

2014年4月8日 全6頁

「異次元緩和」の成果と課題③

波及経路Ⅱ：イールドカーブの押し下げ効果の検証

経済分析室
エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 2014年4月4日に量的・質的金融緩和は導入から1年を迎えた。本稿は、量的・質的金融緩和の成果と課題についてまとめたレポートの第三弾である。本稿では、量的・質的金融緩和の波及経路として企図されている、イールドカーブの押し下げ効果について分析する。
- イールドカーブの押し下げには、量的・質的金融緩和による大規模な国債購入が影響し、大きな成果を上げていると考えられる。加えて、足下で中長期的な期待インフレ率が上昇していないことも、イールドカーブの上昇圧力が弱い要因であると考えられる。

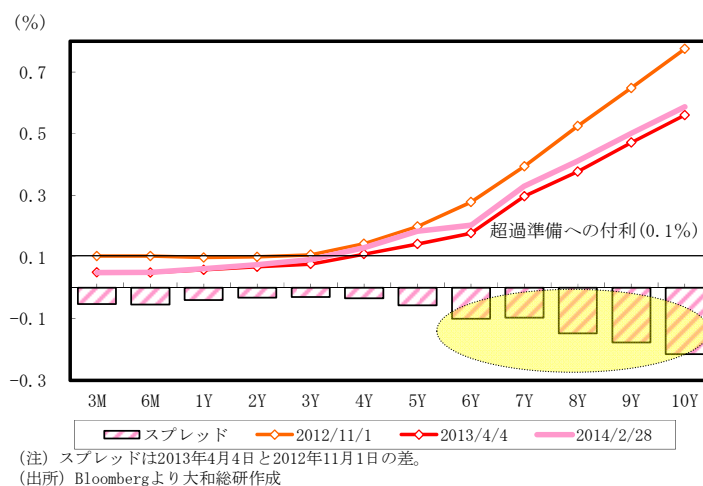
1. 量的・質的金融緩和導入から1年

2013年4月4日に量的・質的金融緩和が導入されて、はや1年が経過した。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として企図されている、イールドカーブの押し下げ効果について検証する。

2. 量的・質的金融緩和の波及経路～イールドカーブの押し下げ効果

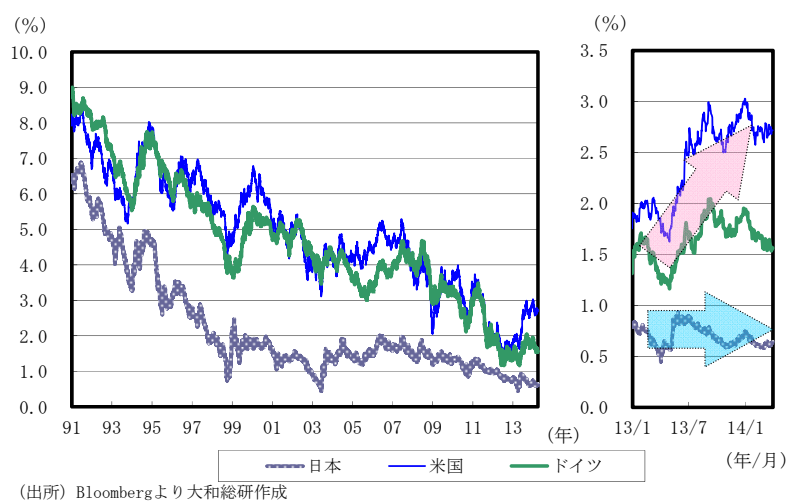
2012年末の衆議院選挙前から2013年4月の量的・質的金融緩和導入までのイールドカーブの変化を見ると、長期ゾーンを中心にイールドカーブが低下していることが分かる。一方、量的・質的金融緩和の導入以降は、イールドカーブは若干ながら上昇している。

図表1：イールドカーブ



ただし、こうした事実は必ずしもイールドカーブの押し下げ効果が効いていないことを意味しているわけではない。長期金利の推移を確認すると、量的・質的金融緩和の導入直後に大きく低下した後、2013年5月に急上昇した。しかし、その後は緩やかに低下を続け、足下では0.6%程度で安定的に推移している。米国およびドイツと日本の長期金利の推移を比較すると、日本の長期金利のみが上昇していないことが確認できる。通常、米国やドイツの長期金利が上昇する局面では、日本の長期金利も上昇することが多いことを考慮すると、足下での長期金利の水準は、通常想定される水準と比較して相当程度低く抑えられていると考えられる。つまり、量的・質的金融緩和によるイールドカーブ押し下げ効果は顕在化していると考えてよいだろう。

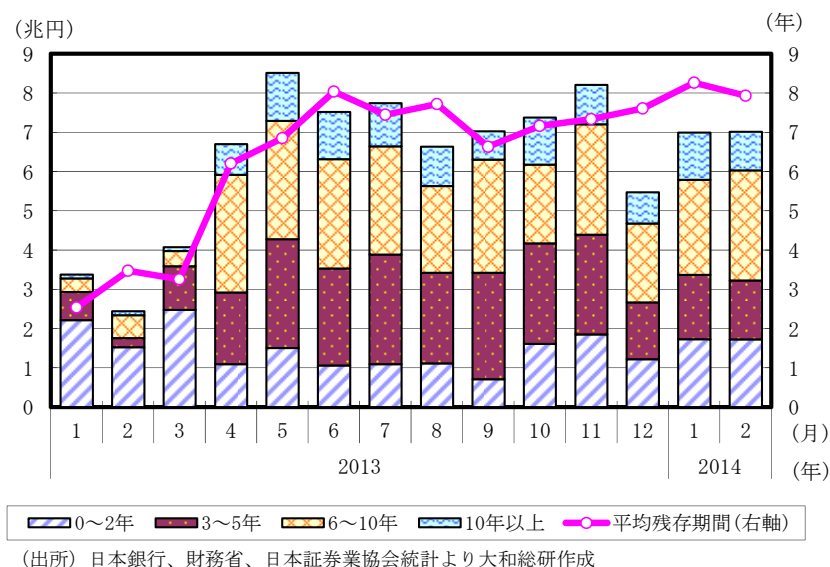
図表 2 : 長期金利の推移



このように、日本の長期金利が低位で推移している最大の要因は、日本銀行による長期国債購入オペの方式にあると考えられる。量的・質的金融緩和では、長期国債購入の規模が注目されがちだが、長期国債購入オペによる買入対象に変更があった。量的・質的金融緩和導入以前は、輪番オペ(経済の成長に合わせた資金供給を行うための長期国債購入オペ)では発行後1年以内の国債のうち、発行年限別の直近発行2銘柄を買入対象から除外していた。また、包括的な金融緩和政策時の資産買入等の基金での長期国債購入オペには、このような規定はなかったが、買入対象としていたのが残存期間3年以内の国債であったことから、5年固定利付債や10年固定利付債が発行直後に購入されることはなかった。一方、量的・質的金融緩和では資産買入等の基金による長期国債購入オペを輪番オペに統合したうえで、発行後1年以内の国債のうち発行年限別の直近発行2銘柄についても購入対象とすることを決めた。この結果、民間金融機関は財務省からの入札に応じた国債をすぐに日本銀行に売却することで利益を稼ぐことが可能となった。

ここで、量的・質的金融緩和導入以降の長期国債購入オペに注目すると、残存期間が3-5年、6-10年の国債を大量に購入していることが分かる。イールドカーブ全体を押し下げるために、購入する長期国債の平均年限を6-8年程度に設定したためである。

図表3：残存期間別長期国債購入オペの推移



日本銀行による長期国債購入オペが長期金利を低下させていることは、債券市場参加者へのアンケートからも読み取れる。図表4は、債券市場参加者へのアンケートから作成した「債券価格変動DI」と長期金利の推移を示したものである¹。両者は概ね連動しており、このアンケートから、長期金利変動の要因を探ることができる。長期金利の動きを見ると、2013年1月から3月にかけて急激な低下を見せたが、債券価格変動DIの動きからは「短期金利/金融政策」が債券価格変動の大きな要因であったことが指摘できる。この時期は、当座預金への付利撤廃観測が流れた時期であることから、短期金利の更なる低下期待が長期金利を押し下げた。一方、2013年6月以降の長期金利低下局面について見ると、「債券需給」要因が債券価格変動の大きな要因になっていることが分かる。これはまさに、日本銀行による長期国債の大量購入が国債需給をひっ迫させることで、長期金利の低下に繋がったと言えるだろう。ただし、足下では、「債券需給」要因による金利押し下げ圧力が弱まりつつある一方で、「短期金利/金融政策」要因が押し下げ圧力となっている点は非常に興味深い。日本銀行による大量の長期国債の購入がイールドカーブに与える影響について黒田総裁はストックビュー(中央銀行の保有する国債の残高が金利へ影響するとの考え方)を支持する態度を示している²。ストックビュー的な視点に立てば、日本銀行の長期国債保有残高の増加が続いているため、「債券需給」要因による金利の押し下げ圧力は継続するはずである。一方、「債券需給」要因による金利の押し下げ圧力が弱まった2014年1月ごろは、日本銀行による国債の購入ペースが減速した時期である。このように考えると、足下での金利の動向にはフロービュー(中央銀行の購入ペースが金利へ影響するとの考え方)へ

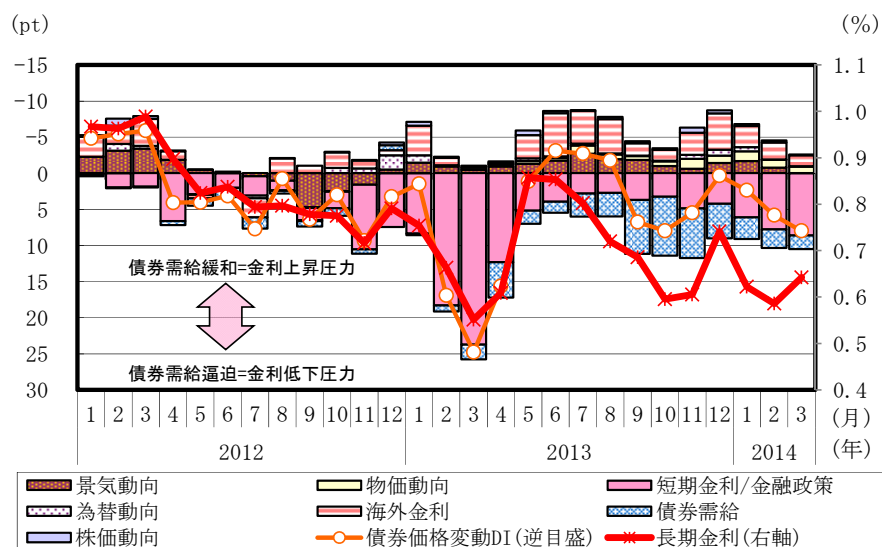
¹ 債券価格変動DIの作成は、日本銀行「金融システムレポート(2013年10月)」p.27を参考にした。

² 例えば黒田総裁記者会見(2013年12月24日)

http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1312c.pdf

の配慮が必要である可能性がある。

図表4：債券価格の変動要因



このアンケートからはさらに興味深いことが読み取れる。債券価格の低下圧力となっている要因を見ると、「海外金利」や「景気動向」が挙げられているが、「物価動向」については依然押し下げ圧力が小さい。これは、中長期的な期待インフレ率の上昇幅が小さいという事実と整合的である³。このため、仮に中長期的な期待インフレ率が上昇すると、長期金利が上昇する可能性があるということである。加えて、このような動きが本格化した場合には、「短期金利/金融政策」要因についても利上げ圧力から低下(金利押し上げ圧力が生じる)することが予想される。このため、インフレ期待が本格化した場合にイールドカーブを押さえつけるには、日本銀行は更なる長期国債の購入により、「債券需給」要因を押し下げる必要が出てくるだろう。

3. まとめ：イールドカーブの押し下げ効果は顕在化

以上のように、イールドカーブの押し下げには、量的・質的金融緩和による大規模な国債購入が影響し、大きな成果を上げていると考えられる。加えて、足下で中長期的な期待インフレ率が上昇していないことも、イールドカーブの上昇圧力が弱い要因であると考えられる。

³ 詳細は久後翔太郎「『異次元緩和』の成果と課題②～波及経路Ⅰ：期待インフレ率の押し上げ効果の検証」(大和総研レポート、2014年4月7日)

http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20140407_008402.html

(参考文献)

- ・ 日本銀行「金融システムレポート」2013年10月。

<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr131023a.pdf>