

2013年6月21日
No.2013-0008

数字を追う ～パラダイム変更後の政策下の金融・経済動向

調査部 主席研究員 吉本澄司

《要 点》

- ◆ 2012 年末以降、株式などの資産市場は、経済活性化やデフレ脱却など政策への期待など、予想の変化に影響を受けて価格が動いてきた。しかし、5月下旬以降、期待の揺らぎ、海外要因への懸念などによるリスクオンを受けて、不安定化した。
- ◆ このような状況に関して評価を急ぐ動きもあるが、パラダイム転換的な政策変更が行われた場合、市場で消化が進み、心理が落ち着くまでには、一定の期間を要する。また、政策効果の実体経済への浸透には数年単位のタイムラグが伴う。
- ◆ 政策のパラダイム転換が行われた例としては、1980 年前後以降の米国をあげることができる。当時の新金融調節方式導入はインフレ抑制が狙いであったが、消費者物価上昇率が目に見えて鈍化するようになったのは約 3 年が経過してからであった。この他、現在、出口戦略について注目が集まりつつある米国の大規模な資産購入第 3 弾、いわゆる QE3 も、QE1、QE2 と共に一連の非伝統的金融政策である。
- ◆ 最近のわが国の例、および米国の 2 例の三つの局面では、資産価格の中でも特に株価が敏感な反応を示した。ただし、政策効果への期待が短期的な株価の動きに大きく表れるとしても、実体が伴わないままでは長続きしない。米国の株価が 1980 年代以降、長期的な上昇トレンドを維持できたのは、株価の上昇を実態面で裏付ける条件が着実に整っていったためである。
- ◆ バブル崩壊以降、わが国では、経済成長を抑制しデフレのもととなっていると目される要因を取り除き、経済活性化につながると主張される環境を整備するために、多くの政策が行われてきた。2012 年末以降の動きは、不十分であった分野への対応を強化する狙いであろうが、効果が表れるにせよ、一定の年数がかかる。
- ◆ また、経済の変革には、政策の役割も重要であるが、究極的には、企業をはじめ各経済主体の活動の総合的な成果として表れる。米国では、成長著しい新興企業の誕生などに支えられて、長年、株価が史上最高値を更新してきたが、政策の違いだけが主因であったのか、振り返っておくことも必要だろう。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・吉本澄司宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-5327

Mail: yoshimoto.kiyoshi@jri.co.jp

1. このところ不安定度を増した資産市場

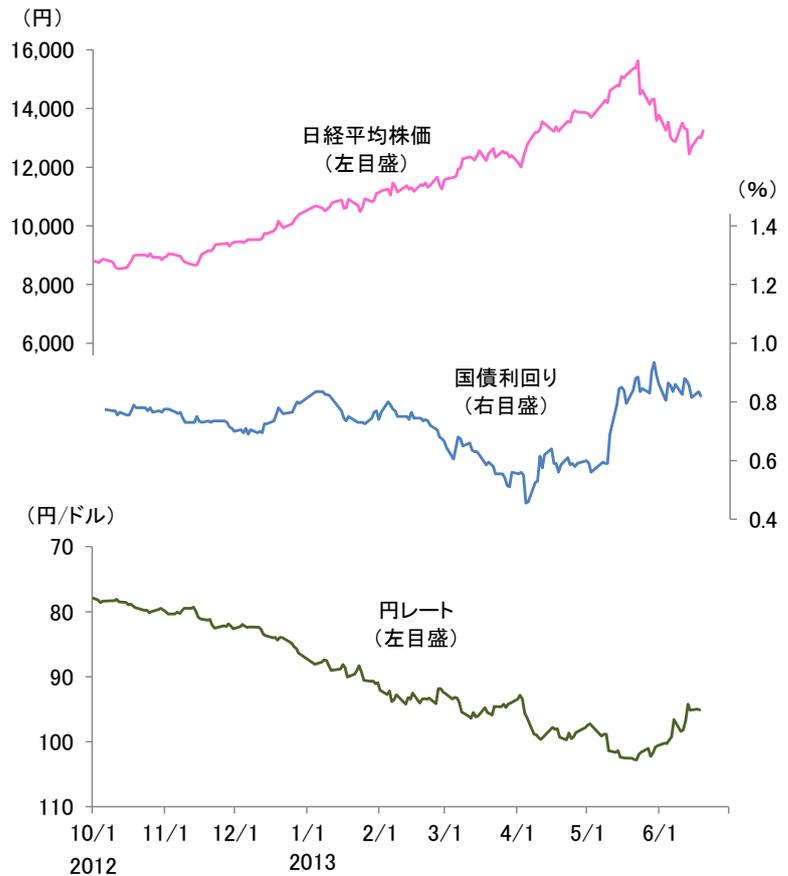
2012年末以降、株式、債券、外国為替などの資産市場では、経済活性化やデフレ脱却などへの期待、閉塞感の後退など、予想の変化に少なからず影響を受けて価格が動いてきた。資産市場は、財・サービス市場に比べて心理面の影響が大きく、価格の動きが速いという特徴を持っている。そのため、資産価格の落ち着き所についてただちに判断しにくいような突発的出来事や、政策の大幅な変更が生じると、市場の変動が大きくなる傾向がある。

ここ半年余りの例では、デフレ脱却を目指す思い切った金融緩和という金利低下要因と、デフレ脱却が実現するのであればいずれ生じるのは必須の上昇要因が交錯することになった債券市場で、まず国債利回りの動きが不安定化した(図表1)。一方、株式市場と外国為替市場では、経済活性化策への期待や金融緩和強化(海外との相対的な金融緩和度の変化)が生む効果の予想によって、株価と円レートの水準訂正が起きたが、その過程での動きは基調的な株高、円安に近く、方向感が定まらないような変動ではなかった。

しかし、5月下旬以降、政策対応への期待の揺らぎ、リスクオンなどを受けて、株式市場と外国為替市場で従来の株高基調、円安基調とは異なる動きが生じ、債券市場でも方向感が定まりにくくなっている。中でも株価反落については、政策内容への市場の評価であるかのような受け止め方もみられる。

もともと、政府の成長戦略の具体像が固まり、法制度や予算を伴って本格的に動き出すのは今後のことであり、それによって各経済主体の活動が変わるにも一定の期間を要する。金融政策は既に実施されつつあるが、もともと政策効果が物価に波及するまでには時間がかかることが見込まれている。成長戦略やデフレ脱却を狙いとする政策の達成状況を表す経済成長率、国民所得、物価動向など財・サービス市場の指標がどう変わるか、明らかになるのはまだ先のことである。

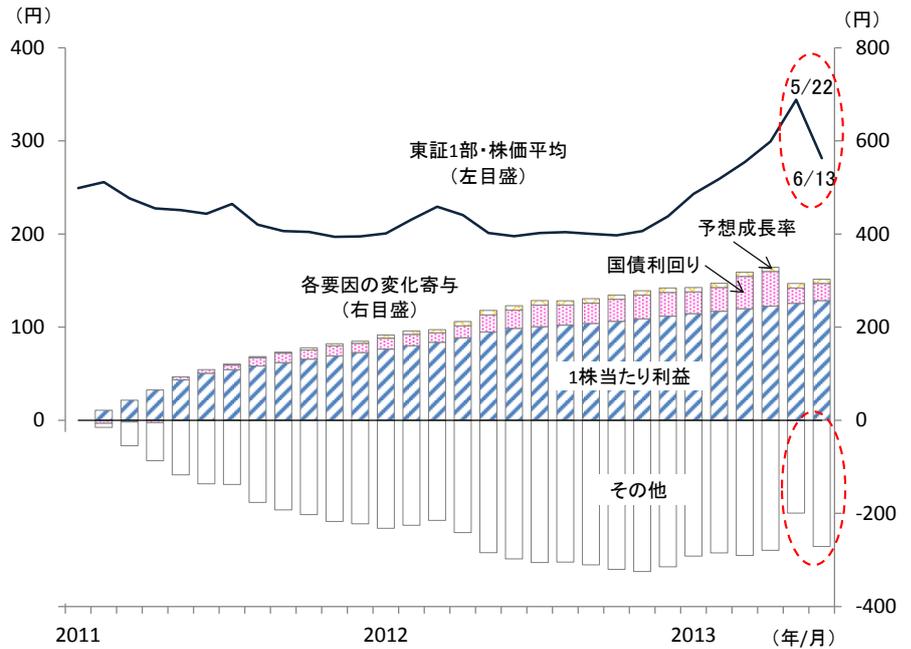
(図表1) 最近の株式市場、債券市場、外為市場の動向



最近の株価変動は、それまで心理的要素の改善によって上昇が加速されていたところに、中国経済の不透明感や米国の金融緩和縮小懸念¹などが生じたこと、期待先行で膨らんでいた政策内容への現実的修正が起きたこと、ボラティリティ増大自体がリスク要因となってさらに価格にはねる面があったこと等によって、上昇に寄与していた心理要素が揺らぎ、資産価格特有の急激な調整が起きたと言えるだろう（図表2）。

しかし、相場の材料となっている中国経済の先行き懸念などがそのまま現実化・深刻化するような事態が起きれば別の展開を考えざるを得なくなるとしても、そのようなリスクシナリオ以外では、当面、企業業績などのファンダメンタルズ面は改善が見込まれ、また、国債利回り上昇の影響も（不安心理を通じたリスク要因としての寄与以外の、純粋な金利水準変化としては）限定的である。したがって、当初続いた上昇局面と異なり心理的要素の楽観・悲観方向への振れ具合に左右されて短期的な変動が大きい局面が続くことはあっても、下落基調へと流れが完全に反転したとは、まだ断じにくい。

（図表2） 株価変動の要因



（資料）東京証券取引所「東証統計月報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
 （注1）株価は、単純平均値を東証株価指数の動きで調整。
 （注2）各要因の変化寄与（交絡項を除く）は、2011年1月との差として求めている。
 （注3）「その他」は、注2の各要因以外の部分であり、各要因の交絡項、リスクプレミアム要因、誤差などが含まれる。
 （注4）詳細は Research Focus No.2013-006「数字を追う～最近の株価上昇をどう見るか」（2013年5月22日）を参照。

2. パラダイム変更後の金融・経済動向の事例

そもそも、パラダイム転換と受け止められるような政策変更が行われた場合、狙いとする政策効果がどの程度実現したか、懸念された副作用は結局どうであったかなど、その評価を巡って市場心理が落ち着くまでには、一定の期間を要する。これは、政策の意図・背景に関して（初期のうちには）さまざまな観測・憶測が出がちであること、政策効果の浸透にタイムラグが伴うこと、効果の評価に必要な統計指標などがすぐには出揃わないこと、これらを受けて定量的な調査・分析とその改良が積み重ねられ一定の評価が定着するまで時間がかかること、などによるため、それまでは、思惑や、感覚的・表面的なコメント、不十分な情報に基づく判断が出回る場合が多い。市場メカニズムの中で、玉石混淆の情報が可能な限りの確に利用され、平均的には「正しい」価格形成が行われる可能性はあるが、情報の消化が進むまでの間、大きな価

¹ 始まりはバーナンキFRB議長との5月22日の議会証言で、6月19日の記者会見でも可能性を言及。

格変動を引き起こす場合がある。

市場関係者などからパラダイム転換と受け止められるような政策変更が行われた例としては、1980年前後以降の米国をあげることができる。この他、現在、出口戦略について注目が集まりつつある米国の大規模な資産購入第3弾、いわゆるQE3も、QE1、QE2と共に一連の非伝統的金融政策である。ただし、米国の信用緩和策については、仕組みが完全に同一ではないとはいえ、先行例として日本の量的緩和があったこと、バーナンキFRB議長の従前からの考えを鑑みれば、リーマン・ショック後の金融・経済危機という状況下で、非伝統的金融政策（QE1）に踏み切ることが驚きではなかったことなどの点において、政策導入に対する意外感はやや小さかったことも確かである。

一方、米国のかつての新金融調節方式は、後述する金利の大幅な変動が端的に示しているように、近年の信用緩和策に比べてはるかに大きく市場心理を揺り動かし、落ち着くまでに期間を要した。この新金融調節方式は、今回のわが国の例に比べると、政策の目指す方向がデフレ脱却とインフレ抑制と対称的であったが、政策変更が浸透していく過程の金融・経済動向を追うことができるという利点があるため、最近のわが国の動向と比較を試みる。あわせて、米国の大規模な資産購入策実施に伴う市場動向も並記する。

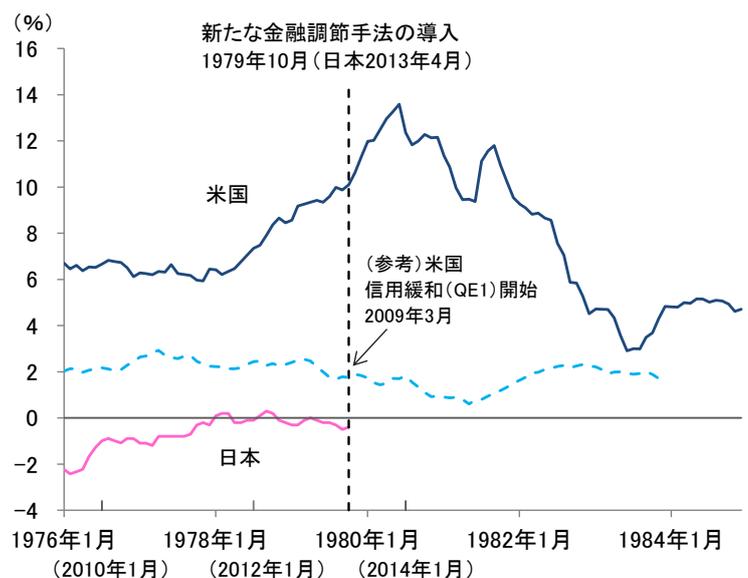
(1) インフレ率の動向

米国の消費者物価上昇率（除く食品・エネルギー、前年比）は、1960年代半ばまでは1～2%台と落ち着いていたが、その後、①公的扶助、国防費（主にベトナム戦争関連）など財政を通じた直接的・間接的な需要増加、②生産性の低下および賃上げとのバランス喪失、③石油危機によるコスト押し上げなどによって、インフレが加速していった。また、これによって予想インフレ率も上方にシフトするようになり、いわばインフレ高進が経済主体の行動に織り込まれるような状況となった。

この間、FRBは、(名目)金利の変更を主とする金融政策を続けたが、予想インフレ率が高まる中で、物価上昇を抑えるのに十分な効果を持つ水準まで政策金利を引き上げられず、インフレ抑制にこぼれた。言い換えれば、金利の大幅な上昇を抑える背後では、それに必要な資金供給が行われることとなり、インフレ抑制に効果的なほど引き締めが進まない結果となっていた。

このような状況を打開するため、FRBが、金融政策の操作目標をフェデラルファンド・レートから非借入準備に変更し、フェデラルファン

(図表3) 消費者物価の動向



(資料) 米国労働省HP、総務省統計局HP

(注) 消費者物価は、米国が食品・エネルギー除く総合、日本が生鮮食品を除く総合で、ともに前年比。

ド・レートの日々の変動を容認する方針を打ち出したのは、1979年10月のことであった。新金融調節方式の導入によって、とりわけ当初は、後述するように名目金利が跳ね上がり、変動幅も大きくなった。また、他の資産価格にも影響が及んだ。

金融・資本市場における資産価格形成への波及に比べて、インフレ抑制という本来の狙いが財・サービス市場に生じるまでには時間を要した。金融引き締めによる景気後退と需給緩和、インフレ心理の落ち着きなどによって、消費者物価上昇率が目に見えて鈍化するようになったのは、金融政策のパラダイム転換から約3年が経過してからであった（図表3）。

また、参考として、米国における大規模な資産購入第1弾、いわゆるQE1（2009年3月）開始後の物価動向をみると、当初は景気回復の弱さ、需給ギャップの大きさなどを反映して上昇率の縮小（インフレ率の鈍化）が進んだが、1年半余りから2年程度経過した頃から、景気回復の定着、原材料価格の上昇とその転嫁などを背景に反転し、おおむね2%台に戻った。反転のタイミングが、QE2の開始（2010年11月）と比較的近いことから、政策が予想インフレ率に及ぼした効果を指摘する見方もある。

一方、わが国の場合、第二次石油危機の影響で5~8%台になったのを最後に、消費者物価上昇率は小幅になった。円高や資源価格下落が進んだ1980年代後半には1%未満となって、一時、マイナスになることもあったが、デフレが頻繁に口の端に上るようになったのは、バブル崩壊によってさまざまな経済の課題に注目が集まるようになった1990年代以降のことである。

政府がデフレにあるという認識を初めて示したのは2001年3月であったが²、既に1995年以降、（消費税率引き上げの影響があった時期を除けば）物価上昇率はマイナスまたはわずかなプラス（ほぼゼロ）という状況が続いていた。期間の長さにおいて、かつての米国のインフレ以上に「根を下ろした」状態となっている。このため、「量的・質的金融緩和」が目指す「前年比上昇率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」というデフレ解消の達成は決して容易な目標ではなく、より長い期間を要する可能性が大きい。

(2) 短期金利の動向

新金融調節方式導入当時の米国では、その前から、インフレ抑制を目指して金利引き上げが何度も行われていた（図表4）。ただし、引き締めの相対的な厳しさをインフレ率との比較で見ると、高まりつつあった消費者物価上昇率（その時点の実績）を多少上回る程度の金利水準への引き上げであった。仮に予想インフレ率に半年後、1年後の状況が織り込まれていると考えて、将来の時点の消費者物価上昇率と比べれば、いわゆる実質金利はマイナスであった。

しかし、新金融調節方式の導入後のフェデラルファンド・レートは、従前の「振れの少ない」

² わが国の場合、バブル崩壊後の経済不安定局面で物価下落が定着していったことから、物価下落という事実だけでなく、その背景や要因と考えられる（物価以外の）様々な経済指標の動向と結び付けて「デフレ」を定義して議論が展開される傾向があった。このため、論旨によって「デフレ」の意味するところがバラバラとなっていた。2001年3月に政府の認識は、持続的な物価下落をデフレと定義すれば日本経済は緩やかなデフレにあるとしており、デフレを本来の定義に絞った上で、判断を行った形となっている。

上昇から一転して、大幅な変動を繰り返すようになり、金利水準は総じて高めとなった。この結果、金利が大きく低下した期間を除くと、フェデラルファンド・レートは消費者物価上昇率（その時点、将来の時点）を大幅に上回ることが多くなった。

その後は、前述のように、新金融調節方式の導入から約3年が経過してインフレ率が落ち着いてきたことや、当時、米国で進められていた金融制度改革を背景に新しい金融商品が次々に生まれ、中間目標である量的な金融指標の意義や定義が難しくなる中で、金融調節において量的な操作がやや柔軟に行われるようになったこと³等から、金利が激しく変動することはなくなったが、金利水準がインフレ率に比べて高めにとどまる状況は続いた。これは、米国の景気拡大の持続（1982年11月～1990年7月）、レーガノミクスによる

財政を通じた直接的・間接的な需要増加といった条件下では、量的な操作指標から導き出される金利がインフレ率に比べて高めに落ち着くようなメカニズムが働いたためと考えられる。

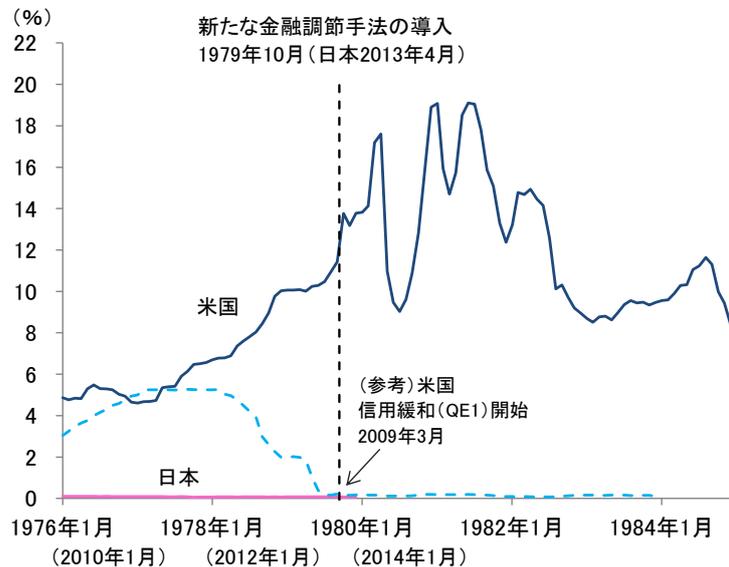
次に、参考として近年のQE1開始当時をみると、サブプライムローン問題をきっかけとする景気の悪化と金融システムの不安定化に対処するため、政策金利が繰り返し引き下げられ、QE1の開始前に既にゼロ金利政策が取られていた。その後、政策の重点は金利操作から大規模な資産購入に重点が移ったが、当然、ゼロ金利は続いており、動きは乏しい。

わが国の場合も、「量的・質的金融緩和」の前から、事実上のゼロ金利政策、さらには「包括的な金融緩和政策」の下で金利はほぼゼロに貼りついていてきた。また、後述する長期金利（国債利回り）と異なり、短期金利（無担保コールレート）は、緩和政策の下で上昇することはまず生じないため、「量的・質的金融緩和」後もゼロ金利のまま、特に大きな動きは起きていない。

(3) 長期金利の動向

新金融調節方式の導入当時、米国では、長期金利（国債10年物）も、一段と上昇した（図表5）。長期金利には、将来の短期金利の予想も織り込まれるため、足元から将来にわたる動きが

(図表4) 短期金利の動向



(資料) 米国FRB HP、日本銀行HP、日経NEEDS

(注) 短期金利は、米国がフェデラルファンド・レート、日本が無担保コールレート。

³ 量的な操作が厳格に行われて調整圧力が金利に集中する場合に比べて、金利の変動はやや抑えられると考えられる。

均されることによって、短期金利ほど振幅は大きくならなかったが、新金融調節方式の導入前に比べれば、短期金利の振幅拡大を受けて、長期金利も上昇・低下の動きが大きくなった。

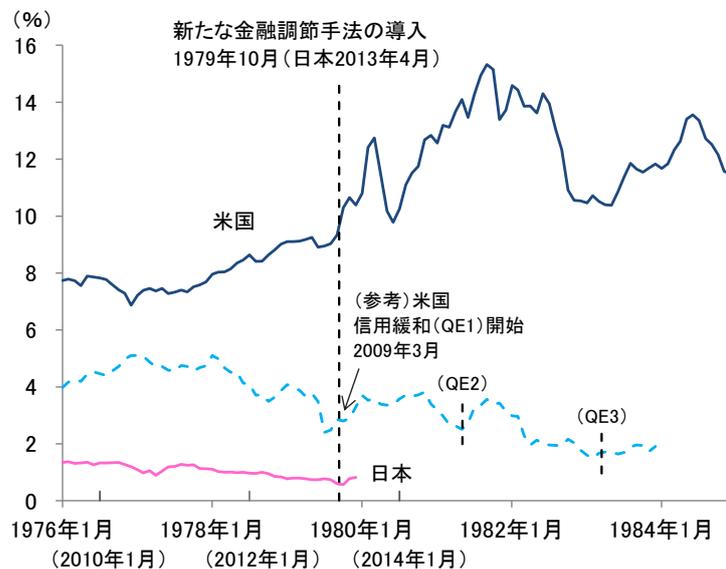
米国の長期金利の動きで特徴的だった点は、インフレ率が落ち着いた後の金利高止まりの程度が、短期金利より大きかったことである。当時の米国の財政は、レーガノミクスによって大規模な減税が行われ、また「強い米国」を目指す一環として国防費が増強されるなど、拡張的と受け止められていた。レーガノミクスでは、当初、財政赤字が減少する見通しを掲げたが、赤字はむしろ拡大し、市場の懸念材料として意識されることが多くなった⁴。長期金利の高止まりには、このような面も影響し

ていたとみられる。米国の「高金利」を背景に、外国為替市場では、後述するようにドル高が生じた。

次に、参考として、大規模な資産購入（QE1～QE3）の下での米国の長期金利動向をみると、短期金利のゼロ金利化を反映して、傾向的には低下している。ただし、政策が功を奏して経済への好影響（含む雇用・物価）が生じた場合を想定すれば、将来の金利上昇を織り込む必要があるため、低下要因、上昇要因が競い合う形となり、総じて、政策の具体像が明らかになるまでは緩和拡大への期待から低下し、具体化した後は、経済指標の動きや出口戦略の想定などを材料に、過去の低下の一部が修正されるという動きが繰り返されている（もともと、短期金利の振幅の違いを反映して、かつての新金融調節方式の導入当時に比べれば、動きは穏やかである）。

一方、わが国では、図表1でみたように、株式市場と外国為替市場より一足早く、債券市場の動きが不安定となり、国債利回りの上昇と変動増大が生じたが、期間10年の金利が1%未満という歴史的にみれば「超低金利」が続く中での動きであり、新金融調節方式導入時に米国で起きた大幅な変動とは比較にならない（図表5）。また、QE1からQE3の下での米国の長期金利動向と比べても、変動幅ははるかに小さい。

（図表5）長期金利の動向



（資料）日経 NEEDS

（注）長期金利は、米国、日本ともに国債利回り（10年物）。

⁴ 1990年代になると、景気上昇による歳入増加の寄与が大きくなって、財政赤字は急速に改善した。

(4) 株価の動向

株価については、短期金利、長期金利と異なり、新金融調節方式導入当時の米国より、最近の日本の方が大きな変動を示している（図表 6）。

米国の新金融調節方式は、わが国の「量的・質的金融緩和」とは逆に、インフレを抑制するために引き締めを強化する政策であったので、論理的には株価の下落要因であったが、現実には顕著な調整は生じなかった。

当時の米国の株式市場の動向を振り返ると、1979年8月に有力経済誌が「THE DEATH OF EQUITIES」という特集を組んだことに象徴されるように、長期的な低迷が続いていた。PERなどの指標に割安を示唆する数字が表れていたが、株価上昇にはつながらないままであった。

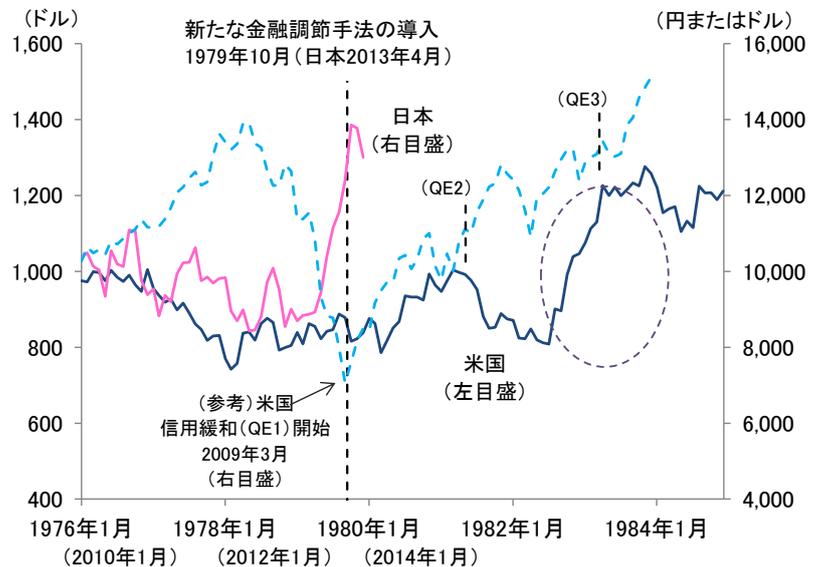
生産性の低下、労働コストの上昇、インフレの高進など、米国経済が抱えていた諸問題と、それによる経済の先行きへの悲観が株価を制約していた。

金融引き締めの強化にもかかわらず株価の反応が限定的であったという実績に合わせた定性的解釈としては、（新たな下落要因が出るまでもなく）既に十分に低迷していたこと、引き締め強化自体はマイナス要因であっても、インフレ抑制が達成されるのであれば一方的な悪材料とも言えないこと、といった理由を考え得る。

一方、その後、金融引き締め強化による景気後退と需給緩和、インフレ心理の落ち着きなどによって、消費者物価上昇率が目に見えて鈍化した後、量的な操作の柔軟化、金利引き下げなど、金融緩和が可能になるような局面に入ると、今度は、株価は大幅に上昇した（図表 6 の点線の囲み部分）。1982年⁵に始まった株価の本格的な上昇は、途中、IT バブル崩壊やサブプライムローン問題に端を発する金融危機など、いくつかの調整期をはさみながらも、2013年5月28日の史上最高値 15,409 ドル 39 セントにつながっている。

また、QE1 開始時でも、政策導入とほぼ同じタイミングで株価の基調が変わり、上昇に転じている。動きも債券市場（長期金利）に比べて明らかに大きい。パラダイムの変更とも言える新金融調節方式によって強化した引き締めの柔軟化の例、そして大規模な資産購入の開始の例、いずれも緩和方向への金融政策の転換によって、株式市場に変化が生じたように見える。ただし、株価関連のファンダメンタルズが政策転換によってただちに改善するわけではないので、

（図表 6） 株価の動向



（資料）日経 NEEDS
 （注）株価は、米国がダウ平均、日本が日経平均。

⁵ 1982年の最安値（終値ベース）は8月12日の776ドル92セントで、1982年以降、現在までの最安値でもある（無論、1981年以前では、より安い株価が存在する）。

当初の株価上昇は、将来の好転を予想に織り込むことやリスクプレミアムが低下することによって生じたと考えるのが妥当である。このため、しばらく上昇局面が続いた後、期待の変化などによって、上昇分の一部がいったん調整されることが珍しくない様子も見て取れる。

類似の状況は、わが国でも生じている。株価は、「量的・質的金融緩和」より前の2012年11、12月頃から上昇が目立つようになり、2013年4月の「量的・質的金融緩和」の発表後に一段と加速した。2013年5月下旬以降の下落によって、4月以降の上昇分はほぼ消えた形であるが、2012年終わりから2013年3月までの上昇分は維持されている。この株価上昇には、金融政策に限らず、より広範な政策への期待の広がりや寄与したとみられるが、ファンダメンタルズからの乖離だけを強調し過ぎるのも適切ではない。2012年末より前には、企業業績の改善傾向にもかかわらず株価が低迷を続けるという、逆の意味でのファンダメンタルズからの乖離（マイナス方向）が長く起きており、その修正（ファンダメンタルズへの接近）という面もあるためである（前掲図表2）。

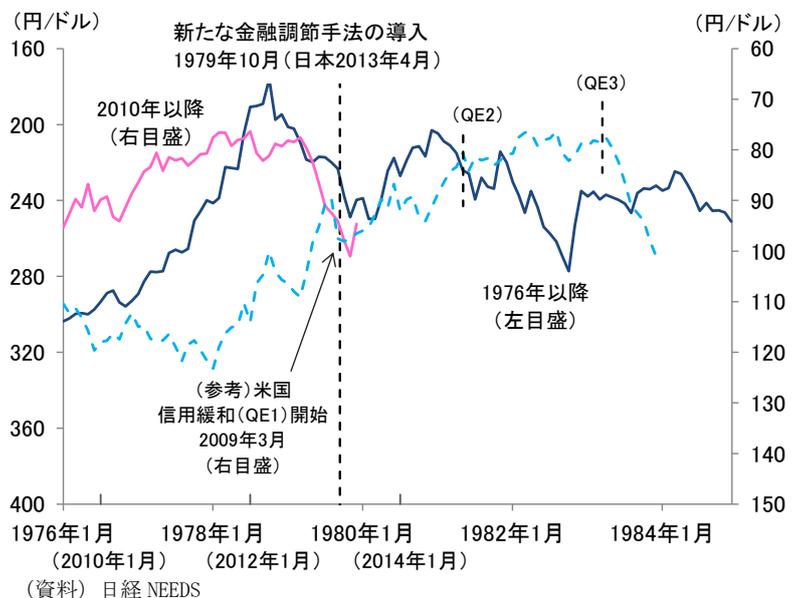
いずれにせよ、例に上げた三つの局面では、資産価格の中でも特に株価が敏感な反応を示して上昇したという共通点を見出すことができる。もっとも、政策効果への期待が短期的な株価の動きに大きく表れるとしても、実体が伴わないままでは長続きしない。米国の株価が1980年代以降、長期的な上昇トレンドを維持できたのは、成長著しい新興企業が次々に誕生したり、伝統的企業の中からも事業の転換・再構築によって経営の変革に成功するところが出たり、といったように、株価の上昇を実態面で裏付ける条件が着実に整っていったためである。

(5) 為替レートの動向

金利や株価に比べて、為替レート（対ドルで代表、以下、単に円レート）の動向は、政策の方向性、実施の前後という観点でみた場合、一律でなく、複雑である。

円レートは、米国の新金融調節方式の導入より前から、円高修正局面に入っていた⁶。この流れは、新金融調節方式導入自体では特段変わらなかったが、その後、金融引き締めによって米国経済の落ち込みが明らかになると、1年程度、円高進行局面に変わった（図表7）。要は、市場が何に着目し、どの点を重視したか、という

（図表7）円レートの動向



⁶ これは、新金融調節方式導入の1年前の1978年10月まで進んでいた大幅な円高が、ドル防衛策の発表によって転機を迎え、さらに日本の国際収支動向の変化を受けて、円高修正の流れが続いていたことによる。

違いによる。

ただし、円レートへの影響としては、以上のような新金融調節方式導入直後の1、2年よりも、その後、レーガノミクス下の拡張的な財政政策との組み合わせによって生じた米国の「高金利」を背景に、1984年まで、水準が円安ドル高に傾きやすい状況が続いたことの方が有名である。金利という点だけを取れば金融政策要因であるようにみえるが、「高金利」は金融政策だけによって生じたのではなく、複合的な結果であった。このように、政策のパラダイム転換の直後ではなく、他の政策との組み合わせによって、数年後の金融市場に影響が出ることもある。

次に、2009年3月のQE1開始当時をみると、円レートは、その前から円高局面に入っていた。米国の信用緩和（金融緩和）は円高ドル安要因であり、既に外国為替市場で生じていた動きと方向性は同じであった。円高進行は、世界金融危機の中で、金融システムに対する打撃が小さい、より安全な通貨を選好する動きと解されていたので、リスクプレミアム要因によるものであったと解釈できる。これに、米国の金融緩和政策（ドル安要因）が加わって、さらに円高圧力が強まったとも言える。

円高の状況は、2012年末頃から、わが国の政策変更の内容（期待を含む）に関心が集まる中で変化し、2013年4月の「量的・質的金融緩和」によってさらに修正が進んだが、足元では、期待と現実のずれが徐々に見えてくる一方で、米国の金融政策（QE3）変更の可能性など、他の材料も出てきているため、円高方向への部分的な揺り戻しが生じている。

3. おわりにかえて

かつての米国での新金融調節方式導入は、最終的にはインフレ抑制に成功したとみられるようになり、当時のボルカーFRB議長の評価も高まったが、その道のりは決して平坦ではなかった。レーガノミクスによる拡張的な財政スタンスとの折り合いの付け方にも苦心した。

いくつかの出来事をあげると、金利高騰とボラティリティ上昇という金融環境の急変の中で、経営判断を誤ったファースト・ペンシルベニア銀行、ペン・スクエア銀行、コンチネンタル・イリノイ銀行などの経営が悪化し、ついには破綻した。このため、信用不安の広がりを抑える対応が必要となった。また、預金金利の大幅な上昇は、短期調達（預金）・長期運用（住宅ローン）という財務構造を持つ貯蓄貸付組合（S&L）の経営悪化要因となり（第一次S&L危機）、最終的には他の要因も絡み合って、ボルカー議長の退任後ではあるが、（第二次）S&L危機へと発展した。国際金融面では、米国の金利上昇の影響による利払い負担の増加と資金調達難によってメキシコが債務危機に陥った。

インフレ抑制という成果が目に見えて明らかになるまでは、金利高騰とボラティリティ上昇という副作用とその経済・金融面への影響に対して風当たりは強かった。

わが国では、2012年末以降、政策転換への期待の高まりと歩みを合わせるように、資産市場の価格動向に変化が起きた。中でも株価は、上昇幅、変化から受ける印象、どちらも大きく、それ故に、上昇局面でもその後の反落局面でも、政策内容を評価するバロメーターであるかのような受け止め方もみられる。外国為替市場でも、株価の動きとほぼ同じタイミングで、円高の修正（円安）と小幅な戻り（円高）が起きている。金利においては、短期金利はほぼゼロで

動く余地が乏しいが、長期金利は、政策の狙いからずれて不安定な動きが出ている。ただし、長期金利の変動の大きさは今のところ限定的である。

このような状況に関して評価を急ぐ動きもみられるが、米国での過去の例で観察できるように、パラダイム転換と受け止められるような政策変更が行われた場合、市場で消化が進み、心理が落ち着くまでには、一定の期間を要する。また、政策効果の実体経済への浸透には数年単位のタイムラグが伴う。その間に、別の政策が加わって、影響が複合化される場合もある。加えて、米国で信用緩和策の出口戦略が探られ、中国経済の先行きに不安材料が指摘されるなど、海外の金融・経済情勢の変化への警戒から、市場が揺れることも起きるため、要因は一層複雑となる。

いずれにせよ、「量的・質的金融緩和」から3か月弱、成長戦略の具体的実施はこれからという段階では、市場の未消化、政策の成否の不詳という状況であっても無理はない面がある。

バブル崩壊以降、わが国では、多様な問題意識から政策が打たれてきた。伝統的な公共投資拡大・個人減税と政策金利引き下げから始まり、法人税減税や投資減税、住宅投資促進策、流通・労働など様々な分野での規制緩和、企業再編制度の柔軟化、会計制度の改革、ゼロ金利、量的な金融政策、不良債権処理促進、行財政改革と民営化促進、産業・企業再生策、農業・中小企業への助成策など、その時々で、経済成長を抑制しデフレのもととなっていると目された要因を取り除き、経済活性化につながると主張される環境を整備するために、多くの対応が行われてきた。2012年末以降の動きは、それでも不十分であったとみなされる分野への対応を思い切って強化する狙いとみられるが、効果が表れるにせよ、一定の年数がかかることは間違いない。

また、経済の変革には、政策の役割も重要であるが、究極的には、企業をはじめ各経済主体の活動の総合的な成果として表れるものである。米国では、成長著しい新興企業の誕生などに支えられて、長年、株価が史上最高値を更新してきたが、経済の活気は政策の違いだけが主因であったのかも、さらに掘り下げるべきテーマであろう。

以上