

日銀の金融政策とETF購入～退路はあるのか

公共政策研究所

招聘研究員 大原 透

要 旨

2013年に始まった日本銀行（日銀）の異次元の金融緩和は当初、「2年間で2%の物価上昇を実現する」として短期決戦としてスタートした。しかし長期停滞ともいわれる世界的なインフレ率の低下の中で長期持久戦を強いられている。その中で、中央銀行が株式（ETF＝指数連動型上場投資信託）を購入するという歴史的にも世界的にも異例の金融政策を導入したが、長期戦が続く中で退路を見失いつつある。中央銀行による株式の大量購入という事態は、資本市場の根幹をなす株式市場に歪みをもたらし、日本経済の成長の源泉である企業の血流ともいべき資金の流れを長期にわたって澁ませる可能性が高い。目先の一時的効果に執着することなく、次世代に過剰な負担を残さないために、痛みを伴うとしてもETF購入という異形の政策からの脱却を果たすべきである。

キーワード

ETF（指数連動型上場投資信託）、非伝統的金融政策、量的・質的金融緩和、マイナス金利、集団知、コーポレートガバナンス、リスクプレミアム

英文要旨

An unprecedented style of monetary easing of the Bank of Japan (BOJ) was initiated in 2013 as a short-term strategy to “achieve 2% inflation within two years”. However, amid the worldwide protracted lower for longer inflation environment which is also described as “secular stagnation”, BOJ has been forced to cope with long-drawn out battle by now. While BOJ has introduced a monetary policy to purchase stocks (ETF: Exchange Traded Fund) which is quite unique historically and globally, it is about to lose its sight of exit amid the prolonged battle. The central bank’s operation to purchase huge amount of stocks is most likely to cause a distortion of stock markets which constitute a pivot of capital markets and inevitably stagnates flow of funds as a blood for corporations which are foundation of Japanese economic growth over a long period of time. In order to avoid leaving excessive burden to the next generation, BOJ should not stick to short term benefit and BOJ is strongly requested to withdraw from this extraordinary policy of ETF purchase immediately even if it should create short term pain.

1. はじめに

黒田日銀の金融政策については、多くの識者が既に論じているところであるが、本レポートでは特に日銀のETF（指数連動型上場投資信託）¹購入という政策に焦点を当てて論じてみたい。

というのも筆者²は、40年以上にわたり日本株式市場を中心とした運用の第一線で働いてきており、中央銀行のETF購入という世界に例を見ない金融政策が長きにわたって日本の株式市場のみならず経済そのものにも相当な悪影響を残すのではないかと肌身を感じ、強く懸念しているからである。

2. 日銀の非伝統的金融政策

日銀は、従来公定歩合操作、預金準備率操作、公開市場操作といったいわゆる伝統的金融政策を用いて景気の拡大及び物価の安定を図ってきた。しかしながら1990年以降の長引く景気低迷とインフレ率の低下の中で、1999年には非伝統的金融政策と目されるゼロ金利政策を導入、以降一時的に解除された時期を除いては、ゼロ金利政策を継続し、その後も新たな非伝統的手法を順次導入してきた。

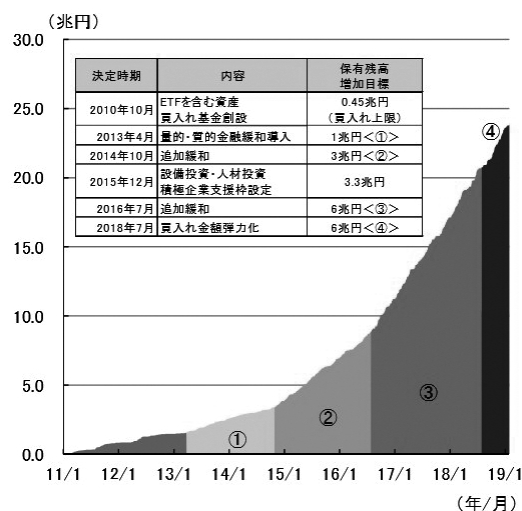
具体的には、2001年3月に量的緩和政策が導入され、金融政策の操作目標を金利から日銀当座預金残高へ変更し、マネーの量の拡大を図った。以降、国債の買い入れ額は逐次増額されていく。

2010年10月には包括的金融緩和政策³を発表し、ゼロ金利を消費者物価が前年比1%程度になるまで継続することを発表するとともに、ETFを買い入れる資産買入れ基金を創設した。

2013年4月にはじまった黒田日銀における量的・質的金融緩和政策⁴では、長期国債の残高増加ペースを年間約50兆円とし、ETFの買入額を年間約1兆円とした。2014年10月には量的・質的金融緩和の拡大（追加緩和）を決定し、長期国債の残高増加ペースを年間約80兆円、ETFの買入額を年間約3兆円に、そして2016年1月にはマイナス金利付き量的・質的金融緩和という形でマイナス金利政策まで導入した。同年7月にはETFの年間買い入れ額を6兆円にまで拡大、同年9月には長短金利操作（イールドカーブ・コントロール-YCC）付き量的・質的金融緩和の導入と際限もない形で非伝統的金融政策が拡張されてきている。

2013年の金融緩和は、デフレ脱却に向けての明確な意思をまさに異次元の形で示したものであった。白川前総裁の在任期間の5年間は、消費者物価は下落し、GDPも減少し、日本はデフレの状態にあったといえる。それを克服した黒田日銀の異次元の金融緩和は大きな成功を取めたと称賛されるべきものといえる。

しかし異次元緩和から6年たった今もインフレ率は低位に留まり、長期金利（10年国債金利）はマイナス圏にあり（2019年8月現在）、2%というインフレ目標の達成は遙か彼方だ。



(注) 残高は簿価ベース。
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

図1 日本銀行のETF購入

伝統的な金融政策は、金利を引下げることによって、投資が刺激されて経済が好転するというものである。しかし昨今の日本においては企業が潤沢な内部留保を有しており、金利低下による銀行貸出し増加という経路は有効に機能していない。

こうした伝統的金融政策に対して、為替市場や株式市場を通じた景気刺激効果はうまく機能した。

日銀が金融緩和に強くコミットしたことにより、内外金利差を意識した円安期待や、企業収益の改善を意識した株高などが生じ、こうした期待感が経済成長を刺激したのである。しかしながら、為替市場や株式市場を通じた経路は、日銀の政策変更による一時的な断層を金融市場に生じさせることは出来たが、持続性には乏しいと見ざるを得ない。もしも更なる円安や株高を生じさせようとしたら、一段の追加的金融緩和を必要とする類のものだと考えられる。実際に日銀は為替市場や株式市場の動向次第で、更なるカードを切る必要性に常に直面している。

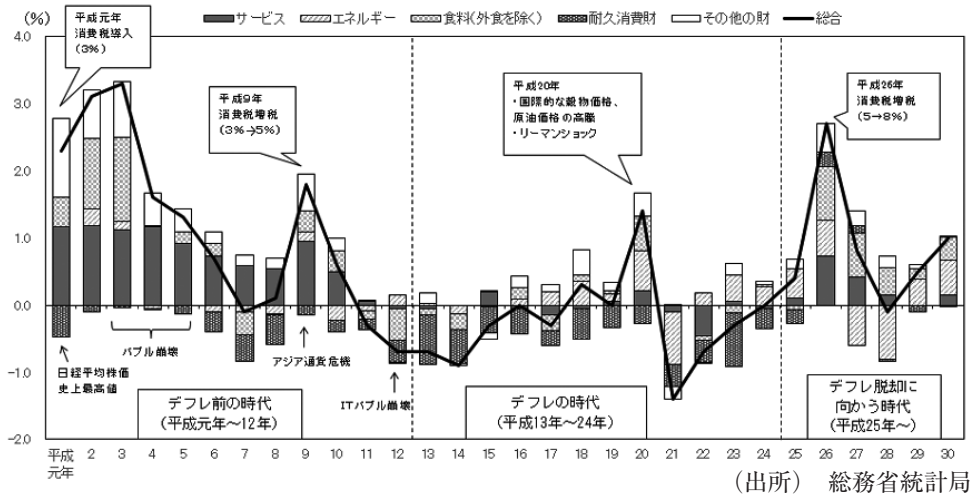


図2 消費者物価指数（総合）の前年比推移（平成元年～平成30年）

当初「2年、2倍、2%」と明快で大胆なポリシーを持ってスタートした異次元の金融緩和だが、物価目標の2%を展望することはできず、未だデフレ脱却を確かなものにできたかどうかも定かではない。そうした中で日銀は「短期決戦から長期戦」への転換を余儀なくされているのである（図2）⁵。

3. 失われた30年

日本経済は失われた30年ともいわれる長期停滞に遭遇している。そもそも、この失われた30年の発端は1980年代に起こったバブルの清算ということであろう。結果論で論じることはフェアでないことはいままでもないが、振り返ってみれば日銀の金融政策は失敗の歴史のようにも見える。

80年代のバブル発生は過度な金利引き下げ、低金利状態の放置によってもたらされたとも考えられる。80年代の日本銀行は70年代の狂乱物価への反省から消費者物価には気を配ったものの、資産価格の上昇については関心が低かった。その結果、不動産価格の上昇を放置し「東京の不動産価格総計で米国全体が買える」というほどの極みに日本の不動産価格は押し上げた。「庶民は住む家も買えない」との批判が沸き起こった平成の初めから、大蔵省の不動産に対する融資総量規制とあいまって、当時の日銀三重野総裁は「平成の鬼

平」との称賛を浴びながら「バブル潰し」に奔走した。不動産価格の上昇が悪だと認定した日銀の政策はどうにも歯止めがきかなかった。不動産価格の価格下落はとどまることを知らず、不動産融資にお金をつぎ込んだ銀行は次から次と破綻に追いやられた。

平成元年には世界の時価総額の上位ベストテンのうち5社が日本の銀行であった。しかし今では世界の時価総額上位100社に入っている日本企業はトヨタとソフトバンクだけで銀行の姿はない。

表1 世界時価総額ランキング

平成元年			平成30年		
順位	企業名	時価億ドル	順位	企業名	時価億ドル
1	NTT	1,638.6	1	アップル	9,409.5
2	日本興業銀行	715.9	2	アマゾン	8,800.6
3	住友銀行	695.9	3	グーグル (アルファベット)	8,336.6
4	富士銀行	670.8	4	マイクロソフト	8,158.4
5	第一勧業銀行	660.9	5	フェイスブック	6,092.5
6	IBM	646.5	6	パークシャー	4,925
7	三菱銀行	597.7	7	アリババ	4,795.8
8	エクソン	549.2	8	テンセント	4,557.3
9	東京電力	544.6	9	JPモルガン	3,740.0
10	シエル	543.6	10	エクソン	3,446.5

(出所) Bloomberg

4. 不動産価格と景気

そもそも歴史的に見ても、好景気と不動産価格の上昇とはリニアな関係が観察される。景気が良ければ不動産価格は上がり、景気が悪ければ不動産価格は下がる。逆説的にいえば不動産価格が上がれば景気は良くなるし、不動産価格が下がれば景気は悪くなるともいえる。

莫大な借金をして手に入れた生涯最大の買い物である自分の棲家の価値が高まれば（価格が上昇すれば）明るい気持ちになり消費性向は高まるだろう。逆に値下がりが続ければ気持ちは暗くなり、消費意欲もわからないだろう。そうした力を持つ不動産価格の上昇を止めるだけならまだしも、価格の下落を意図した金融政策を強力に進めたことにより、消費者マインドは大きく落ち込んだ。

5. 日銀の政策の教訓

世界の中央銀行はバブル期の日銀の政策を深く研究し、学んだといわれている。中国も日本の失敗の研究から二つの教訓を得たと伝えられる。一つ目は米国が要求しても通貨高にはしてはならない、二つ目は不動産価格を短時間で崩壊させてはならない、ということだ。中国は米国の要求に屈せず元高を食い止めている。中国の不動産価格の高騰（日本人から見れば不動産バブル）もいつまでも続いている。中国の深セン、上海の住宅価格の年取倍率はそれぞれ28倍、21倍となっている⁶。日本のバブル時の東京の住宅価格のピークは18倍程度であった⁷。

中国政府は日本のバブル崩壊を教訓として、様々な政策や規制を打ち出し不動産価格が暴落しないように配慮していると考えられる。

2000年代半ばの米国景気好調はサブプライムローンの拡大による不動産価格の上昇が原動力だ。このサブプライムローンはその商品設計の欠陥から破綻しリーマンショックを引き起こすことになるが、米国中央銀行の対応は早かった。瞬く

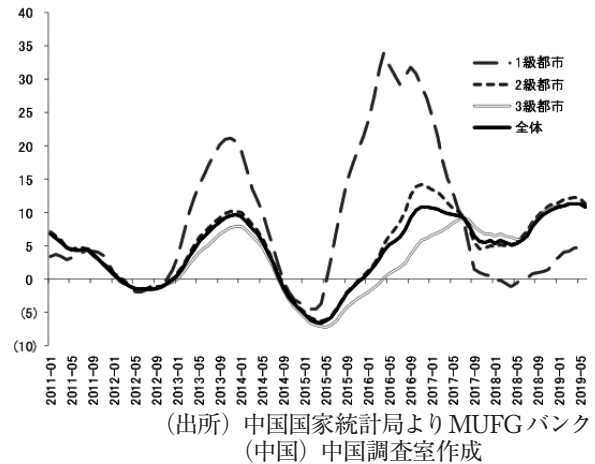


図3 中国70重点都市新築住宅指数前年比の推移

間に金利の引き下げを10回行い、不動産バブル崩壊の長期化を防いだのである。米国中央銀行もまた日本銀行の失敗から学んでいたといえよう。

6. なぜインフレ率は上がらないのか

筆者も黒田日銀の異次元金融緩和が開始された時には、さすがに物価は上がるだろうと思っていた一人であるが、人々の心は変わらず、インフレ率は高まらなかった。

日銀は2019年6月に「近年のインフレ動学をめぐる論点：日本の経験」というレポートを発行し、人々のインフレ期待が高まらないことの要因として、①長期にわたる経験への依存②規範＝「物価は上がらないし、上がるべきでない」という社会通念が社会に組み込まれた③合理的無関心＝人々には限られた情報処理能力しかなく、将来のインフレ率に関する情報を十分に集めず、過去に形成した予測を変えない、の三点を挙げている⁸。

しかし筆者はこの見方に大いに疑問を感じる。第一の長期にわたる経験説は日本が70年代に狂乱物価とも呼ばれるインフレを経験し、また80年代のバブル期に地価の高騰を経験したことを忘れていいる。長期にわたる経験説の立場をとるならば、過去のインフレ経験を持つ人々（団塊の世代ともいわれる人々を含む）がここまでのデフレを受け入れなかったはずである。しかもこのインフレ経

験を徹底的に潰しにいったのは日銀に他ならない。

第二の「規範」も1990年までは日本に存在したとは思えない。60年代、70年代、80年代の持続的物価上昇の中で日本人は一億総中流を謳歌してきたはずだ。「物価は上がるべきでないという通念が日本を支配する規範」になったという議論は無理があるだろう。第三点の合理的無関心説は、筆者が最も反論したい部分である。これは大衆の情報処理能力に限りがあるという、いわば“上から目線”の議論である。筆者はむしろ人々は日銀が何と言おうと、日銀にデフレを克服する力はなくデフレ状態が長引くことを知っていたという立場をとりたい。これは集団知（人々は真実を知っている）の世界の領域の話である。集団知については有名な話があるのでご紹介しておきたい。

7. 集団知について～大衆は愚かか

1986年のスペースシャトル、チャレンジャー号が打ち上げ着後に爆発したことをご記憶の方も多いであろう。この時の株式市場の反応は極めて示唆に富むものであった。チャレンジャー号は打ち上げから74秒後に爆発したのだが、その模様はテレビで実況中継されており数分後にはスペースシャトルのエンジン製作に関わる4社の株が急落し始めた。しかし30分もたたないうちに株価の値下がり方に差が生じてきたのである。4社の中でMorton Thiokol（モートン・サイオコール）社だけが売り込まれ他の3社の株価は持ち直したのである⁹。

それから6ヵ月後、米政府の事故原因調査委員会はサイオコール社製のオイルシールからのガス漏れが爆発事故の原因であったとの結論を発表した。インサイダー取引が疑われたが、怪しい取引は一切なかったことも証明された。何と株式市場は事故原因となる会社を瞬時に割り出したのである。誰も真相を知っているものはいないが、一人ひとりの頭の中にあつた情報のかけらを集めた結果、株式市場は真相にたどり着いた、と解釈されている¹⁰。

筆者は人々のインフレ予想もこの集団知の結果だと推論している。一人一人は何もわかっていないけれども、人々の英知のかけらを集めた結果、物価の上昇は困難であると人々は予想しているのである。政府がいくら貯蓄から投資へとキャンペーンを張ってみても人々は動かなかつた。いうまでもなくデフレ下では物価が下がり現金の価値が上がる。タンス預金は不利ではなく、むしろ賢い投資行動なのである。人々の集団知は政策当局が考えているよりもはるかに賢いのではないか。

8. 日銀の資産購入政策

日銀の量的緩和の大きな柱は国債購入である。2014年3月からは毎年80兆円の国債を購入し、資金供給をするというものであった。しかし発行残高の50%を日銀が保有するに至り（図4）限界が見えてきた。日銀の買入れの限界や債券の価格の歪みなどの批判を集め、日銀はステルステーパリング¹¹といわれる国債の購入額の削減を始めた。

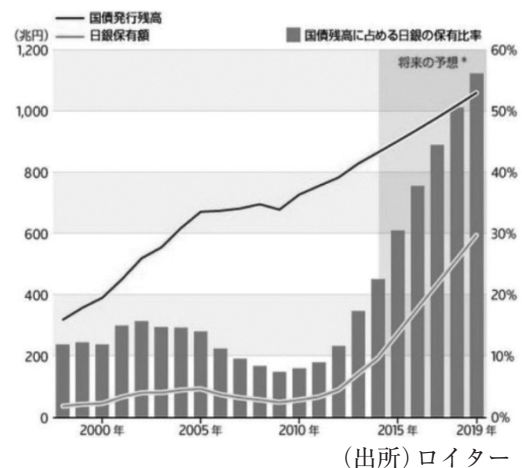


図4 日本銀行の国債購入

そもそも国債は日銀がいくら買い入れたところで償還期限が来れば日銀のバランスシートからは消えていく。また、日本国内投資家が国債の大半を保有している（国庫短期証券除く）¹²。しかしETFは償還のある国債と訳が違う。しかも日本株式は海外投資家の保有比率が3割を占めている。

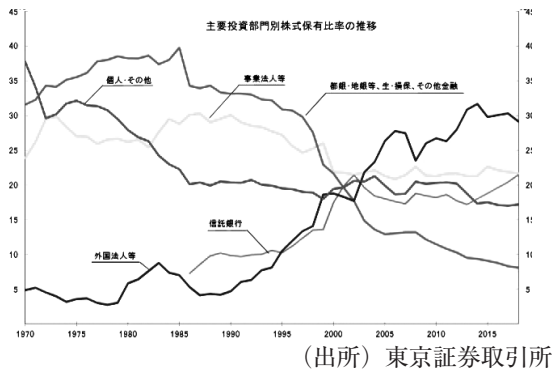


図5 投資家別売買動向

ETFは株式の塊であるので国債のように満期償還となることはない。残高を減らすには売却しなければならない。米国連邦準備理事会や欧州中央銀行は株式の購入政策は採用しておらず、ETF購入は日銀の独自の政策といえるだろう。日本以外では、スイス国立銀行が2005年から株式投資をしている。スイスフランは円と同様、安全資産として買われることが多く、スイスは通貨高の時は売り介入と同時に、対外証券投資を増やしてきた。その中には株式も含まれるが、自国の株式ではなく、アクティブ運用を行い、米国のネット関連株などの大株主に名を連ねたりしている¹³。

9. 日本銀行のETF買い入れの弊害

筆者は次の景気後退局面で円高が生じた場合、日銀がETFの増額という政策を選択する可能性を危惧している。日銀の自国株式の大量買入れという金融政策は弊害が大きい。列举すると①株価の価格形成を歪める②日本株式市場に対し海外投資家が疑念を抱く③企業のガバナンスの問題④日銀によるリスクプレミアムの縮小は困難、などが挙げられよう。

①の株式市場の価格形成の歪みだが、株式市場の重要な役目である価格発見機能が損なわれ、正しい価格で株価が評価されないことになる。そうなれば資本主義市場の根幹をなす株式市場の資金の流れに弊害が生じる。

②の海外投資家の眼だが、日銀のETF買いの

拡大とともに海外投資家が日本株式市場の価格形成に疑問を持ち始めており、ここ数年海外投資家の日本株式売却が目立つ。

直近の投資家別売買動向では海外投資家売りVS日本銀行買いという構図が明確になっている(図6)。

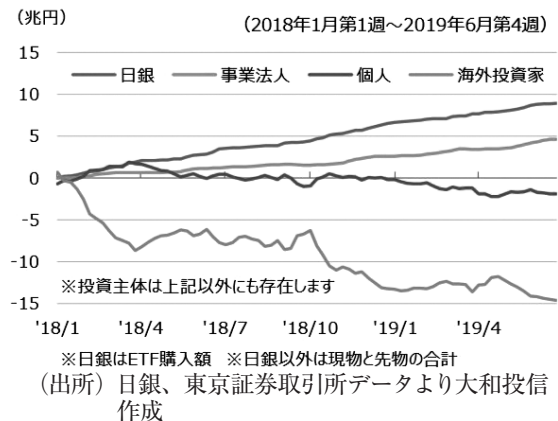


図6 東証 投資家売買動向(2018年~2019年6月)

③企業のガバナンスという観点からは、日銀のETF購入はスチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコード上も重大な問題を孕んでいると筆者は考えている。

両コードは安倍政権肝いりで主導したもので、いわば良い企業と悪い企業をより分けようという趣旨と考えることが出来る。

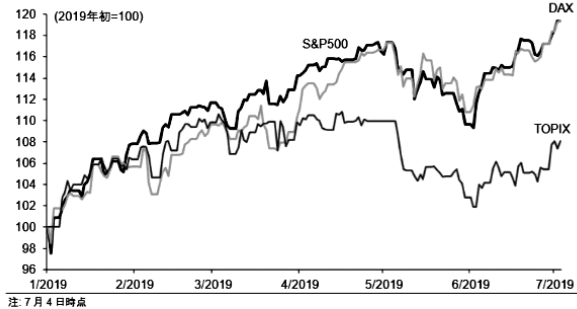
しかし、日銀はETF投資を通じて東証一部全銘柄を買い入れており、「国策では、両コードで良い企業、悪い企業をより分けると言っていますが、日銀はどんな企業の株でも買いますので安心して経営して下さい」と言っているのに等しい。

実際ゾンビ企業といわれるような上場意義もないような企業にも資金を供給し続け日本企業の新陳代謝の遅れに大きな力を貸している。これは年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)にも同じことがいえる。GPIFはいわゆるパッシブ投資を通じて、東証一部全銘柄を買い入れている。つまり、日銀もGPIFもゾンビ企業といわれるような企業にも資金を流し続けているのである。

これが一種の市場のモラルダウン、厭世観とも

いうべき気分を招いており世界主要先進国の株価の動きとは明らかに異なる動きを示し始めている。

図表 5. S&P500、DAX、TOPIX の推移



出所 Bloomberg

図7 出遅れる日本株式

また株式の議決権行使の問題も悩ましい。日銀は企業経営には関与しないという建前から、議決権はすべてETF投資信託を運用している会社に委ねている。国民の財産たる日銀の勘定で買入れた株式の議決権行使を、“ETF型投資信託を扱っているから”という理由だけで特定の会社に任せて良いものだろうか。この点も釈然としないところだ。日銀はすでにファーストリテーリング、TDKなど多くの銘柄で15%を超える大株主となっている。

④のリスクプレミアムについてだが、日銀のETF購入は、「株式のリスクプレミアムの縮小を促す」という名目で始まったものである。株式リスクプレミアムとは株式に対して投資家が要求する安全資産を上回る収益率のことだ。ただ株のリターンは事前には確定しないためその推計は困難だ。このリスクプレミアムの計測方法について、日銀両宮副総裁は国債利回りと株価の利回りの差や、株価収益率、株価純資産倍率、ボラティリティなどが使われることを示唆している¹⁴。

常識的には企業が今後成長を続けていくと考えられれば株価は高くなる（即ちリスクプレミアムは縮小する）。逆に企業が成長しないと考えられれば株価は安くなる（即ち高いリスクプレミアムが要求される）。日銀がETFを買うことによってリスクプレミアムを縮小させるということは、企業

の成長期待を上げるといっているのに等しいのだ。

またボラティリティを下げることによりリスクプレミアムを下げるルートがあるとしても、世界の株式市場は、一体化しており、日本の株式市場だけを世界の株式市場の変動から隔離した鎖国状態にすることは不可能だ。

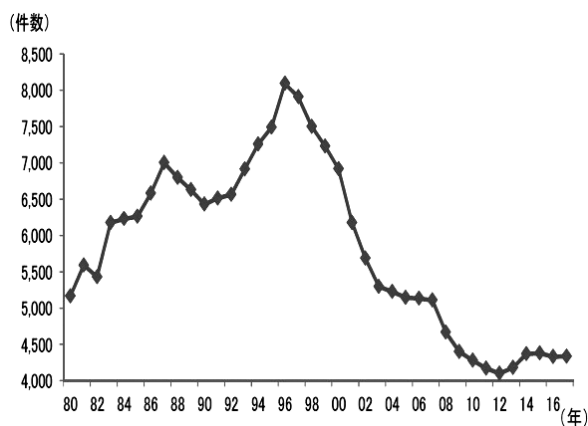
日本株式市場における、いわゆる株価収益率（PER = 株価 ÷ 1株当たり利益）は30年前のバブル期には60倍程度であったが、2019年8月現在12倍程度と、この30年間低下し続けている。理由はいろいろあろうが、要は日本企業への成長期待が低下したということだ。日本企業の成長期待を持ち上げなければリスクプレミアムは縮小しないのである。運用の実務家としては日銀に企業の成長期待を押し上げる能力があるとはとても思えない。逆に東証一部全銘柄を買い上げる行為は日本企業の新陳代謝を妨げ、むしろ企業の成長期待を阻害している。日銀は勝つ見込みのない勝負を続けているだけなのである。

10. 日本の株式インデックス問題

東証一部上場といえば、超優良企業というイメージがあるが、東証の一部上場基準が甘いため、一部上場数は増加し続けている。筆者は、株式インデックスはその国の国力を示す国家戦略商品だと考えている。

米国のニューヨークダウ株式指数は30銘柄で時代とともにその採用銘柄は変化してきた。ドイツDAX指数も30銘柄、英国FTSE指数は100銘柄である。退出ルールも未整備なまま、ただ漫然と東証一部銘柄を2,150銘柄まで増やし、それを国を代表する指数として採用して、日銀やGPIFといった国民の資金で買いまくる、といった行動はどう考えても日本の国益にかなっていないとは思えない。

一方、米国においては図8のように上場企業は1996年の8千社から4千社に半減しているが、その間、時価総額は約3倍に増加している。



(出所) 世界銀行より大和総研作成

図8 米国株式市場上場銘柄数

11. 出口戦略に向けた今後の経済展望

異次元緩和からの出口戦略を日銀が実行するのは、相当先になると考えざるを得ない。2%の物価目標の達成が全く見通せないというのもその理由の一つだが、そもそもデフレ脱却が本当に実現したのか、本当に実現できるのかについても懸念は残る。2013年に比べて、世界経済のインフレ率は明らかに低下してきている。長期停滞論やJapanization（日本化）といわれる、低成長下における金利低下がユーロ圏や米国においても懸念され始めている。

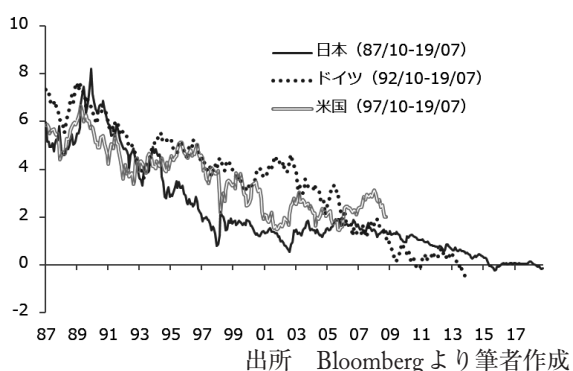


図9 日米独10年国債金利 米10年、独5年期ずらし

図9はドイツの金利を5年、米国の金利を10年後ろに期ずらしして示したものであるが、日本の金利低下の後を追っているようにも見受けられる。

日本の人口動態、少子高齢化は深刻な問題だ。人口減少がデフレ要因であることは言うまでもないだろう。人手不足と言われる中で賃金の上昇率は弱く、老後の懸念から消費の意欲は低調なままだ。これからが日本のデフレの本番だ、と懸念する識者の声もある¹⁵。

また人口動態といった長期のトレンド分析を持ち出さずとも、一般的な景気循環論からも、日本経済は東京オリンピック後やアベノミクス終了後（or安倍自民党総裁の任期満了後）には景気後退に陥るとの見方も根強い。

2008年のリーマンショック以後、世界景気は回復を続けているが、もし今度世界的な景気後退が訪れた場合には日銀には打つ手がないということが懸念されている。日本には金利引き下げの糊代はなく、米金利の引き下げが続いた場合には円高が生じてしまう。世界的な景気後退期に円高が生じれば企業業績は一段と悪化するし、円高は輸入物価の下落を意味するのでデフレ圧力も増そう。この場合の日銀の取れる手段は、金利の引き下げか、資産の買い入れになる。金利の引き下げは、マイナス金利の深堀りを意味し金融機関の収益を圧迫し、副作用が大きいと銀行界を中心に抵抗が強い。円高の回避のために外債購入という手もあるが、為替操作の批判を免れないだろう。

勢いETFの買い入れ増額といった可能性が高い。確かにETFの増額といった手段は緊急措置として短期的効果は期待できるが、継続的な金融政策手段とはなりえない。伝統的な金融緩和政策は、名目金利から名目物価上昇率からを引いた実質金利を引き下げることにある。その意味ではマイナス金利政策は伝統的な金融政策の枠組みの中にある。

マイナス金利は、金融機関の収益を悪化させ金融システムを不安定にする副作用があるとの批判が強い。しかし筆者は、ETF増額よりはマイナス金利の方が筋が良いと考えている一人である。マイナス金利が銀行の経営に悪影響を及ぼすのは確かだろうが、そもそも銀行の数が多すぎる、経

営が非効率すぎると考えている。非効率な金融機関が淘汰されるのは、自然な摂理であり、何一つおかしくない。その一方、株式市場において中央銀行がメインプレーヤーになるような事態は、資本主義の根幹を揺るがす放置しがたい異常事態である。

これまで述べた日銀のETF買いの弊害は、徐々に金融市場で認識されるようになっており、本稿の発行時にはETF年間購入枠の縮小、停止、将来的な処分方法が議論され始める可能性はある。株式市場は年間6兆円の額が少しでも減額になっただけで、かなりネガティブな反応をするだろう。買い入れ額が減額→買い入れストップ→保有株売却開始、という連想が働くことは間違いない。

日銀が短期間で保有株を放出すれば株価は暴落するだろうし、時間をかけて放出するならば、いつまでも株価は上がらないことを意味する。もちろん株価は経済情勢、企業業績を反映して連動するのであるから日銀の株式放出のような需給関係だけで株価が決まるわけではない。

しかし、このことが常に重石になるのは間違いない。株式市場が資本市場として真っ当に機能しないことが長く続くことは、一国の経済にとって極めて深刻な話となる。

目先の株価や為替レート、選挙などに重きを置くばかりに、健全な資本市場を築くことが出来ないとしたら、将来に大きな禍根を残すだろう。

12. おわりに

財政政策は公共工事なり、減税なり、金額が見えやすく効果も短期的に現われ、結果も検証しやすい。これに対して金融政策はコストが明確ではなく、結果が検証されるまでには時間がかかる¹⁶。往々にして歴史的検証を必要とする領域に入ってしまう。そうした中で過度に異質な金融政策に依存するのは危険と言わざるを得ない。

そもそもの物価目標2%が正しい目標なのか

は、今となっては定かではない。確かにアベノミクスが始まり日銀が異次元金融緩和に踏み切った2013年当時は2%の物価目標に大きな違和感はなかった。しかしながら長期停滞論を提唱されるように世界的にインフレ率は上がらず、金利は超低水準から脱却できない状況が続いている。世界的に低インフレが定着する中で、日銀は2%の物価目標を掲げた旗を降ろさず（降ろせず）、長期戦に引きずり込まれてしまった。いつまでも失敗した戦略に執着するのでは、傷口を広げるばかりである。

筆者は資本市場、なかんずく株式市場は経済の活力を支える非常に重要なインフラだと認識している。もちろん批判的な意見もあるだろうが、米国経済の活力は株式市場が生み出しているといってもよいのではないか。GAFAと呼ばれるGoogle、Apple、Facebook、Amazonなど、新時代の巨人たちも米国の株式市場の活力の中で生まれてきた企業群だ。

目先の短期的効果の達成を目指すだけでは適切な金融政策を遂行しているとは言えない。中央銀行による株式の大量購入という政策からの早期脱却を図るべきである。例え、現時点において景気が悪化する、為替が円高になる、金融機関の収益が悪化する、という痛みがあったとしても、今の日本ならまだ乗り越えられるものだと考えている。

しかし、その痛みを先送りし、今後一段と高齢化が進む中で、次代の日本を背負っていく若者達に歪んだ株式市場を残していいものだろうか？

株式本位性ともいべき様相を呈している米国に比し、日本は株式市場の役割や意義が軽んじられているところがある。しかし、株式会社は一国の成長の源泉であり、その根幹をなす株式市場における資金の流れを歪めることは、将来の成長の芽を摘み、大きな禍根を残すことになる。目先の痛みを耐えても、より良い日本を次世代に残すことこそが現役世代の責務なのである。

【注】

- ¹ 日銀の買い入れるETF指数連動型上場投資信託にはTOPIX型（東証一部全銘柄約2,150銘柄）と日経平均型（225銘柄）の全銘柄を買い入れるものがある。
- ² 筆者略歴；東京海上アセットマネジメント取締役運用部長、米国フランクリン・templton日本法人専務取締役運用本部長、岡三アセットマネジメント専務取締役運用本部長を経て2019年8月現在 独立行政法人 中小企業基盤整備機構 資産運用アドバイザー
- ³ 包括的金融緩和；2010年10月5日ゼロ金利を復活するとともに「資産買入等の基金」を通じて、長期国債、ETFなどの買い入れを決定した。
http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2010/index.htm/
(最終閲覧日：2019年8月25日)
- ⁴ 量的・質的金融緩和政策（QQE）；金融市場調節の主たる操作目標を金利からマネタリーベースに変更するとともにETFなどの資産買入れ額を増額した。以降日銀はマイナス金利の導入、長期金利の操作目標の設定と非伝統的金融政策を拡張していく。
- ⁵ 短期決戦から持久戦への過程は、以下に詳しい北島他（2018）P.95～119
- ⁶ 中国の不動産市場の動向については以下を参照
野村総合研究所 グローバル不動産市場2017
<https://www.nri.com/jp/knowledge/report/lst/2018/cc/0420>
(最終閲覧日：2019年11月30日)
- ⁷ 日本の不動産の動向については以下を参照
東京カンテイ 中長期的な年取倍率の変遷
<https://www.kantei.ne.jp/report/80bairitsu-trend.pdf>
(最終閲覧日：2019年11月30日)
- ⁸ 人々のインフレに対する考え方を日銀なりに分析している。一上響・古賀麻衣子・奥田達志・尾崎達哉（2019）P.11～13
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2019/wp19j03.htm/
(最終閲覧日：2019年8月25日)
- ⁹ Maloney, M. and Mulherin, J., "The complexity of price discovery in an efficient market: the stock market reaction to the Challenger crash," *Journal of Corporate Finance*, September 2003
<https://www.semanticscholar.org/paper/The-complexity-of-price-discovery-in-an-efficient-MaloneyMulherin/10bb6438f310a721fc8ad8682709dae7fc59281f>
(最終閲覧日：2019年8月25日)

- ¹⁰ ばらばらな情報から正解を導き出した事例は、スロウウィッキー（2006）を参照。P.94～115
- ¹¹ ステルステーバリング；日銀は毎年80兆円の長期公債を買い入れるとしたが新規国債の発行は毎年40兆円に満たない。日銀が買い続けると国債を買い占めてしまうとの懸念が出てきた。これを回避するために金融緩和縮小とはとられないように、購入額を減らすとは宣言しないまま国債買入れ量を減らしはじめている。
- ¹² 財務省国債関係資料
保有者に関するもの 2019年6月末速報
<https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/>
(最終閲覧日：2019年11月30日)
- ¹³ スイス国立銀行のアクティブ株式投資については、菊地（2018）P.57を参照
- ¹⁴ 第198回国会 参議院財政金融委員会 会議録第12号（2019.5.31）
<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/sangiin/198/0060/19805300060012a.html>
(最終閲覧日：2019年11月30日)
- ¹⁵ 日本のデフレ圧力は世界最強だとする見方を唱える識者もいる。アトキンソン（2019）P.21～P.51
- ¹⁶ 金融政策のコストは見えにくく、財政政策のコストは理解を得られやすいと考えられる。木内（2013）P.2～3、P.50～51

<参考文献>

- アトキンソン 2019. 『日本人の勝算』東洋経済新報社
- 一上響・古賀麻衣子・奥田達志・尾崎達哉 2019.No.19-J-3 「近年のインフレ動学をめぐる論点：日本の経験」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』
- 菊地正俊 2018. 『日経平均の現状と課題』みずほ証券株式会社ストラテジーレポート10月1日
- 木内登英 2013. 『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社
- 北坂真一・細野薫・翁邦雄・早川英男・大村敬一・柴本昌彦・田畑直樹 2018. 『黒田日銀 超緩和の経済分析』日本経済新聞出版社
- スロウウィッキー（Surowiecki）・小高尚子（監修，翻訳）2009. 『「みんなの意見」は案外正しい』角川文庫
- 東京証券取引所 2019. 『2018年度株式分布状況調査結果について』