

第2部

金融政策の視点からの相場の読み方

レッスン07 政策スタンスと相場

(1) 政府・日銀の金融政策の概要

一般的に政府・日銀の金融政策のスタンスは各種相場に対して非常に大きな影響を与えていくものと考えられます。政府・日銀の金融政策について概要を述べますと、次のような点が挙げられます。

第一に、日銀の金融政策の手段として、次の三つが挙げられます。

- ① 基準割引率および基準貸付金利の操作により金利水準を操作すること
- ② 公開市場操作（債券・手形等の買い・売りのオペレーション）により短期金融市場における資金量を調節すること
- ③ 預金準備率を上下させることにより、金融機関の手元流動性を増減させること

こうした三つの金融政策を通じて日銀の政策スタンスを知ることによって、政府・日銀の金融政策の現状や今後の方向性が見えてきます。

第二に、操作目標として、ハイパワード・マネー、短期金利があります。ハイパワード・マネーとは、日本銀行券発行高と市中銀行の日銀預け金の和をいいます。特に日銀預け金残高については短期金融市場における流動性をコントロールする目的で重視されている指標となります。流動性が豊富であれば、民間銀行の貸出が伸び、さらに企業の設備投資や個人消費の伸びに繋がるものと考えられているからです。

第三に、中間目標として、マネースtock、長期金利があります。マネースtockについては、以前マネーサプライといわれていましたが、現在はマネースtockと呼ばれています。マネースtockは レッスン 08 で解説します。

第四に、政府・日銀の金融政策の最終目標として、物価安定、経済成長、雇用増加、通貨価値の維持、の四つがあります。

以上のように、物価安定、経済成長、雇用増加、通貨価値の維持の四つの最終目標の達成を目指して、まず操作目標と中間目標を達成することを念頭に置きながら、日常的には三つの金融政策手段によるきめ細かい金融操作を行っているというのが我が国の金融政策の概要と言えます。

(2) 政策スタンスの類型

政府・日銀の政策スタンスは一応、三つに分類されます。

第一に金融緩和政策です。需給ギャップが大きくて、需要不足の経済の時には、金利を下げ、また

金融市場における資金量を増やして企業や個人が資金を調達しやすくする政策です。現在の日銀の政策スタンスはまさにこのような金融緩和政策を取っています。しかも2%の物価上昇を目標にし、デフレ脱却を目指して、日銀は、国債の購入だけでなく、ETF（上場投資信託）や J-REIT（不動産投資信託）を大量に購入しています。ゼロ金利政策やマイナス金利政策も導入しています。こうした金融政策はいつまで継続できるのか、また効果が上がるのか、現在の金融政策は非常に難しい段階にあるといえましょう。また出口戦略という言葉があるように、どういうタイミングで金融緩和を終了させていくのか、その時期、タイミング、方法などについては注目されることになるでしょう。

第二に金融引締め政策です。需給ギャップが小さくて、需要過剰の経済の時には、金利を上げ、金融市場における資金量を減らして企業や個人が資金を調達しにくくする政策です。過去のバブルのピーク時およびそれ以降は、まさに金融引締め政策を取っていました。

第三に、金融緩和と金融引締めの間位置する政策が中立的金融政策といえます。

例えば、中立金利は、「中立利子率」や「自然利子率」、「均衡実質金利」とも呼ばれ、経済（景気）に対して、緩和的でも引締めのでもない中立的な金利のことをいいます。これは、景気を刺激も抑制もしないとされる短期金利の水準であり、中央銀行の金融政策を決定する際に重要視されますが、各種統計には幅もあります。また、中立金利が低ければ、景気が後退した場合に政策金利を引き下げても効果が薄くなります。一般に物価上昇分を加味した（名目利子率から期待インフレ率を差し引いた）実質金利が中立金利を下回ると景気が刺激され、逆に実質金利が中立金利を上回ると景気が冷やされます。また、中長期的な実質金利は、潜在成長率に類似するとされています。従って実質金利は、消費や投資に影響を与えられています。

（3）政策スタンスと相場

政府・日銀の政策スタンスは各相場環境に大きな影響を及ぼすことになります。

すなわち、政策スタンスを変えることになると、現実には金融緩和政策を進めていくのか（これには、緩和政策を始めるのか、継続するのか、さらに緩和を強化するのか、の三つの違いがあります）、または金融引締め政策を進めていくのか（これにも引締め政策を始めるのか、継続するのか、さらに引締めを強化するのか、の三つの違いがあります）、のいずれの状況かによって影響の度合いが分かれます。

金融緩和政策を進めていく場合は、量的・質的緩和のいずれの場合も、株式、債券、為替市場に資金が放出されることになるので、マーケット参加者に対してプラスの影響を与えることになると考えられます。ただし各市場別にみると以下のような違いも考えられます。ただしここでは、株式市場、債券市場について考察します。なお、為替市場については、 レッスン 09 で政府・中央銀行の為替市

場への介入の影響を述べる際に考察します。

1. 株式市場

金融緩和政策が進められる場合は、株式市場に概ねプラスの影響を与え、株式市場は活発化していきます。売買量の増加は、株価の値上がりにもつながります。特に新興市場にはある程度のインパクトを与え、特に売買量の増加と特定の銘柄の株価上昇を招く要因となります。株式市場は売買量の増加がない場合は低迷する場合も多く、閑散相場などという言葉でその特徴が指摘されることがあります。売買低迷というのは、株式市場にとっては相場のエネルギーが少ない状態のことであり、一般的には売買量が多いことが好ましいといえます。

一方、金融引締め政策が採られた場合は、個人・法人とも投資家の株式売買代金は、どちらかといえば縮小されることになるので、売買高は減少することになり、株式市場の低迷を招くと推測されます。

2. 債券市場

債券市場については、政策スタンスの影響が多様化することが考えられます。広く金融緩和が浸透しますと、金融機関、機関投資家等の法人間の債券投資機会が増えて売買が活発化し、債券金利は低下することが予想されます（債券価格は上昇します）。

しかしながら金利水準が一定の水準以下まで低下し、これ以上の金利低下が難しくなると、債券市場の活発な売買が低迷する局面も予想されます。また、現在のように売買市場の主要な銘柄である国債の半分を中央銀行が保有している状態の場合、金融機関間や機関投資家間の売買が低迷することが想定されます。

一方、金融引締め政策が採られた場合は、金利は上昇し（債券価格は下落します）、金融市場における余剰資金も縮小することになるので債券売買高は減少することになります。

ただし金融債の当月の売り出しがほぼ最後の月になり、当月の金融債のクーポンがピークを迎えることになり、翌月の金融債のクーポンが低下する見込みになった場合には、当月債を求めて応募が殺到することもありました。

レッスン08 マネタリーベース、マネーストックと相場

(1) マネタリーベース

マネタリーベースとは、現金通貨と民間の金融機関の中央銀行預け金の合計のことです。中央銀行通貨ともいい、市中銀行通貨と対になる概念で、それぞれ現金と預金に対応します。地域や分野によってはベースマネー、ハイパワード・マネーやそれを翻訳した強力通貨、高権通貨とも呼ばれます。

日本の場合、現金通貨とは、日本銀行券と硬貨の合計であり、中央銀行預け金は、金融機関が保有する日銀当座預金残高がこれに当たります。日銀の定義するマネタリーベースは、日本銀行券発行高、貨幣流通高と日銀当座預金の三つを合計したものです。

(2) マネーサプライとの関係

$$\text{マネタリーベース} \times \text{貨幣乗数} = \text{マネーサプライ}$$

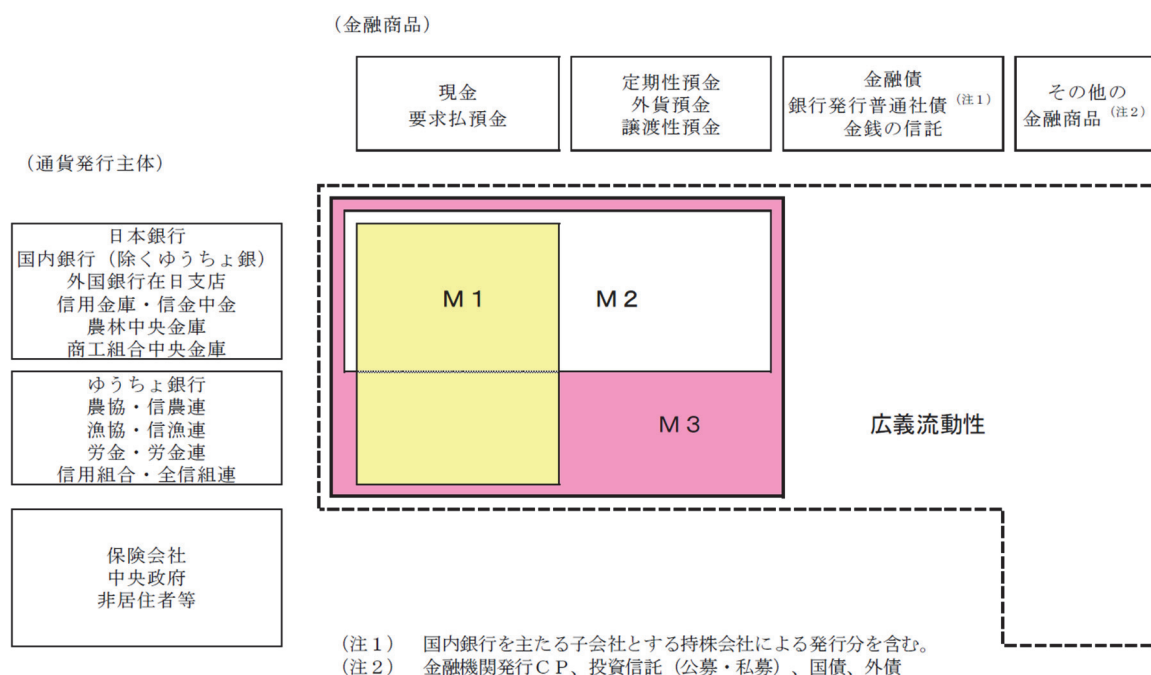
という数式があり、これをもって中央銀行はマネタリーベースをほぼコントロール下におくことによって間接的にマネーサプライを調節することができると解釈されています。マネタリーベースは政府が採用している金融政策を判断するための一つの指標と見なされています。

ただし、中央銀行がマネタリーベースでマネーサプライを調節できるかについては以前から議論があり、はっきりした結論は出ていないと思われます。

(3) マネーストック

2008年7月からマネーサプライ統計からマネーストック統計へ変更し、各指標の対象金融商品の範囲や通貨発行主体の範囲や一部計数の推計方法が変更されました。

図表 4 マネーストック統計



(出所) 日本銀行 HP
<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf>

主要な変更点は次の通りです。

- ① 通貨保有主体の変更範囲として、マネーサプライに含まれていた、証券会社、短資会社および非居住者が、マネーストックでは通貨保有主体から除外されました。
- ② マネーストックの「M1」は、マネーサプライの「M1」に含まれる「M2+CD 対象金融機関」の預金通貨のほか、ゆうちょ銀行、農業協同組合、信用組合などを含む全ての預金取扱機関の預金通貨が対象になっています。
- ③ 通貨保有主体の変更に伴い、マネーストックの「M2」からは非居住者預金が除かれています。それ以外は、マネーサプライの「M2+CD」の範囲と同じです。
- ④ 通貨保有主体の変更に伴い、マネーストックの「M3」からは非居住者預金が除かれています。それ以外は、マネーサプライの「M3+CD」から「金銭信託」を除いた範囲と同じです。
- ⑤ マネーストックでは、「投資信託」に私募投信を含めるほか、「銀行発行普通社債」を追加しています。一方、「債券現先・現金担保付債券貸借」を集計対象から除外しています。
- ⑥ なお、海外でも当初は、マネーサプライ (通貨供給量) という統計名称が使われていましたが、経済全体に流通している通貨量は、金融機関の与信行動と企業や家計などの通貨需要の相互作用によって決まるとの認識から、次第に、Money stock (通貨残高)、Monetary aggregates

(通貨集計量) といった統計名称で呼ばれるようになりました。

(4) マネタリーベース、マネーストックと相場

政府・日銀のマネーストックに対する政策スタンスは相場に一定の影響を及ぼすことになります。

すなわち、政策スタンスを変えることになると、現実にはマネーストックを増加させるのか、またはマネーストックを減少させるのか、のいずれの状況かによって影響が分かります。

マネーストックを増加させる政策スタンスを取れば、金融緩和を進めることになり、特に株式相場にプラスの影響を与えることにつながります。 レッスン 01 で述べたとおり、2013 年 4 月に黒田東彦氏が日銀総裁に就任して以来、「異次元」と呼ばれる思い切った金融緩和政策を実施してきました。

マネーストックを減少させる政策スタンスを取れば、金融引締めを進めることになり、特に株式市場にマイナスの影響を与えることにつながります。

レッスン09 中央銀行の行動と相場

(1) 政府・中央銀行（日銀）の為替市場への介入

まず相場に影響する政府・中央銀行の行動として取り上げられるのは、為替市場への介入です。

為替市場への政府・日銀の介入は為替市場にとって影響はかなり大きいものと考えられます。ただし為替市場への介入については、日本一国だけで対応するには批判も多く、多くの場合、世界の主要各国、特に G7 による協調介入の形をとって実施されています。

一番直近の為替市場介入は、東日本大震災直後の 2011 年 3 月 18 日 G7 声明に基づく協調介入、8 月 8 日 G7 声明に基づく協調介入、11 月の覆面介入に遡ることになります。(2011 年には協調介入 2 回、覆面介入 1 回が実施され、2012 年以降直近まで介入はなかった模様です。いずれも円売り介入で 1 ドル 80 円割れの水準の際に介入が行われました。)

なお、介入直後には円安ドル高に振れています。再び円高に戻る傾向が強かった時期です。歴史的には、2011 年 3 月の東日本大震災後、2011 年 10 月 31 日の 1 ドル 75 円 32 銭が円の史上最高値になりました。その意味では、円高のピークに近い時期に円売り介入を行ったことになり、介入のタイミングは悪くなかったと考えられます。もう少し言えば後からみて介入時期および為替水準、日本経済全体とのバランス等の観点から絶好の介入と褒めていいのではないかと考えます。

(2) 金利・債券、株式市場に対する一般的な金融政策による中央銀行の行動

日銀の金融政策は、レッスン 07 で説明した三つの市場操作で実行されます。三つの市場操作とは、基準割引率および基準貸付金利の金利操作、公開市場操作、預金準備率操作です。三つの市場操作を実行する上で、中央銀行は、操作目標（ハイパワード・マネー、短期市場金利）、中間目標（マネーストック、長期金利）、最終目標（物価安定、経済成長、雇用増加、通貨価値の四つの目標）を念頭に置きながら、前述（レッスン 07 および レッスン 08）で説明したような市場操作、政策スタンスの実施を行っています。

さらにこれら市場操作、政策スタンスの遂行を通じて、総称的な言い方になる金融緩和政策、金融引締め政策、中立的金融政策を実行しています。これらの行動は、相場に対して常に何らかの影響を与えていると考えられます。その内容は、レッスン 01 から レッスン 08 までに主に述べてきたものです。

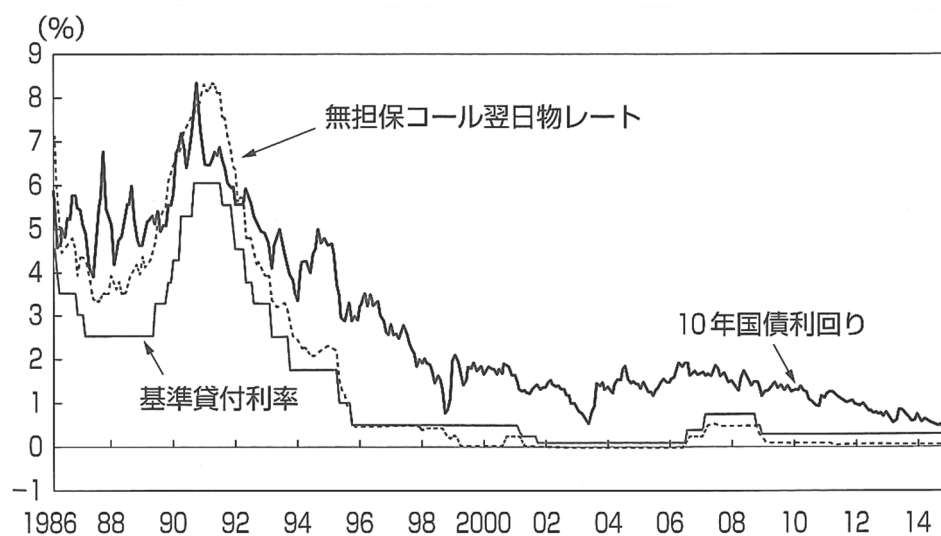
(3) 中央銀行の行動と相場

まず、1999年2月の金融政策決定会合で日銀はゼロ金利政策を採用したとされています。日銀の発表は、次のような内容でした。

「無担保コールレート（翌日物）を、できるだけ低めに推移するように促していきます。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能に十分配慮しつつ、コールレートを当初、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します。」

翌2000年3月になると、コールレートがさらに下がり、事実上ゼロ金利が成立したのです。ついに、ゼロ金利に突入しました。

図表 5 主要金利の推移



(出典) 日本銀行

(出典)「平成31年版 外務員必携」

次に日銀が取った政策は、金融緩和政策です。ゼロ金利にはこれ以上金利を下げられない限界があります。それに代わるものとして、2001年3月の金融政策決定会合で採用したのが量的緩和政策です。金融機関が日銀当座預金に預けている金額の量を増やしていこうとするものです。2003年10月には何回もの増額がなされ、32兆円まで引き上げられました。

一方、2002年9月になると、多額の不良債権を抱える銀行への不信から、銀行株を中心に株価全体が下がり続けます。日経平均株価はついに9000円を割り込む事態になりました。このため日銀は窮余の一策として、株を直接買い入れるという奇策に踏み込みました。当初の買い入れ目標は2兆円でした。

たが、その後 3 兆円に拡大します。これは、銀行の株を買い取ることで、銀行が株を保有するリスクを減らすことが目的でした。

日銀は、以上のような「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」を行いましたが、物価上昇目標を達成できず、デフレに苦しんでいる状態です。その結果、日銀は大量の国債を買い続け、株の購入を続けることでいくつもの会社の大株主になってしまいました。

その後、前述のとおり日銀は 2013 年 4 月に黒田東彦氏が総裁に就任して以来、「異次元」と呼ばれる思い切った金融緩和を実行しました。

そうした状況の中で、2016 年 1 月、日銀は一部「マイナス金利」を導入しました。マイナス金利は、一般の金融機関と日銀との間のことではあるのですが、一般の銀行にしても貸出金利を下げざるを得ません。銀行が、本来の業務による資金の貸出で利益を上げられなくなってしまいました。一方で、政府が発行する国債の金利もマイナスになりました。つまり、国債を発行すればするほど政府は儲かるという、奇妙な事態になったのです。

現在もこうした状況がまだ続いている状況であり、今後どのように展開するのか不透明な状況です。結果的には物価・インフレ率を 2%に引き上げることは難しい状況に至っています。

コーヒーブレイク



「NY 勤務時代 FRB ニューヨーク支店の地下倉庫で膨大な金塊を見学できた経験。

地下金庫が大きいだけでなく、あまりにも大量の金塊に圧倒された。

これらの金塊は金本位制（固定相場制）の元になった金塊であることがすぐ直観できた」

筆者は 1985 年 4 月に邦銀ニューヨーク支店に副支店長として赴任しました。支店における為替、株式、債券、資金及びそれらの派生商品（デリバティブ）のディーリング取引に関する責任者としてマネジメントを担当しました。その他に、支店長から要請があり、一時ディーリングを行いました。

それら取引に関わる担当者と週 1 回金曜日に打ち合わせを行い、トレーディング実績の結果とその反省を行いました。さらに、マネージャーやトレーダーが日常接するニューヨークのプライマリーディーラーや為替取引、マネー取引などの業者からの情報を交換することも行いました。

そうした取引業者の中で親しくさせていただいたのは、モルガン・ギャランティでした。特に米国債券のトレージャリー取引と情報提供が他社と比べて秀でていたと記憶しています。また、モルガン・ギャランティは金取引では米銀一位の顧客基盤があるという話を聞いていました。同社から、紹介・提案があり、わが社オフィスの近くにあった米国連銀（FRB）ニューヨーク支店の地下金庫を見る機会が与えられました。そこは、地下の特別のフロアらしく、あまりの金庫の大きさと保管されている金塊の多さに驚かされました。これらの金塊は、第二次大戦後から維持された金本位制度を支えた金 1 オンスと 35 ドルを交換する仕組みに基づく金塊なのでした。（今回調査によると、第一次大戦後 1920 年代ごろ金本位制度が行われており、1929 年の大恐慌後、1931 年に英国が離脱、1933 年に米国が離脱し、管理通貨制度に変わったことが判明しました。恐らく第二次大戦後、米国を中心とする米国経済の復活で米ドルにリンクした金本位制が復活したものと考えられます。）

1971 年 8 月には米国のニクソン大統領は、ドルの防衛のために、一方的な金とドルとの交換停止措置ならびに輸入課徴金の賦課を発表しました。為替市場の歴史として非常に大きな出来事であるニクソン・ショックです。これは、ドル不安に基づく固定相場制の終焉を意味したのです。今後各国通貨がまずドルへ交換され、ドルから金に交換する量が増加すれば、金の埋蔵量が不足することになるので、交換停止にし、しばらく猶予期間を取ることになったのです。收拾には協議のために時間がかかり 1973 年 2 月から 3 月にかけて先進諸国は固定相場制から変動相場制への移行に踏み切りました。変動相場制となり、マーケットでのドルの価格変動により、自国通貨とドルの市場価値を比較してみていくことになったのです。ドルを金に交換することは出来なくなったわけです。

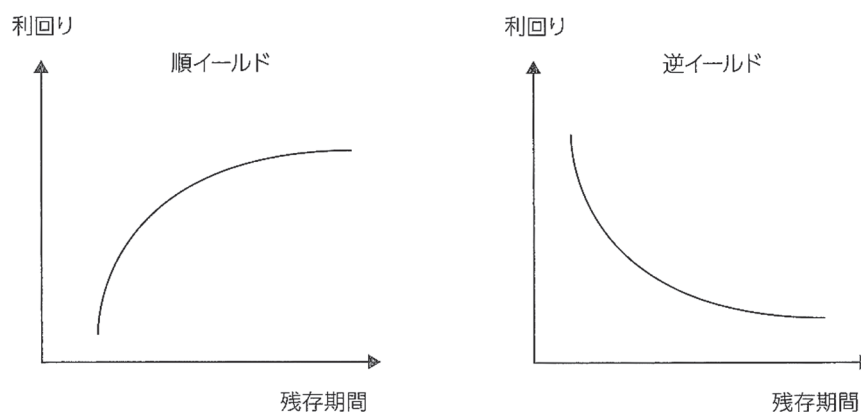
レッスン12 イールドカーブと相場

(1) イールドカーブ・コントロールの課題

2016年9月、日銀は2%の物価上昇目標に向けて、金融市場調節方針としてイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）を導入しました。

まずイールドカーブとは、縦軸に債券の利回り、横軸に残存期間をとったもので、「利回り曲線」とも呼ばれています。残存期間が長いほど将来のインフレ期待やリスクが考慮されて金利が上がるため、右上がりに描かれるのが一般的ですが、景気後退が予測される場合などには右下がりになる可能性もあります。

図表 7 イールドカーブ



(出典)「CFP®資格標準テキスト 金融資産運用設計」

現在の日銀のイールドカーブ・コントロールはどのようなものでしょうか。

短期金利には日銀当座預金の一部へのマイナス金利（▲0.1%）を適用し、長期金利は10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債を買い入れることで操作するとしています。これにより、2016年1月のマイナス金利政策導入以降平坦になったイールドカーブを、適切な傾きに形作ることを目的としています。

いくつかのイールドカーブ戦略の課題について述べていきます。

1. 国債金利はどう決まるのでしょうか。

国債の入札では、財務省が市場の動向を踏まえて「利率」を決定し、購入価格の変動により「利回り」が調整されています。この「利回り」が一般に国債金利と呼ばれており、一部の国債においては

この割合がマイナスになっています。ただし、「利率」と「利回り」の意味の違いには注意が必要です。

「利率」が額面に対して受け取る利子の割合を意味するのに対して、「利回り」は受け取る利子だけでなく、購入価格と額面または売却価格との差額なども含みます。例えば、10年で償還される額面100円、年利率2%の国債を110円で購入すれば、年2円の利息と1円の差損（1年当たりに換算）により、年間利回り（単利）は約0.9%になります。[(2円-1円) ÷ 110円 × 100 ≒ 0.9%]

2. 日銀は長期金利を操作できるのか。

日銀は、かつては公定歩合（基準貸付利率）を主な政策手段としていましたが、金利が自由化された後は、市場の資金量を調節することで短期金利（無担保コール翌日物金利）を目標に向けて誘導するという金融政策を行ってきました。近年では、低金利により短期金利の下げ幅が十分に得られないことなどから、当座預金残高やマネタリーベースを目標に据えた政策が実施されました。しかし、長期金利は、将来の変化を踏まえた長期資金に関する需給などの市場メカニズムの中で決まるため、中央銀行がコントロールするのは容易ではないという見方が一般的でした。日銀は、長期金利を操作目標とすることで、従来になかった金利に対する新しい考え方を示したと言えます。

3. 外国で長期金利を操作した例はあるのか。

主要国の中央銀行では、今回の日銀の例が初めての導入であるとされています。似た例として、第二次世界大戦中から第二次世界大戦後の米国で長期金利を一定の上限の下で推移させる政策が行われたことはありましたが、政策としては長期金利を直接操作するのではなく、短期金利を一定の水準に固定するものでした。

4. イールドカーブ・コントロールにはどんな課題が考えられますか。

主要国では例を見ない政策であり、長期金利を意図した通りに操作できるかどうか大きな課題です。日銀が指摘する通り、これまでは長期国債の買い入れとマイナス金利によりイールドカーブ全体を押し下げることに成果をあげてきましたが、長期金利についてはこの先どこまでコントロールできるかは未知数です。また、その押し下げによる貸出金利の低下といった金融環境の改善などは裏腹に、長期・超短期金利の低下が経済や金融面に悪影響を及ぼす可能性が生じた経験から、目指すべきカーブの形やコントロールの手段については分析を続けなければなりません。イールドカーブには市場の期待を反映する指標という側面もありますが、金融政策によって操作されることで期待の方向性が分かりづらく、その解釈が一層難しくなるということも考えられます。長期金利の操作を明示した金融政策は新しいものであるため、他の主要国に先駆けて、このほかにも様々な課題への対応を迫られることになりそうです。

(2) イールドカーブと相場

現在のような政府・日銀の金融緩和政策があり、横一線に近いイールドカーブをコントロールしている状況を考慮すると、マーケット参加者としては活発な売買を繰り返すにしても、国債金利は低水準で進行することになり、相場自体は低金利ゾーンを意識した売買が続くことになるかと思われます。そして、以下のような影響があるかと思われます。

① 市場金利全般の低下

現在のようなゼロ金利や一部マイナス金利政策を取ると、イールドカーブは横一線のような状態になり、特に長期金利が低く、市場金利全般の低下が続く状態になります。

② 金融機関の預金・貸出金利低下

金融機関の預金金利、貸出金利は市場金利の影響により、ゼロに近い金利になります。

③ 金融機関の収益力低下

金融機関の預金金利と貸出金利が低下しているので貸出利鞘が少なく、金融機関の収益力の大幅な低下を招きます。

④ マイナス金利への適応が進んでいないこと

マイナス金利は歴史的に初めてのことなので投資家、金融機関、機関投資家等は今回のマイナス金利政策に関して適応が進んでいないと考えられます。

⑤ 金融機関のマイナス金利での運用回避

金融機関としてはマイナス金利の運用は自身の収益悪化に繋がるので回避したいという考えです。

⑥ 運用利回りの低下で商品の募集停止や早期償還の動き

運用利回りの低下により、顧客のニーズが乏しくなっており、運用機関としては、商品の募集停止や早期償還が続く可能性が高いと思われます。

⑦ 短期金融市場や国債市場の流動性の低下

全般的に金利低下が続いており、短期金融市場や国債市場の流動性の低下を招いており、積極的な売買が控えられています。

⑧ 金融緩和の出口局面における日銀の財務リスク

金融緩和の一部解除が予想された場合には、また実際に出口局面が進んだ場合は、短期金利の上昇、長期金利の上昇により、国債全般の値下がりが具体化すると含み損、実現損が発生し、現在のように、日銀の国債保有額が国債発行残高の約 50%と巨額に達しているため、日

銀の財務リスクが発生することになります。