

研究ノート

QQE (量的・質的金融緩和) 実施下のわが国の経済動向

秋 森 弘

Hiroshi AKIMORI

目次

1. はじめに
2. QQEの概要
 - 2-1. QQEの特色
 - 2-2. 貨幣数量説
3. QQE実施下の経済動向
 - 3-1. 貨幣供給量と銀行貸出の動向
 - 3-2. 物価動向
 - 3-3. 為替動向
 - 3-4. 企業業績動向
 - 3-5. 企業設備投資, 賃金, 消費動向
4. 長期国債相場
 - 4-1. 長期金利の直接コントロール
 - 4-2. 売買高・売買回転率
5. おわりに

[Abstract]

A Data Survey of Japanese Economic Trends under Implementation of the QQE

In this paper, economic statistical data of Japan is surveyed along two viewpoints. The first viewpoint is to see whether the expected inflation rate is rising and to confirm its effects. Three conditions were observed. (a) The expected inflation rate has risen and caused the depreciation of the yen during the time when comprehensive monetary easing was implemented before the QQE. (b) While break-even sales are lower than ever because of the reduction of fixed costs that began since 2012, the yen-based value of overseas sales has increased because of the continuing weak yen. As a result, corporate profits rapidly and greatly increased. (c) Under these circumstances, rising stock prices have increased business investment and household consumption. But this trend has been changing since the second part of 2014, making it difficult to forecast the future. The second viewpoint is to see whether the BOJ is successful to directly control long-term interest rates by large buying of long-term Japanese Government Bonds. Two conditions were observed. (d) The premiums of bond investments enlarged until the players got used to the new game environment which is under direct control of long-term bond markets, and around 1.5 years were necessary until long-term interest rates fall to the levels of just before of the QQE announcement. (e) Some people point out decreased trading volume of long-term government bond markets as an adverse effect of the large-scale buying operations, but actually the volume has not decreased.

1. はじめに

1999年2月のゼロ金利政策導入以来、日本銀行は、フォワード・ガイダンスや量的金融緩和などの非伝統的金融政策を試行錯誤しながら実施してきた¹。そして、黒田日銀総裁が就任以降、非伝統的金融緩和がさらに強化・拡充され2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)、2014年10月31日に「『量的・質的金融緩和』の拡大(QQE2)」が本稿執筆の2015年5月現在まで実施されている。

これらの政策の効果について多数の先行研

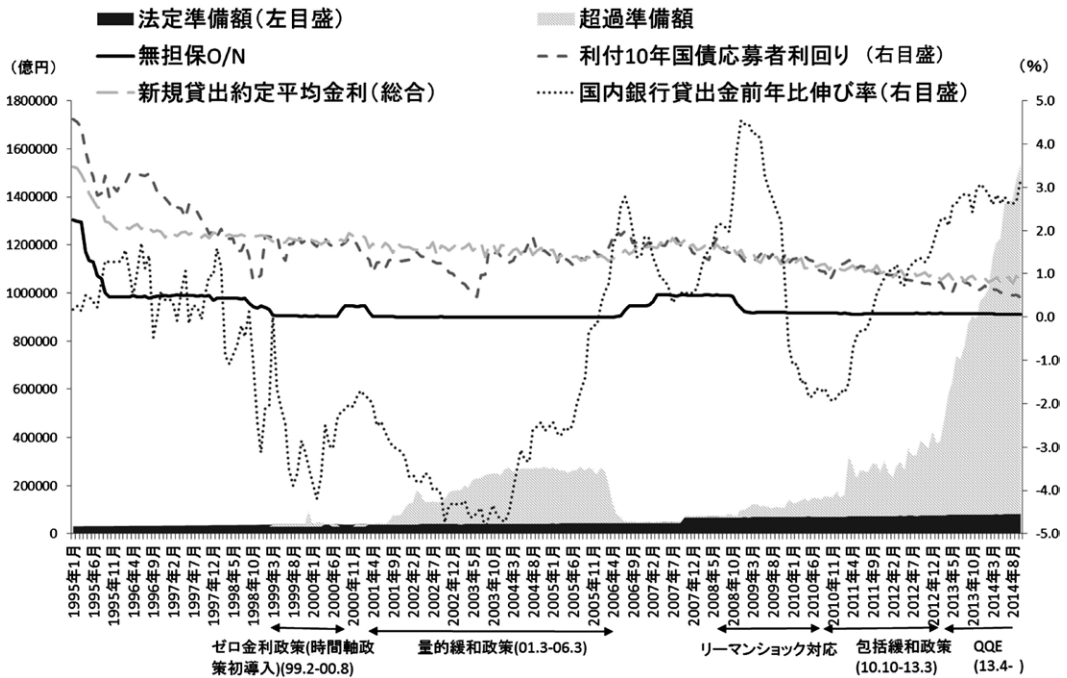
究において検証が行われており、その有効性を巡り様々な見解が公表されているが、本稿では、経済統計データをサーベイすることで非伝統的金融緩和政策についてさらなる検討を行うための予備的考察を行う。

第2章では、QQE導入以前の非伝統的金融緩和政策と対比してQQEの概要を整理しておく。第3章では、QQE実施で貨幣供給量、物価、為替レート、企業業績などがどのように推移したかを確認する。第4章では、QQE実施下の長期国債大量買いオペによって相場を直接コントロールしようとした結果、国債市場の売買高が細まっているとの指摘

キーワード：QQE, 量的・質的金融緩和, インフレ・ターゲット, 国債売買高

Key words: QQE, Quantitative and Qualitative Easing, Inflation Targeting, Volume of Government Bonds

図表1 非伝統的金融緩和政策以降の金利、銀行貸出、準備額動向



があるが、その指摘が正しいか否か検討する。
第5章は本稿のむすびとする。

2. QQEの概要

2-1. QQEの特色

2012年12月26日に発足した安倍政権がデフレ克服のために標榜したアベノミクス3本の矢のうち第一の矢として位置づけた「大胆な金融政策」は、2013年4月4日、日本銀行が公表した「量的・質的金融緩和」によって具体化した。その概要は、①金融調節の操作目標を無担保コール翌日物レートからマネタリーベースへ変更し、②マネタリーベース残高および長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大するよう、マネタリーベースが年間60兆円～70兆円増加、長期国債の保有残高が年間50兆円増加するように金融調節を行う（毎月の長期国債の買い入れ額はグロスで約7兆円強）、③毎月買い入れる長期国債の平均残存期間をそれまでの3年弱から7年

程度まで拡張する（これにより、イールドカーブをフラットにしつつ全体を押し下げるよう直接働きかける）、④物価安定目標（生鮮食料品を除く全国総合（コアCPI）前年比2%）を2年程度で達成する、というものであった。

その後、日本銀行は消費税率引き上げ後の需要低迷や原油価格の大幅な下落が物価の下押し要因として働いているとして、2013年10月31日、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(QQE2)を公表した²。QQE2では、①マネタリーベースが年間約80兆円（QQE比約10～20兆円追加）増加、長期国債の保有残高が年間80兆円（QQE比30兆円追加）増加するように金融調節を行う、②資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限をさらに長期化（買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長（最大3年程度延長））、③今後も、前年比2%の物価安定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、「量的・質的金融緩和」を継続する、とした。

日本銀行は、1999年2月に政策金利をほぼゼロ³まで低下させて以降、実質金利をさらに低下させるべく、予想インフレ率を押し上げる手段として非伝統的金融緩和と政策へと舵を切ったが、買い入れ対象資産の拡充を伴う量的緩和の規模を拡大するとともに、緩和政策解除の条件にインフレ率を採用することで、将来の金融政策経路についてコミットするフォワード・ガイダンスを世界に先駆けて実行した⁴。

もっとも、ゼロ金利政策を導入した1999年4月13日の日銀総裁記者会見における「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでゼロ金利政策を継続する」との表明では、デフレが払拭されるまでゼロ金利政策を継続するとしたものの、ゼロ金利政策解除の条件として物価上昇率の数値を明示したものではなかった⁵。その後、ゼロ金利政策解除の条件として、2001年3月の量的緩和（2001年3月～2006年3月）においてゼロ%以上、2010年10月の包括緩和（2010年10月～2013年3月）において中長期的な物価安定（2%以下のプラス領域、1%程度を中心）の理解（understanding）、2012年12月に1%程度を目途（goal）、2013年1月には2%を目標（target）と公表し、数値を明示しながら将来の金融政策経路についてコミットの度合いを強めていった。そして、2013年4月のQQE実施表明では、経済状況ベースのフォワード・ガイダンスとして物価上昇率2%目標が踏襲されたが、新たに2年程度で目標達成といったカレンダーベースのフォワード・ガイダンスも追加された点に特色がある⁶。

QQE導入以前までの非伝統的政策と比較したQQEおよびQQE2のもう一つの特色は、長期国債を市中から大量購入することで、長期国債相場ないし長期金利に直接働きかけようとしている点である。2013年度の国債市中発行額（当初ベース）は156.8兆円⁷（短期国債約30兆円⁸を含む）であるが、QQEにおけ

る日本銀行による毎月の長期国債買入額はグロスで7兆円強の買い入れとしているので、長期国債市中消化分の約7割（ $7 \times 12 \div (156.8 - 30)$ ）相当額を買い入れることになる。そしてQQE2ではさらに大規模購入することになる。

以上、QQEおよびQQE2は、数値目標を掲げながら目標達成期限を明示したインフレ・ターゲットと、大規模な長期国債買い入れによる長期国債相場への直接的な働きかけによって長期名目金利を低位に抑え込みながら、予想インフレ率を押し上げることで長期実質金利を低下させることを狙っている。

2-2. 貨幣数量説

量を増やすだけの単純な量的緩和政策が有効であるためには、マネタリーベースが増加すると貨幣供給量が増加するという方向への因果関係^{10,11}と、貨幣供給量の増加が物価を上昇させるという方向への因果関係が必要である。しかし例えば、物価（または名目国民所得）が上昇すると貨幣需要が増加し、貨幣需要の増加がマネタリーベースを増加させるといった逆の方向の因果関係なら、量的緩和によってマネタリーベースを増加させても物価が上昇するとは限らない。

逆方向の因果関係も含め、マネタリーベースと貨幣供給量に、および貨幣供給量と名目国民所得（物価×実質国民所得）に一定の関係があるなら、マネタリーベースと名目国民所得にも一定の関係が存在することになるので、名目国民所得をマネタリーベースで除いたものは安定的な値をとると考えられる。そこでこの数値をみてみると、そのような傾向は認められず上下動しつつ趨勢的に低下している（図表2）。

また、1985年以降のデータでみたマネタリーベースの伸び率と物価上昇率にも連動はみられない（図表3）。

貨幣数量説の因果関係については、古くか

図表2 名目GDP÷マネタリーベース



図表3 CPI(生鮮食品を除く総合)前年同月比, マネタリーベース前年同月比



ら論争となっている点であり、主として貴金属貨幣など外生的に与えられた貨幣が使用されていた時代はともかく、経済活動に応じて内生的に総量が決まる銀行預金が貨幣として使用されるようになった現代では、中央銀行がマネタリーベースを増減させても、物価をコントロールすることはできないとの指摘もある¹²。

しかし、もし貨幣数量説が厳密な意味で成立し貨幣量の増加が物価を上昇させるだけで実質所得に影響しないなら、何のための量的緩和策かということにもなる。また、長期では貨幣の中立性が成立することは一般に知られており、因果関係の方向はともかく、貨幣供給量と物価との間には一定の関係があると考えられる。したがって重要な点は、長期的に貨幣の中立性が成立するまでの過程で、どのような波及経路を通じて貨幣供給量の増加と物価上昇が連動するかという点であろう。

この点について安達(2013)は、貨幣数量

説は短期的には成立しないものの、金融政策のレジーム変化¹³が予想インフレ率の上昇を通じて株価を上昇させる、これがトービンのqの上昇を通じ企業の設備投資を増加させる、これが国民所得を増大させGDPギャップを改善するといった波及経路によってラグを伴いながら中長期的には物価が上昇すると主張する¹⁴。したがって、この場合、金融政策のレジーム変化が現実のインフレ率に影響を及ぼす時期よりも前の時期に人々の予想インフレ率を押し上げるか否かがポイントとなる。

3. QQE実施下の経済動向

QQEはリフレ政策(インフレ・ターゲット政策+中央銀行による無制限の国債買いオペ¹⁵)に沿った非伝統的金融緩和政策ともいえるが、これを支持する論者は、政策実施直後は銀行貸出、貨幣供給量は直ちには増加しないと予想していた¹⁶。そこでまず銀行貸出、貨幣供給量の動向を確認しておく。

3-1. 貨幣供給量と銀行貸出の動向

国内銀行の貸出は、包括緩和策実施中の2011年11月以降、それまでのマイナスからプラスに転じた。貸出伸び率は以後緩やかに回復基調が続き、2015年2月は前年比2.8%となっている。

業種別貸出について本稿執筆時点でデータが採れる最新の2014年12月では、食料(前年比19.7%)、通信業(同14.8%)の伸びが大きいが、貸出全体に占めるシェアが低い(食料1.6%、通信業0.7%)、貸出全体の伸びに対する寄与は小さい。

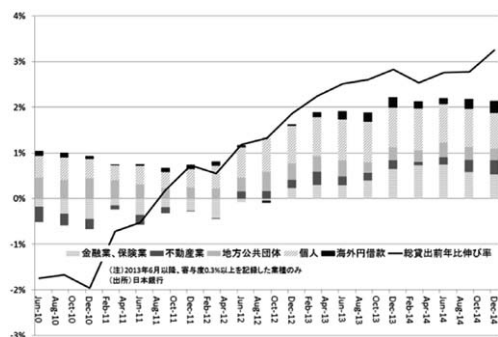
そこで、貸出全体の伸びに対する寄与が相対的に大きな業種を取り出してみたものが図表4および図表5である。QQE実施表明以降、海外向け貸出の伸びおよび寄与が大きくなっているが、金融・保険業、個人向け貸出

はそれ以前から伸びが大きくなっている。他方、地方公共団体向け貸出はどの時期においてもほぼ一定の大きさに安定的に寄与している。また、製造業向け貸出合計と非製造業向け貸出合計を比較すると、非製造業向けのほうが伸びが大きい。

次に貨幣供給量の動向をみると、QQE実

施以降伸びが大きくなっているものの、マネタリーベースの大幅な伸びと比較すると微増である(図表6)。また、QQE実施以前の2010年から2012年にかけても貨幣供給量の伸びが大きくなった時期があるが、このときのマネタリーベースはQQE実施下ほどには大きく伸びていない。したがって、QQE実施以降の貨幣供給量の伸び増加の原因がQQEであるかどうかは明らかではない。

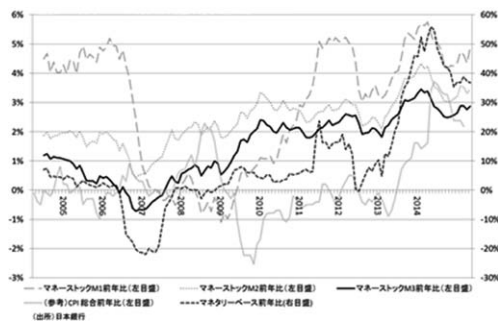
図表4 国内銀行貸出前年比、業種別貸出伸び率寄与度(金融・保険、不動産、地公体、個人、海外向け貸出)



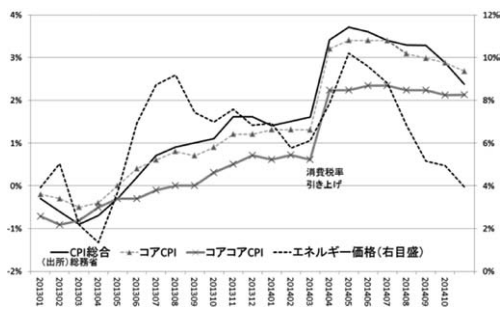
図表5 国内銀行業種別貸出のシェア、伸び率(前年比)、寄与度

		総貸出	設備資金	製造業合計	非製造業合計(含金融)	金融業・保険業	不動産業	地方公共団体	個人	海外
シェア	Jun-10	100.0%	45.9%	13.2%	52.6%	8.5%	14.6%	5.1%	27.5%	1.6%
	Jun-13	100.0%	46.9%	12.8%	51.0%	8.1%	14.3%	5.9%	28.6%	1.8%
	Sep-14	100.0%	46.7%	12.5%	51.2%	8.7%	14.0%	5.9%	28.5%	1.9%
	Dec-14	100.0%	46.5%	12.4%	51.4%	8.8%	13.9%	5.9%	28.3%	2.0%
伸び率	Jun-10	-1.7%	1.3%	-4.9%	-3.9%	-2.1%	-2.3%	10.1%	1.8%	7.3%
	Jun-13	2.5%	2.9%	2.7%	1.4%	3.6%	1.3%	6.3%	3.1%	11.4%
	Sep-14	2.8%	3.2%	0.2%	2.7%	7.0%	1.9%	4.9%	2.9%	12.8%
	Dec-14	3.2%	3.2%	1.2%	3.5%	6.2%	2.2%	4.3%	2.8%	14.4%
寄与度	Jun-10	-1.7%	0.6%	-0.7%	-2.1%	-0.2%	-0.3%	0.5%	0.5%	0.1%
	Jun-13	2.5%	1.4%	0.3%	0.7%	0.3%	0.2%	0.4%	0.9%	0.2%
	Sep-14	2.8%	1.5%	0.0%	1.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.8%	0.2%
	Dec-14	3.2%	1.5%	0.2%	1.8%	0.5%	0.3%	0.2%	0.8%	0.3%

図表6 マネタリーベース、貨幣供給量の推移(前年比)



図表7 消費者物価指数前年比



ただし人々の予想インフレ率を直接観察することはできないので、その代理変数として、ブレイク・イーブン・レート (BEI) やインフレーション・スワップ・レート が用いられることが多い¹⁸。フィッシャー方程式「名目金利=実質金利+予想インフレ率」を変形して「予想インフレ率=名目利回り-実質利回り」と書き、実質利回りに10年物価連動国債利回り、名目利回りに10年固定利付国債利回りを代入して得られる予想インフレ率がBEIである。ただし、日本では物価連動国債の取引量が少ないため、市場取引の結果決まる利回りがノイズを含んでいる可能性があることには留意する必要がある¹⁹。

BEIはリーマンショック時の2008年後半を底として上昇基調に入った(図表8-1、2018年時点のインフレ率予想を示す)。そしてQQE実施が公表された2013年1月からBEIの上昇ペースが急となり、同年7月をピークに一旦低下した後、2014年5月末まで再び上

昇基調に入った(図表8-2、2023年時点のインフレ率予想を示す)。しかし、同年後半は消費税率引き上げ後の需要低迷や原油価格の大幅下落などによりBEIは大きく落ち込んだ。インフレ・スワップ・レートでも同様の趨勢がうかがえる(図表9)。

BEIもインフレ・スワップ・レートもノイズを含んでいる可能性があるため、日本銀行が実施している「生活意識アンケート」の数値も参照してみると、「1年後の物価上昇を予想する割合」および「1年後の物価の予想(数値)の平均値」ともに2013年3月期調査時点から上昇し、その後横ばい傾向にある(図表10-1および図表10-2)。したがって、生活意識アンケートからは増税後の需要低迷や原油安の影響を顕著には確認できないものの、QQE実施表明前の時点で既に予想インフレ率が高まっていた点はBEIおよびインフ

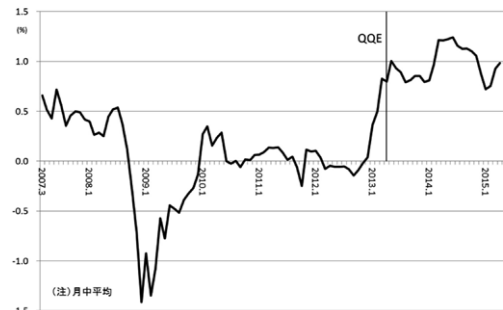
図表8-1 BEIの推移



図表8-2 BEIの推移

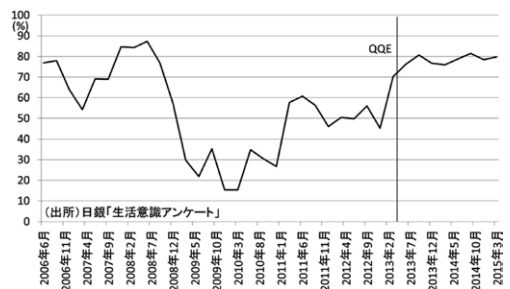


図表9 5年物インフレ・スワップ・レート

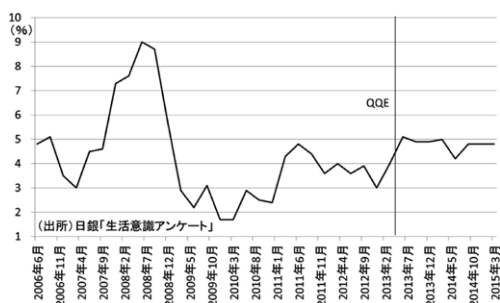


図表10-1

1年後の物価予想について、(かなり上がると回答した割合+少し上がると回答した割合)-(少し下がると回答した割合+かなり下がると回答した割合)



図表10-2 1年後の物価の予想（数値）の平均値



レ・スワップ・レートとの動きと共通している。ただしQQE実施表明後の予想インフレ率の上昇は短期間で終わっていることから、以上の図表でみた動向が実際の予想インフレ率を正しく反映しているのであれば、今までのところ当初想定したような波及経路でQQEが成功しているとは言い難い²⁰。

しかし、QQEが予想インフレ率を十分に押し上げることができなかつたとしても²¹、円安や株高進行は同時期に起きている。これらの点をどう理解したらよいだろうか。次にこの点についてみていくこととする。

3-3. 為替動向

円/ドルレートは2011年8月に76円台まで円高が進行したが、2012年7月26日、ドラギECB総裁が「ユーロ存続のために必要なあらゆる措置を行う用意がある」と発言、それを受け同年8月2日のECB理事会にて南欧の国債購入を行うための施政方針が打ち出されたのをきっかけに、リスクを避けて円に回避していた資金がユーロやドルに戻り、それまでの円高が修正された。安倍政権発足は同年12月26日であり、安倍政権誕生やQQEが円安進行を加速した可能性は否定できないものの、為替相場転換の直接の要因ではない。

日米の中央銀行の政策姿勢の違いが円ドルレートに影響するとして、市場関係者の中でソロスチャート（日本のマネタリーベース÷アメリカのマネタリーベース）が利用される

ことがある。ただし近年は量的緩和政策の結果、中央銀行の当座預金に超過準備が積み上がっているため、マネタリーベースから超過準備を除いた修正ソロスチャートも考案されている²²（図表12）。

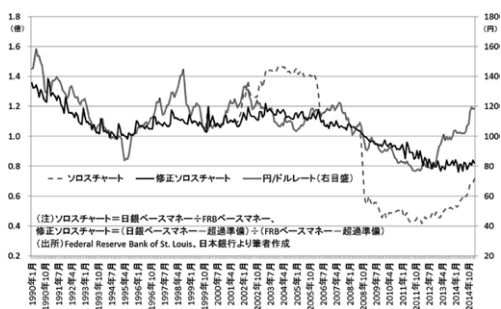
しかし、修正ソロスチャートでは2012年以降の円安進行を説明できない。むしろ2000年以降、円ドルレートとの相関が崩れていたオリジナルのソロスチャートのほうが2012年以降の円安進行と相関している。したがって、今回の円安進行局面では、超過準備も含めたマネタリーベースの相対比に為替市場が反応したのだとすれば、市中に流通するマネー量よりも中央銀行の政策姿勢そのものが重視された可能性がある。

日米金利差（米2年物国債利回り－日本2年物国債利回り）についてもみておくと、2012年以降の金利差拡大と円ドルレートは相関しているが金利差拡大より早いペースで円安が進行している。しかし過去においては、金利差は為替相場とほとんど相関していな

図表11 円/ドル円, 円/ユーロの推移



図表12 ソロスチャート, 修正ソロスチャート



図表13 日米2年物金利差, 円/ドルレートの推移



い。

以上、2012年年央以降の円安転換は、時期的にはQQE実施前かつ安倍政権発足前から始まったもので、包括緩和が実施されていた時期にあたり、QQEのみの効果によって円安が進行したわけではない。これに関連して、Ueda (2013) や岩田他 (2014) が行った実証分析によれば、2013年1月(包括緩和実施下)の2%のインフレ目標の採用、およびQQEに為替レートが有意に反応したとの結果が報告されている。インフレ目標を採用するようになってから為替レートが反応したということは、この政策が予想インフレ率を押し上げた可能性がある。先にみた図表8から図表10でも、この時期から予想インフレ率が上昇している。

3-4. 企業業績動向

好調な企業業績を反映して2015年4月22日に終値ベースで日経平均が20,133.9円と2000年4月14日以来、約15年ぶりに2万円台を突破した。QQEが企業業績回復に寄与したとの理解があるが、この点についてみていくことにする。

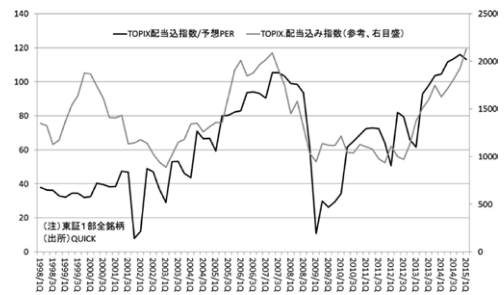
TOPIX 配当込指数を東証1部全銘柄予想PERで除したものを東証1部全体の1株当たり予想利益の代理変数とみなす²⁴と、2009年第1四半期以降回復基調にある(図表14)。

東証1部全銘柄を製造業と非製造業に分けて売上高・営業収益(平均)、当期利益(平均)

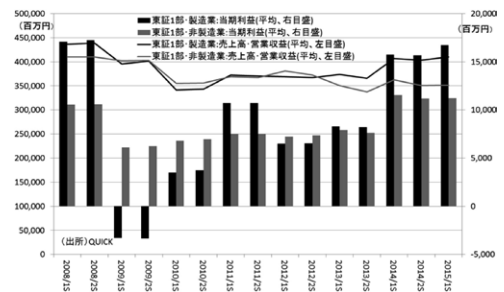
をみてみると、2012年以降、売上高・営業収益は製造業で増加、当期利益は製造業、非製造業ともに増加している(図表15)。

製造業の売上高が増加した要因としては、近年上昇傾向にある海外売上高比率(図表16)と2012年年央以降の円安進行による海外売上高の円評価額増加が一因と考えられる。海外現地法人の売上高前年同期比をドル建てと円建てで比較すると、円安進行が始まった2012年後半以降、ドル建て売上高はほぼ横ばいである一方、円建て売上高が増加している

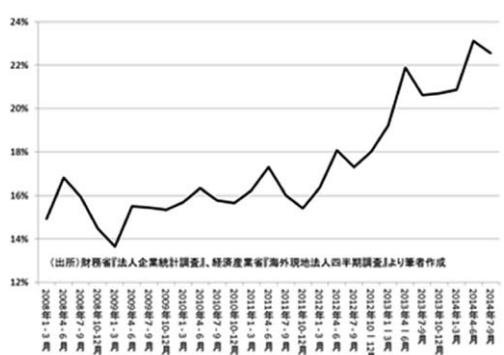
図表14 TOPIX配当込指数/予想PER



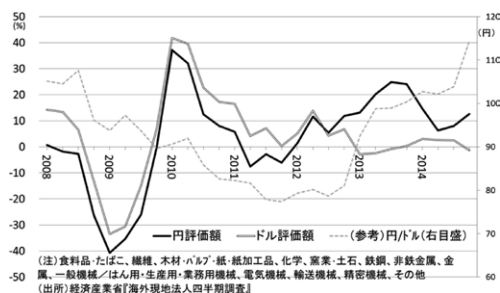
図表15 売上高, 当期利益(東証1部平均)



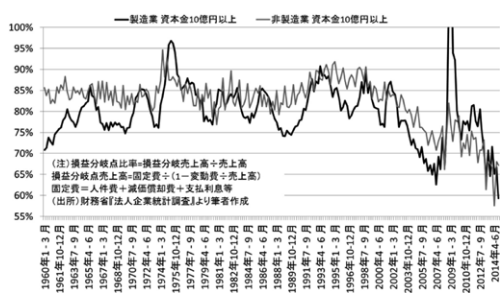
図表16 製造業海外現地売上高比率



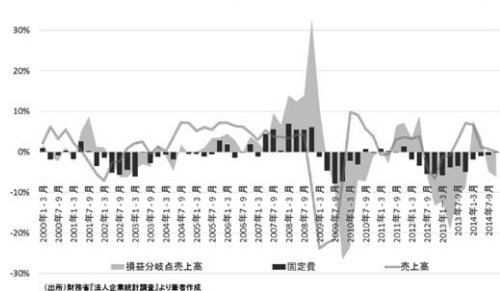
図表17 海外現地法人売上高前年比



図表18 損益分岐点比率 (金融・保険業を除く)



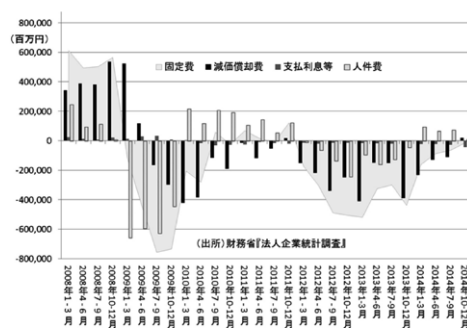
図表19 売上高, 固定費, 損益分岐点売上高の前年比変化率 (資本金10億円以上製造業)



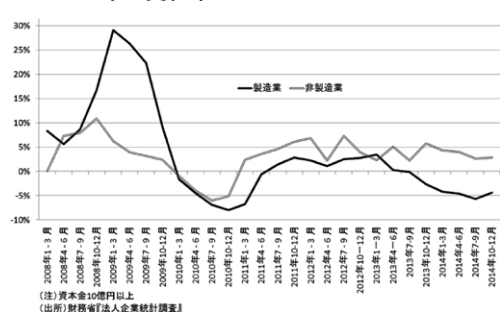
ことが確認できる (図表17)。

次に、特に製造業で当期利益が大きく増加している理由についてみてみる。財務省『法人企業統計調査』で資本金10億円以上の企業の損益分岐点比率をみると、製造業、非製造業ともに2010年以降大幅に低下している (図表18)。固定費の圧縮によって損益分岐点売上高が下がっており、それだけ利益が増えやすい財務構造になっているといえる (図表19)。ここでは固定費を人件費、減価償却費、支払利息等の合計としてみており、項目ごとの前年比増減額をみると、特に減価償却費と

図表20 固定費, 減価償却費, 人件費, 支払利息等の前年比 (資本金10億円以上製造業)



図表21 借入金 (短期借入金+長期借入金) の前年比変化率



人件費の減少幅が大きい (図表20)。非製造業でも同様のことが確認できる。さらに製造業では借入金が増えているため、支払利息等の減少も固定費圧縮に寄与している (図表21)。

以上に見てきたように、株高の要因として、インフレ目標政策が為替相場に影響し製造業の円建て海外売上高を押し上げたことと、固定費圧縮による損益分岐点比率の低下によってEPSが増加したことが挙げられる。しかし、減価償却費、支払利息、人件費の減少による固定費圧縮は、設備投資、家計消費が低迷する要因ないし低迷した結果の反映にもなりかねず、QQEに当初期待された政策波及経路とは異なっている。

3-5. 企業設備投資, 賃金, 消費動向

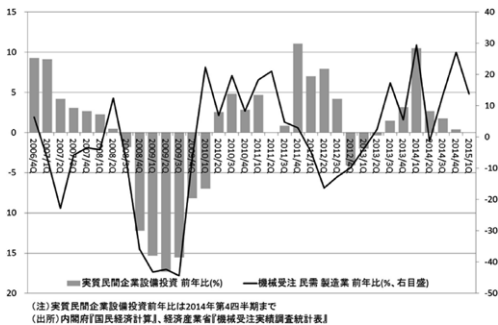
安達 (2013) は、リフレ政策が予想インフレ率を上昇させ株高をもたらし、その結果

トービンのqが上昇することで企業設備投資が増加すると政策波及効果を予想しているが、この点をデータで確認しておく(図表22)。

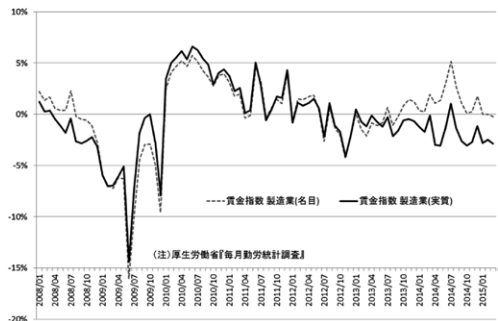
2013年第3四半期から2014年第1四半期まで企業設備投資の増加率が大きくなっている。2014年第1四半期の大幅上昇は消費税率増税前の駆け込み要因も大きいと考えられるが、2013年後半の上昇は株高効果の可能性もある。しかし2014年第2四半期以降、設備投資の伸びが鈍化しており、設備投資の先行指標とみなされる機械受注はまだ増勢が続くことを示唆しているものの、今後も設備投資の増勢が続くかは予断を許さず設備更新程度で終わる可能性もある。

次に、賃金、消費動向についてみておく。賃金指数の動向をみると、2013年以降、実質賃金指数は低下が続く一方で、名目賃金指数は上昇基調にあったが2015年に入りこれもマイナスを記録した(図表23)。可処分所得

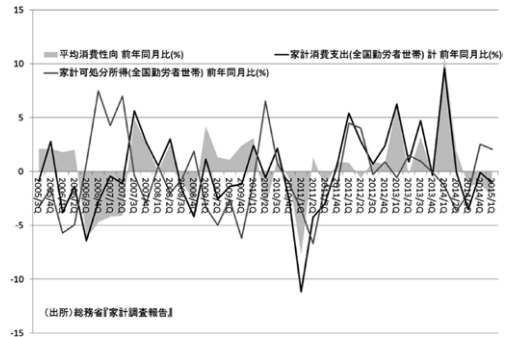
図表22 民間企業設備投資、機械受注額の前年同期比



図表23 賃金指数前年比



図表24 平均消費性向、家計消費支出、可処分所得の前年比



は2012年後半から2013年を通じて微増基調にあり、また消費税率増税前の駆け込み効果もあって家計消費支出も増加していたが、2014年第2四半期から増税前駆け込み需要の反動減で家計消費支出が減少に転じている。名目賃金指数の動きは、統計ベースが異なるため図表20でみた人件費の動向とは時期が一致していないが、図表23で確認したように、名目賃金指数が低下してきていることから、今後の家計消費支出の動向についても予断を許さない。

4. 長期国債相場

QQEでは、カレンダーベースのフォワード・ガイダンスを採用しただけでなく、長期国債の大量購入によって長期債相場を直接コントロールすることも意図していた。これが成功したか否か、成功したとして、売買高減少などの弊害が出ていないかについて以下検討する。

4-1. 長期金利の直接コントロール

利子率の期間構造に関する純粹期待仮説によれば、長期金利は現在から将来にかけての短期金利の予想値の平均であり、現実の長期金利は、純粹期待仮説から予想される水準に、各種プレミアムが上乘せされたものと考えられる。従来の金融政策ではこうした考え方を

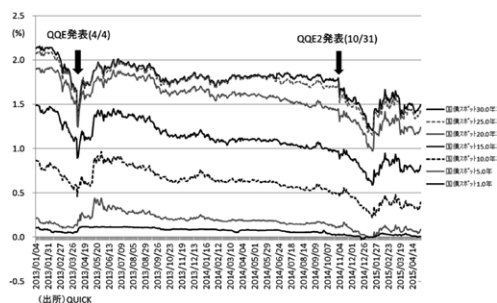
前提に、現時点での短期金利である政策金利を操作することに加え、将来の政策スタンスにもコミットすることで将来の政策金利・短期金利に関する人々の予想に影響を与え、結果として長期金利に働きかけるという方法で間接的なコントロールを行ってきた。その意味で、フォワード・ガイダンスもこの延長線上にある政策である。

しかし、QQEでは長期国債を大規模買いオペすることで、長期国債相場・長期金利を直接コントロールすることも意図している。従来、このような方法による長期金利の直接コントロールが行われてこなかったのは、長期国債市場は参加者が多様で市場規模も大きいから、中央銀行が有力なプレーヤーであるとしても相場をコントロールすることが困難であるためである。例えば、予想インフレ率が高まれば、名目金利が上昇し国債価格が下落するので、債券投資家は評価損を被ることになる。これを避けるには投資家は保有国債を早めに売却したうえで新たな国債購入も控える必要がある。その結果、国債価格が実際に下落し金利が上昇するので、中央銀行は長期金利の押し下げという所期の効果を実現できなくなってしまう。

インフレ率を高めることを宣言しながら長期金利を低下させるためには、以上のような債券市場からの売り圧力を上回る規模の買いオペを中央銀行が実行しなければならない。また、債券投資家は購入価格より高値で国債を売却できる前提がなければ新たな国債の購入を控えるようになるため、中央銀行は高値であっても国債を買い取るとの姿勢を、債券投資家に示す必要がある²⁵。

QQE実施が表明された2013年4月4日当日は各年限の国債利回りが急低下したが、その後約1年半にわたり利回りがQQE実施表明直前よりもかえって上昇してしまった（図表25）。QQEによって予想インフレ率が実際に上昇したかどうかは別として、このような

図表25 各年限スポットレートの推移



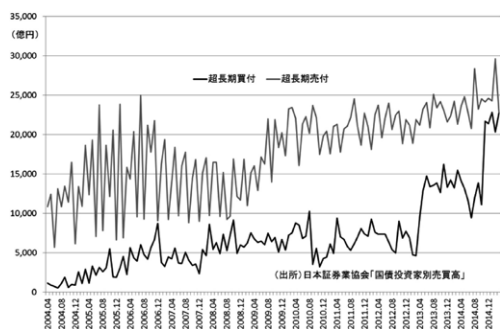
新たなゲームの環境に、日本銀行、債券投資家が慣れていくまでに時間を要し、その間各種プレミアムが拡大したためと考えられる。

4-2. 売買高・売買回転率

日本銀行の買いオペ額、売りオペ額は、日本証券業協会が公表する国債投資家別売買高「その他」の買付額、売付額にそれぞれ含まれる²⁶。

「その他」の超長期国債・長期国債・中期国債・国庫短期証券（以下、短期国債）の売

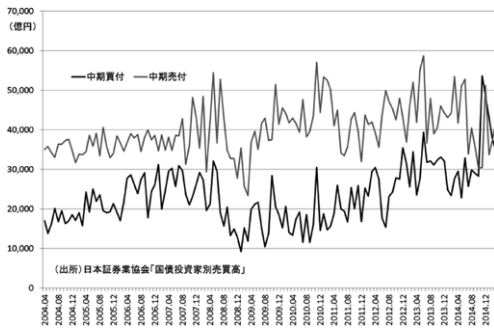
図表26 「その他」の超長期国債売買額



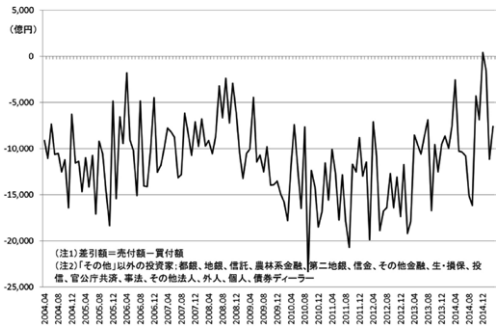
図表27 「その他」の長期国債売買額



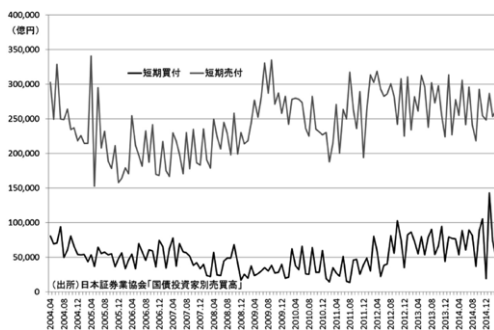
図表28 「その他」の中期国債売買額



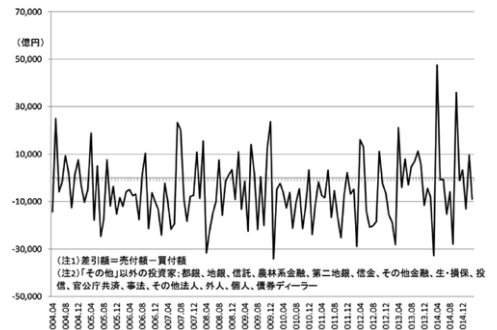
図表30 「その他」以外の超長期国債売買差引額



図表29 「その他」の短期国債売買額



図表31 「その他」以外の長期国債売買差引額



買高をみると、買付額が増加しており、日本銀行が大規模買いオペを実施していることを統計でも確認できる(図表26から図表29)²⁷。

日本銀行がこのような大規模買いオペを行った結果、投資家の売買動向はどのような影響を受けただろうか。

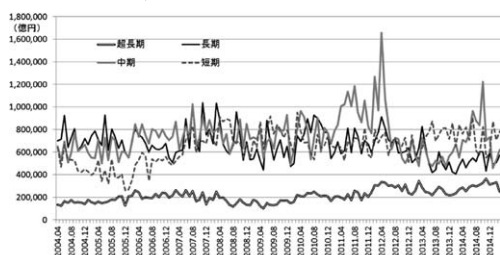
まず、売付額から買付額を引いた差引額をみしてみる。短期債²⁸と中期債の差引額については従来からの趨勢と同様であるが、超長期債では2012年後半頃から買い越し額が若干縮小傾向にある(図表30)。他方、長期債は、QQE実施表明直後の2013年4月、6月、8月、9月、10月、11月と、2014年4月、10月(QQE 2)、2015年2月に売り越されている(図表31)。長期債が売り越されること自体は特段珍しいことではないが、2013年4月と10月の売り越し額が過去に比べ大きかった点の特徴的である。ただし、「その他」の長期債買付が増加したのは同年6月、12月と時期がずれており、日銀買いオペに市中銀行が応じ

たことが直接の原因で売り越し額が増加したわけではない。QQE実施後にこうした変化の兆候はみられるものの、日本銀行が大規模買いオペを行うようになったために市場全体からの国債売り圧力がその後も引き続き増えているとまではいえない。

次に、売買高、売買回転率(売買高÷現存額)をみしてみる(図表32、図表33)。中期債の売買高が増加、売買回転率も同年に上昇しているが、2011年、2012年にもより大きな規模で同様の増勢がみられたため、QQE実施によって起きた特別な現象ではない。超長期債では売買高が2014年に若干増えているが、売買回転率は特に上昇していない。他方、長期債については、売買高が2013年6月から2014年5月までの合計が2012年全体の合計に比べ25%程度減少したが、2014年後半から過去の平均的な水準にまで回復している。

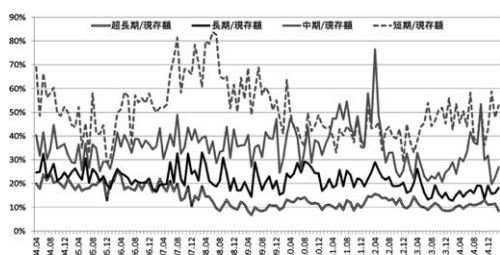
QQEによる大量買いオペが原因で国債売買高が減少している、あるいは流動性が低下

図表32 国債種類別売買高



(注)「その他」(日銀オペ、公債入札分等)の売買を除く。優先取引は含まない。
(出所)日本証券業協会「国債投資家別売買高」

図表33 売買高/現存額



(注)「その他」(日銀オペ、公債入札分等)の売買を除く。優先取引は含まない。
(出所)日本証券業協会「国債投資家別売買高」

しているとの指摘が度々みられる²⁹。しかし、長期債以外ではむしろ売買高が増加しており、他方、長期債においては2013年後半から2014年前半にかけて売買高が減少したもののその後復調してきていることから、流動性はともかく売買高に関してはそのような指摘は当たらないといえよう³⁰。

しかも、日本銀行がインフレ目標を掲げることで債券投資家の予想インフレ率を実際に押し上げることに成功していない場合、投資家の国債投資意欲は減退しないはずであるから、売買高も減少しないと考えられる。逆に、政策実施によって予想インフレ率を押し上げることができた場合、国債の売買高が減少する可能性がある。したがって前章で確認したように、インフレ目標政策によって予想インフレ率は一時期上昇したがその後低下した可能性があることと併せて考えると、長期国債売買高が一時期減少したもののその後復調したことは、むしろ整合的である。

5. おわりに

貨幣数量説が通常のプラス金利の下では有効であったとしても政策金利がゼロにまで低下してしまった状況では無効であるとの批判があるなか、インフレ目標政策と無制限の国債買いオペを実行することで株価上昇を通じて有効需要を拡大できるとの考え方と平仄を合わせて実行されたのがQQEであった。

本稿では、この論旨に沿って二つの視点から経済統計データを確認した。

一つ目の視点として、予想インフレ率の上昇とその効果についてみていった。その結果、2013年度は消費税増税前の駆け込み需要やアベノミクス第二の矢としての公共事業拡大もあるため、金融緩和政策だけを需要拡大や予想インフレ率押し上げ要因とみなすことはできないものの、QQEが実施される前の包括緩和政策の頃にインフレ目標政策が導入されたときに既に予想インフレ率が上昇し為替レートにもそれが効いた可能性があること、2012年から始まっていた固定費圧縮努力によって企業の損益分岐点比率がかつてないほど低下し利益が伸びやすい財務構造となっているところに円安進行で海外売上高の円評価額が増加したため企業利益が急増したこと、その結果、株価上昇が起り企業設備投資や家計消費が増加していたものの2014年後半から変調がみられ今後の予断を許さないことを指摘した。

二つ目の視点として、インフレ目標を掲げながら大規模国債買いオペによって長期金利を直接コントロールしようとしたことの成否について確認した。その結果、長期相場の直接コントロールといった新たな市場環境のゲームにプレイヤーが慣れるまでプレミアムが拡大し、長期金利がQQE実施表明前の水準に低下するまで約1年半の時間を要したこと、大規模買いオペの弊害として長期国債市場の売買高が細まっているとの指摘が一部にあ

るが必ずしもそれは正しくないことを指摘した。ただし、投資家の予想インフレ率だけではなく、市場に存在する国債の数量制約も売買高に影響する可能性があり、日本銀行が引き続き大量買いオペを続けると数量制約は今後タイトになっていく可能性がある。予想インフレ率と数量制約の動向を同時考慮した分析については今後の課題としたい。

非伝統的金融緩和政策は、政策金利がゼロ金利に達し、これ以上の利下げが困難となった状況下でさらに実質金利を低下させるための手段として考案された経緯があるが、人々の期待に働きかける政策であるため政策の効果が不確実であることは否めず、また財政規律に与える副作用なども懸念される。金利操作による伝統的金融政策が行えるような状況に経済が復調することが望ましいことは言うまでもないが、日本のみならず他の先進諸国でも国債利回りでマイナス金利が出現するなど、先進諸国経済が従来には見られなかった変調をきたしており、復調がまだ見えていない段階では、政治的な圧力もあって非伝統的金融緩和政策の実施は長期化しないのであれば止むを得ない面もある。こうした状況下では、現状の採り得る選択肢の中で、非伝統的であっても政策効果の精度を高める努力を続けなければならない。

1999年2月から試行錯誤的に開始された非伝統的金融緩和政策の延長線上にQQEがあるものの、それまでの非伝統的金融緩和政策が市場からの催促に応える形で段階的に政策を拡充・強化していった点と比べると、記者会見で日銀総裁自ら「これまでと次元の異なる金融緩和」と称したように、それまでとは異なり当初の市場予想を超える規模と大胆さをもった政策であったといえる。また、QQE以前の非伝統的金融政策が実施されていた頃、それが不十分であると一部の論者や市場関係者から批判され議論が喚起された過程で、政策運営上の独立性とキャピタルロス

の処理に関する財務的独立性、政策目標の設定と実行手段の選択に関する中央銀行の独立性、フォワード・ガイダンスのコミットのあり方、中央銀行が買入れる資産内容を巡る議論などが論点として浮上し理解が深まっていったことの意義は大きい。

他方、QQE実施以降経済に動意がみられるとしても、増税前駆け込み需要や企業の固定費圧縮努力による利益急増など、当初QQEに期待された波及経路と異なる形で景気回復が起きているならば、こうした現象までをもQQEの成果と考えるべきではない。金融政策のあり方を考えるためには、政策と成果の因果関係を正確に認識する必要がある。

非伝統的金融緩和政策は、経済統計データの蓄積や議論が依然進行中の政策であり、今後とも多方面からの研究が蓄積されていくことであろう。

注

- 1 日本銀行が試行錯誤しながら非伝統的金融緩和政策を拡充・強化していった経緯については、当時の審議委員(1998-2005年)の立場で植田(2005)が紹介している。
- 2 実施背景については白井(2014)参照。
- 3 2008年から時限的に導入されている補完当座預金制度での適用金利(超過準備預金に付利される金利。制度導入以来現在まで0.1%)が短期市場金利の下限を画するため政策金利は厳密にはゼロ%にはならない。
- 4 フォワード・ガイダンスは、導入当初、時間軸政策と呼称された。
- 5 日銀法で金融政策の目的を物価の安定と定めているにもかかわらず、日本銀行は2001年3月まで具体的数値に言及してこなかったことになる。そのため「物価の安定」を達成できたのかどうかをめぐって議論が紛糾すること(岩田(2013))もあった。
- 6 白井(2013)図表6参照。
- 7 財務省<https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/>

- appendix/hakkou03.pdf
- ⁸ 日本証券業協会 公社債発行額・償還額等 <http://www.jsda.or.jp/shiryu/toukei/hakkou/>
- ⁹ 高橋（2014）はゼロ金利であってもマネタリーベースの増発が経済に通貨発行益をもたらす財の超過需要を生み出すため、貨幣数量説が成立するとしている。しかし将来、売りオペが必要になることも考慮するなら、中央銀行が買いオペによって購入した国債から得る将来利息の流列の割引現在価値合計、つまり紙幣の増発によって得た国債購入額の全てを通貨発行益と見做すことはできないためその効果は限られる（深尾（2007）参照）。他方、Ueda（2013）によれば、中央銀行が買入対象とする資産の内容によって、量的緩和はいくつかのタイプに分類される。ゼロ金利下では伝統的な買い入れ対象資産である短期国債が現金や中央銀行への預け金と同等の金融資産となってしまうため、緩和効果が期待できない。そこで、長期国債やETFなど他の資産を買い入れると、それら資産を売却した他のセクターでリスク負担余力が生じ資金を他資産に振り向ける結果（ポートフォリオ・リバランス）、影響が他の市場に波及する可能性がある。包括緩和やQQEは、こうしたポートフォリオ・リバランス効果に期待するタイプの量的緩和（LSAP2）に分類される（他方LSAP1では、機能不全に陥った市場の資産を買い入れ、市場を正常化させるための介入の結果としてマネタリーベースが増える）。この場合、単純な貨幣数量説は成立しなくても、ポートフォリオ・リバランスの影響による株高などを通じ、量的緩和の影響がインフレ率に波及する可能性はある。この点に関連して、齋藤・法眼（2014）によれば、包括緩和以降、日本銀行の長期国債買い入れに国内銀行が対応して長期国債保有残高を減らし、株式・社債投資や貸出を増加させたと指摘している。
- ¹⁰ Krugman（1998）は、日本は流動性の罠に陥っており、この状況ではマネタリーベースを増加させても準備ないし現金として退蔵されるため貨幣供給量は増加しないと、流動性の罠にある状況下でも金融政策を有効にするためには、将来のある時点で流動性の罠を脱したときでも量的緩和を続けると中央銀行が宣言し人々がそれを信じれば、現時点でも予想インフレ率を上昇させることができると提言している。
- ¹¹ 流動性の罠には陥っていないとしても、池尾（2013）第3章で簡潔に解説されているように、政策金利がゼロ制約に直面しているときは、マネタリーベースをさらに増やしても、インターバンク市場金利（短期市場金利）が低下せず銀行にとっての貸出採算は変化しないため、超過準備が増えるだけで銀行貸出を増加させる効果はない。
- ¹² 貨幣数量説における貨幣供給量と物価の因果関係については平山（2015）などを参照。
- ¹³ 「政策レジームとは「政府・中央銀行が政策を実行する上で守っている戦略やルールのことであり、政策レジーム・チェンジとはそれらの戦略やルールを変えること」である。」矢野（2013）p105
- ¹⁴ 翁（2014）は、ゼロ金利の下でも、無制限な為替介入によって円安に誘導すると同時にインフレ目標を宣言する、あるいは日銀の国債購入と財政拡大をセットで行えば、財政規律の問題はあるものの、理論的にはインフレ率を上げることはできると指摘する。また、ニューケインジアンの方では、量的緩和によって①ポートフォリオ・リバランス効果による資産価格（株高）による支出拡大、②予想インフレ率の押上げによる実質金利低下と支出の前倒し、③為替レートの減価による輸出刺激などがあり、金融緩和政策は効果があるものの、②も③もインフレ期待は自己実現期待に依存しているため効果の不確実性が大きいと指摘する。
- ¹⁵ 矢野（2013）p.107。
- ¹⁶ 例えば岩田（2013）は、マネタリーベースの増加を見た市場関係者の予想インフレ率が上昇する結果、円安・株高が進みその結果総需要が増加するが、それまでデフレが長期間続いた場合、家計・企業部門で金余りが生じているのでしばらく銀行貸出は増加しないと、QQEが実施される前の時期に既に予想していた。
- ¹⁷ 例えばHausman and Wieland（2014）では、2年物、10年物インフレ・スワップ・レートを用いた分析を行っている。
- ¹⁸ 中央銀行がどのようにインフレ予想を把握しているかについては関根・吉村・和田（2008）を参照。
- ¹⁹ 日本のインフレーション・スワップ取引も取引量が少ないため、インフレーション・スワップ

- プ・レートが予想インフレ率の推計値として用いる場合にも同様の留意が必要である。これに関連して、鎌田・中島 (2013) は BEI もインフレ・スワップ・レートもノイズを含んでいる可能性があるとして、他国の BEI をベースに、購買力平価を利用して換算した日本の予想インフレ率の推計を試みている。購買力平価を利用した予想インフレ率は、短期では BEI とのかい離が目立つものの趨勢は一致しており、2012 年から予想インフレ率がマイナスからプラスへ転化したとの推計結果を報告している。
- ²⁰ 2015 年 4 月 30 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で、原油安効果を考慮して消費者物価指数の見通しを下方修正し、物価上昇率 2% の達成時期を「15 年度を中心とする期間」から「16 年度前半ごろ」に後ずれさせた (日本銀行 (2015))。しかし、物価上昇率について、日本銀行は市場関係者見通しより依然強気であり、市場関係者の中には達成時期修正を考慮しても目標達成のためには更なる追加緩和が必要とする意見もある (同年 5 月 1 日付日本経済新聞 4 面記事)。このような物価見通しの下方修正や目標達成時期の後ずれをもし今後も繰り返すとしたら日本銀行への信認が毀損し、政策の効果を弱めるため、予想インフレ率の押し上げはより困難となる。
- ²¹ Hausman and Wieland (2014) は QQE の効果は認められるものの量的緩和の規模が小さいため大きな効果がみられないとしている。
- ²² 安達誠司氏が考案。
- ²³ 同実証分析によれば、株価も QQE に有意に反応した。
- ²⁴ 予想 PER = 株価 ÷ 予想 EPS より、株価 ÷ 予想 PER = 予想 EPS。ここで、TOPIX = a 株価ならば (a は定数)、TOPIX ÷ 予想 PER = a 予想 PER = a 予想 EPS。
- ²⁵ 2014 年 10 月 3 日、日銀が短期国債を高値で買入れた結果、一部の銘柄でマイナス金利が生じ、以来、マイナス金利がたびたび発生するようになった。日銀は買入れたマイナス金利の国債を満期まで保有すると損失を被るが、マイナス金利となるほど高値であっても日銀が買い取る姿勢を投資家に示す必要があったものと考えられる。
- ²⁶ 公募入札による落札額も「その他」の売付額に含まれる。
- ²⁷ 売付額については公募入札額が含まれるうえ、QQE が意図することとは直接関係しないためここでは考察対象から除外した。
- ²⁸ 短期債は、投資家が買付後、償還まで保有するケースが多く、恒常的に買付額が売付額を上回るといった特徴がある。
- ²⁹ 例えば、「国債の売買高、最低に 13 年度は 18% 減の 150 兆円」(2014 年 4 月 29 日付 日本経済新聞) との見出し記事によると、「日本証券業協会が発表した公社債投資家別売買動向によると、2013 年度平均の国債売買高 (短期国債を除く) は、統計をさかのぼれる 04 年度以降で最低の 150 兆円だった。前年度と比べて約 18% 減。日銀が「異次元の金融緩和」により国債を大量に買い入れているため、市場で流通する国債の量が減少、銀行などの投資家が取引をしづらくなっている。」と報道されている。岩田他 (2014) でも 2013 年度の長期債の売買高減少を指摘するが (p.121)、2014 年後半の復調に言及していないことから、一時的な減少をみていただけに過ぎなかった可能性がある。
- ³⁰ 売買高は売買回転率とともに流動性を計る指標の一つとされるが、土川・西崎・八木 (2013) に紹介されているように、流動性を計る指標としては、出来高・売買回転率 (Volume)、ビッド・アスク・スプレッド (Tightness)、値幅・出来高比率 (Resiliency)、「板」の状況と値動きの関係 (市場の厚み, Depth) の 4 つがあり、出来高は減少していなくとも、投資家が売買のしにくさを感じているとすれば、別の意味で流動性が低下している可能性はある。土川・西崎・八木 (2013) では長期国債市場の 2013 年 10 月までのデータを用いて他の流動性指標についても分析を行っているが、売買高は一旦下落した後過去の平均的なレンジに復しているとしつつも、「板」の厚みについては一旦悪化した後改善傾向にはあるものの過去の平均的なレンジにまでは回復していないとしている。また、日本銀行 (2014) では 2014 年 9 月までのデータを用いて同様の分析を行っているが、総じてこれまでの平均的なレンジに収まっているとしている (p.62)。なお、本稿では流動性指標の一つとして使用される売買高・売買回転率を取り上げているが、投資家にとっての売買のしやすさを見る観点として流動性そのものを分析目的としているわけではなく、QQE による予想インフレ率押し上げとの兼ね合いから売買高・売買回転率を取り上

げているため、流動性分析とは目的が異なる。

参考文献

安達誠司（2013）「金融政策はストック市場からどのように波及するのか」岩田（規）・浜田・原田編『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社。

池尾和人（2013）『連続講義・デフレと経済政策 アベノミクスの経済分析』日本経済新聞社。

岩田一政・日本経済研究センター編（2014）『量的・質的金融緩和』日本経済新聞社。

岩田規久男（2013）「金融政策運営の望ましい枠組みとは何か」岩田（規）・浜田・原田編『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社。

植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する』日本経済新聞社。

翁邦雄（2014）「ゼロ金利制約下では、金融政策では物価はコントロールできない」原田泰・齊藤誠（編）『徹底分析 アベノミクス 政策と課題』中央経済社。

鎌田康一郎・中島上智（2013）「購買力平価を利用したわが国のインフレ予想の計測の有用性について」日銀ワーキングペーパーシリーズ 2013年9月，日本銀行。

齋藤雅士・法眼吉彦（2014）「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：銀行貸出と証券投資フローのデータを用いた実証分析」日本銀行調査論文2014年6月，日本銀行。

白井さゆり（2013）「我が国の金融政策とフォーワードガイダンス—金融政策運営についてのコミュニケーション政策」国際通貨基金（IMF）及び米国連邦準備制度理事会における講演，日本銀行。

白井さゆり（2014）「白井審議委員記者会見要旨—2014年11月26日」日本銀行。

関根敏隆・吉村研太郎・和田智佳子（2008）「インフレ予想（Inflation Expectations）について」日銀レビュー 2008年12月，日本銀行。

高橋洋一（2014）「現在の金融政策に危険はない」原田泰・齊藤誠（編）『徹底分析 アベノミクス 政策と課題』中央経済社。

土川顕・西崎健司・八木智之（2013）「国債市場の流動性に関する諸指標」日銀レビュー 2013年10月，日本銀行。

日本銀行（2014）「金融システムレポート（2014年10月）」。

日本銀行（2015）「経済・物価情勢の展望（2015年4月）」。

平山健二郎（2015）『貨幣と金融政策—貨幣数量説の歴史的検証』東洋経済新報社。

深尾光洋（2007）「通貨発行益とは何か」日本経済研究センター会報2007.9，日本経済研究センター。

矢野浩一（2013）「貨幣がなぜ実質変数を動かすのか」岩田（規）・浜田・原田編『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社。

Hausman, J.K., and J.F. Wieland (2014) "Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook," Brookings Paper on Economics Activity, spring.

Krugman, Paul R. (1998) "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," Brookings Papers on Economic Activity 29 (2), pp.137-206.

Ueda, Kazuo (2013), "Response of Asset Prices to Monetary Policy under Abenomics", Asian Economic Policy Review, 8, pp.252-269.

