

量的・質的緩和政策の補完措置に関する市場との対話と 短期的効果に関する検証☆

明治大学商学部教授

伊藤 隆康*

【要旨】

日銀が2015年12月18日に導入を決めた量的・質的金融緩和政策の補完措置が、金融市場に与えた短期的な影響を検証した。日銀の黒田東彦総裁は、2015年12月下旬から2016年1月上旬にかけて、積極的に情報発信を行ったが、中国経済に対する先行き不安や原油価格の下落などの外部環境の悪化を背景に、補完措置は導入の1か月において株価やREIT、ドル円為替レートに対するプラスの効果はなかった。一方、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化するという対応とリスク回避モードの高まりを受けて、より満期の長い国債利回りや金利スワップレートが低下する形で、イールドカーブがフラット化した。

キーワード： 日銀、量的・質的緩和政策、補完措置、市場との対話、金融市場

☆ 本稿は科学研究費補助金基盤研究（C）課題番号15K03556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 2015 年 17～18 日に開いた政策委員会・金融政策決定会合で、量的・質的金融緩和政策の補完措置の導入を決めた。日銀は株価指数連動型上場投資信託 (ETF) について年間 3 兆円の買い入れに加え、新たに 3,000 億円の買い入れ枠の新設を決めた。また、買い入れる長期国債の平均残存期間を 7～10 年程度から 7～12 年程度に長期化することも決定し、イールドカーブの長期や超長期ゾーンのフラット化を目指す姿勢を明らかにした。一方、年 80 兆円に相当するペースで増やす金融市場調節を続ける方針の継続も決定した。本稿では、この補完措置の公表後の日銀の市場との対話と同措置が、金融市場に与えた短期的な影響を検証する。

日銀が導入した非伝統的な金融政策に関する短期的な効果を分析した先行研究には、伊藤(2011)や伊藤(2014)、伊藤(2015)などがあげられる。また、Ito (2016)は量的・質的緩和政策が、日本の中長期金利に与えた影響を分析している。

伊藤 (2011) は、2010 年 10 月 5 日に日銀が打ち出した包括緩和について、約 3 カ月という短期における効果を検証した。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。

伊藤(2014)は、2013 年 4 月 4 日に導入を決定した量的・質的緩和が、金融市場に与えた短期的な効果を検証した。3 カ月後、6 カ月後において緩和効果が認められたのが、短期金利 (TIBOR3 カ月物、12 カ月物) と株価 (TOPIX)、ドル円為替レートであった。一方、東証 REIT 指数に対する効果はなかった。

伊藤(2015)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。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。

Ito (2016) によれば、2013 年 1 月 4 日から 2015 年 8 月 24 日までにおいて、中長期の 7 年物、10 年物、30 年物では、国債利回りから金利スワップへの一方的な影響が確認できた。これは量的・質的緩和政策を通じて、日銀が市場から大量の国債を購入したことで国債の利回りが低下し、それに連動して金利スワップレートも低下したことを示す。また、量的・質的緩和政策は当初の思惑通りに 7 年以上のイールドカーブを平坦化させることに成功したといえる。

本稿の残りの構成は、以下の通りである。第 2 節では質的・量的緩和の補完措置の内容について述べる。第 3 節では市場との対話を検証する。第 4 節では金融市場に与えた影響を分析する。最後に第 5 節でまとめる。

2 質的・量的緩和政策の補完措置の内容

以下では日銀ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>) に掲載されている対外公表文を抜粋する形で、量的・質的緩和政策の補完措置の内容をまとめた。補完措置は設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポートと量的・質的金融緩和の円滑な遂行のための措置という2つの骨子からなる。

2.1 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート

- (1) 新たなETF買入れ枠の設定（賛成6反対3、賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。）

ETFの買入れについて、現在の年間約3兆円の買入れに加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始する。

- (2) 成長基盤強化支援資金供給の拡充（全員一致）

成長基盤強化支援資金供給における適格投融資として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加するとともに、本項目の投融資について、手続きを簡素化する。

- (3) 貸出支援基金等の延長（全員一致）

「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、「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」について、受付期間を1年間延長する。

2.2 「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置

- (1) 日本銀行適格担保の拡充（全員一致）

「量的・質的金融緩和」のもとでの長期国債買入れに伴って金融機関が保有する適格担保が減少していることを踏まえ、外貨建て証書貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託等の手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入する。

- (2) 長期国債買入れの平均残存期間の長期化（賛成6反対3、賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。）

長期国債のグロスベースでの買入れ額が増大することが見込まれることから、買入れを柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化する。また、国債の市場流動性を確保する観点から、国債補完供給（SLF）の連続利用日数に関する要件を緩和する。いずれも2016年1月から実施する。

(3) J-REIT の買入限度額の引き上げ（賛成 6 反対 3、賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。）

現在、J-REIT については、銘柄別の買入限度額を当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としているが、市場における発行残高との対比でみた日本銀行の保有残高が増加していることから、これを「10%以内」に引き上げる。

3 市場との対話の検証

3.1 メディアの反応と総裁による情報発信

今回の補完措置については、「投資増加などを促すため ETF の買い増しをしても、追加緩和措置ではないという今回の対応は、いかにもわかりにくい」（日本経済新聞 2015 年 12 月 19 日）、「日銀が置かれている苦しい状況が浮き彫りになってくる」。（読売新聞 2015 年 12 月 19 日）、「経済政策として疑問符が付く政策を補完することが、果たして中央銀行の政策として適切なのか」（朝日新聞 2015 年 12 月 19 日）、「2%の物価上昇を目指して始めた日銀の異次元緩和の限界も見えてきた」（毎日新聞 2015 年 12 月 19 日）など、各新聞社の報道が厳しい論調で報じた。

一方、こうした報道に対するけん制もあって、日銀の黒田総裁は、2015 年末から 2016 年年初にかけて、「2%の物価目標を達成するためにできることは何でもやる」（2015 年 12 月 24 日経団連審議員会の講演）、「必要と判断すればさらに思い切った対応をとる」（2016 年 1 月 4 日生命保険協会会合）、「日本銀行はやるべきことは断固としてやる」（2016 年 1 月 5 日連合の新年交歓会）、「必要があれば十分な追加措置はいつでもできる」など、追加緩和に対する市場の期待をつなぐ発言を繰り返した。

3.2 金融政策決定会合における主な意見の公表

日銀は 2016 年 1 月 8 日、2015 年 12 月 17～8 日に開いた金融政策決定会合での委員らの発言を「主な意見」として初めて公表した。「主な意見」は、金融政策決定会合に関する情報開示を迅速化するため日銀が導入した文書である。①各政策委員および政府出席者が、金融政策決定会合で表明した意見について、発言者自身で一定の文字数以内に要約し、議長である総裁に提出する、②議長はこれを自身の責任において項目ごとに編集する、というプロセスで作成し、発言者の実名は伏せて開示する。

これまで議事要旨が公表されるのが金融政策決定会合終了後の 1 カ月程度後であったが、できる限り速報性を重視し「主な意見」は会合 1 週間後の公表とした。このように情報開示のスピードを速める背景には、なるべく早く政策判断の背景を市場に伝えることにある。議事要旨は日銀法で「次の会合で承認が必要」と定められているため、会合の回数が年 14 回から 8 回に減る 2016 年からは、議事要旨公表までに 2 カ月近くかかり、市場との対話に円滑さを欠く可能性があった。

この「主な意見」から今回の措置に関して、「国債市場の動向や金融機関の保有資産の状況などを踏まえ、円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくことが適当である」や「2% を安定的に実現するまで量的・質的金融緩和を継続するとのフォワードガイダンスに対して、市場では国債買入れ継続可能性への懸念も聞かれるが、本日の諸措置は買入れを円滑に遂行するための有効な策だと思う」といった肯定的な意見が記載されている。

一方、「量的・質的金融緩和の導入当初よりイールドカーブ全体に働きかける上で超長期ゾーンも同様に扱うことに違和感がある」や「国債買入れ平均残存期間の長期化は、買入れの安定性をむしろ低下させる、日本銀行の国債管理政策への事実上の関与を強める、金融政策の正常化に要する時間を長期化させる、等の問題を生むため望ましくない」など、否定的な意見も記載され、バランスをとっている。

4 緩和効果の検証

国債、金利スワップ、株価、REIT、ドル円為替レートの終値に関して、緩和が公表される前日の12月17日と当日の12月18日及び1カ月後の1月18日のデータを比較して、短期的な緩和効果を検証した。表1に緩和効果が認められる資産には○、認められない資産については×を記した。また、金利スワップイールドカーブの推移を図1に示した。

当日及び1カ月後において緩和効果が認められたのが、新発国債利回りと金利スワップレートであった。2種類の金利に関して、満期が長いゾーンほど、低下幅が大きく補完措置も効果が強かった。これは、平均残存期間を現在の7年～10年程度から、7年～12年程度に長期化するという対応に素直に反応した結果といえる。金利以外では当日の12月18日には、REITでプラスの効果が認められた。株価やドル円為替レートでは、緩和効果は認められなかった。

株価に関しては、今回の措置が追加緩和として伝わった12月18日の午後12時50分頃から上昇基調を強め、前日比515円高まで上昇した。しかし、その後、内容が補完措置として報道された午後1時20分過ぎには下げに転じ、366円安の18,986.80円でこの日の取引を終えた。これは、「新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始する」という文言が日銀の対外公表文に含まれていたためである。

表1 量的・質的緩和補完の効果

	12月17日	12月18日	変化(対12/17)	効果	1月18日	変化(対12/17)	効果
金利の低下効果							
新発5年国債利回り	0.040	0.035	-0.005	○	0.010	-0.030	○
新発10年国債利回り	0.295	0.270	-0.025	○	0.205	-0.090	○
新発20年国債利回り	1.040	1.000	-0.040	○	0.920	-0.120	○
金利スワップレート5年物	0.164	0.160	-0.004	○	0.133	-0.031	○
金利スワップレート10年物	0.430	0.410	-0.020	○	0.373	-0.058	○
金利スワップレート20年物	1.033	0.995	-0.038	○	0.948	-0.085	○
資産価格上昇効果							
日経平均株価指数(225)	19,353.56	18,986.80	-366.760	×	16,955.57	-2,398	×
東証REIT指数	1,718.69	1,745.13	26.440	○	1,657.27	-61.420	×
ドル高・円安効果							
ドル円為替レート	122.43	121.80	-0.630	×	117.04	-5.390	×

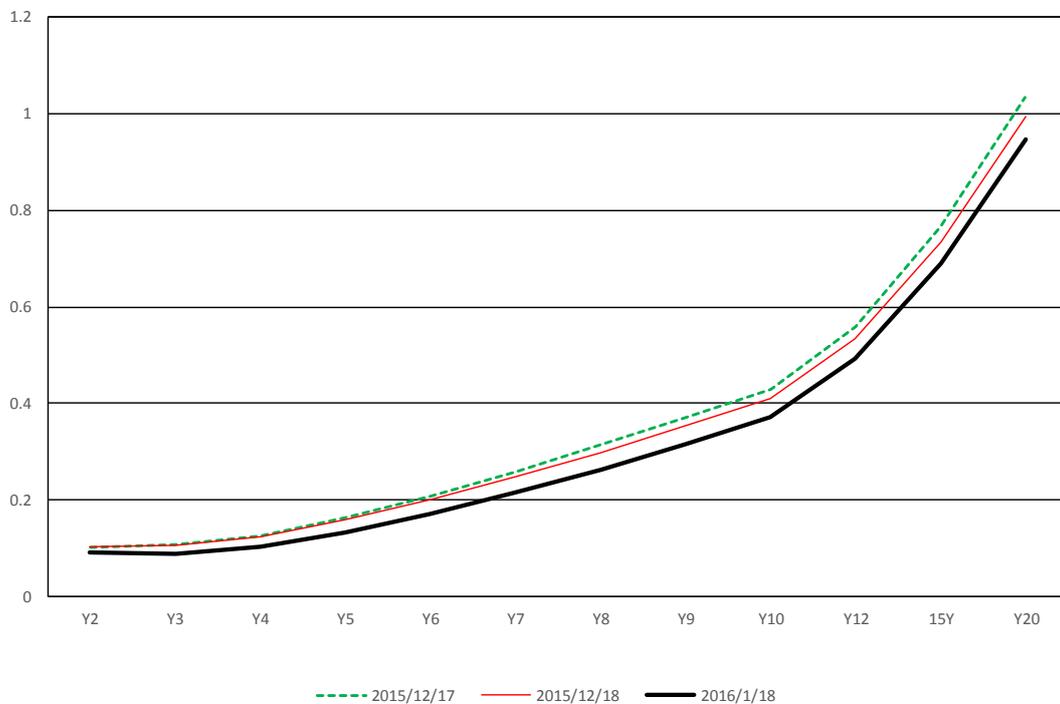
(注) データ出所:

国債(日本相互証券)・金利スワップ(データストリーム)

日経平均株価・東証REIT指数(データストリーム)

為替レート(日本銀行)

図1 金利スワップイールドカーブ



(注) データ出所:

データストリーム

5 まとめ

本稿では、日銀が 2015 年 17～18 日に開いた政策委員会・金融政策決定会合で導入を決めた量的・質的金融緩和政策の補完措置に関して、この補完措置公表後の日銀の市場との対話と同措置が金融市場に与えた短期的な影響を検証した。

補完措置に関しては、報道メディアや市場関係者の評価が厳しいこともあって、日銀の黒田総裁は、2015 年 12 月下旬から 2016 年 1 月上旬にかけて、積極的に情報発信を行い、市場の緩和に対する期待をつなぎとめる努力をした。しかし、中国経済に対する先行き不安や原油価格の下落などの外部環境の悪化を背景に、補完措置は導入の 1 カ月において株価や REIT、ドル円為替レートに対するプラスの効果はなかった。一方、平均残存期間を現在の 7 年～10 年程度から、7 年～12 年程度に長期化するという対応とリスク回避モードの高まりを受けて、より満期の長い国債利回りや金利スワップレートが低下する形で、イールドカーブがフラット化した。

Woodford(1999)が指摘するように、金融市場のフォワードルッキングな特質は、最適な金融政策の決定と関係している。今回の補完措置は、フォワードルッキングな特質に働きかけて、株や REIT などのリスク性資産の価格をサポートすることはなかった。Bernanke and Gertler (2001)は、中央銀行が資産市場の価格変動に対して反応することに否定的なモデルを提示している。今回の補完措置は、株や REIT などのリスク性資産の価格維持を視野に入れて、中央銀行が市場に介入することに対する限界を露呈したといえる。

こうした流れの中、日銀は 2016 年 1 月 29 日、当座預金の一部にマイナス金利を導入することを決めた。日銀が量的・質的緩和政策の拡大に対する限界を事実上、認めた形になったが、この件に絡んだ市場との対話や金融市場の反応の分析は今後の課題としたい。

【参考文献】

- 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.149-156.
- 伊藤隆康(2015),「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」『平成 25 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』ゆうちょ財団, pp.10 - 18.
- 日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>)
- Bernanke, B. and M.Gertler (2001), Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *American Economic Review*, Vol.91, pp.253–257.
- Ito, T. (2016), Japanese Long-Term Interest Rates under the Quantitative and Qualitative Easing

Policy Analysis of JGB and IRS Markets. *Macrothema Review*, Vol.5, pp.1-12.

Woodford,M.(1999),Optimal Monetary Policy Inertia. *Manchester School Supplement*, Vol.67, pp.1-35.