

市場から見た量的緩和政策

目次

- I. まえがき
- II. 量的緩和政策とは
- III. 市場への政策効果
 - (1) 短期金融市場の安定効果
 - (2) 時間軸効果
 - (3) ポートフォリオリバランス効果
- IV. おわりに

債券運用部 ファンドマネージャー 成川 順一

I. まえがき

長期間に亘った超金融緩和政策が漸く終焉を向かえようとしている。振り返れば、日本経済はバブル崩壊から平成不況に陥り、戦後初のデフレを経験した。金融政策については数回に亘り政策金利が引き下げられた後、ついに金利の引き下げ余地がなくなり、日銀は初の量的緩和政策を導入することになる。2001年3月に政策目標を金利から量に転換するという発表によりスタートし、2006年3月に解除されるまで、この政策【表1】の効果や弊害をめぐってさまざまな議論が繰り返されてきた。ケインジアンとマネタリスト、ブタ積み¹とコール市場の喪失、市場との対話と信任、フォワードルッキング²とビハインドザカーブなど、さまざまな用語が使われ賛否両論あったこの議論も昨年夏からの株価の本格上昇に伴い、徐々にフェードアウトしていった感がある。ゼロ金利解除が行われたこの機会に量的緩和の狙いや市場に与えた効果について、マーケットの反応、市場参加者の立場から、当時を振り返って考察してみたい。

¹ 民間銀行が法的に日銀当座預金に残高を積み重ねなければならない部分を法定準備、法定準備を超えて積んでいる部分を超過準備という。ブタ積みとは後者の俗称。花札で最後に場に残った札を意味するブタからきている。

² 将来起こりうる事態を的確に予想し、それに備えた政策を早めに打つという姿勢。ビハインドザカーブはその逆。

【表1】量的金融緩和政策の変遷

政策決定会合開催日		金融市場調節方針等
2001年	3月19日	金融調節目標を無担保コールから当座預金残高へ変更。
	8月14日	当座預金残高を5兆円から6兆円に引き上げ。 国債買い切りオペを月5千億円から6千億円ペースに増額。
	9月18日	当座預金残高を6兆円を上回る程度へ引き上げ。
	12月19日	当座預金残高を10～15兆円程度へ引き上げ。 国債買い切りオペを月8千億円ペースに増額。
2002年	2月28日	国債買い切りオペを月1兆円ペースに増額。
	10月30日	当座預金残高を15～20兆円程度へ引き上げ。 国債買い切りオペを月1兆2千億円ペースへ増額。
2003年	3月25日	当座預金残高を17～22兆円程度へ引き上げ。
	4月30日	当座預金残高を22～27兆円程度へ引き上げ。
	5月20日	当座預金残高を27～30兆円程度へ引き上げ。
	10月10日	当座預金残高を27～32兆円程度へ引き上げ。
2004年	1月20日	当座預金残高を30～35兆円程度へ引き上げ。
2005年	5月20日	一時的な日銀当座預金残高目標割れの容認。
2006年	3月9日	金融調節目標を当座預金残高から無担保コールへ変更。 無担保コールレートを概ねゼロ%で推移するように促すと決定。

II. 量的緩和政策とは

日銀は2000年8月に政府の反対を押し切り、前年1999年2月に採用したゼロ金利政策を解除し、利上げを行った。しかし、その後国内景気は悪化に転じ、株価も更に下落を続けたことから、2001年3月には再度金融緩和を迫られることとなった。短時間で金利政策を元に戻すことを嫌ったのか、あるいは更なるインパクトを求めたのか、日銀は金融政策の目標を金利から日銀当座預金残高に変更し、所謂、量的緩和政策を導入することになった。当日の決定会合の発表事項は（1）金融市場調節の操作目標の変更、（2）実施期間の目処として消費者物価（CPI）を採用、（3）日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下、（4）長期国債の買い入れ増額、の4点であった。

とりわけ、当時の投資家が注目したのは（1）の操作目標の金利から量への転換と（2）の同政策の継続条件のコミットメントだったと思われる。（1）については誘導金利がいくらになるの？という疑問が当初マーケットに生じたが、結局金利面ではゼロ金利政策と同じであるということに後に悟ることになる。（2）については、この政策の停止条件が、前回のゼロ金利政策時には「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という主観的表現だったのが、このときは「CPIの前年比上昇率が安定的にゼロ以上となるまで継続する」と決定会合の決定事項として正式に表明された。その後、よく使われるようになった時間軸効果という概念である。

では、当局の量的緩和政策の狙いはどこにあったのか。その後の決定会合議事要旨や審議

委員の講演会から読み取ると、次の3つの事項が大きなテーマだったと思われる。

- (1) 流動性供給による短期マーケット発の信用不安の払拭
- (2) 時間軸効果によるイールドカーブ（利回り曲線）の安定化および押し下げ
- (3) ベースマネーの供給による実体経済と資産構成・価格への能動的な働きかけ（広義のポートフォリオリバランス効果と呼ばれている）

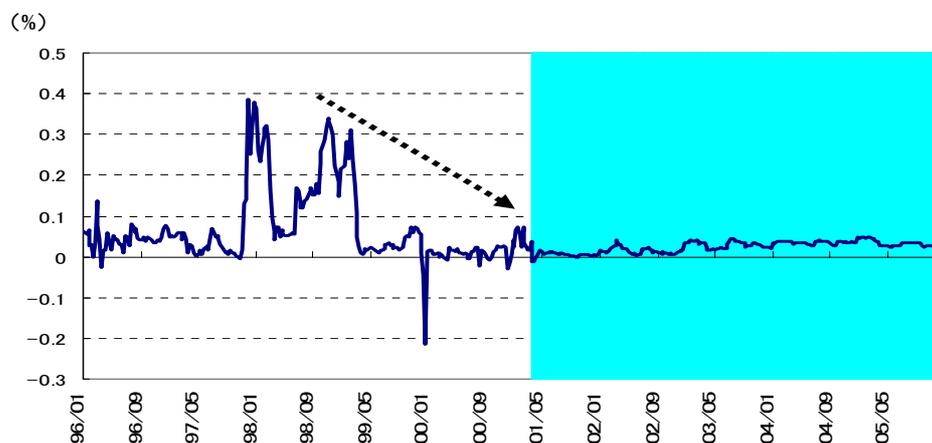
Ⅲ. 市場への政策効果

金融政策の市場への影響や効果は把握が難しい。政策自体ミックスでなされることが多いことから単体での分析は困難であることや、効果がタイムラグを伴って発現する場合が多く、その見極めが難しい。したがって統計的な手法は用いずに、以下では、これらの点について、当時のマーケットの動きや投資家の心理、イールドカーブの動きなどをグラフ等で追ってみたいと思う。

(1) 短期金融市場の安定効果（短期マーケット発の信用不安の払拭）

これについてはジャパンプレミアム【図1】と金融債クレジット【図2】推移を参考にしたい。邦銀の信用力を表わすジャパンプレミアム（TIBOR-LIBOR：邦銀が外銀から調達する際、上乘せされるスプレッド部分）は金融不安が高まった97、98年に急上昇した後、徐々に低下し、その後沈静化した。金融債のクレジットも98年のピークから2002年にも上昇を見せるが、高値を超えることなくその後低下している。97、98年当時は一部金融機関の破綻をめぐりコール市場が大混乱しており、短期マーケットから信用不安が起こっている。

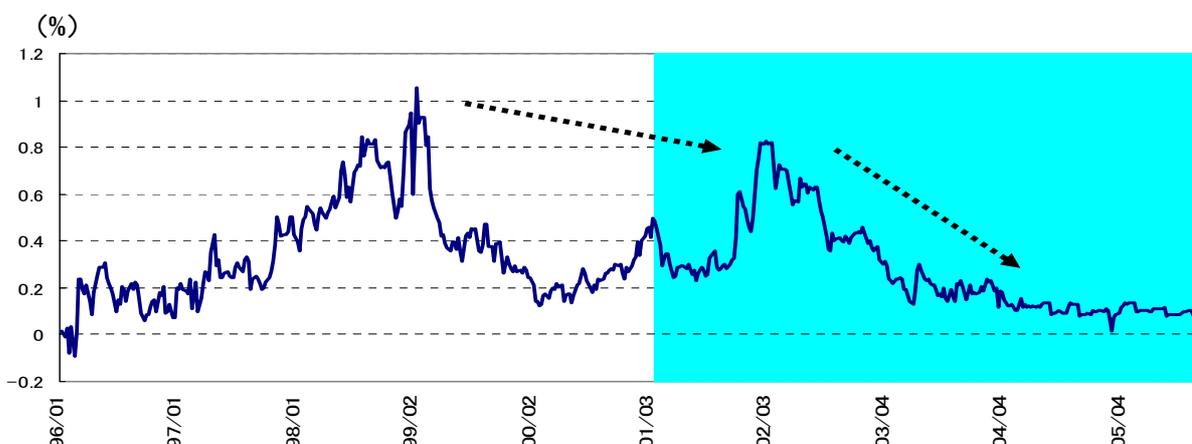
【図1】 ジャパンプレミアム（TIBOR3ヶ月金利-LIBOR3ヶ月金利）



注：網掛け部分は量的緩和政策期
出所:Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

【図2】 金融債クレジットスプレッド

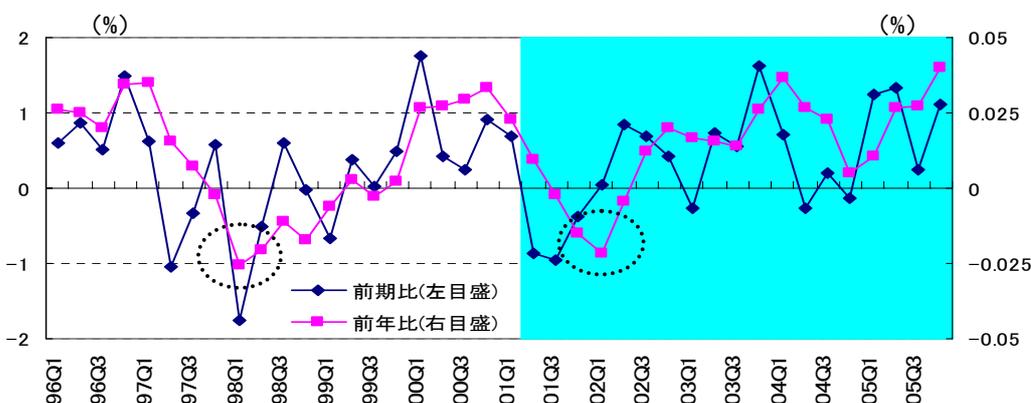
(金融債5年債利回り－国債5年債利回り)



注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所: Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

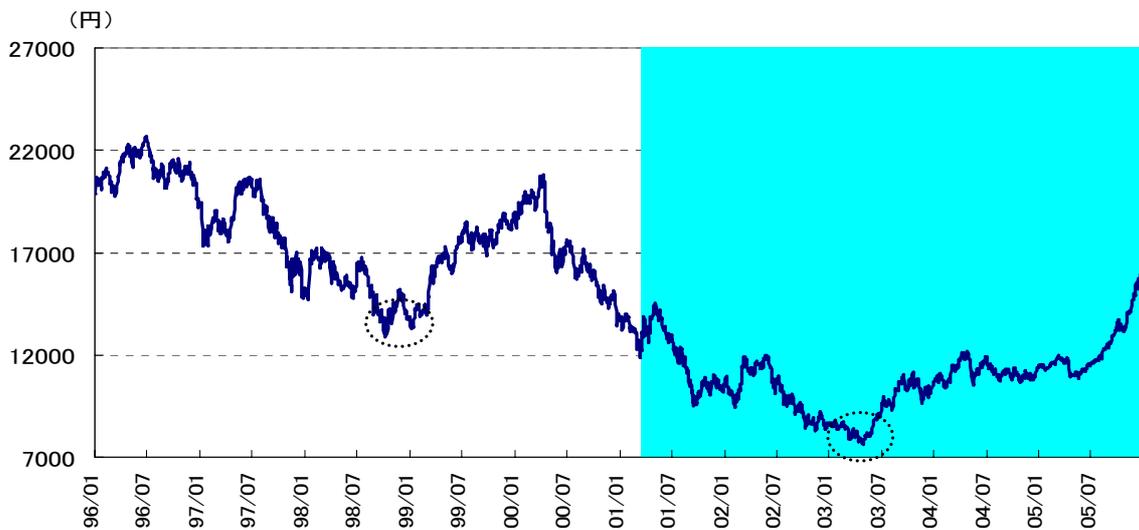
実体経済の動きは実質GDP【図3】、日経平均【図4】の推移の通りである。98年を底にIT景気で盛り上がり2000年まで回復した後、2001年あたりから再度悪化し、2002年に向けて98年と同程度かそれ以上の景気後退が起こっている。また97、98年と同様の金融不安は2002、2003年にも再発している。にもかかわらず短期金融市場に大きな混乱が起きることはなかった。これは金融システム安定化のため当局が公的資金注入姿勢を明確化したこともあるが、日銀が量的緩和政策に則り徹底的に市場に流動性を供給し、資金の取り手に安心感を与えたことが一因となったと判断していいものと考えられる。またこの間、2001年のNYテロや2005年のペイオフ解禁時にも量的緩和は同様の効果をもたらしたものと推察される。

【図3】 実質GDP (季節調整済前期比、前年比)



注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所: 内閣府HPより三菱UFJ信託銀行作成

【図4】日経平均株価



注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所: Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

(2) 時間軸効果 (イールドカーブの安定化および押し下げ)

時間軸効果による、ターム物→短期金利→中期金利→長期金利への波及を考える前に、イールドカーブの形状を説明する3つの代表的な仮説を紹介したい。

① 純粋期待仮説

将来の各年限における市場参加者の金利予想がイールドカーブを決定するという考え方。将来の短期金利が上がると思えばイールドカーブは右上がりになる。逆に下がると思えば右下がりになる。

② プレミアム仮説

リスク (価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク etc) に応じて、金利にプレミアムが付く考え方。一般的に不確実性の増す残存期間の長いものほどリスクは高くなるので、イールドカーブは右上がりになりがち。

③ 市場分断仮説

投資主体別の嗜好や資金性格に応じた年限の選択により、各年限は独自のマーケットを形成しているという考え方。したがって、期間ごとの金利は相互に影響されず、分断されて決定されているという仮説。

これらの仮説にしたがって、量的緩和政策における時間軸効果を説明すると次のようになる。

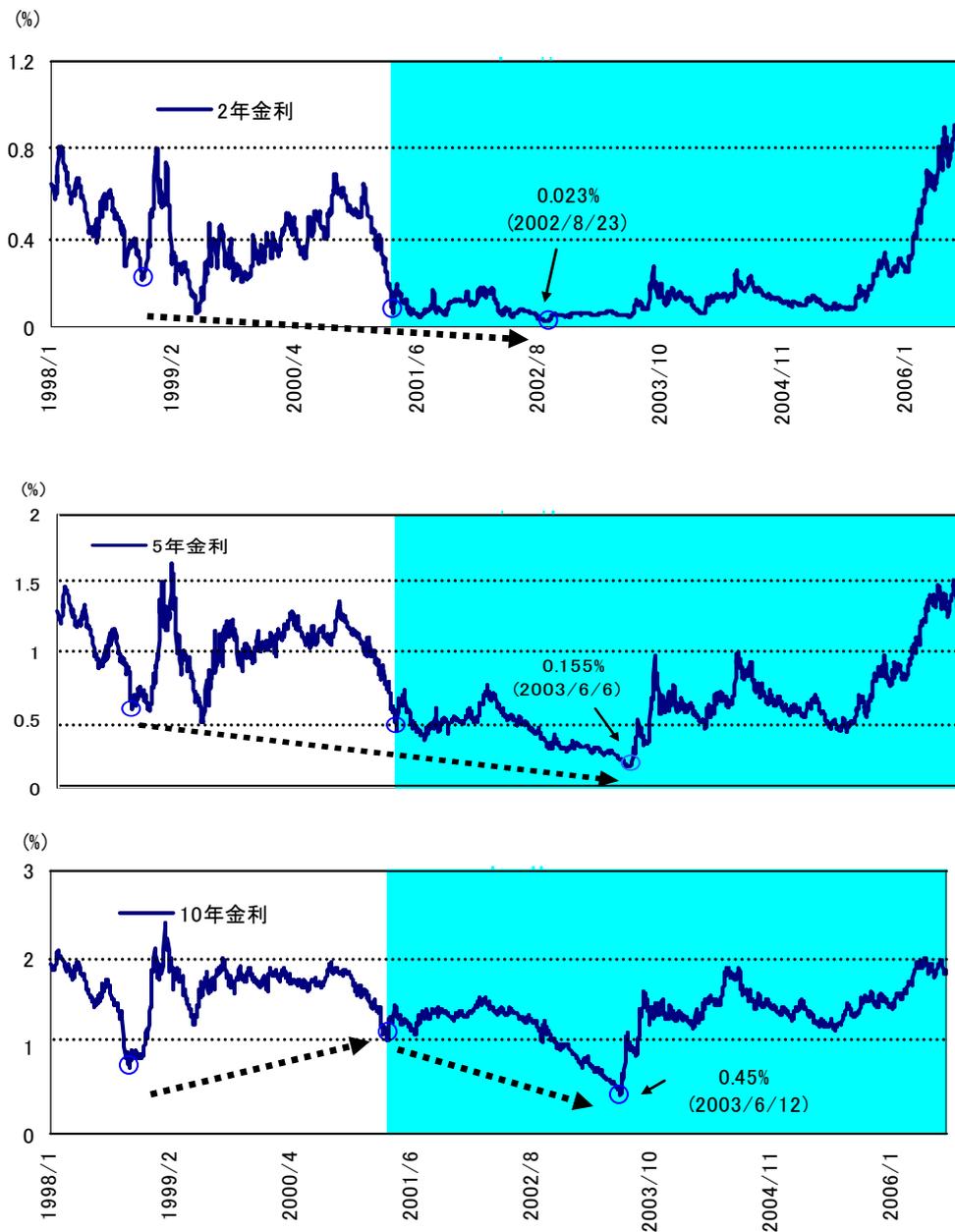
「物価が上がるまで、しばらくは政策解除しません」というコミットメントが①の市場参加者の短期金利予想を横ばいに誘導し、かつ②の価格変動リスク、流動性リスクが減少するこ

とにより、結果としてイールドカーブは安定化または下方シフトすることになる。

ところが、実際のマーケット参加者は上の3つの仮説を時と場合によって無意識に使い分ける、あるいは軽重をつけて行動するので、そう単純ではないことが多い。マーケットの感覚としては、短期ゾーンは金融政策の予想に基づいた理性的な市場、長期ゾーンはマクロ経済への漠然とした予想の反映いわゆる相場そのもの、中期ゾーンはその中間とイメージしている。つまり残存が長くなればなるほど仮説③の市場分断が成立することが多いのである。では量的緩和後の実際のマーケットの動きを、新発発行のある短期2年、中期5年、長期10年で代表させて追ってみたい。

98年からの各年限の金利の動きを示したものが【図5】である。2年金利は99年のゼロ金利政策時にほぼ低下の限界に達したのか、その後の2001年量的緩和以降もそのレベルからやや低下した水準で横這っている。片や5年、10年はその間順調に金利低下トレンドを続けている。各々概ね似たような波形となっているが、微妙に相違点がある。2年金利の最安値（最低金利）は2002年8月、5年/10年のそれは2003年6月である。また2001年の量的緩和スタート時には2年、5年は98年の安値をブレイクしているが、10年は98年の安値をブレイクしていない。この相違点を先程の仮説③とマーケットイメージに照らし合わせると、10年金利の動きは金融政策よりも、むしろ実体経済やそれを映した株価の水準・方向性（【図3、4】実質GDP、日経平均株価）に似通った動きをしていること。また2年金利は2003年以降の動きからして実体経済の水準・方向性よりむしろ金融政策の影響を強く受けていることがわかる。さらに2年金利推移から推測すれば、量的緩和の時間軸効果は度重なる当座預金残高の増加にもかかわらず、2002年中にはほぼ出尽くしかけており、その後の5年、10年の低下はデフレ経済の深化によるものが大きかったと思われる。

【図5】各年限の金利の動き



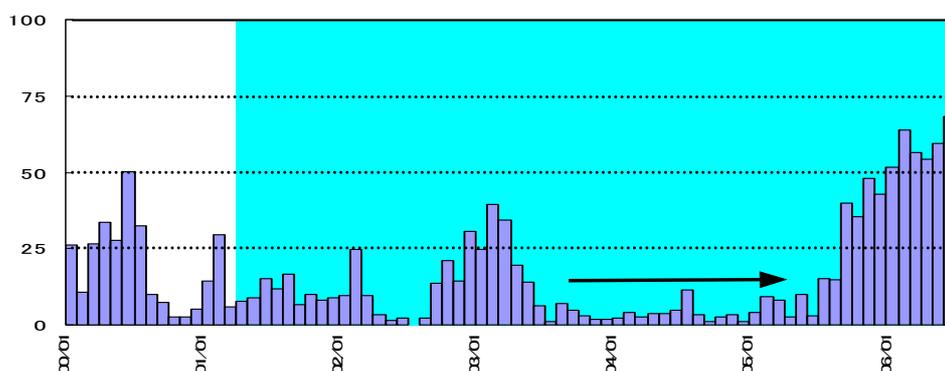
注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所: Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

次に投資家心理の動きとマーケットボラティリティから同様の考察をしてみる。投資家心理を調査したものとして QUICK 社の Q S S サルベイデータを利用させてもらう。同社の投資家向けの様々なアンケート結果の内、金融政策に係わるもの2つをここでは取り上げる。一つは【図6】最も注目している債券価格変動要因(7つ)のうち金融政策の割合を示したものと、もう一つは【図7】金融政策が債券相場にどのような影響を与えると予測していま

すか？（50 がニュートラルで大きいほど金利低下要因、小さいほど金利上昇要因）である。

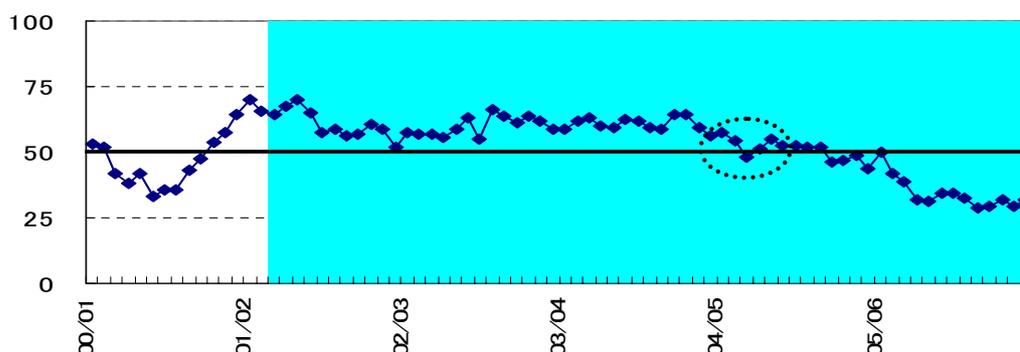
【図 6】の示す通り、金融政策に対する注目度は前回のゼロ金利解除時の 2000 年とデフレのピーク 2003 年初に高まったが、2003 年の中頃からは過去最低の注目度まで下がって長期間安定している。この注目度の低下は金融政策が当面変化しないだろうという投資家の予想とマーケットインパクトの低下を表わしているものと思われる。当時、量的緩和と量拡大の発表に対しほとんど市場が反応しなかったことが思い出される。【図 7】が示しているのは金融政策の影響の方向性であるが、こちらは 2001 年の量的緩和スタート時をピークに横這った後、2004 年の春先から徐々に金利上昇要因の方向に動いている。こちらは時間軸効果のコミットメントにあった C P I の前年比上昇率【図 8】がゼロ近傍に近づいた時期とほぼ一致する。

【図 6】最も注目している債券価格変動要因(7つ)のうち金融政策の割合を示したもの



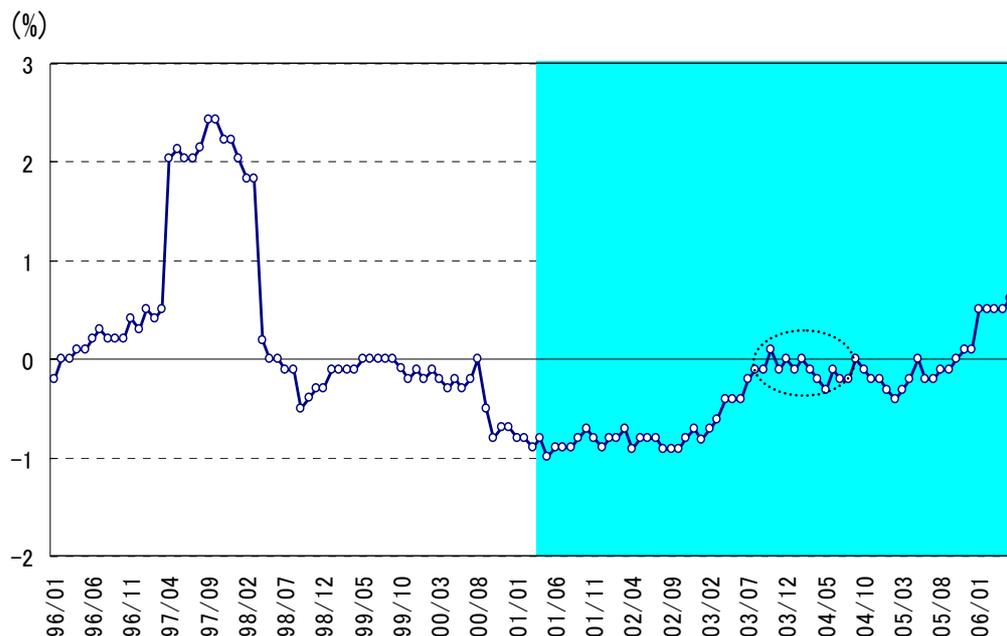
注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所:QUICK 社より三菱 UFJ 信託銀行作成

【図 7】金融政策が債券相場にどのような影響を与えると予測していますか？



注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所:QUICK 社より三菱 UFJ 信託銀行作成

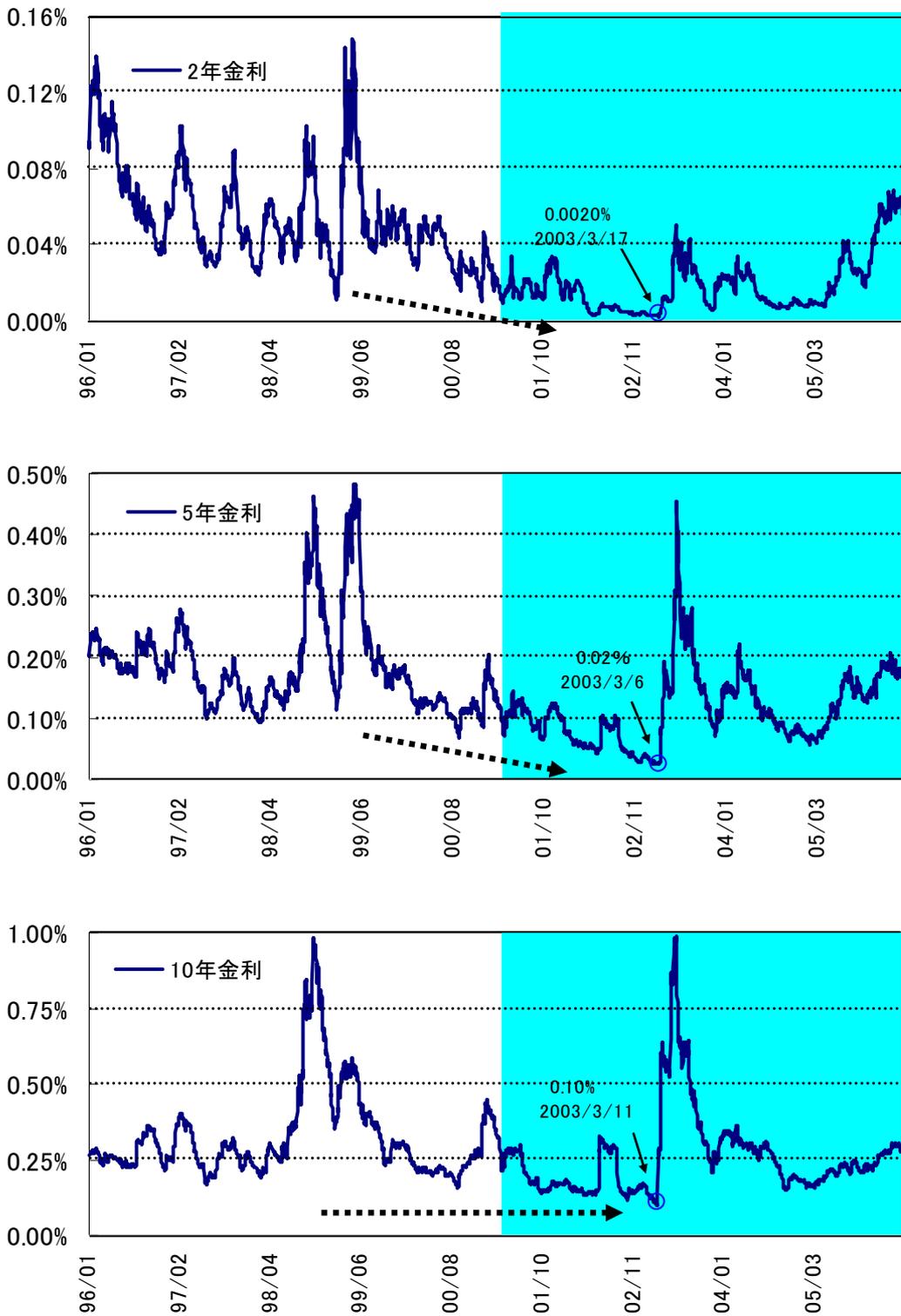
【図 8】 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数)の前年比上昇率



注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所:総務省 HP より三菱 UFJ 信託銀行作成

同様にマーケットのボラティリティの動き【図 9】を見ると、各年限ともに 99 年から低下基調となっており、5 年、10 年の最低金利時 2003 年までこの傾向が続いている。また過去のレベルとの比較でいえば 2 年、5 年金利ボラティリティの低下が顕著である。2003 年 6 月には 2 年、5 年金利ボラティリティがともに限りなくゼロに近づいている。反面、10 年金利は低下こそしているものの過去のレベルとさほど大きくは変わらない。当時のファンドマネージャーの感覚は今では信じられないが 5 年債をほとんどキャッシュに近いイメージで売買していたことが思い出される。これらから価格変動リスクの観点では量的緩和の時間軸効果は少なくとも 5 年ゾーン前後までは有効であったことがわかる。

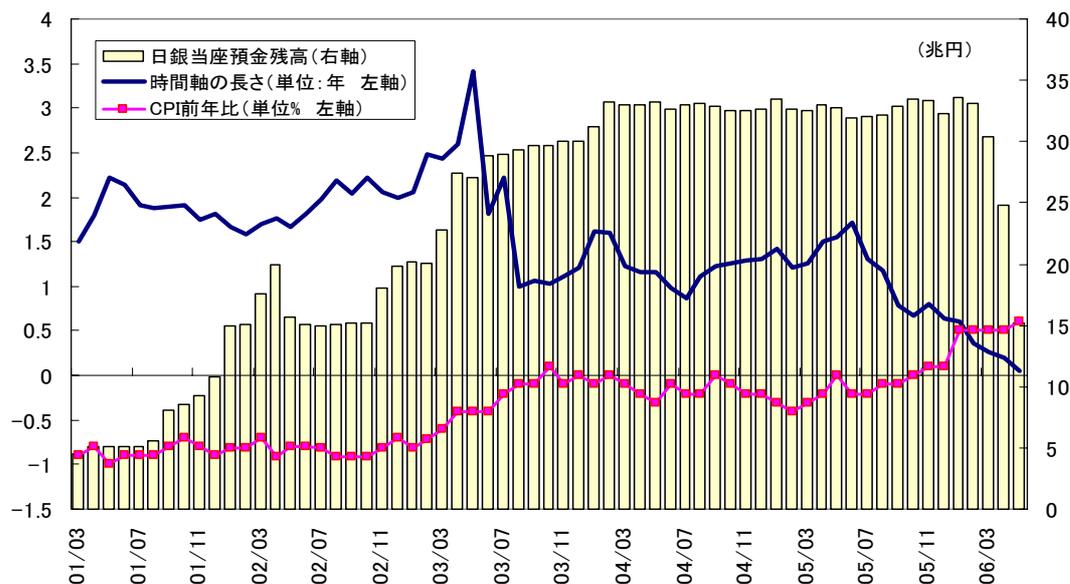
【図9】マーケットのボラティリティの動き



注: 網掛け部分は量的緩和政策期
出所: Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

以上、量的緩和政策における時間軸効果をイールドカーブの動き、投資家心理とマーケットボラティリティから考察してみたが、当座預金残高の増加とコミットメント→ゼロ金利の長期化暗示→リスクプレミアムの低下→イールドカーブの安定化および押し下げというパスはある程度は機能していたことが認められる。しかし、その効果は5年程度の金利までに有効であるが、それより長いゾーンの金利低下は实体经济とのリンクが強く作用していた可能性が高い。またその心理効果は当座預金残高の増加にも拘らず2002年後半あたりから徐々に薄れてきており、2004年辺りからは市場はむしろコミットメントにあったCPIの前年比上昇率を意識するようになってきたと推察される。参考までにイールドカーブが示唆しているゼロ金利解除までの時間(※)、CPIの前年比上昇率と当座預金残高の推移のグラフを下に並べてみる。【図10】

【図10】



※ ユーロ円金利先物のイールドカーブで、0.3%を上回る時点までを量的緩和解除までの時間軸の長さとして定義。

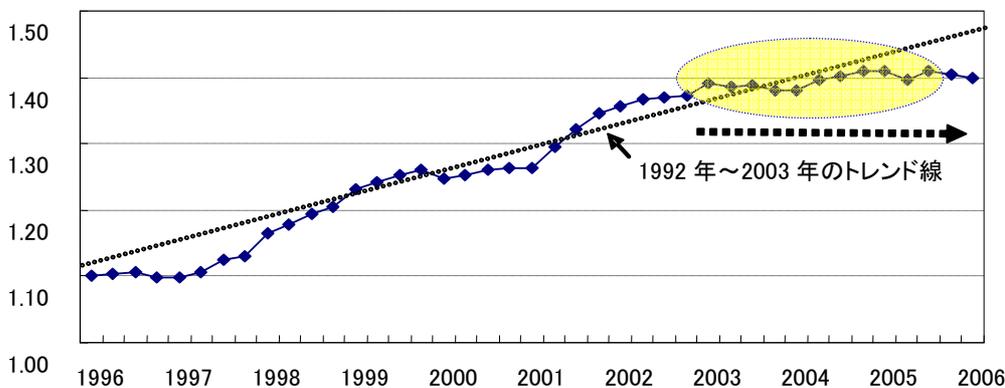
出所：総務省 HP,日銀 HP,Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

(3) ポートフォリオリバランス効果

最後にポートフォリオリバランス効果である。この考え方は量的緩和導入当初には明らかになっていなかったが、その後の決定会合議事要旨や講演会で示された量的緩和狙いの一つである。簡単に説明すると、国債買切り増等で日銀が供給したベースマネーが銀行を通じて

いずれ様々な経路でその他リスク資産に向かうという概念である。当然、物価上昇バイアスにも期待してのことだと考えられる。ただこの試みが上手く機能するには前提が必要となる。ベースマネーとマネーサプライの関係が安定的なこと。さらに、マネーサプライと物価上昇率の関係も安定的であること。またマネーを供給された銀行に貸出等リスク資産に投資する余力と儲かるという投資マインドがあることが必要となる。結果はその後の各マーケットの動きからして、目立ったポートフォリオリバランス効果は発生しなかったというのが普通の解釈であろう。当時、銀行にリスク許容度が不足していたのは言うまでもなく、またデフレ進行の中で、なかなか積極的な投資に踏み込めなかったのも当然といえる。一般的に金余り度合を示すマクロ指標としてはマーシャルのK（マネーサプライ/名目GDP）【図 11】が挙げられるが、当座預金増加の過程でも同指標は過去のトレンドに沿った動きをしており、むしろ2003年からは横ばいに推移している。量からの経済刺激効果は前提条件自体が完全には成立していなかったことがわかる。結果として、量の増加は日銀と金融機関との間で供給オペとブタ積みの循環に留まり、信用創造や乗数効果を伴った資産価値押し上げ効果は限定的だったように思われる。

【図 11】 マーシャルのK (マネーサプライ/名目 GDP)



出所:日銀 HP より三菱 UFJ 信託銀行作成

加えて推測すると 2003 年からの株価底打ち後の株式市場における個人投資家の台頭や外貨投資ブームもゼロ金利自体が触媒として一部後押ししたとは思われるが、当初狙ったポートフォリオリバランス効果がラグをもって現れたとは断言しづらい。むしろ投資家のデフレ予想心理のオーバーシュートや株価急落過程での投資主体の手替わり、また株式投資成功体験の蓄積からくる投資マインドの好転といった説明の方がマーケットの感覚としてはフィットしている。

Ⅳ. おわりに

以上、量的緩和政策についてマーケットの動きや投資家の感覚から、やや大雑把に振り返ってみた。当初言われていた副作用はゼロ金利解除後の現在においても、ほとんど感じられない。そもそも金利政策の限界局面で採られた苦肉の策ゆえ、弊害が大きいのであれば、金融政策として成功だったといえる。また時間軸のコミットメントにより、その後のCPI上昇局面において政策変更の可能性を徐々に投資家に織り込ませ、スムーズな政策解除に至っている。先述の通り、豊富な量をマーケットに供給し、その後外部要因から短期市場の混乱を防いだことも間違いのないところである。さらに時間軸効果によるイールドカーブの安定化および押し下げの狙いは、導入当初から2年間程度において、5年以下のゾーンである一定の役割を果たしたと考えられる。しかしながらポートフォリオリバランス効果については議論の分かれるところであろう。2005年10月日銀の展望レポート「(引用)～そうしたもとの、量的緩和政策の経済・物価に対する刺激効果は、次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきている。」にあるように、やはり金融政策の中心は伝統的な金利政策といえる。ゼロ金利導入後の5年最低金利は0.50%、量的緩和後は0.15%、イールドカーブ解釈のみからは、量的緩和政策とはその差約0.2%のマイナス金利政策の類似形だったとラフにいえるのではないだろうか。歴史に「もし」はないが、2003年以降もさらにデフレが進行していたら、そして非伝統的金融政策（たとえば国債買切、ETF買切、外債買切）が採用されていたら、ポートフォリオリバランス効果は顕著に現れていたのだろうか。また、その解除はスムーズに行えたのだろうか。空想の域をでないものの、興味のあるところである。

さて、本年3月に量的緩和が解除され、7月にはゼロ金利も解除された。この間中短期金利は大きく上昇したものの、長期金利の上昇幅は限定的であり（むしろ7月以降はやや低下ぎみ）、10年金利はなかなか2.0%を越えられない。これらは市場との対話推進によるものなのか、フォワードルッキング的な予防的引き締め効果なのか、それとも市場の潜在成長率予想の暗示なのか？マーケット参加者の一人として、よく考えてみたいと思う。

(2006年8月7日記)

- ◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
- ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなら保証するものではありません。
- ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）