

### 第3節 緩和的な金融環境と貯蓄投資行動の変化

デフレ脱却に向けた金融政策の効果を評価する際には、中央銀行の政策変更が緩和的な金融環境を生み出し、それが銀行貸出の増加などを通じて、実体経済の改善につながるという波及メカニズムを点検することが重要である。本節では、そうした波及経路を考慮し、2001年の「量的緩和政策」前後の時期や2006年のデフレ改善期と比較しつつ、日本銀行の金融政策のレジーム転換が我が国の金融市場に及ぼした影響について検討する。さらに、政府と中央銀行の負債・資産構造や経済主体の貯蓄投資行動に見られる変化についても論ずる。

#### 1 金融政策のレジーム転換と金融市場

ここでは、我が国の金融市場の動向について国際比較を交えながら概観するとともに、長期金利が低位で安定している背景について分析する。また、「量的・質的金融緩和」の導入後に見られるマネタリーベースの変化についても検討する。

##### （景気が回復に向かう中で我が国の長期金利は低位安定）

株式市場の動向を見ると、我が国の株価指数は2012年秋から2013年5月にかけて大幅に上昇し、その上昇ペースは他の先進国に比べて際立っている（第2-3-1図（1））。この背景として、経済対策による景気回復期待の高まりや、為替レートの円安方向への動きによる企業収益環境の改善などが挙げられる。実質実効為替レートの動きを比較すると、同時期は、米ドルやユーロが上昇傾向にあったのに対し、円は大きく下落している（第2-3-1図（2））。また、我が国のREIT指数も、2012年秋から2013年3月末にかけて、他の国・地域を大幅に上回るペースで上昇した（第2-3-1図（3））。これは、大胆な金融政策などを背景に、地価の下落傾向に歯止めがかかるとの期待感や賃料が上昇に向かうとの見方が強まったことなどによる。

2013年5月下旬になると、アメリカの量的金融緩和政策（QE3）が縮小に向かうとの懸念、日米長期金利の上昇、円の下落一服などを受けて、株価指数やREIT指数の調整局面が見られた。しかし、我が国では、「量的・質的金融緩和」によって非常に緩和的な金融環境が継続され、実体経済の改善が続いたことも支えとなり、株価指数とREIT指数のいずれも2012年秋の水準を大きく上回って推移している。

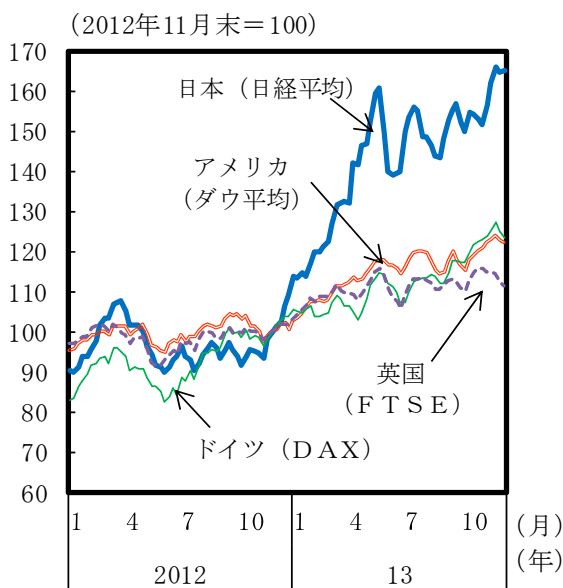
他方、我が国の景気が回復に向かう中でも、長期金利は低位で安定している（第2-3-1図（4））。通常の景気回復局面においては、株価と金利がそろって上昇

する傾向にあるが、今回は様相が異なっている。また、前述したアメリカの金融政策の先行きに対する懸念や世界経済の回復期待などを背景に、他の先進国の長期金利は2013年5月から9月まで上昇傾向にあったのに対し、我が国では5月に金利が上昇してから1か月程度で再び低下基調に転じた。こうした国際的な金利動向を踏まえると、日本銀行の金融緩和スタンスは他の中央銀行より強い状況にあり、それが長期金利の低位安定につながっていると評価できる。

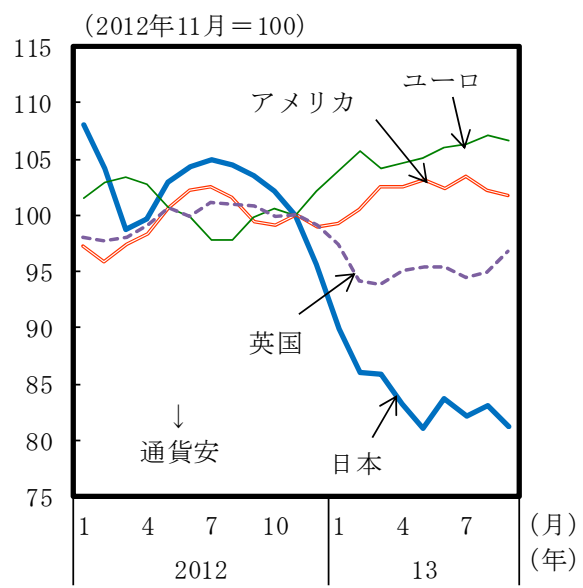
第2-3-1図 金融市場の各国比較

景気が回復に向かう中で我が国の長期金利は低位安定

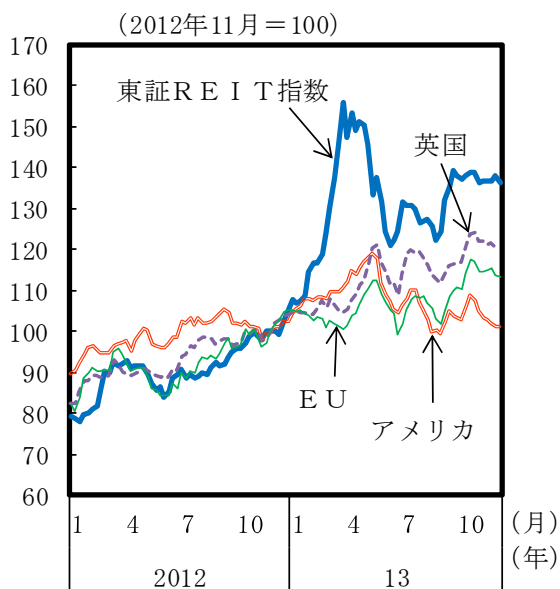
(1) 株価指数



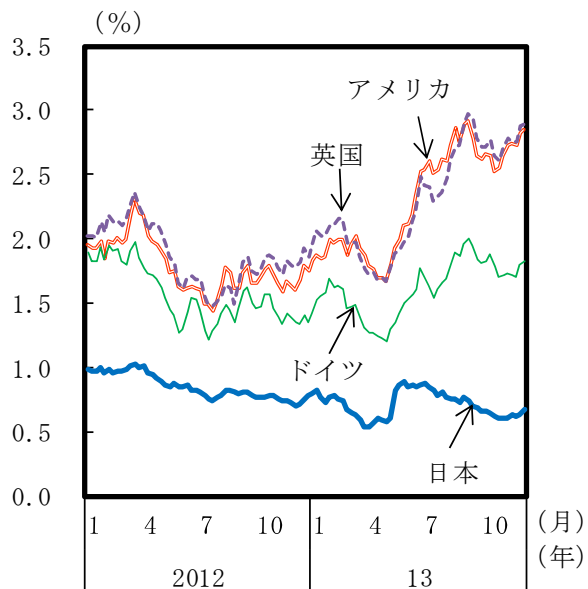
(2) 実質実効為替レート



(3) REIT指数



(4) 10年国債利回り



(備考) 1. Bloomberg、IMF資料により作成。  
2. 実質実効為替レートはIMF “Real Effective Exchange Rate based on ULC” を使用。

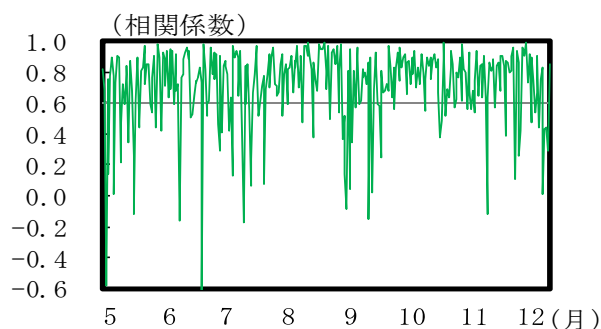
### コラム2-6 分次データで見る株価と為替の時差相関

我が国の金融市場では、2000年代半ばから「円安（円高）」と「株高（株安）」の組合せになる傾向が強く、さらに為替レートの方が株価に先行して動くと考えられることが多い。この背景として、(1) 為替の円安方向への動きが輸出企業を中心に企業の予想収益を引き上げ、(2) その収益改善期待の高まりが株価上昇をもたらす、という関係を市場参加者が想定していることなどが挙げられる。しかし、大胆な金融政策などを背景に、2013年春以降、為替レートと株価の先行関係が逆転しているという論調が増えた。この背景として、日本株買いと円売りを同時に仕掛けていた機関投資家が、日本株の下落を見て円売りポジションを解消させる取引をこの時期に行っていたことなどが指摘されている。

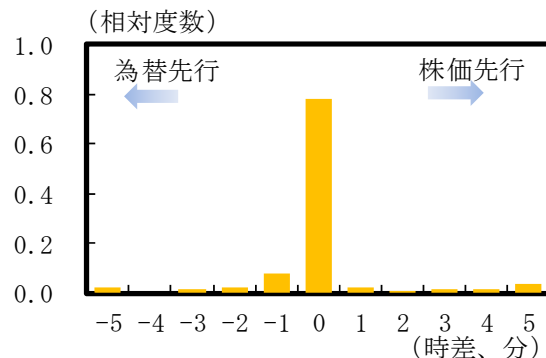
そこで、1分単位の分次データによる株価と為替の時差相関を用いて、両者の統計的な先行関係を検討しよう。まず、2013年5月以降の株式市場の前場と後場について時差相関を計算し、その最大値の推移をプロットすると、総じて正の値となっており、全体の7割強が相関係数0.6以上と相関関係が認められる（コラム2-6図(1)）。すなわち、この間、「円安（円高）」と「株高（株安）」の組合せが成立していたことが分かる。次に、その相関係数が最大となる時差の分布を確認すると、時差ゼロの割合が最も大きい（コラム2-6図(2)）。これは、1分単位で見ると、株価と為替が同時に動いていることを示している<sup>26</sup>。現実には、1分という短い間に、投資家が株式と為替を同時に取引し続けることは困難であることを踏まえると、機関投資家による高速なアルゴリズム取引（コンピュータによる自動売買）などが両者の連動性を高めている可能性がある。

#### コラム2-6図 分次データで見る株価と為替の時差相関

(1) 時差相関係数の最大値の推移



(2) 時差相関係数が最大となる時差の分布



(備考) 1. Bloombergにより作成。

2. 日経平均株価指数とドル円レートの自然対数の時差相関で、時差は前後5分間。

3. 時差相関は、東京証券取引所の前場と後場に分け、取引開始前のニュースの影響を受けやすい取引開始後30分間のデータを除いて計算。データ期間は2013年5月1日～12月17日。

4. (2)は、相関係数が0.6以上のケースについて作成。

<sup>26</sup> なお、2分単位、5分単位でも同様の結果となった。

**(リスクプレミアムのマイナス寄与が金利上昇を抑制)**

我が国の名目長期金利低下の背景を探るため、フィッシャー方程式を基に要因分解を行う<sup>27</sup>。まず、2012年以降の名目長期金利の低下局面を確認すると、予想物価上昇率と潜在成長率がプラスに寄与する一方で、リスクプレミアムのマイナス寄与が拡大して名目長期金利を押し下げている(第2-3-2図(1))。2012年前半は、欧州政府債務問題を受けて相対的に安全資産と見なされた日本国債が選好されたこと、2012年後半以降は、金融緩和政策などがリスクプレミアムの低下に作用したと考えられる。なお、2006年のデフレ改善期には、金融緩和政策によるリスクプレミアムの押し下げ効果がなかったことなどから、長期金利は1%台後半で推移していた。

次に、2013年5月の名目長期金利の上昇局面において、プラス寄与が大きかった項目もリスクプレミアムである。この背景として、アメリカの量的金融緩和政策の縮小懸念、日本の国債市場における流動性リスクの高まりなどが指摘できる。また、2003年の金利急騰局面(VaRショック)前後の寄与度を確認すると、当時もリスクプレミアムの変化が名目長期金利の低下とその後の金利急騰の主因であった。現在、我が国では、非常に緩和的な金融環境の下で名目長期金利が低位で安定しているが、VaRショックの経験からは、リスクプレミアムが外的ショックに対して振れやすい点に留意が必要である。

最後に、我が国の名目長期金利は、アメリカの長期金利や日本の株価の水準に対して低く抑えられている。通常は、日米経済の連動性や株と国債の資産代替などを背景に、それらは同方向に変化することが多い(第2-3-2図(2)、(3))。しかし、2012年12月以降、その関係が弱まっており、それ以前の傾向よりも長期金利の上昇が抑えられている。こうした変化が生じているのは、我が国の大胆な金融政策などによって長期国債市場が通常より緩和的な状況となっているためである。

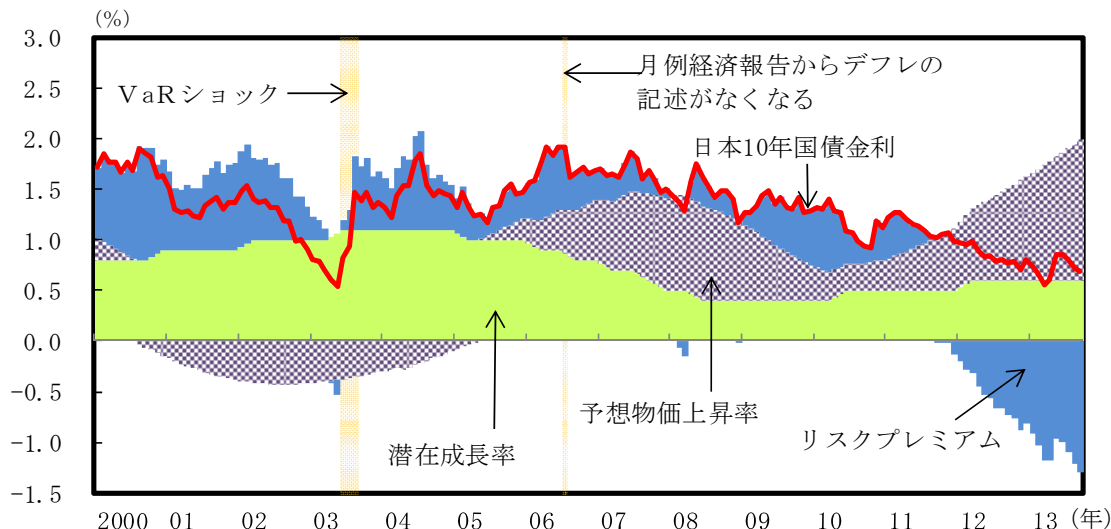
---

<sup>27</sup> フィッシャー方程式とは、名目長期金利が長期的な実質金利と予想物価上昇率の和になるという理論的な関係を示したものである。ここでは、潜在成長率を長期的な実質金利の代理変数とし、名目金利の理論値と実績値の差をリスクプレミアムととらえる。

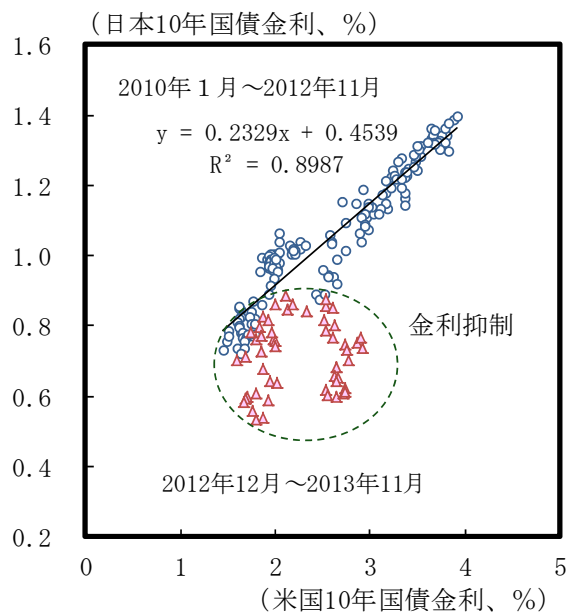
第2-3-2図 長期金利の要因分解

リスクプレミアムのマイナス寄与が金利上昇を抑制

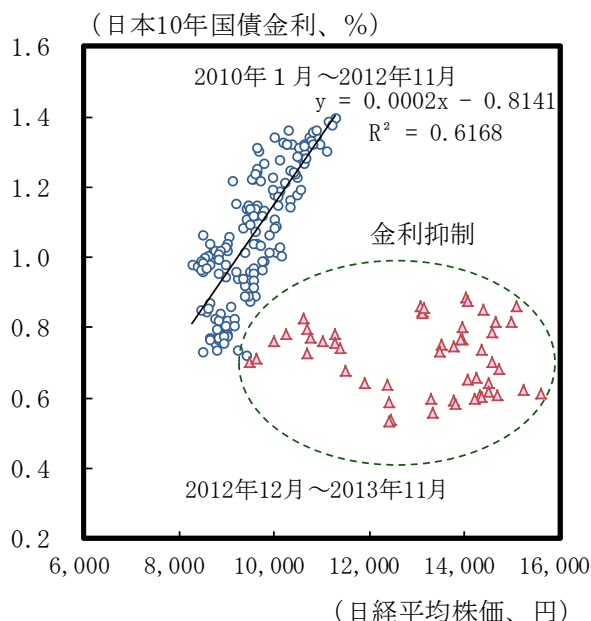
(1) 日本の10年国債金利の要因分解



(2) 日米10年国債金利



(3) 日経平均と日本10年国債金利



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「景気動向指数」、「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」などにより作成。
2. (1) は、フィッシャー方程式を基に、  
 名目長期金利 = 潜在成長率 + 予想物価上昇率 + リスクプレミアム  
 と定義している。潜在成長率は長期的な実質金利の代理変数としている。
3. 予想物価上昇率は、内閣府で推計した家計の予想物価上昇率の系列にHPフィルターをかけてトレンド部分を抽出し、それを線形補完により月次化した値。潜在成長率は四半期データを線形補完により月次化した値。名目長期金利は新発国債(10年)流通利回り。
4. (2) (3) は週次データを使用した。

**（日米金融政策に起因するショックは6月半ば以降に沈静化）**

金融市場の安定性を評価するために、市場のボラティリティ指標の推移を確認しよう。第一に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を導入した4月4日以降に10年国債のボラティリティが急速に上昇した（第2-3-3図（1））。これは、日本銀行の新たな金融緩和策が市場の予想を上回るものとなり、投資家がそれを織り込むのに時間がかかったことによる。そして、その短期的な変動は2003年年央のVaRショックに迫る大きさであった（第2-3-3図（2））。第二に、アメリカの量的金融緩和政策の縮小懸念などを背景に世界の株式市場が不安定な状況になる中で、日経平均株価指数のボラティリティが5月下旬に大きく上昇した。当初、そのボラティリティの上昇幅（2013年5月22日～23日）はリーマンショック発生直後（2008年9月12日～16日）と同程度であったが、それ以降、大きく上昇することはなかった（第2-3-3図（3））。第三に、為替市場の変動は2012年秋から2013年5月にかけて上昇傾向にあったが、国債市場や株式市場に比べて変動幅は限定的であった。

こうした金融市場におけるボラティリティの高まりは2013年6月半ばから鎮静化に向かい、8月以降、我が国の金融市場は安定した状態が維持されている。その背景として、6月のアメリカの連邦公開市場委員会（FOMC）後に同国の金融政策に対する懸念が幾分緩和したこと、日本銀行が国債買入オペ（公開市場操作）を多様化して国債需給の円滑化に努めたことなどが挙げられる<sup>28</sup>。

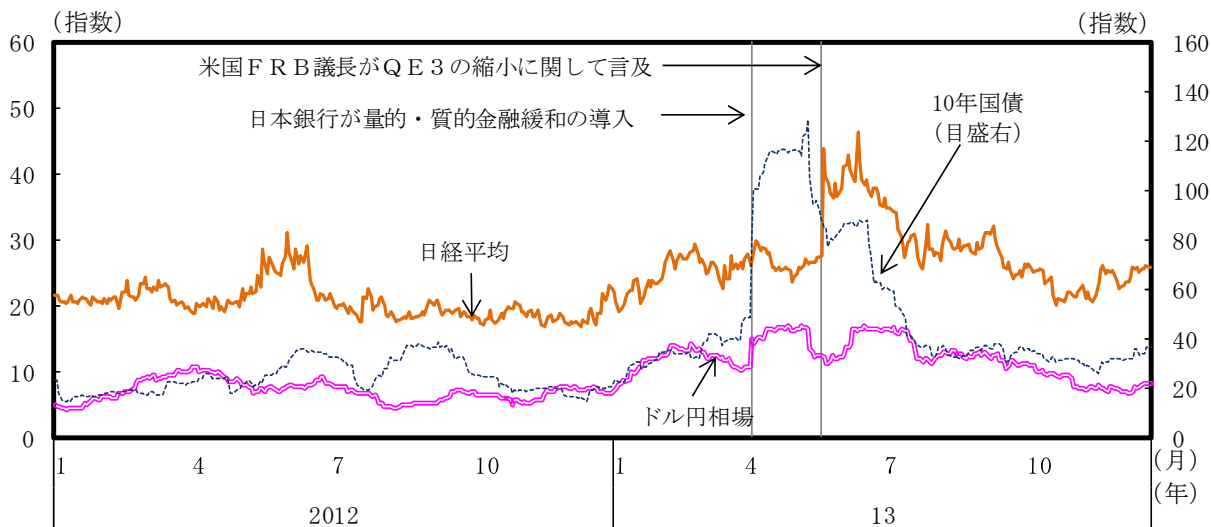
---

<sup>28</sup> 日本銀行は、（1）オペの金額規模を小さくすると同時にオペの回数を増加、（2）これまで固定していた月々のオペの量を弾力化、（3）買入れ国債の平均残存年限について6年～8年程度と十分な幅を確保、などの対応を行った。

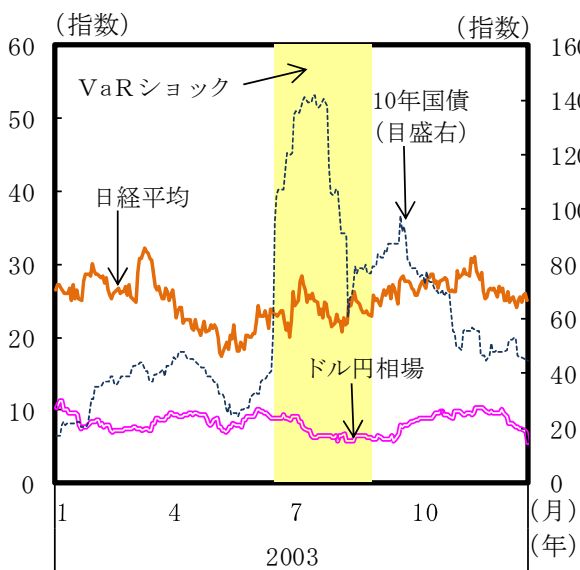
第2-3-3図 金融市場のボラティリティの推移

日米金融政策などに起因するショックは6月半ば以降に沈静化

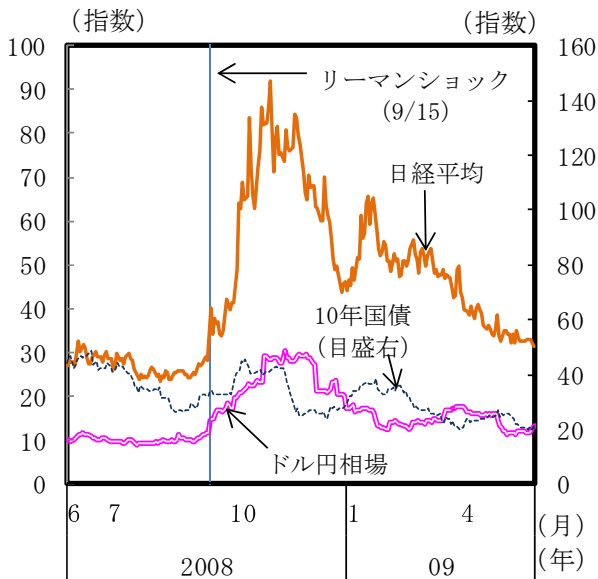
(1) 量的・質的金融緩和前後のボラティリティ



(2) VaRショック前後のボラティリティ



(3) リーマンショック前後のボラティリティ



- (備考) 1. Bloombergにより作成。  
 2. ボラティリティ指数として日経平均は日経平均V I、10年国債とドル円相場については、後方30日標準偏差の年率換算値を使用した。  
 3. VaRショックは2003年6月19日から2003年8月29日までとした。

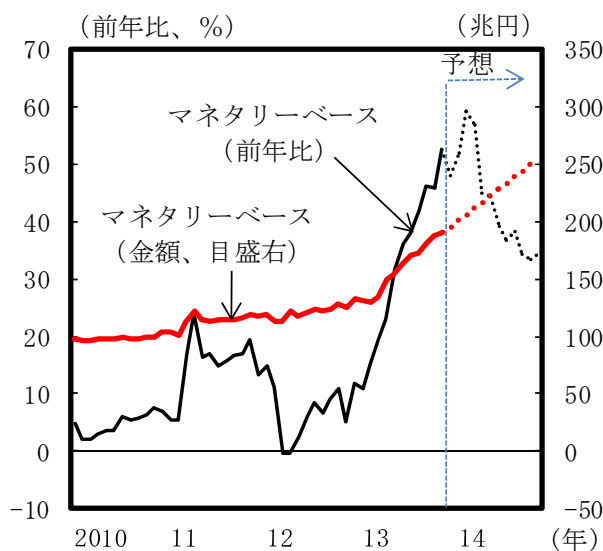
(マネタリーベースが大幅に増加)

これまで、大胆な金融政策を背景に我が国の金融市場が非常に緩和的な環境にあることを見てきた。ここでは、その金融緩和策の進捗状況をマネタリーベースの推移によって確認しよう。日本銀行は、2014 年末のマネタリーベース残高を 270 兆円まで増加させるという目標に向けて、大規模な国債買入れなどを進めている。2013 年 4 月に「量的・質的金融緩和」が導入されて以降、マネタリーベース残高は前年比 20%~50%増と大幅な増加傾向にあり、2013 年 11 月時点で 189.7 兆円に達している(第2-3-4図(1))。これまでのマネタリーベースの増加ペースは、おおむね日本銀行の目標に沿ったものとなっている。

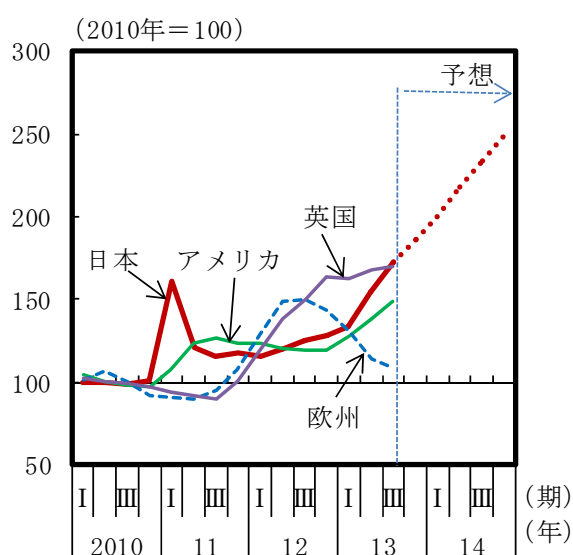
他の先進国と比較しても、我が国の 2013 年 4-6 期以降のマネタリーベース対 GDP 比は大きく上昇している(第2-3-4図(2))。さらに、名目 GDP 成長率とマネタリーベースの関係を示したマッカラム・ルールによって、マネタリーベースの増加ペースを評価すると、2013 年 4-6 期以降の伸び率は理論値を超えており、過去に金融緩和政策がとられたときを上回っている<sup>29</sup>(第2-3-4図(3))。これは、2006 年 3 月の「量的緩和政策」の解除などを背景に、2006 年のデフレ改善期にマネタリーベースが理論値を大きく下回っていたのとは対照的である。

第2-3-4図 マネタリーベースとマッカラム・ルール  
マネタリーベースが大幅に増加

(1) マネタリーベースの変化



(2) マネタリーベース対 GDP 比の国際比較



<sup>29</sup> マッカラム・ルールは、名目 GDP 成長率の目標値を達成するために必要なマネタリーベースの伸び率を示しており、その理論値(ルール)を上回っていれば十分な資金供給を行っていると考えられる。ただし、マッカラム・ルールは一定の仮定の下での関係であることから、相当の幅を持って見る必要がある。また、マネタリーベースの動向については、他の関連指標などを用いて総合的に判断することが重要である。