

金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第1回会合 資料

「非伝統的」金融政策について

2009年3月16日

株式会社野村総合研究所
金融フロンティア事業本部
金融市場研究室
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル



目次

0. 想定される論点

1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

0. 想定される論点

■ 今回の危機を通じて日本で観測されてきた事実

(1) 短期金融市場

- ・ ターム物市場における金利の高止まりと低調な取引
- ・ レポ市場での金利上昇圧力や取引相手に関する選別の継続

(2) クレジット市場

- ・ 金融機関と事業法人の双方におけるCDSスプレッドの拡大
- ・ CPの発行停滞と銀行貸出および社債発行の増加

(3) 本邦金融機関

- ・ 貸出姿勢の全体的な厳格化と信用コストの上昇による収益の悪化
- ・ (株価の下落による自己資本の減少)

■ 中央銀行に求められる対応

(1) 景気に対して

- ・ 「ゼロ金利」の下での景気後退の抑止、ないし景気刺激

(2) 短期金融市場に対して

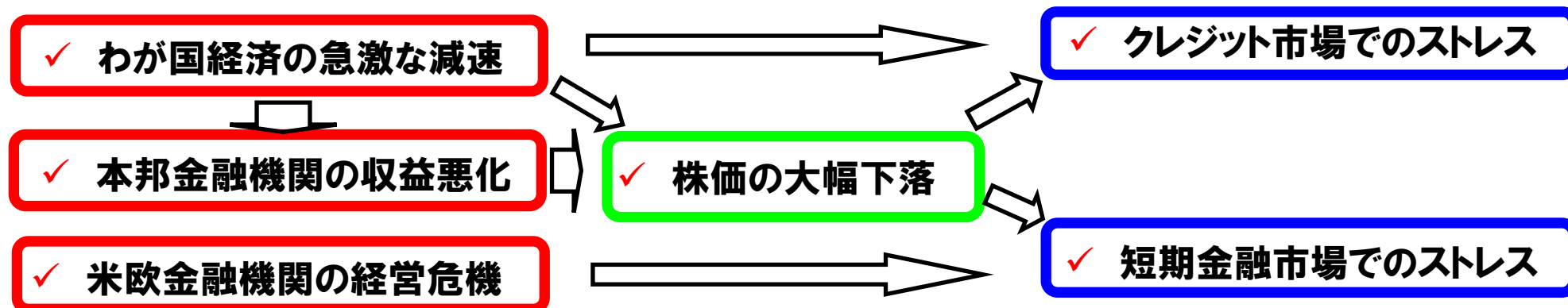
- ・ 潤沢な資金供給による金融機関の資金繰りの安定化
- ・ ターム物金利の抑制を通じた、金利上昇の抑制

(3) クレジット市場に対して

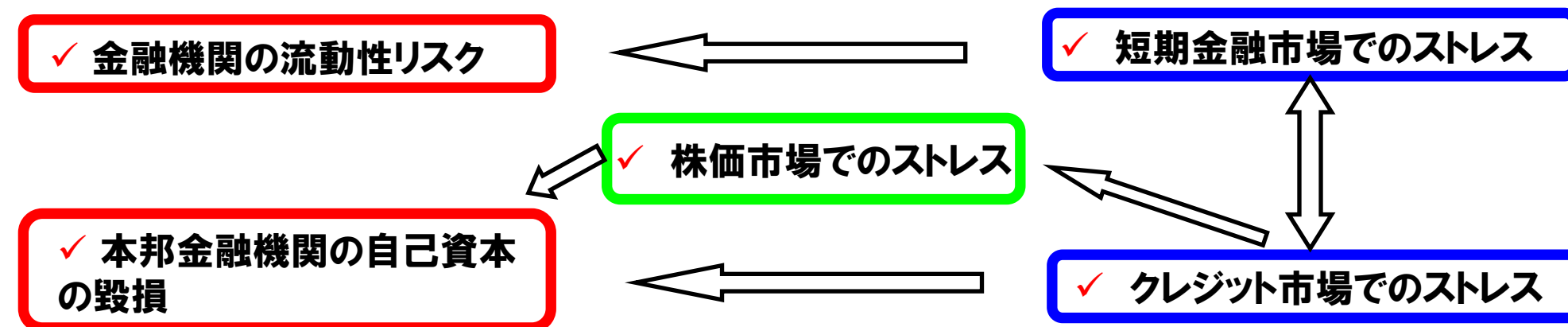
- ・ 信用補完によるクレジット市場のストレス緩和ないし機能の代替
- ・ (株価リスクの抑制による、金融機関の自己資本の維持)

0. 想定される論点

■ 日本の金融市場に生じている問題



■ 金融市場のストレスによるフィードバック



0. 想定される論点

■ 「非伝統的」金融政策

・「伝統的」金融政策:

(目的): 短期市場金利の誘導を行うため

(手段): 金融機関との間で、信用度や流動性の高い資産を売買する
ないし、金融機関に対して、こうした資産を担保に与信を行う

・「伝統的」金融政策と異なる目的や異なる手段を有するものは、「非伝統的」金融政策 <例>

(目的) ① 金融市場の資金量を維持ないし増加させるため

② クレジット市場の機能をサポートする、ないし代替するため

(手段) ① 金融機関に対して、リスク資産を担保に与信を行う

② 金融機関との間で、リスク資産を売買する

③ 金融機関以外の主体との間で資産を売買する

④ 金融機関以外の主体に対して、与信を行う

0. 想定される論点

■ 経済理論の上で期待される効果

内容	効果	主な波及のメカニズム
量的緩和策	・金融機関の流動性リスクの抑制	・潤沢に資金を供給することで、金融機関がカウンターパーティーリスクへの意識が強まっている市場で資金を調達するニーズを少なくする
	・金融機関のリスクアピタイトの下支え	・安全資産(中央銀行預金)を増加させることにより、金融機関による資産ポートフォリオの再最適化を通じたリスク資産への投資を促す
時間軸政策	・中長期金利の抑制	・市場における予想短期金利を抑制する(ないし、リスクプレミアムを抑制する)ことにより、中長期金利を抑制する
	(・量的緩和の効果の強化)	・量的緩和の先行きに関する不透明性を低下させることにより、流動性リスクの抑制やリスクアピタイトの支持の効果を強める
信用緩和策	・クレジット市場の機能のサポート	・クレジット資産を担保として与信を行うことにより、金融機関の流動性リスクを軽減するとともに、リスク資産への投資を促す
	・クレジット市場の代替	・クレジット資産を売買することにより、クレジット市場を活性化するとともに、クレジット資産の価格を下支えする
	(・量的緩和の効果の強化)	・量的緩和の規模に対する期待を高めることにより、金融機関の流動性リスクの抑制やリスクアピタイトの支持の効果を強める

0. 想定される論点

■ 実証から推測される効果(stylized facts?)

内容	期待される効果	実証で確認された内容
量的緩和策	・金融機関による流動性リスクの抑制	(日本の2001-06年の例): ・期末を中心とする短期金利の抑制(または金利のボラティリティの抑制)を示唆する分析が存在
	・金融機関のリスクアピタイトの下支え	(日本の2001-06年の例): ・金融機関によるリスク資産への投資増大については、懐疑的な評価が多い(信用乗数も大きく低下)
時間軸政策	・中長期金利の抑制	(日本の2001-06年の例): ・3~5年の中期金利までは抑制効果ありとの分析がみられる (FRBの例): ・実施期間が短く、コミットメントも相対的に弱いため、目だった結果は観測されず、本格的な分析は現れていない模様
	(・量的緩和の効果の強化)	(日本の2001-06年の例): ・中期金利の抑制について、量的緩和と相互に効果を強めた可能性を示唆する分析がみられる
信用緩和策	・クレジット市場の機能のサポート	(BOJ, FRB, ECBの例) ・ターム物金利やクレジットスプレッドの抑制に寄与したとの評価がみられる
	・クレジット市場の代替	(FRBの例): ・MBSの大量購入によって、MBSの金利を引き下げたとの評価がみられる

0. 想定される論点

■ 「非伝統的」金融政策の効果を考える上での留意点

- (1) 実証結果は、わが国の特殊な金融経済状況に依存していないか
 - ・ 2001－06年の「量的緩和」の下での金融経済面の特徴
 - － 景気環境は総悲観ではなかった(堅調な外需見通し)
 - － 物価下落圧力は強かった(需給ギャップの存在や輸入物価の下落)
 - － 邦銀の経営には脆弱性があった(銀行貸出への強い制約)
- (2) 暗黙の前提に基づく議論ではないか
 - ・ 量的緩和は、手段によって異なる効果を有するか(短期オペでなく国債購入ではどうか)
 - ・ 信用緩和は、金融機関に対するオペと、市場から直接購入する場合とで異なる効果を有するか
 - － 前者は、金融機関の自己資本やリスクアピタイトにも影響を受けるはず
- (3) 本邦クレジット市場の特性をどう考慮するか
 - ・ 銀行貸出がクレジット市場で支配的地位を占める状況をどう考えるか
 - － 銀行貸出機能の維持には、どのような対策が必要か(流動性リスクの抑制、自己資本の強化、信用コストの圧縮など)
 - － 政府系金融機関による民間銀行貸出の代替をどう考えるか
 - ・ CPや社債などの資本市場による「複線化」の可能性をどう考えるか
 - － 資本市場の活性化はどのような手段を通じて達成されるか
 - － 政策効果が非居住者(本邦で資金調達する海外主体)にleakしうることをどう考えるか

0. 想定される論点

■ 「非伝統的」金融政策に伴う保有資産のリスク

(1) リスクの内容

- ・ 国債などの安全資産の保有に伴う金利リスク(政策の成功によって、リスクはむしろ顕現化)
- ・ リスク資産の保有に伴うクレジットリスク(政策の成功によって、リスクは抑制)

(2) 中央銀行によるリスク管理

- ・ 安全資産の保有金額の制限(自己資本対比での上限など)
- ・ リスク資産の担保としての受入れ、ないし買入れを行いうる範囲の制限(年限や格付など)
- ・ これらの資産に係るリスク分散(特定のセグメントに対する上限など)

■ 保有資産に損失が生じた場合の影響: 考察

(1) インフレへの懸念

- ・ 中央銀行の資産内容の悪化は、金融政策に対する信認を損う
(暗黙の前提):
 - － 資産内容の悪化に伴う損失は、政府が公的資金で補填する
 - － 金融政策ないし通貨に対する信認は、中央銀行の資産に裏付けられる

(2) 決済への不安

- ・ 中央銀行の資産内容の悪化は、中央銀行の運営する決済への信認を損う
(暗黙の前提):
 - － 決済システムに対する信認は、中央銀行の資産に裏付けられる

0. 想定される論点

■ 保有資産の損失（1990年代の主な例：マクロ経済への影響は限定的）

国名	損失の原因	損失規模 (歳出対比)	処理方法	直接的な影響
Brazil (1997)	・保有外貨資産の利回りの逆鞘	1.5%	政府が補填(対政府債権への利払)	
Chile (1997)	・不胎化介入の利回りの逆鞘 ・民間金融機関への資本注入における低収益	11.3%	中央銀行が対応(期間収益で処理)	不胎化介入が困難化
Czech (1996)	・不胎化介入の利回りの逆鞘	1.8%	中央銀行が対応(期間収益で処理)	
Hungary (1996)	・不胎化介入の利回りの逆鞘 ・外貨借り入れの為替差損	1.8%	政府が補填(対政府債権への利払)	
Korea (1994)	・保有外貨資産の利回りの逆鞘	0.1%	中央銀行が対応(期間収益で処理)	
Thailand (1997)	・保有外貨資産の為替差損	7.7%	中央銀行が対応(期間収益で処理)	

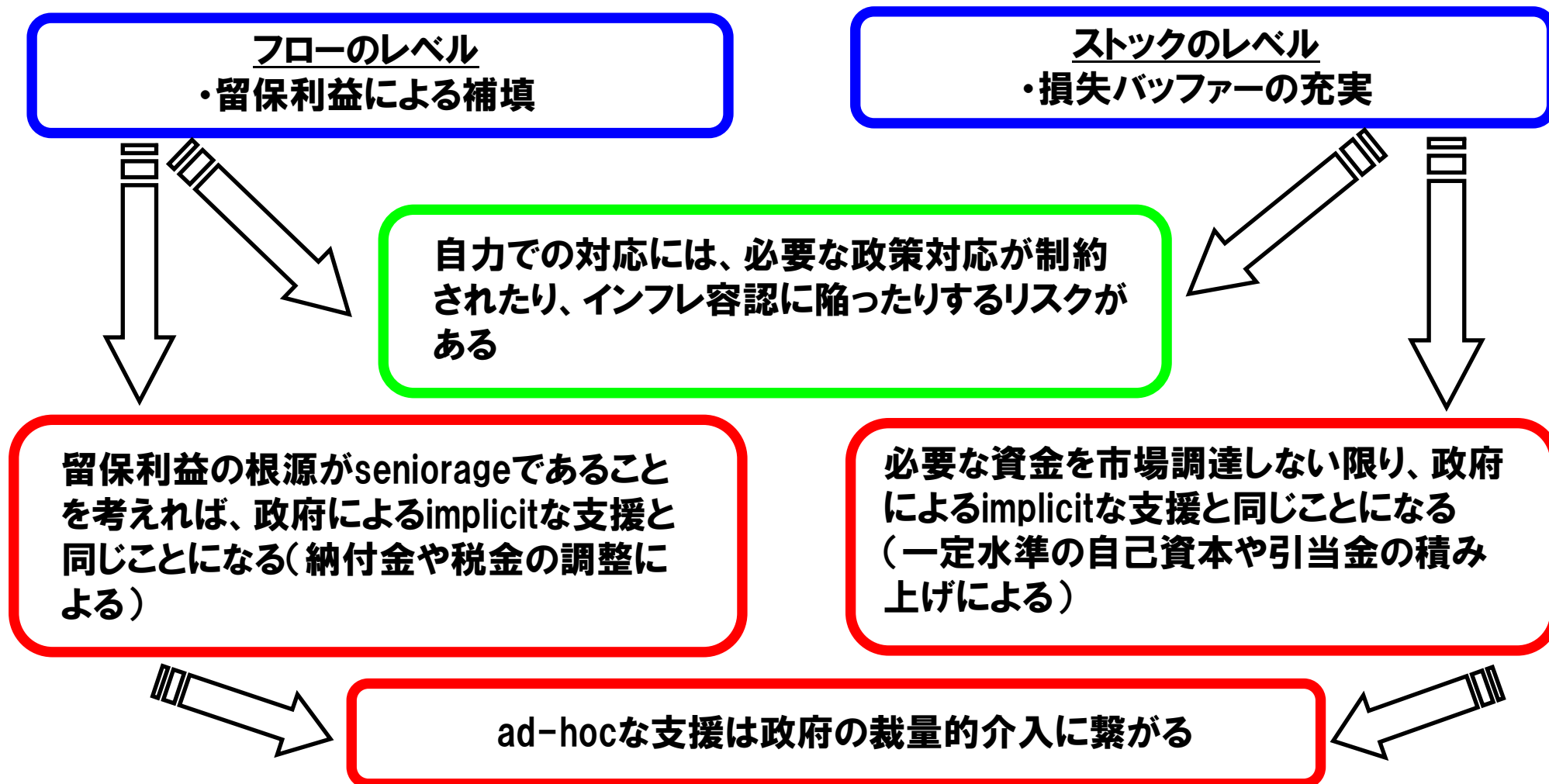
(資料) Dalton and Dziobek (2005)

■ 実証を評価する上での留意点

- (1) 損失発生の原因が異なる(金融政策によるものではない)
- (2) 殆どのケースがエマージング市場である
- (3) 他の要因(財政規律や中央銀行による債券発行など)による影響との識別

0. 想定される論点

■ 損失処理：自助努力と政府による支援の関係



0. 想定される論点

■ 中央銀行にとっての最適自己資本

- ・ 定量的な基準はなく、実際の自己資本も各国でまちまち
- ・ 定性的に考慮すべき要素として、以下のようなものが挙げられている
 - － 中央銀行の置かれた金融経済環境
 - － その時点での中央銀行の財務内容
 - － 政府との法的な関係

■ 財政政策としての「非伝統的」金融政策

(1) 財政政策としての性格

- ・ 中央銀行の損失を補填するための公的資金は財政政策の性格を有する
- ・ 市場機能を代替する種類の「非伝統的」金融政策は、市場メカニズムとは異なる資源配分をもたらすという意味でも、財政政策に該当する

(2) 財政政策としての要請

- ・ 公的資金の支出は、国民の代表による議会の承認が必要(緊急の場合も事後承認)
- ・ 資源配分の変更には、リスクの評価を含めて、国民の理解を得ることが重要

0. 想定される論点

■ 市場機能への影響:量的緩和期のわが国の例 (資料) 日本銀行 短期金融市場フォーラムの議論

- ✓ **取引高の減少**
 - ・ コール市場の取引高が目立って減少
 - 「ゼロ金利」の下での機会費用の消失による(カウンターパーティーリスクによる面も存在)
- ✓ **スプレッドの圧縮**
 - ・ コールのような無担取引とレポのような有担取引との金利スプレッドが目だって縮小
 - 流動性リスクの抑制による(これは政策目的が達成された証左でもある)
- ✓ **短期資金取引ビジネスの阻害**
 - ・ 各金融機関の短期資金担当部署は「資金繰り」のみを行うものに変化
 - 「ゼロ金利」の下でのディーリング機会の消失による

■ 市場機能に対する副作用の抑制

- (1) **市場中立性(保有資産のリスク管理と同様な内容)**
 - ・ 対象資産についての中立性確保(資産種別、格付、銘柄などに関する上限の設定など)
 - ・ 相手方についての中立性確保(各相手に対する取引金額や残高に関する上限の設定など)
- (2) **条件の妥当性**
 - ・ 市場取引の毀損の防止(オペの落札に関する市場実勢からの乖離への制限の設定など)
- (3) **Exit Policyの明確化**
 - ・ 市場取引への移行のサポート(「非伝統的」金融政策の解除条件の明確化など)

0. 想定される論点

■ 中央銀行のバランスシートに関する情報開示

(1) 情報開示の意義

- 政策の進捗度について
 - － 政策措置の進捗に関するモニター
- 保有資産のリスクについて
 - － 政策目的との関係でのリスク負担の合理性に関するチェック
 - － リスク管理の適切さに関するチェック
 - － バッファの適切さに関するチェック
- 市場機能との関連について
 - － 中立性の確保の上での対応の適切さに関するチェック
 - － 市場流動性に与える影響に関するモニター

(2) 望ましい内容

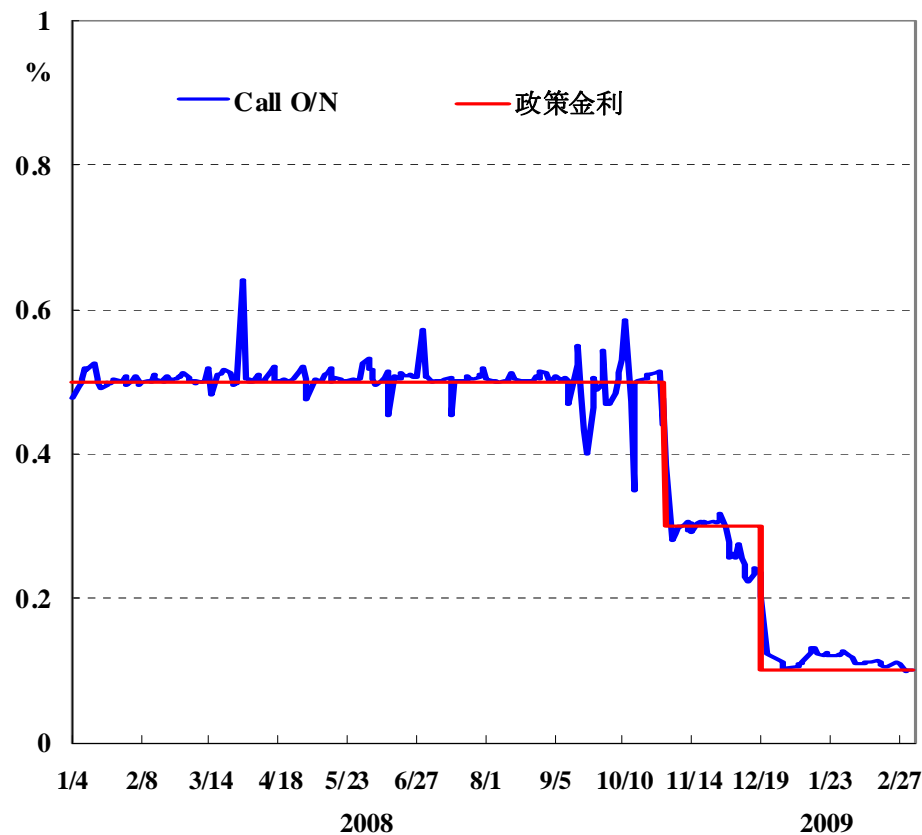
- 保有資産の種類、年限、銘柄、格付等の属性に関する情報
 - － 政策措置別の開示が望ましい
- リスク量に関する情報(期待損失、最大損失、他資産との相関など)
 - － 政策措置が完了した場合に想定される状態も示すべきか

1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

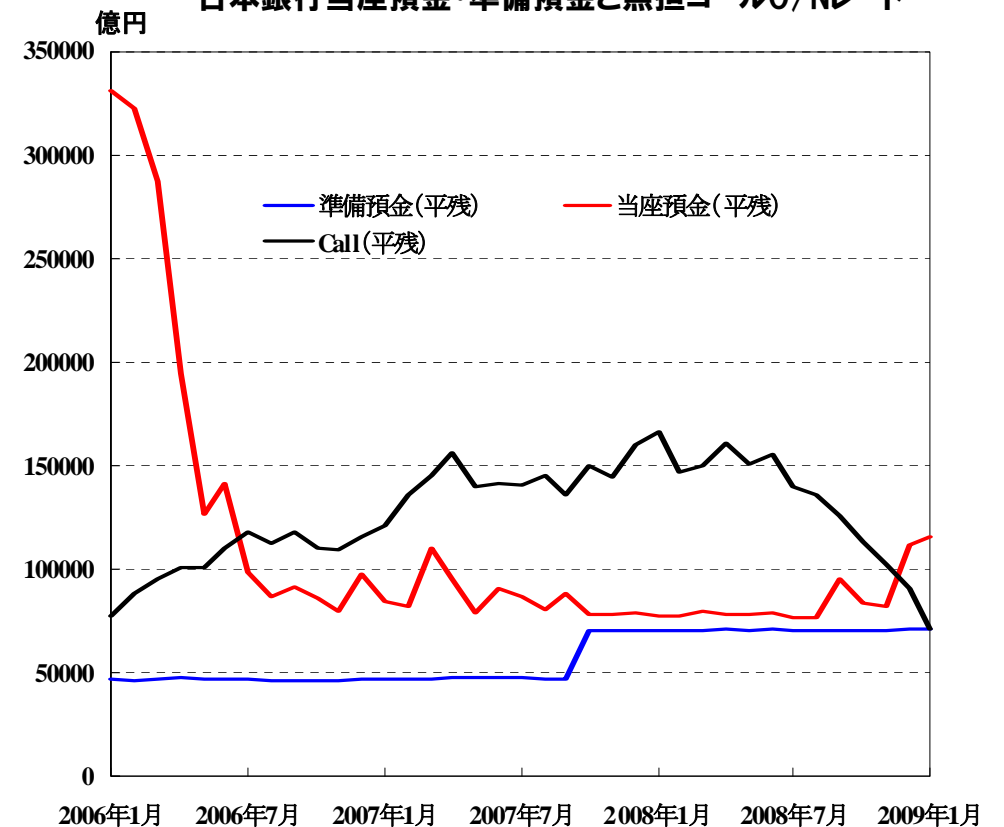
資料: Thomson Reuters、日本銀行

■ 短期金融市場

無担コールO/Nレートと政策金利(誘導目標)



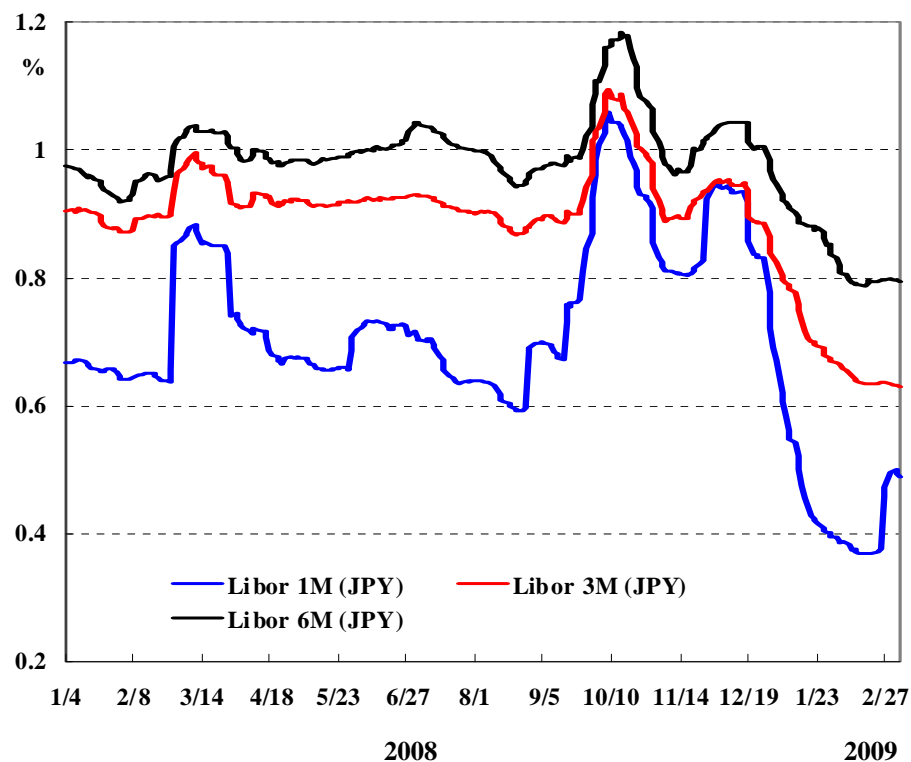
日本銀行当座預金・準備預金と無担コールO/Nレート



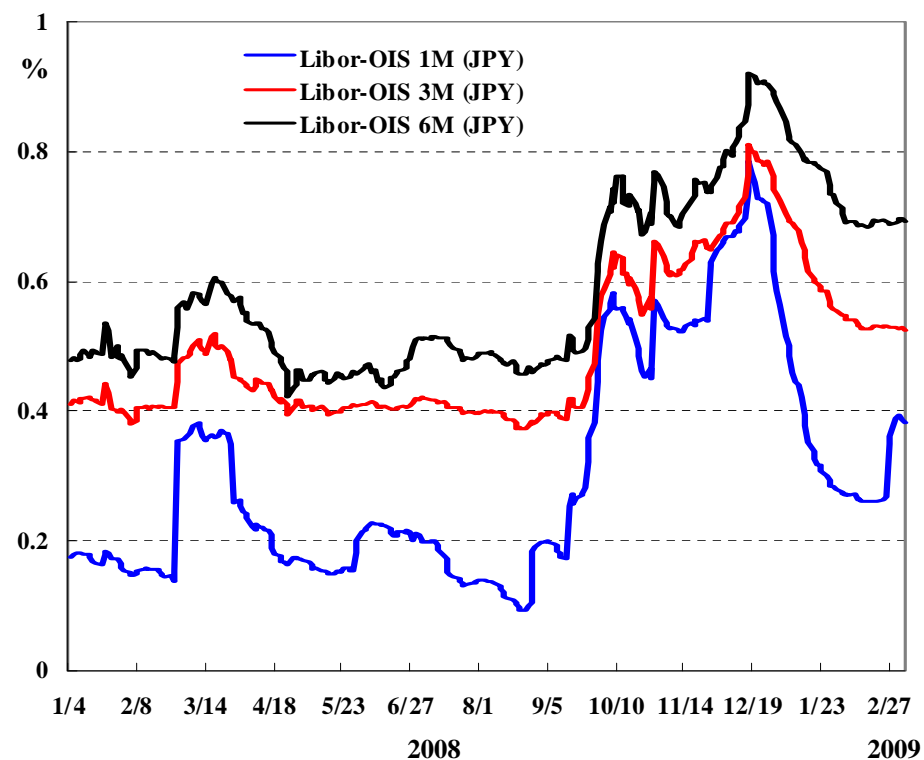
1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景 資料: Thomson Reuters

■ 短期金融市場

円Liborレート(1ヶ月物・3ヶ月物・6ヶ月物)



Libor-OISスプレッド(1ヶ月物・3ヶ月物・6ヶ月物)

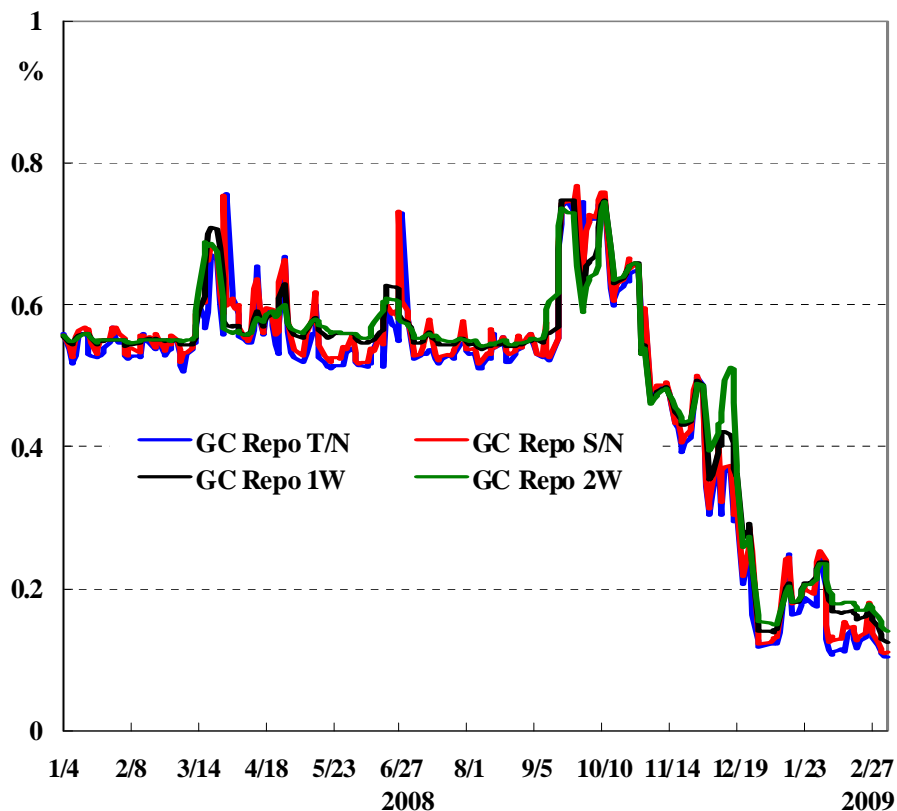


1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

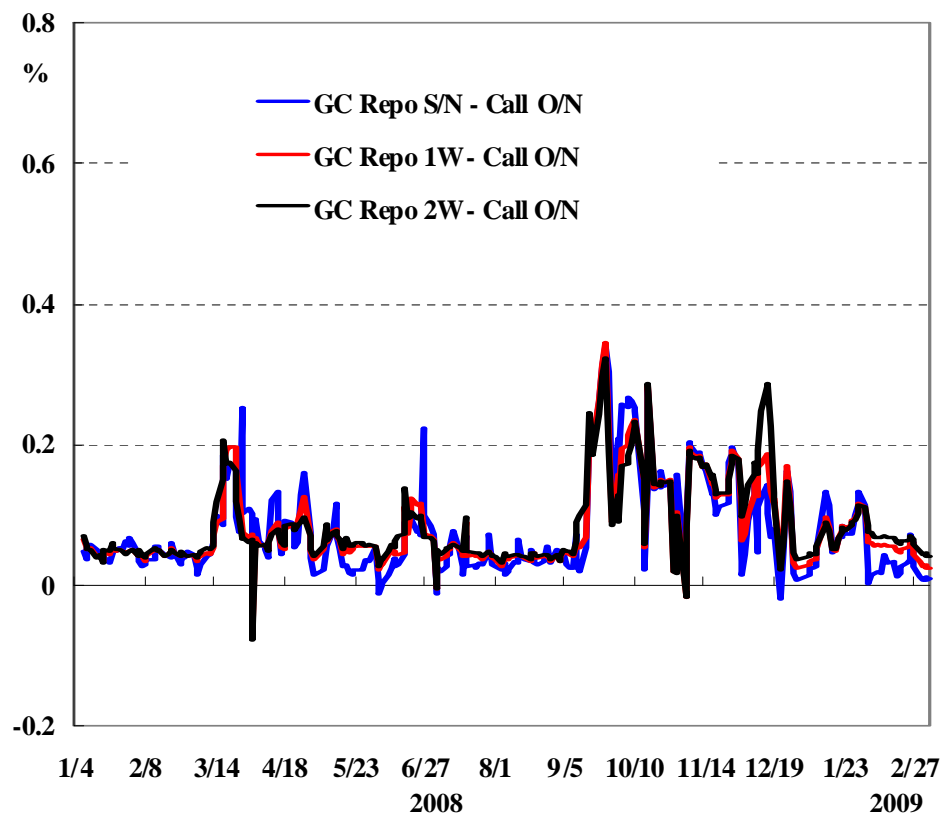
資料：日本銀行、Thomson Reuters

■ 短期金融市場

レポレート(T/N・S/N・1週間物・2週間物)



レポ-OISスプレッド(S/N・1週間物・2週間物)

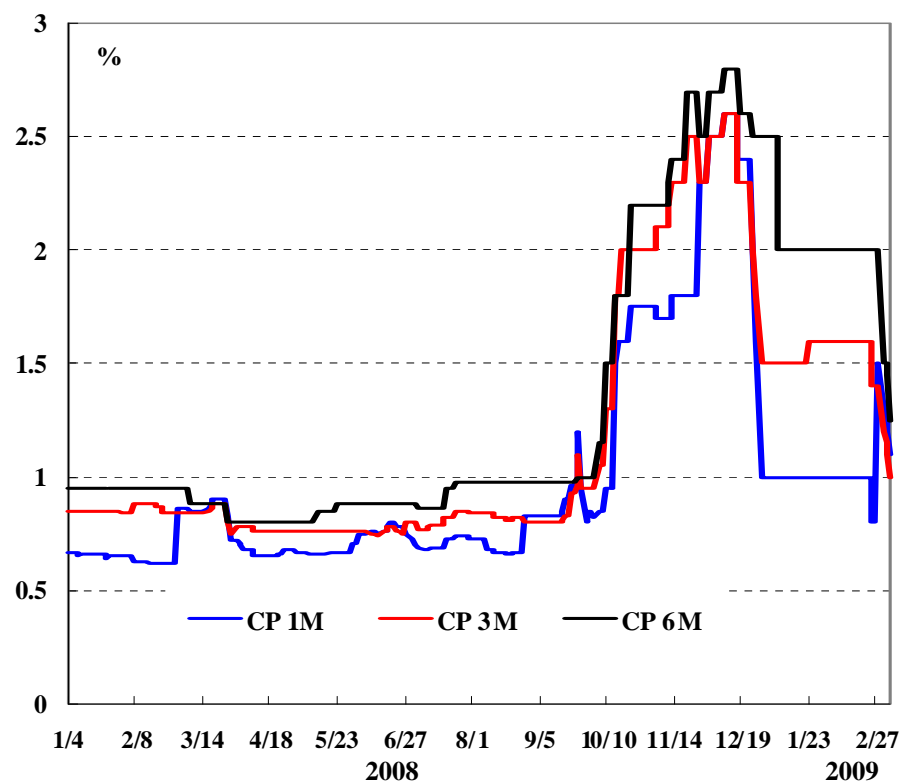


1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

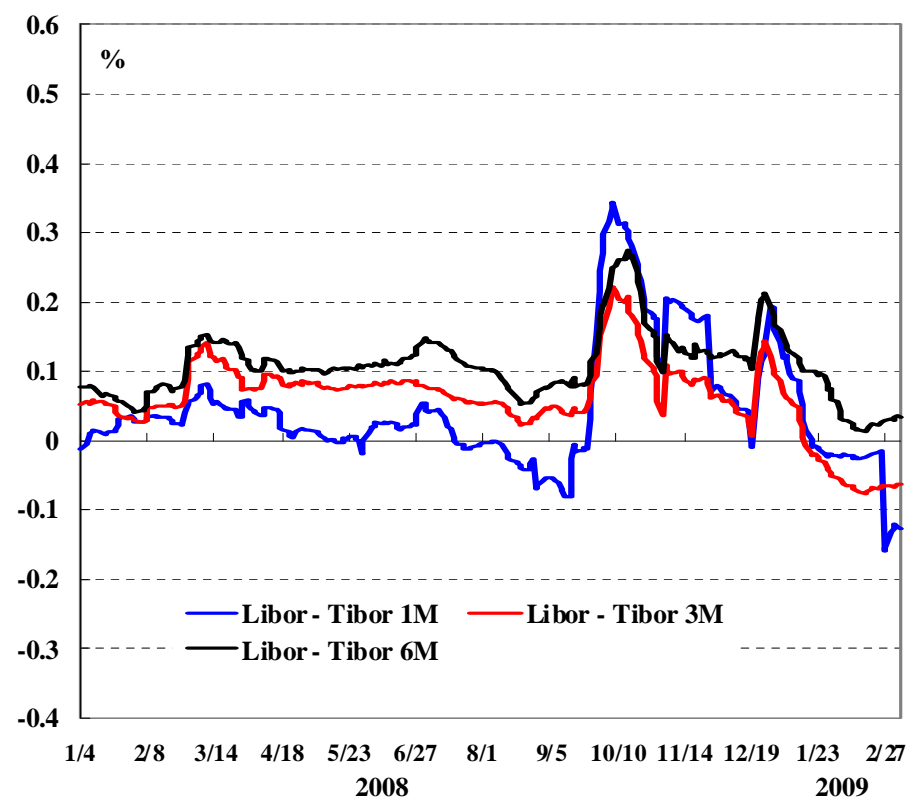
資料: Thomson Reuters

■ 短期金融市場

CPLレート(1ヶ月物・3ヶ月物・6ヶ月物)



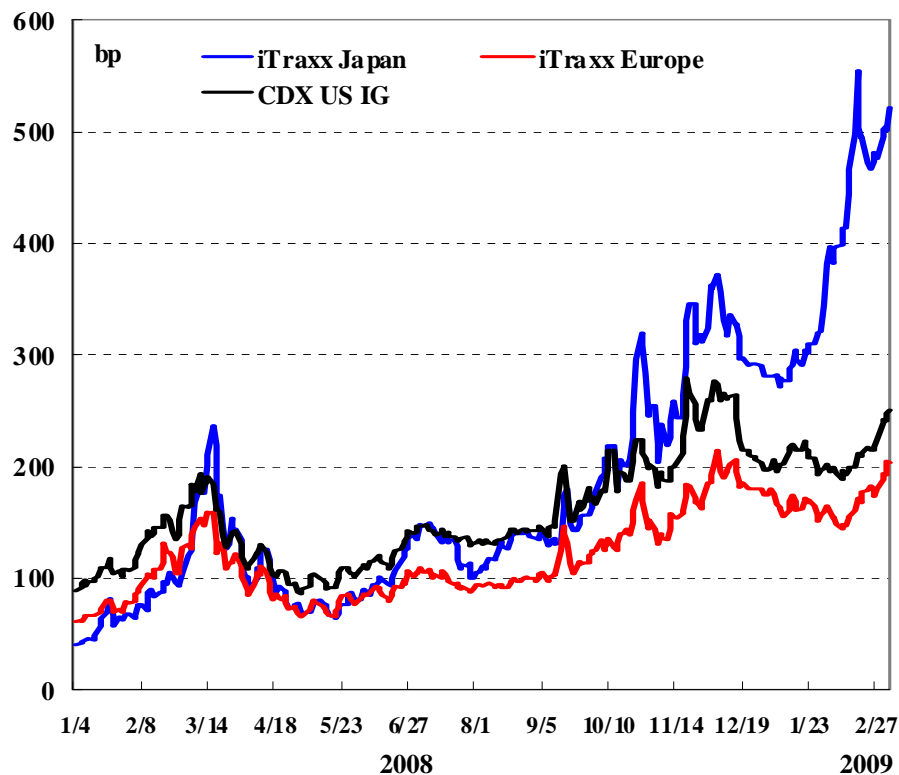
Libor-Tiborスプレッド(1ヶ月物・3ヶ月物・6ヶ月物)



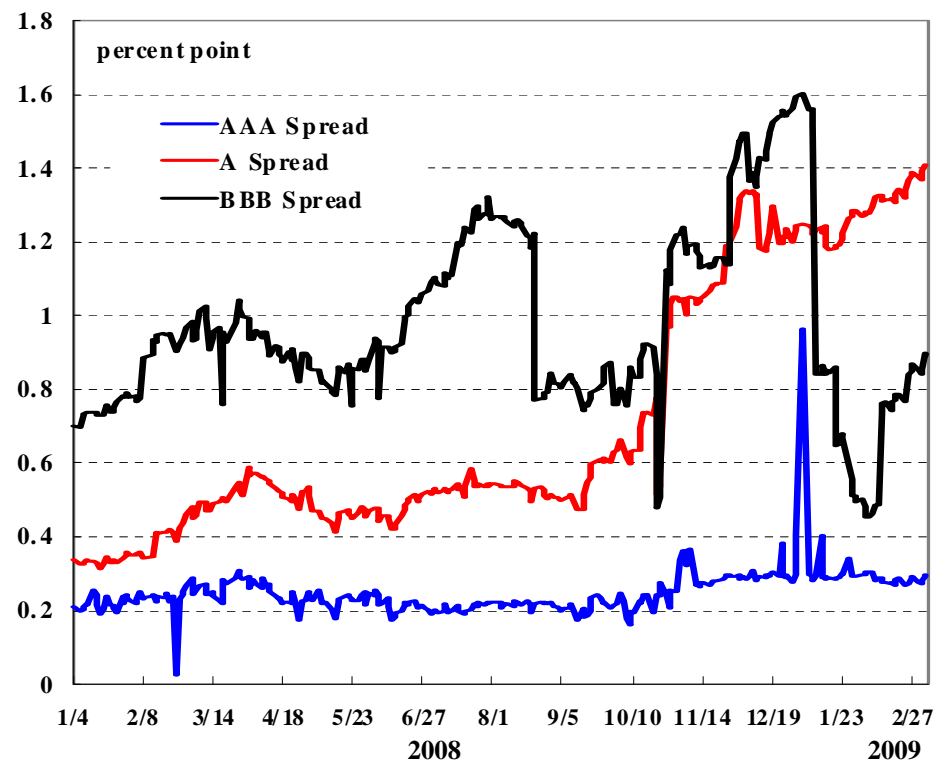
1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景 資料: Thomson Reuters

■ クレジット市場

CDS スプレッド インデックス(日米欧)



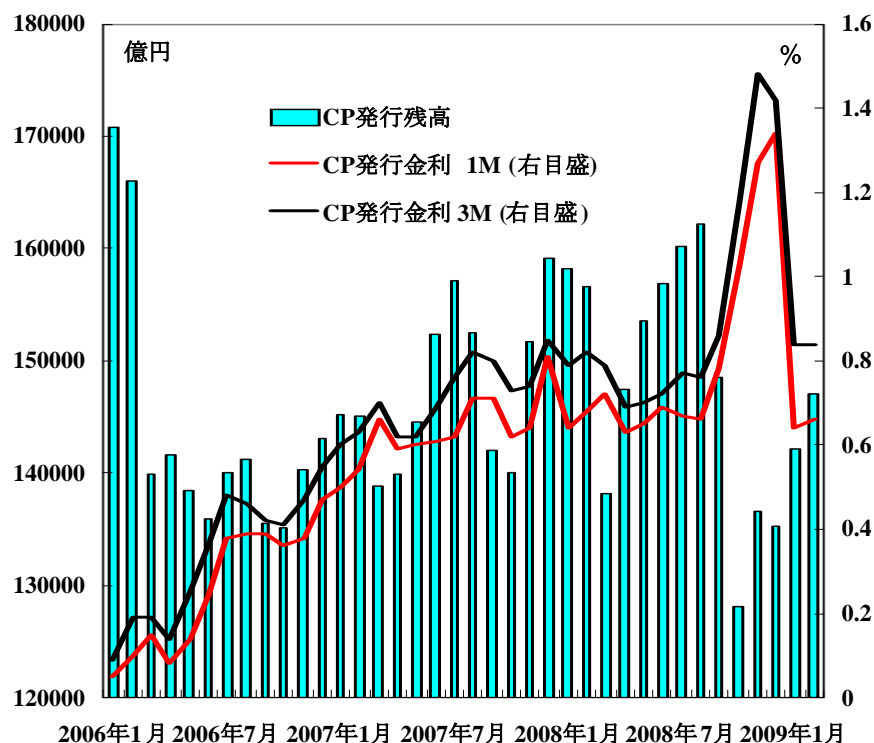
社債の対国債スプレッド(日本・5年)



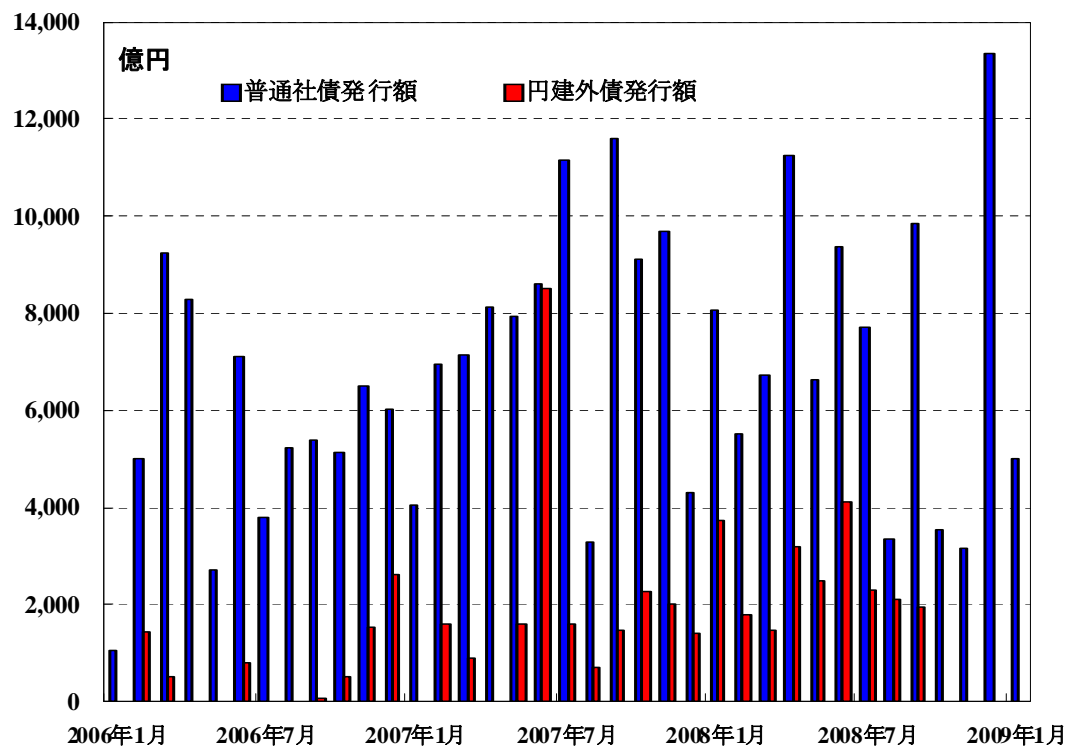
1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景 資料：日本銀行、日本証券業協会

■ クレジット市場

CPの発行残高と発行金利(1ヶ月物・3ヶ月物)



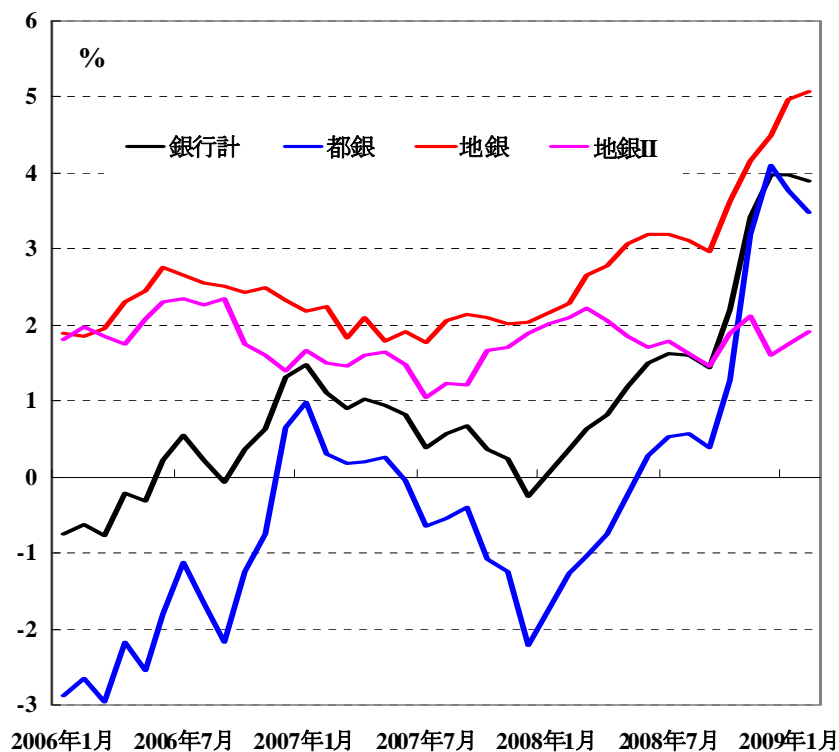
普通社債と円建外債の新規発行額



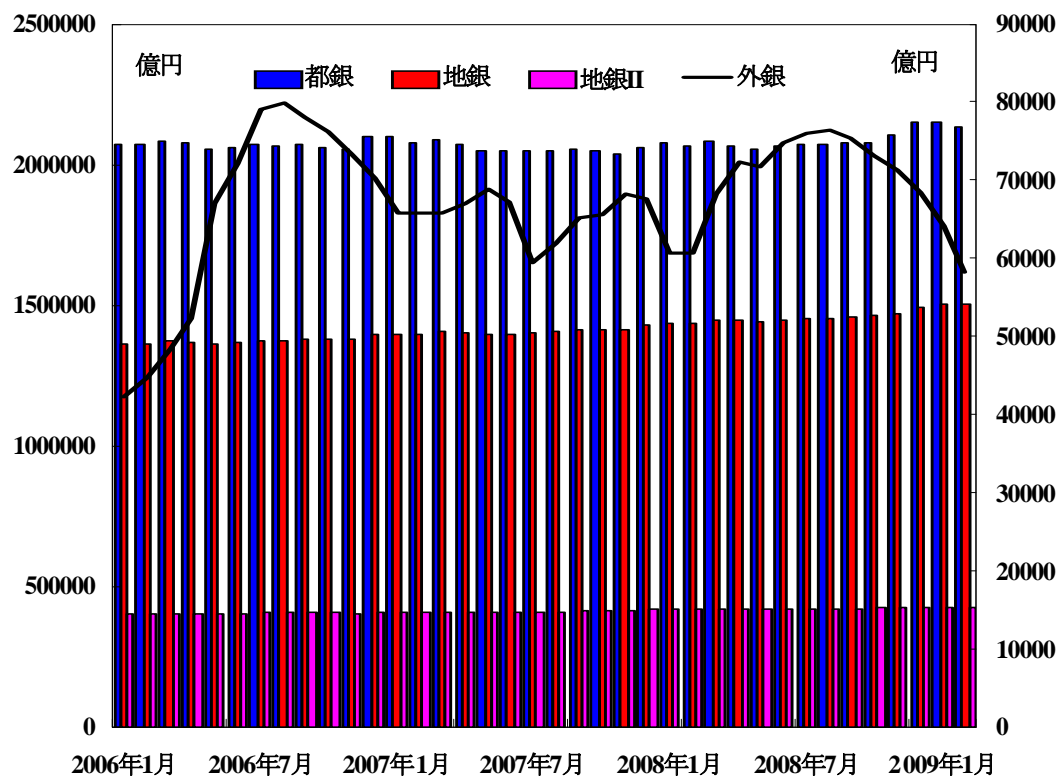
1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景 資料: 日本銀行

■ クレジット市場

銀行貸出(前年比伸び率)



銀行貸出(残高)

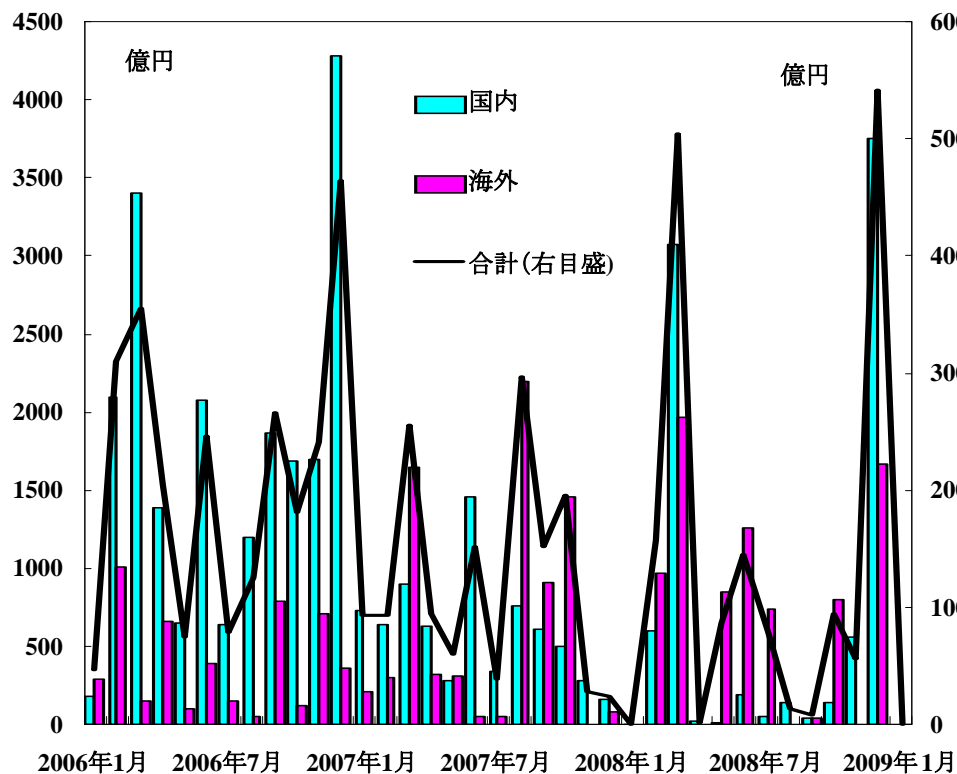


1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

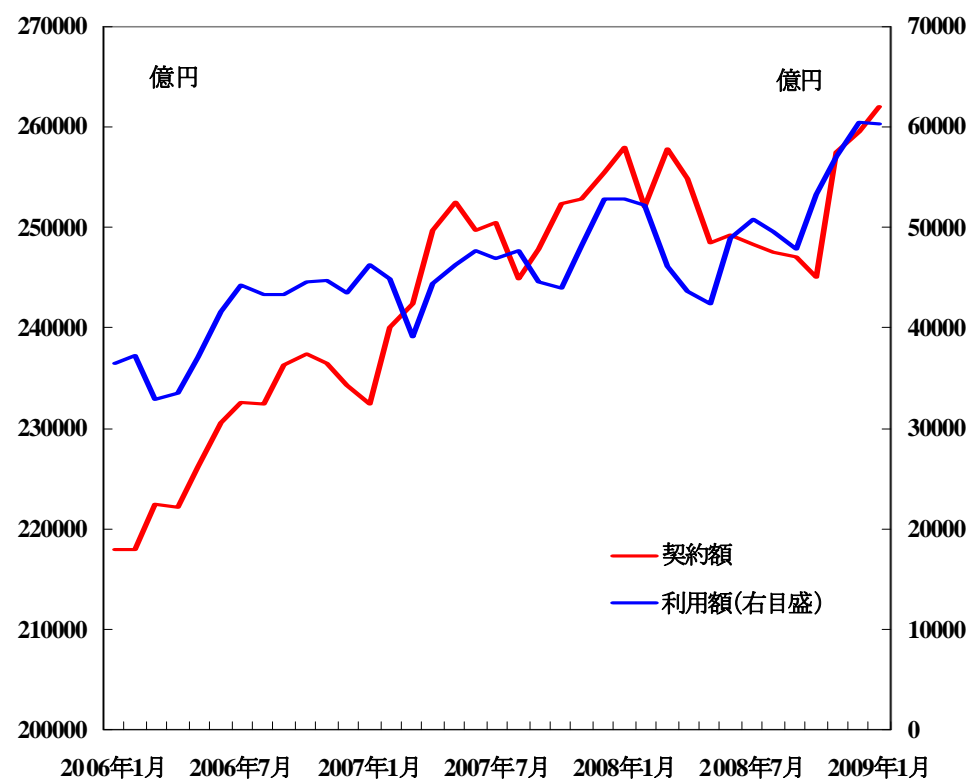
資料：日本証券業協会、日本銀行

■ クレジット市場

エクイティファイナンス(実行額)



コミットメントライン(契約額と利用額)

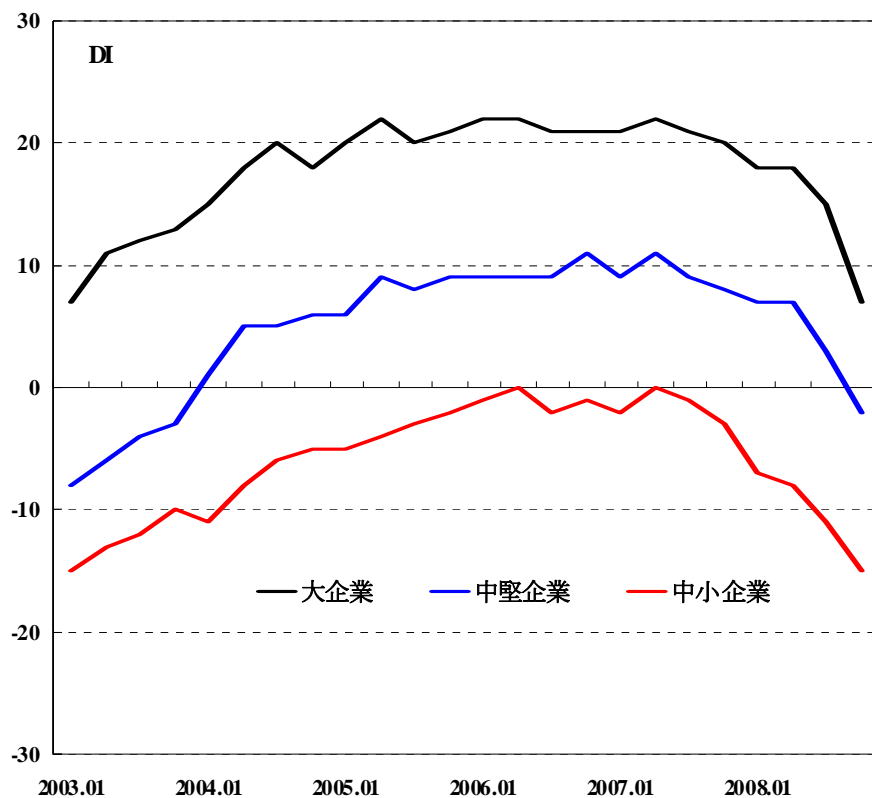


1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

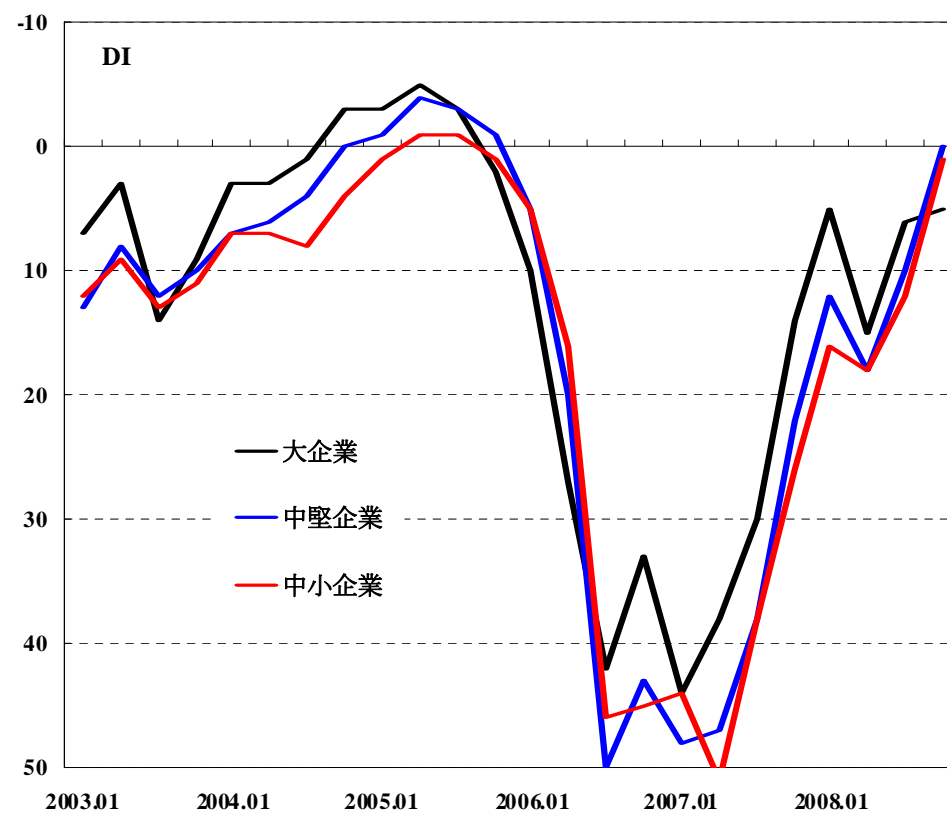
資料: 日本銀行

■ クレジット市場

企業の資金繰り判断DI(短観)



企業の借入れ金利判断DI(短観)

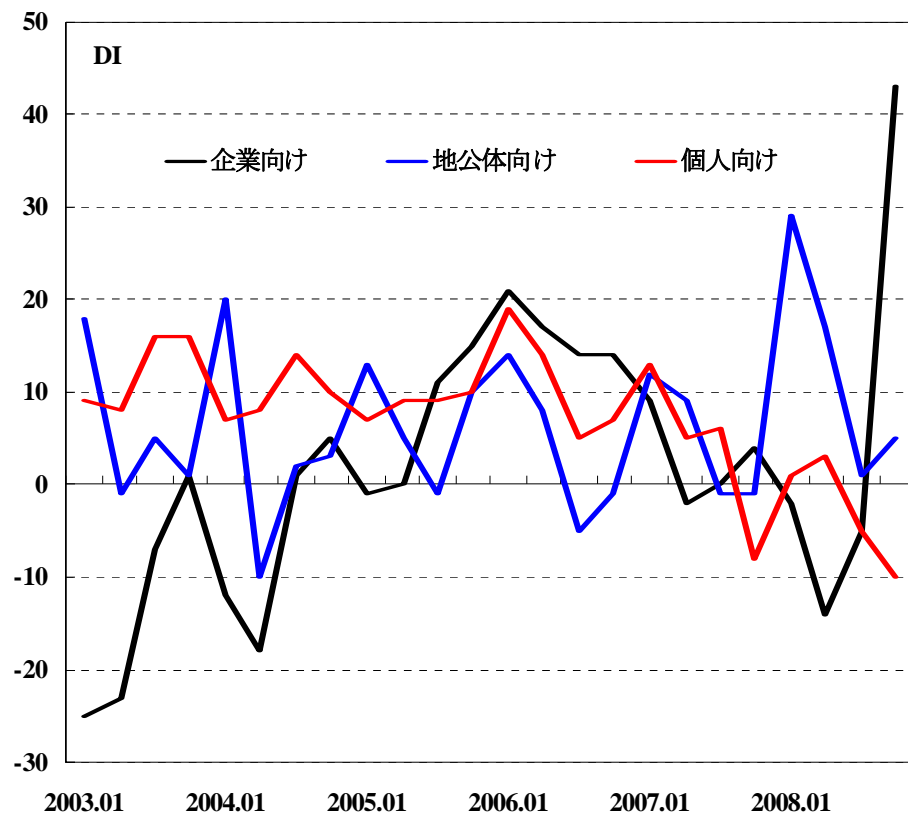


1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景

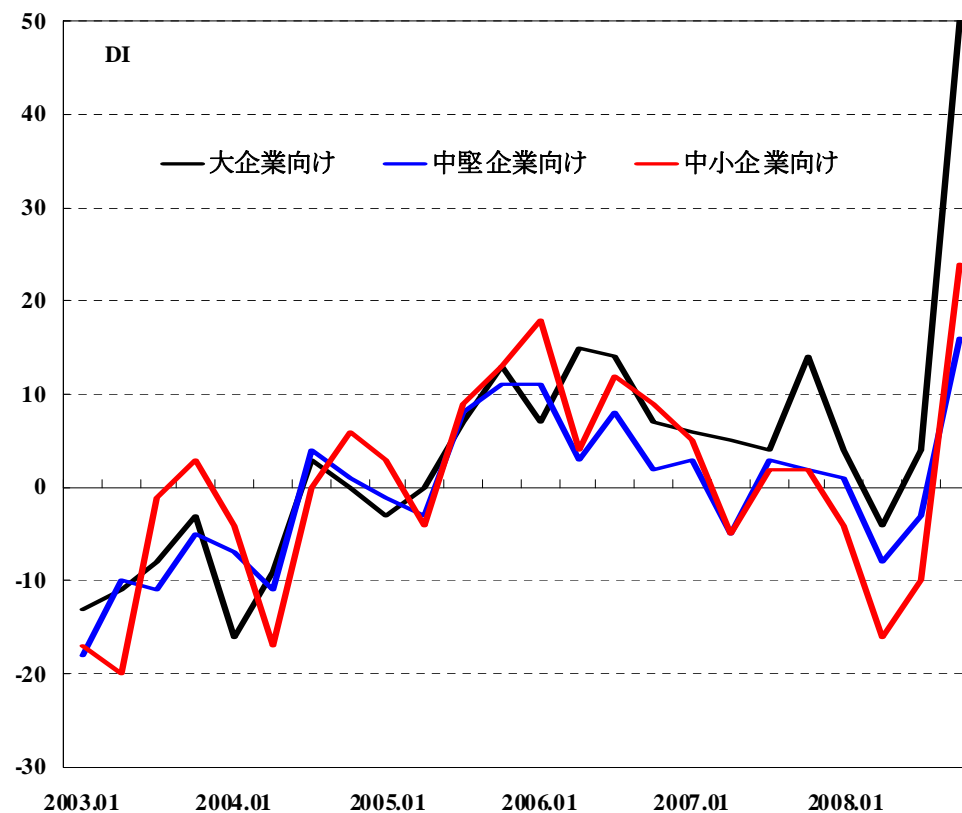
資料：日本銀行

■ 金融機関の貸出運営

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



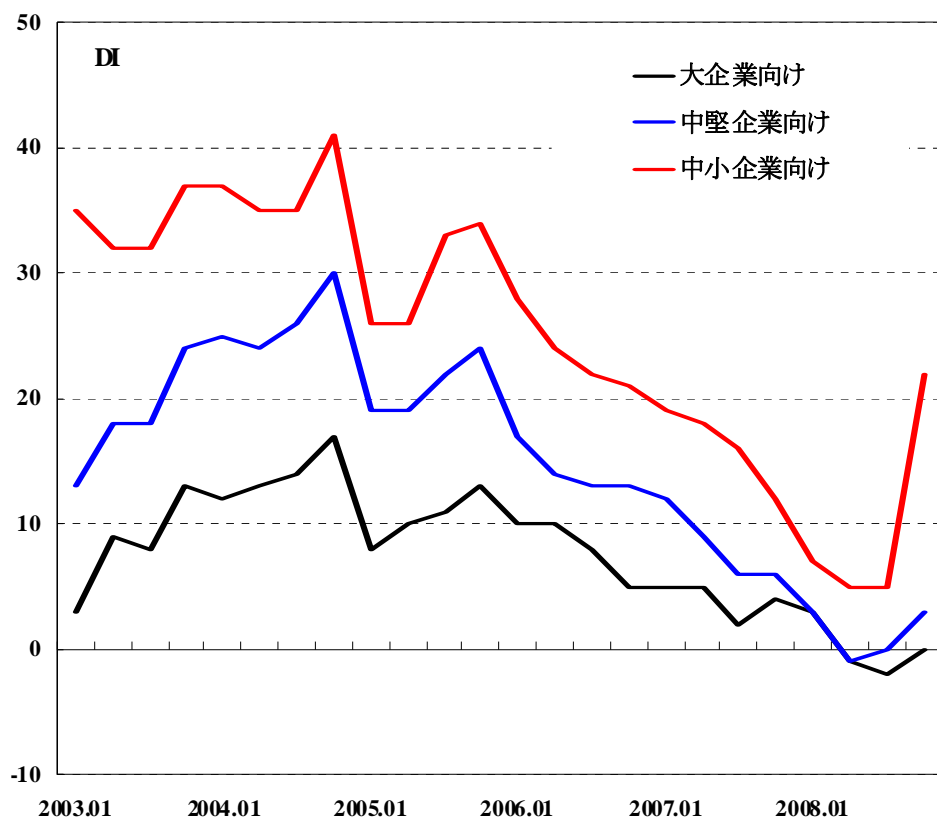
資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



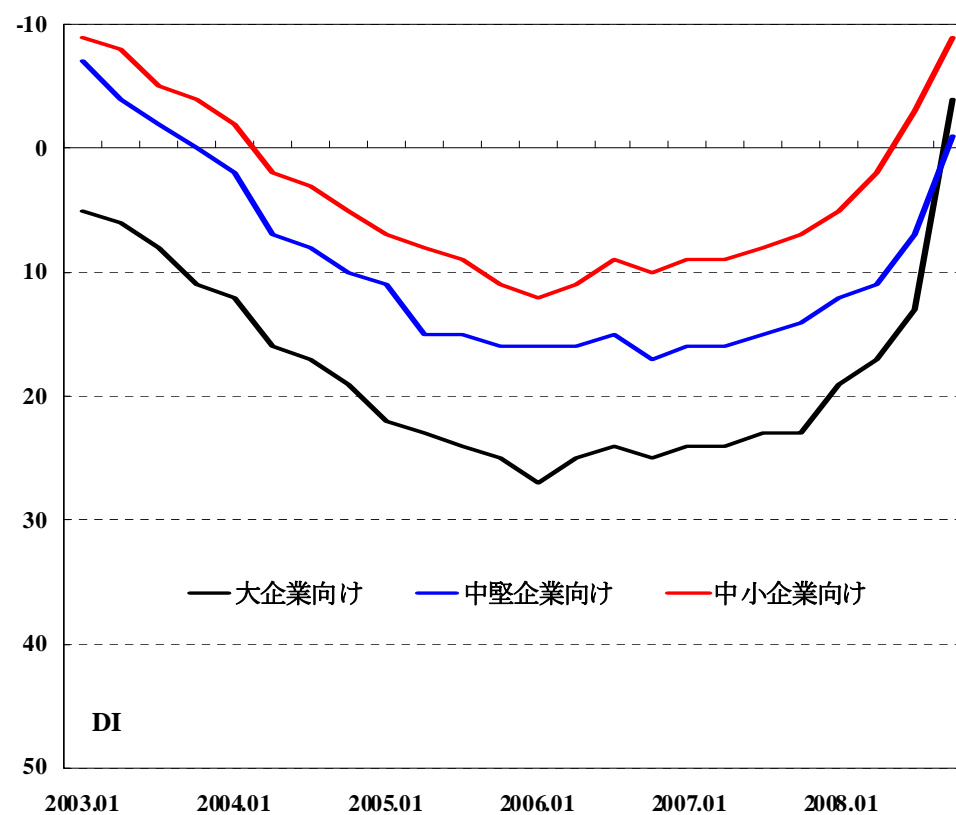
1. 現状認識—「非伝統的」金融政策の背景 資料: 日本銀行

■ 金融機関の貸出運営

貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



貸出態度判断DI(短観)



2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

■ 「非伝統的」金融政策：日本銀行

資料：日本銀行

名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
企業金融支援特別オペ	2009年1月～2009年9月末	共通担保のうち、企業の特定の債務(後述)を担保として、貸付を実施	貸付対象先 (金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社、短資業者より選定)	誘導目標(無担コール0/N金利)の平均値	社債、短期社債、保証付短期外債、企業の振出す手形、CP、企業に対する証券貸付債権(いずれもBBB格以上)	貸付の都度決定(3ヶ月以内) —ただし、2月以降は3ヶ月ものオペを強化	(上限は設けられていない)
(不動産投資法人の債務の適格担保化)	2009年1月～	・不動産投資法人の特定の債務を適格担保化 ・不動産投資法人債および不動産投資法人CPをCP現先オペの対象化	---	---	不動産投資法人債(AA格以上)、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法人CP、不動産投資法人に対する証券貸付債権(AA格以上)	(短期不動産投資法人債、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法人CPは期間1年以内、不動産投資法人に対する証券貸付債権は期間10年以内)	(上限は設けられていない)
CPおよびABCPの買入れ	2009年1月～2009年9月末	オペ先よりCPおよびABCPを買入れ	CP現先オペおよび共通担保オペの対象先(金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社、短資業者より選定)	入札による(下限金利あり)	CPおよびABCP(適格担保かつa-1格相当、既発)	(買入れ対象となるCPおよびABCPは残存3ヶ月以内)	3兆円(CPおよびABCPの合計)
社債買入れ	2009年3月～2009年9月末	オペ先より社債を買入れ	買入れ対象先(金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社、短資業者より選定)	入札による(下限金利あり)	社債(適格担保かつA格以上)	(買入れ対象となる社債は残存1年以内)	1兆円

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

■ 「非伝統的」金融政策：日本銀行(前回局面)

資料：日本銀行

名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
「量的緩和策」	2001年3月～ 2006年3月	日本銀行の当座預金残高を 操作目標とする政策	---	(誘導目標(無担 コ-0/N金利)は ゼロ)	主として通常のオ ペ(手形や短国 の買入れ)を通じ て実施	---	ピーク時 (2004年1月 以降)の目標 は30～35兆 円
「時間軸政策」	2001年3月～ 2006年3月	消費者物価(全国・除く生鮮 食品)の前年比上昇率が安 定的にゼロ以上となるまで、 量的緩和策を継続すること を約束	---	(同上)	(同上)	---	---
シンジケートローン 債権の適格担保化	2003年11月 ～	シンジケートローン債権を適 格担保化 (証券貸付債権の一部と位 置づけ)	---	---	(企業に対する証 書貸付債権(A格 以上))	(企業に対する証 書貸付債権は期 間10年以内)	---
ABSおよびABCPの 買入れ	2003年7月～ 2006年3月末	ABSおよびABCPを買入れ	買入対象先(金融機 関、金融商品取引業 者、証券金融会社、 短資業者より選定)	・ABSは日本銀行 が定める価格(募 集価格を基準) ・ABCPは入札に よる	・裏付資産に占 める中堅・中小 企業資産が5割 以上*、債務者 が「正常先」** ・ABS自体の格 付がBB格以上 ・ABCP自体の格 付がa-1格以上	・ABSは期間3年 以内 ・ABCPは期間1年 以内	1兆円 (ABSとABCP の合計)

* 当初は金額ベース、2004年1月以降は件数ベース

**2004年1月以降は、本条件は撤廃

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

資料:FRB

■ 「非伝統的」金融政策:FRB(その1)

名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)	2008年9月～ 2009年10月末	金融機関によるMMFからのABCPの買入れをファイナンス	預金取扱金融機関、銀行持株会社、外銀支店	Standing Facility (Primary Credit) と同じ	(担保は、借入先がMMFから買入れたABCP(A-1格以上))	(担保となるABCPは、銀行発行分は120日以内、それ以外は270日以内)	(上限は設けられていない)
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	2008年10月～ 2009年10月末	SPVによるプライマリー・ディーラーからのCP(ABCPを含む)買入れをファイナンス	SPV(CPFF LLC)	・3ヶ月OISレートに、CPIは200bp、ABCPは300bpを各々付加	(担保はSPVが買入れたCP(ABCPを含む、A-1格以上))	(担保となるCP(ABCPを含む)の期間は90日のみ)	(上限は設けられていない)
Money Market Investor Funding Facility (MMiFF)	2008年11月～ 2009年10月末	SPVによるMMF等からのCDやCPの買入れをファイナンス －Security Lenders等を含む幅広い短期ファンドが対象	SPV	入札による(下限金利あり)	(担保はSPVが買入れたCDおよびCP(金融機関発行、A-1格以上、Primary Credit金利+60bp以上))	(買入れ対象となるCDおよびCPIは残存7日以上、90日以内)	5400億ドル－SPVの上限(6000億ドル)の90%

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

資料:FRB

■ 「非伝統的」金融政策:FRB(その2)

名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	2009年3月～ 2009年12月末	SPVによる法人からのABSの買取りをファイナンス	全ての米国法人 (ただし、プライマリー・ディーラーに口座を有することが必要)	・裏付資産により、以下の通り 1) 自動車ローンおよびクレジットカード債権 3Y Libor swap +100bp (固定) または 1M Libor+100bp (変動) 2) 学生ローン(変動のみ) 1M Libor+100bp(民間) または +50bp(政府) 3) SBA保証付貸出 3Y Libor swap +50bp(固定) または FF誘導目標+75bp (変動)	(担保となるABSは、以下の通り) ・長期物は最上位、短期は投資適格の格付 ・裏付資産は、自動車ローン、クレジットカード債権、学生ローン、SBA保証付貸出	3年 (担保となる自動車ローンABSやクレジットカード債権ABSの平均残存期間は5年以内)	当初2000億ドル -1兆ドルまで 引上げ

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

資料:FRB、ECB、日本銀行

■ (参考):FRBによる米ドルスワップによるオペ

名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
FRBによる海外中央銀行との米ドルスワップ	2007年12月～ 2009年10月末	海外中央銀行によるドル資金オペをファイナンス	海外中央銀行 (豪州準備銀行、ブラジル中央銀行、カナダ銀行、デンマーク国立銀行、BOE、ECB、日本銀行、韓国銀行、メキシコ銀行、ニュージーランド準備銀行、ノルウェー銀行、MAS、リクスバンク、SNB)	---	---	---	(上限は設けられていない)
ECBによるドル資金供給オペ	2007年12月～ 2009年10月末	金融機関に対してドル資金をファイナンス	ECBによるMarginal Lending Facilityの対象先(準備預金制度の対象金融機関)	・直近の米国TAFの最低落札レート ・ただし、O/N物のみは入札による	(担保資産は通常のおペと同じ) ・EEAおよびG10の国債、政府機関債、中央銀行債 ・EU内のカバードボンド、社債、銀行債、ABS (BBB-格以上 <ABSはA-格以上>)	0/N、7日、 28日または 84日	(上限は設けられていない)
日本銀行によるドル資金供給オペ	2008年3月～ 2009年10月末	(同上)	日本銀行による共通担保オペ先(金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社、短資業者より選定)	・直近の米国TAFの最低落札レート -制度上は金利入札方式も可能	(担保資産は通常のおペと同じ) ・国債、国庫短期証券、政府保証債、地方債、財投機関債(A格以上) ・社債(A格以上)、短期債券、ABS(AAA格以上)、ABCP(a-1格以上)、手形および証書貸付債券(いずれも企業または不動産投資法人) ・不動産投資法人債、短期不動産投資法人債、不動産投資法人の手形および証書貸付債権(いずれもAA格以上) ・外国政府債、国際機関債(いずれもAA格以上) ・証書貸付債権(一部の特別会計向けおよび政府保証付債権)	28日または 84日	(上限は設けられていない)

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

資料：日本銀行、FRB、ECB

■ 適格担保の拡大

	今回の金融危機以前(07年初)	金融危機対応
FRB	<p>(オベの適格担保)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・国債、Agency債、Agency MBS 	<p>(2007年12月:TAF導入): 地方債、社債、ABS、企業向け貸出等を適格担保化 (Primary Credit Facilityと同じ)</p> <p>(2008年3月:PDCF導入): 通常のレポ取引対象資産を適格担保化</p> <p>(2008年3月:TSLF導入): 社債、地方債、MBS、ABSを適格担保化(いずれもBBB格以上)</p> <p>(2008年9月:AMLF導入): ABCPを適格担保化(A-1以上)</p> <p>(2008年10月:CPFF導入): CPおよびABCPを適格担保化(A-1以上)</p> <p>(2008年11月:MMIFF導入): CDを適格担保化(A-1以上)</p> <p>(2009年3月:TALF導入): 自動車ローン、クレジットカード債権、学生ローン、SBA保証付貸出を裏付資産とするABSを適格担保化</p>
日本銀行	<p>(オベの適格担保)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・国債、国庫短期証券、政府保証債、地方債、財投機関債(A格以上) ・社債(A格以上)、短期債券、ABS(AAA格以上)、ABCP(a-1格以上)、手形および証書貸付債券(いずれも企業または不動産投資法人) ・外国政府債、国際機関債(いずれもAA格以上) ・証書貸付債権(一部の特別会計および政府保証付債権) 	<p>(2008年12月): 社債と証書貸付債権の最低格付をA格からBBB格へ引下げ</p> <p>(2009年1月): 不動産投資法人債(AA格以上)、短期不動産投資法人債、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法人CP、不動産投資法人に対する証書貸付債権(AA格以上)を適格担保化</p>
ECB	<p>(オベの適格担保)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・EEAおよびG10の国債、政府機関債、中央銀行債 ・EU内のカバードボンド、社債、銀行債、ABS <p>(すべて、短期はA-1、長期はA-格以上)</p>	<p>(2008年12月): シンジケートローン債権、CD、保証付劣後債を適格担保化、ABS以外の最低格付(長期)をBBB-へ引下げ</p> <p>(2009年2月): ABSの最低格付をAAA格に引上げ</p>

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

■ 政策手段に関する見解：日本銀行

	趣旨	期待される効果
企業金融の支援策	<p>(2008年12月：「企業金融円滑化のための金融調節面での対応について」)</p> <p>・「…わが国の金融環境をみると、中小・零細企業で資金繰りが悪化しているほか、大企業においても市場での資金調達環境が悪化している先が増えるなど…緩和度合いが低下している…年末・年度末に向けた企業金融の円滑化に資する観点から…」</p>	<p>(2008年12月：白川総裁記者会見①)</p> <p>・「適格担保範囲の拡大ですが…信用判定先が増加し…(新たに担保となり得る)金融資産の市場流動性が向上するという効果…」</p> <p>・「企業債務を担保とするオペですが…ターム物のオペを誘導目標の平均金利で実行します…一律の金利によるオペです…オペの期間中は資金が確実に調達できる…」</p> <p>・「民間企業債務を担保とする資金供給は…3兆円程度の資金供給を見込める」</p> <p>(2009年2月：白川総裁記者会見)</p> <p>・「企業が資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に関する安心感を確保する」</p>
CPおよび社債の買入れ	<p>(2008年12月：白川総裁記者会見②)</p> <p>・「現在の厳しい状況の中で、中央銀行としてギリギリどのような貢献ができるかを考えた結果です」</p> <p>(2009年1月：「企業金融に係る金融商品の買入れについて」)</p> <p>・「① 当該金融商品の市場金利が発行企業の実態如何にかかわらず全体として高騰する、あるいは、当該金融商品の市場取引が成立しにくい状態が継続するといった市場機能の著しい低下が生じており、これが企業金融全体の逼迫に繋がっていること。</p> <p>② こうした状況を改善するため、…異例の措置として金融商品の買入れを実施することが、日本銀行の使命に照らして必要と認められること。」</p>	<p>(2009年1月：白川総裁記者会見)</p> <p>・「意味のある論点というのは、実質的には、企業が実際に資金調達する少し長めの資金の金利をどのようにして下げていくのかとか、量に関する安心感をどのように確保するのか…」</p> <p>・「12月に日本銀行が買入れ方針を発表した後…CPの発行環境が上位格付けを中心に改善してきているということも、そうした効果の大きさを示している」</p> <p>(2009年2月：白川総裁記者会見)</p> <p>・「証券会社や投資家による社債の売買を促進し、社債市場の機能改善を後押しする効果や、金融機関の貸し出し余力が拡大する効果を通じて、企業金融の円滑化に資する」</p> <p>・「金融市場の機能が低下し企業金融が…逼迫を来しているときに…中央銀行が働きかけていくという政策であり…確かに信用緩和(クレジット・イージング)という言葉がより近い感じ…」</p>
(参考) 量的緩和策・ゼロ金利政策	<p>(2008年12月：白川総裁記者会見②)</p> <p>・「無担保コールレートの誘導目標を0.1%に…したわけです。…かつての量的緩和策のもとで行ったゼロ金利というのは、徹底的に量を出し、その結果金利が徹底的にゼロに近づくことを追求したものであり、その意味での量的緩和なりゼロ金利政策は、今回は採用していません。」</p>	<p>(2008年12月：白川総裁記者会見①)</p> <p>・「追加利下げに関して言えば、極めて低い金利水準のもとでは、短期金融市場の円滑な機能確保という観点から、様々な問題が生ずる可能性があることには留意が必要である」</p> <p>(2008年12月：白川総裁記者会見②)</p> <p>・「ペースマネーという量の増加自体が生む効果は、金融システム安定と言う点で相応にあった…景気・物価を刺激するという面では…明確な効果はなかなか判定しがたいというのが暫定的な評価であろう」</p>

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

■ 政策手段に関する見解：日本銀行(量的緩和と時間軸の導入時)

	趣旨	期待される効果
量的緩和策	<p>(2001年3月:「新しい金融調節方式Q&A」<日本銀行>)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「(当座預金5兆円程度の下で)いわば、市場メカニズムをできるだけ損なわないように配慮しつつ、「ゼロ金利政策」の有する金融緩和効果を実現することを狙った政策」 <p>(2001年3月19日:速水総裁記者会見)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「金利は市場に任せて、元になる資金を当座預金の残高をみながら調整するというふうに変更した…」 	<p>(2001年7月:山口副総裁記者会見)</p> <p>「金融市場の中では、量的にも、俗な表現で言えば「ジャブジャブ」という状態が実現している。それでも、様々な理由で、信用拡張的な動きは起きていない訳である」</p> <p>(2001年8月:速水総裁記者会見<量的目標引上げ時:大阪での講演も同趣旨>)</p> <p>「ターム物などの金利を短期市場金利の低下を促していくことができること…ノーリスク・ノーリターン資産の供給を増やしていくことで、市場の参加者が資産選択を多様化させることができるのではないかとのこと」</p> <p>(2001年12月:速水総裁記者会見<量的目標引上げ時>)</p> <p>「効果としては、金利の低下、ポートフォリオ・リバランス効果、期待形成に与える影響、などが言えようかと思う」</p> <p>「年末、期末を控えた金融機関の資金繰りの安心感につながっていく」</p>
時間軸政策	<p>(2001年3月1日:速水総裁記者会見)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「物価が継続的に下落することを防ぐ、それから持続的な経済成長のための基盤を整備する、こういった決意、意思を示したものの…」 	<p>(2001年3月:「今回の金融緩和措置のポイント」<日本銀行>)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・デフレ予想の是正に貢献 ・イールドカーブ全体の低下 <p>(2001年4月:植田審議委員記者会見)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「景気が非常に良ければ、(インフレ率が下からゼロをきってくる)その前から、0/Nコールレートが上がり始めるかもしれない…」 ・「強力な時間軸であるため、強い金融緩和が思った以上に長期化するリスクがあるのではないかと…」

2. 「非伝統的」金融政策の目的・手段と効果

■ 「信用緩和」の考え方:FRB

(Bernanke議長のスピーチ<2009年2月>

”Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed’s Balance Sheet”より)

認識された問題	採用された対応と効果
<p>•”as widening credit spreads, more-restrictive lending standards, and credit market dysfunction have worked against the monetary easing and led to tighter financial conditions overall”</p>	<p>•”extraordinary actions to ensure that financial institutions have adequate access to short-term credit.”</p> <p>•”has helped to relax the severe liquidity strains experienced by many firms and has been associated with improvements in interbank lending markets; for example, …liquidity pressures around the end of the year were relatively modest. Libor has fallen sharply as well.”</p>
<p>•”concerns about capital, asset quality, and credit risk continue to limit the willingness of many intermediaries to extend credit”</p> <p>•”lending to financial institutions does not directly address instability or declining liquidity in critical nonbank markets, such as the commercial paper market or the market for asset-backed securities”</p>	<p>•”the provision of liquidity directly to borrowers and investors…introduced facilities to purchase highly rated commercial paper at a term of three months and to provide backup liquidity for money market mutual funds”.</p> <p>•The purpose of these facilities is to serve …as backstop liquidity provider to institutions and markets that were destabilized by the rapid withdrawal of funds by short-term creditors”</p> <p>•announced a facility that lend against AAA-rated asset-backed securities collateralized by recently originated student loans, auto loans, credit card loans, and loans guaranteed by the SBA. …we were prepared to expand significantly this TALF, to encompass other types of newly issued AAA-rated asset-backed securities”</p> <p>•helped to stabilize CP market, lowering rates significantly and allowing high-quality firms access to financing at terms longer than a few days. …stabilized the money market mutual fund industry have also shown some success, as the sharp withdrawals have given way to modest inflows.</p>
	<p>•”supporting the functioning of credit markets involves the purchase of longer-term securities”</p> <p>•”purchasing up to \$100 billion in the debt of government-sponsored enterprises (GSEs) and up to \$500 billion in mortgage-backed securities guaranteed by federal agencies by midyear”</p> <p>•”rates on 30-year conforming fixed-rate mortgages have fallen nearly 1 percentage point since we announced the program. It should lead to lower rates and greater availability of consumer, business, and mortgage credit”.</p>

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料：日本銀行、FRB

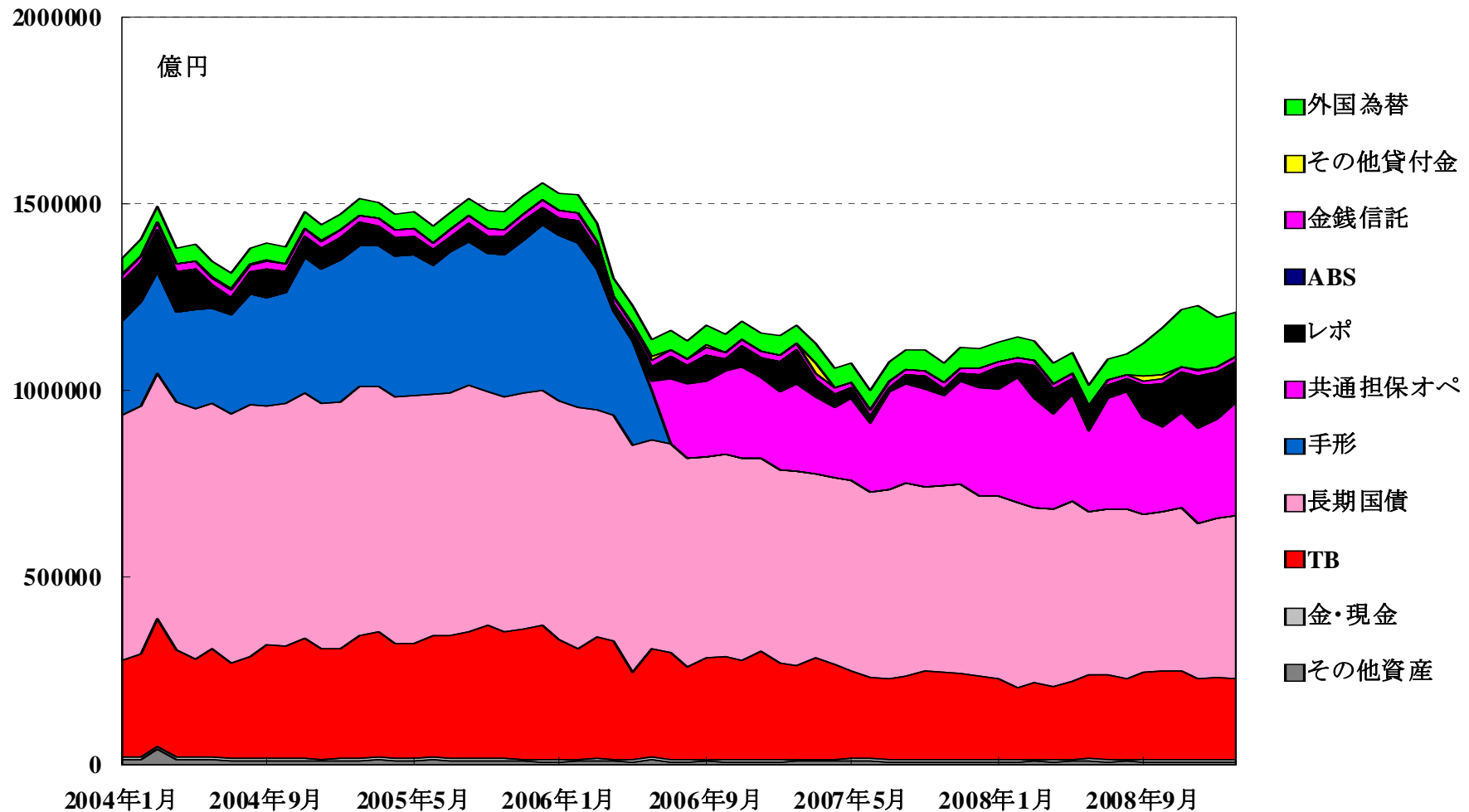
■ 中央銀行のバランスシート運営の考え方

項目	意義	情報の内容
日本銀行 「日本銀行の政策・業務と バランスシート」 (2004年：日本銀行企画 室)	イ. 健全性	<ul style="list-style-type: none"> ・「保有する資産や受け入れる担保は、高い信用力を持ったものになるように努めている」。 ・「仮に資産や担保の健全性が毀損され・・・損失を被ると、その損失は・・・納付金の減少を通じて、最終的には国民の負担となる。また、・・・債務超過となり政府の財政的な支援に依存せざるを得なくなると、自らの判断で適切な政策や業務の運営を行うことが困難となるとの見方が広がり・・・適切な政策や業務の運営が脅かされる惧れがある」。 ・「・・・国債は、高い信用力を有する金融商品である。現先オベで買い入れるCPや担保として受け入れる企業振出手形、社債等の民間企業の債務については、信用力が十分であるかどうかを、・・・自ら一定の基準を設けて適格性を審査している」。 ・「信用秩序の維持に資するため・・・信用供与を実施しているが・・・財務の健全性維持には、十分に配慮している」。
	ロ. 流動性	<ul style="list-style-type: none"> ・「金融政策運営の機動性を確保するためには、資産の流動性に常に配慮していくことが重要である。」 ・「金融調節を行っていくに当っては、負債の伸縮にあわせて、資産を伸縮させることが必要になるが、資産の流動性が低下すると、負債を機動的かつ円滑に調整することが困難になる」。 ・「償還期限のバランスに留意し、全体として残存期間が長期化しないよう、・・・いつでも容易に売却できるように、努めている」。
	ハ. 中立性	<ul style="list-style-type: none"> ・「自らの資産保有が当該資産市場の価格形成に影響を与えないように努めている」。 ・「資産を集中的に保有すると・・・市場の規模によっては、・・・価格形成に影響を及ぼし、資源配分の中立性を阻害する惧れがある。・・・市場の厚みがあり流動性の高い金融資産をオベの買入対象とすることを原則としている。」
FRB(2002年) "Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations"		<ol style="list-style-type: none"> ① 米国・連邦準備制度(FRS)による金融政策運営の独立性が確保されるものであること (instrument independence)。 ② オペレーションが資金配分 (credit allocation) や金融資産の相対価格 (relative prices) に与える歪みを最小限のものにすること。 ③ 米国・連邦準備制度(FRS)のポートフォリオの流動性を維持するとともに、各種リスク(信用リスク・金利リスク等)を適切に管理すること。 ④ 透明性およびアカウンタビリティが確保されること。
(2009年) Bernanke議長 "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet		<ul style="list-style-type: none"> ・"expressed the concern ...will ultimately stoke inflation. ...However, banks are choosing to leave the great bulk of their excess reserves idle, ...the rates of growth of broader monetary aggregates have been much lower than that of the monetary base...see little risk of unacceptably high inflation in the near term" ・"unwinding (of the balance sheet) will happen automatically, as improvements in credit markets should reduce the need to use Fed facilities... A significant shrinking can be accomplished relatively quickly, as a substantial portion of the assets...are short-term in nature and can simply be allowed to run off as the various programs and facilities are scaled back or shut down. ・As we consider new programs or the expansion of old ones, the Federal Reserve will carefully weigh the implications for the exit strategy.

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料: 日本銀行

■ 日本銀行のバランスシート



3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策 資料：日本銀行

■ 日本銀行のバランスシート(金融調節に関する情報開示)

本件の対外公表時刻は
3月6日 8時50分

2009年3月6日
日本銀行企画局

マネタリーベースと日本銀行の取引 (2009年2月)

①ストック表

(末残、億円)

	08/9月	10	11	12	09/1	2
長期国債 (1)	422,611	428,432	438,142	413,405	425,145	436,068
買入等 (2)	422,611	428,432	438,142	413,405	425,145	436,068
その他 (3)	0	0	0	0	0	0
対政府 長期国債売現先 (-) (4)	-89,232	-104,193	-133,159	-24,558	-124,218	-135,379
国庫短期証券 (5)	233,028	235,714	235,516	217,851	221,584	215,234
引受 (6)	140,503	139,948	137,504	130,124	129,447	128,058
買入 (7)	100,752	96,413	98,659	88,351	92,756	87,792
売却 (-) (8)	0	0	0	0	0	0
対政府ネット売却 (-) (9)	-8,000	0	0	0	0	0
対外国中銀等 国庫短期証券売現先 (-) (10)	-24,512	-24,891	-20,551	-15,876	-18,083	-20,411
国債買現先 (11)	84,153	109,125	88,184	97,708	90,167	80,418
国債売現先 (-) (12)	0	0	-8,005	0	0	0
共通担保資金供給 (13)	257,206	226,984	256,012	255,153	238,276	259,708
CP買現先 (14)	2,990	5,970	20,228	43,298	38,012	27,871
手形売出 (-) (15)	-1,350	-12,082	-7,900	0	0	0
企業金融支援特別オペ (16)	-	-	-	-	25,131	44,736
CP買入 (17) *	-	-	-	-	-	12,537
貸出等	15,010	10,812	1,627	3,758	1,212	1,202
33条貸出 (18)	13,808	9,610	425	2,556	10	0
預金保険機構貸付金等 (19)	1,202	1,202	1,202	1,202	1,202	1,202
預金保険機構貸付金 (20)	0	0	0	0	0	0
国債補完供給 (-) (21)	-117	0	0	0	0	0
金銭の信託 (信託財産株式) (22) *	12,916	12,738	12,738	12,698	12,698	12,698
政府預金 (-) (23)	-25,914	-25,223	-18,895	-35,094	-26,565	-28,535
その他 (24) *	45,971	45,231	45,862	44,267	43,849	44,121
マネタリーベース	932,760	908,617	909,799	1,012,610	927,208	950,268
日本銀行券発行高	754,929	766,117	765,945	814,783	768,495	769,222
貨幣流通高	45,298	45,349	45,536	45,904	45,717	45,420
日銀当座預金	132,533	97,151	98,318	151,923	112,996	135,626
準備預金 (25)	124,210	91,832	91,836	138,367	102,986	120,309
マネタリーベース	932,760	908,617	909,799	1,012,610	927,208	950,268

本件に関する照会先：日本銀行企画局 藤田 (03-3277-2802)、矢野 (03-3277-3751)

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

■ 日本銀行のバランスシート(金融調節に関する情報開示)

(ストック表 注)

(1)日本銀行の貸借対照表に資産として計上された長期国債(国庫短期証券(割引短期国債および政府短期証券)を除く)国債残高。ただし、2001/4月は、貸借対照表に資産として計上された長期国債残高に、同年3月までに実行された対政府売現先残高を加えることにより算出。上記の長期国債期末時点残高については、2003年度までは移動平均法による低価法、2004年度以降は移動平均法による償却原価法を用いて評価替えを行っている。2001/4月に現先取引の会計処理の変更があったため、それ以前の計数とは不連続となる。

(2)金融機関等からの買入等により取得した長期国債の残高および長期国債による借換引受残高。長期国債残高(脚注(1))から出資国債等の残高を控除したもの。なお、この計数は、国債買入才ベ等により取得した長期国債の累計額から、現金償還分、割引短期国債による借換引受分、国債整理基金への売却分等を控除した金額に概ね相当する。

(3)出資国債等の残高。額面金額ベース。

(4)政府に対する長期国債の売現先残高。売却価額ベース。

(5)日本銀行の貸借対照表に資産として計上された国庫短期証券残高。ただし、2001/4、5月は、貸借対照表に資産として計上された国庫短期証券残高から同年3月までに実行された国庫短期証券買現先残高を控除することにより算出。内訳項目の足し上げとは、計上ベースの違い等により、一致しない。国庫短期証券の期末時点残高については、2003年度までは移動平均法による原価法、2004年度以降は移動平均法による償却原価法を用いて評価替えを行っている。2001/4月に現先取引の会計処理の変更があったため、それ以前の計数とは不連続となる。

(6)政府短期証券の引受残高および割引短期国債による長期国債・割引短期国債の借換引受残高。額面金額ベース。

引受・借換引受の累計額から償還分を控除したもの。

(7)金融機関等からの国庫短期証券の買入残高。同才ベの累計額から、買入れた国庫短期証券の償還分(繰上償還を含む)等を控除したもの。買入代金ベース。

(8)金融機関等に対する国庫短期証券の売却残高。同才ベの累計額から、売却した国庫短期証券の償還分を控除したもの。売却代金ベース。

(9)政府等に対する国庫短期証券ネット売却残高(売却残高-買入残高)。償還分を控除したもの。額面金額ベース。

(10)外国中央銀行等に対する国庫短期証券の売現先残高。額面金額ベース。

(11)金融機関等に対する国債の買現先残高。買入代金ベース。2002/10月以前は、長期国債の買現先残高であり、前後で計数は不連続。

(12)金融機関等に対する国債の売現先残高。売却代金ベース。

(13)金融機関等に対する共通担保資金供給オペレーション(適格担保を根担保として、貸付利率を入札に付して行う公開市場操作としての貸付け)の残高。

(14)金融機関等に対するコマーシャル・ペーパー、短期社債、保証付短期外債、政府保証付短期債券、資産担保短期債券および短期不動産投資法人債の買現先残高。額面金額ベース。

(15)金融機関等に対する手形の売出残高。額面金額ベース。

(16)金融機関等に対する企業金融支援特別オペレーション(適格担保を根担保として、共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利により、資金供給を行う公開市場操作としての貸付け)の残高。

(17)金融機関等からのコマーシャル・ペーパー(資産担保コマーシャル・ペーパーおよび不動産投資法人コマーシャル・ペーパーを除く)、短期社債、保証付短期外債、資産担保コマーシャル・ペーパーおよび資産担保短期債券の買入残高。同才ベの累計額から、買入れたコマーシャル・ペーパー等の償還分を控除したもの。買入代金ベース。期末時点での残高は、移動平均法による償却原価法を用いて評価替えを行うほか、減損処理による評価替えを行う。

(18)日本銀行法第33条に基づく貸付残高および手形の割引残高ならびに同法第43条第1項但書に基づく証書貸付債権を担保とする貸付残高(1998年12月以降1999年3月以前は企業金融支援のための臨時貸出制度に基づく貸付残高、2001年3月以降は補完貸付制度に基づく貸付残高を含む。共通担保資金供給オペレーションおよび企業金融支援特別オペレーションの残高は含まない)。

(19)預金保険機構向けの貸付残高に、預貯金保険機構出資金、預金保険機構住専勘定拠出金および新金融安定化基金拠出金の残高等を加えた額。

(20)預金保険法第42条、同法附則第20条、金融機能の再生のための緊急措置に関する法律第65条および金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律第16条に基づく預金保険機構向けの貸付残高。

(21)金融機関等に対する国債の補完供給残高。売却代金ベース。

(22)金融機関の保有する株式の買入等を行うための金銭の信託の残高。株式の評価は、移動平均法による原価法(ただし期末時点で減損処理により評価替えを行う)による。

(23)当座預金、国内指定預金、その他政府預金の残高。

(24)「その他」に含まれる主要な項目としては、金地金、外国為替、日本銀行が保有する土地・建物・動産、貨幣流通高、引当金勘定、資本金、準備金、代理店勘定、外国為替資金特別会計からの外債債券の売戻条件付買入等がある。

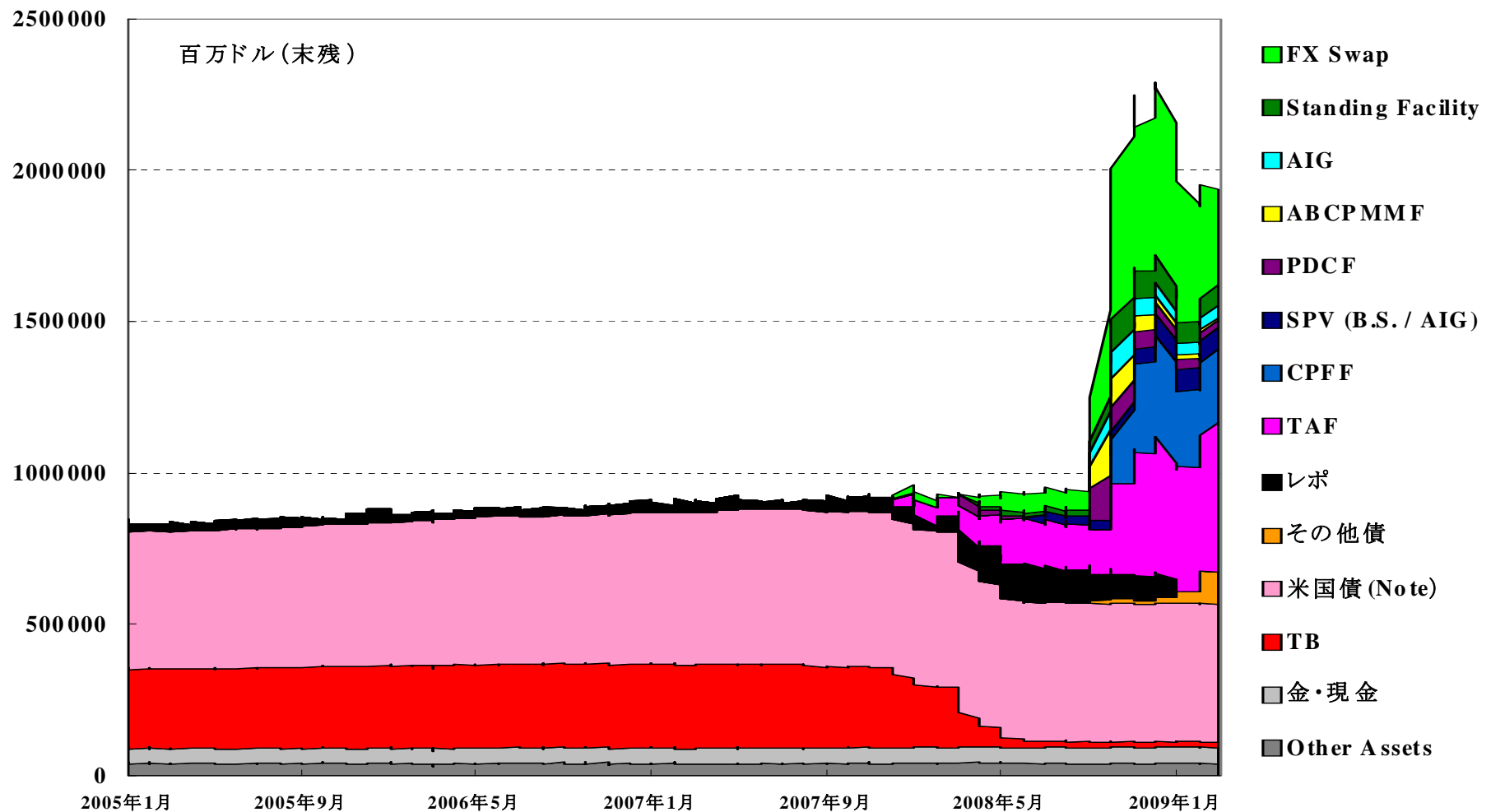
(25)準備預金制度に関する法律の適用を受ける金融機関が日本銀行に預け入れている預け金の残高。ただし、2003年4月から2007年9月までは、同金融機関および日本郵政公社が日本銀行に預け入れている預け金の残高。

*3月、9月計数は決算処理の都合により、翌月上旬時点では速報計数を掲載。確報計数はそれぞれ6月、12月上旬に公表。

資料:日本銀行

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策 資料:FRB

■ FRBのバランスシート



3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策 資料:FRB

■ FRBのバランスシート (注記の例)

3. Information on Principal Accounts of Maiden Lane LLC
Millions of dollars

Account name	Wednesday Mar 4, 2009
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC (1)	26,107
Outstanding principal amount of loan extended by the Federal Reserve Bank of New York (2)	28,820
Accrued interest payable to the Federal Reserve Bank of New York (2)	292
Outstanding principal amount and accrued interest on loan payable to JPMorgan Chase & Co. (3)	1,198

1. Fair value. Fair value reflects an estimate of the price that would be received upon selling an asset if the transaction were to be conducted in an orderly market on the measurement date. Revalued quarterly. This table reflects valuations as of December 31, 2008. Any assets purchased after this valuation date are initially recorded at cost until their estimated fair value as of the purchase date becomes available.

2. Book value. This amount was eliminated when preparing the Federal Reserve Bank of New York's statement of condition consistent with consolidation under generally accepted accounting principles. Refer to the note on consolidation accompanying table 9.

3. Book value. The fair value of these obligations is included in other liabilities and capital in table 1 and in other liabilities and accrued dividends in table 8 and table 9.

Note: On June 26, 2008, the Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) extended credit to Maiden Lane LLC under the authority of section 13(3) of the Federal Reserve Act. This limited liability company was formed to acquire certain assets of Bear Stearns and to manage those assets through time to maximize repayment of the credit extended and to minimize disruption to financial markets. Payments by Maiden Lane LLC from the proceeds of the net portfolio holdings will be made in the following order: operating expenses of the LLC, principal due to the FRBNY, interest due to the FRBNY, principal due to JPMorgan Chase & Co., and interest due to JPMorgan Chase & Co. Any remaining funds will be paid to the FRBNY.

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料：日本銀行、FRB、ECB

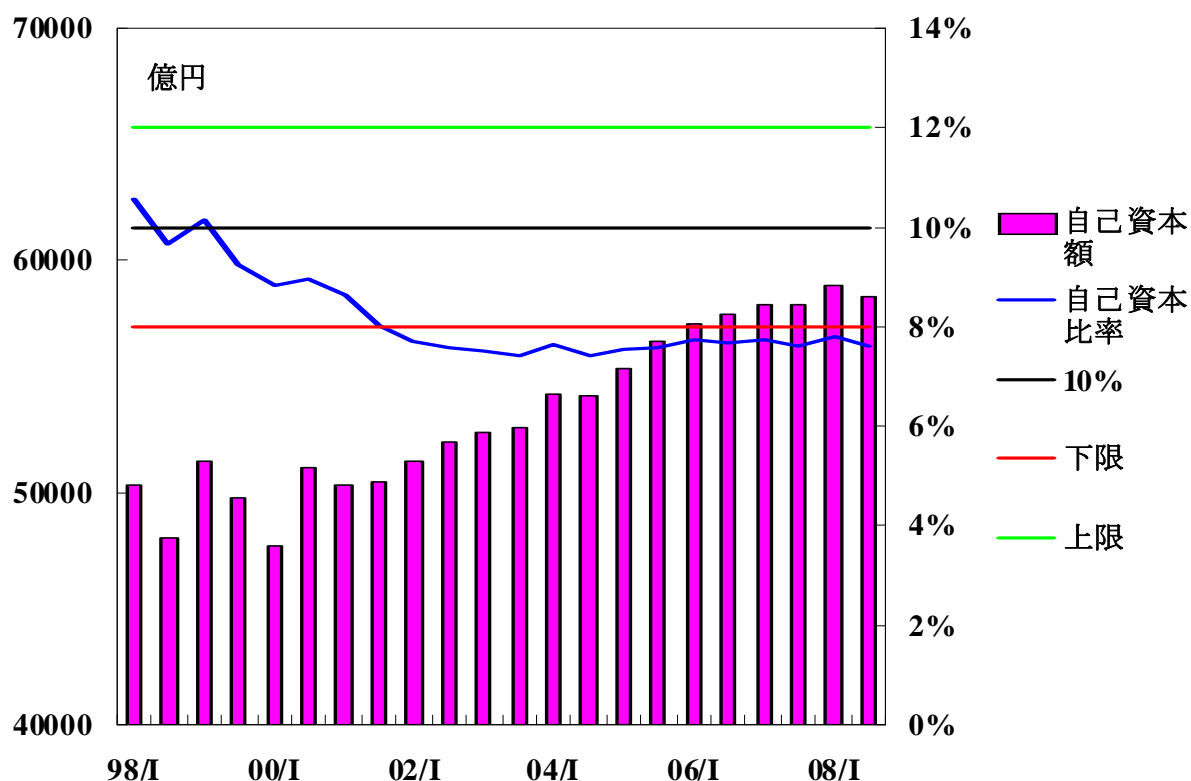
■ 中央銀行の自己資本(日本銀行、FRB、ECB)

	資本制度	利益配分	(参考)バランスシートの規模									
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・資本金：1億円(日本銀行法8条) — 政府および政府以外の者からの出資による。政府からの出資の額は55%を下回ってはならない。 ・法定準備金：剰余金の5%に相当する金額を積立てなければならない(日本銀行法53条)。 — 特に必要があると認めるときは、財務大臣の認可を受けて5%を超えて積み立てることができる ・特別準備金(日本銀行法の一部を改正する等の法律) 	<ul style="list-style-type: none"> ・当期剰余金から、財務大臣の認可を受けて、年5%を上限に、出資者に配当することができる(日本銀行法54条) ・当期剰余金から準備金積立額および出資者への配当金を控除した残額を、国庫に納付する(日本銀行法53条) 	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>(2007/06)</th> <th>(2009/02)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産総額</td> <td>1,000,712 <億円></td> <td>1,221,730 <億円></td> </tr> <tr> <td>対GDP</td> <td>19.4% <CY2007></td> <td>24.1% <CY2008></td> </tr> </tbody> </table>		(2007/06)	(2009/02)	資産総額	1,000,712 <億円>	1,221,730 <億円>	対GDP	19.4% <CY2007>	24.1% <CY2008>
	(2007/06)	(2009/02)										
資産総額	1,000,712 <億円>	1,221,730 <億円>										
対GDP	19.4% <CY2007>	24.1% <CY2008>										
FRB (ニューヨーク連銀)	<ul style="list-style-type: none"> ・資本金：62.82億ドル — 連邦準備制度加盟銀行が各自の払込資本金と準備金の合計額の6%を払い込む(連邦準備法2条、5条、9条) ・準備金：当期剰余金から、資本金と等しい額まで準備金を積立てる(連邦準備法7条) 	<ul style="list-style-type: none"> ・当期剰余金から、連邦準備制度加盟銀行に対して、資本金額の6%相当額を配当として支払う(連邦準備法7条) ・当期剰余金から、準備金への積立て額および出資者への配当金を控除した残額を国庫に納付する(連邦準備法7条) 	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>(2007/06)</th> <th>(2009/02)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産総額</td> <td>9,014 <億ドル></td> <td>19,514 <億ドル></td> </tr> <tr> <td>対GDP</td> <td>6.5% <CY2007></td> <td>13.7% <CY2008></td> </tr> </tbody> </table>		(2007/06)	(2009/02)	資産総額	9,014 <億ドル>	19,514 <億ドル>	対GDP	6.5% <CY2007>	13.7% <CY2008>
	(2007/06)	(2009/02)										
資産総額	9,014 <億ドル>	19,514 <億ドル>										
対GDP	6.5% <CY2007>	13.7% <CY2008>										
ECB	<ul style="list-style-type: none"> ・割当資本：57.6億ユーロ — このうち、払込資本は41.2億ユーロ — EU加盟国銀行は、各国の資本割当比率に基づいて出資する(ECB定款29条)。このうち、EMUは全額、非EMUは7%相当額を各々払込み ・準備金 ・再評価勘定(金、外貨資産、市場性有価証券等)) 	<ul style="list-style-type: none"> ・当期剰余金の20%を上限に、資本金額と等しくなるまで準備金を積立て(ECB定款33条) ・当期剰余金から準備金への積立額を控除した金額を、各国の出資割合に応じて、出資者であるEMUの中央銀行に分配する — 各国政府への国庫納付は、各国の法令に従う 	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>(2007/06)</th> <th>(2009/02)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産総額</td> <td>12,084 <億ユーロ></td> <td>23,953 <億ユーロ></td> </tr> <tr> <td>対GDP</td> <td>13.4% <CY2007></td> <td>26.0% <CY2008></td> </tr> </tbody> </table>		(2007/06)	(2009/02)	資産総額	12,084 <億ユーロ>	23,953 <億ユーロ>	対GDP	13.4% <CY2007>	26.0% <CY2008>
	(2007/06)	(2009/02)										
資産総額	12,084 <億ユーロ>	23,953 <億ユーロ>										
対GDP	13.4% <CY2007>	26.0% <CY2008>										

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料: 日本銀行

■ 日本銀行の「自己資本比率」



「日本銀行の政策・業務とバランスシート」
(2004年: 日本銀行企画室)

・「…期末の自己資本残高÷期中における日本銀行券の発行平均残高」により自己資本比率を算出し、財務の健全性を維持する観点から、この比率が概ね10%±2%の範囲となるように、政策委員会の決定を経て、引当金の積立て・取り崩しや法定準備金の積み立てを行っている…」(会計規程18条による)

自己資本: 資本金、法定準備金、特別準備金、引当金の合計
引当金: 貸倒引当金、債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金(日本銀行法施行令15条)

・「…日本銀行は、当期剰余金から法定準備金の積立てと出資者に対する配当を差し引いた残り全額を、国庫に納付することになっている…」

当期剰余金: 経常利益に特別損益(引当金の積立て、取崩しを含む)、税金を加減したもの

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料: 日本銀行

■ 「信用緩和」の考え方(日本銀行「企業金融に係る金融商品の買い入れについて」)

オペ手段	考え方
1. 企業金融に係る金融商品の買い入れの性格	<ul style="list-style-type: none"> ・「企業金融に係る金融商品の買い入れは…民間部門の個別先の信用リスクを負担する度合いが高い。」 ・「こうした政策手段は、損失発生を通じて納税者の負担を生じさせる可能性が相対的に高く、また、個別企業に対するミクロ的な資源配分への関与が深まるという特徴をもつ。」 ・「…損失発生により日本銀行の財務の健全性を損ない、ひいては通貨や金融政策への信認を損なう惧れが、相対的に高くなる。」 ・「…企業金融に係る金融商品の買い入れは、中央銀行の政策手段としては、異例の措置と位置付けたいので…」
2. 実施の必要性に関する判断	<ul style="list-style-type: none"> ① 当該金融商品の市場金利が発行企業の特性如何にかかわらず全体として高騰する、あるいは、当該金融商品の市場取引が成立しにくい状態が継続するといった市場機能の著しい低下が生じており、これが企業金融全体の逼迫につながっていること。 ② こうした状況を改善するため、…異例の措置として金融商品の買い入れを実施することが日本銀行の使命に照らして必要と認められること。
3. 実施に当たって留意すべき事項	<ul style="list-style-type: none"> 1) 個別企業への恣意的な資金配分となることを回避すること <ul style="list-style-type: none"> ・「…個別企業への恣意的な資金配分となることを回避しよう、例えば、①発行体からの直接買い入れではなく日本銀行の取引先である金融機関等を通じた買い入れとすることや、②入札方式による買い入れとすることなど、適切な買い入れ方式を採用する。」 2) 必要な期間に限り、適切な規模で実施すること <ul style="list-style-type: none"> ・「必要な期間に限って実施する観点から、実施期限、あるいは終了の条件を設ける。」 ・「日本銀行の買い入れへの過度の依存による市場機能の一層の低下といった事態が生じないよう、適切な規模で実施する。」 ・「市場機能の回復に応じて…インセンティブが低下していくような仕組みとするなど、適切な規模での実施や円滑な終了に資する買い入れ方式を採用する。」 (3) 日本銀行の財務の健全性を確保すること <ul style="list-style-type: none"> ・「…買い入れから生じる信用リスクを適切に管理する。…買い入れ対象とする金融商品の信用度や残存期間に関し、一定の制限を設ける。また、買い入れ総額に限度を設けるほか、特定企業の信用リスクを集中的に負担することを回避する手段を講じる。」 ・「…日本銀行の決算において、損失が生じた場合の処理や自己資本の確保を適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく。日本銀行としては、こうした考え方について、政府の理解を求めていく。」

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策 資料：日本銀行、FRB

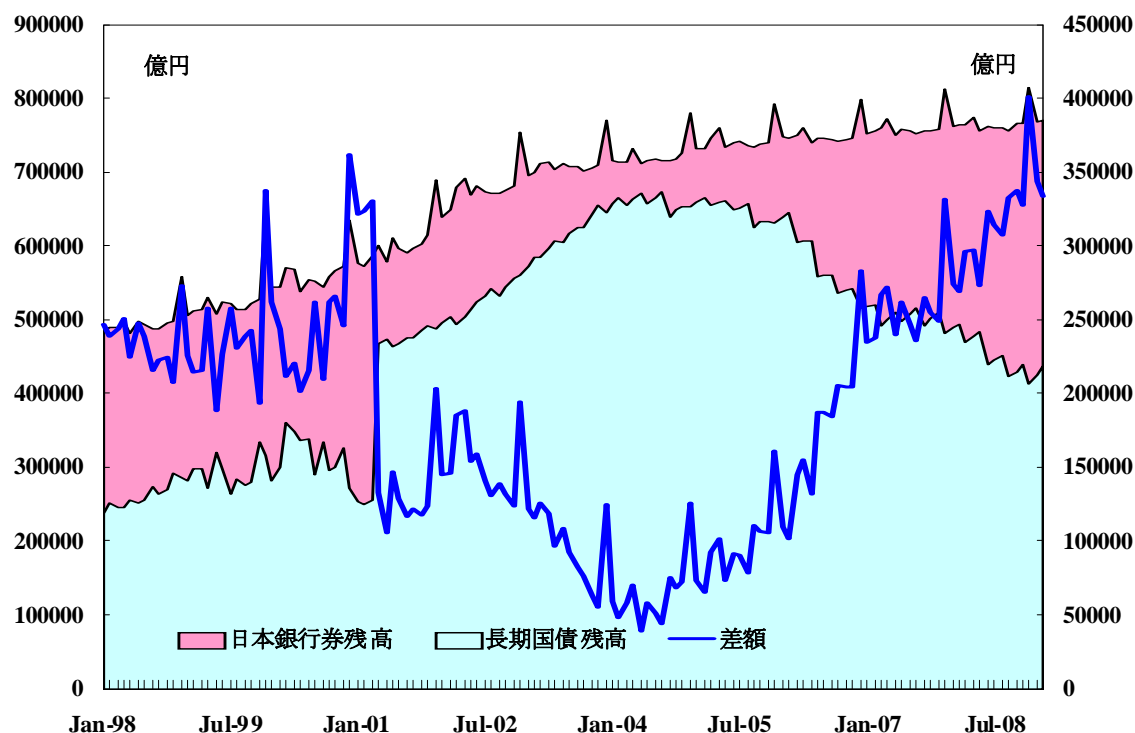
■ 「非伝統的」オペに関するリスク管理の例

	オペ手段	主な対応策	
日本銀行	CPおよびABCPの買入れ	(信用リスク) ・a-1格相当以上への限定 ・発行体別の買入残高は上限1000億円 ・落札利回りに下限を設定(例えば、残存1ヶ月以内:政策誘導目標+20bp)	(中立性) ・買入が昨年7月~12月の最大の月末残高の25%を超えた場合は除外 ・1回のオファーを3000億円に限定
	社債買入れ	(信用リスク) ・A格相当以上への限定 ・発行体別の買入残高は上限500億円 ・落札利回りに下限を設定(例えば、残存6ヶ月以内:政策誘導目標+40bp)	(中立性) ・買入が昨年7月~本年1月の最大の月末残高の25%を超えた場合は除外 ・1回のオファーを1500億円に限定
	(国債買入れ)	(中立性) ・毎月および年間の買入れ額を設定(1.4兆円程度、および16.8兆円) ・区別に年間買入れ額を設定(例えば、利付国債残存1年以下55,200億円、変動利付債6,000億円など)	
FRB	AMLF	(信用リスク) ・A-1格に限定 ・銀行CPは残存120日以内、その他のCPは残存270日以内に限定	
	CPFF	(信用リスク) ・A-1格以上に限定 ・発行体別の買入残高は、昨年1月1日から8月31日の間の最大発行額を上限 ・SPVへのファイナンスにスプレッドを設定(例えば、ABCPでは3MLibor+300bp)	
	MMIFF	(信用リスク) ・A-1格に限定 ・Primary Credit金利+60bp以上に限定 ・SPVへのファイナンスは優先債権かつ総額の90%に限定	
	TALF	(信用リスク) ・投資適格以上に限定(また、中小企業向けの貸付債権はSBA保証付に限定) ・裏付資産の種類および残存期間に応じて掛け目を細かく設定(例えば、自動車ローン<prime retail>かつ1年以内のものは10%) ・裏付資産の種類および金利方式に応じてスプレッドを設定(例えば、自動車ローンかつ変動金利のものは1MLibor+100bp) ・米国財務省がSPVに最大200億ドルの劣後ローンを供与	

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料: 日本銀行

■ 日本銀行の長期国債保有



「日本銀行の政策・業務とバランスシート」
(2004年: 日本銀行企画室)

・「…日本銀行が保有する長期国債の残高の上限を銀行券発行残高とすることとした」

・「これは、日本銀行が保有する資産の固定化を回避し、金融調節の機動性を確保するとともに、」

・「…日本銀行による長期国債買入額の増額が、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確にするためのものである」

3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料: 古市・森(2005)

■ 中央銀行の財務報告の目的・意義(議論の例)

項目	意義	情報の内容
(1)政策の事後的検証および将来遂行可能な範囲の予見を行ううえで有用な情報を提供すること	イ. 金融取引を支障なく行えるか(金融調節の自由度)	イ)保有資産の健全性や財務基盤の頑強性は十分か (a)損失発生時のリスクはどの程度あるか (b)損失発生時のバッファ(自己資本)は十分にあるか (ロ)保有資産の流動性は十分か (ハ)保有資産は民間の経済活動に対して中立的か
	ロ. 金融システムの安定性確保に資する施策を支障なく行えるか	(イ)損失発生時のリスクはどの程度あるか (ロ)損失発生時のバッファ(自己資本)は中央銀行に与えられた制度的環境のもとで十分か
	ハ. 政策が実質的な財政政策や課税につながらないか	
(2)保有資産や通貨発行益の適切な管理・運用がなされているかを評価するうえで有用な情報を提供すること	イ. 必要とされる政策・業務が経済的、効率的、有効的になされているか	
	ロ. 当期剰余金を適切に配分しているか(全額国庫納付されない場合)	

以 上

2009年3月16日

株式会社野村総合研究所
金融フロンティア事業本部
金融市場研究室
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

