

なぜ日銀の新政策が大成功すると 考えられるのか

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

■ 1. 世に満つる日銀批判こそ株高の引き金に

イールドカーブ制御は金融政策の進化、成功する公算大
アベノミクスで日経平均は8,000円から2万円へと2.5倍にな
ったが、その第二弾が始まろうとしているのではないだろう
か。今回もやはり引き金は、金融緩和である。イールドカーブ、
つまり短期だけでなく長期金利も日銀がコントロールする
という今回の日銀政策の評判は散々である。故に成功した時の
サプライズは大きいと思う。そして成功する確率は高い。な
ぜ評判が悪いのかと言えば、それが正しいとはどの教科書に

もこれまでの日銀の主張に照らしても書いてないからである。市場が決める証券価格を日
銀が決められるのか、決めていいのか。皆がノーと言ういわば暴論である。

そうした批判を承知の上で日銀は、新政策に踏み出したが、それはデフレ脱却を確かに
する最適の政策と判断したからである。ここに日銀と市場やアカデミズム、メディアとの
大きなパーセプションギャップが存在している。このパーセプションギャップの存在はそ
のまま双方がフェアバリューと考える値に大きなギャップが存在していることを意味する
から、大きな投資チャンスにもなる。

それでは日銀は何を狙っているのか、と言えば（立場上明言できないが一明言したとた
ん批判の嵐が起これば政策は維持できなくなる）資産インフレを狙っている、のであろう。

そもそも金融政策がインフレやデフレを引き起す際に、必ず先立って資産価格が変化している。1990年からの日本ではまず1989年末に金融引き締めが起き、直ちに株式のそして2年後の1991年に不動産価格の急落がおき、CPIがデフレに陥ったのはそれから9年後の1998年であった。また米国ではリーマンショック以降、前例のない大胆な量的金融緩和政策（中央銀行がバランスシートを5倍に膨らませ国債や住宅ローン債券を購入した政策）により、米国株式、不動産住宅価格が顕著に上昇し、家計純資産はリーマンショック直前のピークを大幅に上回り、家計消費増加の推進力となった。インフレを起こすためにはその前にまず資産インフレを起こすことが、必要なのである。

それにしても、本来市場が決めるはずの資産価格を中央銀行が決められるのだろうか。日銀は決められると踏んでいるのだろうか。それはQEによって可能になったと言える。日銀のバランスシートが黒田QEを始める直前の150兆円では不可能であっただろう。しかし今の460兆円なら十分に可能、それは日本のGDPにほぼ相当、国債発行残高の約半分に達しているのである。ということは今回のイールドカーブターゲットティング、長期金利をほぼ0%に固定するという新政策は、QEの進化形と言える。

しからばそうした資産価格押し上げ政策は正しいのかどうかだが、今回に限ってみればそれは正しいのではないだろうか。日本には過去最高水準の企業業績（＝価値創造）が存在し、かつ世界最大級の巨額の資本蓄積が存在している。それなのに20年にわたってデフレが続き経済が停滞、人々の生活も改善してこなかったのは、両者を結びつける金融市場がリスクキャピタル提供の場として全く機能してこなかったからである。企業の株式配当利回りは2%、これにほぼ株価の1%の自社株買いを加えれば、企業は株価に対して3%のキャッシュを株主に還元している。他方現金・預金・国債のリターンはゼロないしマイナスであり、圧倒的貯蓄はリターンゼロのいわゆる安全資産に寝ている。貯蓄をゼロリスク・ゼロリターンのいわゆる安全資産からリスクはあるが十分にリターンのあるリスク資産へと誘導しなければ、資本主義は死んでしまう。

金融市場が貯蓄を潤沢な投資につなげ、投資家・家計に十分なリターンを提供することなくして、経済の正常化はない。資産価格の押上はそれを実現する上で決定的カギとなる。この是正が日本復活のカギを握っているのならば日銀新政策は正しいといえる。

政権の異例のコミットメント

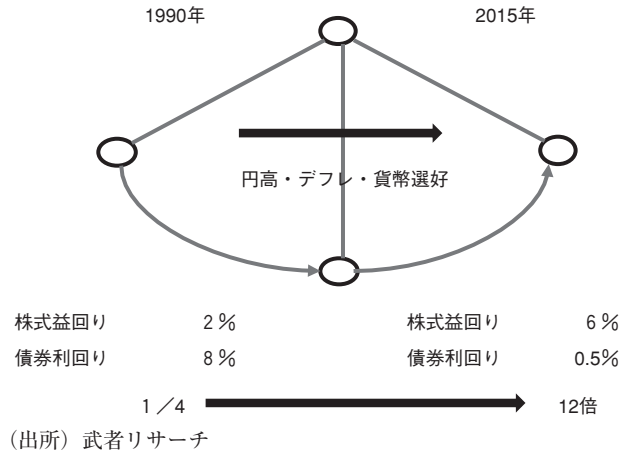
この日銀のラディカルな政策は、日銀単独のものではなく、アベノミクスの一連の政策と連携している。「貯蓄（ゼロリターンの現金・預金・国債）から投資（株・不動産・外

貨資産) へ」というスローガンがその中核にある。森金融庁長官はWSJ紙のインタビューに答えて、次のように述べている。「バブル崩壊後の日本は過剰な規制と資本基準の強化により銀行のリスクテイクマインドを奪い金融市場が機能しなくなった。銀行や投資家にリスクを取らせるよう誘導することが金融政策の最優先課題だ。」(2016年8月3日)。リスクテイク抑制からリスクテイク促進へ、金融行政のコペルニクスの転換である。それは政策当局による株価押し上げイニシャティブにもなる。日銀によるETF買い入れ倍増(3.3兆円から6兆円へ)、金融庁などの主導による貯蓄から投資への資金誘導(GPIFやゆうちょ銀行、かんぽ生命など公的機関投資家の改革による)、は株式需給を大きく変化させるだろう。2014年から2015年にかけて導入された企業統治改革(コーポレートガバナンス改革)、機関投資家統治強化(スチュワードシップコード制定)はリスク資産投資への資本誘導を行う上での制度改革である。こうして登場した国内の公的・民間機関投資家という新たな買い主体の登場は、外国人売りが一巡した後は大きな株高要因となるだろう。

株式需給における当局の役割の増大をPKO=当局による市場操作と批判する論調も目立っているが、それが正しいとは思われない。1989年末、日銀は利上げと窓口融資規制によりバブル潰しの引き金を引いた。当時債券利回りは8%と高かったが株式益回りは2%以下(PER50倍以上)、配当利回りは0.5%と著しく低く、明らかに異常な資産バブルが発生し投機が蔓延していた。換言すれば金融市場は適切な資源配分場として機能しなくなっており、日銀のバブル潰し政策は正当な政策といえた。ただ日銀はその後20年にわたって株価、不動産価格下落を放置・容認し、今ではマイナスのバブルといえる状況となっている。株式益回り6~7%、配当利回り2%に対して、預金金利、国債利回りは0%とリターンギャップは著しい。このマイナスのバブル、つまり実物経済には十分なリターンが存在しているのに極端なリスク回避によりリターンゼロの資産に圧倒的な貯蓄が滞留している状況、も1990年当時と同様に金融市場が機能不全に陥っていることを示している(図表1参照)。であれば当時と同様に日銀が政策介入して資産市場を是正することは、至極当然といえる。

1990年代後半の株式買い支え(PKO)は、収益悪化により価値を失った株式の値段を押し上げようという非合理的なものであり、成功するはずのないオペレーションであった。それに対して現在の当局のイニシャティブは、収益回復により価値を高めている株式を評価できていないという市場価格の非合理性を是正しようとするものであり、道理にあったオペレーションである。かつてヘッジファンドは当局のPKOに売り向かったが、今回はそれが無謀であることは論を待たない。筆者は1990年代のPKOを強く批判した当事者で

(図表 1) 極から極へと振れた株式対債券利回り



あるが、同じ理由によって、今回の当局のイニシャティブを強く支持したい。

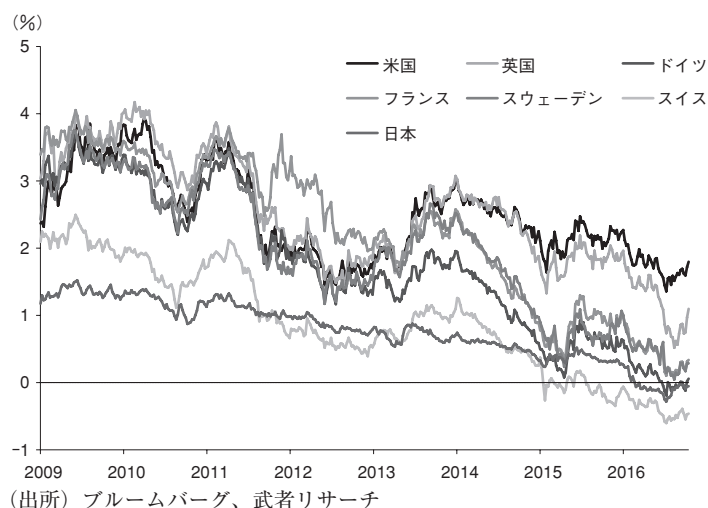
■ 2. 非伝統的金融政策を必須とする世界金融の新事態

金融市場が機能なくなっているという現実日本ほどでないが先進国に共通の新現象である。

その象徴は歴史的な長期金利の低下である。Brexitを契機に英ポンド金利が急低下したことにより先進国でまともな長期金利がついているのは米国だけとなった(図表1)。その米国でも景気堅調にもかかわらず海外からの資金流入により金利低下圧力がかかっている。危険視されてきたジャンク債や新興国債などにも、しびれを切らした資金が流入し利回りは大きく低下している。まさに空前の余剰資金がイールド(利回り)を求めて世界中を徘徊しているのである。主要国では長短金利が等しくゼロとなり、確定金利資産間の利ザヤを収益の源泉としてきた伝統的銀行ビジネスが世界的に成り立たなくなっている。

だがこれを資本主義の危機に結び付けるのは早計である。企業収益は好調であり、高いリターンは債券の外においては、株式や不動産には潤沢に存在している。株式の配当利回りはすべての先進国において国債利回りより著しく高くなっている。最も健全と見られる米国においてさえ、企業は株価に対して2%の配当と3%の自社株買いの合計5%を株主に還元しており、それは1.5%の長期金利の3倍以上というギャップがある。問題は企業の稼ぐ力、価値創造にあるのではなく、稼いだ金を適切に配分する機能を損なっている

(図表 2) 歴史的に低下する主要国長期金利



金融市場にある。

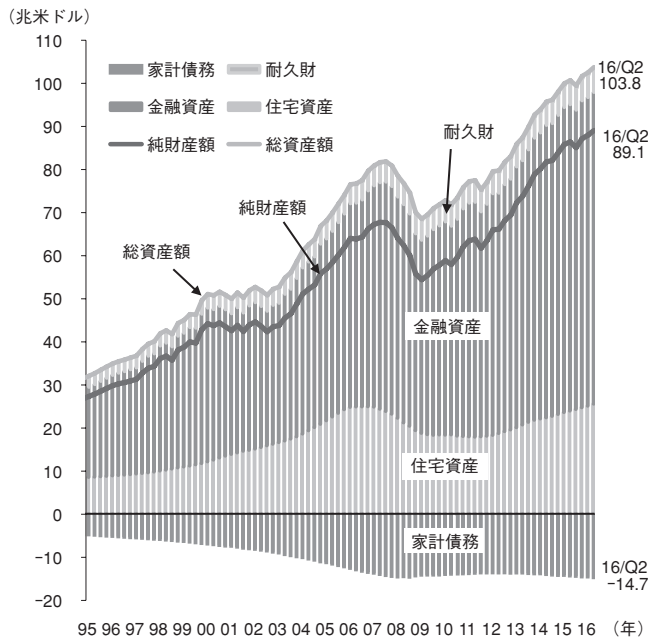
世界的金利低下のトレンドはまず米国で反転する公算大

こうした新事態に迫られて、過去の例や常識の枠から離れた非伝統的金融緩和政策が進化した。いち早くラディカルなQEを導入した米国は、資産価格の押し上げに成功し、先進国世界で唯一流動性の罟を回避、金融市場が機能している。株式や住宅不動産などのリスク資産への資金誘導は中銀の非伝統的金融政策（量的金融緩和やマイナス金利など）の目指すところであり、米国ではそれが最も有効に機能してきた。リーマンショック以降、米国では大胆な量的金融緩和政策により、米国株式、不動産住宅価格が顕著に回復し、家計の資産内容が著しく改善した。家計純資産はリーマンショック直前の2006年68兆ドルをピークに2010年には55兆ドルへと急減したが、資産価格の急回復により2016年1Q末には88兆ドル（対家計可処分所得比6.3倍）へと増加し、家計消費増加の推進力となった。資産価格上昇→家計消費（特にサービス）増加→雇用・生産回復→企業と家計の所得増加という好循環が定着し、完全雇用と2%インフレ目標というFRBの政策使命（mandate）がほぼ達成されつつある。

2017年財政出動で米景気加速、ドル高、長期金利緩慢な上昇へ

中国情勢の一定の安定化、新興国情勢の安定化、Brexitの織り込み、米大統領選挙の不

(図表 3) 米国家計資産・負債・純財産推移



(出所) 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

確実性の低下、などにより、再度グローバルリスクオン、イールド・ハンティングの趨勢が強まっているが、この先に何が待っているのだろうか。筆者はまず米国で、2017年に①成長・投資の加速、②資金余剰の減少、③FRBの利上げ、④財政出動が相まって、長期金利が緩やかな上昇に転じ、利潤率と利子率の乖離が縮小しはじめ、イールド・ハンティング機会が低下する、と想定したい。すると世界的余剰資本は円高一巡後の日本に向け、大きく押し寄せるのではないか。米国で2017年～18年にかけて量的金融緩和による資産価格上昇が、成長軌道復活→中銀の利上げと長期金利上昇に結実しデフレ危機脱却の先行例が形成されるのではないだろうか。それは日欧など他の先進諸国にも伝播していくと期待される。

■ 3. 完全雇用下の自然利子率低下の原因に様々な解釈

ところで米国のエコノミスト、経済学者は歴史的長期金利低下の問題を「自然利子率の低下」という論理として整理している。自然利子率とは経済がフル稼働でも過熱すること

(図表4) 米国長短金利とリセッションの推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

なく拡大できるインフレ調整後の金利を指し、それは貯蓄と投資がバランスする均衡金利とも考えられる。つまり自然利子率は政策金利決定の目安である。この自然利子率がこれまでのコンセンサスである2～3%から0%近傍へ急激に低下している、との見方が広がり、ここ数年にわたって低水準で推移することが共通認識になっている。長期金利の下落低迷とは、まさに自然利子率低下の問題なのである。であればFF金利の引き上げはあってもごくわずか、かつ緩やかにするべきということである。

だが市場フレンドリーな金融政策維持では一致

米国では完全雇用、経済はフル稼働状態に戻っているのに、自然利子率は全く上昇ないばかりか、低下している。なぜか、経済学者は自然利子率が低下した理由について、様々な説を唱えている。前FRB議長のベン・バーナンキ氏は、世界的な貯蓄過剰が原因と指摘している。ハーバード大学のローレンス・サマーズ教授は、投資需要が慢性的に不足する「長期停滞」が原因と主張している。イエレン議長などによるFRB見解は、金融危機以降の経済成長を抑えてきた一時的な逆風、すなわち経済の不確実性、ドル高、生産性・労働力人口の伸び鈍化に原因があるかもしれないとの見方である。このように原因に対する見方は分かれているが、「利上げを急ぐべきではない」という市場フレンドリーな処方箋は明確に一致している。自然利子率が低迷しているのに利上げをすれば信用の縮小循環をもたらす景気を失速させる。1980年以降米国では4回リセッションが起こったがいずれも、

金融引き締めにより長短金利が逆転した後である(図表4参照)。自然利子率が低下し続け、利上げた後のFF金利水準を下回って逆イールドとなれば、金融機関の利ザヤはマイナスとなり、軽度とはいえリセッションは免れなくなる。FRBはそれを回避することを至上命題としているのである。

低金利＝低自然利子率の下での拡張的財政金融政策が展望を開く

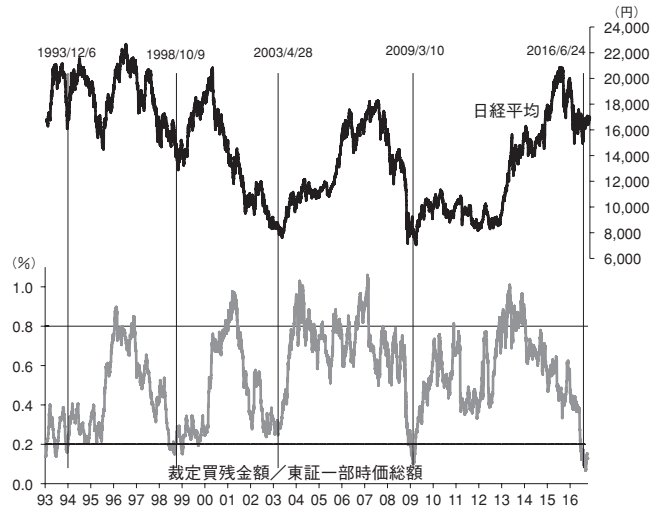
自然利子率の低下＝長期金利の空前の低下定着、を前提とした経済成長の姿とはどのようなものか。三つのシナリオが描けるであろう。第一は金融政策、超金融緩和を続けることで株価を押し上げ、企業は自社株買いなどを通して、株主・投資家としての家計の所得増加をもたらす消費を引き上げるという方向。つまり超低金利により株式価値が高まり、資金がリスク資産に向かうとことである。第二はケインズ政策、政府が借金をして需要を創る。そうすると遊んでいる資金が有効に使われる。次期大統領候補は民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補共に、積極的財政政策を政策アジェンダとして挙げている。実際米国ではインフラの老朽化が進んでおり、財政赤字もGDP比10%（2010年）から2%台（2015年）まで低下しており、長期金利は空前の低さ、となれば絶好のケインズ政策環境と言える。こうした財政金融面での資本余剰の循環は長期金利を緩慢ではあっても上昇させ、自然利子率を引き上げていくだろう。そうすると長期株高、ドル高の展望が開けることになる。中国リスクをにらみつつも、中長期強気スタンスが適切ではないか。

なお将来の話であるが、それでもだめなら第三の最後の手は、所得政策・社会政策であろう。余剰の配分を政府が主導して行う社会政策、政府が賃金決定に直接影響を及ぼす所得政策など社会主義的政策が必要になってくるかもしれない。ユニバーサル・ベーシックインカムはその典型であろう。

■ 4. 日本株式大転換期入りか

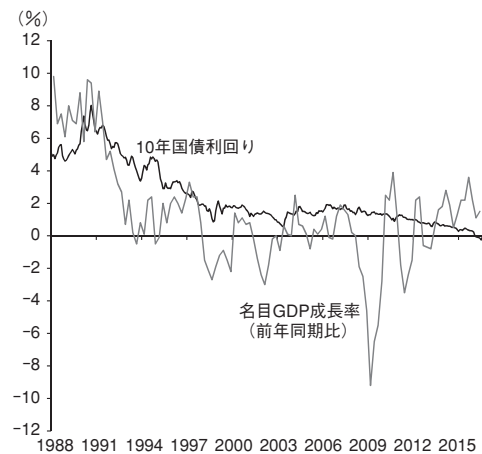
これまで世界株高進行にも拘わらず日本株式投資家は極端なリスク回避姿勢にあった。その顕著な例が東証一部の裁定買い残の歴史的な水準までの低下であり、人々は極端に日本株投資を毛嫌いしてきた。しかし、図表5に見るように過去歴史的な水準に裁定買い残が低下した直後には、必ず株式の大きな反発がもたらされている。ファンダメンタルズが悪くないのに、人々は根拠の乏しい悲観論にとらわれているということであるから、これから先の株価反発の需給条件は整えられているということである。

(図表 5) 日経平均と裁定買い残／東証一部時価総額の推移



(出所) 東京証券取引所、武者リサーチ

(図表 6) 日本名目成長率と10年債利回り推移



(出所) 内閣府、ブルームバーグ、武者リサーチ

日銀の新金融政策を成功させる条件が整っている。①実質金利の十分な低下、の下でファンダメンタルズ改善、雇用回復、賃金上昇が始まっている。不動産需給も改善し、賃料が値上がりする局面にある。企業収益も円高一巡により堅調が見込まれる。②円高一巡、原油価格も上昇に転じ物価が上昇に転ずる。これに株価上昇が伴えば一気にムードが変わる局面にある。