金融特別レポート

提供　：　本田リサーチ
代表　本田 敬吉

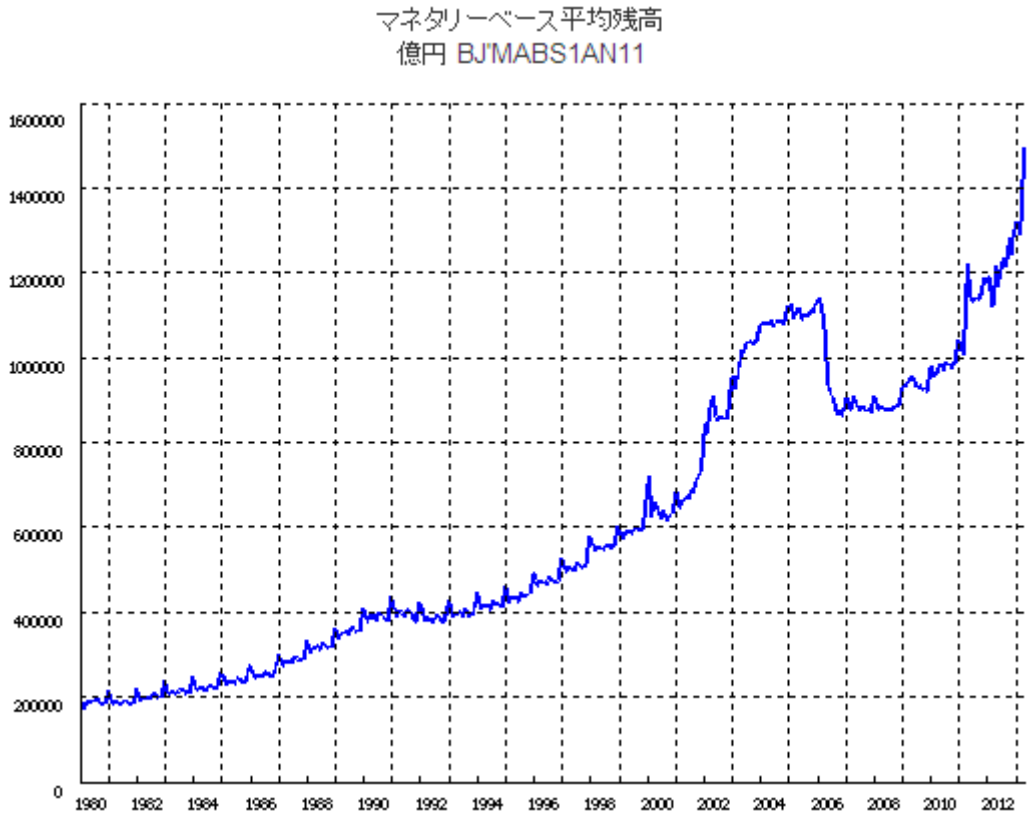
第１４回
『　アベノミクスの節度　』

4月18、19日G20声明「日本の金融政策はデフレを止め、内需を支えることを意図したもの」と明記された。G20でアベノミクスが黙認されたことを受けて、週明け22日その反応が心配されたが、為替・株価とも幸い暴走せず。

市場は、「山高ければ、谷深し」の格言通り、行き過ぎればその反動も激しいものとなり、後始末が大変なことになる。
そこで今回は、アベノミクスの節度について、アベノミクスの第一の矢、金融緩和による市場の適性水準はどこなのかについて考察してみる。

総量的節度は計量経済モデルで算出された「マネーを2年で1.8倍に増やせば2%インフレ・ターゲットを達成できる可能性がある」とされるもの。
マネーとは日銀券残高81兆円と日銀に預けられた市中銀行の当座預金残高44兆円の合計125兆円(いずれも平成24年度上半期末現在)、これを1.8倍すれば225兆円、つまり100兆円追加マネーを供給するということ。

直近24年度末の残高は134兆円に増加したと報じられているので、上半期比で9兆円の増加となり、それだけで既に株価、為替相場、長期金利などに大きなインパクトを与えたことになる訳だ。



ここでこれら3つの適正水準と相場の節度を考えて見たい。

株価の節度

■ PBR:（適正水準を1～1.8と仮定）

現状1.4レベルとみられる(仮に1.8程度に想定すればあと28.5%の上昇余地が残っており日経平均17,400円台)。

＊PBR（株価純資産倍率）:株価が簿価純資産の何倍かを表します。企業の資産面から株価の状態を判断する指標です。

■ PER:（適正水準を25～35と仮定）

現状が28近辺、同様の推計ができる(仮に、35まで上昇余地ということになればあと25%上昇余地ということになり日経平均17,000円台)。

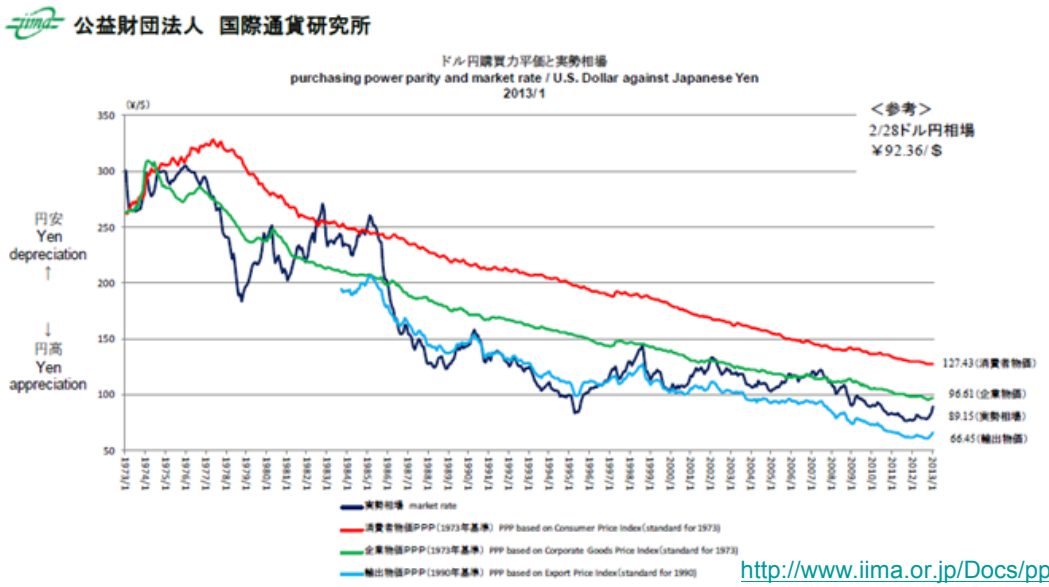
＊PER（株価収益率）:株価が年間純益の何倍かを表します。企業の収益率から株価の状態を判断する指標です。

両指標から見た、日経平均の適正水準は17,000円台

為替の節度

適正水準の議論、企業物価指数PPP(グラフ参照)で見ると、96.61円。この指数から見ると、現水準は妥当。購買力平価からの観点も重要だが名目実効為替レートのほうが市場感覚として分かりやすい。円の下落の影響を直に受けているのは、アジア近隣諸国。特に韓国ウォンとタイバーツは対円で大幅上昇。

（玄企画財政相、円安による韓国経済への打撃は「北朝鮮情勢よりも大きい」とコメント）



http://www.iima.or.jp/Docs/ppp/doll_yen.pdf

長期金利の節度
日銀による過度の市場買い出動は長期金利の不自然な下げ(国債価格の上昇)に繋がり、出口環境を悪化させる。
12月末利回り0.795%→3月末0.560%。
（これは、1.00795/1.0056の10乗＝1.0236即ち2.36％の10年国債価格上昇　3月末現在855兆円超とみられる長期国債残高比、これは20兆円の含み益だが逆に損失予備軍ともなる）

　なお、ある調査データによると、市中銀行保有の長期国債の総平均残存期間7年に対して、1％の金利上昇は6.55%の価格ロスを生むと試算され、これを長期国債残高855兆円に掛けると56兆円のロス発生。但しこの額は株価上昇益55兆円に見合っているので全体では相殺されるとした。

1997～2012年の15年間の相関値ではCPIが2%に達した時点では10年長期国債利回りは1.9%と推計される(現利回り0.610%との比較では1.29%の上昇、1.019/1.0061の10乗＝1.1359即ち13.59％の価格ロスを生むと試算され、これを855兆円に掛けると116兆円のロスが発生）

但し長期債券の価格ロスはその時点までの株価上昇益に見合っていると予想され全体では相殺されるとみる。

こうして見ると2年間で、2%の物価上昇の為の金融政策には株価水準次第という相当のリスクを孕んでおり、やはり限界はあると見なければならない。なぜなら株価というものは短中期的には想定外のさまざまな要因で揺さぶられるからだ。

したがって、物価上昇の持続性のためには第3の矢、成長戦略が待たれることになる。なぜなら第2の矢である財政出動はG20でも封じられた。また、第2の矢が出しゃばり過ぎれば国債格付けの引き下げによる価格下落という時限爆弾が炸裂しかねない。今後は、日本経済成長にとって最も効果の期待が出来て、素早い実行が求められるのは、実際にはマネーの出動を伴わない「規制改革」であろう。

Author
本田　敬吉（Keikichi Honda）
1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。