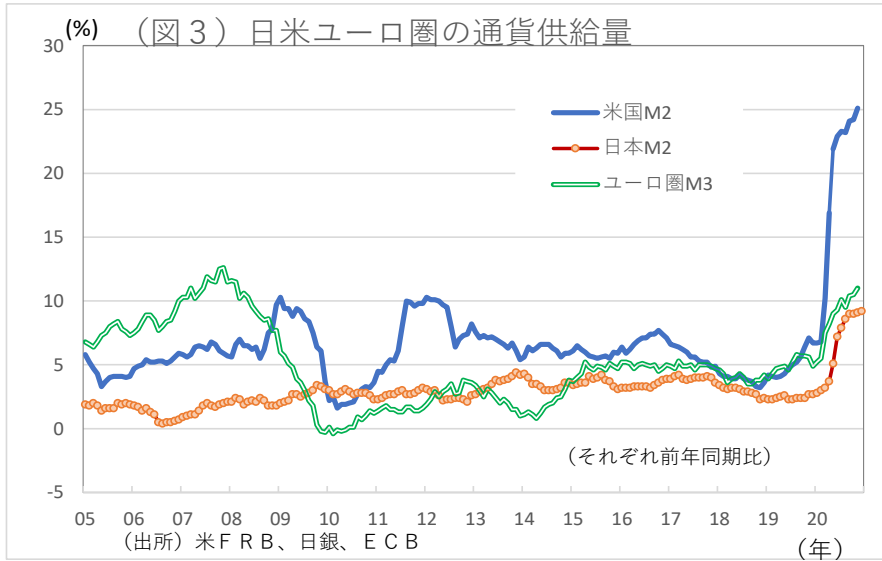
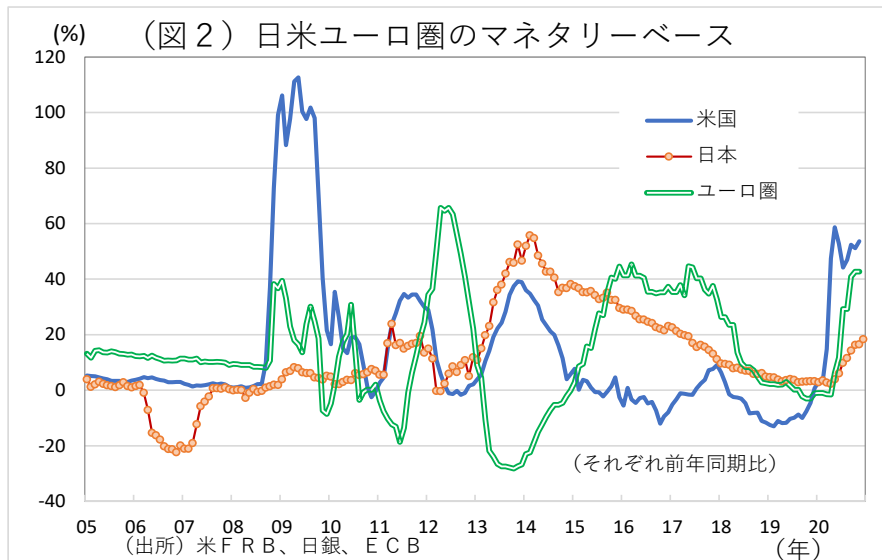
従来型の量的金融緩和政策の下では、マネタリーベース（中央銀行の負債総額＝中央銀行券＋民間銀行の中央銀行に対する準備預金）が急増したが、通貨供給量（個人や企業が保有する現預金）は増加しなかった。しかし、今回はマネタリーベースとともに通貨供給量も増加している（図2、3参照）。

米国の通貨供給量M2は19年12月の前年比6.7%増から、20年11月に同25.1%増と伸びが大幅に高まった。リーマンショック時にはマネタリーベースが倍増したが、通貨供給量M2は08年8月の前年比5.5%増

から09年1月に10.3%増となっただけで、今回ほどではなかった。

日欧の通貨供給量も同様に増加しており、日本の通貨供給量M2は19年12月の2.7%増から20年12月に9.2%増と伸びが加速し、ユーロ圏でも指標とされている通貨供給量M3は同4.9%増→10.5%増と加速した。

通貨供給量＝マネタリーベース×信用乗数、とされ、もし信用乗数が一定ならマネタリーベースが増加すれば通貨供給量も増加することになる。従来型の量的金融緩和政策では





それが期待されたが、実際には、銀行の貸出（信用創造）が増えず、通貨供給量も増加しなかった。

しかし、今回は、思い切った財政出動のために、銀行システム内だけでなく、企業や個人などにもお金が行きわたっている。経済全体に資金があふれ、いわば「過剰流動性」が発生していると考えられる。そして、この過剰流動性が株式市場にも流れ、株高の要因になっているのではないかと考えられる。

過去、1980年代後半の日本のバブル時には、①プラザ合意以降の円高を回避するための金融緩和、②金融自由化・規制緩和の動き、③「東京が世界の金融センターになる」との期待、などにより、銀行が貸出を積極化し、それが通貨供給量を増加させた。

当時の日本の通貨供給量は1990年4月に前年比13.2%増と急増した。過剰流動性と日本経済の高成長が続くという期待が株価を株価収益率でみて70倍超という高い水準に押し上げた。このように株価を押し上げている過剰流動性の原因は量的金融緩和というより、思い切った財政出動にあると言えなくない。

米国では昨年末に9,000億ドル規模の追加経済対策が成立した。ジョージア州の上院2議席の決選投票で、民主党が2議席ともに確保し、下院だけでなく上院も民主党が多数派を確保できる見込みになり、バイデン新政権は追加経済対策やインフラ投資などの財政出動に踏み切ることが可能となった。過剰流動性は一段と膨れ上がり、それがすでにバブル的な水準に上昇している株価をさらに押し上げる可能性もある。

## ○「過剰流動性」は今後、インフレを招くおそれも

ただ、過剰流動性はリスク資産の上昇だけ

でなく、インフレを招くおそれがある。

貨幣数量説によれば、 $M$ （通貨供給量） $\times V$ （貨幣流通速度） $= P$ （物価） $\times Y$ （実質GDP）、とされる。 $V$ が一定であれば、 $M$ の増加は $P$ か $Y$ を増加させることになる。 $Y$ は労働投入量などに左右され、すぐに増加しにくいいため、 $M$ の増加は $P$ の増加につながるとされる。

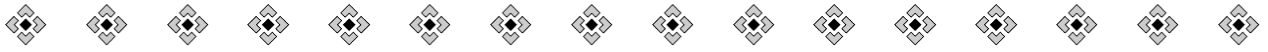
実際には、 $V$ は一定ではないので、この貨幣数量説を鵜呑みにすることはできないが、少なくとも、これまでのように銀行システム内のマネタリーベースだけが増加していた状況に比べると、現在のようにより広義の通貨供給量が増加していることは、世の中にインフレの火種がまかれていることを意味する。

もちろん、今のような景気低迷下では需給面で物価は上がりにくい。しばしば推計されている需給ギャップ（実際のGDPと潜在GDPの差）は、コロナショックによって、実際のGDPが大幅に落ち込んだため、需要不足になっていることを示すものが多い。これが本当ならインフレの心配はないだろう。

しかし、過去40年間の23の先進国の景気後退局面後の経済動向を調べた2015年のFRBエコノミストの実証研究<sup>1</sup>によれば、景気後退によって拡大した需給ギャップは、実際のGDPが急増することで埋められるわけではなく、逆に、潜在GDPの減少という形で埋められるという。

多くのエコノミストは、景気後退後も実際のGDPが目立って増加せず、従来のGDPのトレンド（≒潜在GDP）と実際のGDP

<sup>1</sup> Martin, Robert F., Tenyanna Munyan, and Beth Anne Wilson(2015) "Potential Output and Recessions: Are We Fooling Ourselves?" International Finance Discussion Papers 1145, Board of Governors of the Federal Reserve System



の差でみた需給ギャップがなかなか縮小しないことから供給過剰状態が続いていると考え、インフレについても過少予測することが多い。

だが、この時、すでに潜在GDPは下振れしており、下振れした後の潜在GDPと実際のGDPの差でみた、真の需給ギャップは縮小している可能性がある。FRBエコノミストの実証研究は、結果的に、GDPがさほど増加していないのにインフレ率が思ったより高いことが起こると述べている。

つまり、従来の潜在GDPのトレンドが続いていることを前提に推計されている需給ギャップについては必ずしも正確ではないと考えられる。

コロナショックによって、労働参入が減ったり、企業倒産が増えたり、グローバル化の後退による生産性が低下するなど、今や、潜在GDPは実際のGDPと同様に減少している可能性がある。供給力が低下しているなかで、ワクチンの普及などによるpent-up デマンドなどで需要が急増した場合、需給が予想外にひっ迫する可能性がある。

1970年代前半の日本では、1971年8月のニクソンショック後の円切り上げで景気悪化懸念が強まり、大幅利下げなどがなされる一方、72年7月に就任した田中角栄首相は、その持論である「日本列島改造論」を実現するため積極財政政策を進めた。

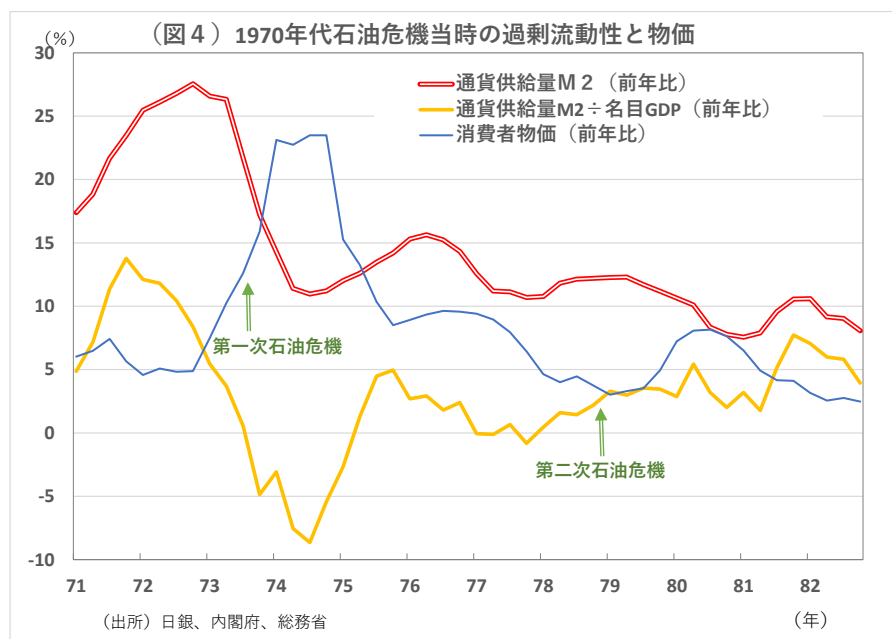
当時の日本の通貨供給量M2は、現在の米国の通貨

供給量の伸びに近い、前年比3割近い増加ペースで急増した。通貨供給量を名目GDPで割った数字（マーシャルのKと呼ばれる）を、実体経済の活動分を調整した過剰流動性と考えると、その過剰流動性も2桁増ペースで増加していた（図4参照）。

こうしたなかで起きた第一次石油危機（1973年10月の第4次中東戦争によるOPECの禁輸措置で、原油価格が2～3ドル/バレルから10ドル超へと約4倍に急騰したこと）が物価を急騰させた。インフレの火種がまかれている状態で、原油高をきっかけに急速なインフレが起きた。

ちなみに、1978年末のイラン革命を機に起きた第二次石油危機では原油価格が約10ドル/バレルから約40ドルへと同様に約4倍に急騰したが、この時は通貨供給量の伸びは抑制されており、物価もさほど上がらなかった。

現在の米国の債券市場の動きをみると、変動利付債利回りで示される実質金利は景気停滞下で現在マイナス1%程度と低いが、これ





に対して名目10年国債利回りから変動利付債利回りを引いて計算される予想インフレ率は2%程度と経済が低迷するなかでもコロナ前の水準まで高まっている。

経済低迷下での予想インフレ率の高さは、過剰流動性によってインフレ懸念が高まっていることを示すものと考えられる。この先も、過剰流動性のなかで予想インフレ率は上昇を続け、それが長期国債利回りを押し上げる可能性がある。そして、長期金利上昇が続けばそれが株価に悪影響を及ぼすおそれがある点に注意しなければならない。