



量的・質的金融緩和政策と ポートフォリオ・リバランス

日本銀行 審議委員

白井 さゆり

1. はじめに

日本銀行が約15年間にも及ぶデフレ経済からの脱却を目指して2013年1月に（他の主要中央銀行と同様に）2%の物価安定目標^(注1)を掲げ、それを実現するために同年4月に「量的・質的金融緩和政策（QQE）」を導入してから1年半ほどが経過した。

一般的に、この物価安定目標を実現するた

〈目次〉

1. はじめに
2. 長期国債買入れのシグナリング・チャンネル
3. 長期国債買入れのポートフォリオ・リバランス・チャンネル
4. 長期国債買入れのインフレ期待チャンネル
5. ポートフォリオ・リバランスの現状について

めに、デフレが懸念される局面や景気後退局面にある中央銀行は金融緩和を実施し、金融市場調節の操作目標である短期金利（又は政策金利）の目標金利水準を引き下げて、その金利水準を実現すべく短期資金供給を行う。その結果、低下した短期金利を通じて企業・家計等の資金調達コストを下押しし、消費や設備投資といった総需要を増やし需給ギャップの改善を通じて物価上昇がもたらされると考えられる。

しかし、短期金利がゼロ%程度まで低下し、それ以上は金利を低下させられない「ゼロ金利制約」状態にある場合には、従来型の金融政策は実施できなくなる。こうした状況に直面する中央銀行が増える中、まだ下げ余地が残る長期金利を直接的に下押しすれば金融緩和が実践できるとの見方が広がっている。これがQQEを始め、米国連邦準備制度理事会（FRB）や英国イングランド銀行等が実施している非伝統的な金融政策である。特に、マ

チュリティが長い国債を大量に買入れて長期金利の低下に働きかける政策は、1990年代以降においてはリーマンショック直後のFRBが最初実践している。ただし、余り馴染みのない政策であるため、国債等の買入れがどのように市場や実体経済に影響を及ぼし物価安定目標を実現するのか、その波及経路が十分理解されているとは言い難い。そこで、本稿では、主要な波及経路を改めて説明し、中でもQQEの重要な柱である「ポートフォリオ・リバランス」に焦点を当てて現状を概観する。

■ 2. 長期国債買入れのシグナリング・チャンネル

長期国債を買入れる金融緩和政策は、幾つかの波及経路を通じて（名目・実質）長期金利に下押し圧力をかけ、金融資本市場に幅広く影響を及ぼすことを意図している。波及経路は相互に影響を及ぼすため完全に区分するのは難しいが、あえて単純化すれば「シグナリング・チャンネル」「ポートフォリオ・リバランス・チャンネル」「インフレ期待チャンネル」の3つに大別される。これらの波及経路を通じて、様々な市場の「資金調達コストの低下」と「資産価格の上昇」をもたらし、最終的には企業・家計等の総需要を増やし、インフレ率を高めて物価安定目標を実現すると想定される。以下、各々のチャンネルについて説明する。

第一のシグナリング・チャンネルは、中央銀行の金融緩和スタンスや政策反応関数を市場に伝えることで、「将来の短期金利の経路」に関する市場の予想（期待）を下押しすることで、（名目・実質）長期金利の低下に導く波及経路である。リスクフリー金利が低下することで、割引率が低下し証券価格や不動産価格等が上昇する。金利の低下や担保価値の上昇により企業・家計の資金調達コストが下がる。企業にとってはハードルレートも下がるため採択される投資案件も増える。また、企業・家計が保有する幅広い資産価格の上昇により、設備投資や消費が促される。金融機関の財務基盤も自己資本の充実や保有資産価格の上昇を通じて改善するため、内外投融资に積極的になり得る。

中央銀行の金融緩和スタンスに関する市場・国民の期待への働きかけはこのような長期国債の買入れによって実現し得ると考えられるが、先行きの資産買入れについての中央銀行のスタンスを伝えるコミュニケーション戦略——すなわち「フォーワードガイダンス」——によって効果が一段と高まる可能性が高い。この点、日本銀行では2013年4月に2014年末までの（金融市場調節の操作目標であるマネタリーベースの年間増額と共に）資産買入れの規模と内容を明確にしておき、同時にQQEを「2%の物価安定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」とするフォーワードガイダンスを対外的に示している。

一方、FRBやイングランド銀行でもシグナリング・チャネルを重視しているが、日本銀行のような資産買入れに関するフォワードガイダンスというよりも、主に（金融市場調節の操作目標である）政策金利に焦点を当て、将来の政策金利に関するフォワードガイダンスを示している点に違いがある。あくまでも私見だが、シグナリング・チャネルという観点からみれば、日本銀行の方が国債のイールドカーブの中長期のマチュリティにより強く働きかけているのに対して、FRBやイングランド銀行では短中期のマチュリティにより強く働きかけているように思われる（注2）。また、同チャネルでは当初は名目長期金利には下押し圧力が強くかかるが、金融緩和が功を奏して物価上昇率が高まるにつれ次第に上昇していくことが予想される。

■ 3. 長期国債買入れのポートフォリオ・リバランス・チャネル

第二のポートフォリオ・リバランス・チャネルでは、「タームプレミアム」の下押しによって（名目・実質）長期金利を下押しし、（投資家を含む）金融機関等がポートフォリオの構成を変えることを促し、直接的に資本調達コストの低下と資産価格の上昇を実現する波及経路である。間接的に資本調達コストや資産価格に影響を及ぼすシグナリング・チャネルとは対照的な特徴を持つ。

まず中央銀行が長期国債を買入れると、金

融機関等の保有する資産は長期国債が減少し、中央銀行へ預ける当座預金が増加する。このとき当座預金と長期国債は「不完全な代替資産」であることから、各金融機関は増えた当座預金を減額して新たに長期国債を購入しようとする結果、長期金利は低下する（マクロ的にみれば、金融機関全体の当座預金残高は一定であることに注意）。この結果、金融機関等は相対的に利回りが高い他の金融資産への投資を増やそうとする。当座預金と長期国債の代替性が低いほど、こうしたインセンティブは高まる。また、国債のマチュリティが長くなるほど、当座預金との代替性が低くなる。この点、QQEではマチュリティが40年までの長期国債を幅広く大量に購入しており、過去の金融緩和政策とは一線を画していることを強調しておきたい。

見方を変えれば、市場に出回る長期国債の供給量が減り市場で取引される国債の平均マチュリティが短期化（代わって、日本銀行の保有する国債の平均マチュリティは長期化）するため、市場のタームプレミアムは低下する。一般的に、国債の残存期間が長期であるほど金利変動リスクは大きいと、中央銀行がより長期の国債を買入れるほど市場のタームプレミアムの下押し効果が大きくなる。その結果、金融機関の金利リスク量が大きく減少してリスクテイク余力が高まることから、ポートフォリオ・リバランス効果は高まる。すなわち、金利リスク量が減少する金融機関等では新たなリスクを取り易くなり、リスク

資産への投資インセンティブが高まる。

リスク資産への投資は、まずは長期国債との「代替性が高い」（又は長期国債との期待収益率の相関が高い）社債やローン等へ向けられるが、それらの利回りが低下すればさらにリスクの高い低格付け債、株式、不動産、投信、海外投融資等も増えていくと考えられる。その結果、幅広い資産価格が上昇し、資金調達コストも低下すると想定される。

ポートフォリオ・リバランスが国債価格（又は長期金利）に及ぼす影響は、中央銀行が国債買入れ政策を発表した時点で、まずは想定される国債買入れ残高をもとに織り込まれる（いわゆる「ストック効果」と呼ばれる）。また、実際に中央銀行が国債買入れオペレーションを実施する時点で、それへの反応として国債価格に織り込まれることもある（いわゆる「フロー効果」と呼ばれる）。とくに、フロー効果に関連して、金融機関等がリスクテイクに慣れておらずリバランスに時間がかかる場合にも、長期金利が徐々に低下圧力を強めていく可能性はある。なお、ストック効果は中央銀行が一度買入れた長期国債の保有額を維持する限り存続するため、シグナリング効果よりも持続性が高いと言える。

■ 4. 長期国債買入れのインフレ期待チャンネル

第三のインフレ期待チャンネルは、実際の物価上昇率の押し上げだけでなく、市場・国民の

長期の予想インフレ率を押し上げて実質長期金利の低下に導く波及経路である。シグナリング・チャンネルとポートフォリオ・リバランス・チャンネルによって実際の物価が高まることで間接的に予想インフレ率が上昇するという経路の他、中央銀行が明確な物価安定目標を掲げてそれを実現するまで長期国債買入れを継続するというフォワードガイダンスを示すことで、予想インフレ率が直接的にも上昇し得ると考えられる。予想インフレ率が上昇すると名目長期金利には押し上げ圧力が働くが、その一方で前述したように大規模金融緩和によりタームプレミアム等の下押し圧力が作用するため、名目長期金利の上昇幅は限定的となる。その結果、（名目長期金利と長期の予想インフレ率の差である）実質長期金利が低下すると考えられる。

我が国のように長く緩やかなデフレが続いた国では、市場・国民の間で「物価は上がらない」との物価感が蔓延しているため、すぐには長期の予想インフレ率は上昇しにくい。そこで、まずは景気回復と需給ギャップの改善によって実際の物価が着実に上昇していきようになれば、市場・国民の物価感が徐々に変わり（つまり物価は上昇し得るとの意識が高まり）、その物価感の変化から将来の予想インフレ率も高まっていくと想定される（いわゆる「適応型のインフレ期待形成」と呼ばれる）。また、市場・国民との対話を通じて日本銀行の掲げる2%の物価安定目標への理解が深まり、そうした日本銀行の目標達成に

向けたコミットメントに対する信認が高まっていけば、2%へとインフレ率が上昇し、それが企業の現在の販売価格に織り込まれるようになる（いわゆる「合理的な期待形成」と呼ばれる）。

日本銀行が2%の物価安定目標を実現するには、長期の予想インフレ率を2%程度に安定させる必要がある。予想インフレ率が2%程度にアンカーされた状態にあれば、実際のインフレ率が目標から一時的に乖離しても、目標水準に収斂していく傾向が定着することになる。なお、FRBやイングランド銀行では、日本銀行と異なり、長期の予想インフレ率は2%程度のインフレ目標水準で既に「アンカーされている」との見方に立つため、インフレ期待チャネルは強調されていない。

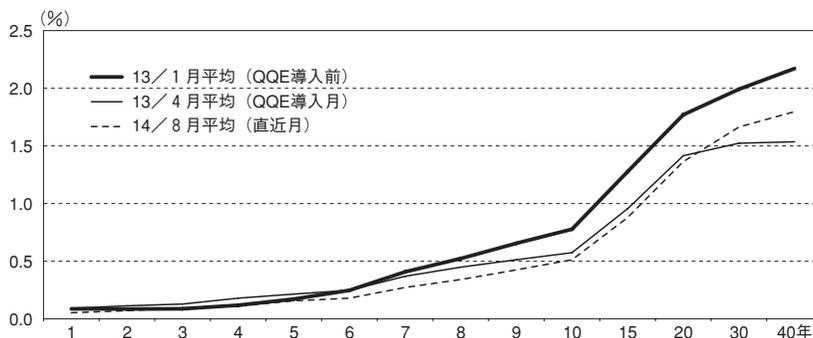
ちなみに、予想インフレ率は短期と長期に分けられるが、短期の予想インフレ率はコモディティ価格の上昇、消費税率引上げといった一時的要因によって強く影響を受けるため、変動が少ない長期の予想インフレ率を重視すべきである。日本銀行では、長期予想インフレ率は、家計、企業、エコノミスト、市場参加者の様々なサーベイに基づく予想インフレ率のデータの他、ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）やインフレ・スワップレート等の市場データをもとに動向を判断している。現時点では、上昇を示す指標もある一方で、横ばいの動きを示す指標もあり、総じてみれば1%程度で推移している。

■ 5. ポートフォリオ・リバランスの現状について

我が国では企業の創業率が低く、家計の現・預金選好も強い状態が続いており、金融機関等も国債保有が中心でベンチャーキャピタルは限定的であるが、これは経済全体としてリスクテイクが乏しいためと考えられる。そのことが、イノベーションを生み出し、成長力・競争力を高めて活力ある経済の実現を難しくしてきた面がある。この観点に立てば、前述のポートフォリオ・リバランス・チャネルは、様々な経済主体のリスクテイクを促すことを目指しているため、極めて重要である。政府による構造改革が進み、金融機関等によるリスクマネーが供給され、同時に企業もリスクをとるインセンティブが高まることは、2%目標の実現のためにも不可欠である。そこで、最後に、ポートフォリオ・リバランスの現状を概観することにする。

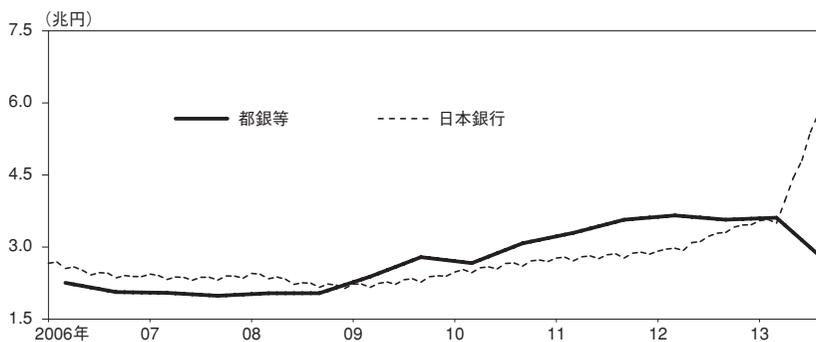
ポートフォリオ・リバランス・チャネルの効果がみられる場合には、金融機関等の国債保有残高が減少する結果として、その国債保有に関する金利リスク量が減少すると考えられる。まず、図表1では、国債の利回り曲線についてQQE導入前の2013年1月平均、導入月の同年4月平均、2014年8月平均を各々示している。これによると、2013年4月時点で残存期間が長期になるほど利回りの下げ幅が大きくなっており、さらに2014年8月現在までには、全体的に一段と下げ幅が大きくな

(図表1) 日本国債のイールドカーブ



(出所) ブルームバーグ

(図表2) 国債保有に関する金利リスク量



(注) 金利リスクは100BPVで評価している。

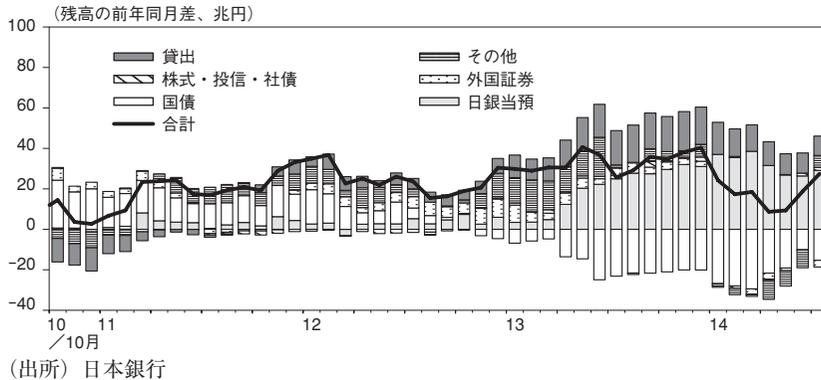
(出所) 日本銀行

っていることが分かる。また、2013年4月のQQEのアナウンスメント時点で長期金利が低下していることはストック効果が生じていたことを示唆している。その後、2014年8月現在までに一段と長期金利が低下していることは、累積的にフロー効果が作用していることを示唆している（超長期金利が2013年4月時点と比べて幾分上昇しているのは、同年限における国債の需給状況や成長期待等を反映していると思われる）。次に、日本銀行と都

市銀行等の金利リスク量をみてみると、QQE以降に日本銀行が国債保有の金利リスク量を大きく増やし、代わって多額の長期国債を売却した都市銀行等の金利リスク量が減っていることがみて取れる（図表2）。

このように長期金利の低下や金利リスク量の低下が相まって銀行による貸出が増加し、小規模ではあるが株式・投信への投資も増える傾向がある（図表3）。また、日本銀行の長期国債買入れが金融機関等の保有する国債

(図表3) 都銀の資産内容の変化



やその他の資産に及ぼす影響に注目した実証分析によれば、同様に、国内銀行を中心に貸出、次いで株式・投信に向けてリバランスが起きたことが確認されている(注3)。一般的に、中央銀行による国債買入れは、国内銀行の貸出に対して、一方で預貸金利鞘の低下によって貸出を減らす作用を、他方で金利リスク量の低下によって貸出を増やす作用をもたらす可能性がある。こうした相反する2つの作用について、同実証分析では各々予想通りの符号を示し統計的に有意であるものの、ネットの効果としては、金利リスク量の低下を主因に国内銀行の貸出増加に寄与したことが示されている。ちなみに、QQE以前の金融緩和政策では、長期国債の買入れによるリスク資産へのリバランスは明確には確認できない。このことからQQEは金融機関等によるポートフォリオ・リバランス・チャンネルを通じて、ある程度のリスクテイクを促していると言えよう。

最近では、一部の地方金融機関が不動産貸

出、投信投資、海外投融資を積極化しているほか、金融機関によるJ-REITへの投資や中小企業融資も増えている。公的年金基金等も資産運用の多様化を進めているほか、機関投資家のなかには、2014年度入り後は、対外証券投資を積極化させている先もみられる。不動産取引も活発化しており、2013年以降は空室率の改善やオフィス賃貸料の上昇もみられ、東京圏の地価は2014年に入ると上昇に転じている。

企業については国内では設備投資、海外ではM&Aを含め直接投資を拡大しており、新規事業やビジネスモデルの再構築に着手する企業も増えている。個人投資家も、長寿化が進み退職後の資金確保を目指した資金運用の必要性も高まっているなかで、NISAも追い風となって、徐々に株式・投信、対外証券投資への関心を深めている。こうして、リスクテイクの動きが、徐々に金融機関等から企業・家計へと経済全体に広まりつつある。今後は、米英との金融政策とのスタンスの違いが

鮮明になるなか、金利差から対外投融資を中心にさらにリバランスが促される可能性もある。

持続的な経済成長には健全なリスクテイクが不可欠である。だからこそ不足するリスクテイクを促すことを大きな狙いの1つとして、日米英の中央銀行は長期国債の買入れを実施してきたわけである。とくに、我が国の金融機関・企業・家計によるリスクテイクは、長期にわたってデフレマインドが浸透していることもあって、他国に比べ限定的である。大規模金融緩和を継続することの副作用として金融不均衡を懸念する見解も聞かれるが、我が国の場合、ジャンク債やレバレッジドローン等の市場はもともとあまり発達していないためこうした市場の過熱はみられていないほか、過剰なリスクをとる金融機関等の層がそもそも薄いこと、株価や不動産取引・地価は2006-07年の上昇時期を下回っており、実質地価は首都圏でもまだ下落が続いていること等から、現時点では懸念される状態にはない。

こうした金融不均衡のリスクに注意を払いつつも、2%の物価安定目標の実現に向けて現状はまだ道半ばであることから、今後も金融緩和によって我が国経済をサポートしていく所存である。

(注1) 日本銀行の物価安定目標は、総合消費者物価指数(CPI)の前年比2%と定義されているが、実際の金融政策運営では基調的な物価動向をみる必

要性から「コアCPI」(CPI除く生鮮食品)を用いている点に留意する必要がある。こうした枠組みは他の主要中央銀行でも共通しており、総合物価指数ベースで2%程度の物価安定目標を掲げる下で、コアCPI(海外では食料・エネルギー価格を除く指標とすることが多い)を用いて基調的な物価動向の判断を行っている。

(注2) 日本銀行では2013年4月に操作目標を「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」に変更しており、操作目標として政策金利を維持するFRBとイングランド銀行とは異なる。ただし、(主に長期国債を買入れている米英とは異なり)国庫短期証券の多額の買入れを実施している他、付利金利(0.1%)の適用を通じて、イールドカーブの短中期マチュリティに対しても下押し圧力をかけていると言える。

(注3) 齋藤雅士・法眼吉彦「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：銀行貸出と証券投資フローのデータを用いた実証分析」日本銀行調査論文2014年6月を参照。

