



「流動性」から日米株式を考える

3月以降に株価を押し上げたのはマクロ経済の動きではなくコロナ対策として政府・中央銀行から実体経済や金融市場に供給された「流動性」だったと考えることもできそうです。実際、マネタリーベース、M2、銀行貸出しの伸びから判断すると、直近の日米両国にはリーマン危機時に匹敵する流動性が供給されたことがわかります。今後数カ月はこれらの流動性の拡大が株式市場を下支えすると予想しています。

流動性相場の様相

NBER（全米経済研究所）は米国経済が今年2月に景気後退入りしたと発表しましたが、株式市場では2009年に始まった息の長い上昇相場に終止符が打たれたようには見えません（図表1）。3月以降に株価を押し上げたのはマクロ経済の動きではなくコロナ対策として政府・中央銀行から実体経済や金融市場に供給された流動性だったと考えることもできそうです。

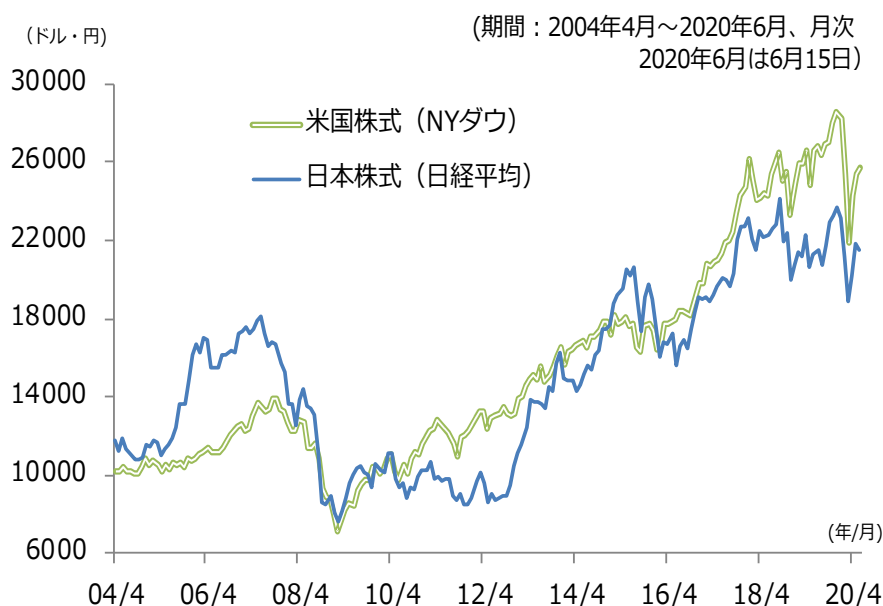
通常、「流動性」の議論を行う際には、マネタリーベースとマネーストックに分けて考えることが一般的です。マネタリーベースは「紙幣と貨幣の発行高（現金）と金融機関が決済のために中央銀行に預ける当座預金残高の合計」、マネーストック（ここではM2）は「金融部門から経済全体に供給される通貨の総量」と定義されます。簡単に言えば、マネタリーベースは中央銀行が供給する資金量、M2は金融機関全体から実体経済に供給される通貨量と考えることができます。

以下では、流動性の拡大を金融・財政政策の結果ととらえ、日米株式市場の先行きを考えてみたいと思います。

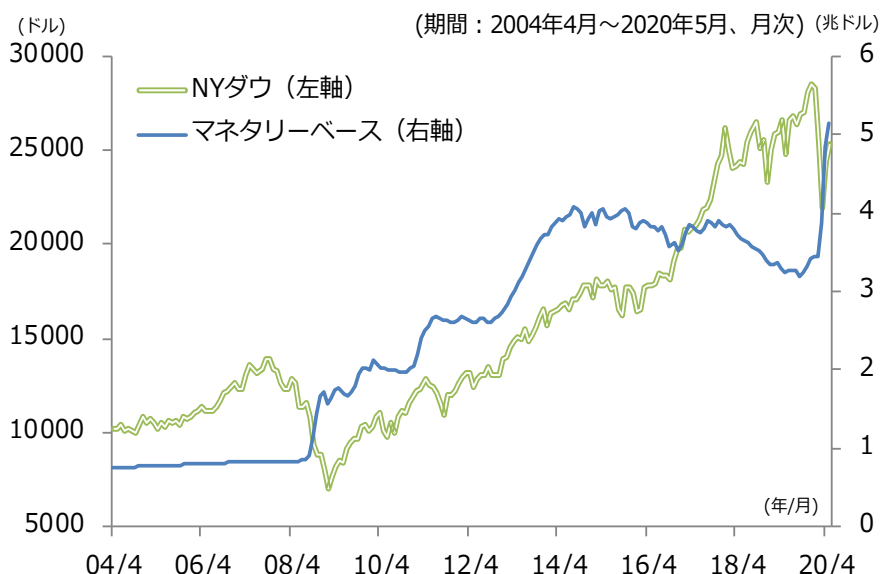
マネタリーベースと株式市場

マネタリーベースと株価にはこれまでも深い関係がありました。米国ではリーマン危機後、日本ではアベノミクス始動後のQE（資産買入れ）によるマネタリーベースの拡大が株価を押し上げてきたとも考えられています（図表2、3）。直近

図表1 日米株式市場の動き



図表2 米国：マネタリーベースと株式市場



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



で米国のマネタリーベースの拡大スピードが日本を大幅に上回っていることが日米株式のパフォーマンスの違いに影響を与えている可能性があります。

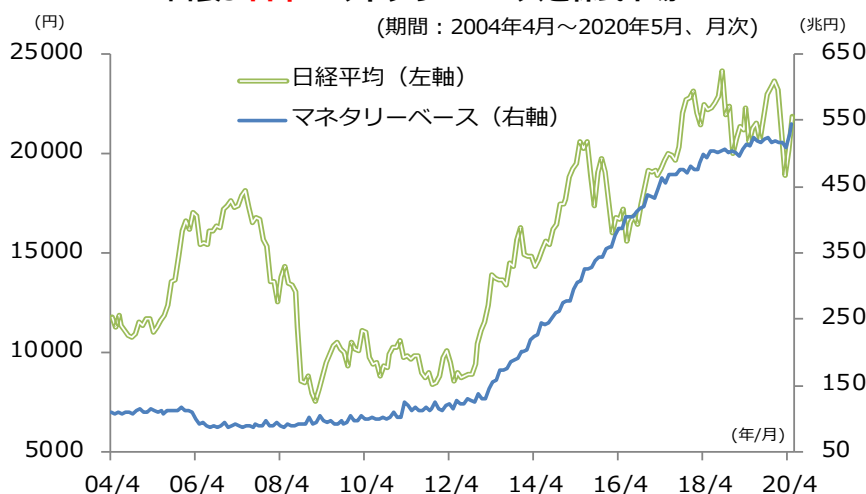
マネタリーベースとM2

足元で米国のマネタリーベースの伸びはリーマン危機直後のQE1時には及びませんが、QE2、QE3時を上回っています。一方、日本ではアベノミクス初期の伸びを大幅に下回っています（図表4、5）。日銀による国債買入れや特別オペ等を通じた金融機関への資金供給量が米国に劣後していることがわかります。M2の伸びが日米ともリーマン危機時を上回っていることは、政府主導で銀行が積極的に实体经济に資金を供給していることを示しています。リーマン危機時は銀行のバランスシートが脆弱だったため銀行から实体经济への資金供給がスムーズに進みませんでした。今回は銀行のバランスシートが強化され、自己資本規制の一時的な緩和もあり、銀行が積極的に实体经济へ資金を提供していることがわかります。

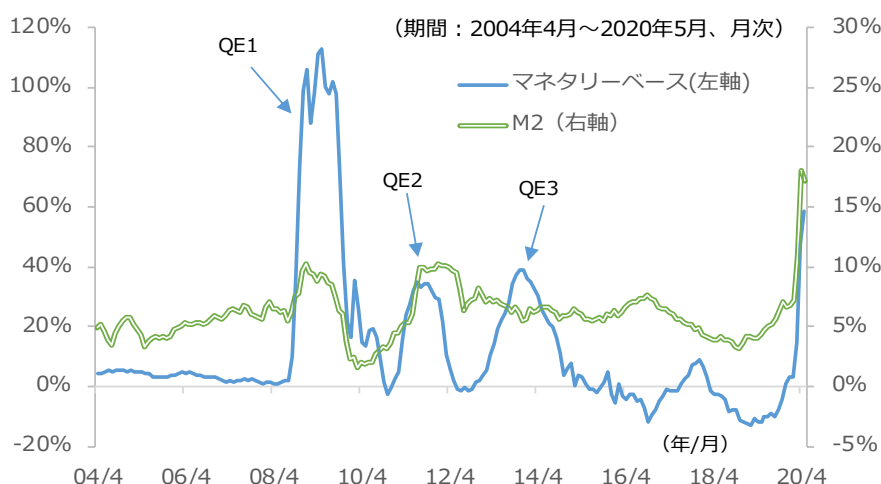
銀行の貸出し

M2の伸びに関連する銀行の貸出しは足元で日米ともに伸び率が拡大しています（次頁図表6、7）。両国とも政府が主導する企業支援策の効果が表れ、資金繰り対策として企業が手元流動性を高めていることが示されています。リーマン危機の経験を踏まえた政府の企業支援に対する積極的な姿勢や銀行のバランスシートの強さが背景にあると思われます。両国ともに事業会社向けの伸び率は拡大していますが、個人向けの伸び率は上向いていません。米国で個人向けが拡大していないのは失業給付の上乗せなどによって

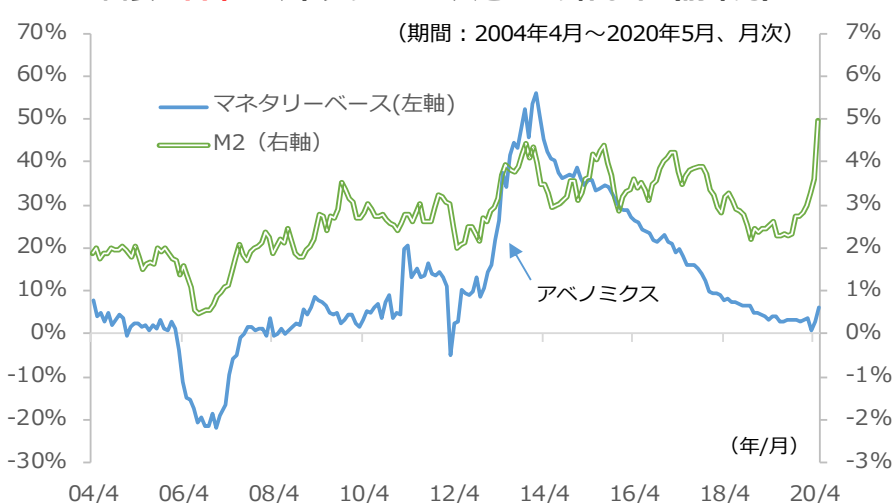
図表3 日本：マネタリーベースと株式市場



図表4 米国：マネタリーベースとM2の伸び率（前年比）



図表5 日本：マネタリーベースとM2の伸び率（前年比）



（図表3-5の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



現時点では個人の懐がそれほど傷んでいないことが理由だと考えられます。

マネタリーベースと為替レート

コロナ以降、FRBのQEが大幅に拡大する一方、日銀のQEに勢いがいいことから、日本のマネタリーベースの伸びは米国を大幅に下回っています（図表8）。この傾向が継続すれば、為替市場で円高ドル安が進み、日本株式の向かい風になることが懸念されます。

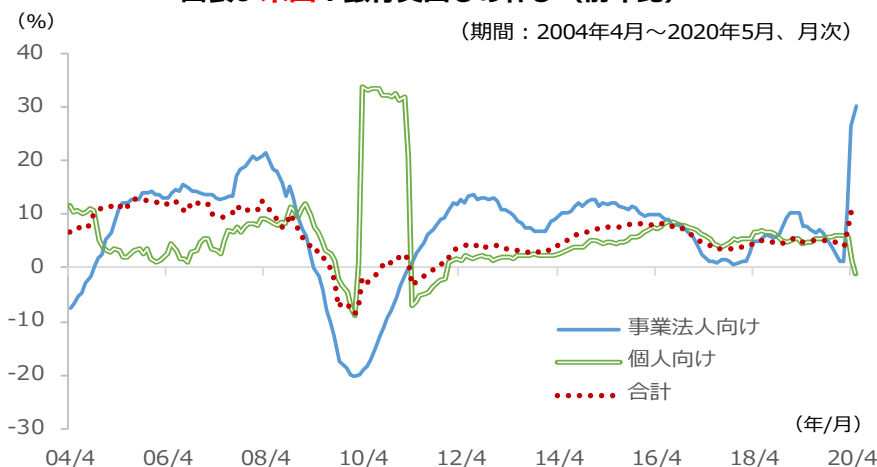
日米株式市場の見通し

マネタリーベース、M2、銀行貸出しの伸びから判断すると、直近の日米両国にはリーマン危機時に匹敵する流動性が供給されたことがわかります。リーマン危機時の経験を踏まえた政府・中央銀行の積極的な政策と銀行のバランスシートの強さが背景にあったと考えられます。今後も日米とも国債増発、QEの拡大が進み、特に米国でイールドカーブコントロールが導入されればこの流れに拍車がかかることになると思われます。株価を決める最も重要な要因は「企業収益」ですが、今後数カ月はこれらの流動性が株式市場を下支えすると予想しています。一方、このシナリオに対するリスクとして次の2点に注意したいと考えています。短期的には早すぎる財政・金融支援の打ち切りによって景気後退が長期化することです。中長期的には、経済の正常化が想定通りに進まず、当面の資金繰り対応で負債を急速に積み上げた国や企業のソルベンシー（支払い能力）が悪化することです。

以上（作成：投資情報部）

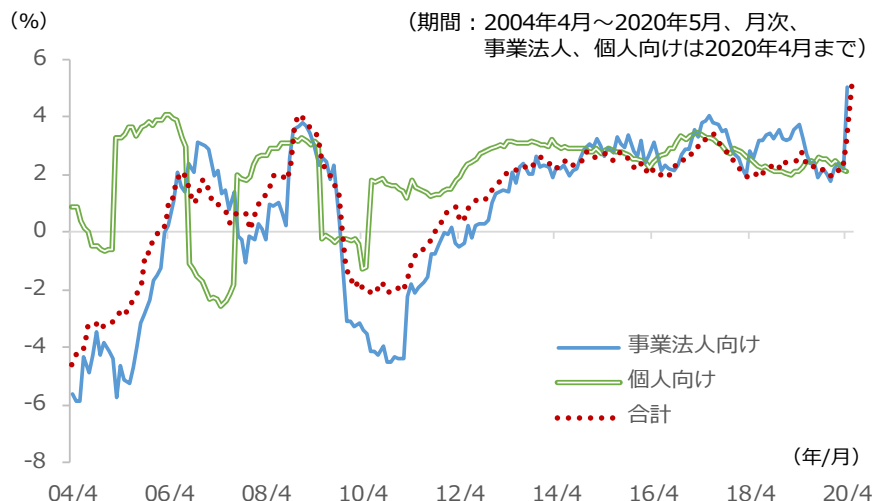
図表6 米国：銀行貸出しの伸び（前年比）

（期間：2004年4月～2020年5月、月次）



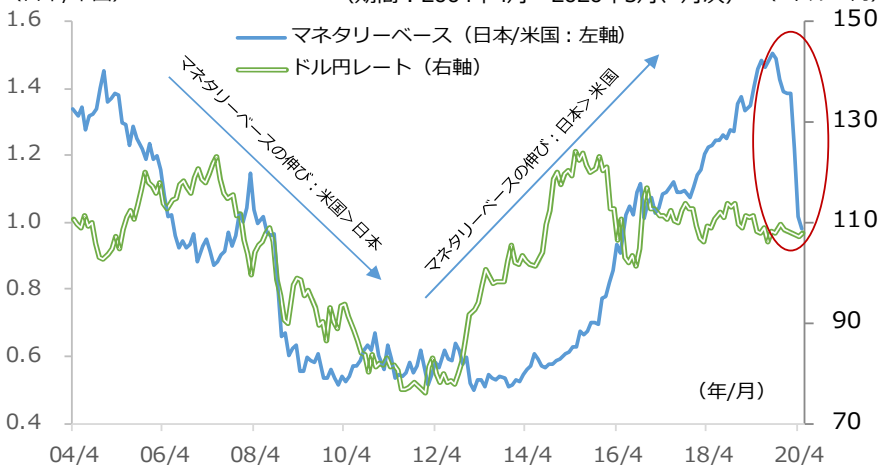
図表7 日本：銀行貸出しの伸び（前年比）

（期間：2004年4月～2020年5月、月次、
事業法人、個人向けは2020年4月まで）



図表8 マネタリーベースの日米比較とドル円レート

（日本/米国）（期間：2004年4月～2020年5月、月次）（1ドル=円）



（図表6-8の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)