

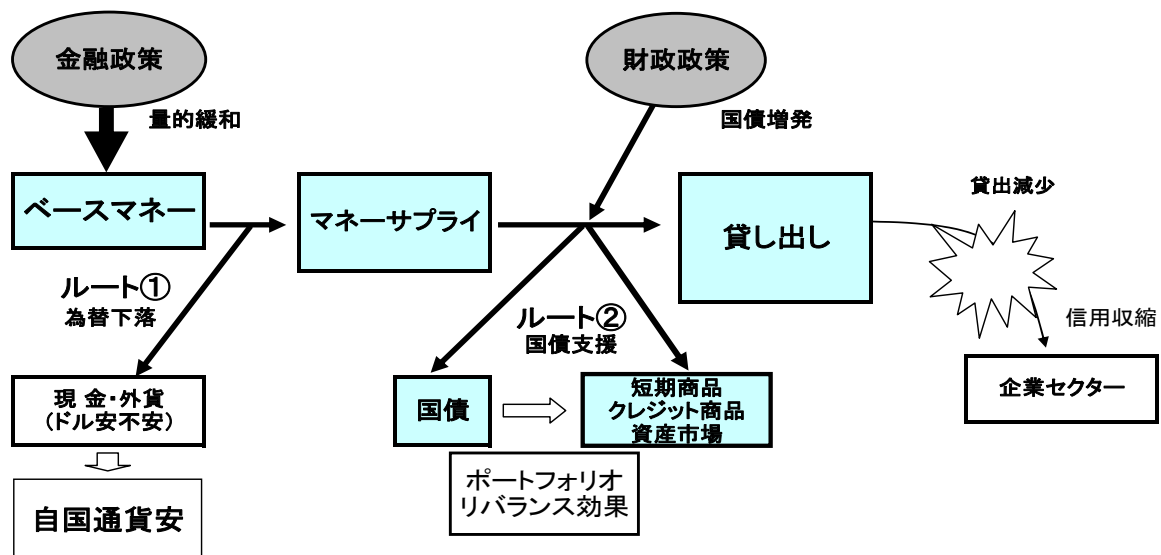
## なぜ、日本の環境は資産価格が上がりやすいと考えるか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

先週以降、日本の株式市場中心に大揺れになっている。これは、年初より一貫して上昇してきた相場のスピード調整が生じたことによるものだろう。筆者は、2013年は「日本の失われた20年」脱却の第一歩の年と考えてきたが、同時に2013年は内外環境含め、不確実性は残存すると考えている。これまでの相場には、来年も含めた成長を先取りした期待先行の面もあっただけに、当面は神経質な相場状況が続くそう。

一方、筆者は今年、日本の資産価格が上がりやすい要因を抱えていると認識してきた。その背景を改めて議論する。今年、アベノミクスに対する認識は、海外のなかでも米国を中心としたバランスシート調整の進展で、日本に対してそれまでの「向かい風」が「追い風」に転じたなか、安倍政権が時宜を捉えて対応したことが効果を発揮したということだ。それは金融政策による効果も同様である。下記の概念図は金融政策による資金フローを示す。今回、黒田新総裁の異次元の金融緩和では、ベースマネーを2倍に拡大させ、図表の左側からの資金供給を拡大させるとする。その目的は右下の企業に貸出を通じたフローの拡大につながることにある。

■図表: マネーフロー概念図



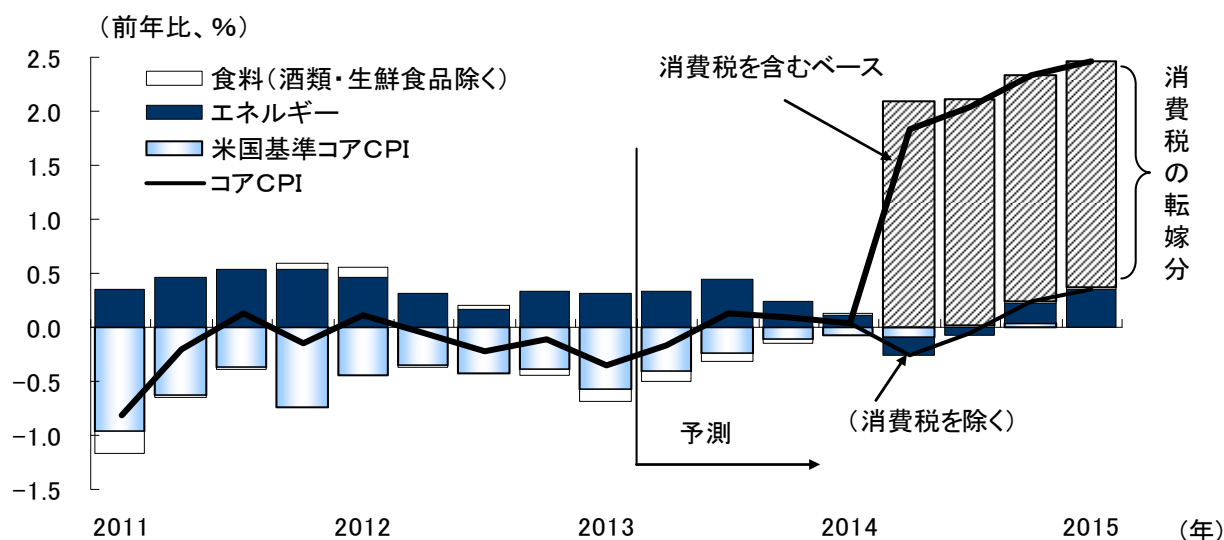
(資料) みずほ総合研究所

現段階では、上記図表ルート①で海外に資金がシフトして円安に働きかけ、次いで図表ルート②で資金が資本市場に流れ、国債からのシフトに伴うポートフォリオリバランス効果を通じて、株式市場も含めた資産市場に向きやすい。その結果、時間差を伴いながら、最終的には実際の企業の資金需要としての貸出増

が期待されるが、そこまでの道程には時間を有する。当面は、資産市場に資金は向かいやすい。

今回、金融緩和を持続させる目安として物価目標の2%が示されている。それは、効果を確認する「温度計」にたとえられる。下記の図表はみずほ総合研究所の消費者物価の見通しであるが、当社試算でも、2015年を展望して漸く0%台半ば程度であり、2%にまで達するのはかなりのハードルである。しかも、欧米も含め世界的な物価は低下トレンドにあるなか、欧米でも2%の物価目標はかなり困難である。ただし日本では、一度このような高いハードルが掲げられた以上、一定期間は金融緩和を続ける必要が生じ、その結果、日銀から供給された資金は、前ページの図表で示す資産市場に向かいやすい。

### ■図表：日本の消費者物価展望



（注） 内訳は消費税を除くベースの寄与度。

（資料） 総務省「消費者物価指数」

筆者は、いずれかの段階で日銀は2%の物価目標から「総合判断」に転じて、エグジットに向けた準備に入ると展望する。ただし、同様に、政治的配慮からも日銀が高水準の緩和資金を続ける要因は、消費税引き上げにある。第一回の消費税引き上げの2014年、第二回の2015年の間に政治的に日本の姿勢は金融緩和の出口には向かいにくく、自ずと金融緩和期間が長期化する。その結果、米国との金融政策バイアスの乖離が、円安バイアスをかけやすい。同時に、グローバルな物価安定も世界の金融緩和の長期化につながりやすい。

以上で示したように、バロメーターとなっている物価指標自体が上がりにくく、同時に、政治環境で消費税の観点からも金融緩和の継続が必要になる状況は1980年代後半に類似している。当時も資産価格上昇が生じた。また、当時も米国を中心に景気拡大の追い風状況になっていたことが期待改善につながった。

先週から株価は調整に入っているだけに、過度な期待は抑制された状況になった。ただし、日米の実体経済環境の改善が続きやすく、日本では金融緩和の長期化が展望されるだけに、資産価格の上昇トレンドは生じやすい。現段階ではその上昇を実体経済の改善に向ける梘子として活用する段階にある。従って、早計な「バブル警戒論」は逆効果であるが、資産価格の上昇は、最終局面では常に過度な期待ももたらしやすいために、その調整にいかなる段階（多分に忘れた頃）で対処するかについての英知も求められる。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的とした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各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。