



2014年11月25日

日 本 銀 行

フィナンシャル・フォーラムにおける挨拶の邦訳  
—パリ・ユーロプラス主催—

日本銀行副総裁 中曾 宏

## **(はじめに)**

本日は、パリ・ユーロプラス主催のフィナンシャル・フォーラムにお招き頂き、誠に光栄に存じます。

本席では、最初に、日本銀行が10月に決定した「量的・質的金融緩和」の拡大に触れたうえで、大規模な金融緩和が金融市場の機能に与え得る影響について、日本を念頭に置きながら、私なりの考えを述べたいと思います。

## **(主要国の金融政策の動向)**

日本銀行は、昨年4月、2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するために、「量的・質的金融緩和」を導入しました。この政策は、長年にわたるデフレの間に人々に染み付いた「物価は上がらない」という認識、すなわち「デフレマインド」を払拭し、家計や企業が「物価は緩やかに上昇する」ことを前提として行動するようになることを目的としています。具体的には、日本銀行の2%実現に向けた強く明確なコミットメントによって予想物価上昇率を引き上げると同時に、巨額の国債買入れによって、イールドカーブ全体に低下圧力を加えます。この結果、実質金利が低下し、設備投資、個人消費、住宅投資といった民間需要が刺激されます。民間需要が高まり、需給ギャップが縮小すれば、物価に上昇圧力がかけられます。そして、物価が実際に上昇すれば、さらに予想物価上昇率も上昇し、こうした一連のプロセスが一層強まっていくということです。

「量的・質的金融緩和」は導入後、所期の効果を発揮してきており、日本経済は、2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調に辿ってきました。実際、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を見ると、この政策の導入直前である昨年3月には-0.5%でしたが、その後プラスに転じ、年末までに+1%を上回る水準まで上昇しました。

もっとも、このところ物価を巡る環境に気になる動きがあります。一つは、消費税引き上げによる反動減が、自動車など耐久財消費や住宅投資で長引いていることです。もう一つは、夏場以降の原油価格の大幅な下落です。これらは物価の下押し要因として作用しており、1%台前半で推移してきた消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、9月には+1.0%まで伸び率が縮小しました。このうち、需要の一時的な弱さは既に和らぎは始めているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に寄与します。しかし、日本経済は現在「デフレマインド」を転換する途上にある

だけに、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、その転換が遅延するリスクもあると考えられます。こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、日本銀行は10月末の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定しました(図表1)。

具体的には、マネタリーベースの増加額を「年間約80兆円」へと約10~20兆円拡大します。それを実現するため、長期国債の買入れについて、日本銀行の保有残高の増加額を「年間約80兆円」へと約30兆円拡大します。同時に、買入れ国債の平均残存期間も、「7~10年程度」へと最大3年程度長期化・柔軟化します。これは、イールドカーブの短めのゾーンで金利低下が大きく進む一方、長めのゾーンでは金利が相対的に高い水準にとどまっていることを踏まえ、イールドカーブ全体の金利低下を促す目的をより実効的なものとするため、市場の状況に応じた柔軟なオペレーションができるように配慮したものです。また、ETFやJ-REITについても、保有残高の増加額をこれまでの3倍に拡大します。こうした措置は、冒頭でお話しした「量的・質的金融緩和」の波及効果を一段と強化するものであると同時に、「物価安定の目標」実現に向けた日本銀行の強く明確なコミットメントを改めて示すものです。

先ほどノワイエ総裁からお話があったように、欧州中央銀行は一段の金融緩和を進めています。米国においては、連邦準備制度理事会は新規の資産の買入れを終了しましたが、政策金利は相当期間ゼロ%近傍に維持される可能性が高いとの見方を維持しています。

各国中央銀行は、それぞれが直面している先例のない困難な経済情勢に対応するために、非伝統的な金融緩和策を採っている訳ですが、こうした政策は、金融市場の機能に対し、意図せざる、ときには負のインパクトを与えている、との指摘がしばしばなされます。こうした指摘に対して、私自身は完全には同意しかねます。中央銀行による大規模な金融緩和は、確かに金融市場に対し大きなインパクトを与えており、我々は市場の動向をよく見ていかなければならないと考えますが、これまでのところ、市場機能が深刻に阻害されている様子はありません。ここでは、最近の市場でしばしば話題となる3つのトピック—利回り追求の動き、マイナス金利、そして市場の流動性—に触れながら、私自身がこのように考える理由について説明したいと思います。

### **(利回り追求の動きについて)**

最初に、しばしばなされる「非伝統的な金融政策は、投資家の利回り追求を促すが、それが金融の不均衡を招き、結果的に金融市場や経済を不安定化させる

のではないか」との指摘について考えたいと思います。「量的・質的金融緩和」を含め、非伝統的な金融緩和策においては、ポートフォリオ・リバランスにより様々な資産のリスク・プレミアムを縮小させることが、一つの波及経路として期待されています。その意味で、リスク資産価格の上昇やボラティリティの低下といった市場の動きは、非伝統的な緩和策の意図するものと言えます。

むしろ我々が注意しなければいけないのは、利回り追求の動きが自己実現的なサイクルに入ると、市場や経済を不安定化させるリスクがある点です。資産価格の上昇およびボラティリティの低下により、当該資産の流動性を投資家が過大に評価し、価格が上昇するといったことが起きます。そうすると、更なる投資を呼び込み、一層の価格上昇に繋がる、といった連鎖が生じ得ます。また、もし資産価格の上昇が企業や家計といった非金融部門に過度に強気な期待を持たせると、それらの主体の過剰なリスク・テークを促すことにもなります。

これまでのところ、わが国の金融市場において、自己実現的なサイクルで上昇するといった意味で資産価格が過熱する兆候はありません。この点は、ときおり、地政学リスクや、世界経済に対する見方の変化や、主要国における政策変更を受けて、資産価格に調整が入っている様子を見ても明らかです。また、我々は、「金融システムレポート」において、金融部門・非金融部門をカバーする諸指標を組み合わせ、マクロ的な金融仲介の過熱感の有無を測るための指標として、「金融活動指標」を点検していますが、それを見ても、赤色の部分は殆どなく、現時点で、金融の不均衡の兆候は見えていません（図表2）。とはいえ、言うまでもなく、我々は金融市場に過熱感が生じていないか、引き続き注意深く見ていかなければなりません。

### **(マイナス金利について)**

もう一つ、最近のわが国金融市場で目を引く現象として、一部の市場金利のマイナス化があります。短期国債の流通利回り（短国レート）は、9月にマイナスに転じ、その後もおおむねマイナスで推移しました（図表3）。債券の利回りがマイナスになるというのは、直感に反しているため、わが国の金融市場に何か異常な機能不全が生じているのではないかと、との疑念を持たれるかもしれません。しかし、個々の取引の背景をよく見てみると、投資家がマイナス金利を受け入れるもっともな理由があることが分かります。

投資家が短期国債をマイナス金利で購入する例を、いくつか簡単に紹介しましょう。銀行は、流動性リスクやデュレーション・リスク管理の観点から、一定量の短期の流動資産を持つインセンティブがあります。多様な短期の流動資産

のなかで、投資家はしばしば短国を選好します。これは、短国が日本銀行から貸し付けを受けるための適格担保であるだけでなく、短期金融市場やデリバティブ取引の担保として最も適しているためです。現在、「量的・質的金融緩和」の下で、短期流動資産の金利は、全般的にゼロ近傍まで低下しています。このため、短国の価格に僅かでもプレミアムが乗せられると、そのレートは容易にマイナスになってしまいます。

また、外国の投資家も、円の金利をマイナスに押し下げらるうで重要な役割を果たしています。2014年の夏以降、為替スワップ市場においては、ドル超過需要が強まったことを背景に、円投ドル転コストは上昇しました（図表3）。これは、ドルを保有する外国投資家が、為替スワップを通じて非常に安いコストでドルを円に転換できることを意味します。短期金融市場の円金利は既にゼロ近傍にあるため、こうした外国投資家が円を調達する場合のコストはたいていマイナスとなります。外国投資家は、レートがマイナスの短国に対して、マイナスのコストで調達した円を投資しています。為替スワップによる円の調達コストが大きなマイナスであれば、こうした投資戦略でも十分な利鞘を稼ぐことができるのです。市場参加者によれば、ドル調達プレミアムの上昇にはドル調達需要の高まりと、ドル供給姿勢の消極化の双方の要因が働いているようです。需要面では、わが国の投資家が「量的・質的金融緩和」を受けて、ポートフォリオの一部を外貨建て資産にシフトさせているため、ドル調達の超過需要に繋がっています。また供給面では、市場参加者が、連邦準備制度理事会の利上げ開始観測の下でドルの出し手の貸出態度がタイト化していると指摘しています。さらに、その背後に国際的な金融規制強化の影響があるのではないかと、その声も少なからず聞かれています。こうした指摘に関しては、今後も注視が必要だと考えています。

まとめると、短国レートは、円の短期金利が全体として極めて低い水準にあるなかで、短国が様々な技術的要因により投資家の需要を集めているためにマイナスまで低下しています。こうした意味において、マイナス金利は、まさに強力な「量的・質的金融緩和」の効果を表しているといえます。

### **(市場の流動性について)**

最後に、市場の流動性についてお話ししたいと思います。最初にお話しした通り、市場から大量の国債を吸収することでイールドカーブに低下圧力を与えることは、「量的・質的金融緩和」の主要なメカニズムを構成する要素ですので、これが市場の価格形成や取引の動向に影響を与えることは当然のことです。そ

うしたなかで、「量的・質的金融緩和」の導入以来、市場参加者からしばしば指摘される懸念として、日本銀行による大規模な国債の買入れにより国債市場の機能が損なわれてしまうのではないかと、というものがあります。先般の「量的・質的金融緩和」の拡大により、こうした懸念は一段と高まっているように思われます。こうした懸念について、どう応えればよいのでしょうか。

この問題の難しい点の一つは、市場の流動性という言葉が、文脈により異なった意味で使われ得ることです。実際、市場の流動性について、確立された唯一の定義はありません。しかしながら、B I Sによる「流動性の高い市場とは、大口の取引を小さな価格変動で速やかに執行できる市場である」との定義は、よく知られ、受け容れられているように思われます。

そこで、この定義に従っていくつかの指標を点検してみると、市場の流動性について、相応に勇気づけられる姿が窺われます。国債先物の取引高は、「量的・質的金融緩和」の導入以降、さほど変化していません（図表4）。また、日中の取引毎の値動きを計る、値幅・出来高比率も低位で安定しており、市場流動性に問題がないことを示唆しています（図表5）。概して、これらの指標を見る限り、国債市場の取引は、「量的・質的金融緩和」の影響をさほど受けていないように思われます。

もっとも、国債市場の機能について、楽観的になれない理由もあります。例えば、我々が市場からの声を集めると、新発債の借入れが困難な場合があるなど、統計データでは掴めないところで、国債市場や関連する短期市場の機能の低下を伝えるエピソードが聞こえてきます。また、少なからぬ市場参加者が、国債市場は、その価格変動要因として、経済・物価情勢といったファンダメンタルズよりも、専ら金融政策に注目しているという意味において、機能が損なわれていると指摘しています。そうであれば、先行きの金融政策についての市場の期待が変わると大きく市場が動き得ることになります。これは、市場の流動性そのものの問題ではありませんが、我々が市場をモニターするに当たって心に留めておくべき論点ではあります。

これらの点を踏まえ、日本銀行は、金融市場の機能の状況を把握するために、幅広い市場参加者との対話を行ってきました。また、そうした努力の一環として、債券市場サーベイの開始をはじめとして、こうした対話を拡充する一連の策を打ち出したところです。サーベイ結果は公表する予定です。

## （おわりに）

ノワイエ総裁がおっしゃったように「強力な」非伝統的な政策を採ることで、

金融市場におけるそのプレゼンスが高まり、金融政策の意図した効果と金融市場の機能とのトレード・オフが生じるのは、避けがたい側面があります。金融市場の機能への副作用を極力少ないものにするには、市場との不断の対話—中央銀行の政策意図や経済・物価情勢の見方をしっかり共有することと、マーケット・インテリジェンスを活用して金融市場の動向をしっかりと把握すること—が何より重要です。日本銀行としても、そうした取り組みを今後も続けていきたいと考えています。

ご静聴ありがとうございました。

以 上

# パリ・ユーロプラス・フィナンシャル・フォーラム

2014年11月25日

日本銀行副総裁

中曾 宏



## 「量的・質的金融緩和」の拡大

マネタリーベースの年間増加ペースを  
「60～70兆円」から **「80兆円」** に拡大

長期国債の保有残高の年間増加額を  
**「80兆円」** に **「+30兆円」**

長期国債買入れの平均残存期間を  
**「7～10年」** に **「+3年」**

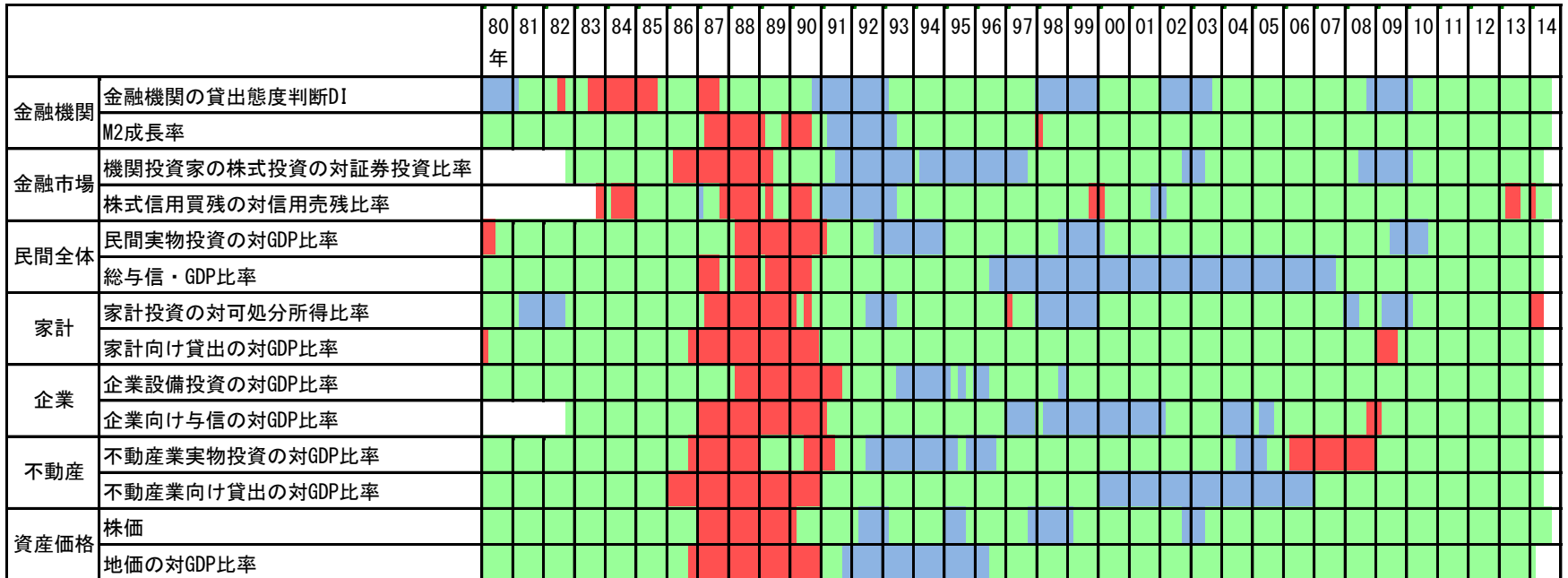
ETF、J-REITの買入れペースを **「3倍」**



これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が  
遅延するリスクを未然に防ぎ、  
好転している**期待形成のモメンタム**を維持

# 金融活動指標<sup>1</sup>

(図表2)



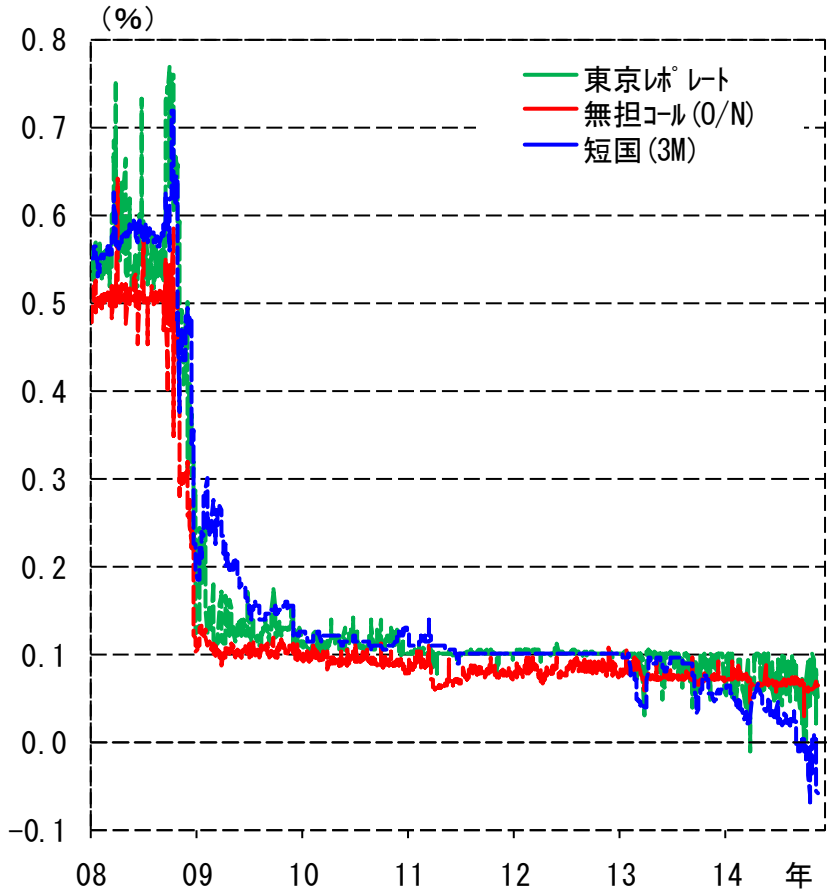
注：金融活動指標は14の金融指標から構成されており、それぞれの指標が過去の趨勢からどの程度乖離しているかによって、金融活動が過熱方向に変化しているのか停滞方向に変化しているのかを判断するものである。赤色(最も濃いシャドー)は指標が上限の閾値を超えて過熱方向に変化していることを、青色(2番目に濃いシャドー)は指標が下限の閾値を下回って停滞方向に変化していることを、緑色(薄いシャドー)はそれ以外を示す。また、白色はデータがない期間を示す。

出所：Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

# 短期金利

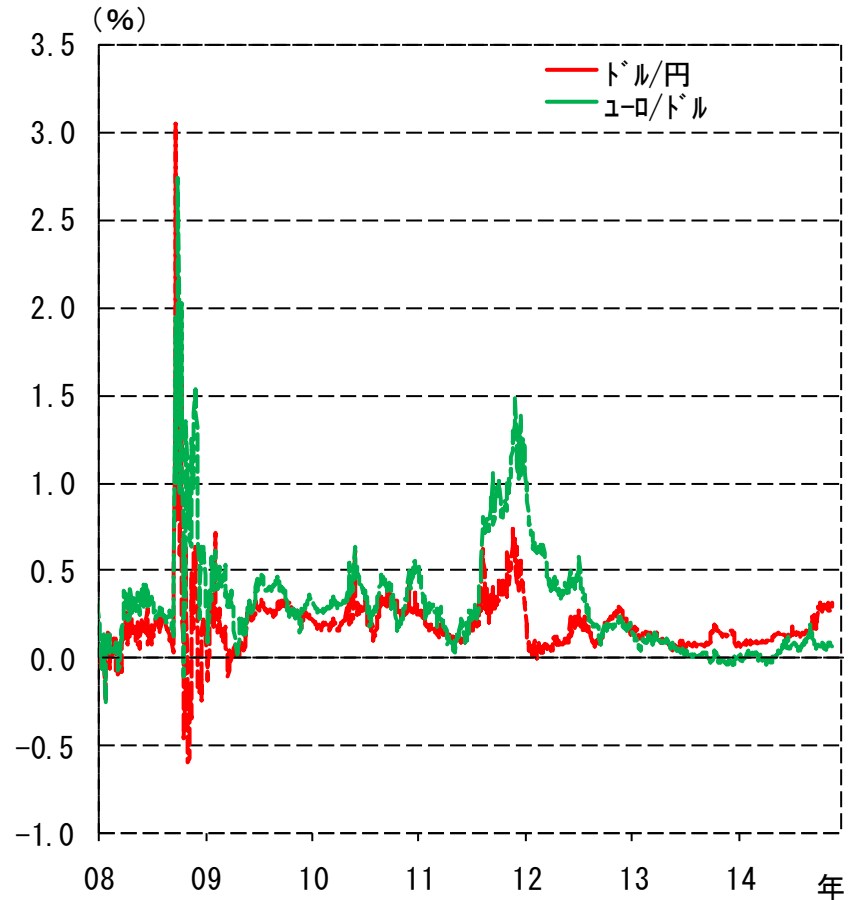
(図表3)

## 短期金利



出所: 日本相互証券、日本証券業協会、日本銀行

## ドル転コスト対ドルLIBOR スプレッド(3か月物)

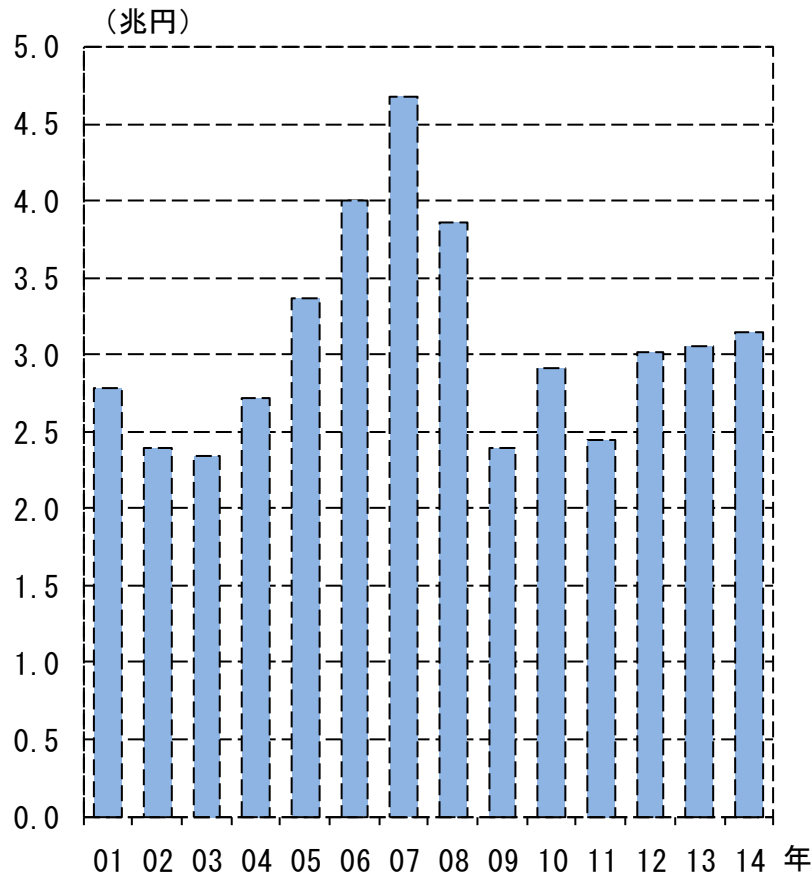


出所: Bloomberg

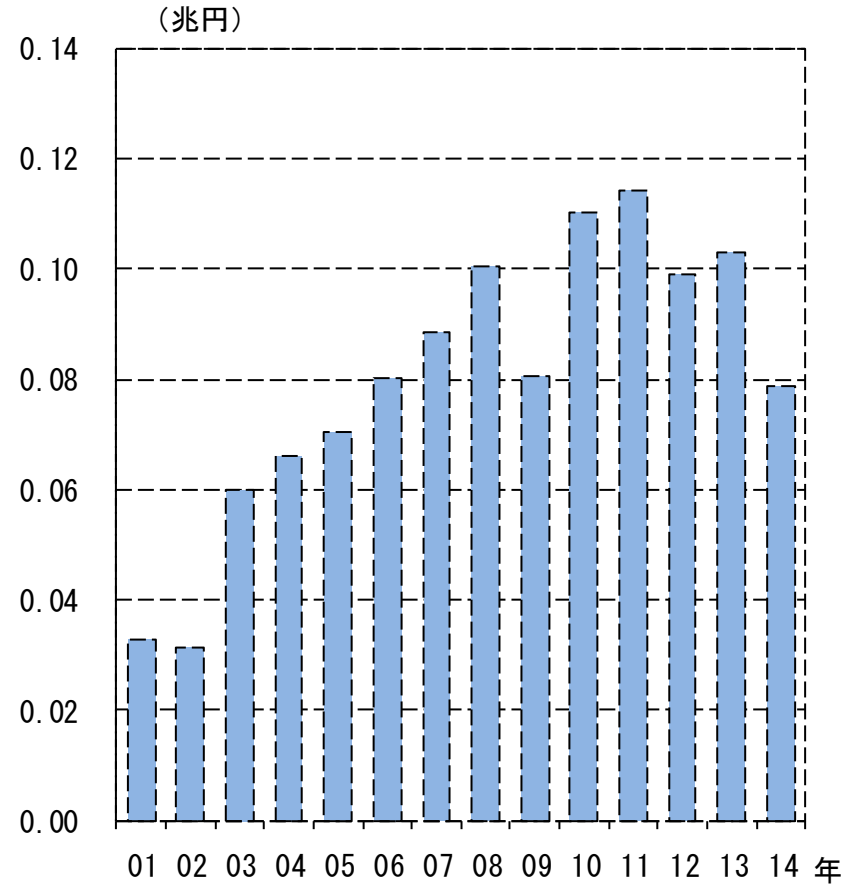
# 出来高(1営業日平均)

(図表4)

## 長期国債先物



## 10年新発債

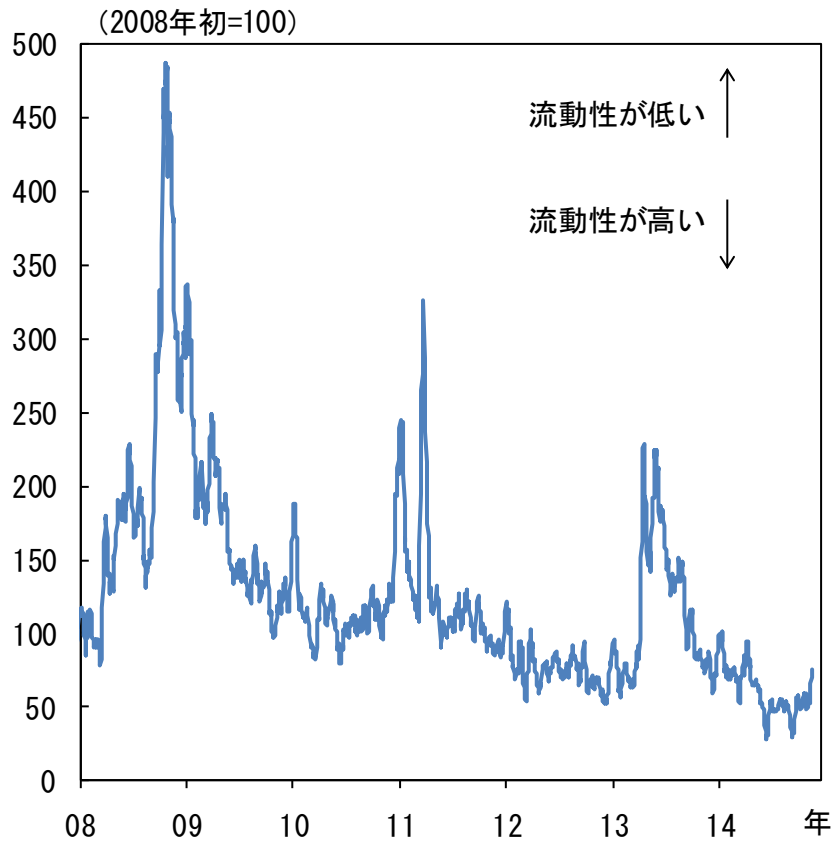


出所: QUICK

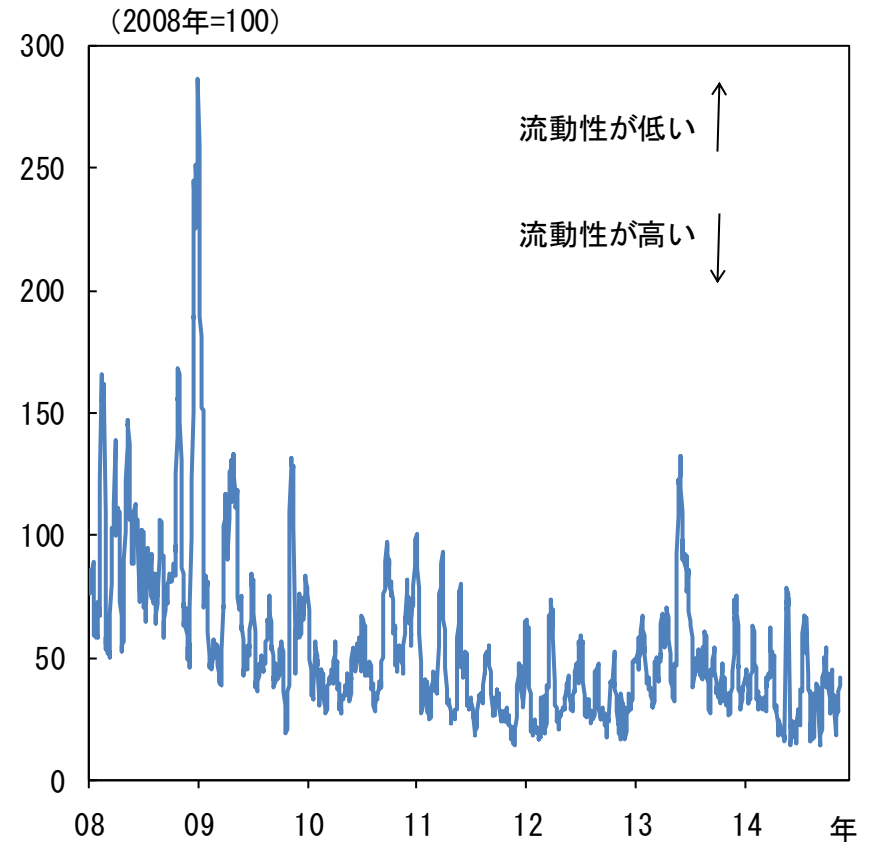
# 値幅・出来高比率

(図表5)

## 長期国債先物



## 10年新発債



注：後方10日移動平均。

出所：QUICK