

2014年4月4日 全6頁

# 「異次元緩和」の成果と課題①

## 2012年衆議院選挙から量的・質的金融緩和導入までの期待形成の変化

経済分析室  
エコノミスト 久後 翔太郎

### [要約]

- 2014年4月に量的・質的金融緩和は導入から1年を迎える。本稿は、量的・質的金融緩和の効果と課題についてまとめたレポートの第一弾である。本稿では、2012年衆議院選挙から量的・質的金融緩和導入までの期待形成の変化について分析する。
- マーケットの短期金利のパスの予想からは、2012年の衆議院選挙の前後で、「時間軸の長期化」や「景気の回復ペースの加速」、「名目期待成長率の上昇」という極めてポジティブな期待形成の変化が確認された。
- 2012年の衆議院選挙での安倍首相（当時は自民党総裁）の発言は、政府・日銀が一体となって円高是正に取り組む姿勢を明確にしたことで、為替レートを急速に減価させることに成功した。

## 1. 量的・質的金融緩和導入から1年

2013年4月に量的・質的金融緩和が導入されて、はや1年が経過しようとしている。アベノミクスの3本の矢の1つとして期待された量的・質的金融緩和はこれまでのところ大きな成果を挙げているとの評価が大半である。本稿では、量的・質的金融緩和の効果について、2012年末の衆議院選挙から量的・質的金融緩和導入までの期待形成の変化について考察する。

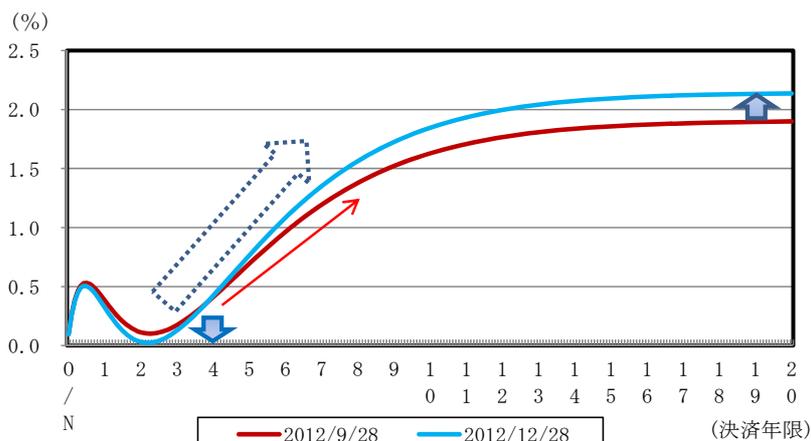
## 2. 量的・質的金融緩和の波及経路～2012年衆議院選挙以降の期待形成の変化

初めに、マーケットが想定する短期金利のパスから、マーケットの期待形成の変化を追いたい。中央銀行は景気循環に応じて短期金利を操作する。景気の過熱感が強まれば短期金利を引き上げ、景気後退期には短期金利を引き下げる。このため、マーケットの短期金利の見通しを知ることができれば、マーケットが景気の先行きをどのように見ているかを探るヒントとなる。

ここでは、「瞬時フォワードレート」という概念を用いて、マーケットの期待形成の変化を追いたい。「瞬時フォワードレート」とは、簡単に言えば、「n年後の短期金利」を示すものである。

**図表 1** は、マーケットが想定する瞬時フォワードレートの変化を示したものである。横軸の数値が「n年後」に対応する。ここで、2012年9月から衆議院選挙後の2012年12月までの瞬時フォワードレートの変化を見ると、2年程度のゾーンの短期金利が押し下げられている。これは、安倍首相（当時は自民党総裁）が「異次元の金融緩和」の導入を訴えたことで、金融緩和の継続期間が長期化すると期待が働き、時間軸効果が長期化されたことや、付利撤廃観測が流れたことで、短期金利が一層低下すると見方が生まれたことが影響したと解釈できる。一方、4年から8年程度の中期ゾーンを見ると、2012年12月の短期金利は急速に上昇している。景気回復のペースが加速することで、利上げのスピードが速まるとの見方が広まったと考えられる。そして、20年程度の超長期ゾーンの動きを見ると、2012年12月の瞬時フォワードレートは2%台前半に収束し、2012年9月時点よりも高い水準を維持している。超長期ゾーンの瞬時フォワードレートは経済が均衡する時点の短期金利の水準であると解釈でき、この水準が切り上がったということは、名目的な期待成長率が上昇したと解釈できる。名目期待成長率の上昇要因を期待インフレ率の上昇と実質期待成長率（または、潜在成長率）の上昇に分けることは困難であるが、いずれにせよ衆議院選挙時にマーケットの期待形成にポジティブな変化があったことは間違いないだろう。

図表 1 : マーケットが想定する短期金利のパス (瞬時フォワードレートカーブ)



(注1) 拡張ネルソン=シーゲルモデルによる瞬時フォワードレートカーブ。

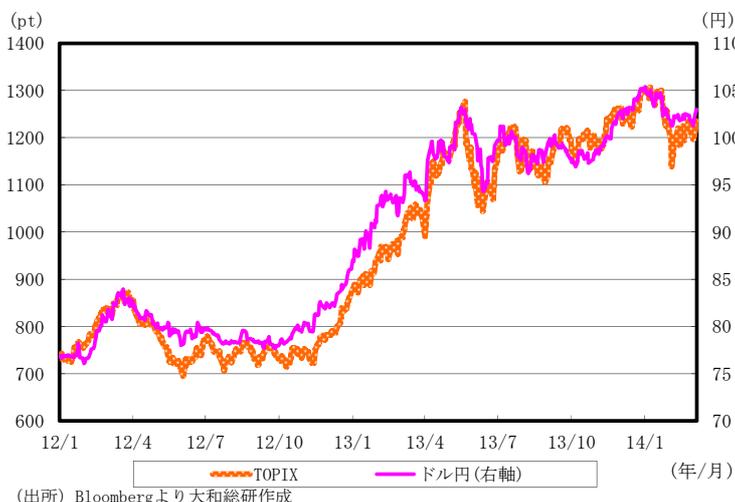
(注2) 推計に使用した金利は、無担保0/Nコールレート、ユーロ円TIBOR、円スワップレート。

(出所) Bloombergより大和総研作成

次に、この時期特徴的な株価と為替の動きについて考察したい。日本では株価と為替レートの連動性が極めて高いことが知られている。日本は輸出主導の経済構造を有しており、為替レートの減価は輸出関連製造業の収益を押し上げるとともに、国内産業への波及を通じて日本経済全体の改善に寄与すると考えられているためである。この点を考慮すると、金融政策と株価の関係は、金融政策と為替レートとの関係と捉えることができるだろう。

TOPIX と為替レート (ドル・円レート) の動きを確認すると (図表 2)、2012 年 11 月ごろから急激に円安・株高方向へ動いていることが分かる。しかし、マネタリーベースの拡大幅ほど為替レートは減価しておらず、2 国間のマネタリーベースの比率が為替レートと連動するという、いわゆる「ソロスチャート」のような関係は成立していない。つまり、為替レートや株価は異次元緩和の実行、すなわち貨幣供給量の拡大によって変動したわけではない。実際には、為替レートの減価や、それに伴う株価の上昇は、金融政策の先行きに対する何らかの期待形成の変化によってもたらされたものであると考えられる。

図表 2 : TOPIX と為替レート



(出所) Bloombergより大和総研作成

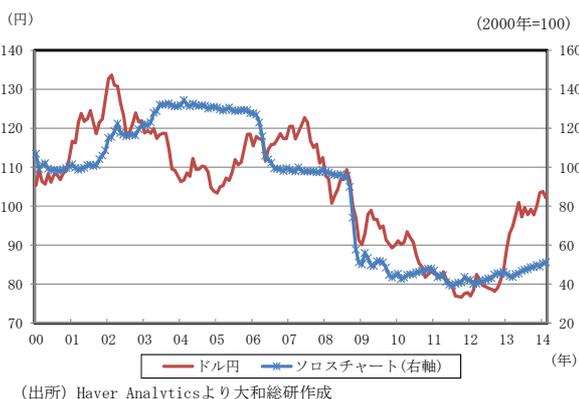
初めに、為替レート減価の要因として有力である「大規模な金融緩和期待」について考察しよう。この時期は大規模な金融緩和期待から時間軸が長期化したことで、長期金利が押し下げられた。日本の長期金利低下による日米金利差の拡大が為替レートを減価させた可能性が考えられる。ただし、2012 年末以降、為替レートはそれまで連動性が非常に高かった日米金利差から大きくかい離する形で円安が進んでおり、急速な円安の進行を日米の金利差だけで説明するには無理がある。

次に考えられるのは、マネタリーベースの増加期待が為替レートを減価させた可能性であろう。この点について、ソロスチャートが掲げるマネタリーベースと為替の密接な関係は、2001 年から 2006 年の量的緩和政策やリーマン・ショック以降の日米のバランスシート拡大策が採られた時期を見ると、極めて不安定であることが分かる。ただし、依然、為替市場参加者にとって、日米のマネタリーベース比率がドル円の動きを占うベンチマークとなっているのであれば、大規模な金融緩和によるマネタリーベースの増加期待が、円安・ドル高圧力を生んだ可能性はあるだろう。

図表 3：日米金利差とドル円



図表 4：ソロスチャートとドル円



為替レートが大きく減価した 2012 年末の特徴は、やはり衆議院選挙であろう。急激な円安の背景には、安倍首相（当時は自民党総裁）による発言の影響も大きかった。野田前首相が衆議院の解散を宣言し、自民党への政権交代が有力になる中、選挙期間中に安倍首相は為替レートへの言及を繰り返した。これによって、「次期政権は現在の為替レートの水準を過大（円高）だと評価している」と市場は捉えた。加えて、安倍首相が日本銀行に対して建設国債の引き受けや外債の購入を含む大胆な金融緩和による円高是正を訴えたことも、急速な円安に振れた大きな材料であったと考えられる<sup>1</sup>。2012 年末は、貿易赤字が定着しつつあったことや、米国の財政の崖に伴うリスクオフの動きが一服した時期であり、円高が是正される地合いが整っていたことに加え、衆議院選挙での安倍首相の為替レートへの積極的な言及や、大胆な金融緩和を迫った姿勢が急速な円安に拍車をかけたとみている。さらに、量的・質的金融緩和が市場の予想を

<sup>1</sup> 政府と中央銀行が結託して為替市場に介入することは極めて有効である。たとえば、スイス国立銀行とスイス政府の通貨防衛の例が挙げられる。ユーロ危機に伴うリスクオフの影響を受けて、スイスフランは増価が続いていた。こうした事態を懸念し、スイス国立銀行は大規模なリザーブ供給を行ったが、フラン高の是正には至らなかった。そこで、政府と共同で、通貨防衛ラインを 1 ユーロ=1.2 スイスフランに設定した。この結果、為替レートはその日のうちに 1 ユーロ=1.2 スイスフランを実現した。

上回る規模であったことから、期待先行で進んだ円安が再び円高に巻き戻されることはなかった。

### 3. まとめ：2012 年末の衆院選を契機に名目的な期待成長率の上昇と為替の減価が発生

本稿では、衆議院選挙から量的・質的金融緩和までの期待形成の変化をまとめた。2012 年末の衆議院選挙の前後での期待形成の変化を見ると、日本銀行による大胆な金融緩和への期待から時間軸が長期化すると同時に、アベノミクスへの期待感から名目期待成長率が上昇した可能性を指摘した。また、2012 年末の衆議院選挙での安倍首相（当時は自民党総裁）の発言は、政府・日銀が一体となって円高是正に取り組む姿勢を明確にしたことで、為替レートを急速に減価させることに成功した。

このような期待形成の変化を経たのち、量的・質的金融緩和は 2013 年 4 月 4 日に導入され、「異次元の金融緩和」が実行されることとなった。

(参考文献)

- ・ 鶴飼博史「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、No. 06-J-14
- ・ 翁邦雄、白塚重典「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実証的検討」『金融研究』第22巻4号、2003年12月。
- ・ 白塚重典、寺西勇生、中島上智「金融政策コミットメントの効果：わが国の経験」『金融研究』第29巻第3号、2010年7月。