

ストラテジーブレティン (93号)

懐疑論を粉碎する QE の威力

一昨日発売の『週刊エコノミスト』は「金融緩和でデフレは脱却できるのか」、という半歩遅れの特集をしている。もはや賽は投げられたのであり、ルビコン川を渡ってしまったのである。「金融政策でデフレは終わるのか」、「デフレ終焉で日本経済は回復できるのか」、「過度の金融政策の発動は致命的副作用をもたらさないのか」、等という議論は今や、全て無用の空論である。日本政府がアベノミクスを採用し、黒田東彦氏を日銀総裁に、岩田規久雄氏を副総裁に決定したことで、路線は決まった。「金融政策でデフレは終わり」「デフレ終焉で日本経済は回復し」「徹底的金融緩和は致命的副作用をもたらさない」がすでに選択された結論である。ここから先の懐疑論、悲観論は、アベノミクスの失敗を予言し、祈念し続ける以外（つまり政策の揚げ足を取る以外）のなにものでもない。

他方、政府と新生日銀の使命は、バズーカ砲でも何でも使って、デフレを終わらせ、日本経済をまともな成長軌道に乗せる以外にない。政府と日銀に禁じ手はない。金融政策でデフレを終わらせられなければ、日本が成長軌道に戻れなければ、政府も、日銀も、日本経済も衰退と滅亡に向かうのみである。

これから市場は黒田次期日銀総裁が打ち出すであろう、イニシャティブを織り込み始めるだろう。新イニシャティブとは米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和政策、QE1、QE2、QE3、欧州中央銀行（ECB）によるOMT*（新たな国債買い入れプログラム）など、米・英・欧で成功している新金融レジームに他ならない。

* OMTは、制度は作られたものの、未だ活用されていない。OMTがあるだけで、市場内の売り方は鉾を引っ込め、急騰していた南欧諸国金利は大きく低下した。つまり、抑止力として大きく効いたのである。

「量的金融緩和は日本がいち早く導入した、日銀の対GDP総資産比率は、既に主要国の中で最も高く一番積極的である」と白川日銀総裁とその追従者たちは主張してきたが、それは全く誤った解釈と考える。QEとは何か、その本質は中央銀行による市場価格（＝リスクプレミアム）の操作に他ならない。市場が間違った悲観、恐怖に支配され、過度に値下がりしている時に、そのミスプライスを是正するのがQEである。それを放置すれば、金融と経済は崩壊せざるを得ないからである。今や信用の中心は、銀行家の胸中にあるのではなく、市場価格そのものである故、信用のコントロールに市場価格操作は不可避なのである。

「何故中央銀行のバランスシートが極端に膨張せざるを得なかったか」と言うと、それは、大規模の資金投入をしなければ市場価格が操作できなかったからである。確かに日銀の対GDP総資産比率は以前から世界一高いが、市場における価格操作には全く成功していない。日本では株式等のリスク資産における異常な高リスクプレミアムが温存されたままである。株式などの資産価格の押し上げ（＝リスクプレミアムを押し下げ）、には全く成功していない。それは米・英・欧で成功しているQEとは似て、全く異なるものである。図表1のFRB総資産推移に見るように、バーナンキFRB議長は、2009年3月からQE1により大量のMBS（住宅ローン債券）を買い、暴落していたMBSを買い支え、住宅ローン金利を大きく引き下げた。次いで2010年11月からQE2により大量の米国債を買い、長期金利を3.5%から一気に2%まで引き下げた（図表2参照）。この金利低下は、債券保有者に膨大な値上がり益をもたらし、リスクテイク意欲を鼓舞した。国債の値上がりは株式の相対的割安さを際立たせ（＝長期金利の低下によって株式リスクプレミアムが押し上げられ、それが株式の割安さを顕著にし）、投資家を株式購入へと

株式会社武者リサーチ
代表 武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネバルティール汐留 901

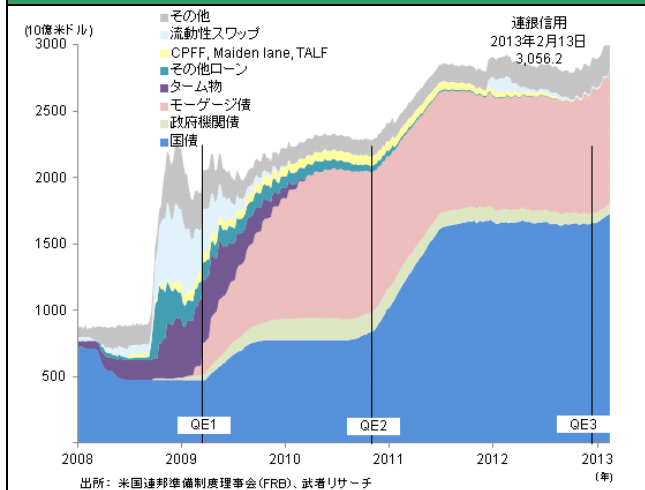
導いた。米国の金融市場の回復は、ひとえにFRBのQEによるバランスシートの大膨張に負っている。悲観派、懐疑派はFRBのバランスシート膨張を不健全だと言うが、それなしには健全な金融市場は戻らなかった。そして健全な金融市場なしには、中央銀行の健全性などあるはずがない。

黒田氏は日銀に真正のQEを導入するだろう。長期金利が大幅に（現在の0.7%から0%までの余地がある）低下するまで日本国債を買い続け、株式リスクプレミアム（長期金利を越える株式リターンの超過リターン）の大幅な低下、つまり大幅な株価上昇が実現するまで日銀のバランスシートを膨張させ続けるだろう。アベノミクスと黒田QEにとって株価の大幅な上昇、水準訂正は不可避なのである。

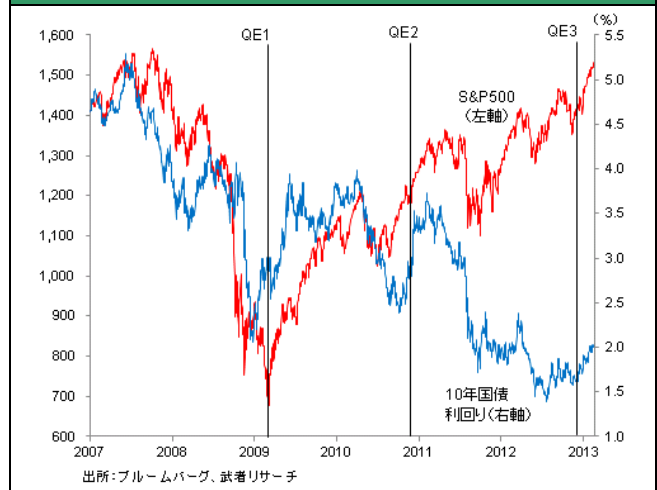
これは考えてみれば1989年バブルの絶頂で（プラスの）バブル潰しをやった三重野元日銀総裁と同じことを、つまりマイナスのバブル潰しを黒田次期日銀総裁がやるということである。日銀は以前から資産価格のミスプライスの是正にイニシアティブを取ってきた。去りゆく白川総裁がこれまでその任務をサボタージュしてきただけのことである。

（QEの必然性、中央銀行の新たな役割に関しては、2013年2月13日付、ストラテジーブレティン91号「何故アベノミクスは成功する可能性が高いのか」を参照されたい）

図表1：QEとFRB総資産推移



図表2：QEと米国10年国債利回りと株価推移



著作権表示©2013 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。