

量的緩和政策の効果検証¹

マネーサプライからの考察

神戸大学 地主敏樹ゼミナール

井野 良子 酒井 里佳 堀内 俊介

Wong Foon-Chun Jerome

2006年12月

¹本稿は、2006年12月16日、17日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2006」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、地主教授（神戸大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

目次

はじめに

第1章 量的緩和政策とは

- 第1節 量的緩和政策の内容と推移
- 第2節 導入時に期待された効果
- 第3節 量的緩和政策の実際の効果

第2章 マネーサプライからの考察

- 第1節 マネーサプライの位置づけ
- 第2節 マネーサプライ分析

第3章 分析

第4章 政策提言

- 第1節 金融政策の操作変数
- 第2節 金融政策が円滑に運用される環境整備

参考文献・データ出典

はじめに

近年、日本銀行は非伝統的な金融政策を採用してきた。ゼロ金利政策や量的緩和政策がこれに当たる。これら前例のない金融政策を採用するに至った経緯はバブル崩壊から始まる。1980年代後半に我が国で発生したバブルは、株価や地価といった資産価格の高騰によるもので、つまりその崩壊も資産価格の暴落によって現れた。この資産デフレが不良債権問題を発生させ、金融機関に大きなダメージを与えることになった。そして民間金融機関は資本制約に直面し、金融システムの金融仲介能力が大きく低下した。このため、銀行貸出から設備投資というチャンネルでの刺激効果は限られていた。

これは伝統的な金融政策手段(短期国債現先買いオペ、短期国債買切りオペ)によってマネタリーベースを供給することで、それに応じたマネーサプライを発生させるというメカニズムを働かせなくしてしまう。更に1991年から1995年までの度重なる金融緩和で、金利(コールレート)は0.5%前後まで低下し、一段の低下余地をほとんどなくしてしまった。つまり、1995年以降、日本銀行はコールレートを低下させるという政策手段をほとんどどうしなくなってしまった、いわゆる名目金利のゼロ制約に直面してしまっていた。

以上のような経緯から日本銀行は金融政策における2つの制約、すなわち民間銀行の資本制約と短期金利のゼロ制約に縛られていた。このため、マネタリーベースの伸びから判断すると金融緩和期であった1990年代であるが、早期のデフレ脱却はならなかった。

このように1990年代半ば以降の日本銀行の金融政策は難しいものとなる。そこで、従来とは異なったメカニズムをもつ、新しい波及チャンネルによる効果が期待される金融政策が必要となる。

1998年の新日本銀行法施行以降の日銀の金融政策をみると、一連のコールレート引き下げを続けるなか、1999年4月、コミットメントを持つ、いわゆる時間軸政策となる、ゼロ金利政策が採用された。この政策は2000年8月まで続けられた。

さらに2001年3月には量的緩和政策が採用された。この政策もゼロ金利政策と同様にコミットメントをもつが、そのなかに数値を示す点がより具体的であり、より強い時間軸政策といえる。また、政策の操作目標をコールレートから日銀当座預金残高に変更している。この政策は2006年3月初めにコミットメントの条件が満たされたとして解除された。

これらの政策は革新的な政策手段を持った金融政策である。それでは、これらの政策がもつ革新的といえる政策手段は十分な効果を発揮したのだろうか。両政策にみられる時間軸政策については、そのコミットメント効果が検出された先行研究がある。

本論文では、効果が不確実とされる量的緩和政策で用いられた他の政策手段を調べ、その効果を検出する。

第1章 量的緩和政策とは

本章ではまず、本論文の主役である量的緩和政策の政策内容、推移、実際に見られた効果などについて述べたいと思う。実際に見られた効果は、本論文の分析によるものではなく、いくつかの先行研究から得た結果を述べる。それを参考に、後の章で独自の分析により、量的緩和政策の効果を検証していく。ではまず、政策内容とその推移から見ていきたいと思う。

第1節 量的緩和政策の内容と推移

日本銀行は2001年3月、金融市場調節方式に関して、従来の「金利」(無担保コールレート<オーバーナイト物>)の誘導目標を設定する方式から、「資金量」(日本銀行当座預金残高)を主たる操作目標とする方式に変更した。主にこの政策は、マネタリーベース(現金通貨+日銀当座預金)の供給量について目標値を定めて金融調節を行うことを旨としており、目標額達成に必要な限りにおいて長期国債買入れ額を増大させるというものであった。さらにこの政策には「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」継続するというコミットメントがつけられていた。

要するに量的緩和政策の骨格としては、操作目標としての日銀当座預金、コミットメントをもった時間軸政策、必要に応じた長期国債買入増額の三種類の政策手段をもつといえる。

次に、これら3つの政策手段によって生み出された結果を見ていきたいと思う。

まず、日銀当座預金残高目標値については、日銀は2001年3月に、それまでの所要準備額4兆円よりも大きい5兆円でスタートした後、経済情勢の悪化に応じて累次にわたって引き上げ、2001年10月~2002年10月には10~15兆円程度、2004年2月に30~50兆円程度引き上げた。その後は、2006年3月の解除時までこの水準で据え置いた。表1・1²⁾は日銀当座預金残高と無担保コールレートの推移を表している。

量的緩和政策による潤沢な資金供給を反映して、無担保コールレート・オーバーナイト物は大幅に低下した。月中平均で見ると、2001年3月0.11% 同年4~6月0.02% 同年7~8月0.01% 同年9月0.005% 同年10月0.003%と低下した後、2006年2月まで0.000~0.002%の間で推移した(ただし、例外的に2002年9月は0.005%)。この期間中には、ごく僅かながらマイナスになる日も一時的にみられた。コール市場などでの運用金利は、現金で持つという選択肢もあって、原則としてマイナスにならないことを勘定すれば、人類史上ほぼ最低の金利の時期であったと考えられる。

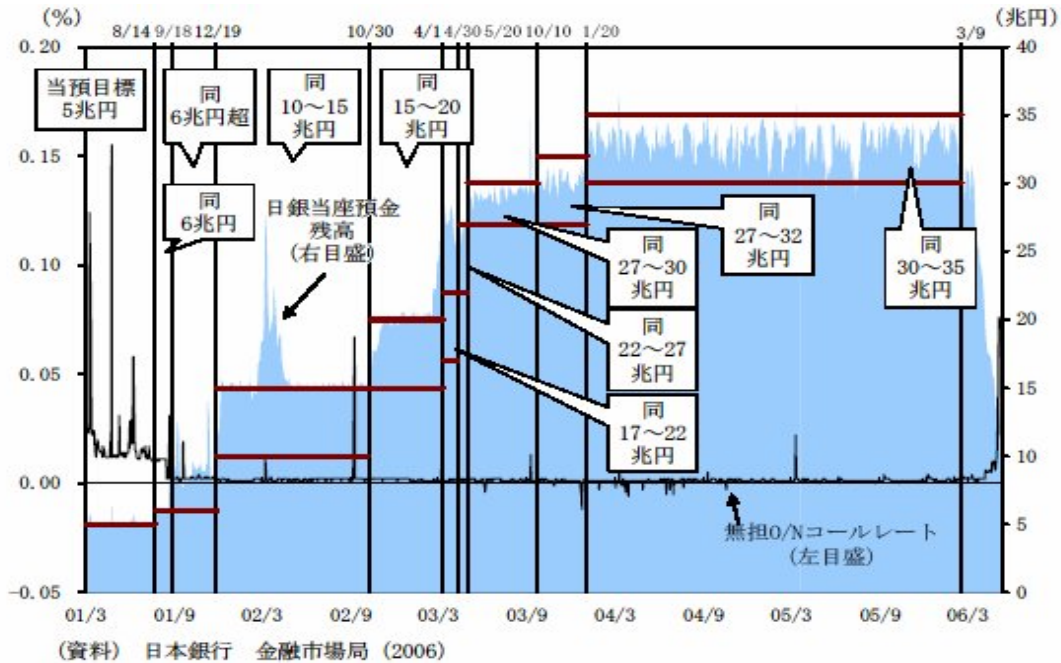
最後に、長期国債買入増額による結果である。日銀当座預金残高目標値を達成するため、長期国債の購入額を当初の月額4千億円から累次にわたって引き上げ、2002年10月以降は月額1兆2千億円に引き上げた。2005年末時点では、日銀は当座預金と銀行券で合計117兆円のマネタリーベースを負債として供給し、長期国債の保有額は63兆円に達した。

2005年11月以降、コアCPI前年比はプラスに転じ、2006年3月初めに判明した1月のコアCPI前年比は0.5%となった。2006年3月9日、日銀はCPI前年比が先行きプラス基

²⁾ 表1・1は『量的緩和政策の効果：実証サーベイ』鶴飼(2006),日本銀行の14頁から引用

調に定着していくとみて、量的緩和政策のコミットメントの条件が満たされると判断し、同政策を解除し、操作目標を無担保コールレート・オーバーナイト物に切り替え、同レートが概ねゼロ%で推移するよう誘導することを決定した。

表1・1 日銀当座預金、無担保コールレートの推移³



量的緩和政策の効果をより明確にするために、量的緩和政策の前後に導入されていたゼロ金利政策の政策内容、推移についても触れたいと思う。

ゼロ金利政策は1999年2月に導入された金融政策であり、景気の悪化、長期金利の上昇、為替の円高化などを反映して打ち出された政策である。その時の対外公表文には、「より潤沢な資金提供を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。・・・(中略)・・・当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」と書かれていた。この結果、無担保コール金利(オーバーナイト物)は同年2月に月平均0.18%、3月同0.04%、4~9月同0.03%、10月0.02%と、ほとんど0%の水準にまで金利は下がっていった。この政策の継続のめどとしては、1999年4月に日本銀行総裁記者会見の席で「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで続ける」という条件が表明された。この政策は約1年半継続された後、2000年8月に解除された。日本銀行の金融政策決定会合の対外公表文には、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す」と書かれており、実際に2000年9月~2001年2月までの無担保コール金利(オーバーナイト物)は0.25%推移していた。とはいえ、ゼロ金利解除については、当時大きな議論を呼び、また、コミットメントの不明確さも指摘された。

ゼロ金利政策の内容、その施行方法に対する批判を踏まえた上で、量的緩和政策が施行されたこともあり、コミットメント等の制度面では、改善されたといえる。

³表1・1は『量的緩和政策の効果：実証サーベイ』鶴飼(2006),日本銀行の14頁から引用

第2節 導入時に期待された効果

量的緩和政策の実際の効果を述べる前に、本節では、量的緩和政策導入時に期待されていた効果について述べたいと思う。

量的緩和政策に期待された効果として、以下のものが挙げられる。

- 短期金利の一層の低下
- ポートフォリオ・リバランス効果
- 長めの金利に働きかける「時間軸効果」による効果
- 金融市場の安定確保

まず、の短期金利の一層の低下であるが、これは、コール市場での「緩め調節」によるもので、日銀当座預金残高が増えると、所要準備額よりも多額の資金があるので、コール市場の金利が下がるという原理である。

のポートフォリオ・リバランス効果であるが、これは、利息は生まないが安全な金融資産である日銀当座預金が積み上げれば、金融機関はより有利な運用先を求めて貸出や、債券・株式投資などに資金を回すことができるのではないかと、いう考え方である。

のコミットメント効果であるが、これは、日本銀行が資金供給を増加させれば、いずれは物価上昇や景気回復につながるという予想が人々の間に生じて、企業や家計の景気に対する見方が改善され、企業の設備投資や個人消費への改善へ結びつく効果のことをいう。

次に、の金融市場の安定の確保であるが、これはと同じく、日銀当座預金増額による効果であるが、心理的效果を含んだものである。つまり、日銀当座預金増額による潤沢な流動性供給によって、金融資本市場の動揺を抑え金融システムの不安定化を阻止しようというものである。

政策導入時に期待された効果は以上であるが、これまでに類を見ない政策である分、量自身の効果については、「量を増やす」ことがポートフォリオ・リバランス効果などの効果をもつのか、また期待に働きかける効果(コミットメント効果)があるのかは、よくわかっていなかったようである。また、日本銀行政策委員会の中でも、「効果が分からない政策にあえて踏み込む」といった認識があったようである⁴

⁴ 『「量的緩和」政策の暫定的評価と今後の論点』、日本銀行・須田美矢子(2002年11月29日)での意見を用いました。

第3節 量的緩和政策の実際の効果

導入時に期待された効果を見たところで、本節では、先行研究をもとに量的緩和政策の実際の効果を見ていこうと思う。

ゼロ金利周辺の金融政策の可能性をまとめた先行研究;Bernanke&Reinhart(2004)⁵では、量的緩和政策の手段を、将来の金融政策ないし短期金利についての予想のコントロール、中央銀行のバランスシートの規模の拡大、特定の資産の大量購入、の三つに分けており、この手段別の効果を順を追って見ていきたいと思う。

- 将来の金融政策ないし短期金利についての予想のコントロール
- 中央銀行のバランスシートの規模の拡大
- 特定資産の大量購入

まず の、将来の金融政策ないし短期金利についての予想のコントロールであるが、これは時間軸政策を意味し、これにより、コミットメント効果が考えられる。量的緩和政策に関して言うと、「コアCPIが安定的にゼロ%以上になるまで継続する」というコミットメントをもつ。その効果は、現在の短期金利がゼロ制約に陥っている時に、将来、経済情勢が好転してもコミットメントの条件が満たされない限りゼロ金利を続けるという予想を民間に織り込ませる。そして、その予想下での民間の行動が、現在の短中期金利を低下させることで経済を刺激するというものである。

この効果を実証した研究として、例えば Baba,Nishioka,Oda,Shirakawa,Ueda,and Ugai(2005)⁶では独自のマクロ・ファイナンス・モデルを作成し、それを用いて国債金利から割り出したイールド・カーブの予想短期金利経路の構成部分を、コミットメントがある場合とない場合の仮想とを格差として導出している。結果として、3年債や5年債では2002年後半以降に格差は拡大し、2003年に最大となっている。この解釈として、景気が回復基調にある時期のほうが金利は近々引き上げられるという予想が高まって、コミットメント効果が強く出ていると提示している。またイールド・カーブのうちのリスク・プレミアム部分の格差を3年債で2003年第2四半期以降に検出し、コミットメントが金利のターム・プレミアムについても縮小させる効果を計測した。その他の先行研究はいずれも国債や円スワップの金利からイールド・カーブを割り出してそれを分解するという効果への同じ抽出アプローチを採っているが、どの計測結果見ても、効果は検出されている。

次に、 の中央銀行のバランスシートの規模の拡大であるが、これにはポートフォリオ・リバランス効果が期待される。ポートフォリオ・リバランス効果とは一般に、マネタリーベースの一部がリスク資産に交換される効果を指す。この効果が存在する大前提として、「無効性命題」(Eggertsson and Woodford(2003))⁷が成立しないことがある。これは、「ゼロ金利下では、マネタリーベースの増加とその供給手段の多様化は、経済の均衡に影響を及ぼさない」という命題である。そもそもこの命題が正しければ、マネタリーベースを拡大させる政策を行っても経済に何ら効果を及ぼさないことになる。この命題に含まれる仮定を緩めて、ポートフォリオ・リバランスが発生する余地をつくる。さらに、マネタリーベースを、短期国債を購入して供給するだけでは、ゼロ金利下では短期国債はほぼ完全代替の関係であるので、効果は見込めない。しかし、短期金利がゼロ%でも、マネタリーベースと不完全代替の関係にある金融資産は多く存在する。そうした不完全代替の資産をマネタリーベースとして購入して供給し、価格を上昇させることで金融緩和策となる。これがポートフォリオ・リバランスの効果となる。

Bernanke&Reinhart(2004)

⁶ Baba,Nishioka,Oda,Shirakawa,Ueda,and Ugai(2005)

⁷ Eggertsson and Woodford(2003)

ポートフォリオ・リバランスの与える効果には2つのチャンネルがある。ひとつは上記のように、マネタリーベースの供給から様々な金融資産の需給を変化させてその価格を上昇させる、つまりプレミアムを低下させるというメカニズム(Meltzer(1995,1999,2001))⁸である。

もうひとつは、様々な金融資産はそれぞれが不完全代替の関係にあるので、そこには流動性プレミアムがあるという考え方である。この流動性プレミアムを低下させるために、金融資産の交換によって民間の流動性を増やすという考え方(Yates(2003))⁹等がある。

それぞれの検証結果をみると、まずは不完全代替資産に含まれるプレミアムへの影響を分析した先行研究として、Oda and Ueda(2005)¹⁰がある。ここではコミットメント効果を検出した Baba, Nishioka, Oda, Shirakawa, Ueda, and Ugai(2005)が抽出したイールド・カーブに対して、日銀当座預金残高と長期国債オペによる買入れ規模を表す変数を説明変数として回帰分析をおこなった。結果長中期債いずれにおいても有意でなかった。

国債の流動性プレミアムへの影響に絞って分析をおこなっているのは、竹田・小巻・矢島(2005)¹¹であるが、その方法は、ターム・プレミアムの限界的な変化を国債の将来時点における各1年物フォワード・レートの階差としてみて、政策導入前後でその低下がみられたかを統計的に検出した。結果として政策採用時には、流動性プレミアムの低下が有意であったと提示している。

最後に、の特定の資産の大量購入、による効果をみる。この効果に関しても前述の無香性命題が正しいとすれば成立しないことになる。しかしマネーと不完全な代替関係にある金融資産を日銀が日銀当座預金と交換して購入すると、金融資産の利回りのうちのプレミアム部分に影響を与えることができるかもしれない。このようなポートフォリオ・リバランス効果が考えられる。量的緩和政策では、マネタリーベースの供給量について目標値を定めて目標額達成に必要な限りにおいて長期国債買入れ額を増大させるという政策手段を採っていた。こうした長期国債とマネタリーベースの交換がもたらすポートフォリオ・リバランス効果のチャンネルとしては、金融市場の流動性を増す効果(Goodfriend(2000))¹²と、不完全代替資産の需給面からの影響を与えプレミアムを低下させる効果、(Bernanke and Reinhart(2004))、そして金融政策の先行き予測に対して及ぼすシグナル効果(Clouse, Henderson, Orphanides, Small, and Tinsley(2003))¹³が考えられる。

これらの効果のうち、金融資産のプレミアムについて検証した先行研究に前述した Oda and Ueda(2005)がある。前述のように回帰分析をおこない、長期国債オペの説明変数として国債発行残高に占める日銀の保有シェアや、日銀の長期国債購入額を用いた。結果はどちらも中長期債すべての利回りに対して統計的に有意でなかった。ここではまた、政策が将来の金融政策の期待に及ぼした影響についても分析しており、イールド・カーブのうち予想短期金利経路の構成部分にコミットメントの効果に対して、長期国債買入れ額を説明変数として回帰分析をおこなった。結果統計的に有意ではなかった。しかしシグナル効果に関して別の先行研究として竹田・小巻・矢島(2005)があるが、長期国債の購入額を増額した2001年8月に、7から8年満期といった長めの期間を中心に、プレミアムが一時的に有意に上昇したという結果になった。

以上、量的緩和政策には政策手段別にそれぞれ波及チャンネルをもった効果が期待される。多々の先行研究によりそれらの効果が検証されているが、本論文では効果が特に不確実であるとされるポートフォリオ・リバランス効果の、プレミアム低下への影響を検証する。

⁸ Meltzer(1995,1999,2001)

⁹ Yates(2003)

¹⁰ Oda and Ueda(2005)

¹¹ 竹田・小巻・矢島(2005)

¹² Goodfriend(2000)

¹³ Clouse, Henderson, Orphanides, Small, and Tinsley(2003)

第2章 マネーサプライからの考察

次章で、量的緩和政策の効果の中での、ポートフォリオ・リバランス効果について分析をしていく。第1章で説明したように、ポートフォリオ・リバランス効果とは、過剰に保有することになった貨幣から、株式、耐久消費財、対外資産などに資産需要がシフトし、これらの代替資産の価格が上昇するという効果である。この効果を検証する上で、まず、M2+CD, M3+CD, 広義流動性、株式の間における資産動きをデータにより見ていこうと思う。

第1節 マネーサプライの位置づけ

データからの考察に入る前に、マネーサプライの説明を加える。マネーサプライは、流動性の高い金融資産、すなわち支払手段としての利便性が高い金融資産であり、流動性が低い金融資産が含まれるほど広義のマネーサプライであるとされる。

マネーサプライ統計とは、「非金融法人、個人、地方公共団体など通貨保有主体が保有する現金通貨や預金通貨など『通貨』を集計したもの」であり、こういった金融商品を含めるかについては、国によって異なり一義的に決まっているわけではないが、日本国の場合、日本銀行は、対象とする通過の範囲に応じて、M1、M2+CD、M3+CD、広義流動性の4つの指標を作成・公表している。

定義¹⁴は以下の通りである。

M1	= 現金通貨 + 預金通貨
M2 + CD	= M1 + 準通貨 + CD
M3 + CD	= M2 + CD + 郵便貯金 + その他金融機関預貯金 + 金銭信託
広義流動性	= M3 + CD + 金銭信託以外の金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 金融機関発行CP + 債券現先・現金担保付債券貸借 + 国債・FB + 外債
現金通貨	= 銀行券発行高 + 貨幣流通高
預金通貨	= 要求払預金（当座、普通、貯蓄、通知、別段、納税準備） ・対象金融機関保有小切手・手形
準通貨	= 定期預金 + 据置貯金 + 定期積金 + 非居住者円預金 + 外貨預金
*いずれも非金融法人、個人、地方公共団体の保有分が対象	

図2・1はマネーサプライ指標を分類し、図で表したものである。次節以降で、M2+CD、M3+CDの間にある金融資産といった、間にある金融資産の動きを見るときに、用いていく。

¹⁴ 日本銀行、「マネーサプライ統計の解説」

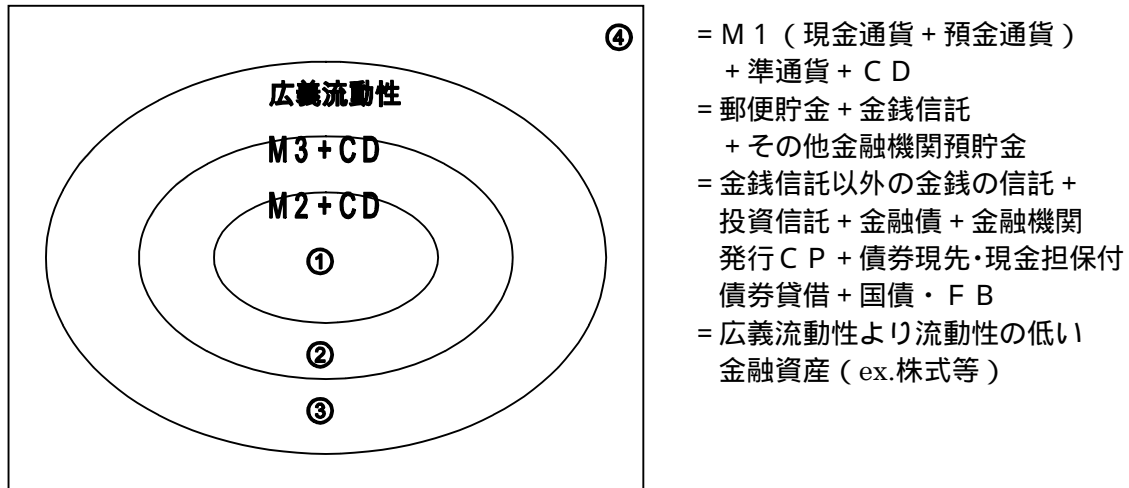


図2・1 マネーサプライ指標

第2節 マネーサプライ分析

2・2・1 M2+CD、M3+CD、広義流動性の比較

まず、ここ最近の金融資産のマクロ的な動きを流動性別に見るために、下図を作成した。表2・2は、日本銀行の統計を基に、1999年を100として、M2+CD、M3+CD、広義流動性の伸び率をグラフにしたものである。

このグラフから、2000年、2001年頃からM2+CD、M3+CD、広義流動性の伸び率が乖離し始めているのが分かる。それまでは、これら三本の線は重なり合っており、同調性を保っているのに対し、2000年、2001年頃から特にM3+CDの伸び率に大きな動きが見られる。M2+CDに関して言うと、特に目立った動きは無く、1996年から2006年まで傾きはほぼ等しいと言える。M3+CDは、2001年頃からM2+CDと乖離を始め、2003年から2005年にかけて大きく伸び率が低下している。広義流動性も、2001年から2004年にかけて、少し低下し、M2+CDと乖離しているのが分かる。

では、ここで乖離する意味を考えたい。具体的にM3+CDの例を考えてみると、2001年以前は同調性を保っている。つまり、2001年以前はM2+CDにあたる金融資産(現金通貨、預金通貨、準備通貨、CD)の保有増加率と資産¹⁵(図2・1)に含まれる金融資産(郵便貯金、その他金融機関預貯金、金銭信託)の保有増加率がほとんど同じであったということである。それが、2001年以降低下しているということは、資産¹⁵に含まれる金融資産の伸び率の低下、つまり、郵便貯金、金銭信託などの金融資産の保有高が減少していると考えられる。

同様に、広義流動性についても見てみると、2001年から2004年にかけてM2+CDとの乖離が見られる。しかし、M3+CDよりはM2+CDとの同調性を保っているといえる。つまり、広義流動性とM3+CDとの間にある金融資産(資産¹⁵)(金銭信託以外の金銭の信託、投資信託、金融債、金融機関発行CP、債券現先・現金担保付債券貸借、国債・FB)がM3+CDの減少分を相殺する形で増加している。また、その他の可能性としては、広義流動

¹⁵ 資産¹、資産²、資産³は図2・1の分類を用いており、以下、同様に用いていく。

性に含まれる金融資産への投資から、より流動性の低い、つまり、広義流動性以下の金融資産（株式）に資金が流れたということもある。

図2・2で見た金融資産の動きを、以下でより細かく考察し、その動きに量的緩和政策との相関性があるのかを考えていきたいと思う。

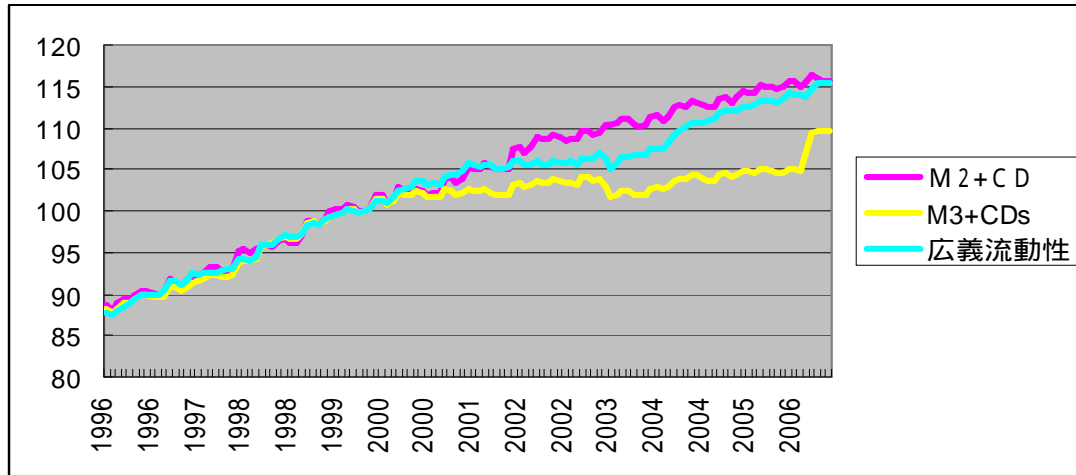


表2・2 M2+CD、M3+CD、広義流動性の伸び率（1999年を100とする）

出所：日本銀行、マネーサプライ統計

2・2・2 M2+CD に含まれる金融資産

ではまず、流動性の高いM2+CDに含まれる金融資産の動きからみていきたいと思う。図2・3はM2+CDの合計、その中に含まれる金融資産の各合計を表している。

含まれる資産を細かに見ていくと、まずM1が2001年から2002年にかけて大きく増加している。この動きはM1の中でも預金通貨の動きに依存している。現金通貨はほとんど一定の傾きで増加しており、特に目立った動きは見られない。預金通貨の動きと対照的な動きで準通貨が同時期に減少しているのが見られる。この原因として考えられるのが、ペイオフ解禁である。

つまり、2002年3月末までは、銀行において当座預金、普通預金、定期預金、外貨預金、譲渡性預金といった資産全て全額保護が補償されていたが、2002年4月以降当座預金、普通預金などはこれまで通り全額保護が補償されたが、定期預金、外貨預金などといったその他の資産は、合算して1000万円の元本と利息のみの補償となった。

これを受けて、定期預金、定期積立、外貨預金などから、当座預金、普通預金等に資産が流動した。つまり、準通貨から預金通貨への資産の持ち替えといえる。準通貨と預金通貨の相関係数を見たところ、-0.9881と極めて-1に近く、負の相関関係が見られた。

つまり、M2+CDに含まれる金融資産においては、M2+CDの範囲内での持ち替えは起こっているが、範囲外への大きな資産流動は見られず、M2+CD合計も一定の傾きを保っており、量的緩和政策の影響も見られない。

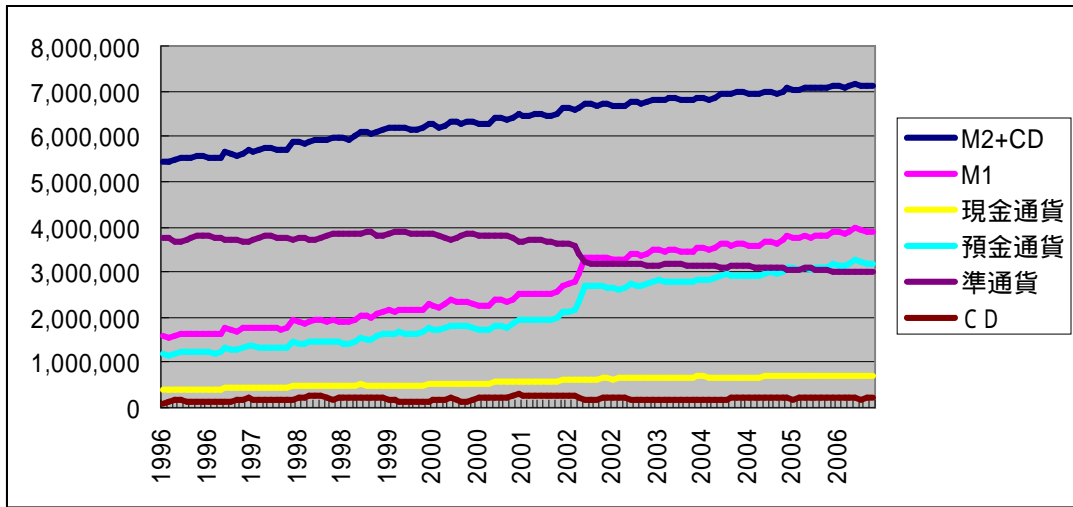


図2・2 M2+CDに含まれる金融資産(単位:億円)

出所: 日本銀行、マネーサプライ統計¹⁶

2・2・3 M3+CDに含まれる金融資産

次に、M3+CDに含まれる金融資産を見ていく。図2・3は M3+CDに含まれる金融資産、その合計を表している。図2・4は資産(郵便貯金、その他の金融機関預貯金、金銭信託)をクローズアップした図である。

図2・3から分かることは、M2+CDは一定の傾きで増加している。また、その他の金融機関預貯金もほぼ一定の傾きで増加している。動きが見られるのは、郵便貯金、金銭信託であり、M3+CDの動き、M2+CDとの乖離はこの二つの要因に依存している。

図2・4より分かることとしては、郵便貯金は2000年まで増加し、2001年あたりから減少しているのが分かる。金銭信託は2003年から2005年にかけて、大きく減少している。以下で、郵便貯金、金銭信託の動きの要因を見ていく。

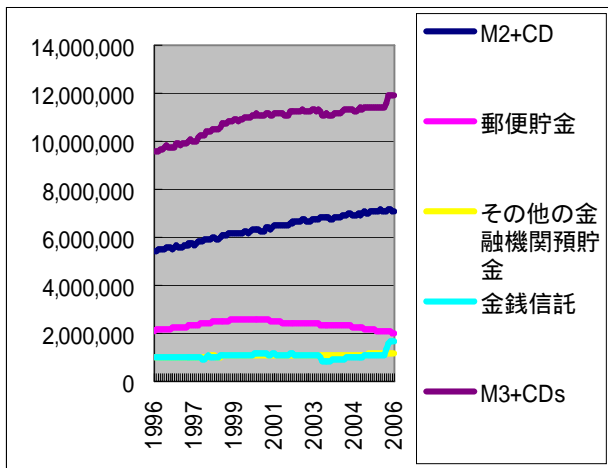


図2・3 M3+CDに含まれる金融資産(単位:億円)

出所: 日本銀行、資金循環統計(ストック、四半期)

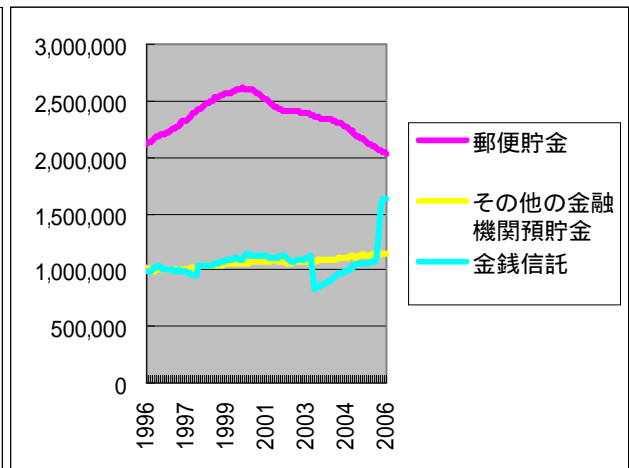


図2・4 (M3+CD)-(M2+CD)にある金融資産

出所: 日本銀行、資金循環統計(ストック、四半期)

¹⁶ グラフは全て、日本銀行の資金循環統計(時系列)、およびマネーサプライ統計(時系列)をエクセルを用いてまとめたものである。

郵便貯金

郵便貯金の動きの図2・5は郵便貯金の負債残高を表すグラフで、負債の中でも、特に動きのあったものを載せている。この図から分かることは2000年に始まる定期性預金の減少である。負債の合計(資産の合計)もこの定期預金の減少を受けていることが分かる。この定期預金の減少は、郵貯の満期償還に起因していることが分かった。

80年代後半から90年代初めにかけての、バブル末期の高金利時代に預けられた10年物定期預金の満期償還が2000年度から2001年度にかけて、集中的に発生し、その額は利子も含めると約106兆円にも上った。解約された貯金の行方であるが、再吸収が低い場合、財政投融资を通じて行われている国債の購入計画に影響があった。その反面、この資金の大部分が株式市場へ流入したとすれば、株価の上昇があったはずである。

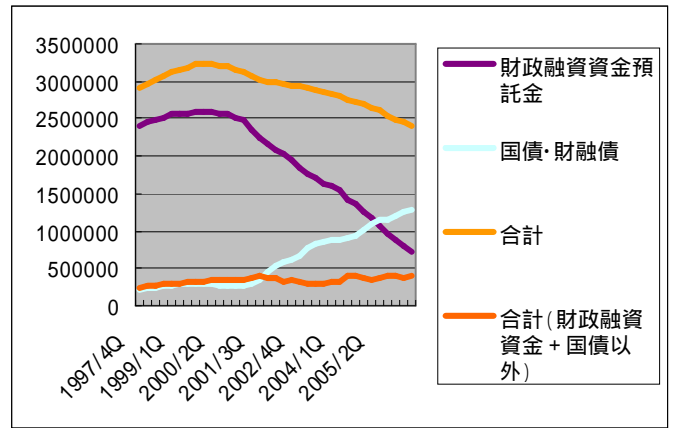
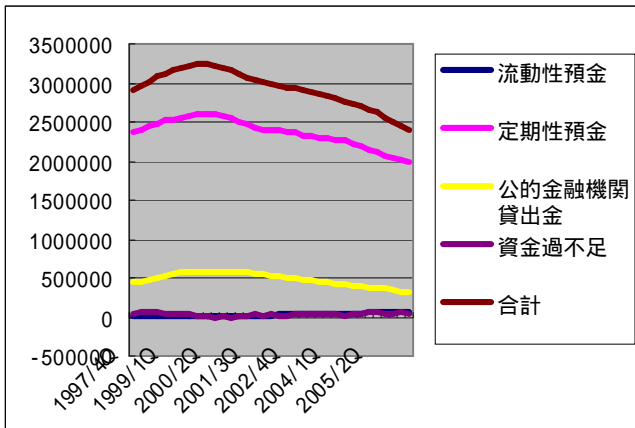


図2・5 郵便貯金負債残高(単位:億円)

図2・6 郵便貯金資産残高(単位:億円)

出所:日本銀行、資金循環統計(ストック、四半期)、預金取扱機関、郵便貯金

次に、M3 + CDの中で大きな動きのあった金融資産である金銭信託について考えたいと思う。

金銭信託

まず、金銭信託とはどの金融資産を指すかという点、日本銀行のマネーサプライ統計における金銭信託の定義では、「通貨保有主体が保有する合同運用指定金銭信託、貸付信託、指定単独運用金銭信託および特定金銭信託(証券投資信託を含まない、いわゆる「特金」の信託資本)とされている。

金銭信託の2003年の急激な減少と、同じく2006年の急激な増加は一部の機関投資家によるものである¹⁷。

M3 + CDから言えることは、郵便貯金と金銭信託への資金運用が減り、それ以外(M3 + CDに含まれない)の金融資産にお金 flowed ことである。

¹⁷ ゼミの担当教授の知り合いの方から情報を頂きました。

2・2・4 広義流動性に含まれる金融資産

図2・2を見ると、M2+CDとM3+CDの乖離と、M2+CDと広義流動性との乖離を比べると、広義流動性との乖離の方が小さい。つまり、資産の減少分と資産の増加分が相殺し合ったということになる。の部分に含まれる金融資産には、金銭信託以外の金銭の信託、投資信託、金融債、金融機関発行CP、債券現先・現金担保付債券貸借、国債・FB、外債などがあり、図2・7はこれらの金融資産の動きを表している。

図2・7から分かることは、国債、債券現先・現金担保付債券貸借は増加傾向にあり、年金信託、金銭信託以外の金銭の信託、金融機関発行CPは横ばい傾向にあり、金融債、投資信託は減少傾向にある。

まず、国債であるが、保有主体の中で、金融機関、中でも、預金取扱機関（郵便貯金）の変動額が一番顕著である。2・2・3の図2・5を見ると、2001年から郵便貯金の国債への資金運用増額が見られる。その他にも、保険年金、日銀の国債運用額も2001年あたりから増加しているのが見られた。日銀に関していえば、量的緩和政策導入に沿って行われた買いオペの影響であると考えられる。

債券現先・現金担保付債券貸借は金融機関の資産運用の占めるところが大きく、増加分も金融機関の動きをなぞっていることが分かった。

金融債は、減少傾向にあるが、これは各銀行が発行、取扱を停止している、もしくは、停止を予定していることが原因と考えられる。

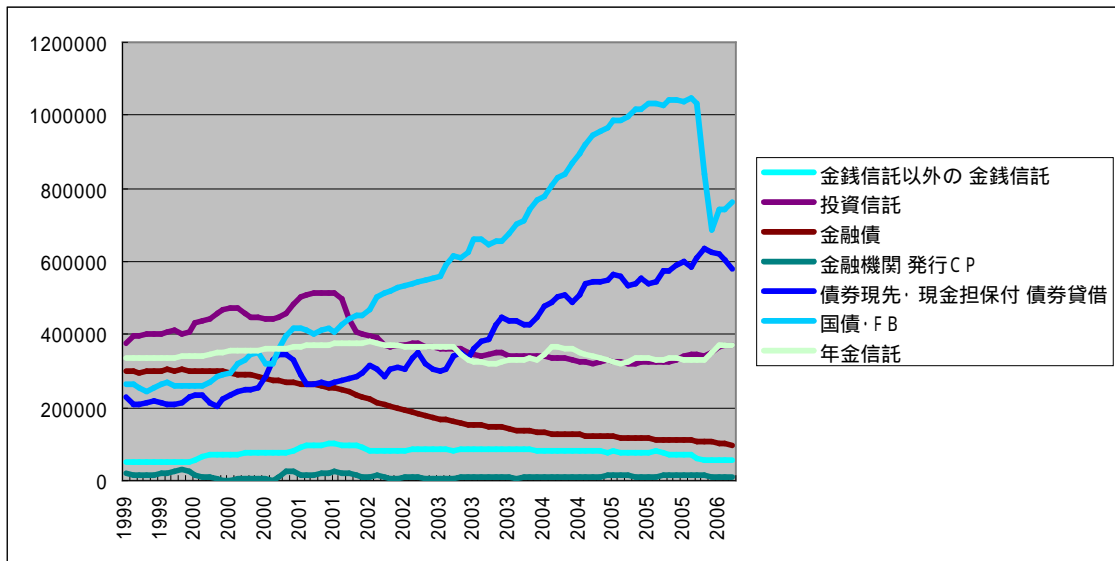


図2・7 (広義流動性 M3+CD)に含まれる金融資産 (単位：億円)
出所：日本銀行、マネーサプライ統計

資産の中でも、増加の動きを見せる資産、減少の動きを見せる資産があるが、増加傾向の方が大きく、これまで、M3+CDに運用されていた資金が広義流動性に含まれる金融資産に運用されたという可能性も考えられる。

2・2・5 広義流動性以外の金融資産

広義流動性に含まれる金融資産の変動をこれまで見てきたが、広義流動性に含まれない金融資産への資金流入も考えられる。そういった金融資産の中で、一番動きが見られたのが、株式である。図2・7は株式の主体別の保有額である。占有率の高い保有主体を挙げているが、株式合計の動きは民間非金融法人の動きを一番反映している。また、株式は主体を問わず、2003年に最安値を出し、そこから上がり始めており、金融資産の中では、リスクの高い株式への資産の持ち替えがあったことが分かる。

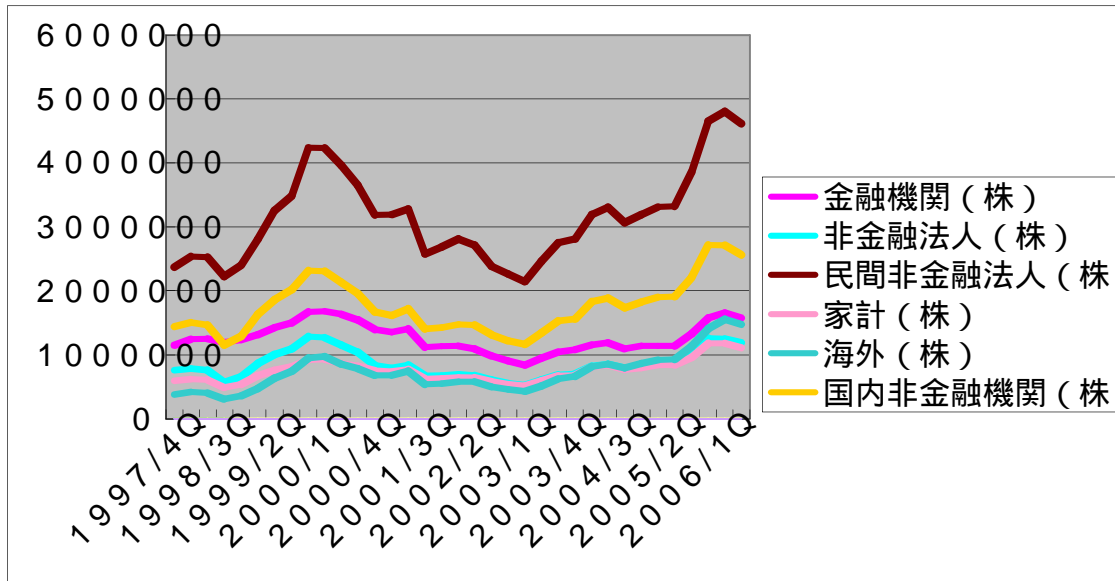


図2・8 株式保有高(主体別) (単位:億円)
出所:日本銀行、資金循環統計、ストック四半期(主体別)

第3節 分析

今回、株式市場に対して日銀当座預金の増加が影響を与え、ポートフォリオ・リバランス効果が起こっていたかを調べる。ポートフォリオ・リバランス効果を検証するには、株式のリスクプレミアム部分に、日銀当座預金の増減が影響を与えたかを調べればよい。

まず、株式のリスクプレミアムとは、株式の期待収益率から無リスク資産の収益率を引いた部分で、この株式のリスクプレミアムを表す指標として、東証一部全体のPERを用いる。PERとは投資判断指標の1つで、株価合計を一株あたりの利益合計で割ったものである。株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示している。

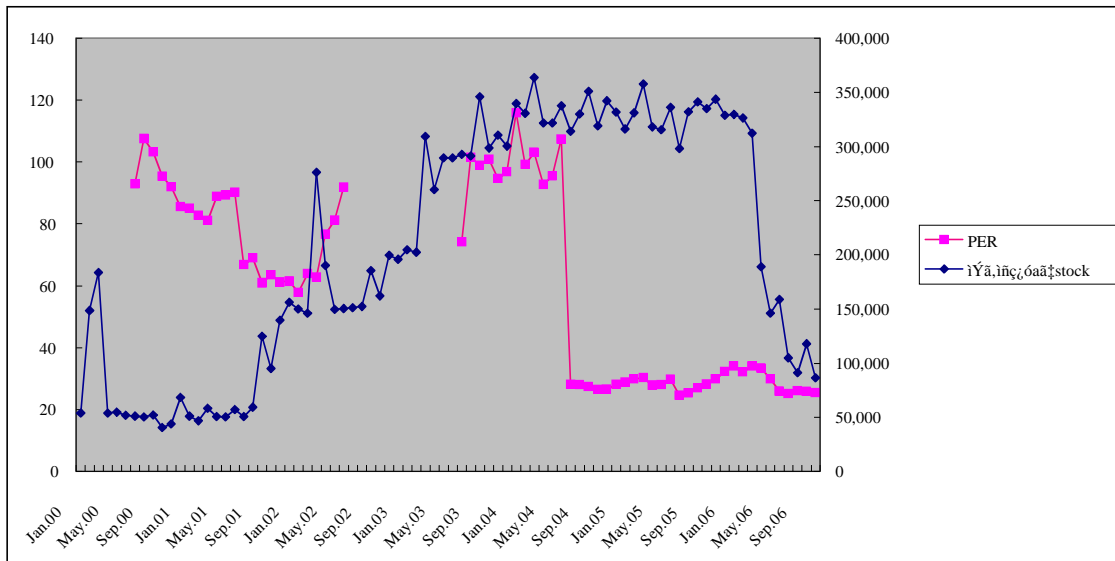
PERが上昇することは、利益に比べ株価が割高になったことを表す。株価が割高になったということは、ほかの時期と比べて、市場は、一株あたりの利益から期待される収益率に対して、大きな収益を期待していると考えられるので、リスクプレミアムが増加した、といえる。

逆にPERが減少することは、株価が利益と比べ、相対的に低い水準にあることを示す。よって、ほかの時期と比較して、一株あたりの収益率から予想できる収益率に対し、予想収益率が低く評価されていると考えられ、リスクプレミアムが減少した、といえる。

よって、PERの動きが、株式のリスクプレミアムの動きを表せると考え、リスクプレミアムの指標として採用した。

表に、2000年1月～2006年9月までの、PERの動きと日銀当座預金の月末のストックの動きを記載した。なお、PERは利益が負の時、データが作成できないため、2002～2003のデータはない。また

データの動きを見てみる。グラフから明確にわかる部分として、日銀当座預金が上昇すれば、リスクプレミアムは減少すると考えられるが、量的緩和導入ごろ（2001年3月ごろ）において、当座預金は大幅に増加しているものの、リスクプレミアムは増加している。よって、量的緩和導入時には、ポートフォリオ・リバランス効果はうまく働かなかった、と考えられる。



また、さらに全体的に効果を見るため、被説明変数に PER を、説明変数に日銀当座預金のフローと、長期国債買い付け額のフローを使った。説明変数の選択は、先行研究を参考にした。期間は、量的緩和採用期間である 2001 年 3 月から、2006 年 3 月までを採用した。以下が分析した結果である。

定数項	OPFL	CAFL	Adj.R ²	Durbin-Watson stat
89.61214 (5.248083)	-0.002800 (-1.783223)	3.32E-05 (0.255081)	0.025696	0.223578

OPFL：長期国債買いオペ額のフロー
 CAFL：日銀当座預金フロー
 Adj.R²：自由度修正済み決定係数
 Durbin-Watson stat：ダービンワトソン比

分析結果として、当座預金に関しては t 値は低く PER に対して影響を与えたとは言えそうにない。また、買いオペに関しても、影響を与えたと十分に言えそうにない。また、決定係数も低いいため、当座預金や買いオペの増加が、株式のリスクプレミアムに影響を与えたとは言えそうにない。

第4節 政策提言

第1節 金融政策の操作変数

先行研究の結果と分析結果により、当座預金を増加させても、ポートフォリオ・リバランス効果は検証されず、ゼロ金利制約時において金融政策の操作変数を、当座預金の様な量的な指標に変化させても、大きな効果が期待できない。よって、金融政策の操作変数は、金利に設定しておくことが望ましい。当座預金等は、金利に応じて変化させていくべきと言える。

第2節 金融政策が円滑に運用される環境整備

では、この金融政策をより効果的なものにするにはどうする必要があるか。金融政策がうまく機能するには、金融政策の意図が、市場に正確かつ迅速に伝わる必要がある。これは、金融政策の透明性、というものである。金融政策の透明性が高ければ、円滑に金融政策運営が行える。

金融政策の透明性をはかる基準として、IMF が 1999 年に作成した「金融政策の透明性基準」がある。この、金融政策の透明性基準において、中央銀行の役割・責任・目的の明確性、金融政策決定・公表過程の公開、金融政策に関する情報へのアクセス、説明責任及び業務の適正性の 4 分野について、中央銀行が実施すべき望ましい慣行が示されている。また、日本銀行自身も 2003 年にこの基準を用いて、金融政策の独立性を自己評価している。そこで、IMF の発表している基準と、日銀の自己評価を参考に、今後金融政策の透明性を向上させるためにどのような問題が残っているか論じることで、政策提言を導く。

まず、問題点を整理しておく。問題点は二つある。まずは、の中央銀行の役割・責任・目的の明確性の項目に関して、中央銀行の独立性が侵害される可能性がある、という問題点が残っている。具体的には、政府代表委員に議決権はないものの、議決延期請求権が認められている点である。これは中央銀行の独立性が侵害される恐れがある。実際、同様の規定があったドイツでも欧州通貨機構によって「中央銀行の独立性を阻害するため廃止すべき」との勧告を受けている。

さらに、日銀法第三条は、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。」とされており、また第二項は、「日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない。」としている。しかし、第四条は、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環を

なすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と統合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。」としている。日銀は第三条の尊重を重視したい反面、政府は、第四条を重視するため、政府による介入がおこる危険性がある。

また、の金融政策決定・公表過程の公開に関して、金融政策の明確性が必要になる、という問題点がある。

市場は、将来のことについて予想しながら行動している。そのため、市場に影響を与えるためには、金融政策も将来に影響を与えるように運営されるべきである。なぜなら、将来のことを予想して行動している市場は、当然ながら将来の金融政策も予想して行動しているため、多様に解釈できてしまうような曖昧な金融政策では、曖昧な金融政策では、市場は将来における金融政策およびその効果を予測することが困難になり、確実な効果は期待できない。よって明確な金融政策の目標、手段の決定、公表が必要である。

以上二つの問題から、日本銀行の独立性を高めるための法改正と、より明確に金融政策を決定して行く必要がある。

参考文献

《先行論文》

- Takeshi Kimura , David H.Small(2006) , “Quantitative Monetary Easing and Risk in Financial Asset Markets”
Ben S.Bernanke (2004) ,”Conducting Monetary Policy at Very Low Short – Term Interest Rates”
鵜飼博史 (2006) 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

《参考文献》

- 日本銀行 (2002) 「金融政策の透明性基準」に関する日本銀行の自己評価の公表
杉原茂、三平剛 (2000) 「金融政策の波及経路と政策手段」
日本銀行企画室 (2002) 「最近のマネタリーベースをどう理解するか？」
日銀レビュー (2006 年 1 月) 「マネーサプライの動向について」
日銀レビュー (2006 年 9 月) 「量的緩和政策解除後の日銀当座預金決済」
日本銀行調査統計局 (2005) 「資金循環統計の解説」
日本銀行企画室 (2000) 「マネタリーベースと日本銀行の取引統計について」
植田和男 (2005) 『ゼロ金利との戦い』日本経済新聞社
藤井良広 (2004) 『縛られた金融政策』日本経済新聞社
安孫子勇一 (2006) 『知っておきたい金融論』晃洋書房
斉藤眞事 (2005) 『貨幣経済学入門』税務経理協会

《データ出典》

- 日本銀行 マネーサプライ統計
日本銀行 資金循環統計
日本銀行調査統計局 (2004) 「マネーサプライ統計の解説」
日本銀行調査統計局 (2001) 「資金循環統計表の解説」
鵜飼博史 (2006) 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」