

⇒ 研究ノート ⇐

日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証[☆]

伊 藤 隆 康*

要旨

本稿では2010年10月5日に日銀が打ち出した包括緩和政策について、約3カ月という短期における効果を検証した。1年物までの金利は包括緩和の実施約3カ月後には低下しており、短期金利の引き下げ効果はあった。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比較すると国債利回りや金利スワップレートが上昇したことから、長期金利の低位安定効果はなかった。社債スプレッドが低下し、株価とJ-REIT指数の両方で価格が上昇したため、リスク・プレミアムの低下を通じて資産買入の呼び水効果があったとみられる。社債スプレッドの低下とJ-REIT指数の上昇が顕著であったため、社債市場とREIT市場のリスク・プレミアム減少効果は株式市場に比べると大きかったと考えられる。

キーワード：日銀，包括緩和，資産購入，リスク・プレミアム，市場との対話

JEL Classifications: E43, E52, G12

1. はじめに

日銀は2010年10月5日の政策委員会・金融政策決定会合で、金融緩和をさらに推し進めるため、包括緩和政策を打ち出した。その骨子は(1)金利誘導目標を0～0.1%に引き下げ、(2)「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、(3)資産買入等の基金の創設、——の3点である。

こうした包括緩和政策には、3つの波及経路が期待される。第1の波及経路は、長めの金利低下を通じた企業や家計の資金調達コストの引き下げ、および日銀のリスク資産買入れの「呼び水」効果によるリスク・マネーの仲介円滑化である。この点につき、日銀の白川方明総裁は

[☆] 本稿は科学研究費補助金基盤研究(C)課題番号22530305の成果の一部である。

* 新潟大学経済学部教授

〒950-2181 新潟市西区五十嵐2の町8050

TEL/FAX 025-262-6502

e-mail tito@econ.niigata-u.ac.jp

10年11月28日の講演で、「金利引き下げを通じて緩和的な金融環境を実現する」と金利の低下を期待した¹。

さらに中央銀行として異例であるETFやJ-REITといったリスク性資産の買入について、「日本銀行の買入れが『呼び水』となって市場参加者の投資姿勢が積極化することになれば、リスク・マネーの仲介の円滑化に繋がり、企業の資金調達環境がさらに改善していくことが期待できます」とリスク・プレミアムの低下に言及した。

第2の波及経路は、時間軸による長期金利の安定化効果である。白川総裁は同日の講演で「先行きの金利に関する安定的な予想が市場で形成され、長期金利を安定化させる効果が期待できます。このように、『時間軸効果』とは、景気回復が進み、企業収益が改善してくる過程において、特に大きな緩和効果を発揮する」と述べた。

第3は企業や家計の心理面に働きかけることにより、経済を下支えしていくことである。白川総裁は同日の講演で、包括緩和について「海外経済の減速や円高に伴う悪影響を懸念する企業や家計のマインドを安定化させるうえで、効果があったと考えています。中央銀行の政策運営に対する信認は、経済の落ち込みに対する不安感を防ぐことを通じて、わが国経済の自律回復に向けた動きを後押ししていく力になる」と強調した。

日銀が基金を創設してリスク資産を買入れることは異例のことであり、その政策の効果を見極めるにはある程度の時間を要する。本稿の目的は、第1の波及経路と第2の波及経路について、包括緩和政策の短期的効果を検証していくことにある。

包括緩和政策が打ち出されたのは10年10月5日ということもあって、その効果の影響を検証した先行研究10年12月30日現在で存在しない。その点で本稿は独自性が認められる。本稿の残りの構成は以下の通りである。第2節では包括緩和の内容について述べる。第3節では資産買入の実績をまとめて、その効果を分析する。最後に第4節でまとめる。

2. 包括緩和の内容

以下では日銀の対外公表文をベースに、包括緩和政策の内容をまとめた²。

(1) 日銀が10年10月5日の政策委員会・金融政策決定会後に公表した内容

同日の日銀による対外公表文の抜粋である。基金創設に関する詳細については別表1に記した。

¹ 「最近の金融経済情勢と金融政策運営—名古屋での各界代表者との懇談における挨拶—」と題する講演である。日本銀行ホームページからの引用である。日銀総裁や審議委員などの幹部が地方に出向く時には、通常、先に講演が行われ、後ほど、記者会見が開催される。この日の記者会見では、長期金利が上昇していることにつき、白川総裁は「国際的な動きのなかでの変動である」とし、米国の長期金利の上昇につられたとの見解を示した。このような記者会見は日銀の市場との対話の一部である。こうした点については伊藤(2008)を参照。

² 内容については日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp>) を参照している。

① 金利誘導目標の変更

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

② 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件とする。

③ 資産買入等の基金の創設

国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）など多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討する。このため、議長は、執行部に対し、資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した。

(2) 日銀が10年10月28日の政策委員会・金融政策決定会合後に公表した内容

同日の日銀による対外公表分の抜粋である。詳細については別表2、3に記した。

① 基金の総額：35兆円程度

資産買入：5兆円程度

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション：30兆円程度

② 買入対象資産ごとの買入限度額

長期国債、国庫短期証券：3.5兆円程度（うち、長期国債1.5兆円程度）

CP等、社債等：それぞれ0.5兆円程度

指数連動型上場投資信託（ETF）：0.45兆円程度（認可取得を条件とする）

不動産投資信託（J-REIT）：0.05兆円程度（同上）

(3) 日銀が10年11月5日の政策委員会・金融政策決定会合後に公表した内容

同日の日銀による対外公表分の抜粋である。詳細については別表4に記した。買入対象は以下の通りである。

① 指数連動型上場投資信託（ETF）であって、東証株価指数（TOPIX）または日経平均株価（日経225）に連動するもの。

② 不動産投資信託（J-REIT）であって、AA格相当以上のもので、信用力その他に問題のないもの。

③ 不動産投資信託（J-REIT）については、取引所で売買の成立した日数が年間200日以上あり、かつ年間の売買の累計額が200億円以上であること。

3. 資産買入の実績と効果

(1) 実績

基金による資産買入は10年11月8日の国債買入1,501億円から始まり、12月中旬以降にはETFとJ-REITも購入した。10年12月30日までの資産購入実績を表1に記した。

表1 基金による資産買入

資産内容	総額	実施日（約定ベース）	累計額
国債	1兆5,000億円	11月8日, 29日, 12月27日	4,504億円
国庫短期証券	2兆円	11月9日, 30日, 12月13日, 20日, 27日	7,508億円
社債	5,000億円	12月3日	1,000億円
CP	5,000億円	12月10日	989億円
ETF	4,500億円	12月15日, 30日	284億円
J-REIT	500億円	12月16日	22億円

注) 2010年12月30日までの実績である。情報は日銀ホームページ (<http://www.boj.or.jp>) による。

基金による買入では、日銀が市場にオファーする場合、以下のような形でその旨が伝えられている。以下に記したのは、日銀が10年11月8日にオファーし、落札した資産買入等基金による国債買入の例である。

オファー（11月8日〈月〉） 国債買入（資産買入等基金） 1,500億円

落札結果（11月8日〈月〉） 国債買入（資産買入等基金）

応札総額 8,887億円 落札総額1,501億円

出所：日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>)

(2) 包括緩和政策に関する日銀幹部の発言

包括緩和政策に関して、日銀幹部による発言は以下の通りである。山口広秀副総裁と森本宜久審議委員は、基金を通じた資産買入規模を現行の5兆円から増額する可能性について言及するなど、市場の期待に働きかけるように市場との対話をはかった。

10年10月15日 山口広秀 副総裁 参議院予算委員会

資産買入のための基金の枠を広げることにに関して、「この段階で増やすかどうかの判断はやや早い感じがする。…中略…さらに金融緩和が必要になれば、金融資産などの買入枠を使って対応することは十分にありうる」。

10年11月19日 森本宜久 審議委員 日本経済新聞社とのインタビュー³

包括緩和の効果について、「企業マインドの下振れを回避するうえでも、一定の効果はある」。基金を通じた資産買入規模を現行の5兆円から増額することについて、「(リスク)が顕在化した際には増額も選択肢の一つ」。

10年11月29日 白川方明 総裁 名古屋での記者会見

上昇している長期金利について、「国際的な動きのなかでの変動である。…中略…(包括緩和)の効果がないということではない」。「(期間数カ月の)ターム物金利はさらに低下し、社債の対国債スプレッドも縮小している」。

(3) 効果

金融市場における効果を検証するために、包括緩和政策の効果を(1)短期金利の低下、(2)長期金利の安定、(3)資産買入の呼び水効果、——の3点に分割した。終値ベースで10年12月30日と包括緩和導入直前の10年10月1日との比較につき、(1)式を用いて計算し、パーセントで表示した。

$$\frac{\text{10年12月30日の資産価格（利回り）}}{\text{10年10月1日の資産価格（利回り）}} - 1 \quad (1)$$

また、緩和効果が認められた場合には○、認められない場合には×を記した。結果については表2に示した。

短期金利低下効果については、1年以内の金利については効果が認められた。また、資産呼び水効果については、社債スプレッドが低下し、日経平均株価とJ-REIT指数の両方が上昇しているため、リスク・プレミアムの低下による資産価格上昇の効果が認められた。社債スプレッドの低下とJ-REIT指数の上昇が顕著であったため、社債市場とREIT市場のリスク・プレミアム減少効果が株式市場に比べて、大きかったと考えられる。長期金利の安定に関しては、日本国債と円金利スワップの5年物と10年物の利回りとレートがそれぞれ上昇しているため、効果が認められなかった。

³ 内容については日本経済新聞朝刊2010年11月20日号を参照している。

表2 包括緩和政策の効果

	10年10月1日	10年12月30日	変化	効果
<u>金利の低下効果</u>				
無担保コール翌日物	0.0910	0.0790	-13.2%	○
TIBOR3カ月物	0.3554	0.3400	-4.3%	○
TIBOR12カ月物	0.5015	0.4754	-5.2%	○
2年新発国債利回り	0.1350	0.1700	25.9%	×
<u>長期金利の安定</u>				
新発5年国債利回り	0.2500	0.3950	58.0%	×
新発10年国債利回り	0.9550	1.1200	17.3%	×
金利スワップレート5年物	0.4850	0.5750	18.6%	×
金利スワップレート10年物	1.0290	1.1730	14.0%	×
<u>資産買入の呼び水効果</u>				
社債スプレッド	0.0950	0.0760	-20.0%	○
日経225平均株価	9,404.23	10,228.92	8.8%	○
東証REIT指数	946.67	1130.70	19.4%	○

注) 社債スプレッドは東京電力債10年物利回りから新発10年物国債利回りを引いた値。
 データ出所：無担保コール翌日物（日銀）、TIBOR（全銀協）
 国債・金利スワップ（三菱UFJモルガン・スタンレー証券）
 東京電力債（日本証券業協会）、日経平均株価（日本経済新聞）
 東証REIT指数（東京証券取引所）

4. まとめ

本稿では、日銀が10年10月5日に打ち出した包括緩和政策の金融市場に対する短期的な効果につき、(1)短期金利の低下、(2)長期金利の安定、(3)資産買入の呼び水効果、——の3つの観点から分析した。

1年物までの短期金利は包括緩和の実施後には低下しており、約3カ月の期間においては、長めの短期金利引き下げ効果があったといえる。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比較すると上昇した。10年物と5年物の金利を比較すると、日本国債と金利スワップの両方において、5年物の金利上昇が目立った。伊藤（2005）は1990年代の金利スワップレートを用いて、日銀の翌日物金利変更の効果は2年物の金利まで十分に及ぶとする結果を得ている。これは1年物の短期金利ま

で政策変更の効果があつたとする本稿の結果と概ね平仄があうことになる。

10年11月の公社債売買動向によると、都市銀行は中長期債に関して2兆8,905億円の売り越しであった。三菱UFJモルガン・スタンレー証券（2010）などの市場関係者の大方の見方は、「外債投資での損失補てんを目的にした日本国債の売り」である⁴。こうした都銀による中長期国債の売りや金利スワップの中長期ゾーンでの固定金利の払い、変動金利の受けが、中長期金利上昇の一因であるとみられる。

資産買入の呼び水効果については、社債スプレッドが低下し、株価とJ-REIT指数の両方が上昇したため、市場のリスク・プレミアムが減少することで効果があつたとみられる。社債スプレッドの低下とJ-REIT指数の上昇が顕著であったため、社債市場とREIT市場のリスク・プレミアム減少効果は株式市場に比べると大きかったと考えられる。

包括緩和政策に関する市場との対話に関しては、山口日銀副総裁や白川日銀総裁、森本日銀審議員はそれぞれ参議院予算委員会での答弁、講演後の記者会見や新聞社とのインタビューで情報を発信した。山口副総裁と森本審議委員は、基金を通じた資産買入規模を現行の5兆円から増額する可能性について言及した。このような市場との対話は、市場の期待に働きかけ緩和効果を引き出すよう形で、効果があつたと推測される。

Woodford（1999）が指摘するように、金融市場の参加者はforward lookingな姿勢を堅持しながら、絶えず中央銀行の金融政策に注目している。日銀が包括緩和策を打ち出してからの約3か月間においては、日銀の緩和意図と金融市場参加者のforward lookingな姿勢とがほぼ一致し、長めの短期金利の低下効果と資産買入の呼び水効果が確認できたと考えられる。

中央銀行による資産買入で留意しなければならないのは、バランスシートの健全性の問題である。今回の包括緩和で日銀が購入したETFやJ-REITなどのリスク資産で損失が発生すれば、日銀から政府に納める納付金が減る可能性がある。この点について、10年11月11日付けの日本経済新聞朝刊などによれば、10年11月10日の菅直人首相と白川方日銀首相との会談に同席した野田佳彦財務大臣は理解を示したと伝えられている。

Bernanke and Gertler（2001）は、中央銀行が一般物価に加えて資産価格を目標に政策を遂行することについて否定的なモデルを提示している。ただし、彼らが対象にしたのは資産価格の上昇がバブルにつながる場合であって、資産デフレの局面ではない。デフレ期における中央銀行による資産市場への介入の是非については議論の余地が大きく、今後の検討課題としたい。また、包括緩和政策の効果について、データ等の蓄積をまって、さらなる検証を続ける必要があることは言うまでもない。

⁴ 12月の公社債売買動向によると、都市銀行は中長期債に関して2兆1,848億円の買い越しに転じた。市場関係者の見方によれば、この買いは新発10年国債が1.2%台の半ばまで上昇した12月中旬以降に集中していた。

参考文献

- 伊藤隆康 (2005), 『長期金利と中央銀行』, 日本評論社.
- 伊藤隆康 (2008), 「日銀の市場との対話 - 2007年1月から2月の金融政策運営を分析して」『金融構造研究』第30号, pp.37-47.
- 日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>)
- 日本経済新聞朝刊2010年11月11日号, 11月20日号.
- 日本証券業協会 (2010), 公社債投資家別売買高平成22年11月, 12月.
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券 (2010), 「都市銀行の売り越し vs 他の国内勢の買い越しの構図」債券投資の視点, No.92.
- Bernake, B. and M.Gertler (2001), Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *American Economic Review*, Vol.91, pp.253-257.
- Woodford, M. (1999), Optimal Monetary Policy Inertia. *Manchester School Supplement*, Vol.67, pp.1-35.

別表1 (10月5日付の日銀による対外公表資料の別添2)

「資産買入等の基金」について

1. 買入対象資産等

資産買入れの対象としては, 長期国債, 国庫短期証券, コマーシャル・ペーパー (C P), 資産担保コマーシャル・ペーパー (A B C P), 社債, 指数連動型上場投資信託 (E T F), 不動産投資信託 (J - R E I T) について検討する。

資産買入れ以外の資金供給の方法としては, 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行う。

—— 指数連動型上場投資信託, 不動産投資信託については, 日銀法上の認可取得を条件とする。

2. 基金の規模

① 基金の規模は, 買入資産 (5兆円程度) と, 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション (30兆円程度) を合わせ, 35兆円程度とすることを軸に検討する。

② 買入資産については, 買入れの開始から1年後を目途に, 長期国債および国庫短期証券は合計3.5兆円程度, C P, A B C Pおよび社債は合計1兆円程度, 総計の残高が5兆円程度となるよう買入れを進めることを軸に検討する。

3. 買入条件等

① 買入条件・方法は, 長めの市場金利低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から, 今後検討する。

② 買入れる長期国債, 社債は残存期間1~2年程度を対象とする。

注: 日銀ホームページ (<http://www.boj.or.jp/>) からの引用である。

別表2（10月28日付の日銀による対外公表資料の別添1）

「資産買入等の基金」の運営の概要

1. 趣旨

短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するため、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すこととし、臨時措置として、多様な資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うための基金をバランスシート上に創設する。

2. 買入対象資産等

(1) 買入対象資産

長期国債、国庫短期証券、CP等（コマーシャル・ペーパー〈CP〉、資産担保コマーシャル・ペーパー〈ABC P〉）、不動産投資法人コマーシャル・ペーパー）、社債等（社債、不動産投資法人債〈J-REIT債〉）、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）

(2) 資産買入以外の資金供給

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション

3. 買入残高および貸付残高の上限

(1) 総額：35兆円程度

資産買入：5兆円程度

固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション：30兆円程度

(2) 買入対象資産ごとの買入残高の上限

長期国債：1.5兆円程度

国庫短期証券：2兆円程度

CP等：0.5兆円程度

社債等：0.5兆円程度

指数連動型上場投資信託：0.45兆円程度（認可取得を条件とする）

不動産投資信託：0.05兆円程度（同上）

(3) 買入れは、準備の整った資産から開始し、2011年末を目途に、残高が5兆円程度となるよう実施する。

4. 買入対象資産別の買入れの概要

(1) 長期国債・国庫短期証券の買入れの概要は別紙1を、CP・社債等の買入れの概要は別紙2をそれぞれ参照。

(2) 指数連動型上場投資信託（ETF）・不動産投資信託（J-REIT）の買入れ等に関する実施要綱の概要は別添2を参照。

(3) 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、現在実施中のものを基金の運営として行うものへ移行する。

5. その他

(1) 本基金は、他の金融調節の結果保有する資産と区分して管理する。

(2) 本基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債とは異なる取り扱いとする。

注：日銀ホームページ（<http://www.boj.or.jp>）からの引用である。

別表3 (10月28日付けの日銀による対外公表資料の別表1)

長期国債・国庫短期証券の買入れの概要

1. 買入対象

- (1) 長期国債のうち、既発行で残存期間1年～2年のもの。
- (2) 国庫短期証券のうち、既発行のもの。

2. 買入対象先

本店管下の日本銀行金融ネットワークシステム利用先で、国債振替決済制度参加先のうち、信用力に問題のない先から公募により選定する。

3. 買入方式

- (1) コンベンショナル方式による入札とする。
- (2) 入札は、下限利回り（年0.1%）を設定し、当該利回りからの利回り較差方式による。

4. その他

共通の買入対象先を選定し、長期国債と国庫短期証券の別に買入れを実施する。

注：日銀ホームページ（<http://www.boj.or.jp>）からの引用である。

別表4 (11月5日付けの日銀による対外公表資料の別添)

連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の概要

1. 買入対象

- (1) 指数連動型上場投資信託（E T F）であって、東証株価指数（T O P I X）または日経平均株価（日経225）に連動するもの。
- (2) 不動産投資信託（J - R E I T）であって、A A格相当以上のもので、信用力その他に問題のないもの。
- (3) 不動産投資信託（J - R E I T）については、取引所で売買の成立した日数が年間200日以上あり、かつ年間の売買の累計額が200億円以上であること。

2. 買入方式

- (1) 信託銀行を受託者とし、信託財産として買入れる。
- (2) 市場の状況に応じ、日本銀行が定める基準に従って受託者が買入れを進捗させるものとする。

3. 買入価格

原則として、取引所での売買高加重平均価格とする。

4. 銘柄別の買入限度額

- (1) 指数連動型上場投資信託（E T F）は、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するよう銘柄毎の買入上限を設定する。
- (2) 不動産投資信託（J - R E I T）は、各銘柄の発行残高の5%以内であって、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するよう銘柄毎の買入上限を設定する。

5. 不動産投資信託（J - R E I T）の議決権行使

投資主の利益の最大化を目的とする指針を日本銀行が定め、信託銀行に行使させる。

6. 買入れた資産の処分

- (1) ①不動産投資信託（J-R E I T）については銘柄別残高が5%を超過した場合、②監理銘柄・整理銘柄に指定された場合、③公開買付けに応じる場合等には、速やかに当該銘柄の処分を行う。
- (2) 上記以外の場合に処分を行う際は、損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した指針を日本銀行が定め、信託銀行に処分させる。

7. 引当金

指数連動型上場投資信託（E T F）、不動産投資信託（J-R E I T）のそれぞれについて時価と簿価の差額を計上する。

8. その他

日本銀行の情報管理体制等を整備する。

注：日銀ホームページ（<http://www.boj.or.jp>）からの引用である。