

非伝統的金融政策と為替レート

細野 薫

学習院大学

金融市場パネル2012年10月12日

非伝統的緩和策とは？

- 極めて低い政策金利のもとで、伝統的な政策手段を超えて、中央銀行が購入対象とする金融資産の範囲と購入金額を拡大すること。
- 日本銀行: 量的緩和(2001年-06年)、「包括的な金融緩和政策」(2010-)
- FED: 信用緩和(2008年)、量的緩和(QE1-3:2009-12)
- ECB: 信用支援強化(2007-)
- BOE: 量的緩和(2009-)

金融政策と為替レート

- 伝統的金融政策
- 金利低下→資本の流出→為替レート減価
- 実証的にも、確認されている。
- 非伝統的金融政策
- 【理論的】
- 流動性の罫(ゼロ金利)のもとで有効か？
- コミットメント(時間軸)効果、ポートフォリオ・リバランス効果は有効か？
- 【政策的】
- 「切り下げ競争」というのは本当か？

推計方法

- 為替レート: 円/ドル、円/ユーロ、円/ポンド、ドル/ユーロ、ドル/ポンド、ユーロ/ポンド
- データ: 日次(2001年1月1日-2012年3月31日)
- 各中央銀行(BOJ、FED、ECB、BOE)が非伝統的金融政策をアナウンスした日と、その前後各3営業日の効果を推計。
- 日銀は、量的緩和策(2001-06)年とグローバル金融危機後の政策(2008-12年)を区別。FEDは、信用緩和策(2007-08)年と量的緩和策(2009-11年)を区別。
- バンドワゴン効果(前日の為替レート変化率)、平均回帰効果(トレンドからのかい離)も考慮。

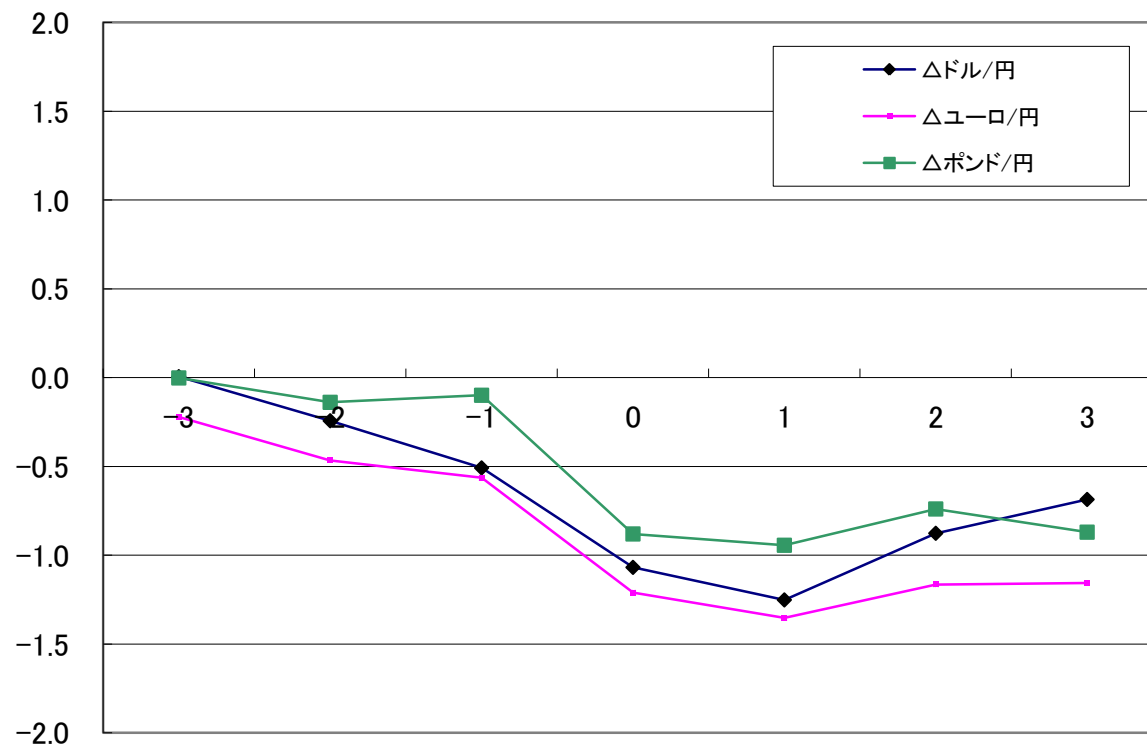
推計結果（効果の大きさ）

- 有意に自国通貨を減価させる効果が観測されたケース
- 日本銀行による2001-06年の量的緩和（対ユーロ）
- 日本銀行による2008年以降の緩和策（対ドル、対ユーロ、対ポンド）
- FRBによる2009年以降の量的緩和策（対円、対ユーロ）
- 以上3ケースでは、自国通貨を0.3%から0.8%減価させる。
- これは、政策金利の1%ポイントの引き下げ効果よりも大きい。

- 他方、FRBによる信用緩和（2007-08年）、ECBによる信用拡充策、BOEによる量的緩和策は、あまり有意な効果が見られない。

論点1 効果は持続的か？

- 2007年以降の日銀の非伝統的緩和策の効果を見ると、アナウンス2日後以降、反転する傾向もみられる。



論点2 なぜ、非伝統的金融政策が為替レートに影響しないことがあるのか？

不安定な金融システムでの非伝統的緩和策は、リスクプレミアムを低減し、資本流入を促すため、ポートフォリオ・リバランス等の効果を相殺する可能性。

- 日本銀行とFRBの非伝統的緩和策がS&P500に及ぼした効果を推計すると、
- 日本銀行の量的緩和策(2001-06年)とFRBの信用緩和策(2007-08年):有意にプラス(当日0.8-0.9%)
- 日本銀行の非伝統的金融政策(2008-12年)とFRBの量的緩和策(2009-11年):有意な影響なし。

参考資料1A. 日本銀行の量的緩和

日本銀行	
日付	内容
2001/3/19	量的緩和政策の開始。日本銀行当座預金残高を5兆円程度に増額。
2001/8/14	日本銀行当座預金残高の目標値を「6兆円程度」に引き上げ。
2001/9/18	日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標とする。 長期国債の買い入れ額を年間2.4兆円増額し、7.2兆円に増額。
2001/12/19	日本銀行当座預金残高の目標値を「10～15兆円程度」に引き上げ。 長期国債の買い入れ額を年間2.4兆円増額し、9.6兆円に増額。
2002/2/28	長期国債の買い入れ額を年間2.4兆円増額し、12兆円に増額。
2002/10/30	日本銀行当座預金残高の目標値を「15～20兆円程度」に引き上げ。 長期国債の買い入れ額を年間2.4兆円増額し、14.4兆円に増額。 手形買入の期間を「6か月以内」から「1年以内」に延長。
2003/3/25	日本銀行当座預金残高の目標値を、3月31日まで「15～20兆円程度」に引き上げ。 4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、「17～22兆円程度」に引き上げ。
2003/4/30	日本銀行当座預金残高の目標値を「22～27兆円程度」に引き上げ。
2003/5/20	日本銀行当座預金残高の目標値を「27～30兆円程度」に引き上げ。
2003/10/10	日本銀行当座預金残高の目標値を「27～32兆円程度」に引き上げ。
2004/1/20	日本銀行当座預金残高の目標値を「30～35兆円程度」に引き上げ。

1B グローバル金融危機以降の日本銀行の非伝統的緩和策

日付	内容
2008/12/2	民間企業債務の適格担保について、社債と企業向け証書貸付債権の格付けに係る要件を「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和。
2008/12/19	長期国債の買入れ額を年間2.4兆円増額し、16.8兆円に増額。買入対象に30年債、変動利付国債、物価連動国債を追加。
2009/2/19	企業金融支援特別オペレーションの強化・延長(3か月物の増額)。社債(A格相当以上、残存期間1年以内、1兆円以内)の買入れを発表。
2009/3/18	長期国債の買入れ額を年間4.8兆円増額し、21.6兆円に増額。
2009/12/1	固定金利資金供給オペレーション(期間3か月物)を導入(10兆円程度)。
2010/3/17	固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを10兆円程度増額し、20兆円程度に増額。
2010/5/21	成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案を発表。
2010/8/30	固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションについて、期間6か月物を新たに導入。
2010/10/5	金利誘導目標を0.1%前後から、0~0.1%程度に変更。
	資産買入等の基金を創設し、国債(残存期間1~2年程度)、社債(同)、ETF、J-REIT等の買入れ(5兆円程度)及び、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション(30兆円程度)の実施を発表。
2011/3/14	資産買入等の基金を10兆円程度増額し、総額を40兆円程度に増額(長期国債買入れは0.5兆円程度増額し、2兆円程度)。
2011/6/14	成長基盤強化を支援するための資金供給について、出資及びABL等を対象とする新たな貸付枠を5000億円設定。
2011/8/4	資産買入等の基金を10兆円程度増額し、総額を50兆円程度に増額(長期国債買入れは5兆円程度増額)。
2011/10/27	資産買入等の基金による長期国債買入れを5兆円程度増額し、総額を55兆円程度に増額。
2012/2/14	資産買入等の基金による長期国債買入れを10兆円程度増額し、総額を65兆円程度に増額。
	中長期的な物価安定の目途を1%とすることを発表。

1C FRBによる信用緩和策

日付	内容
●2007/12/12	Term Auction Facility (TAF)の導入の発表。預金取扱機関に対する融資。
2008/3/11	Term Securities Lending Facility (TSLF)の導入の発表。プライマリー・ディーラーに対する財務省証券の貸付け。
2008/3/16	Primary Dealer Credit Facility (PDCF)の導入の発表。プライマリー・ディーラーに対する融資。
2008/9/19	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)の実施。預金取扱機関等による、MMF保有のABCP買取資金に係るノンリコース・ローンの提供。
2008/10/7	Commercial Paper Funding Facility (CPFF)の導入の発表。FEDによる実質的な発行体からのCPの買い入れ。
2008/10/21	Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)の導入の発表。FEDによる実質的なMMF等からのCD・CP等の買い入れ。
2008/11/25	Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)の導入およびエージェンシー債とMBSの買い入れの発表。前者は、プライマリー・ディーラー経由でのABS(後にCMBSを追加)保有者に対するノンリコース・ローンの提供。

1D FRBによる量的緩和策

日付	内容
2009/3/18	長期国債を6か月以内に最大3000億ドルを買い入れ、エージェンシー債とMBSの買い入れ額をそれぞれ最大で1000億ドルと7500億ドル増加させると発表。
2010/8/10	エージェンシー債およびMBSの元本償還分の長期財務省証券への再投資、および保有国債のロールオーバーの発表。
2010/11/3	2011年6月末までに長期財務省証券を追加的に6000億ドル買い入れることを発表。
2011/9/21	保有財務省証券の平均残存期間の長期化(2012年6月末までに、残存期間6～30年の財務省証券を4000億ドル買い入れ 残存期間3年以内の同証券を同額分売却)の発表。

1E BOEによる量的緩和策

日付	内容
2009/1/19	Asset purchase programmeによる資産買い入れの発表。BOEの完全子会社であるファシリティによる一定の要件を満たす国債、CP、社債の購入。
2009/3/5	750億ポンドの英国債を買い入れることを発表。
2009/5/7	資産買入額を500億ポンド増額し、1250億ポンドに増額。
2009/6/8	Secured commercial paper facilityの導入を提案。資産の買入対象を売上債券のような資産に裏付けられた証券に拡大することを提案。
2009/8/6	資産買入額を500億ポンド増額し、1750億ポンドに増額。
2009/11/5	資産買入額を250億ポンド増額し、2000億ポンドに増額。
2011/10/6	資産買入額を750億ポンド増額し、2750億ポンドに増額。
2012/2/9	資産買入額を500億ポンド増額し、3250億ポンドに増額。

1F ECBによる信用拡充策等

日付	内容
2007/8/22	Longer-term refinancing operation (LTRO) を実施することを発表。期間3カ月400億ユーロの長期オペレーション。
2008/3/28	LTROの期間を6カ月に延長。
2008/9/29	Special term refinancing operation (STRO) を実施することを発表。
2008/10/15	オペレーションの適格担保の範囲を拡大すると発表。
2009/5/7	LTROの期間を1年に延長。カバードボンドの買い入れを決定。
2010/5/10	Securities Markets Program (SMP) を導入することを発表。
2011/10/6	New covered bond purchase programme (CBPP2) を実施することを発表。新たに400億ユーロのカバードボンドを買い入れるプログラム。
2011/12/8	LTROの期間を3年に延長。

参考資料2 推計式

- Δs_t 為替レート変化率、 s_{t-1} 前日為替レート(対数値)、 s_{t-1}^T 為替レート(対数値)過去250日移動平均、 QE_t 非伝統的金融政策アナウンスダミー
- (1) $\Delta s_t = \phi_0 + \phi_1 \Delta s_{t-1} + \phi_2 (s_{t-1} - s_{t-1}^T) + \phi_3 QE_t + \varepsilon_t$
- (2) $\Delta s_t = \phi_0 + \phi_1 \Delta s_{t-1} + \phi_2 (s_{t-1} - s_{t-1}^T) + \sum_{j=-3} \phi_{3j} QE_{t+j} + \varepsilon_t$
- GARCH(1,1)
- (3) $\varepsilon_t = v_t \sqrt{h_t}$, with $v_t \sim N(0,1)$, $h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1}$, $\alpha_0 > 0$, $\alpha_1, \alpha_2 \geq 0$

参考資料3. データ

- ①日本銀行による非伝統的金融政策が円レートに及ぼす影響を検証する際には、日本銀行が政策アナウンスメントを行う時刻をはさむ、EST前日17時からJST当日20時までの為替レートの変化率を被説明変数とし、日本銀行によるダミーのみを説明変数として用いる。
- ②日本銀行以外の中央銀行による非伝統的金融政策が為替レートに及ぼす影響を検証する際には、各中央銀行が政策アナウンスメントを行う時刻をはさむ、JST当日の20時（EST6時あるいは7時）からEST17時までの為替レート変化率を被説明変数として用い、当該2中央銀行による2種類のダミーを説明変数として用いる。

参考文献

- 細野薫・吉川浩史・磯部昌吾 (2012)「非伝統的金融政策と為替レート」『社会科学研究』近刊。