

# 非伝統的な金融政策が市場に与えた短期的な効果の検証 —包括緩和政策と量的・質的緩和政策の比較\*

明治大学商学部教授

伊藤 隆康\*

## 【要旨】

本稿では非伝統的な金融政策である包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響（1カ月後、12カ月後）を検証して比較した。対象とした市場は、短期金利、国債、金利スワップ、株、不動産投資信託（REIT）、外国為替である。2つの政策で効果が著しく異なったのは、東証株価指数とドル円為替レートであった。包括緩和政策では1カ月後、12カ月後においてプラスの影響はなかったが、量的・質的緩和政策においては、東証株価指数とドル円為替レートがプラスの効果を示した。一方、共通しているのは、1年物までの短期金利の低下効力が12カ月後においても持続していた点である。

キーワード： 日銀、包括緩和、量的・質的緩和、資産購入

---

☆ 本稿は科学研究費補助金基盤研究（C）課題番号 22530305 の成果の一部である。  
\* 明治大学商学部教授

## 1 はじめに

日銀は2010年10月5日の政策委員会・金融政策決定会合で、金融緩和をさらに推し進めるため、包括緩和政策を打ち出した。その骨子は(1) 金利誘導目標を0~0.1%に引き下げ、(2) 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、(3) 資産買入等の基金の創設、――の3点である。こうした包括緩和政策には、3つの波及経路が期待された。第1の波及経路は、長めの市場金利低下を通じた企業や家計の資金調達コストの引き下げ、および日銀のリスク資産買入れの「呼び水」効果によるリスク・マネーの仲介円滑化である。第2の波及経路は、時間軸による長期金利の安定化効果である。第3は企業や家計の心理面に働きかけることにより、経済を下支えしていくことである。

白川方明総裁は2010年11月28日の講演で「今回の措置は、海外経済の減速や円高に伴う悪影響を懸念する企業や家計のマインドを安定化させるうえで、効果があったと考えています。中央銀行の政策運営に対する信認は、経済の落ち込みに対する不安感を防ぐことを通じて、わが国経済の自律回復に向けた動きを後押ししていく力になる」と強調した。

一方、日銀は2013年4月4日、量的・質的緩和政策の導入に踏み切った。同日に開催された記者会見で、黒田東彦総裁は政策に関して説明をした<sup>1</sup>。その効果に関しては、(1) イールドカーブ全体の金利低下を促す、(2) 資産価格のプレミアムに働きかけ、株価や地価などの資産価格を上昇させる、(3) 機関投資家にリスク資産投資の拡大や金融機関に貸出の増加を促すポートフォリオ・リバランス効果を引き起こす、(4) 市場・経済主体の期待を抜本的に転換させる、の4点をあげた。

一方、ドル高・円安効果に関する記者からの質問に対して、黒田総裁は「為替について具体的に申し上げることは、中央銀行のマネーを越えているので申し上げかねます。一般論として、他の事情が等しければ、金融を大幅に緩和した国の為替レートが下落する傾向があることはその通りだと思いますが、それ以上に、何か具体的に為替の動向について申し上げることは控えたいと思います」と答えるに止まり、円安誘導が金融緩和の目的であることについては言及を避けた<sup>2</sup>。

非伝統的な金融政策に関して、Ueda (2013) はフォワード・ガイダンス（時間軸）、LSAP（Large Scale Asset Purchase）1、LSAP2、QE0という分類をしている。包括緩和政策と量的・質的緩和政策は、フォワード・ガイダンスとLSAP2の組み合わせということになる。包括緩和政策におけるフォワード・ガイダンスは、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく、とした。一方、量的・質的緩和政策においては、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期

<sup>1</sup> 記者会見の詳細に関しては、日銀ホームページ（<http://www.boj.or.jp/>）を参照のこと。

<sup>2</sup> 総裁会見での記者からの質問は次のとおりである。量的・質的に大胆な緩和であると思いますが、通貨のプロである財務官もやっておられたので、一般的に言って、この緩和が円安につながるのかどうか、どうお考えなのか伺います。

に実現する、とした。岩田・日本経済研究センター（2014）は、包括緩和や量的・質的緩和が資産市場に与えた影響に関して、ニュース分析の手法を用いて検証している。

本稿では非伝統的な金融政策である包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響（1 カ月後、12 カ月後）をそれぞれ検証して、比較することにある。具体的に対象とする市場は、短期金利、国債、金利スワップ、株、不動産投資信託（REIT：Real Estate Investment Trust）、外国為替である。伊藤（2011）と伊藤（2014）は、非伝統的な金融政策が導入後の3 カ月において、金融市場に与えた影響を分析している。

伊藤（2011）は、包括緩和政策導入の3 カ月後における金融市場に対する影響を検証している。1 年物までの金利は包括緩和の実施約3 カ月後には低下しており、短期金利の引き下げ効果はあった。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比較すると上昇したことから、長期金利の低位安定効果はなかった。資産買入の呼び水効果については、株価と REIT の両方で価格が上昇したため、効果があった。

伊藤（2014）は、量的・質的緩和政策導入の3 カ月後、6 カ月後における金融市場に対する影響を検証している。緩和効果が認められたのが、短期金利と株価、ドル円為替レートであった。一方、REIT に対する効果は認められなかった。また、中長期ゾーンのイールドカーブ低下効果も認められず、中長期金利は上昇した。日銀は量的・質的緩和の導入に伴って、新発国債発行額の約7割に相当する国債の購入を決めた。しかし、国債市場の需給が引き締まることで、国債の価格は上昇（利回りは低下）するとの見通しは外れた。

## 2 包括緩和政策と量的・質的緩和政策の内容

以下では日銀の対外公表文をベースに、包括緩和政策と量的・質的緩和政策の内容をそれぞれまとめた。

### 2.1 包括緩和政策

(1) 日銀が10年10月5日の政策委員会・金融政策決定会後に公表した内容

同日の日銀による対外公表文の抜粋である。

① 金利誘導目標の変更

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

② 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく<sup>3</sup>。ただし、金融面での不

<sup>3</sup> 消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている。その後、日銀は2012年2月14日、日本経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の姿勢をさらに明確化する取り組みの一環として「当面は1%を目標」として、金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした。

均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件とする。

③ 資産買入等の基金の創設

国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF：Exchange Traded Funds）、不動産投資信託（J-REIT）など多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討する。このため、議長は、執行部に対し、資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した。

(2) 日銀が 10 月 28 日の政策委員会・金融政策決定会合後に公表した内容

同日の日銀による対外公表文の抜粋である。

① 基金の総額：35 兆円程度

資産買入：5 兆円程度

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション：30 兆円程度

② 買入対象資産ごとの買入限度額

長期国債、国庫短期証券：3.5 兆円程度（うち、長期国債 1.5 兆円程度）

CP 等、社債等：それぞれ 0.5 兆円程度

指数連動型上場投資信託（ETF）：0.45 兆円程度（認可取得を条件とする）

不動産投資信託（J-REIT）：0.05 兆円程度（同上）

(3) 日銀が 11 月 5 日の政策委員会・金融政策決定会合後に公表した内容

同日の日銀による対外公表文の抜粋である。買入対象は以下の通りである。

① 指数連動型上場投資信託（ETF）であって、東証株価指数（TOPIX）または日経平均株価（日経 225）に連動するもの。

② 不動産投資信託（J-REIT）であって、AA 格相当以上のもので、信用力その他に問題のないもの。

③ 不動産投資信託（J-REIT）については、取引所で売買の成立した日数が年間 200 日以上あり、かつ年間の売買の累計額が 200 億円以上であること。

## 2.2 量的・質的緩和政策

以下では日銀の対外公表文を抜粋する形で、量的・質的緩和の内容と対応についてまとめた。

### (1) 質的・量的緩和の内容

日銀は 2013 年 4 月 4 日、消費者物価の前年比上昇率 2%の「物価安定の目標」を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETF の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を 2 倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を導入するこ

とを決定した。その内容の骨子は以下のとおりである。

① マネタリーベース・コントロールの採用

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を以下のとおりとする。「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

② 長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する。

③ ETF、J-REIT の買入れの拡大

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF および J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

④ 「量的・質的金融緩和」の継続

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

(2) 「量的・質的金融緩和」に伴う対応

① 資産買入等の基金の廃止

資産買入等の基金は廃止する。「金融調節上の必要から行う国債買入れ」は、既存の残高を含め、上記の長期国債の買入れに吸収する。

② 銀行券ルールの一時的適用停止

上記の長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。また、政府は、1月の「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」としている。これらを踏まえ、いわゆる「銀行券ルール」を「量的・質的金融緩和」の実施に際し、一時停止する。

③ 市場参加者との対話の強化

上記のような巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせない。市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設ける。また、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないよう、国債補完供給制度（SLF：Securities Lending Facility）の要件を緩和する。

### (3) 被災地金融機関支援資金供給の延長

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションおよび被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置を1年延長する。

## 3 緩和効果の比較

それぞれの緩和期間における新発国債利回りの推移を図1に示した。また、分析結果を表1に示した。

### 3.1 包括緩和政策

包括緩和政策に関しては、1カ月後に効果があったのは、TIBOR3カ月物、TIBOR12カ月物、新発10年国債利回り、金利スワップレート2年物、金利スワップレート10年物、東証REIT指数であった。また、1年後に効果があったのは、TIBOR3カ月物、TIBOR12カ月物、金利スワップレート2年物、金利スワップレート5年物、金利スワップレート10年物であった。

国債市場には効果がなかったが、金利スワップ市場には若干の効果があったことから、金利スワップ市場で固定金利の受け、変動金利の払いのポジションをとる市場参加者が増えたと考えられる。金利スワップレートは長期貸出金利のベンチマークとなっていることが多いため、長期貸出金利の上昇抑制要因になった可能性が高い。こうしたことから時間軸による若干の長期金利安定化効果はあったと考えられる。

この期間の2011年3月11日に東日本大震災が起きたことから、上昇過程に入ったREIT市場に冷や水が浴びせられ、2011年10月3日には、2012年10月1日の水準を取り戻せなかった。日銀のリスク資産買入れの「呼び水」効果によるリスク・マネーの仲介円滑化はなしえなかったといえる。

### 3.2 量的・質的緩和政策

一方、量的・質的緩和政策に関しては、包括緩和政策に関しては、1カ月後に効果があったのは、TIBOR3カ月物、TIBOR12カ月物、東証株価指数、東証REIT指数、ドル円為替レートであった。また、1年後に効果があったのは、TIBOR3カ月物、TIBOR12カ月物、金利スワップレート2年物、東証株価指数、ドル円為替レートであった。資産価格のプレミアムに働きかけ、株価や地価などの資産価格を上昇させるという点において成功をおさめた。

しかし、イールドカーブ全体の金利低下を促すという目的は、達成されなかった<sup>4</sup>。日銀が2年で消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年同月比2%上昇を目指す、というフォワードガイダンス（時間軸）を設定したことが、国債利回りの低下を阻んだと考えられる<sup>5</sup>。また、

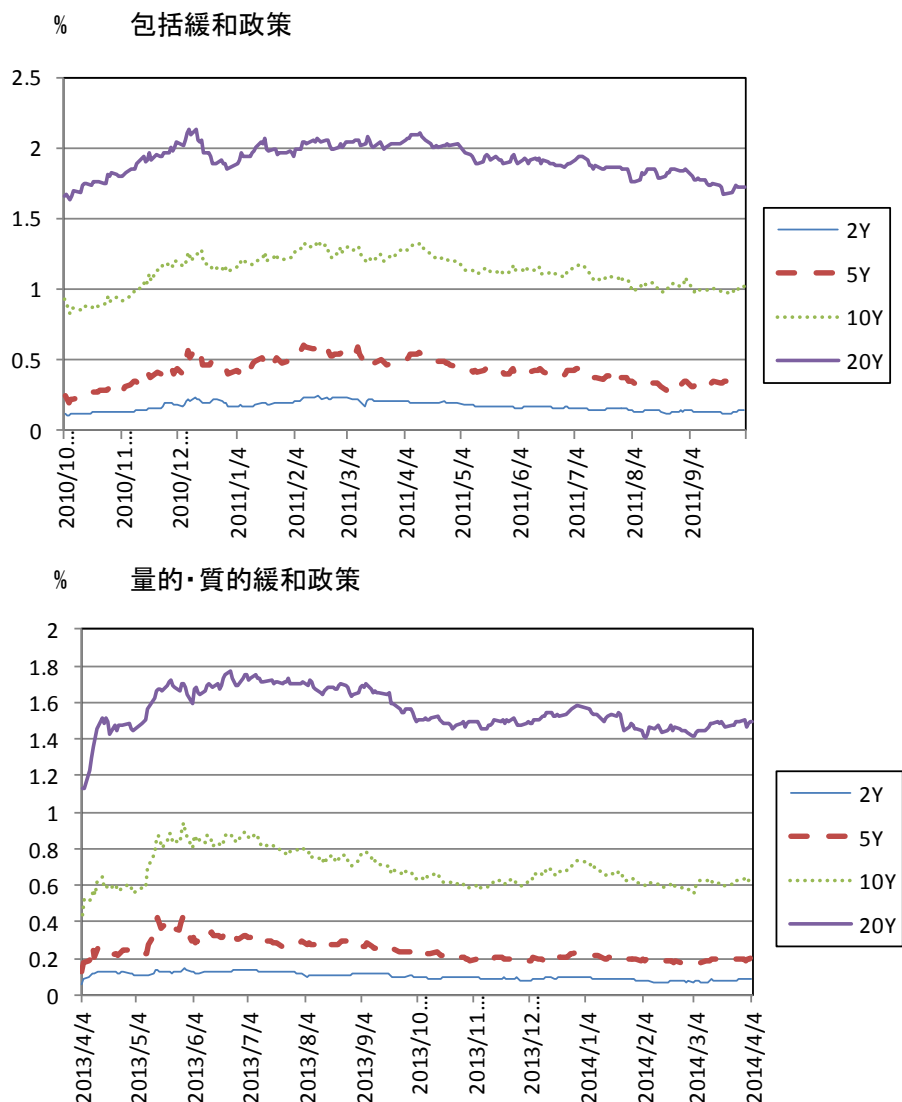
<sup>4</sup> 日銀は2013年5月30日、国債買入の頻度を増やすなどの措置をとることを公表した。これを受けて中長期金利の上昇は一服した。

<sup>5</sup> 2年という期限を設定せずにオープンエンド型にした方が、時間軸としては強力である。

2%の物価上昇が達成されるのであれば、フィッシャー仮説に従い、期待インフレ率の上昇は名目金利（国債利回り）の上昇につながるとの懸念も、イールドカーブのフラット化の阻害要因となった<sup>6</sup>。

日銀が2014年2月18日に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」について新たな政策を打ち出した。総枠を2兆5千億円から7兆円に倍増し、また、資金供給について、固定金利0.1%で4年間（現在は1~3年間）の資金供給を受けられることを発表したことを受けて、短期金利が一層低下したことで、金利スワップレート2年物も連動して下がったと考えられる。

図1 新発国債の推移



注：政策導入後の1年間における国債利回りの推移を示した。  
データソースは三菱UFJモルガン・スタンレー証券。

<sup>6</sup> Ito (2009) によれば、日本において金融引き締め期にあたる1987年10月から1991年6月においてはフィッシャー仮説が成立していた。しかし、1991年7月から2000年7月、2001年3月から2006年6月の期間では、成立していなかった。

表1 緩和効果の比較

	2010/10/1	2010/11/1	変化	効果	2011/10/3	変化	効果
<u>包括緩和政策</u>							
<u>金利の低下効果</u>							
TIBOR3カ月物	0.3600	0.3400	-0.0200	○	0.3364	-0.0236	○
TIBOR12カ月物	0.5015	0.4785	-0.0231	○	0.4600	-0.0415	○
新発2年国債利回り	0.1250	0.1350	0.0100	×	0.1400	0.0150	×
新発5年国債利回り	0.2500	0.2950	0.0450	×	0.3600	0.1100	×
新発10年国債利回り	0.9550	0.9450	-0.0100	○	1.0250	0.0700	×
新発20年国債利回り	1.6950	1.8150	0.1200	×	1.7250	0.0300	×
金利スワップレート2年物	0.3880	0.3800	-0.0080	○	0.3510	-0.0370	○
金利スワップレート5年物	0.4850	0.4850	0.0000	×	0.4750	-0.0100	○
金利スワップレート10年物	1.0290	1.0230	-0.0060	○	1.0240	-0.0050	○
金利スワップレート20年物	1.7160	1.7630	0.0470	×	1.7110	-0.0050	○
<u>資産価格上昇効果</u>							
東証株価指数 (TOPIX)	829.97	803.30	-26.67	×	747.11	-82.86	×
東証REIT指数	946.67	989.57	42.90	○	936.25	-10.42	×
<u>ドル高・円安効果</u>							
ドル円為替レート	83.34	80.47	-2.87	×	76.92	-6.42	×
	2013/4/4	2013/5/2	変化	効果	2014/4/4	変化	効果
<u>量的・質的緩和政策</u>							
<u>金利の低下効果</u>							
TIBOR3カ月物	0.2500	0.2300	-0.0200	○	0.2118	-0.0382	○
TIBOR12カ月物	0.3600	0.3392	-0.0208	○	0.3200	-0.0400	○
新発2年国債利回り	0.0600	0.1100	0.0500	×	0.0850	0.0250	×
新発5年国債利回り	0.1300	0.2150	0.0850	×	0.2030	0.0730	×
新発10年国債利回り	0.4350	0.5550	0.1200	×	0.6400	0.2050	×
新発20年国債利回り	1.1350	1.4500	0.3150	×	1.4950	0.3600	×
金利スワップレート2年物	0.2160	0.2560	0.0400	×	0.1930	-0.0230	○
金利スワップレート5年物	0.2730	0.3730	0.1000	×	0.3400	0.0670	×
金利スワップレート10年物	0.6100	0.6890	0.0790	×	0.8250	0.2150	×
金利スワップレート20年物	1.3430	1.4630	0.1200	×	1.5950	0.2520	×
<u>資産価格上昇効果</u>							
東証株価指数 (TOPIX)	1037.76	1153.28	115.52	○	1215.89	178.13	○
東証REIT指数	1579.57	1583.81	4.24	○	1470.62	-108.95	×
<u>ドル高・円安効果</u>							
ドル円為替レート	93.8	97.24	3.44	○	103.91	10.11	○

(注) データ出所: TIBOR(全銀協)

国債・金利スワップ(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)

東証株価指数・東証REIT指数 (東京証券取引所)

為替レート(日本銀行)



#### 4 まとめ

本稿では非伝統的な金融政策である包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響（1 カ月後、12 カ月後）を検証して比較した。具体的に対象とした市場は、短期金利、国債、金利スワップ、株、REIT、外国為替である。2 つの政策で効果が著しく異なったのは、東証株価指数とドル円為替レートであった。包括緩和政策では1 カ月後、12 カ月後においてプラスの影響はなかったが、量的・質的緩和政策においては、東証株価指数とドル円為替レートがプラスの効果を示した。

一方、共通しているのは、1 年物までの短期金利の低下効力が12 カ月後においても持続していた点である。分析した標本期間等は異なるが、伊藤（2005）は日銀が直接コントロールできるのは、2 年物金利までと結論付けている。非伝統的な金融政策下においても、日銀による国債の買入が2013 年4 月に公表された量的・質的緩和政策の範囲に収まっている限り、日銀は1 年物まではコントロール可能であるといえる<sup>7</sup>。1 年を超す中長期金利は、市場の需給やインフレ期待等で変動する部分が多いことから、中央銀行の資産購入によっても低下効果は限定的である可能性が高い。

本稿では、2014 年10 月31 日に実施が決まった量的・質的緩和政策の拡大を分析していない。この点は今後の課題としたい。

#### 【参考文献】

伊藤隆康（2005）、『長期金利と中央銀行-日本における金利の期間構造分析』,日本評論社.

伊藤隆康（2011）,「日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第90号, pp.237-247.

伊藤隆康（2014）,「日銀による量的・質的緩和政策の金融市場に対する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第96号,pp.149-1156.

岩田一政・日本経済研究センター（2014）,『量的・質的金融緩和 政策の効果とリスクを検証する』日本経済新聞出版社.

日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>)

<sup>7</sup> 日銀が2013 年4 月3 日に公表した内容は以下のとおり。イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3 年弱 から国債発行残高の平均並みの7 年程度 に延長する。