

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 大野早苗

リーマンショック後に発動されてきた主要各国の金融政策が軌道修正されつつある。4本の論文から構成される本特集では、昨今の非伝統的金融政策の効果や課題を概観するとともに、金融政策の方向転換がマーケットに及ぼす影響について考察する。

2013年4月の異次元金融緩和政策から5年が経過したが、2%物価上昇はいまだに達成されていない。わが国のマネタリーベース対GDP比は16年時点で80%を超えており、非伝統的金融政策を実施してきた先進諸国の中でもひととき高い。それでも物価上昇率が目標値に届かないことについて、北坂[2018]は、金融緩和が不十分なためではなく、根強いデフレマインドの背後にある賃金の上方硬直性、値上げできない企業の競争力の欠如、財政赤字や医療・年金問題といった構造問題が存在し、人々の将来不安が払拭されないことに起因すると述べている(注1)。

ただし、金融政策のスタンスの変更は金融証券市場に対して多大なる影響を及ぼす可能性がある。13年の異次元金融緩和の効果が真っ先に表

出したのは金融証券市場であり、米欧諸国でも政策の変更が行われるたびにマーケットは反応してきた。では、具体的にどのような政策に対してどのような市場がどの程度反応していたのかはアカデミックな検証を要するところであり、田中(康)論文は米国を対象に検証を行っている。

翁[2018]は、インフレの兆候が見られなかったことから金融政策の軌道修正が遅れ、資産バブルとその後遺症を防止することができなかった80年代後半の事例に触れた上で、異次元金融緩和政策が続行される現状に警鐘を鳴らしている(注2)。ただし、現在の金融緩和には、資産バブルだけではなく、従来の緩和政策の下では見られなかった懸念事項も見受けられる。昨今の非伝統的金融政策ではオベの対象資産もかなり多様化した。とりわけ購入対象の中心となった長期国債については日本銀行の保有シェアが4割を超えており、国債市場の流動性の減少が価格の安定性を毀損している可能性がある。この点については宇野・戸辺論文が検証を行っており、国債市場の機能低下を懸念させる結果を示している。また、国債市場の極

(注1) 北坂真一「日銀新体制の課題⑤：脱デフレほぼ達成、微調整を」2018年3月13日付け日本経済新聞朝刊『経済教室』

(注2) 翁邦雄「日銀新体制の課題⑥：物価目標の独り歩き危険」2018年3月14日付け日本経済新聞朝刊『経済教室』

端な需給バランスの変化は社債市場を含めた他の債券市場の価格形成も歪める可能性が高い。更に、国債などの安全資産だけではなく株式などもオペの対象資産となっており、コーポレート・ガバナンスの観点からも問題視されている。

田中（隆）論文は、日銀が金融政策の正常化への方向転換を進められない事情について触れている。米国は正常化に向けての動きを鮮明にさせており、それは日米の利回りスプレッドにも反映されている。**宇野・戸辺論文**は、異次元金融緩和政策の解除は国債市場における価格決定機能を健全化させると考えられるが、解除の方法には注意が必要であると述べている。**田中（康）論文**は、米国が深刻な混乱を経験せずに正常化に向けての方向転換を進められている理由の一つとして、他国に先駆けて金融政策の正常化を進めたことから運用難に直面する投資家の資金が米国に流れ、長期金利の高騰を抑制させている点も指摘している。現状に鑑みれば、金融政策の正常化に向けての試みを最後にスタートさせるのはわが国になる可能性が高く、日銀が国債保有を減額させるタイミングで国債を買い支える主体が現れるかどうかは分からない。そのため、日銀はFRB以上にマーケットとのコミュニケーションを図りながら難局を乗り越えなければならないかもしれない。

新興国のドル建て負債残高は急増しており、先進国の金融政策正常化に向けての動きが新興国に影響を与える影響も懸念されている。**高島論文**は、現状では憂慮されるべき事態は見受けられないが、新興国が深刻な打撃を受けることなく成長を持続できるか否かは主要国の金融政策の行方にもよると指摘している。

以下、4本の論文の内容を簡単に紹介したい。

田中（隆）論文「日銀の大量資産購入とその「出

口」は、日銀の金融政策の特徴や問題点を総括するとともに、金融政策の正常化に向けて日銀が直面する課題を論じている。

他国には見られない特徴として、まず、2%の物価目標というリジッドな最終目標を掲げており、かつ期待への働きかけを通じて短期間での実現を目指した点が挙げられる。しかし、期待に働きかける政策は資産価格の誘導には寄与したものの、物価の誘導、あるいは実体面への影響には至っていない。また、異次元緩和がアベノミクスという政府の政策パッケージの一つとして掲げられている点も特殊性の一つとして挙げられる。

こうした特殊性があるが故に、欧米の中央銀行よりも日銀のほうが出口政策の課題は深刻であると指摘している。また、日銀の政策は大量資産購入にマイナス金利政策や長短金利操作を併用させる複雑な体系となっているため、出口の手順も複雑化する。更に深刻なのが財政赤字との関わりである。日銀の国債大量購入と財政悪化の放置がセットで継続されれば、大量購入をやめた段階で国債の売り・長期金利の上昇がスパイラル的に起こり、財政破綻を引き起こしかねない。

筆者は、よりフレキシブルな物価目標に置き換え、早期に資産購入の正常化に着手することを提案しており、財政ファイナンスからの脱却の第一歩として重要であると論じている。テーパリングの開始時に長期金利が上昇するのはやむを得ないが、上昇が軽微であれば財政破綻へと発展することはない、むしろ低インフレである今こそがテーパリングを開始する好タイミングであると強調している。また、出口戦略を成功させるには市場との対話も重要となる。コミュニケーション維持の成否は日本経済の強さへの信任とも関わるため、政策の軸足を金融政策から成長戦略に移行しなければならないと筆者は論じている。

田中（康）論文「米国の非伝統的金融政策が債券市場に与えた効果」は、米国を対象に非伝統的金融政策がマーケットに与えた効果をイベントスタディーの手法を用いて検証している。

長期金利は期待短期金利とタームプレミアムから成り立つが、大規模資産購入はこれら二つの要因に働きかけることでイールドカーブに影響を与えつつ、実体経済の底上げを狙うものといえる。筆者が論文中で列挙しているチャンネルに即して言えば、例えば米国債の大規模購入は低金利の継続へのコミットメントを強化し、期待短期金利やその他の債券利回りを低下させる（シグナリングチャンネル）。また、米国債の大量購入は他の安全資産への需要を増加させたり（安全性プレミアムチャンネル）、購入対象外の満期の債券への需要を増加させる（デュレーションリスクチャンネル）等を通じてタームプレミアムにも影響を与える。

本研究では、既存研究の分析対象であった3段階のQEにとどまらず17年12月の利上げ政策まで対象を更新し、米国が金融正常化を進める中でマーケットの反応がどのように変化したかを捉えようとしている。

まず、QE1の実施時期では各種の政策アナウンスメントに対してあらゆる債券の利回りが低下しており、長期国債利回りは期待短期金利、タームプレミアムの両方を通じて低下していた。またQE1の株式や為替レートへの影響も確認され、様々なチャンネルを通じた効果が示唆された。一方、QE2やQE3のインパクトはQE1よりも低下し、金融市場がストレス下にある状況で大規模資産購入は大きな効果を発揮することも示唆された。利上げが開始された15年12月以降では資産価格の反応は更に弱まっている。換言すれば、FOMCと市場のコミュニケーションが良好であり、市場参加者が金融政策の変更を期待に織り込んだため、

マーケットの安定を維持できたともいえる。しかしながら、FRBの保有資産の規模縮小は過去に例がない取組みであり、今後の政策運営の行方とその影響に注視する必要があるとも述べている。

宇野・戸辺論文「日銀の金融政策と国債市場の流動性—現物・レポ・先物3市場の考察—」は、日銀の異次元緩和が国債関連市場の流動性に及ぼした影響を実証的に分析している。本研究では、最も流動性の高い新発債（カレント債）と最割安銘柄（CTD債）に焦点を当てて、国債の現物・先物・レポの3市場における流動性の変化を検証している。

かつては日銀が2年債以外のカレント債を買入れることはなかったが、13年の異次元緩和第一弾以降、あらゆる満期の国債市場における日銀の保有比率が急増し、市中のカレント債残高が減少している。こうした状況を受けて、あらゆる国債市場の流動性は減少しつつあり、とりわけ、国内や海外の投資家からの需要が高い2年と20年のカレント債についてはビッド・アスク・スプレッドの拡大も顕著であった。

国債レポ市場は金融機関の資金調達や現物国債の流動性確保・価格形成の点からも重要な市場であるが、日銀の国債購入はレポ市場におけるディーラーの国債調達力を弱める可能性がある。本研究では銘柄ごとの上乗せ金利を表すGC-SCスプレッドを流動性指標として用いているが、スプレッドは異次元緩和により上昇傾向を強め、マイナス金利政策やイールド・カーブ・コントロール（YCC）政策の導入以降に一段と高騰している。

デプスや約定件数などの指標も用いた債券先物市場に関する検証では、YCC導入以降に債券先物取引が不活発となっていることが示され、日銀の政策目標がイールドカーブに向けられたことに

より、短期的な売買活動を主とするディーラーの売買参加を低下させた可能性を指摘している。

本研究は回帰分析も行っており、異次元緩和による国債市場の流動性への影響を確認している。YCC政策は市場の健全な価格形成機能を損ねている可能性があり、政策変更の過程でYCCを適切に修正・撤廃していくことが価格形成機能を回復する上で重要であることも指摘されている。

高島論文「金融政策正常化が新興国マーケットに及ぼす影響」は、過去に起こった一連の新興国危機を概観した上で、昨今の米国等における金融政策の正常化が新興国に及ぼすリスクについて考察している。

1980年代から2000年代初頭にかけて中南米やアジアで危機が多発した。いずれも米国の金融政策の変更が直接的、間接的に資本流出の原因となり、危機の遠因となった。経常赤字体質にある中南米諸国は海外からの借入に依存することになるが、米国で金融緩和政策が実施されるとドル建て債務が拡大し、米国が引締めへ転じると資本逃避に見舞われてきた。アジア諸国には経常黒字国が多いが、90年代中盤以降の米国の利上げ政策・日本の超低金利政策は円安ドル高をもたらし、日

本と輸出先市場で競合的立場にあったアジア諸国の価格競争力を低下させた。また、90年代は多くの新興国で資本規制が緩和された時期でもあるが、為替制度はドルペッグ制を維持した。これはいわゆる国際金融のトリレンマ問題(注3)であり、危機の勃発を経てドルペッグ制は放棄されることになったが、自国通貨の暴落により負債金額が増幅され、通貨危機は金融危機へと発展することになった。

先進諸国が金融政策の正常化を進める中で、新興国危機が再燃することへの懸念は根強い。しかし、シティグループが作成している早期警戒シグナルに基づけば、多くの新興国の状況は以前の危機の勃発時よりも良好とのことである。その中で警戒すべき対象としてドルペッグ採用国である中国や中東産油国等を挙げており、とりわけ中国は資本規制を徐々に緩和させていることからトリレンマ問題が懸念されるころではある。目下のところ、中国は資本規制の強化などにより事態に対して柔軟に対応しているが、今後も新興国が危機を回避できるか否かは先進諸国の金融政策の運営にも依存するため、その対応が求められると述べている。

(注3) 自律的な金融政策、自由な資本移動、為替レートの安定化(固定化)の同時実現は不可能であることをさす。金融政策の自律性を保持したまま資本規制を撤廃するならば為替変動の伸縮性を容認する必要があるが、当時の新興諸国は為替政策を変更することなく資本規制を緩和したため、危機に見舞われた。