



## 新生黒田日銀の金融政策とそのインプリケーション

官製バブルへ向けた壮大なる実験

### 量的・質的金融緩和

4月4日に日本銀行より公表された「量的・質的金融緩和」の導入については、日銀自らが「次元の違う金融緩和」と銘打ち、市場のコンセンサスを上回る内容であった（←株式・債券・為替市場の反応から明白）ことから、その内容を整理しておくことは今後の市場動向を見通す或いは爾後の金融政策においてその変化を捕捉する上で無駄な作業ではなからう。その概要については、日本経済新聞紙面或いは日本銀行ホームページにまとまった表が掲載されているので、それらを再掲することで詳細説明の代わりとする。

#### 日銀の金融緩和

	これまで	⇒	量的・質的緩和	
2%の物価上昇率目標の達成時期	「できるだけ早期」	⇒	「2年程度」と明示	
誘導目標	無担保コール翌日物	⇒	マネタリー・ベースを2年で2倍に	
国債の買い入れ	量	13年は20兆円増加	⇒	年間50兆円増加
	対象	残存期間1-3年	⇒	40年債まで広げ、平均残存期間は7年に
	⇒	保有額・平均残存期間は2年間で2倍以上に		
リスク資産の買い入れ	ETF	13年は5,000億円増加	⇒	年間1兆円増加
	J-REIT	13年は100億円増加	⇒	年間300億円増加

出所：日本経済新聞

#### 日銀のバランス・シート

(兆円)

	2012年末 (実績)	2013年末 (見通し)	2014年末 (見通し)

資金供給量 (マネタリー・ベース)	138	200	270
長期国債	89	140	190
コマーシャル・ペーパー	2.1	2.2	2.2
社債	2.9	3.2	3.2
上場投資信託 (ETF)	1.5	2.5	3.5
J-REIT (不動産投資信託)	0.11	0.14	0.17
貸出支援金 (資産計)	3.3	13	18
銀行券(お札)	158	220	290
日銀当座預金残高 (負債・純資産計)	87	88	90
	47	107	175
	158	220	290

出所：日本銀行

### 資本市場に対するインプリケーション

これら施策は量的緩和の規模の点において旧白川体制比で大胆であることは明白である。もちろんその目的が15年近く続いたデフレからの脱却にあることは火を見るより明らかであるが、重要な点はこの「量的・質的金融緩和」が長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できると日銀自らが表明していることであろう。これは資本市場に様々なインプリケーションを持つと考えられる。

まず、最も明白なことは、日銀が投入する実弾が増えることによる直接的な資産価格の上昇である。債券および株式の価格上昇は言うに及ばず、マネタリー・ベースの拡大および金利低下は為替の円安につながる。為替円安は日本企業の国際競争力の向上（≒輸出ドライブおよび輸入の抑制）を通じて業績を好転させ、それが名目金利低下と相俟って設備投資を可能ならしめる。

また、この政策によって期待インフレ率の上昇がもたらされれば、既に名目金利は低下している訳であるから、実質金利も大幅に低下することになる。これ自体為替円安の要件でもあるが、同時に貯蓄超過に陥っている企業セクターの投資意欲を喚起するカンフル剤ともなる。然るに、サプライ・サイドにおいては投資を拡大する環境が整っている訳であり、実際にそれが起こるかどうかは需要の強さ（≒世界経済の成長度合）にかかっていると見えよう。幸いにして、国内需要は財政投入（補正予算執行）もあって堅調が予想され、海外においても緩やかなリセッション状態にある欧州を除けば、米国および東南アジアが回復を見せている他、成長率が低下しているとは言え、中国その他の新興国経済も先進国に比べれば

まだ高い経済成長を謳歌している。

逆の見方をすれば、仮に需要が思ったほど強くならず、事業投資が出ないという状況となるならば、日本企業は米国企業が行なっているように、マイナスの実質金利下で借入を増やし、自社株買い（或いは増配）を実施して財務レバレッジを引き上げることが理論的には望まれる。足元の株価上昇に乗じてエクイティー・ファイナンスを実施し、それで得た資金を借入れ返済に充てるという愚挙に及ぶ企業の株価は現状では叩き売られるべきである。

さらに、足元で不動産セクターの株価が急騰していることが指し示す（或いはジョージ・ソロスが極めて危険と指摘する）とおり、黒田日銀のやろうとしていることは中央銀行によるバブルの誘発とも言える。元本或いは償還期限のないETFやREITといったリスク資産の購入を増やしている訳であるから、そう言われても仕方がない。国債の買入れ年限の40年までの拡大も個人的にはサプライズであったが、これら一連の行動はファイナンスの教科書的に言えば、リスク・プレミアムの低下に直接的に働き掛けていることになるので、割引率の低下を通じた適正バリュエーション（P/E やキャップ・レート）の拡大による資産価格の上昇を促しているのである。日銀も4日の民間エコノミスト向け説明会でさすがにREITは市場自体が小さすぎてこれ以上購入額を増やせないと発言したとされているが、イールド・ギャップ（日銀の定義では株式益回りー国債利回りらしい）から日本の株価は割安で、ETFの買入れにはさらなる増額余地があることを示唆したとされている。

### 日本株式相場見通し

所謂「アベノミクス（最近では Asset Bubble Economics）」相場が始まるまで、日本株の適正 P/E を 13.3x 程度で考えていた（←リスク・フリー・レート 2%、エクイティー・リスク・プレミアム 6%、潜在成長率 0.5%）。ここしばらくはこれを 14.3x 程度に上方修正していたが、今回の一段の金融緩和策により、これを 15.4x 程度まで引き上げることが許容されるのではなかろうか（←潜在成長率はいじらないが、リスク・フリー・レート 1.5%、エクイティー・リスク・プレミアム 5.5%を適用）。これに FY14 の Topix のトップ・ダウン・コンセンサス予想 EPS¥80 を掛け、さらに現状 NT 倍率 12x を掛けると、向こう 12 カ月程度の日経平均のターゲットはやはり¥14,500-15,000 程度と導き出せる。利益が+10%上振れた場合、同ターゲットは ¥16,000-16,500 程度まで引き上げられる。

5 日の米国雇用統計で非農業者部門雇用者数がコンセンサスを大幅に下回り、足元で高値更新を続けていた米国株にもその勢いに若干ブレーキがかかるかもしれない。ここから「財政の崖」の影響が経済指標にも影を落とし始めるかもしれない。翻って国内では当面金融・財政政策にこれ以上のポジティブ・サプライズは期待しにくく、次なるイベントは 6 月の「成長戦略」や 7 月の参院選とされている。欧州周辺国における悪材料が出てくることも短期的には相場下押し要因となる可能性はある。但し、海外投資家による日本株買い余力は依然として存在し、新年度入りして国内機関投資家が売り手から買い手に回る可能性もある。15 年続いたデフレからの脱却シナリオが生き続ける限り、日本株の調整は小幅・短期で収

束する可能性が高いと結論付けられる。

### 投資方針

斯かる環境下、ポートフォリオのベータを低くしておくのは危険と考える。金融政策出尽くしその他の悪材料によるマーケット調整の際にはこれを若干引き上げて行く方向で考えたい。低ベータでも独自の成長ストーリーを持つ銘柄のウェイトは維持し、どちらかというリスク・コントロール目的で保有している大型ディフェンシブ株のウェイトを引き下げ、より高ベータで魅力的と考えるものへポジションをシフトさせて行きたい。

当面は為替円安と内需回復が併存しそうな見通しであるため、移し先は輸出関連・内需関連どちらでもよからう。但し、少なくとも2年という時間軸があり、超長期の金利まで潰しにかかっている現状、高ベータと雖も先日来議論に上っている生命保険株だけは避けられるべきであろう（←長期金利低下によるEVの減少およびP/EVの低下）。ノーマルな金融経済環境下では、金融緩和は景気刺激を通じて期待インフレの上昇をもたらす、イールド・カーブのスティープニングによる長期金利上昇に繋がる筈だが、GFC以降のグローバルな金融緩和策においては中央銀行が積極的に長めの金利に働きかけるため、期待インフレは上昇しても実質金利がマイナスになるだけで、時間軸効果が働いている限りにおいて長期金利は上昇しないと考えるのが妥当であろう。

金融セクター（およびその周辺）で議論を展開すると、長めの調達金利低下による貸出利鞘拡大が見込まれるノン・バンクは魅力的である。メガ・バンク株は金利低下が好悪両方の材料たり得るが、欧州系銀行の弱体化に伴う海外貸出のシェア・アップ（含むM&A）、タイム・ラグを伴ってやってくる不動産向け／設備投資資金借入れ需要増、余剰資本による株主還元拡大、低バリュエーションから緩やかな株価上昇／相対アウトパフォームが見込まれる。上がらない預貸率および資本効率の観点から、地銀の魅力はメガ・バンクのそれに劣後する。先行した不動産株の後に続くものとしては、2014年4月の消費税率引き上げを控えていることもあり、住宅ローン保証や注文住宅メーカーも有望な投資先と考える。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

**BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社**  
**BNY Mellon Asset Management Japan Limited**

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 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