

2018年5月15日  
三井住友アセットマネジメント  
シニアエコノミスト 渡邊 誠

## エコノミスト便り

### 【日本経済】株価の「過熱」リスクに日銀はどう対応するのか？

#### ～ETFの購入についてもより詳細な説明が求められる～

- 黒田日銀総裁は、きさらぎ会講演において、資産市場において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていないと述べた。しかしながら、金融システムレポートを見ると、1-3月の株価水準は、日銀が「過熱」と評価する閾値に近い水準まで上昇していた。
- 筆者の試算では、今後、TOPIXの四半期平均値が、4～6月期で1845ポイント、7～9月期で1880ポイント、10～12月期で1915ポイント程度を上回ってくると、金融システムレポート上で「過熱感」のサインが点灯すると見られる（5月11日時点のTOPIXの終値は1795ポイント）。
- 株価が「過熱」の領域に入った際、日銀がどう説明し、どう対応するかが注目される。

黒田日銀総裁のきさらぎ会講演は、新体制での金融政策を展望する上で、非常に示唆に富む内容であった。日本銀行が考える2%物価目標達成のメカニズム、金融政策運営の考え方、イールドカーブ・コントロールの枠組みのもとでの実質金利と名目金利の違いの重要性など、金融政策についての重要な論点がわかりやすく整理された。

中でも、従来と比べて踏み込んだ説明をされていたのが、金融政策運営における「金融情勢」に関する判断である。これまで、日銀は、金融政策運営上、「経済・物価情勢」だけでなく、「金融情勢」も同様に重要であると述べてきたが、今回、金融システムレポートにおける循環上の過熱感や停滞感を評価するヒートマップと結び付けて整理し、金融システムの安定性が損なわれる「過熱方向」の動きと、金融仲介機能が低下する「停滞方向」の動きの両方に注意する必要があると述べた。

筆者の目を引いたのが、過熱方向の動きについて、「資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていません」と、資産市場の動向に言及した点である。金融システムレポートでは、資産価格の動向として、株価、地価の動向に着目し（そのほか、金融市場の動向として、機関投資家の株式投資の対証券投資比率、株式信用買残の対信用売残比率に着目している）、株価については、TOPIXのトレンドからの乖離度合で過熱感や停滞感を客観的に評価している。黒田総裁は過度な期待の強気化を示す動きは観察されていないと述べたが、4月の金融システムレポートを読むと、1-3月の株価は、レンジの上限に近い水準にあった。

それでは、今後、株価がどこまで上昇した場合に、過熱サインが点灯するのか。上述の通り、株価の過熱感や停滞感

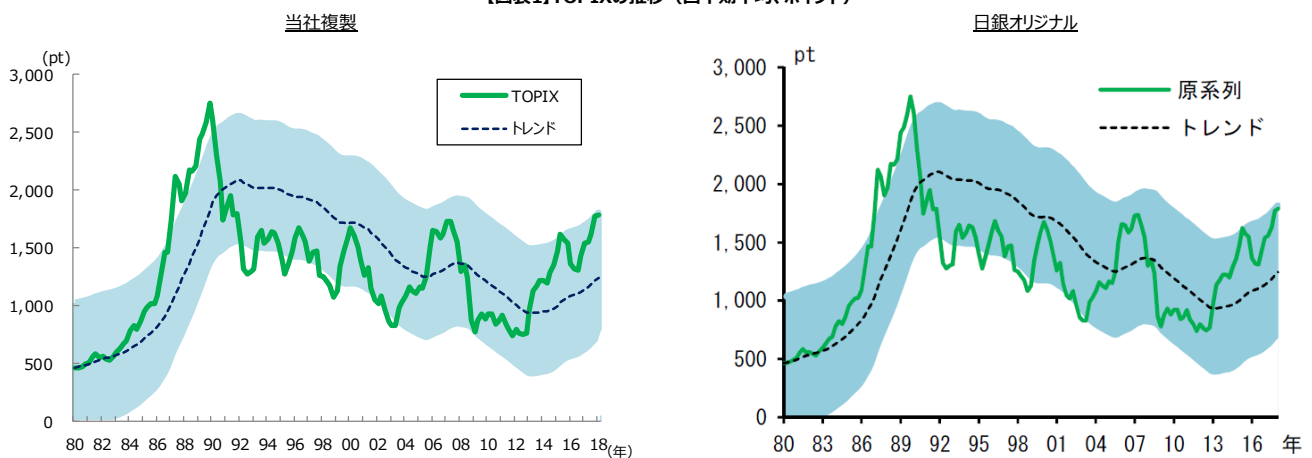
は、トレンドからの乖離度合で評価されるが、その計算方法については、2014 年の日銀ワーキングペーパーで説明されており（注）、完璧にはないが、複製可能である。【図表 1】は、左が筆者の複製、右が日銀のオリジナルで、日銀の計算値が公表されていないため、あくまで目の子になるが、トレンド、シャドーともに動きは概ね一致しており、過熱、停滞のサインのタイミングも外れていない。

さて、今年 4～6 月期以降について、先行きの TOPIX の値について前提を置いた上で、過熱サインが灯る閾値を推定した。4～6 月については、TOPIX で 1845 ポイント、7～9 月期については 1880 ポイント、10～12 月期については 1915 ポイント程度が過熱の閾値となった（実際には、筆者と日銀の算出値に多少の差があると見られるほか、先行きの株価次第でも±10 ポイント程度は閾値が異なる）。四半期の平均値で TOPIX がこれらの閾値を超えてくるようであれば（日銀は、瞬間風速でなく、平均値で評価しているため）、金融システムレポート上、株価の過熱サインが灯ることになると見られる。

そうなった場合、黒田総裁はこの点についてどう説明し、どう対応するのか。もちろん、日銀が 2016 年 7 月に ETF 購入増額を決定する背景となったのは、BREXIT を始めとした海外リスクプレミアムの上昇に対応するため、BREXIT 懸念こそ和らいだものの、先行きも北朝鮮問題、中東情勢、米中貿易戦争など、リスクの火種は燻っている可能性がある。また、上記評価は、あくまで過去のトレンドとの比較で、株価がバリュエーション上、割高か、割安かとは必ずしもリンクしていない。とはいえ、日銀はこれまで本指標を一つの目安として使用しており、本指標で過熱サインが灯った場合、年率 6 兆円の ETF 購入を続けることの妥当性を問う声が増える可能性もある。今回のきさらぎ会講演では、ETF 購入についてはあまり触れられなかったが、今後は、ETF 購入についても、より明確な基準の提示や、詳細な説明が求められるよう。

（注）トレンドは片側 HP フィルターにより算出。HP フィルターの平滑化パラメーター  $\lambda = 400,000$ 。過熱感、停滞感を示す上下の閾値は、トレンドからの乖離の二乗平均平方根を 1.5 倍した値（ $\pm 1.5\sigma$ ）。なお、フィルタリングの開始

【図表1】TOPIXの推移（四半期平均、ポイント）



（注）データは1980年第1四半期～2018年第1四半期。トレンドはHPフィルターで抽出。シャドーの上側が株価の「過熱感」、下側が「停滞感」を示す。日銀オリジナルは日銀資料より貼付。  
（出所）Bloomberg、日本銀行資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

時点等が明らかになっていないため、筆者は、1968年1Qを開始時点として算出した。片側HPフィルターの詳細については参考文献を参照のこと。

参考文献：伊藤 雄一郎、北村 富行、中澤 崇、中村 康治（2014）、『金融活動指標』の見直しについて、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

### 【図表2】黒田総裁のきさらぎ会講演（2018年5月10日）のポイント

**物価が2%に向けて上昇していくメカニズムを改めてご説明したいと思います。日本銀行では、これを2段階に分けて整理**しています。**第1のステップ**は、景気の拡大とともにマクロ的な需給ギャップが改善し、これが、企業における賃金・価格設定スタンスの積極化を通じて、現実の物価を引き上げていくというものです。**第2のステップ**は、実際に物価が上昇することにより、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が高まり、このことが、実際の物価上昇率を一段と押し上げていくというものです。

このうち、第1段階についてみますと、マクロ的な需給ギャップの改善は、賃金や物価を着実に押し上げています。…中略…次に、第2段階、すなわち、現実の物価上昇が、中長期的な予想物価上昇率の高まりに繋がっているかどうかという点です。この点について、最近の予想物価上昇率の動きをみますと、一頃の弱含み局面からは抜け出しているものの、なお横ばい圏内で推移しています。こうした状況を踏まえると、**今後は、2%の実現に向けて、特に、第2段階のメカニズムが明確に作動していくことが重要**です。そのためには、第1段階のメカニズムが、息の長い景気回復のもと、この先も作動し続けることで、現実の物価上昇が人々の物価観に影響を与え、予想物価上昇率をしっかりと押し上げていくことが必要となります。

**以上が物価に関する中心的な見通しですが、こうした見通しについては、どちらかといえば下振れリスクの方が大きい**と評価しています。…中略…このように、**各種のリスクがあり不確実性が大きい状況では、先行きの物価動向を見通し、これを説明していくにあたり、計数のみに過度な注目が集まることは適当ではありませんし、適切な情報発信にならない**と考えています。…中略…前回1月の「展望レポート」までは、2%程度に達すると予想される時期について、「2019年度頃になる可能性が高い」などと具体的に記述していましたが、今回、こうした記述は行っていません。

**こうした金融政策運営の考え方は次の通り**です。**まず、判断基準の一つである「経済・物価情勢」**についてみると、…中略…2%の「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があります。物価に関する下振れリスクにも注意が必要な状況です。このため、「経済・物価情勢」という観点からは、引き続き、現在の金融市場調節方針のもとで、強力な金融緩和を進めていく必要があります。

**次に、「金融情勢」に関する判断**です。金融政策運営にあたっては、**金融面での不均衡が蓄積し、金融システムの安定性が損なわれる「過熱方向」の動きと、金融機関の収益環境が悪化し、金融仲介機能が低下する「停滞方向」の動き**の両方に注意する必要があります。過熱方向の動きについては、これまでのところ、**資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていません**。

なお、この先、「イールドカーブ・コントロール」の枠組みのもとで、**経済・物価・金融情勢を点検していくにあたっては、実質金利と名目金利の違いについて意識しておくことが大事**です。経済・物価を刺激する効果を評価する際には、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利の水準が重要になります。先行き、予想物価上昇率の高まりに応じて実質金利が低下していけば、経済・物価を刺激する効果は一段と強まることとなります。また、政府の成長戦略の推進や企業による生産性向上に向けた取り組みが続くことで、**経済の潜在成長率が高まり、自然利子率が上昇すれば、やはり金融緩和の効果は増す**こととなります。

（注）講演資料より、ポイントと思われる点を筆者が抜粋。

（出所）日本銀行資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友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 399 号

加入協会：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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会