

## ストラテジーブレティン (44号)

日銀は今こそ過去20年間の蓄えを使え  
～円安、賃金高、株高誘導で震災を転機に変えよ～

## -----お知らせ-----

この度、「特別緊急企画：被災地への全額義援金セミナー」を開催致しますのでご案内申し上げます。今が日本経済の歴史における大きな転換期であり、日本の強さと将来展望を、皆様と共に考えたいと思います。皆様にご参集頂けることを願っております。

## ■特別緊急企画：被災地への全額義援金セミナー■

株価、急騰目前!  
日本経済は技術力で再び世界を席卷する

高松一郎 志村幸雄 武者陵司

2011年5月14日(土) 13:45～ 東京・上野

主催 Trias Corporation みんなの株式 協賛 IFIS NIKKEI CNBC 東洋経済新報社  
MR 武者リサーチ

日時：2011年5月14日(土) 13:45～(13:15受付開始)

場所：東京国立博物館 平成館大講堂

参加費：3,000円(当日会場にて) ※参加費は全て義捐金として日本赤十字社へ寄付致します。

⇒お申込はこちらから

<http://minkabu.jp/top/news/459>

## &lt;スケジュール&gt;

13:15 受付開始

13:45-14:15 講演(1) 志村 幸雄氏  
「大震災でわかった世界に勝つ日本の産業技術と当面の課題」

14:15-14:45 講演(2) 高松 一郎氏  
「ファンドマネージャーは大地震をどう対応し、今後をどうみるか」

14:45-15:15 講演(3) 武者 陵司  
「いまが歴史の転換点、日経平均株価は2013年には2万円に」

15:15-15:35 休憩

15:35-16:40 質疑応答/討論会

16:40 終了

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](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒105-0021  
東京都港区東新橋 2-18-3  
ルネパルティーレ汐留 901

## (1) 悲観論の考え違い

世間に蔓延する悲観論は、「弱り目にたたり目」との誤った観念に捕らわれている。財政赤字、人口減というコストを先送りしてきた日本経済に、震災と言う大きな不運が加えられたとの観念である。財政赤字や人口減が問題先送りではないことはブレティン 42 号で説明した。また震災が新規需要を創造し需給ギャップを縮小する契機になることはブレティン 43 号で触れた。

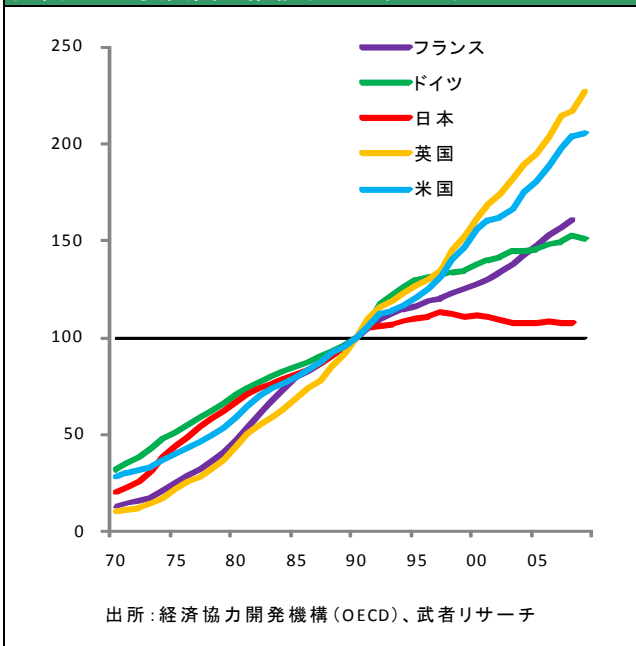
### 日本のデフレ=市場価格が本来の価値を著しく下回っている状態

これに対して楽観論者は日本には過去 20 年間の潤沢な蓄えがあり、震災がそれを発揮する契機になると考える。過去 20 年間の蓄えとは、円高とデフレである。円高とデフレは日本の賃金、株や不動産などの資産価格において本来価値(Value)からかけ離れた低市場価格(Price)を形成せしめた。価値と市場価格の差額は蓄えと言え、いずれ賃金上昇、株高となって戻ってくる。震災後の適切なリフレ政策が実施され、賃金と資産価格が本来の価値を取り戻せば賃金上昇と株高が起これ、日本経済を長期停滞から救出するだろう。

## (2) 円安で賃金デフレは終る

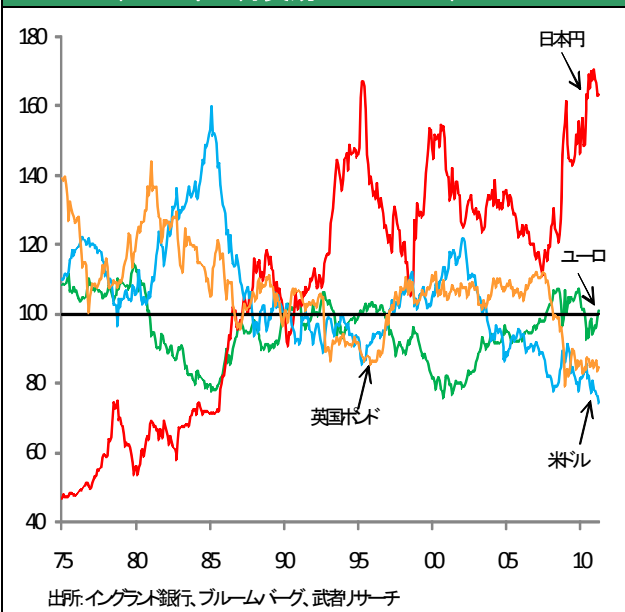
労働の価格は為替によって変化する。しかし、労働の価値は生産性によって決まるのであり、為替が変わっても不変である。とすると為替水準が変化することによって労働の価値と価格の間にギャップが生まれる。そうしたギャップが各国の国民経済に賃上げか、あるいは賃下げかの圧力を与える。「失われた 20 年」の主因である長期にわたる賃金下落は、労働生産性を上回る円高によって日本の賃金水準が国際水準から見て非常に高くなり、引き下げる圧力が働き続けたためと考えられる。その結果日本の労働者だけが、生産性上昇の果実を享受できなかったのである。しかし 1 ドル 100 円になれば、日本の賃金には 2 割の上昇圧力が与えられる。日本の労働者は労働の価値に見合う価格を受け取ることができるようになる。

図表 1：主要国賃金推移 (1990年=100)



図表 2：主要国通貨推移

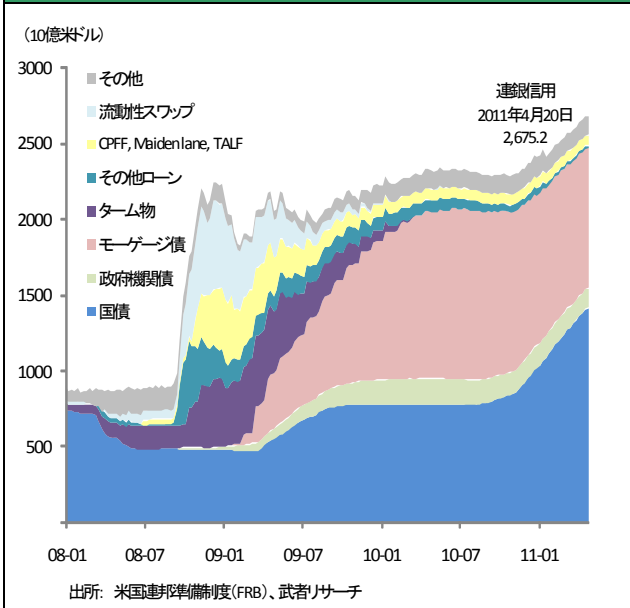
(1990年1月実効レート=100)



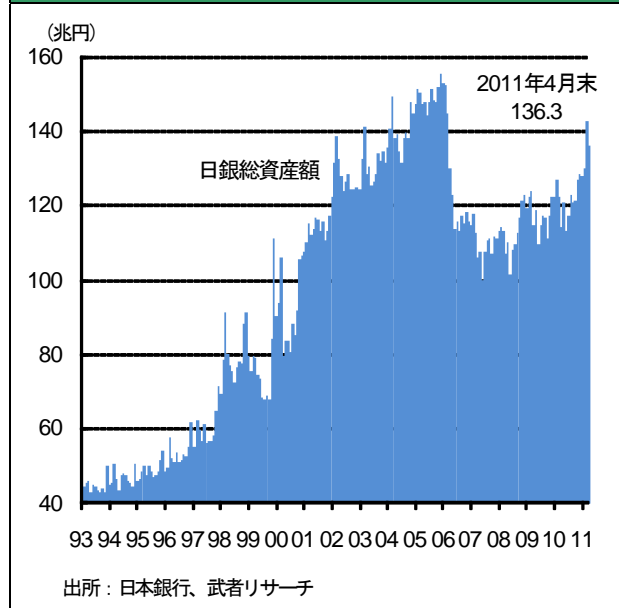
### 円高阻止は日銀の掌中に、日銀は量的緩和拡大へ

どうすれば円高とデフレを終わらせることができるかは、FRBが見事な処箋を示してくれた。ゼロ金利でも効かない時には量的金融緩和を続けなければならないのである。昨年末からのQE2によりFRBのバランスシートは大きく増加し、株高とドル安が米国のデフレ圧力を著しく減殺した。日銀もFRBに追従する姿勢を見せている。白川日銀総裁は「必要な場合には適切な措置を講じる」と語り、西村副総裁は量的緩和の拡大(資産買取を10兆円から15兆円に増額)を提案した(4月28日政策決定会合で)。円高阻止でG7の合意が得られている以上、円安誘導に何の問題もないはずである。この日銀の姿勢は円の天井感の形成に、大いに役立つ。世界的にはドル安が続いたとしても、対円では80ドル/円を超える円高はあり得ない、(あったとしてもごく一時的)と考えられるのである。

図表3：FRB 総資産推移



図表4：日銀総資産推移



### (3) 株高が経済好循環の起点に

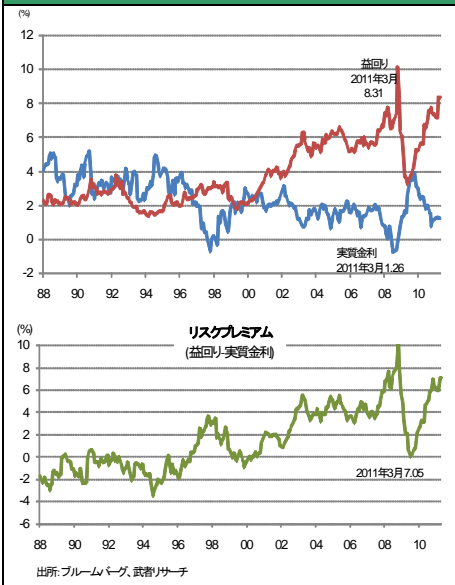
#### 値下がり準備金が超過利潤に

FRB が示したように、量的金融緩和は株価など資産価格に対しても大きな影響を及ぼす。日本の株式益回りは7%、長期金利は1%、差し引き6%のプレミアムがある。このプレミアムは歴史的にも諸外国との比較でも極端に大きく、日本株の割安さ(価値と価格とのギャップ)を示している。この6%のプレミアムは値下がり準備金と考えられるのではないかと。過去20年間で株価は3分の1に低下した。それは年率5%のペースであり、投資家は5%の値下がり織り込んだ価格を求めていると考えられる。しかしこれ以上の値下がりがないところまで株価が低下したとすると、この5%の値下がり準備金は投資に対する超過利潤となる。

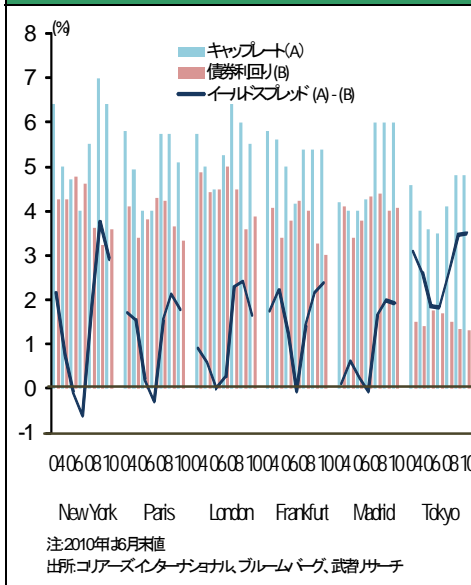
#### 株高が経済好循環の起点に

FRB の経験に習い日銀が(資産購入を増額して)株価のフロアを設定すれば、5%の超過利潤を求めて投資家が日本株に殺到するだろう。同様の事情は不動産価格にも共通する。東京の不動産のスプレッド(投資利回り一長期金利)は世界最高であり、日本の不動産の割安さを示している。過去20年間で1500兆円前後の株式、不動産価値が消えた。毎年100兆円弱、GDPの20%近い富が減少して来たわけであるから、深刻な負の資産効果を経済に与えた。極端なリスク回避が行われ、国民の金融所得の減少は内需に深刻な影響を及ぼし続けた。しかし現在の資産価格は、妥当な水準よりも大幅に下がっている。私はかねてからこれを「マイナスのバブル」と呼んでいるが、今回の震災によって打ち出されるであろう本腰を入れたリフレ政策は資産デフレを資産インフレに転換させる可能性がある。それはこれまでとは逆に年間50~100兆円レベルという膨大な資産効果をもたらす。

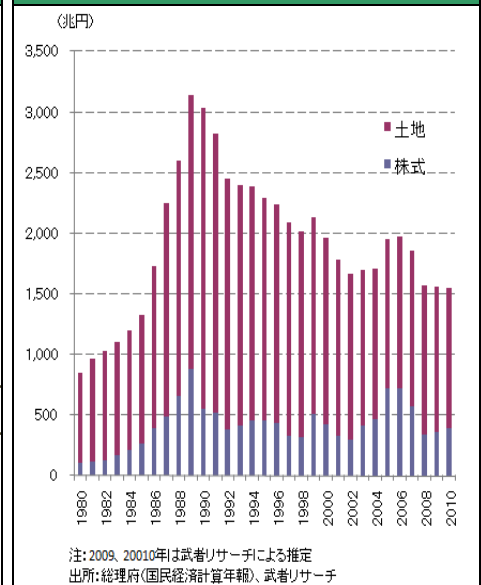
図表5：日本株のリスクプレミアム推移



図表6：主要都市不動産投資採算推移



図表7：日本の株+土地時価推移



#### (4) TARP (米国問題資産救済プログラム) の成功に学べ

「マイナスのバブル」是正に当局もコミットせよ

リーマンショックは大不況を招くことなく収束した。そのカギとなったのは総予算 7000 億ドルの TARP (Troubled Assets Relief Program) の成功である。実際に支出された額は 4110 億ドルであるが、その 6 割を占める銀行支援プログラムは、返済と売却益等で既に黒字(回収超過)となっている。今残っている残高の大半は AIG と GM、クライスラーの自動車 2 社の株式であり、それらも赤字は回避できると推測されるので(AIG は 5 月に IPO 実施)、結局巨額の財政支援はコストゼロ(または若干のプラス)で終ることとなる(図表 8 参照)。

この成功の要因は資産価格の上昇である。売りとたかれ、価値(Fair value)に比べて著しく割安となった市場価格(Price)に当局が介入し、その後の価格上昇で経済と金融が安定化したばかりか、支援プログラムに利益をもたらしたのである。2008 年末時点での米国の社債大暴落、住宅ローン債権暴落が価値を反映したものでないことは、その後市場価格が回復していることから(図表 9、10 参照)明らかであろう。

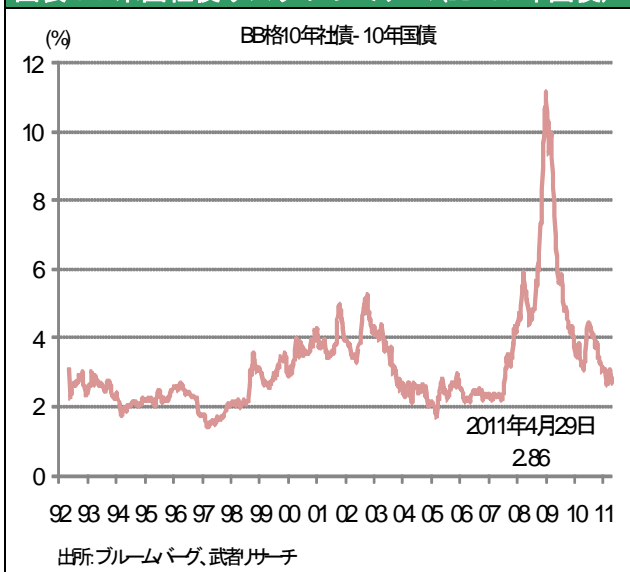
資産価格が「マイナスのバブル」化している(市場価格が価値を大きく下回っている)ことは、市場が恐怖心に冒され正常に機能していないことの現れであるが、当局の果敢な対応により、価格是正と経済金融回復が同時になされたと言えるのである。この環境は今の日本に、完全に当てはまる。日本は政策しだいで賃金上昇と株高を実現できる好機にある、と言える。これこそ「失われた 20 年」に蓄えた日本の貯蓄である。空前の国難の今、それを使わない手は無い。これはフリーランチでもモラルハザードでも全く無い。

図表 8 : TARP (問題資産救済計画) の収支

(2011年4月末、十億米ドル)				
	予算枠額	支出額	回収額	残高
銀行支援	250	245	251	24
債券市場救済 (PPIP, ABSLF)	27	17	2	16
AIG 支援	70	68	9	59
自動車会社支援	82	80	34	44
住宅取得支援	46	2		
合計	474	411	296	142

(出所) 米国財務省、武者リサーチ

図表 9 : 米国社債リスクプレミアム (BB-10 年国債)



図表 10 : サブプライムローン債権市場価格 (ABX 指数) 推移



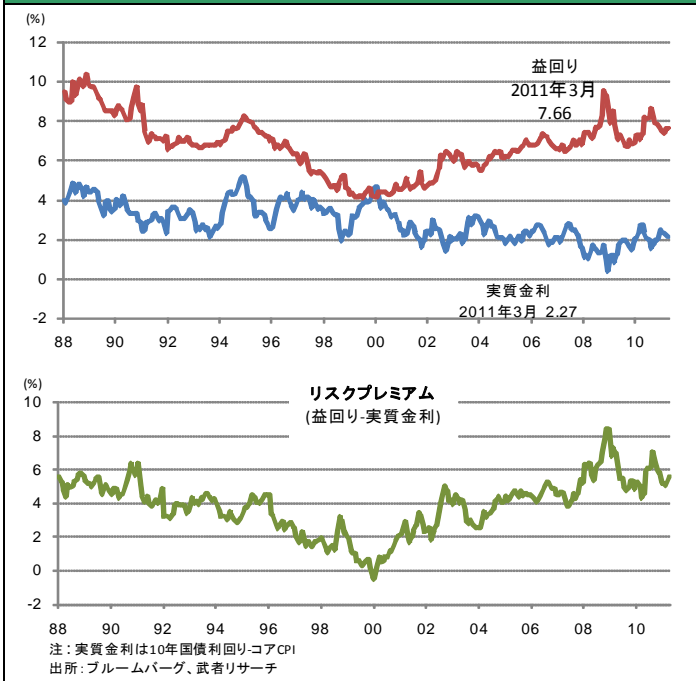
## (5) 健全な米国株式、5月相場にも不安は小さい

市場格言は Sell May and go away と言うが、今年は様相が異なる。米国株式は依然割安、日本の震災ショックでいったん急落するなど、投資家に過度の楽観も無い。米国株式はギリシャショック・ユーロ危機も克服、リーマンショック時に6割の大暴落を経験したが二年後には2倍に回復した。しかし株価回復は米国企業収益回復に比べればむしろ緩慢であり割安感が続いている(図表11参照)。企業利益はグローバル化とインターネット革命による生産性の向上に支えられている。雇用と消費回復が本格化してくれば収益は一段と向上するだろう。図表12に見るようにSP500のROE(株主資本利益率)は2012年に過去ピークを越えていくと予想されている(ブルンバーク)。

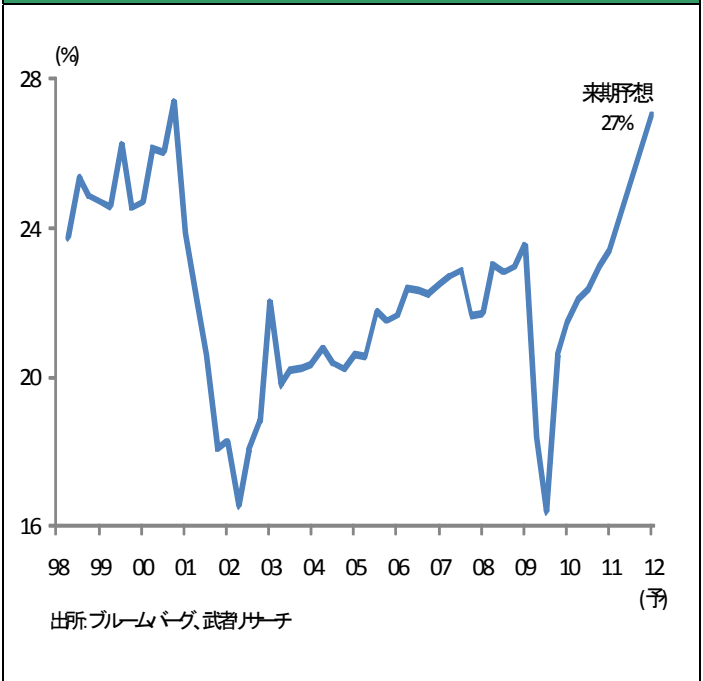
金融市場におけるリスクテイク意欲も高まっている。特にヘッジファンドの隆盛が鮮明になってきた。ハイテクの主役がIBMなどの既存大企業からGoogle、フェースブックなどの新興企業にシフトしたように、金融も新興企業の出番となりつつある。グリーンスパン前FRB議長は、規制の強化が金融活動を阻害しているとの理由から、新しく成立した金融規制法に厳しい批判を加えている。神の見えざる手により金融市場はより効率的に機能し得る、との信念である。制度の最終的な落ち着きどころは未だ不明だが、金融が進化しビジネスチャンスが拡大していることは確かである。米国経済と金融はダイナミズムを強めている。

米株高と円のピークアウトで、5月の日本株式は期待できそうである。ニュースフローは震災復興関連でポジティブなものが多くなるだろう。

図表11：米国株式のリスクプレミアム



図表12：米国 S&amp;P500 社 ROE 推移と予想



著作権表示©2011 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。