

ポर्टフォリオリバランスとその効果

早稲田大学 米澤康博

本論文の目的はわが国のポर्टフォリオリバランス効果を実証的に明らかにすることにある。この効果を分析する際の共通の **framework** が定まっていない中、一つの **framework**、考え方、定式化を提案する。

ポर्टフォリオリバランスの語彙は、中央銀行の国債買いオペレーション政策によって国債利回りを大きく低下させ、民間金融機関等を中心にそれへの運用魅力度を下げ、相対的に期待収益率の高い株式、貸し出し等のリスク資産運用へポर्टフォリオをシフトさせる効果から来ている。ポर्टフォリオリバランス政策の目的はこのポर्टフォリオ調整を通じて国債以外のリスク資産の期待収益率を下げることにある。この政策は特にわが国の異次元量的緩和政策の一つとして行われている。

実証分析の視点としては第一に、民間金融機関等がポर्टフォリオを如何にリバランスしたかの視点からであり、例えば Saito and Hogen(2014)、Arslanalp and Botman(2015) 等がある。第二としてはその結果、資産価格に如何なる効果をもたらしたかの視点であり、例えば、Stein(2012)、Li and Wei(2012)、磯部、中澤、米田 (2014) もこの視点に相当する。本当に危険資産の期待収益率が下がったのか否かの視点である。本論文の実証とはこの後者の実証であり、それを目的としている。

実証分析の結果、日銀の大量国債買い入れが国債利回り、リスクプレミアムを低下させていることは明らかであり、その効果は相当に強いことがわかる。それに比してそれが株式のリスクプレミアムに与える効果は予想に反してアベノミクス以前はプラスの効果を持っていたがアベノミクス以降は有意な効果は持っていない。株式 ETF の購入も株価に対しては有意な効果は持っていないことがわかる。これは予想外であるが、この間の株価の上昇は ROE の上昇で十分に説明できるからである。株式購入額、国債購入額は高い伸び率で上昇しているが株価はそこまで上昇していないのが実態である。またわれわれが経験したように株価は緩和政策が発表された時点で大きく株価に反映されるので一般の回帰分析ではその効果が捕まえられない可能性がある。ファイナンスの **event study** のように分析した方が良いのかもしれない。この点は今後の課題としたい。ただし、アベノミクス以降の ROE の上昇は為替の円安効果に負う所が大である。この円安はもちろんアベノミクスの異次元緩和政策によるものであるので、この点を含めて再評価するのであればそれは株価を高めたと言っても誤りではないであろう。