

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

新型コロナウイルスの影響は世界中で猛威を振るい、実体経済の先の見えない減速懸念から、市場はリーマンショック級の不安定性を呈した。これを受けて、主要国の中央銀行はいずれも「必要なことは何でもやる」との意思を表明し、大規模な金融緩和を決定した。FRBは低格付け債を含めた大規模な資産購入を表明し、ECBは「墮天使債（投資不適格に転落した債券）」も担保の対象とする資金供給オペや長期貸付金利の－1%への引き下げを決定した。日銀も国債の無制限購入や社債、CPの買い入れ枠の大幅増などを決定した。各国中銀が矢継ぎ早に大胆な金融政策をアナウンスした結果、市場は安定を取り戻しつつある。

しかし、新型コロナウイルスの影響が顕在化する以前に議論されてきたことは、金融政策の正常化への道筋とその影響に対する打開策であった。米中貿易摩擦や英国のEU離脱などを背景に世界経済の不確実性が高まる中、引締的政策への転換は一時中断されたものの、リーマンショックから10年以上が経過し、増幅したグローバル流動性の影響が懸念されつつもあった。例えば、米国では低格付け債の発行残高が増加傾向で推移し、またユニコーン（評価額が10億ドル以上の非上場

ベンチャー企業）による資金調達額の急増も注目されていた。新興国でも米ドル建て債務が累増し、米国の利上げが進行するたびに債務問題が危惧された。日本での債務の拡大は相対的に軽微ではあったものの、不動産市場の飽和状態に対する懸念も散見された。

市場の混乱の鎮静化と実体経済の下支えのために、超緩和的な金融緩和政策はしばらく継続する可能性が高い。今回の量的緩和により、FRB、日銀の資産規模はともに2008年時点と比較して6倍強に膨張しているが、中銀マネーは更に増幅していく可能性がある（注1）。今後の行く末を注視する必要があるが、本特集では、これまでのグローバル流動性についての議論を概観するとともに、グローバル流動性の影響について、債券市場、不動産市場、新興国市場に焦点を当てながら考察する。以下、本特集の四つの論文の内容を簡単に紹介したい。

地主論文「主要各国の非伝統的金融政策について—ニューノーマルの状況下の標準的な政策運営か?—」では、主要各国の金融政策の変遷を概観するとともに、昨今の非伝統的政策に関する議論

（注1） 20年5月1日付け日本経済新聞朝刊は、20年末の日米欧中銀の資産規模が前年同期比の1.5倍に膨れ上がる可能性があるとして指摘している。

を総括している。固定相場制が採用された時代には、主要国においても公的規制・管理の下で量的コントロールを中心とする金融政策が実施されており、中央銀行が民間銀行向けの貸出を調整することで個別銀行の貸出のコントロールを図っていた。また、景気や物価の安定だけではなく国際収支の安定化も重要な政策目標とみなされていたことから、公定レートの維持が名目アンカーとなり、為替レートの維持に金融政策の運営が縛られる局面もあった。しかし、変動相場制への移行後、金利自由化が進展するとともに銀行の資金調達手段も整備されていくと、中央銀行の量的コントロールの重要性は低下し、金融政策の操作手段の軸はマネーレートの調整によるインターバンク市場のコントロールへとシフトする。加えて、政策目標として物価安定のウエイトが次第に高まり、国際収支の安定化は重要性を失っていった。1990年代に入ると、変動相場制、物価安定重視、中央銀行の独立性の3点セットが望ましい金融政策の枠組みとして確立し、推奨されるようになる。すなわち、国際収支安定化は為替レートの調整機能に委ね、金融政策は国内経済目標、とりわけ物価安定に専念させるという考えが支持されるようになり、インフレ目標制を導入する国も相次いだ。また、物価安定を最優先とする政策運営を実現させるために中央銀行の独立性が支持されることとなった。市場機能を利用した金融政策運営が進化する過程では、情報公開の進展や中央銀行のエコノミストによる学術研究の発展があり、先端の学術研究と金融政策の現場の相互依存関係が高まった。非伝統的金融政策の実施は研究の促進につながっていると地主氏は述べている。

世界金融危機後に実施された非伝統的金融政策の先駆けは日本銀行が2000年代前半に実施した「量的緩和」である。ただし、量の緩和だけでは

なく質的緩和も重視されており、米国では長期国債のほかにMBSやエージェンシー債も大量に購入され、日本では長期国債の大量購入に加えてETFやREITなども購入された。欧州諸国では世界金融危機の直後にギリシャ危機を契機とするソブリン危機が発生し、当初のECBの政策対応は銀行向け中長期貸出の大幅拡大などが中心であったが、最終的には大規模な国債購入に踏み切っている。また、「フォワードガイダンス」を通じて、長期金利の低下、あるいは経済活動や資産価格の低下の防止が試みられている。

主要各国の量的緩和政策の効果を計測した研究の蓄積も進んでおり、長期金利への影響はほぼ確認されている。一方、マクロ経済への影響に関しては、生産活動への影響は確認されたものの、物価への影響については見解が一致していない。また、主要各国の量的緩和政策が新興国経済などに与える影響が懸念されているところではあるが、自国通貨の減価を通じた短期的な近隣窮乏化効果だけではなく、自国の金融システム安定や景気回復などを通じた外国経済への中長期的なプラスの効果も検出されている点にも地主氏は言及している。

森田論文「過剰流動性と債券市場」は、流動性をキーワードに中央銀行と債券市場の関係について考察している。まず、「過剰流動性」に関する人々の認識を捉えるため、「過剰流動性」という用語の日本経済新聞紙面への掲載回数を計測するというユニークな手法を用いている。その結果、1980年代後半と2000年代後半・2010年代前半における掲載回数が多く、前者は「インフレ」との併用回数が多いのに対し、後者は「株価」との併用回数が多いことが示された。1980年代では過剰流動性がもたらす弊害はインフレとみなされ

ていたのに対し、2000年代以降は資産バブルが懸念されていたことがうかがえる。

「流動性」という用語は「通貨」と同義と捉えることもできる。「通貨」の中身は現金通貨と預金通貨等であり、後者の範囲をどこまで広げるかにより通貨の定義が異なるが、通貨の大半は預金通貨等で占められる。なお、預金が増大する局面では貸出も増大することが多いため、流動性が増大する局面では貸出も拡大する傾向がある。しかし、大胆な金融緩和政策が実施された局面において、レバレッジは過大といえる状況にはなく、過剰流動性は発生していなかったと森田氏は指摘している。

主要各国の非伝統的金融政策の実施による膨大なマネタリーベースの供給は、過剰流動性の発生ではなく長期国債のリスクプレミアムの低下という形で現れた。銀行部門における日銀当座預金と長期国債の置き換えによる債券ポートフォリオの短期化、長期国債市場における民間金融機関から中央銀行への投資主体のシフトという単なる入れ替えが起こっただけではなく、名目成長率を大幅に下回る長期金利の低下が生じた。中央銀行の金利リスクの肩代わりにより民間金融機関の金利リスクはかなり削減されたはずだが、それでもなお、民間金融機関のリスクテイクが進まなかった理由として、保険業態を中心とするALMの制約とバーゼルⅢの存在を指摘している。森田氏は最後に、中央銀行による人為的な流動性の提供は国債市場の価格発見機能を低下させたが、新型コロナウイルスの影響を受けて中央銀行の管理・介入は更に強まり、将来の市場の安定性が損なわれる恐れがあると警鐘を鳴らしている。

伊藤論文「異次元緩和とJ-REIT市場」は、日銀が非伝統的金融政策を実施した二つの時期にお

けるJ-REIT価格決定について分析している。2013年4月4日、日銀は量的質的金融緩和政策を発表し、マネタリーベース及び長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大するとともに長期国債買い入れの平均残存期間を2倍以上にすることを決めた。更に、16年1月29日には日銀当座預金の超過準備に-0.1%の金利を課すマイナス金利政策を導入した。超緩和的金融政策の下で多くの資産の利回りが低迷する中、相対的に高い利回りが期待できるJ-REITへの投資が拡大したが、伊藤論文では、量的質的金融緩和政策の実施後の時期（標本A）とマイナス金利政策導入後の時期（標本B）において、J-REITの価格決定メカニズムにどのような違いがみられるかを検証している。

分析では、オフィス、住宅、商業・物流の用途別REIT指数が用いられている。まずは、J-REITの決定要因として株価と金利を想定し、これらに対するJ-REIT指数の反応度を分析している。富効果により株価とJ-REIT指数には正の関係が予想され、また金利上昇はREIT投資法人の資金調達コストを増加させることから金利とJ-REIT指数には負の関係があると予想される。標本Aでは予想通りの関係が示されたが、標本Bでは株価とJ-REIT指数との関係が不鮮明となり、唯一、正の関係を示した住宅REIT指数でも株価に対する反応度は低下していた。金利とJ-REIT指数は依然として負の関係が示されたが、金利に対する反応度も大きく低下している。伊藤氏は、量的質的緩和政策の期間にイールドカーブが大きく平坦化したことが、マイナス金利政策の導入後には平坦化の程度が小さかったことによると解釈している。

伊藤氏はまた、共和分検定の手法を用いて各指数間のトランスミッション効果を分析している。Johansen検定により共和分関係を分析した上で

グレンジャー因果性検定により3市場間の波及効果を検証している。共和分関係が検出されれば、3市場には密接な関係が存在し、長期連動性を示すと解釈されるが、標本Aでは共和分関係が示されたものの、標本Bでは示されなかった。また、3市場間のトランスミッションは標本Aの方が顕著であった。以上により、伊藤氏は、非伝統的金融緩和政策の実施期間においても、マイナス金利政策の導入前後で何らかの構造変化が起こっており、運用難に苦しむ投資家の資金がJ-REIT市場に流れ込んだことが関係しているのではないかと示唆している。

清水論文「ASEAN諸国に向かう資本フローの動向と影響」は、とりわけアジア諸国に焦点を当てた上で新興国の資本フローについて考察している。資本フローに影響を及ぼす要因として、プッシュ要因とプル要因がある。プッシュ要因とは、世界経済の景気動向や、先進国の金融政策、グローバル投資家のリスク許容度、国際商品市況など、各国の資本フローに共通に影響を及ぼすグローバル要因である。一方、プル要因とは資本受入国に内在する要因であり、資本受入国のマクロ経済状態や政策などの循環的要因だけではなく、貿易の開放度、為替制度、資本規制の強度などの構造的な要因も該当する。資本フローの動きは両要因の総合的な作用によって決まるが、急激な資本流出が発生する際にはグローバル要因の寄与が大きくなる傾向がある。

グローバル要因の中でも、米国の金融政策の影響力は相対的に大きく、米国の利上げがしばしば資本流出の契機となってきた。米国の利下げ政策

は内外金利差の縮小によって新興国への資本流入を促進したり、あるいは為替変動を許容しない為替制度を採用するケースでは新興国の金利を米国の金利に追随させて引き下げることになる。いずれも、資産価格の上昇など、新興国の景気を過熱させる効果を持つが、米国が利上げを実施すれば逆の現象が発生する。また、資本フローの拡大が資本受入国の通貨を増価させれば、対外借入コストの低下により外貨建て債務が増大することにもなる。事実、リーマンショック以降の米国の超緩和的金融政策の下で新興国の外貨建て債務は増加基調を続けたが、米国による利上げの加速やその他の何らかのショックにより新興国の通貨が減価すれば、債務問題に発展する恐れがある。まさに、新型コロナウイルスの影響により新興国からの資本流出が急増しており、新興国通貨の減価や資産価格の下落による影響が懸念されている。

各新興国の資本フローの動きは連動する傾向があるが、資本流出の規模はプル要因、すなわち經常赤字や財政赤字など、新興国経済に内在する要因に左右される可能性がある。アジア諸国を、マクロ経済状況、国内金融の脆弱性、対外的脆弱性の三つの金融リスクから評価すると、マクロ経済の状況は比較的良好であるものの、世界的な金融緩和の下で国内債務、対外債務はともに増加傾向をたどってきた。アジア危機の時期と比較すれば、經常収支の大幅赤字が存在するわけでもなく、抜本的な銀行改革により銀行部門の健全性は格段に向上した。しかし、アジア危機当時にはみられなかった問題として、中国の金融リスクの拡大があり、人民元の減価とともに資本流出の加速が懸念されると指摘している。