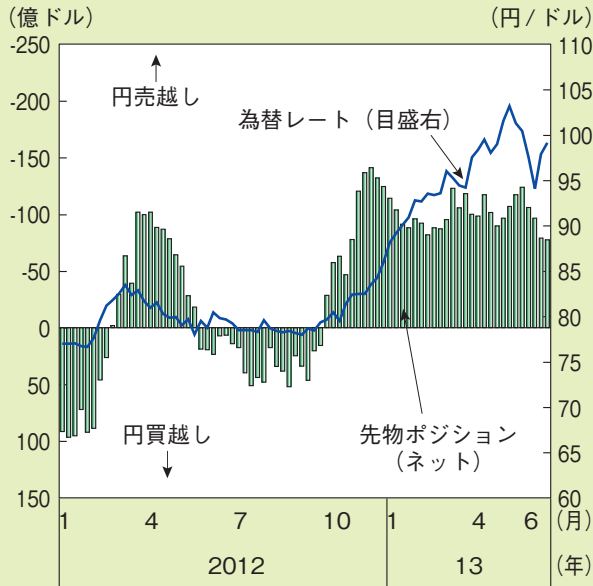


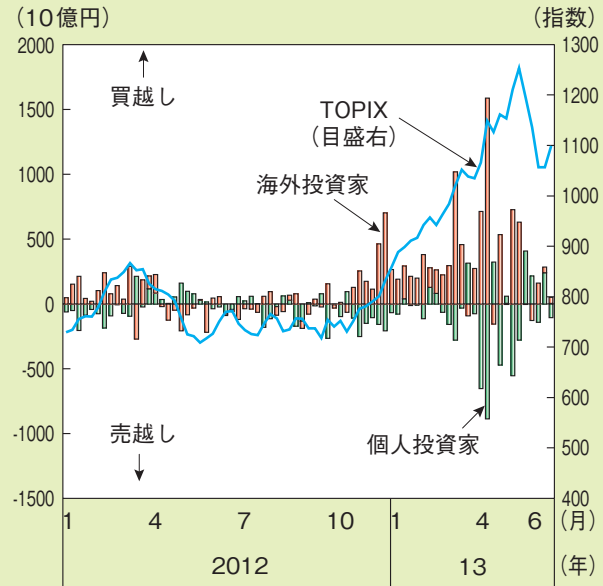
第1-2-4図 マーケット指標の推移

金融市場はデフレ脱却に向けた取組に大きく反応

(1) 為替レートと先物ポジション（ネット）



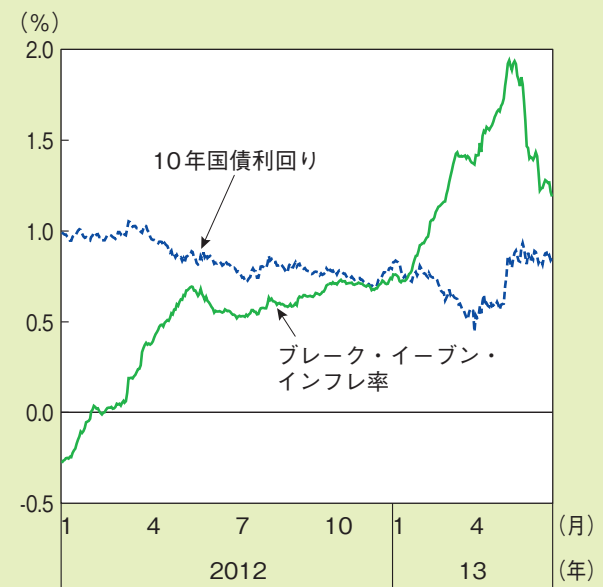
(2) 株価指数と投資主体別売買



(3) REIT分配金利回りと国債利回りの差と東証REIT指数



(4) 長期金利とブレイク・イーブン・インフレ率



(備考) 1. Bloomberg、シカゴ・マーカントイル取引所、東京証券取引所、三井住友トラスト基礎研究所資料により作成。  
 2. (1) 図の先物ポジション（ネット）は、シカゴ・マーカントイル取引所のもの。  
 3. 使用した数値の定義は以下のとおり  
 REIT分配金利回りと国債の金利差 = J-REITの予想配当利回り - 10年国債の利回り  
 ブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) = ペア国債利回り - 物価連動債利回り  
 ※ペア国債利回りは、物価連動債と同じ年限の国債利回り

らく変動幅の大きい状況が続いている。また、市場の予想物価上昇率を示す指標の一つとして利用されているブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI: Break Even Inflation Rate) は、日本銀行が「物価安定の目標」を導入した頃から上昇テンポを速め、2013年2月中旬以降は1%

台で推移している<sup>80</sup>。

このような金融市場の反応からは、(1) 政府と日本銀行の取組が好感され、市場参加者のマインドが大きく改善したこと、(2) 大胆な金融政策が2013年1月と4月に相次いで打ち出されたことが我が国の金融政策に対する信頼を高めたこと、などが指摘できる。さらに、こうした変化は、我が国のようにデフレ状況が続き、ゼロ金利という制約下にあっても、金融政策を始めとする政策対応によって金融市場の期待に強く働きかけられることを示唆している。

### ● 「量的・質的金融緩和」の金利への影響

国債市場について、国債金利の動向を見てみよう。2013年2月以降の金利低下局面において、金利の低下幅が大きかったのは超長期ゾーン（20年、30年）の国債であり、その結果、イールドカーブがフラット化した（第1-2-5図（1））。この背景には、日本銀行が、一段の金融緩和のために国債の買入れ年限を延長するとの見方や海外金利の低下などがあったと指摘されている。4月4日の「量的・質的金融緩和」の導入後に金利は更に低下したものの、これまで速いペースで進行した金利低下の反動や、価格変動リスクを回避するための売りが膨らんだことなどから、4月5日以降、金利は上昇基調となった。

2000年以降の過去の主要な金融政策変更に対する国債イールドカーブの反応を日次データで確認すると、政策変更後に金利の変動幅が最も拡大したのは、「量的・質的金融緩和」の導入である（第1-2-5図（2）（3））。その前日と当日の変化を見ると、年限が5年超の国債利回りが低下し、年限が長くなるにつれて低下幅が大きかった。しかし、翌日になると、10年未満の国債利回りは政策変更前日と比べ上昇に転じるなど、大胆な金融政策の内容に対する評価が定まらず、短期間で金利が上下に変動した。その後、しばらく金利変動の大きい状況が続き、日本銀行は4月、5月と、市場関係者との意見交換を踏まえた国債買入れの運営の見直しや、国債買入れオペ、長めの資金供給オペ（1年物）の実施などによる対応を行った。

2013年1月22日に「物価安定の目標」が導入されたときは、我が国の金融政策において重要な転換点であったものの、国債イールドカーブはほとんど変化していない。また、過去に遡ると、2001年3月19日に導入した「量的緩和政策」によるイールドカーブの押下げも大きかった。金融政策決定会合の終了が夕方であったため発表当日の金利は変化せず、翌営業日に金利が大きく低下した。

## (2) 金融政策運営上の諸課題

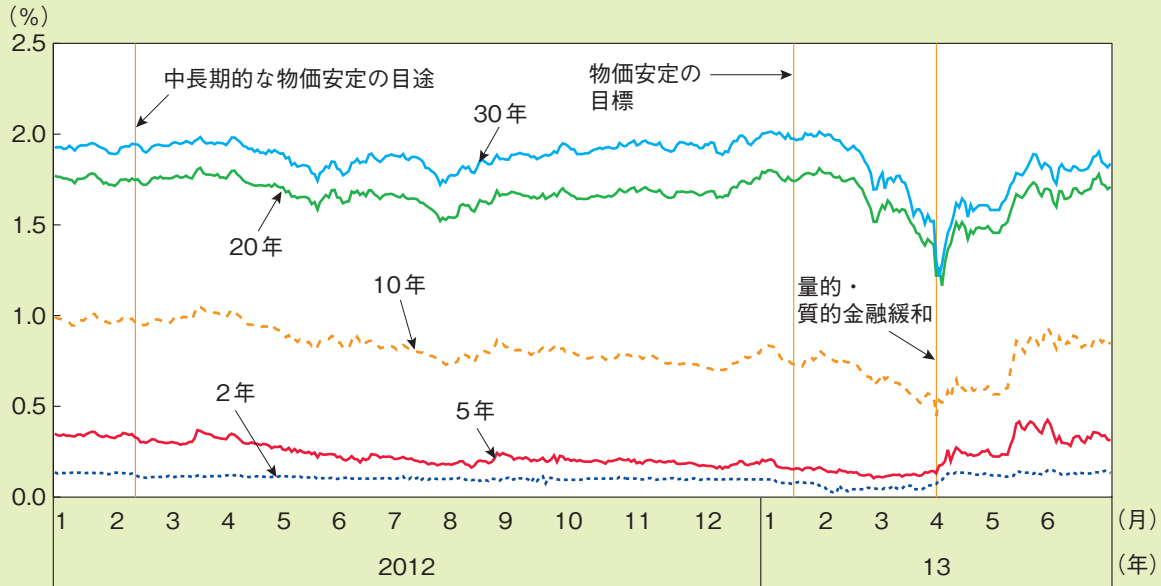
日本銀行には、「物価安定の目標」の達成を通じて物価の安定を確保し、持続的な経済成長の実現に資する政策運営を行うことが求められている。しかし、現在の金融緩和政策の効果な

注 (80) 現在、10年物価連動債は新規発行が行われておらず（2008年10月以降発行を停止）、また、物価連動債の市場における流動性も低いことから、BEIの水準は、ある程度の幅を考慮する必要がある。

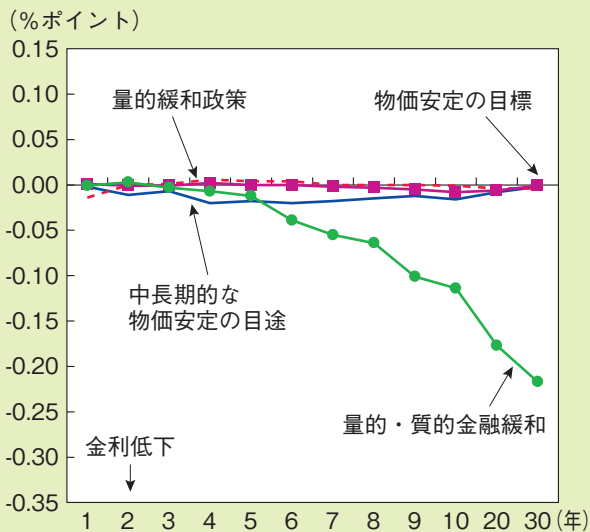
第1-2-5図 金融政策と国債金利の変化

「量的・質的金融緩和」の金利への影響

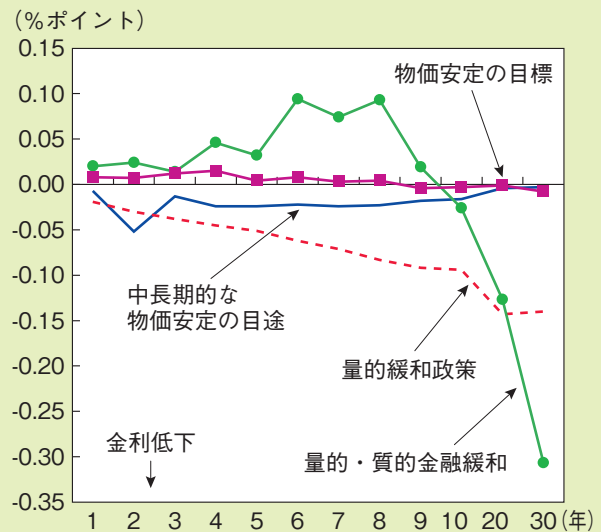
(1) 国債利回りの推移



(2) イールドカーブの変化（前日から当日）



(3) イールドカーブの変化（前日から翌日）



(備考) 1. Bloombergにより作成。  
 2. イールドカーブの変化は、以下の金融政策変更における各年限の利回りの変化。  
 2001年3月19日の「量的緩和政策」、2012年2月14日の「中長期的な物価安定の目途」、  
 2013年1月22日の「物価安定の目標」、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」。

どに対する懸念が一部から指摘されている。ここでは、そうした金融政策運営上の諸課題について論ずる。

● GDPデフレーターの変動要因としてのマネタリーベース

日本銀行は、2013年4月に金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更して、デフレ

脱却を目指している。しかし、GDPデフレーターの変動要因を確認すると、1990年代前半以降、マネタリーベースの増加は貨幣乗数（マネーストック／マネタリーベース）の低下によって大きく相殺される傾向にあり、必ずしも物価の押し上げにつながっていない（第1-2-6図(1)）。リーマンショック以降、貨幣乗数の低下傾向は、主に金融部門における準備／預金比率要因の押し下げ（準備／預金比率は上昇）によって生じている。これは日本銀行の金融緩和によって準備預金が増加したものの、それが期待されたほど貸出の増加につながらず、預金が十分に増加していないためである（第1-2-6図(2)）<sup>81</sup>。また、貨幣の流通速度（名目GDP／マネーストック）も、景気悪化などを背景にして、マネタリーベースが増加している時期に、GDPデフレーターを押し下げに寄与することが多い。

すなわち、かつての「量的緩和政策」では、金利が低下しても貸出が増えないこと（流動性の罫）などを背景とする貨幣乗数の低下によって、物価に働きかける効果が損なわれていた可能性がある。我が国がデフレから脱却するには、マネタリーベースの量的な拡大とともに、経済主体の将来の期待に働きかけて流動性の罫から抜け出し、貨幣乗数や貨幣の流通速度を低下させないような対応が重要である。日本銀行の「量的・質的金融緩和」では、マネタリーベースを2倍に拡大するといった量的な緩和だけでなく、国債の買入れ年限を延長するなど、質的な緩和も強力に進めるとともに、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こととしている。また、2013年6月、日本銀行は、2012年12月に導入した「貸出増加を支援するための資金供給」による第1回目の貸付を、金融機関に対して約3.1兆円実施した。

### ●資産バブルの抑制にはプルーデンス政策が重要

大胆な金融緩和を行うと、地価や株価などの資産価格の上昇期待が過度に高まり、1980年代後半のような資産バブルが再び発生するのではないかという懸念が一部から指摘されている。我が国の長期的な景気低迷がバブル崩壊を起点としていることや、2000年代後半の欧米住宅バブル崩壊後に百年に一度といわれた世界景気後退が発生したという史実を踏まえると、金融緩和政策が過度なリスク・テイキングなどを經由して資産価格に及ぼす影響については、十分注意しなければならない。過去の経験から得られた教訓としては、以下の点についても再認識する必要がある。

我が国のバブル発生前後において、消費者物価と地価の連動性はあまり明確でない。一方、不動産融資と地価は連動して動く傾向にあった（第1-2-7図(1)）。このような関係はアメリカの消費者物価、住宅価格、住宅ローン残高についても同様である（第1-2-7図(2)）。日米の経験からは、特定の資産に対する過剰な融資によって、資産バブルが助長されたと考えられる。不動産融資に関しては、金融機関の貸出姿勢や信用リスク管理体制など、金融政策以

注 (81) 我が国の貨幣乗数の低下の背景については、飯田・原田・浜田（2003）などを参照。