

金利感応度の復活、「流動性の罫」脱却へ

発表日：8月8日(火)

～ゼロ金利解除によるマネーサプライ統計の異変～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

マネーサプライの伸び率が鈍化している。テクニカルにみれば、7月はゼロ金利解除に伴って、証券会社がコール運用を増やしたために預金通貨が減った効果があるだろう。通貨保有主体の金利感応度の復活によって、資産選択が変化したことが背景だと言い換えられる。一方、趨勢的なマネー鈍化には企業のキャッシュフローの伸び率低下という見方ができる。さらに別の仮説として、金融資産から実物資産へと民間部門の広い意味の資産選択行動が変わっている可能性もある。

急低下した7月のマネーサプライ

2006年7月のマネーサプライ統計では、代表的な流動性指標であるM2+CDの平均残高伸び率が6月1.2%から0.5%へと急低下している(図表1)。種類別の内訳の変化をみると、ここにきて預金通貨(流動性預金)が伸び率を低下させている(寄与度 Δ 0.44%ポイント)ほか、CD(譲渡性預金)もマイナス幅を急拡大(寄与度 Δ 0.18%ポイント)させている。

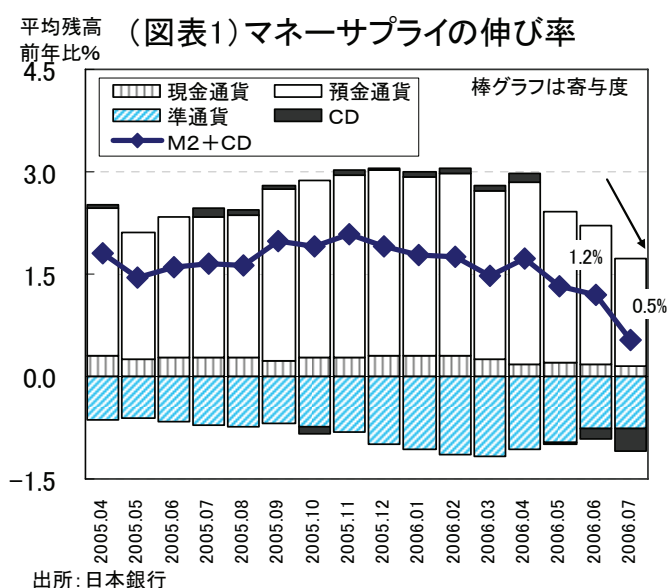
ややテクニカルな説明をすれば、預金通貨の減少は、7月14日のゼロ金利解除に伴い、証券会社がこれまで普通預金に据え置いていた資金を無担保コール市場などに放出して、資金運用を再開させたことが原因であると考えられる。証券会社は金融機関であるが、マネーサプライ上は、信用創造を行わない通貨保有主体と区分される。

また、CDについては、短期金利の上昇を受けて銀行が資金調達を一時的に手控えたことが効いている可能性がある。通貨保有主体である証券会社などは、銀行の発行手控えを受けて、CDの保有が減ったということになる。これらは、いわば日銀のゼロ金利解除に反応して、金融機関の資金運用・調達行動が変化していることの反映である。

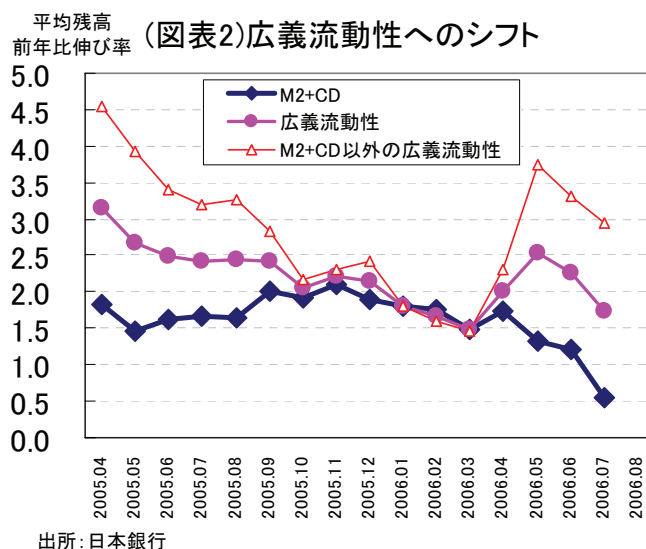
流動性の罫からの脱却

もう少し長い目でみると、マネーサプライ統計では、M2+CDから広義流動性へのシフトの動きがある(図表2)。金融市場では、3月に量的緩和解除があり、それに前後してターム物金利が上昇し、イールドカーブも金利変化を先取りし始めた。広義流動性へのシフト

(図表1) マネーサプライの伸び率



(図表2) 広義流動性へのシフト

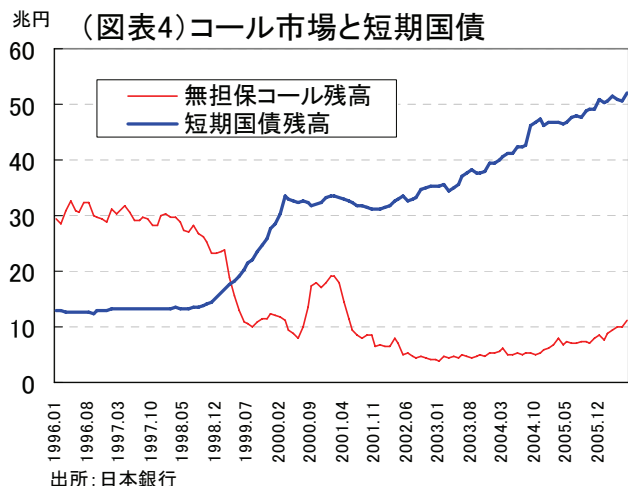


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

トは、4～7月にかけて進んでおり、量的緩和解除後の金利変化を受けて、法人部門を中心に資金運用が復活させてきたことの表れだと理解できる。広義流動性の中では、金銭信託や投信が増えて、代わりに、国債・FBといった安全資産は大きく減少している（図表3）。

この現象は、「流動性の罍」の状況が変化していることを示していると考えられる。従来の資金運用の構図は、あまりに強烈な低金利のために、収益機会を失った余裕資金が安全資産に滞留する「流動性の罍」の状態にあった。「流動性の罍」とは、現預金とFB・短期国債での保有が無差別になって、日銀がどんなに資金供給を増やしてもその資金が流動性に吸収され投資・支出に向かわない状態とされた。金融機関の運用に関しては、コール市場で資金を運用するよりは短期国債などで運用する方を選択したのもゼロ金利政策・量的緩和政策下で起こった独特の変化であった（図表4）。その状況がここにきて変化しようとしているのである。

なお、こうした金利感応度の復活はM2+CDの中身でも表れている。従来、現金通貨に資金が集中し、準通貨には向かいにくかった。それが最近のM2+CDの内訳をみると、一般法人・個人別の預金通貨・準通貨では、一般法人で預金通貨から準通貨へのシフト（6月まで）する動きが顕著にみられている（図表5）。

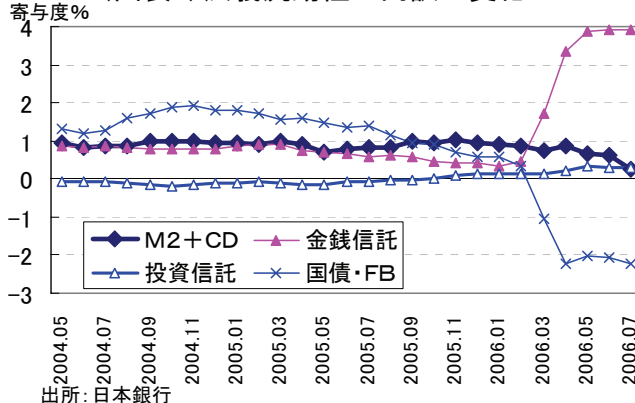


マネーの伸びは趨勢的に鈍化

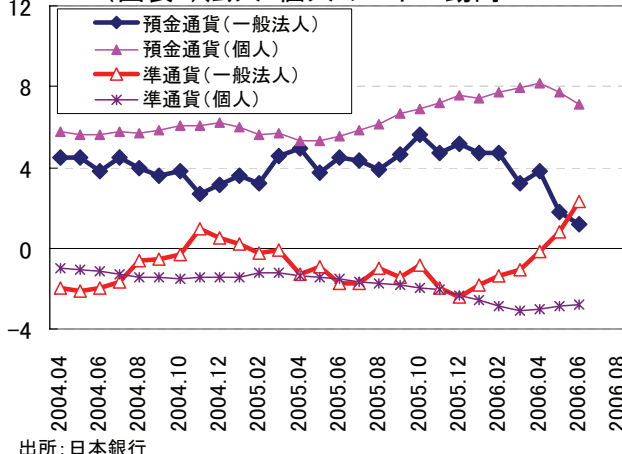
もっと趨勢的な流れとしてマネーサプライを捉えたとき、M2+CDには鈍化傾向が見て取れる（図表6）。この変化は一見意外に感じられる。なぜならば、最近の銀行貸出では、前年比伸び率の拡大が進んでおり、その意味で信用創造は活発化していると考えられるからだ。教科書的には信用創造の拡大はマネーサプライを押し上げるはずである。それなのに、M2+CDが伸び率を鈍化させていることはミステリアスに感じられる。

そのひとつの原因は、事業法人のキャッシュフローの

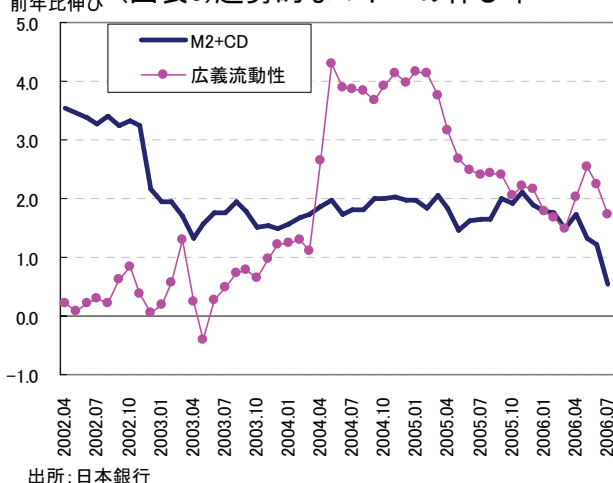
前年比寄与度% (図表3) 広義流動性の内訳の変化



前年比% (図表5) 法人・個人のマネー動向



平均残高前年比伸び (図表6) 趨勢的なマネーの伸び率



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

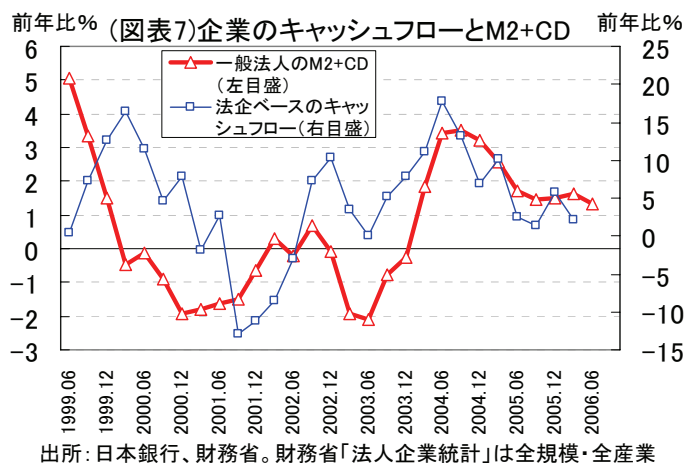
伸び率が伸び悩んでいることであろう（図表7）。過去、事業法人のキャッシュフローの伸び率と一般法人のM2+CDの伸び率はオーバーラップしている。事業法人の利益拡大のペースは、このところ前年比ベースで伸び悩んでおり、さらなる拡大に手間取っているという説明はできそうだ。

もうひとつ別の見方としては、「流動性の罨」からの脱却とともに、事業法人などは金融資産の保有を抑制し、実物資産などの保有割合を増やしたという仮説も成り立つ。通常、景気が良くなると、取引手段であるM2+CDや広義流動性もそれに連動して増えると考えがちだが、その発想には暗黙のうちに、「通貨取引ニーズ自体が膨らむという所得効果（規模効果）の方が、流動性を節約するという代替効果よりも大きいはずだ」という思い込みがある。しかし、よく考えると、これまでは金利水準が超低位であったために、通貨保有主体は機会費用を感じずに、流動性の保有を膨れ上がらせてしまったという代替効果があったはずだ。それがゼロ金利解除によって正反対に変わり、機会費用を意識して流動性が節約され、金融資産の保有を抑えようというマイナス方向の代替効果が働くことになった。従って、代替効果が大きくなった結果として、M2+CDが減るという考え方もできる。

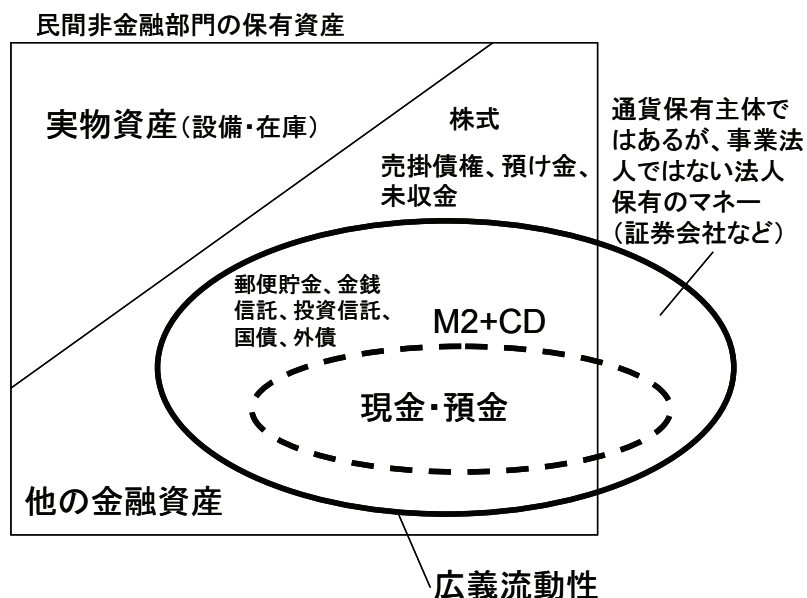
仮に、所得効果よりも代替効果が大きく表れたという仮説が正しいのならば、マネーサプライの鈍化をみて、「流動性が不足している」、「マネーサプライの伸びが低過ぎる」という評価は正しくないことになる。マネーサプライの鈍化は、原因ではなくて結果であり、資産取引は停滞ではなく活発化なのである。

それに加え、代替効果が働く裏側にあるものは、実物資産の選択志向の強まりだという理解もできる。実物資産は、金融資産の外側の範囲の資産ではあるが、広い意味で民間部門にとって資産選択の対象と考えることもできる（図表8）。ゼロ金利解除後の金融政策は、引き続き短期金利を消費者物価の伸び率よりも低く抑えた「金融緩和的な環境」だとも表現されるので、同様に短期金利水準が実物資産収益率よりも低ければ、その効果は多様な資産への代替効果を促すことになるだろう。そこで実物資産の取得が促されると、その効果は資産価格の押し上げにも効いてくるはずだ。

実は日銀が実質短期金利マイナスの環境を維持するという意図にはそうした理論的背景がある。そうした意味で、金利メカニズムの復活は「流動性の罨」を駆逐すると同時に、実物資産への保有シフトを促す下地を作っているとみることができる。



(図表8) 資産選択の概念図



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。