

2014年4月9日 全6頁

「異次元緩和」の成果と課題④

波及経路Ⅲ：ポートフォリオ・リバランス効果の検証

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四弾である。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、ポートフォリオ・リバランス効果について分析する。
- 現時点では超過準備への付利と政府による国債発行の長期化という要因が、ポートフォリオ・リバランス効果の発現を阻害していると考えられる。ただし、超過準備への付利については、マネタリーベース目標を達成するために必要な措置であることから、付利の撤廃は困難である。
- 貸出の増加やリスク資産への投資を促進させるには、民間部門のリスク許容度を引き上げることが重要である。これには、政府の成長戦略による実質期待成長率の引き上げが極めて重要となる。

1. 量的・質的金融緩和導入から1年

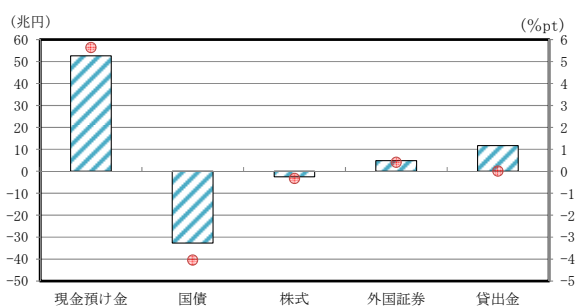
2013年4月4日に量的・質的金融緩和が導入されて、はや1年が経過した。アベノミクスの3本の矢の1つとして期待された量的・質的金融緩和はこれまでのところ大きな成果を挙げているとの評価が大半である。本稿では、量的・質的金融緩和の効果として企図されている、ポートフォリオ・リバランス効果について検証する。

2. 量的・質的金融緩和の波及経路～ポートフォリオ・リバランス効果

ポートフォリオ・リバランス効果とは、簡潔に述べると、民間金融機関が中央銀行に国債を売却した分、貸出(狭義のポートフォリオ・リバランス効果)やリスク資産の購入(広義のポートフォリオ・リバランス効果)が増えることを企図する効果である。このような動きに注目しながら、民間金融機関のバランスシートの変化を捉えたい。

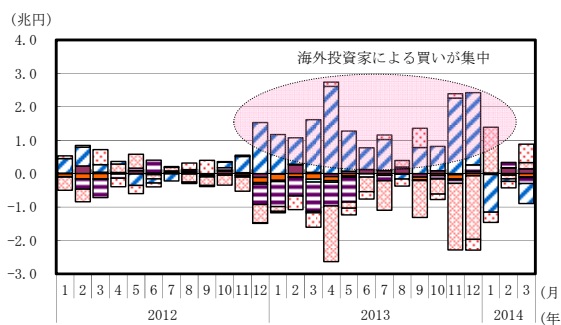
図表1は、量的・質的金融緩和導入以降の国内銀行のバランスシートの変化を見たものである。これを見ると、国内銀行は長期国債を日本銀行に売却したことで、バランスシートにおける現預金が大幅に増加していることがわかる。しかし、株式についてみると保有残高が減少していることから、広義のポートフォリオ・リバランス効果は発揮されていない。株式売買の動きを見ると、2012年末から株式の買入を大幅に増加させ、ポートフォリオをリバランスしたのは海外投資家であることが分かる。このため、無リスク資産がリスク資産へと振り替わる形でのポートフォリオ・リバランス効果は発現していないものの、ポートフォリオ・リバランス効果の結果として期待される株高については、海外投資家の買いを主因に実現することには成功している。

図表1：銀行のバランスシートの変化



(注1) 季節調整値。季節調整は大和総研。
 (注2) 2013年3月から2014年2月までの変化。
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表2：株式の売買動向

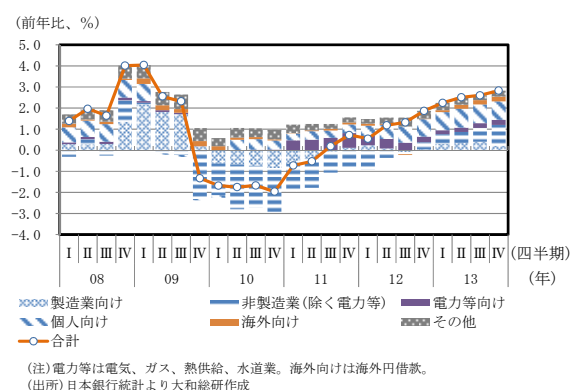


(注) 1部および2部ベース。
 (出所) 東京証券取引所統計より大和総研作成

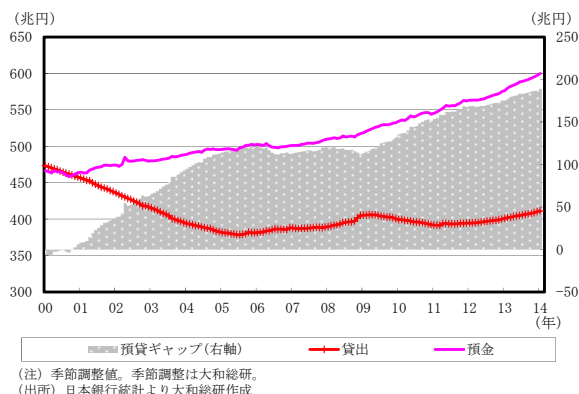
次に、貸出によるポートフォリオ・リバランス効果を見てみよう。貸出先別貸出金を見ると、前年を上回る推移を続けている(**図表3**)。電力向けの貸出が大幅に増加していることが一部影響しているものの、それを除いても貸出は伸びている。日本銀行が低金利政策を維持していることが貸出の増加を後押ししていることは間違いないであろう。この意味では、金融政策が貸出を支援していると考えられる。しかし、民間金融機関が無リスク資産である当座預金を大幅に積み上げていることを考慮すると、貸出の増加幅は小さい印象である。実際、 balan

シートに占める貸出の割合はほとんど変化していない(図表1)。また、預金残高と貸出残高の差である預貸ギャップを見ても、拡大が続いている(図表4)。このような事実からは、ポートフォリオ・リバランス効果は現時点ではあまり発現していないと考えられる。

図表3：貸出先別貸出金



図表4：預貸ギャップの推移

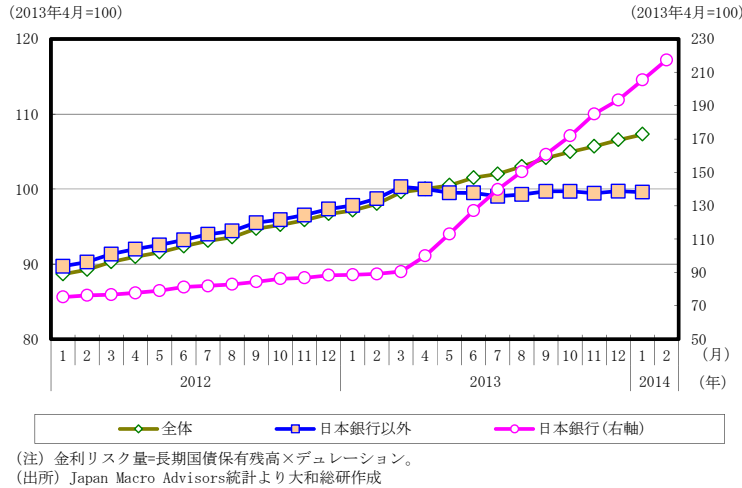


ポートフォリオ・リバランス効果が現時点で弱い要因として最初に考えられるのは、超過準備への付利であろう。超過準備への付利は、日本銀行が行うオペレーションへの応札を安定させることや、短期金融市場の機能不全を回避する目的で導入されている。すなわち、短期金融市場での取引コストがリターンを上回り、金融機関が短期金融市場から撤退せざるを得ない状況になってしまうことを回避する意図がある。ただし、準備預金を保有している金融機関にとっては、無リスクで0.1%のリターンを得ることのできる投資機会となる。よって、金融機関は当座預金に大量の資金を置いておくインセンティブが生じるため、超過準備への付利はポートフォリオ・リバランス効果を阻害する要因となる。超過準備への付利は日本銀行自身が設定可能であるため、超過準備への付利を撤廃するまたはマイナスに設定することで、ポートフォリオ・リバランス効果を発揮させることは、原理的には可能である。さらに、このような政策を行った場合、短期金利が一層低下することが予想され、イールドカーブを押し下げる効果も発揮されるだろう。ただし、各種オペへの応札が見込めなくなることから、マネタリーベース目標の達成は困難になるとみられる。

次に考えられるのは、政府による国債発行の増額と長期化である。図表5は日本銀行と、日本銀行以外の部門のそれぞれが保有する国債の金利リスク量(長期国債保有残高×デュレーション)の推移を示したものである。日本銀行が保有する国債の金利リスク量の動きを見ると、量的・質的金融緩和導入後、リスク量が急増している。これは、大量の長期国債の購入に加え、平均残存期間の長い国債を購入しているためである。一方、日本銀行以外の部門に注目すると、量的・質的金融緩和の導入以降も金利リスク量は横ばい圏の動きとなっている。日本銀行が大量に国債を買い入れているものの、日本銀行以外の部門が保有する国債の金利リスク量はほとんど低下していないのである。この背景には、政府による国債発行の増額や、発行国債の長期化が進んだことがあるとみられる。これらの要因については、当面解消する見込みはない。2014年度の国債発行計画では、超長期国債の発行増を見込んでおり、その結果、発行国債の平均償還年限は長期化する見通しである。政府が国債の発行増と年限の長期化を続けることで、日本

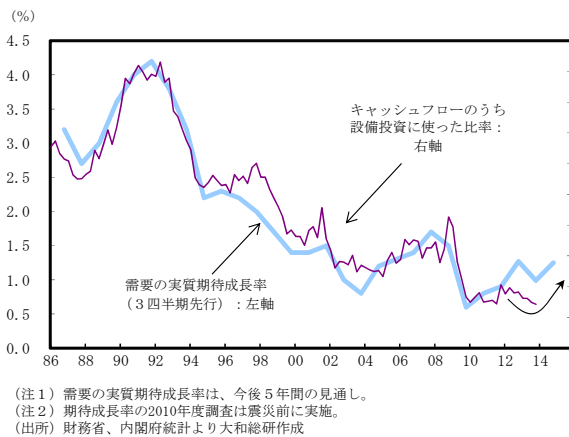
銀行による大量の長期国債の購入に関わらず、民間部門(日本銀行以外)の金利リスク量が減少しないのであれば、ポートフォリオ・リバランスは起きないだろう。

図表 5 : 日本銀行とその他の部門の金利リスク量

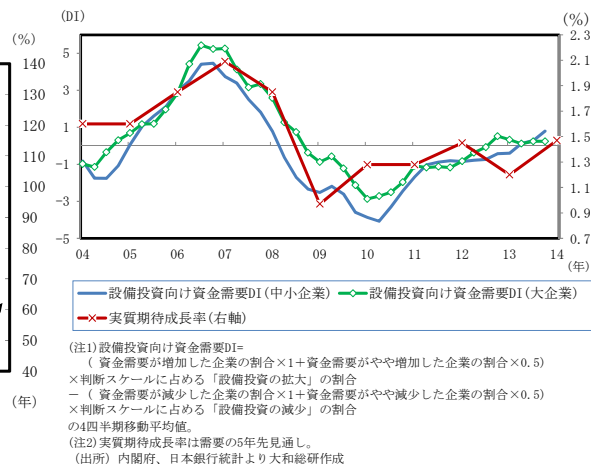


ただし、民間部門のリスク許容度を上昇させることができれば、貸出の増加やリスク資産への投資が増えることが期待できる。これには、期待成長率を上昇させることが重要であると考えられる。期待成長率を上昇させることができれば、企業は設備投資から得る期待収益が増えることとなるため、企業は設備投資を増加させるだろう。実際、実質期待成長率に遅れる形で、企業は設備投資キャッシュフロー比率を上昇させていることが分かる(図表 6)。また、実質期待成長率の高かった2008年ごろは設備投資向けの資金需要は非常に大きかった(図表 7)。このため、実質期待成長率を上昇させることができれば、企業は借入を通じて設備投資を増加させる可能性がある。ただし、実質期待成長率を上昇させるには、日本銀行の金融政策だけでは実行力に欠ける。むしろ、政府が成長戦略をいかに魅力的なものに仕上げていくかが重要となるだろう。

図表 6 : 設備投資キャッシュフロー比率と
実質期待成長率



図表 7 : 設備投資向け資金需要 DI



3. まとめ：日本銀行による国債の大量購入もポートフォリオ・リバランス効果には繋がらず

このように、現時点では超過準備への付利と政府による国債発行の長期化という要因が、ポートフォリオ・リバランス効果の発現を阻害していると考えられる。ただし、超過準備への付利については、マネタリーベース目標を達成するために必要な措置であることから、付利の撤廃は困難である。

貸出の増加やリスク資産への投資を促進させるには、民間部門のリスク許容を引き上げることが重要である。これには、政府の成長戦略による実質期待成長率の引き上げが極めて重要となるだろう。

(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」『金融研究』第25巻第3号、2006年10月。