

Market Insights Program
グローバル・マーケット・ストラテジスト
重見 吉徳

要旨

- 今回の追加緩和決定は、国内のみならず、海外の金融市場にも非常に大きな衝撃を与えるものであった
- 緩和のメニューの中で最も重要なものは、JPX日経インデックス400に連動する株式ETFを買い入れた点であり、これは日本企業全体の実力底上げにつながる可能性がある
- アベノミクスは、起業や株式投資の重要性を示唆する

サプライズ緩和：追い込まれる前の一手

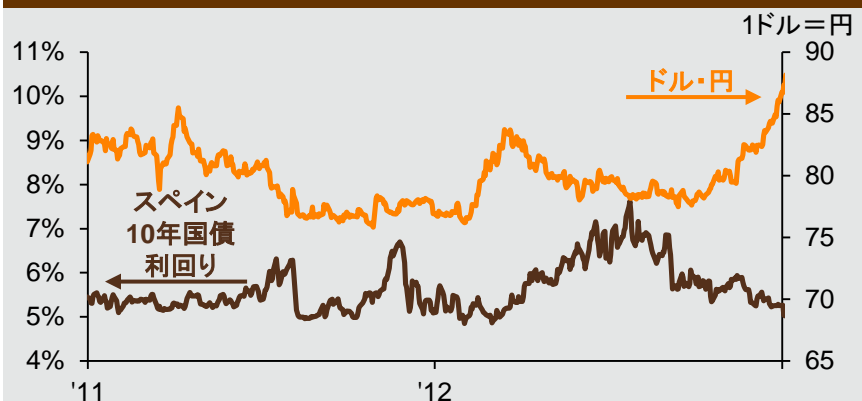
31日に、日銀は更なる金融緩和に踏み切り、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は国内株式や海外資産の保有割合引き上げを発表しました。

後者については既に数日前からこの日の発表が伝えられていたものの、前者については多くの市場関係者は予見しておらず、株式市場の急騰や為替市場での急速な円安進行に表れているように、まさにサプライズとなりました。

過去に大きなサプライズを呼んだ金融政策の発表としては、2012年2月14日の白川日銀総裁（当時）による「バレンタイン緩和」や、同年7月26日の「ユーロを守るためならば何でもする用意がある」と述べたECB（欧州中央銀行）ドラギ総裁による「ドラギ・マジック」が記憶に新しいところです。これらとの違いは追い込まれる前に先手を打ったという点です。「バレンタイン緩和」の前には1ドル＝70円台の円高が続き、「ドラギ・マジック」の前にはユーロ安やスペイン国債の利回り上昇が進むなど、金融政策は後手に回りました。

足元ではインフレ率に鈍化の兆しがあり、日銀が追い込まれるのは時間の問題であったとも言え、黒田総裁はその前に先手を打ったと見られます。

図：ドル・円レートとスペイン10年国債利回りの推移
データ期間：2011年1月1日から2012年12月31日まで



出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management



日銀：市場をとにかく驚かせた追加緩和メニューの中で最も重要なのはJPX日経400の買い

物価安定の目標はなぜ「2%」なのか

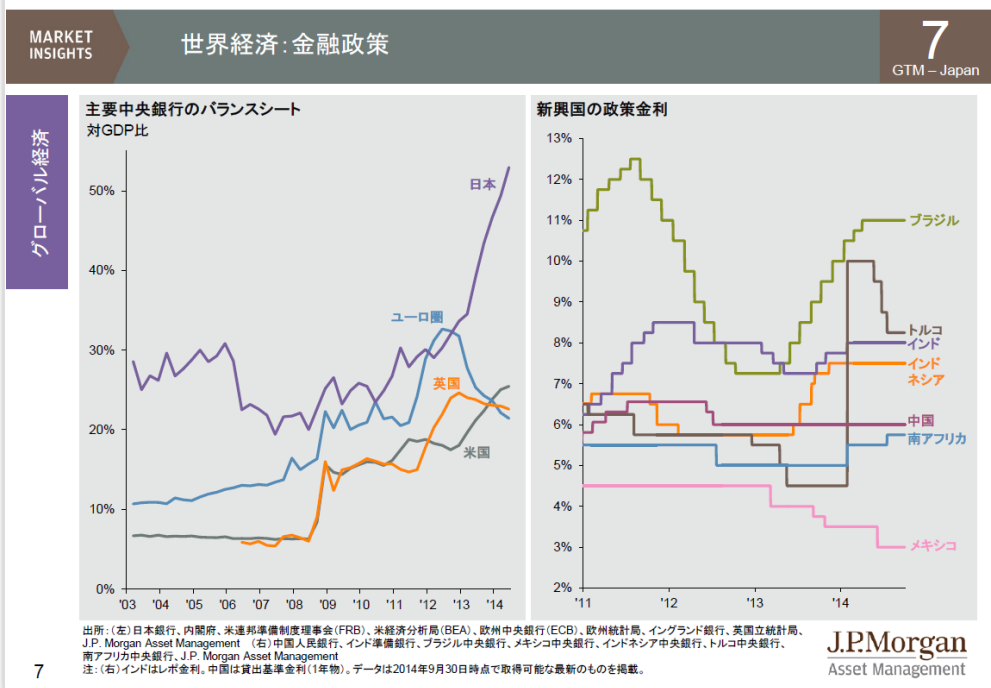
今回の追加緩和は、どんな手段を使ってもデフレ脱却とその先にあるインフレ率2%の「物価安定目標」の実現を目指すとの固い決意の表れです。

なぜ、インフレ率の目標値は2%なのでしょう。

最も重要な点は、米国やユーロ圏、英国などの主要国のインフレ目標が2%になっている点です。日本以外の主要国が2%のインフレ目標を目指す中、例えば日本は1%のインフレ目標を目指すとしたら、差の1%分だけ、毎年、円にはこれらの通貨に対して上昇圧力がかかります。つまり、為替レートが一定であれば、日本の物価は毎年1%ずつ相対的に安くなるわけですが、外国為替市場では同じモノを日本で買って、これらの主要国で買ってどちらでも有利・不利がない水準(=同じ値段)になるまで、調整圧力がかかります。

つまり、2%のインフレ目標を共有することは、主要国間の為替レートを安定させる効果があります。為替レートの安定は、貿易や海外直接投資を安心して行えることから世界経済に大きな恩恵をもたらします。

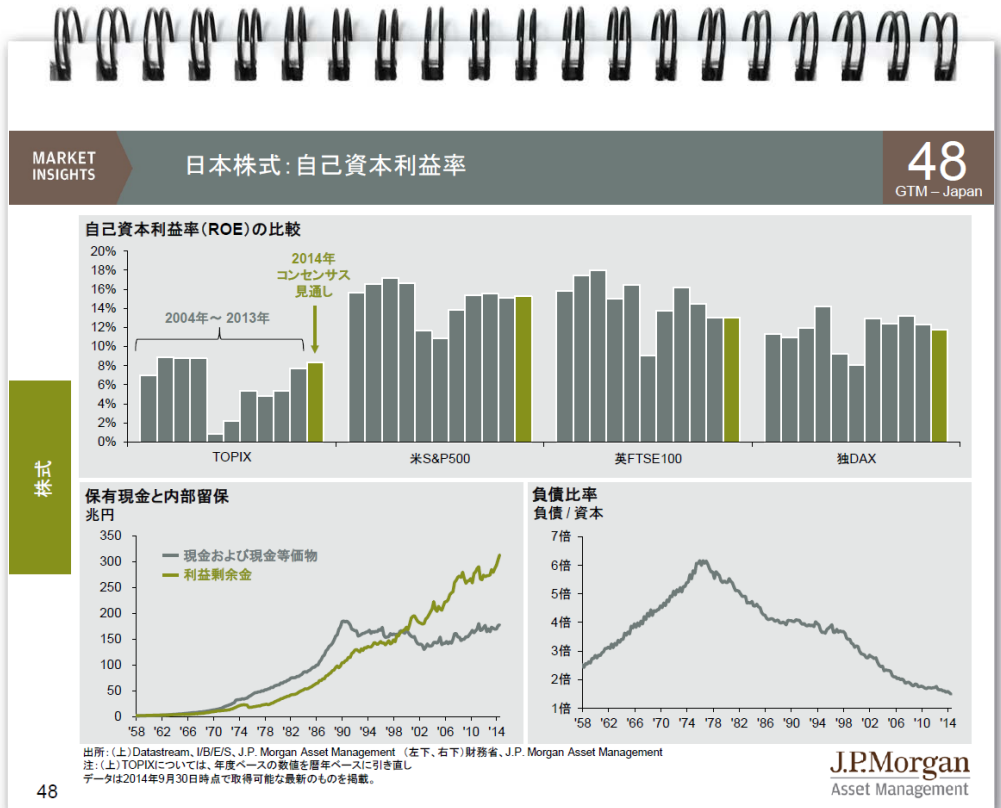
また日本で言えば、輸入物価も含め、円高＝デフレといった「デフレマインド」の払しょくにもつながると見られます。



Guide to the Markets-Japan 2014年第4四半期版7ページ(弊社HPよりダウンロード頂けます)

日銀：市場をとにかく驚かせた追加緩和
メニューの中で最も重要なのはJPX日経400の買い

緩和メニューの中で最も重要なのは「JPX日経400」の買い
緩和メニューの中で最も重要なものは、①株式ETF(上場投資信託)の買入増加であり、②その中に「JPX日経インデックス400」を組み込んだ点と考えます。
①について、そもそも日本株式はコンセンサス予想EPS(1株当たり利益)が年初来で8%超上昇する中、企業の実力や他国の株価と比べて相対的に割安な状況が続いていると考えています。この見方は、今回の追加緩和による大幅な株価上昇後も変わっていません。株式ETFの買いは、市場の期待やセンチメントが企業の実力と比べて、大幅に落ち込んだときの下支えとなります。
②については、企業のファンダメンタルズ向上につながる可能性があります。JPX日経インデックス400は、資本効率の高い(自己資本利益率=ROEが高い)企業を銘柄選定基準の1つとしています。特に選定から漏れた企業が「次こそは」と、資本効率を高める動きを強めており、これは現在同指数に採用されている企業にとっても、外れないよう資本効率の向上を続ける必要があることを示唆します。つまり、日本企業全体の底上げにつながる可能性があります。また、GPIFも今年4月から同指数をポートフォリオに組み入れており、今回の国内株式の保有比率拡大分についても、同様の措置を取る可能性があります。



日銀：市場をとにかく驚かせた追加緩和 メニューの中で最も重要なのはJPX日経400の買い

円安のデメリット、経済政策の意義、リスクテイクの重要性

今回の追加緩和は大幅な円安をもたらしました。昨今では大企業や政府、さらには黒田日銀総裁まで円安のデメリットを指摘しています。消費を例にとると、円安が招いた株価の上昇は資産効果をもたらす一方、円安は輸出拡大による国内所得の増加にはつながっておらず、原油など国内で調達不能な輸入財については代替効果がなく、輸入物価の上昇は負の所得効果をもたらします。

経済政策は自由な市場経済に介入をするものであり、多くの場合、ある人にとってのメリットとなり、別の人にとってのデメリットとなります。例えば、利下げは企業が資金調達をしやすくなる一方、家計にとっては預金利息の減少となります。また(過去の政策も一因かもしれない)デフレは、資金の借り手(企業などに不利に働く一方で、資金の出し手(家計など)には有利に働きます。

なぜ、利下げやデフレ脱却を目指す政策は実行されるのでしょうか。

それはリスクを取る人(企業など)に、リスクテイクを促すためです。企業がリスクを取ることで新しい製品や技術革新が生まれ、経済全体に果実(リターン)をもたらします。反対にリスクを取らない人に有利な政策を取ると経済は活力を失う恐れがあります。家計には株式投資の意義を改めて考えさせてくれます。

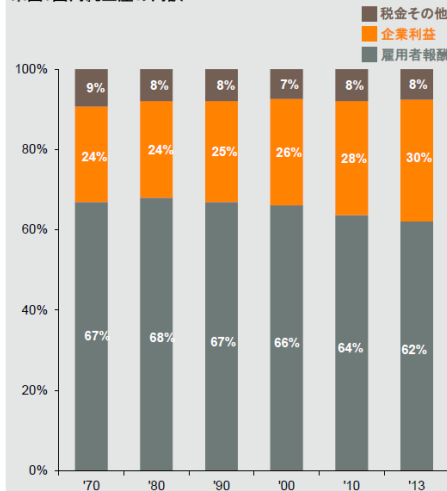


MARKET
INSIGHTS

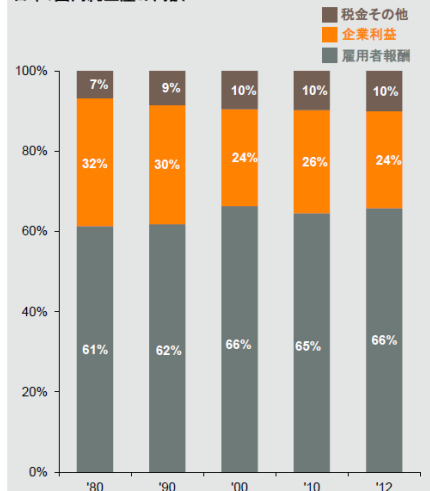
株式投資の重要性

75
GTM - Japan

米国：国内純生産の内訳



日本：国内純生産の内訳



その他の資産と
投資家の行動傾向

出所：(左)米経済分析局(BEA)、J.P. Morgan Asset Management (右)内閣府、J.P. Morgan Asset Management
注：すべての数値はいずれも合計で100%にならない場合がある。
データは2014年9月30日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
Asset Management

75

Guide to the Markets-Japan 2014年第4四半期版8ページ(弊社HPよりダウンロード頂けます)

J.P.Morgan
Asset Management

日銀：市場をとにかく驚かせた追加緩和
メニューの中で最も重要なのはJPX日経400の買い

アベノミクスは、起業や株式投資の重要性を示唆

インフレにせよ、ゼロ金利政策にせよ、ROEの改善にせよ、労働市場の改革にせよ、最終的には日本経済の活性化や所得の増加を目指しているものの、家計や働き手にとっては不利に、企業にとっては有利に働く側面もあります。こうした状況は、起業や株式投資の重要性を示唆しています。

日々の消費支出を切り詰めるなどの家計の防衛は、個別の家庭にとっては（そうした節約が）最適であっても、同じことをすべての家庭が行うと全体の景気は冷え込むという、いわゆる「合成の誤謬」を招く恐れがあります。そうした中では、「資産の防衛」がより重要な手段と言えるかもしれません。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2014年11月4日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見直しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見直しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場に関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見直しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ（アジア）リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット（アジア）リミテッド、インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（シンガポール）リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット（シンガポール）プライベート・リミテッド、台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（台湾）リミテッド、JPモルガン・ファンズ（台湾）リミテッド、日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第330号 加入協会：日本証券業協会、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）、韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（韓国）カンパニー・リミテッド（韓国預金保険公社による保護はありません）、オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント（オーストラリア）リミテッド（ABN55143832080）（AFSL376919）（Corporation Act 2001（Cth）第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます）

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。