

# 金融市場パネル(Financial Markets Panel)

## 第2回会合 資料

### 量的緩和の再検討などについて

2009年5月1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—市場機能の回復状況

## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

## 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

## ■ 第1回会合以降の展開と論点

項目	第1回会合以降の主な動向	論点
1. 現状認識と先行きの課題	・金融市場での安定化の兆候	・家計や企業に対する必要な資金供給の維持 －供給(リスクテイク能力)と需要(景気後退)の双方の側面
	・実体経済の一段落の兆候 －もっとも、物価上昇率の低下は継続	・デフレのリスクや影響(金融機関や家計への影響)
2. 量的緩和の再検討	・ゼロ金利の下での「量的緩和」の拡大	・クレジット市場への効果 －金融機関へのサポートの意味
	・デフレ対策としての「量的緩和」への注目 －現在または将来の物価への影響	・政策効果のメカニズム(量自体の効果と期待を通じる効果)
3. 国債買入れの意味	・英米における国債買入れとこれらを巡る議論	・国債買入れの効果 －長期金利引下げ(市場機能との関係、habitat theoryの妥当性) －時間軸政策との比較
4. 中央銀行のバランスシートの管理	・米英を中心とする中央銀行のバランスシート拡大	・クレジット資産と国債の双方に関するリスク管理 ・政府との協調のあり方 ・リスク資産の保有に関する情報開示やリスク量に関するルールのあり方(市場との対話を含む)

## 0. 想定される論点

### ■ 日米の「量的緩和」の比較

#### <日本銀行>

(2001年3月～2006年3月)

- 量的目標を明確に設定
- 「量的緩和」の開始を明確に宣言
- 主として通常のオペ手段で実施
- 政策金利ゼロの下で実施

#### <FRB>

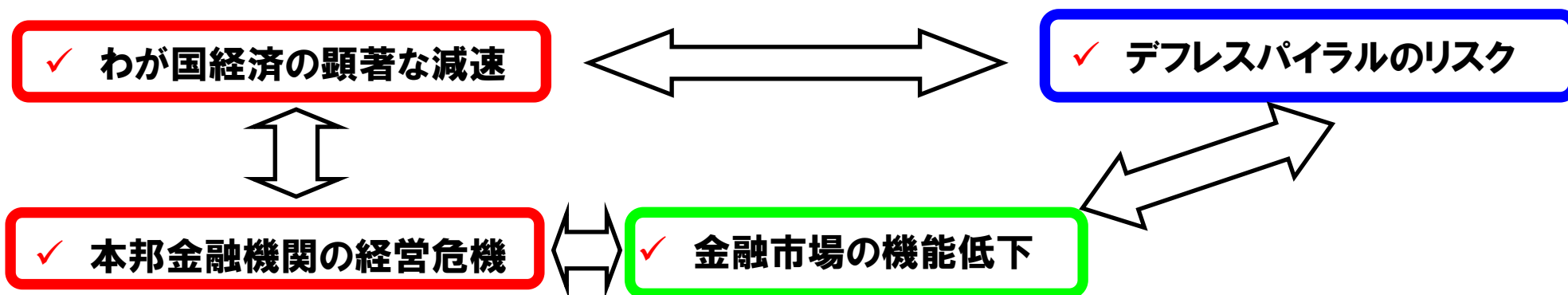
(2008年9月～??)>

- 量的目標は設定されていない
- 「量的緩和」の開始は不明確
- 「信用緩和」に伴って開始されたが、長期債買入れによる拡大を展望
- 政策金利は事実上ゼロで実施  
— 当座預金への付利と一体

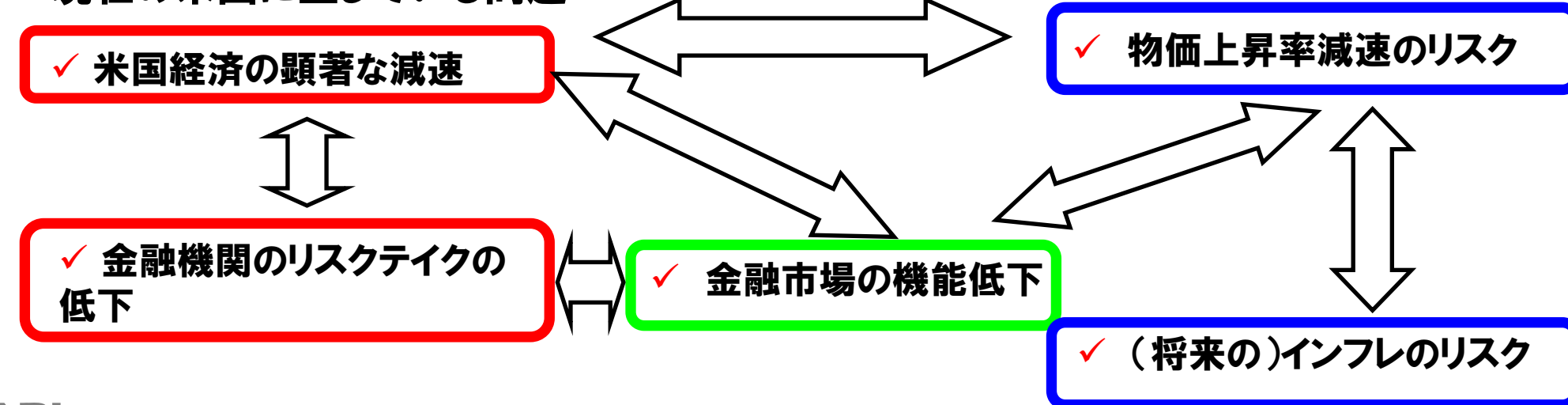
- ✓ 目的は共有？  
— 景気刺激とデフレの抑制を意識

## 0. 想定される論点

### ■ 当時の日本に生じていた問題



### ■ 現在の米国に生じている問題



## 0. 想定される論点

### ■ 理論的に期待される効果と「日銀方式」に関する実証(再掲)

効果	理論上の波及メカニズムと効果	実証結果
金融機関の流動性リスクの抑制	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関に潤沢な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</li> </ul>	(日本の2001-06年の例): <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>
金融機関のリスクアピタイトの下支え	<ul style="list-style-type: none"> <li>安全資産(中央銀行預金)を増加させることで、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(信用乗数による効果を含む)               <ul style="list-style-type: none"> <li>資産選択が重要(中央銀行預金との代替性の低さ)</li> </ul> </li> </ul>	(日本の2001-06年の例): <ul style="list-style-type: none"> <li>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(信用乗数も低下)</li> </ul>
インフレ期待を通じた実質金利の抑制	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場に潤沢な資金を供給することで、インフレ期待を生み出すことにより、実質金利を抑制し、経済活動を刺激する               <ul style="list-style-type: none"> <li>インフレ期待の創出経路としては、マネーサプライの増加期待や為替レートの減価期待などを想定</li> </ul> </li> </ul>	(日本の2001-06年の例): <ul style="list-style-type: none"> <li>(はっきりしない)               <ul style="list-style-type: none"> <li>サーベイ等ではインフレ期待の目だった上昇は必ずしも認識できない</li> </ul> </li> </ul>
為替レートの減価	<ul style="list-style-type: none"> <li>自国の金融資産の構成を流動性の高い方向へと変化させることで、資産ポートフォリオの再最適化を促すことを通じ、自国の為替レートを減価させることによって、経済活動を刺激する</li> <li>インフレ期待の醸成も為替レートの減価に繋がりを               <ul style="list-style-type: none"> <li>資産選択が重要(中央銀行預金との代替性の低さ)</li> </ul> </li> </ul>	(日本の2001-06年の例): <ul style="list-style-type: none"> <li>(円高進行は限定的に止まった)               <ul style="list-style-type: none"> <li>巨額の為替介入も実施されていたため、双方の効果を分けて認識することは困難</li> </ul> </li> </ul>

## 0. 想定される論点

### ■ 「FRB方式」の特徴とインプリケーション

特徴	インプリケーション	留意点
量的目標が明確ではない	・「量的緩和」へのコミットメントが弱いとの印象	・所要準備との対比でみた量的なインパクトは、日銀の例より大きい
「量的緩和」の開始時期が不明確	・「信用緩和」に伴う資金供給であるため、クレジット市場が正常化すれば資金供給も停止されるとの印象	・中央銀行による市場との対話のあり方に依存
「信用緩和」に伴って事実上実施	・「量的緩和」の趣旨や狙いは不明確な印象	・2009年3月のFOMC議事要旨で、資金供給の意義を説明(下記参照)

### ■ 日本での「量的緩和」の可能性:論点

#### (1) 経済金融環境

- －「ゼロ金利」の下での景気刺激(内需下支えの必要性)
- －デフレの防止(マクロの需給ギャップやコモディティ価格の動向)
- －金融機関の流動性リスクの抑制

#### (2) 政策効果

- －インフレ期待への働きかけ(消費や投資の刺激)
- －資産価格への影響(イールドカーブへ影響、為替レートへの影響)
- －実施方法に関する検討の余地(取引相手、規模や期間)

#### (3) リスクとその抑制

- －超低金利政策の長期化
- －金融緩和の解除に関する国際協調

## 0. 想定される論点

### ■ 日米の「国債買入れ」

#### <日本銀行>

(1966年～(現在に至る))

- ・「成長通貨」の供給が目的  
ー長期金利への影響には言及していない
- ・年限別・種類別の買入れ上限額を明示
- ・買入れ残高の上限に関する「銀行券ルール」を明示

#### <FRB>

(2009年3月～)

- ・「量的緩和」の手段と位置づけ  
ーもつとも、MBSの購入とともに長期金利の抑制にも言及
- ・買入れ総額のみを開示
- ・買入れ残高に関するバランスシート上のルールは存在しない

- ✓ 市場機能への配慮は共通  
ーオファー年限の分散と買入れ内容の透明化



## 0. 想定される論点

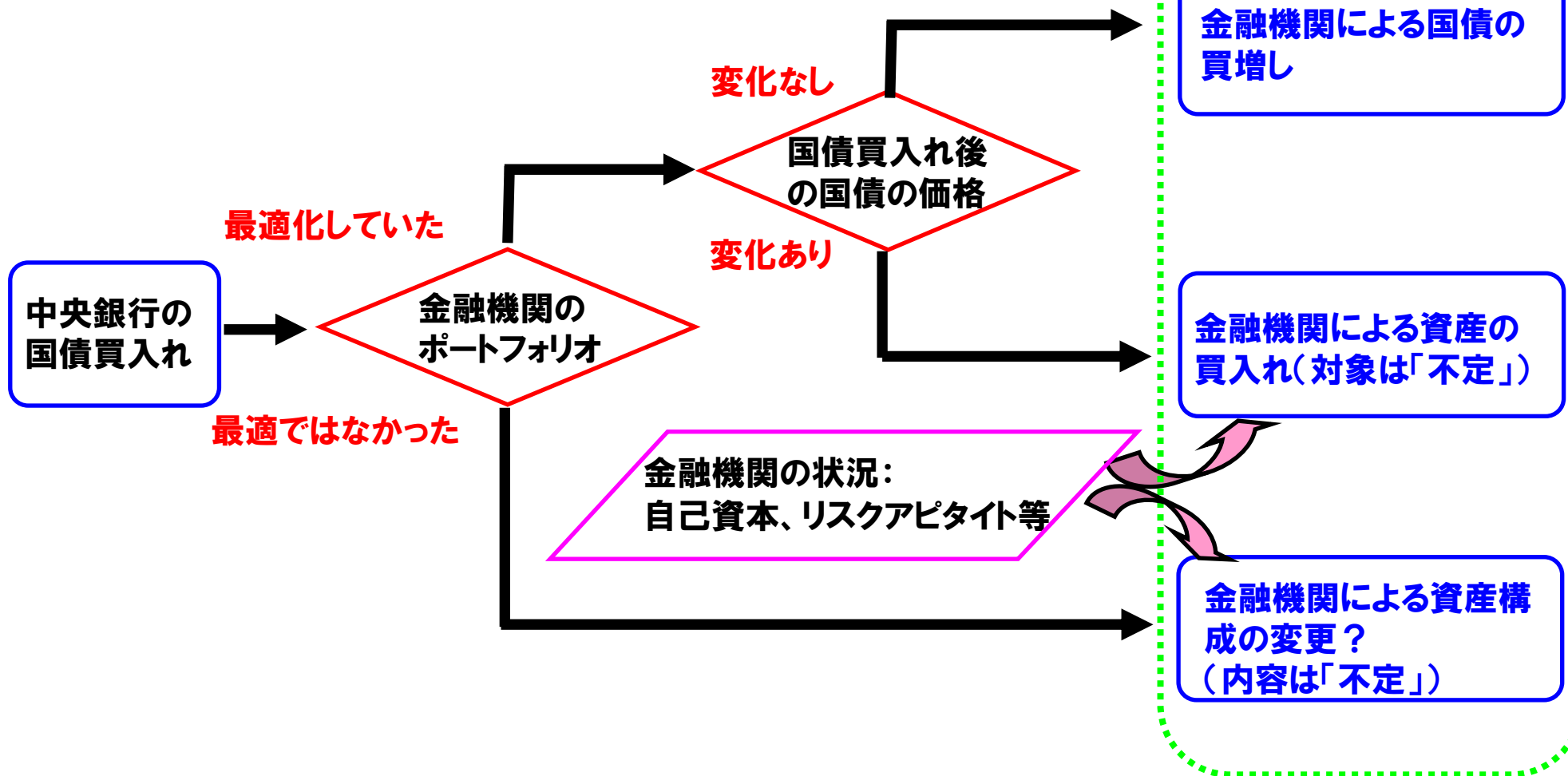
### ■ 国債買入れに関する米国内の議論

論点	主張	留意点
政策としての狙いが不明確	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「量的緩和」の一環としての資金供給手段としつつも、MBSの買入れと合わせて長期金利抑制も示唆</li> <li>－解釈の混乱に伴い、長期金利を不安定化するリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・（長期金利への影響の項を参照）</li> </ul>
長期金利を抑制することは困難	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場機能に問題がなく、市場規模が巨大な米国債市場では、長期金利のコントロールは困難</li> <li>－政策失敗と誤解され、長期金利を不安定化するリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・極めて大量に購入した場合の長期金利への効果と副作用には未解明な面も残存</li> <li>＜Bernanke, Reinhart and Sack (2004)＞</li> </ul>
市場機能を毀損するおそれ存在	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買入れ方法(金額、年限や種類の構成)によっては、イールドカーブの形状を歪めるなど、市場機能を毀損する懸念が存在</li> <li>－内外投資家が米国債投資を抑制するリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・FRBは、購入銘柄別の落札状況を開示するなど、透明性確保の面に対応</li> </ul>
インフレリスクを生じるおそれ存在	<ul style="list-style-type: none"> <li>・（国債を売り戻すことが困難であるとすれば）国債買入れは、景気回復時のexitを困難化させ、インフレのリスクを生ずる懸念が存在</li> <li>－市場が懸念を織り込む結果、長期金利を上昇させるリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デフレリスクの抑制が主眼なのであれば、インフレリスクはある程度受容すべきか</li> <li>・Kohn副議長は、国債の売り戻しも必要に応じて実施する点を強調(4/17日のスピーチ)</li> <li>・（中央銀行のバランスシートへの影響＜後述＞）</li> </ul>

# 0. 想定される論点

金融機関のポートフォリオの再最適化

## ■ 国債買入れによるポートフォリオ・リバランス(概念整理)



## 0. 想定される論点

### ■ 国債買入れの多面性－「非伝統的」金融政策の手段

- ・国債の本源的価値(元利払いの現在価値)は、売買自体によっては変化しない  
→ただし、国債買入れは「非伝統的」金融政策として以下の効果を持ちうる

#### <位置づけ>

量的緩和として

時間軸政策として

信用緩和として

#### <期待される効果>

大規模かつ比較的長期にわたる資金供給が行われるとの期待を創出

コミットメントに対する信認を強めるほか、長期にわたる金融緩和が行われるとの期待を創出

リスクプレミアムを圧縮することを通じて、国債の利回りを当該圧縮相当分だけ引き下げる効果を創出

#### <効果が発揮される条件>

通常のおペだけでは、潤沢な資金供給が困難であるケース

(コミットメントへの信認は、不安定化しうる)

国債市場の機能が不全であるケース

## 0. 想定される論点

### ■ 国債市場の機能に対する副作用の抑制(再掲)

---

#### (1) 市場中立性

- ・ 国債市場に関する中立性確保(年限や種類に関する買入れ金額や残高への上限の設定等)
- ・ 買入れ相手に関する中立性確保(相手毎の買入れ金額や残高への上限の設定等)

#### (2) 条件の妥当性

- ・ 市場取引の障害の防止(落札条件の市場実勢からの乖離に関する制限の設定等)

#### (3) Exit policyの明確化

- ・ 市場取引への移行のサポート(解除条件の明確化等)

### ■ 現在または将来の日本での国債買入れの再検討

#### (1) 政策目的との関連付け

- － 景気刺激ないしデフレ対策としての「量的緩和」
- － 事実上のゼロ金利政策のコミットメント強化としての「時間軸政策」
- － 国債市場(の一部)における機能低下対策としての「信用緩和」

#### (2) リスクとその抑制

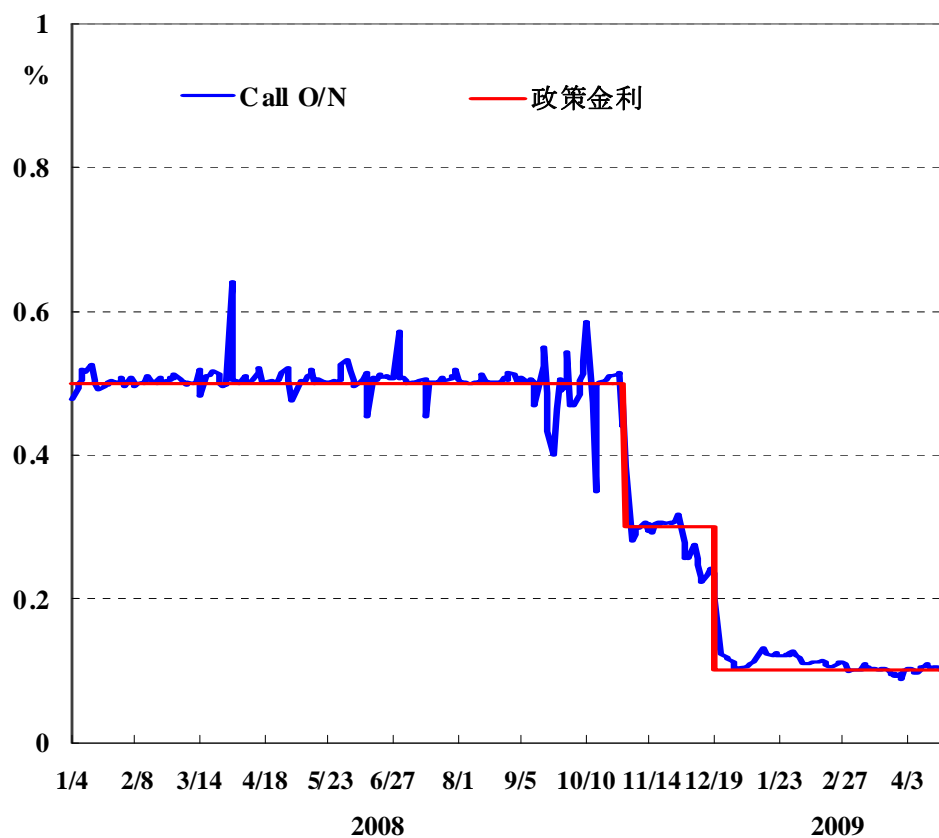
- － 財政赤字が拡大する下での財政支援のリスク
- － 景気回復による保有国債の価格下落のリスク
- 「銀行券ルール」の再検討や金利リスクの処理に関する政府との合意

# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

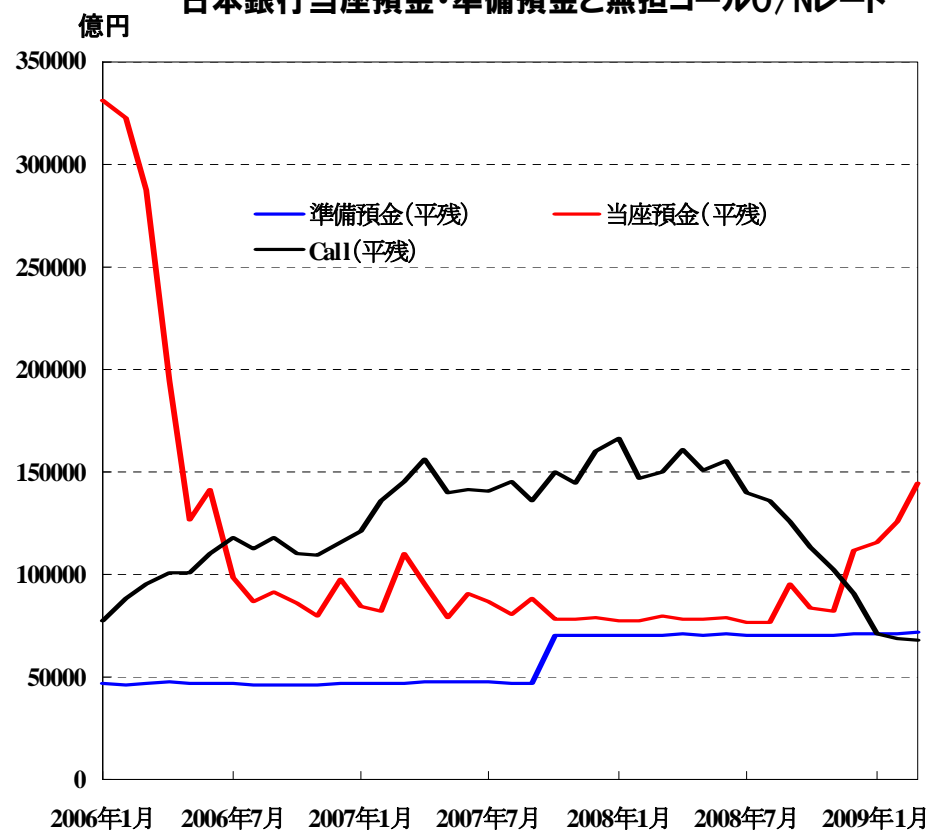
資料: Thomson Reuters、日本銀行

## ■ 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)

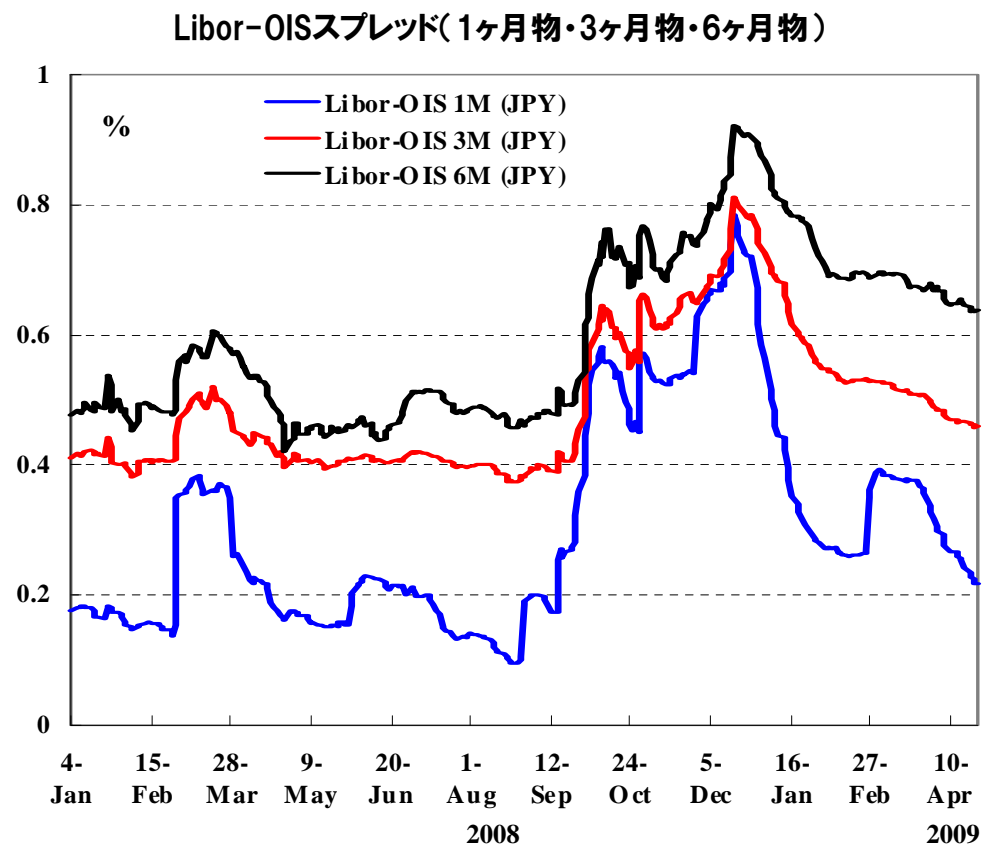
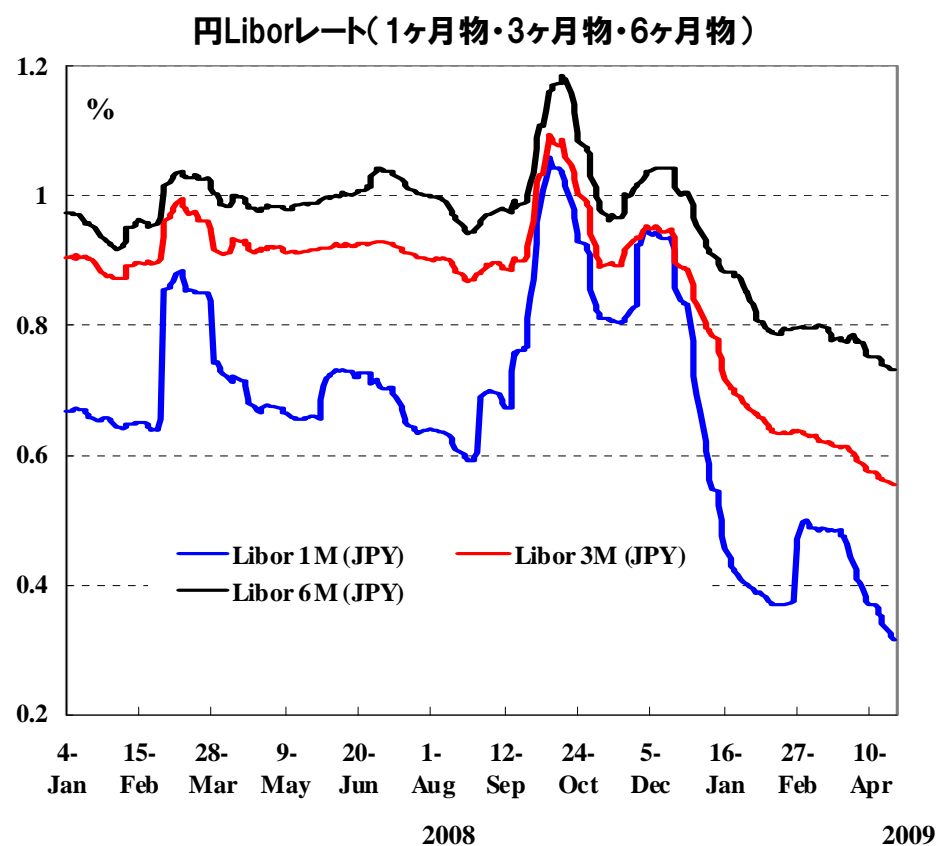


日本銀行当座預金・準備預金と無担コールO/Nレート



# 1. 現状認識—市場機能の回復状況 資料: Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

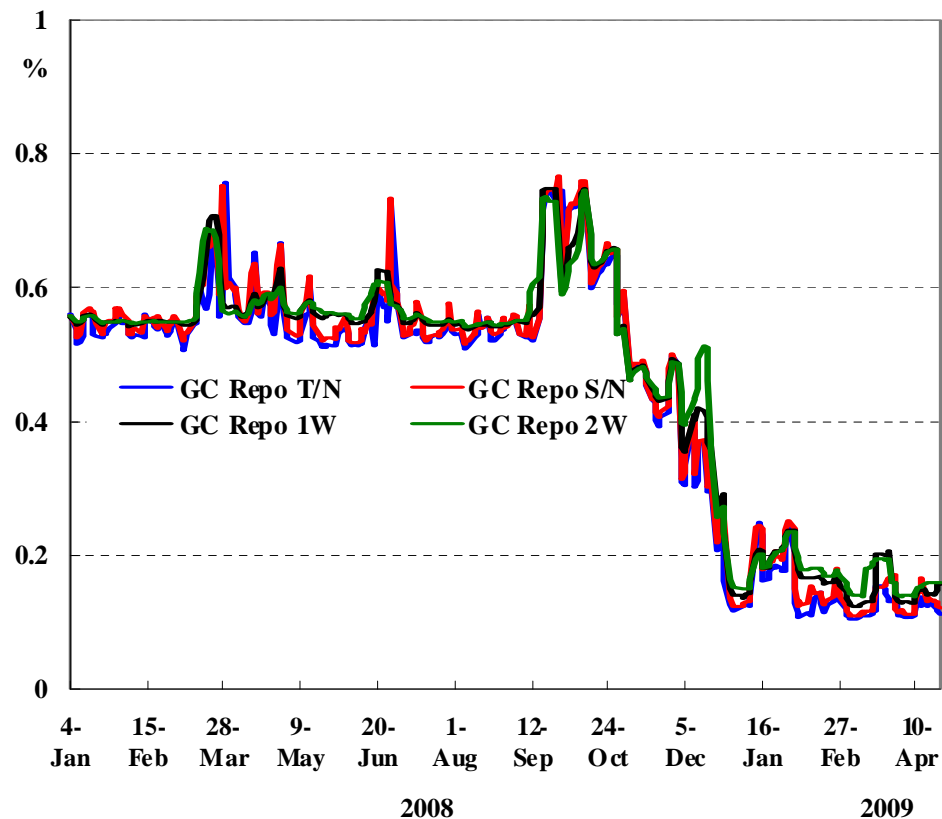


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

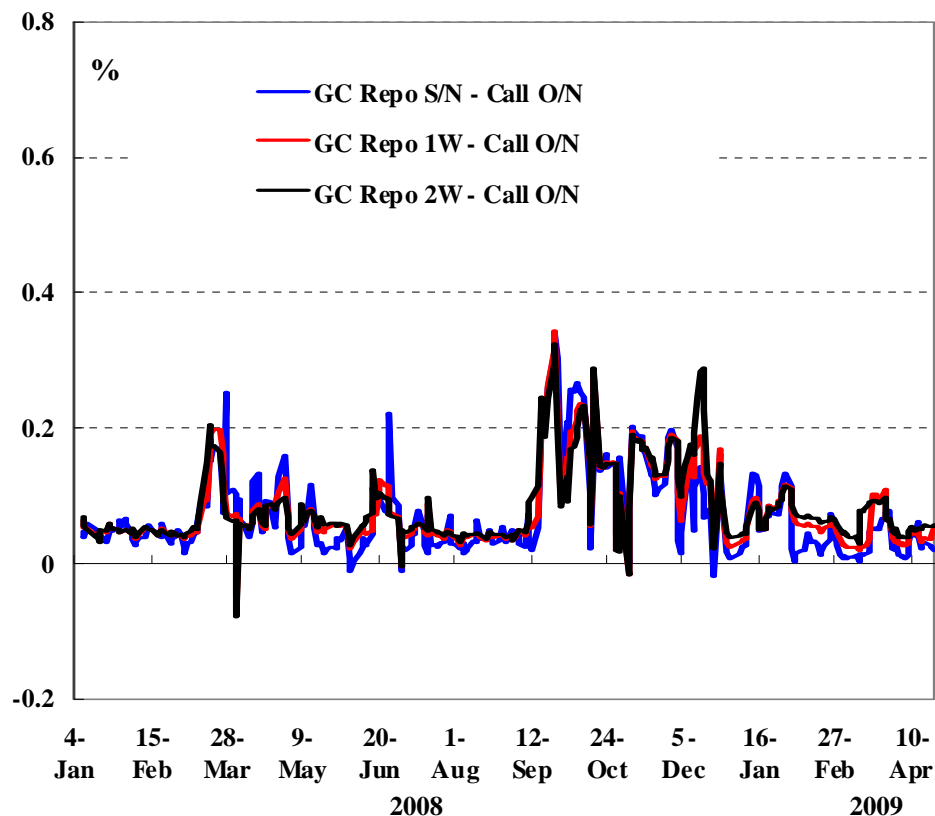
資料：日本銀行、Thomson Reuters

## ■ 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)

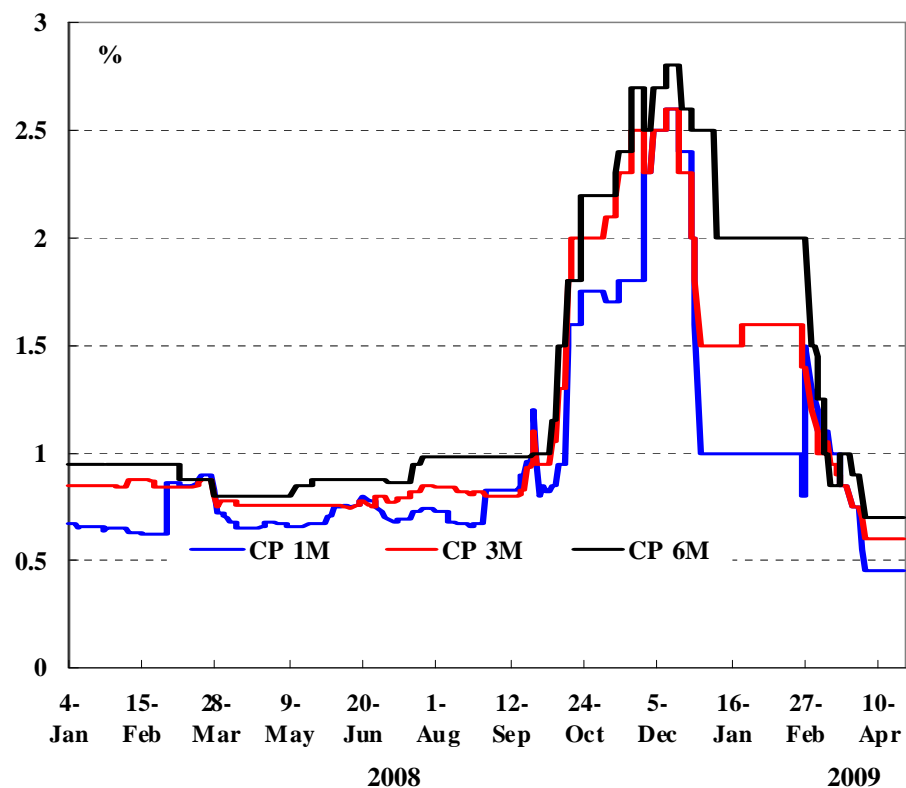


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

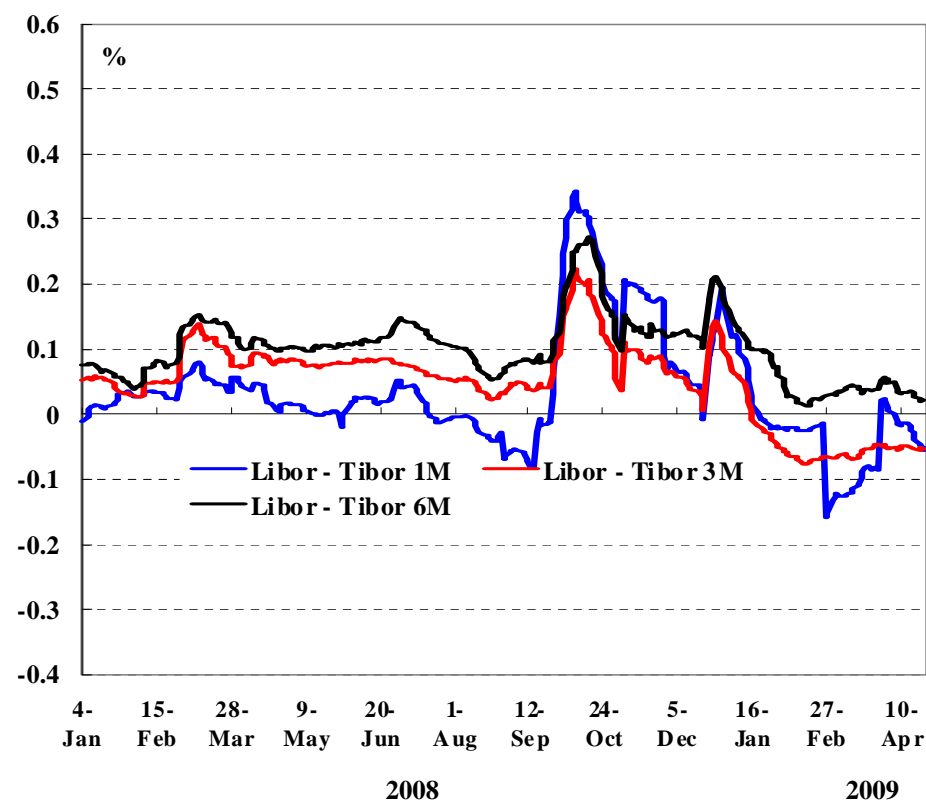
資料: Thomson Reuters

## ■ 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)

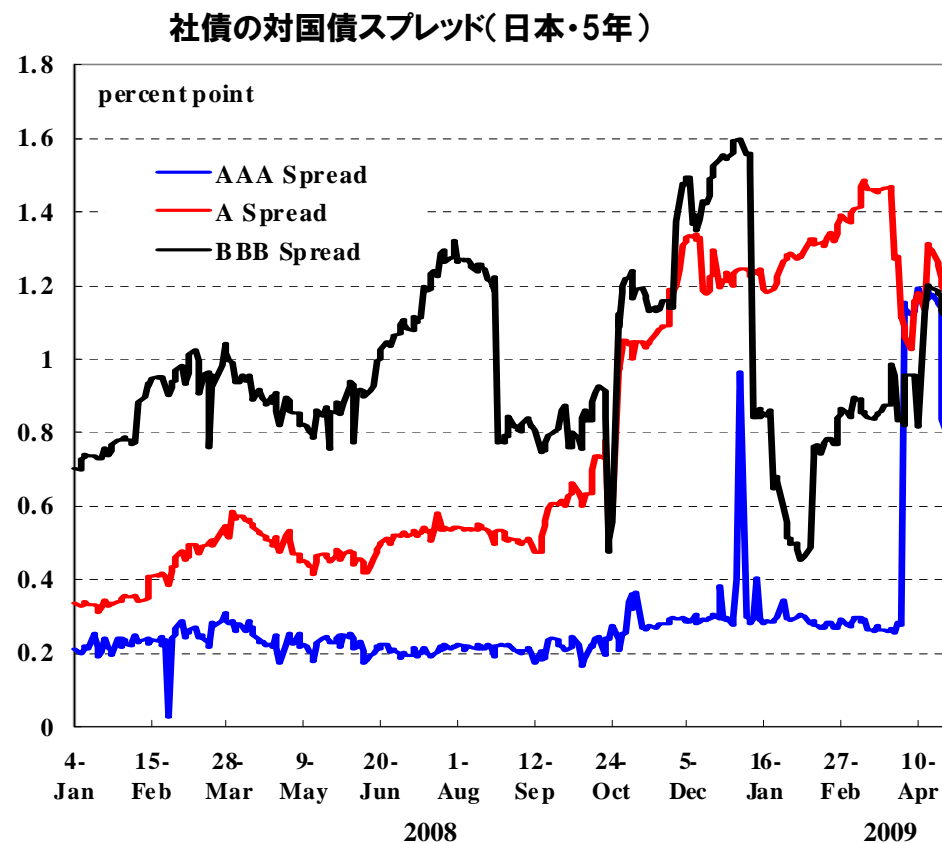
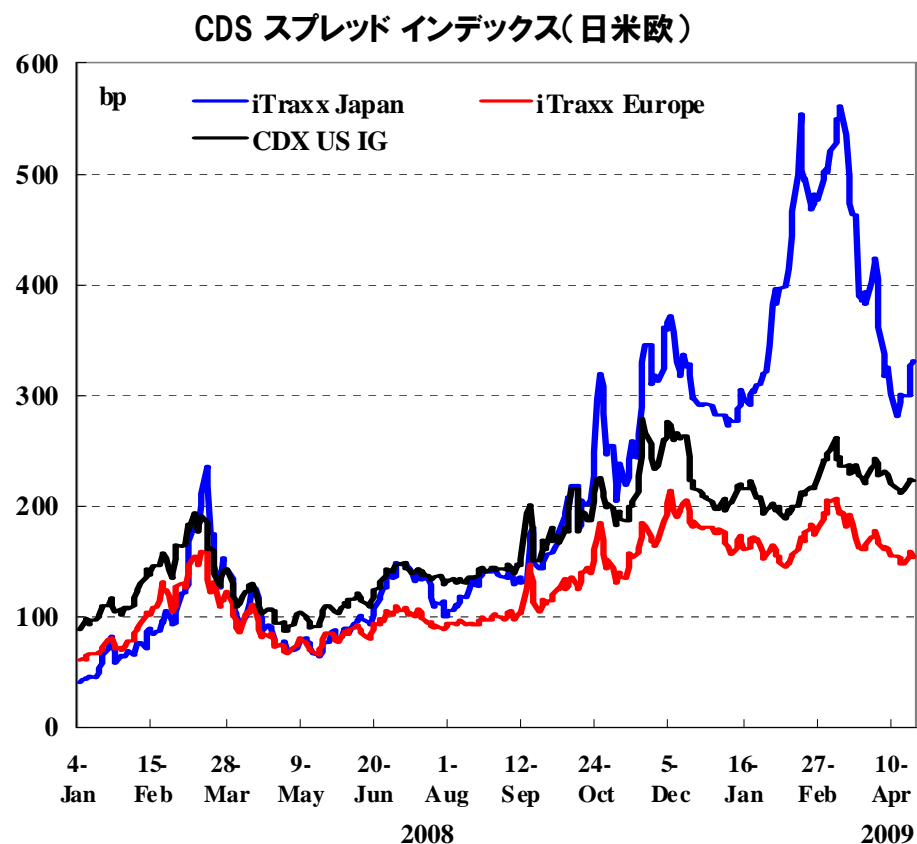




# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

資料: Thomson Reuters

## ■ クレジット市場

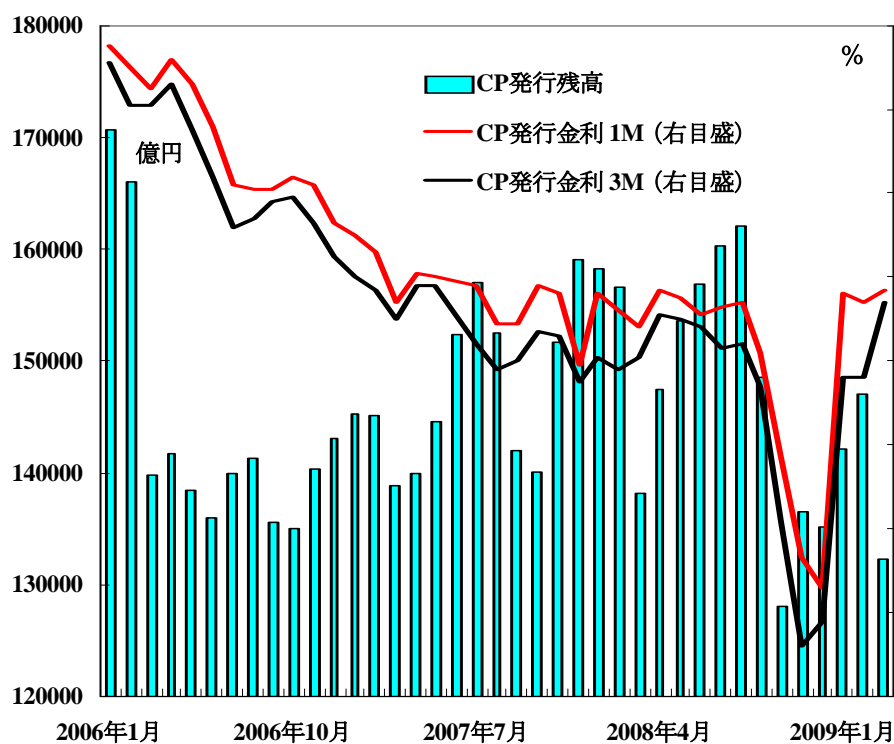


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

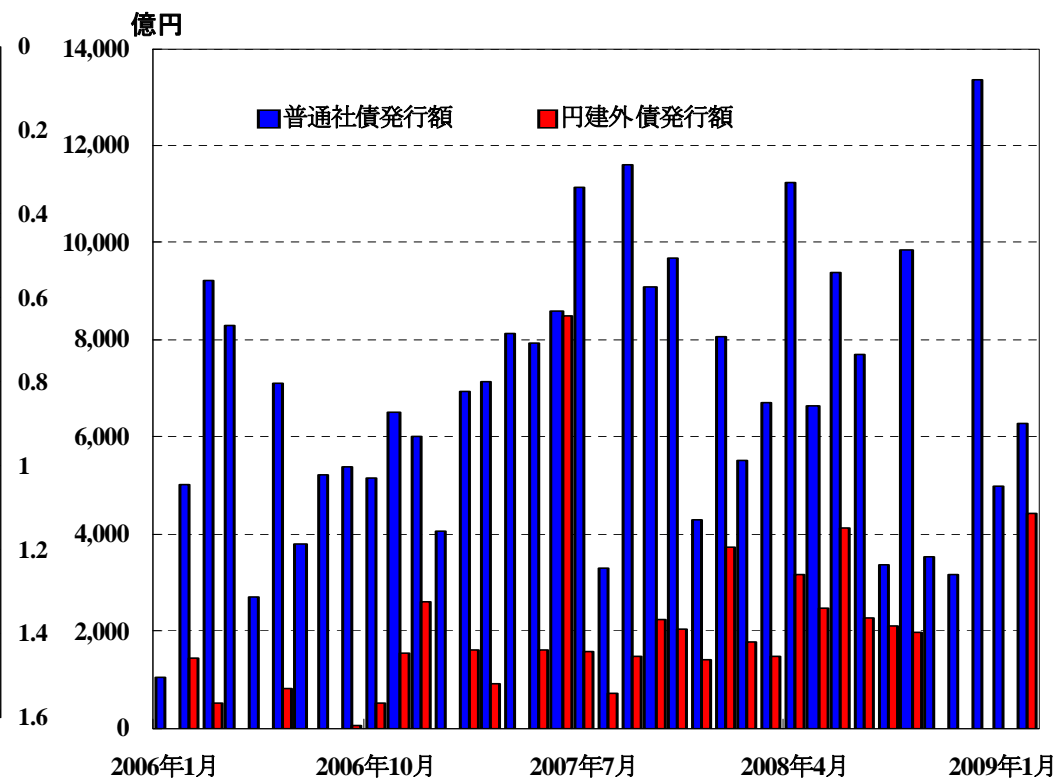
資料：日本銀行、日本証券業協会

## ■ 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

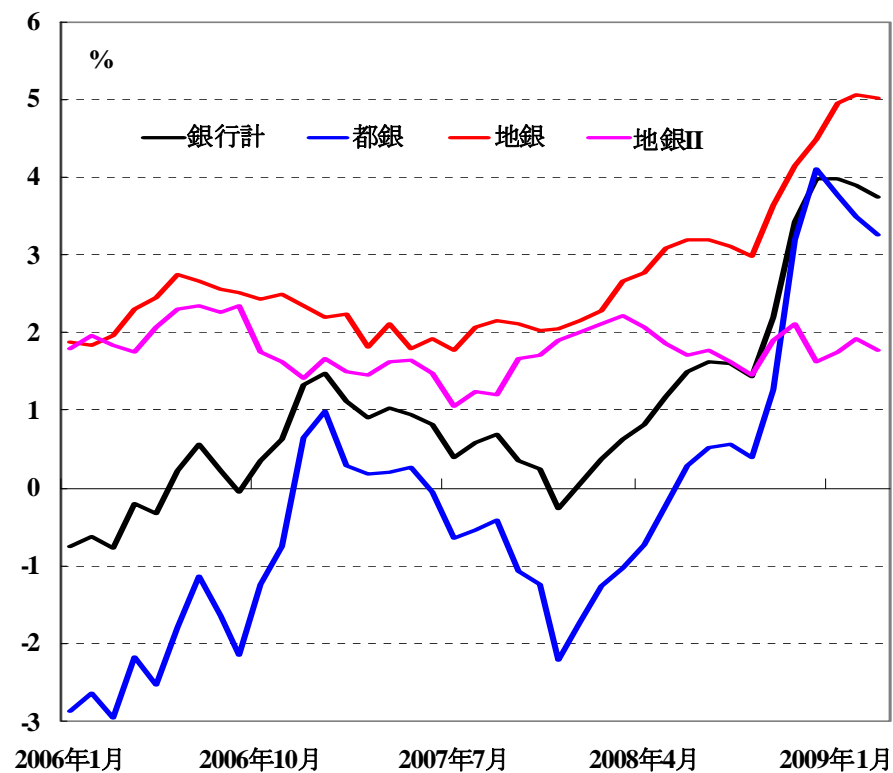


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

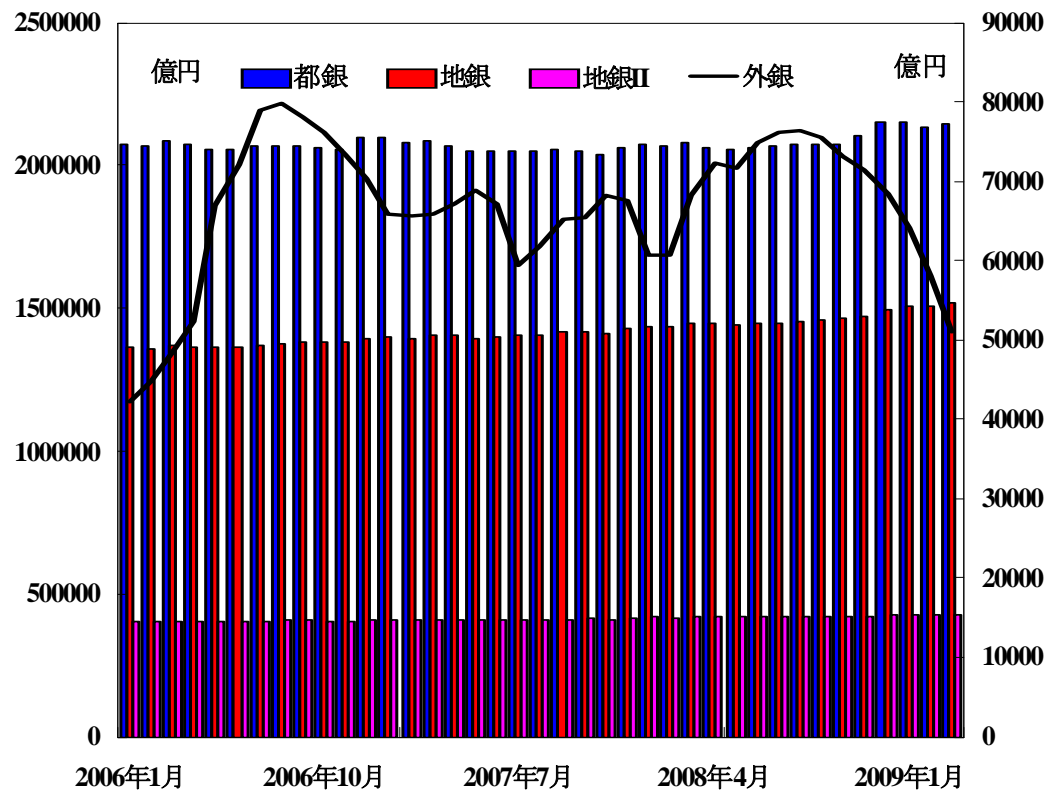
資料: 日本銀行

## ■ クレジット市場

銀行貸出(前年比伸び率)



銀行貸出(残高)

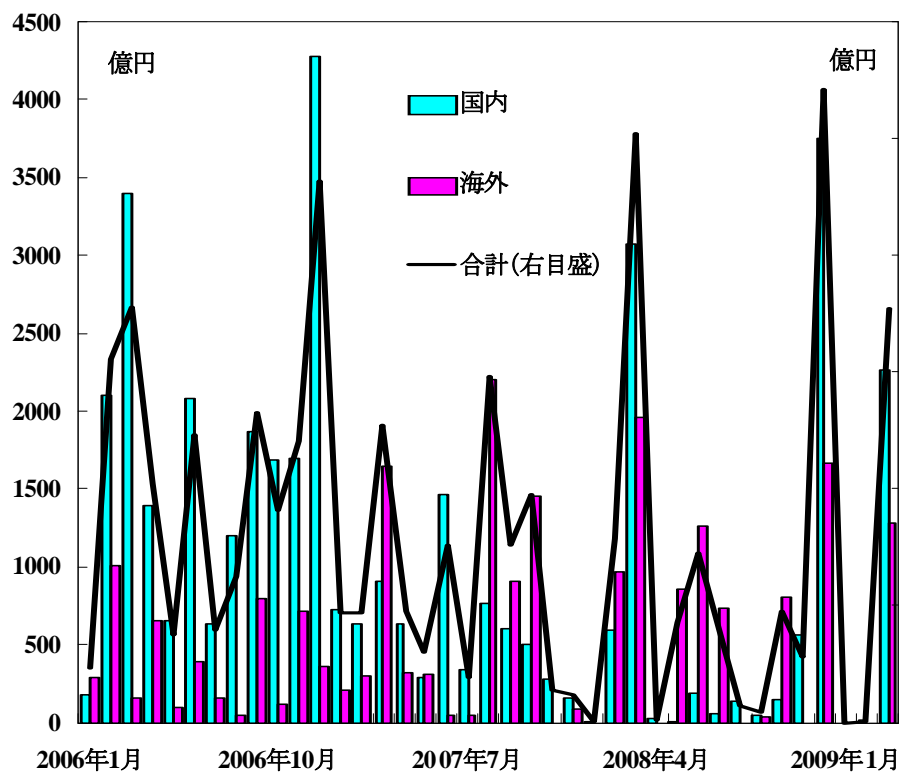


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

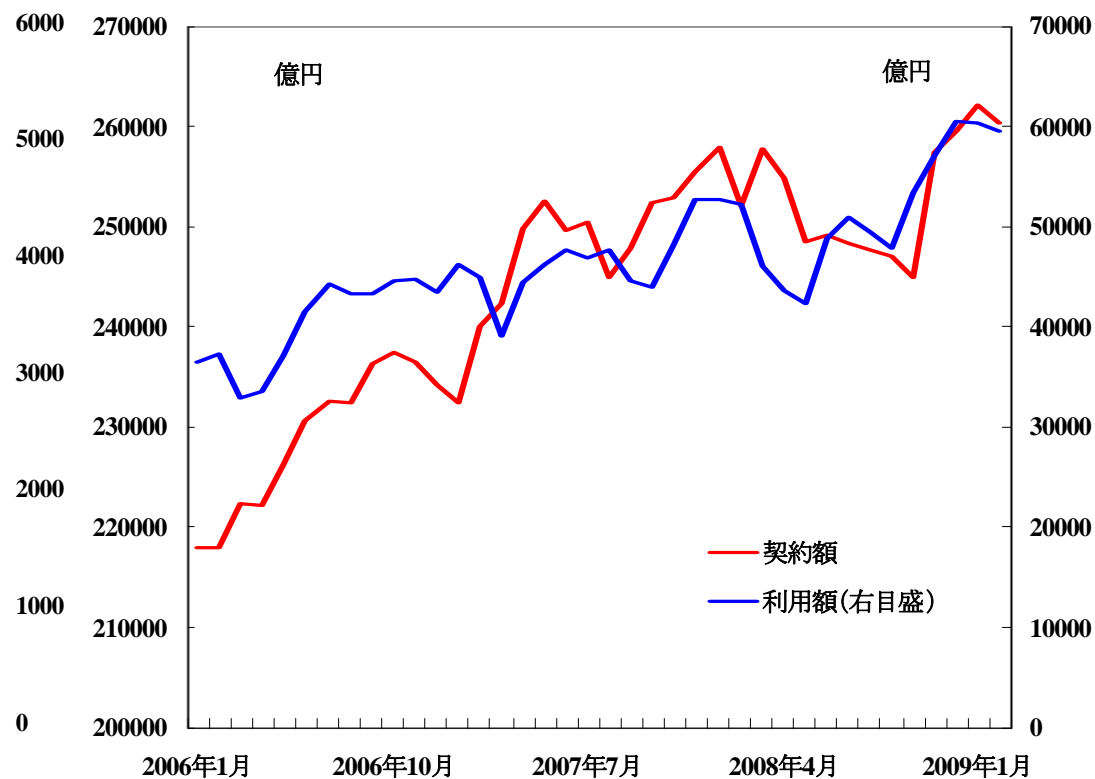
資料: 日本証券業協会、日本銀行

## ■ 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)

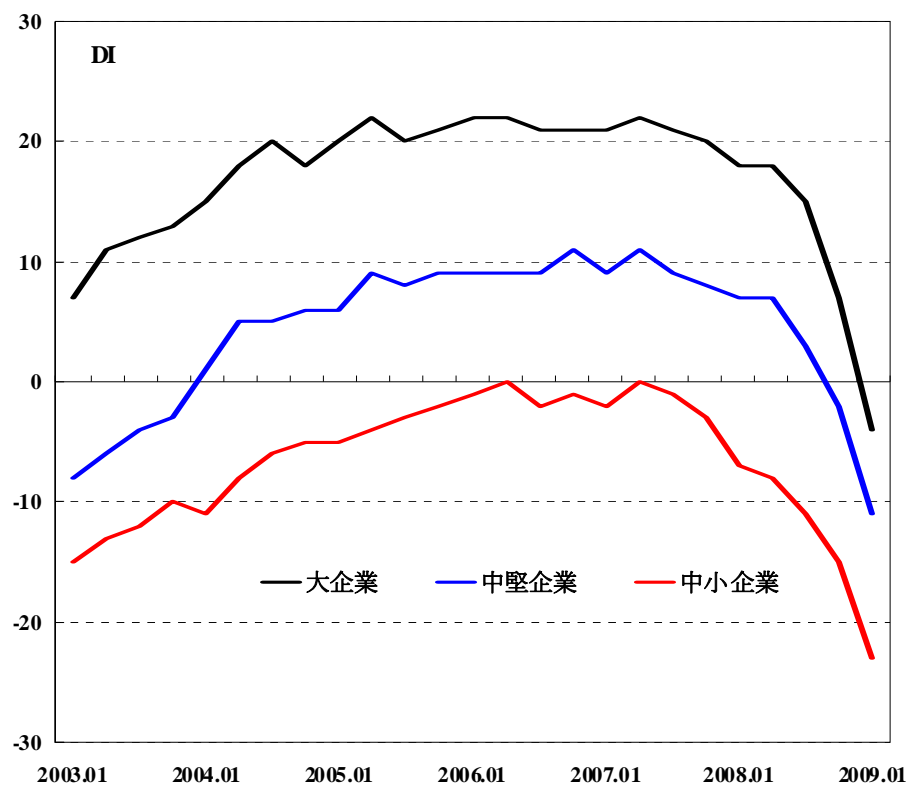


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

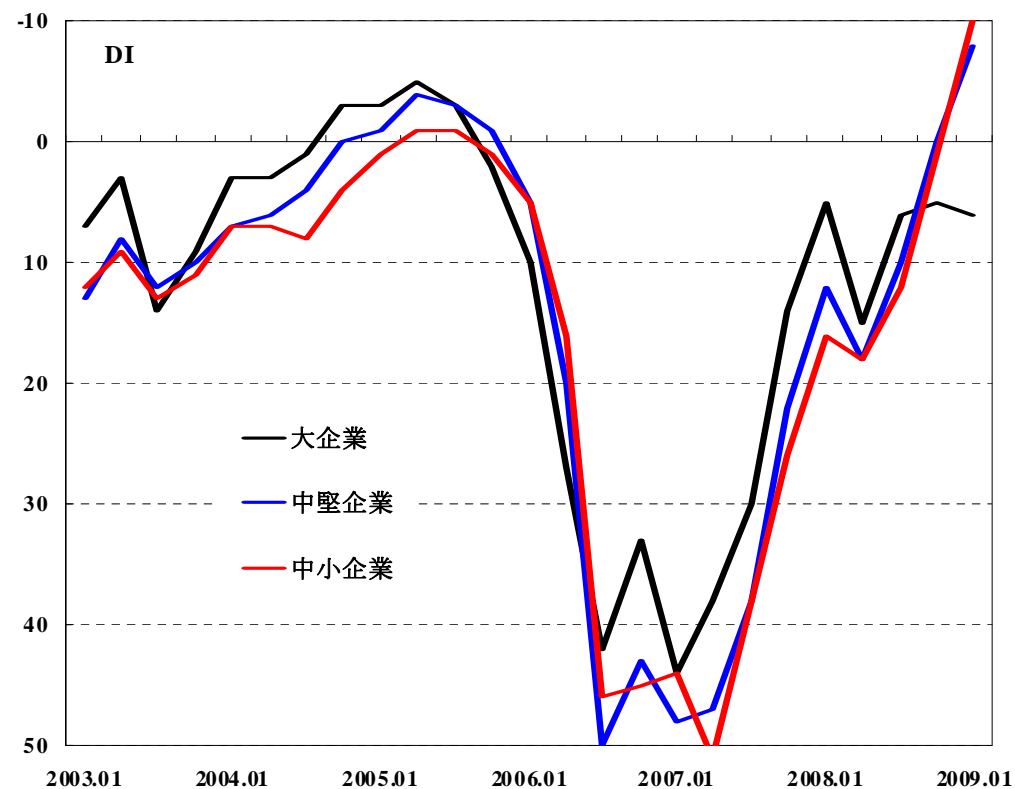
資料：日本銀行

## ■ 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)

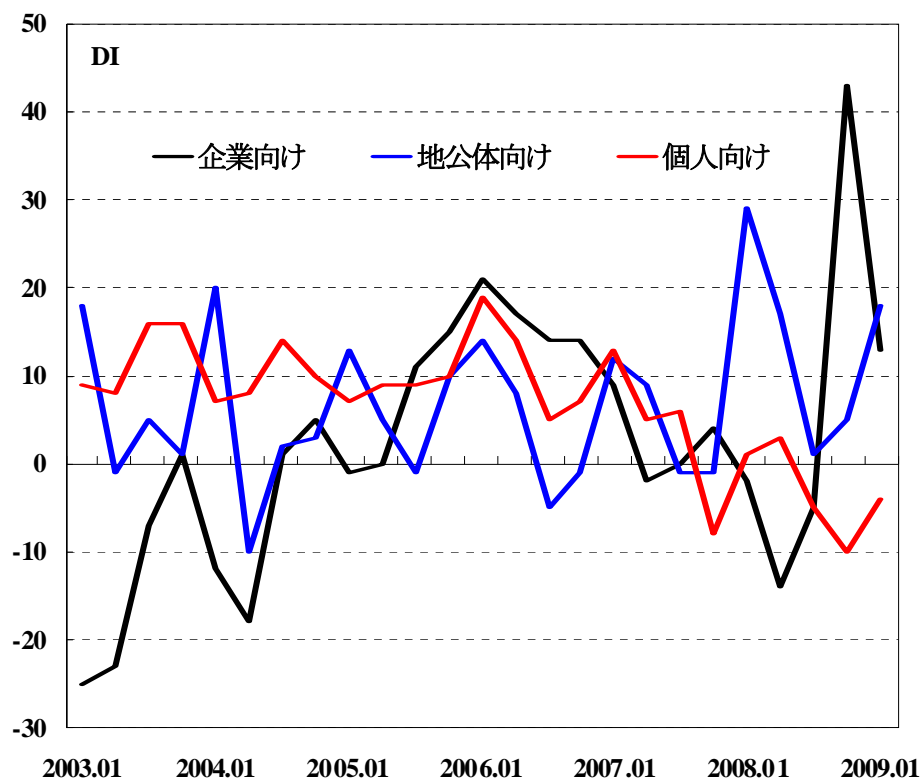


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

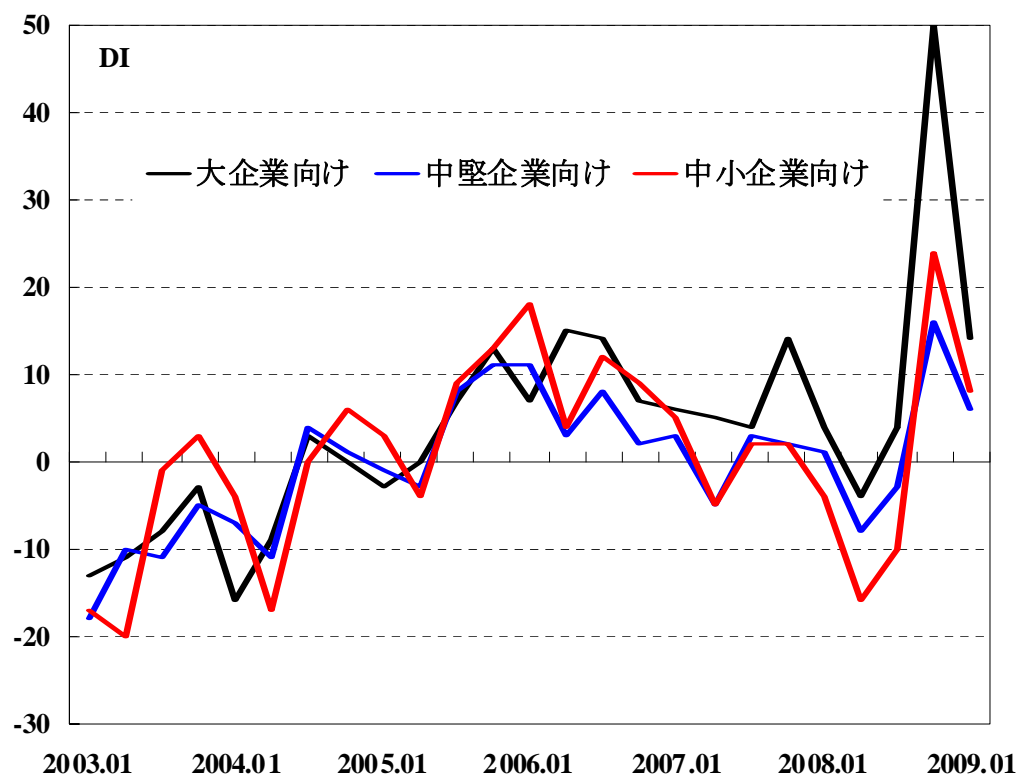
資料:日本銀行

## ■ 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)

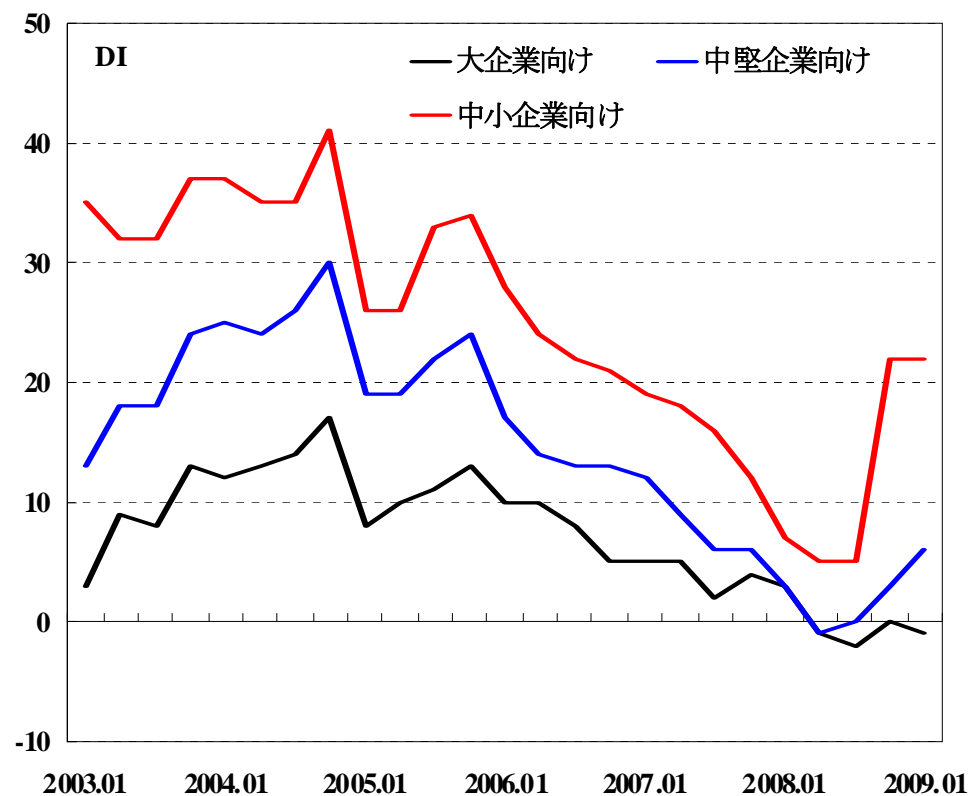


# 1. 現状認識—市場機能の回復状況

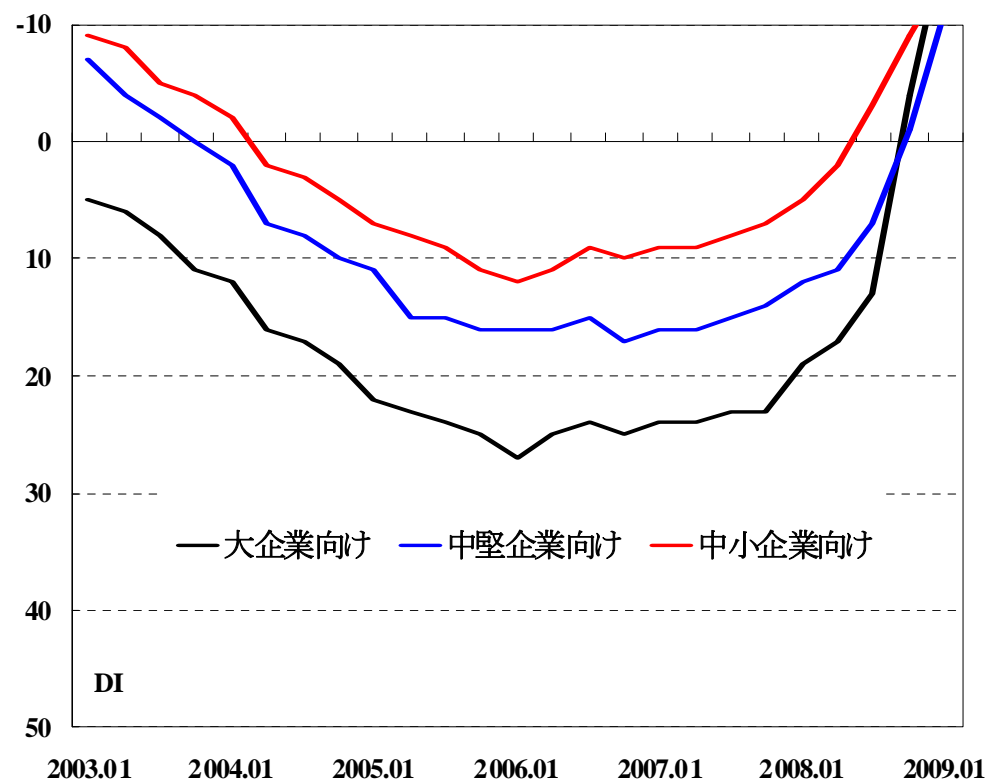
資料: 日本銀行

## ■ 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. 「量的緩和」と国債買入れ 資料：日本銀行、FRB

### ■ 日米の中央銀行による自国経済の展望

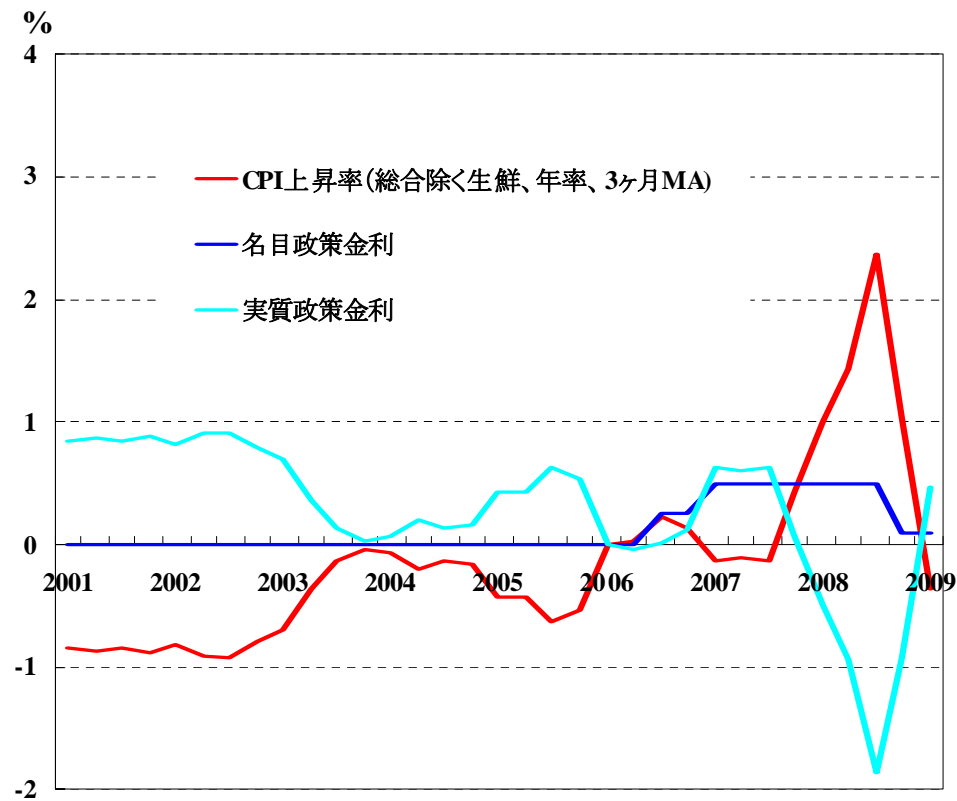
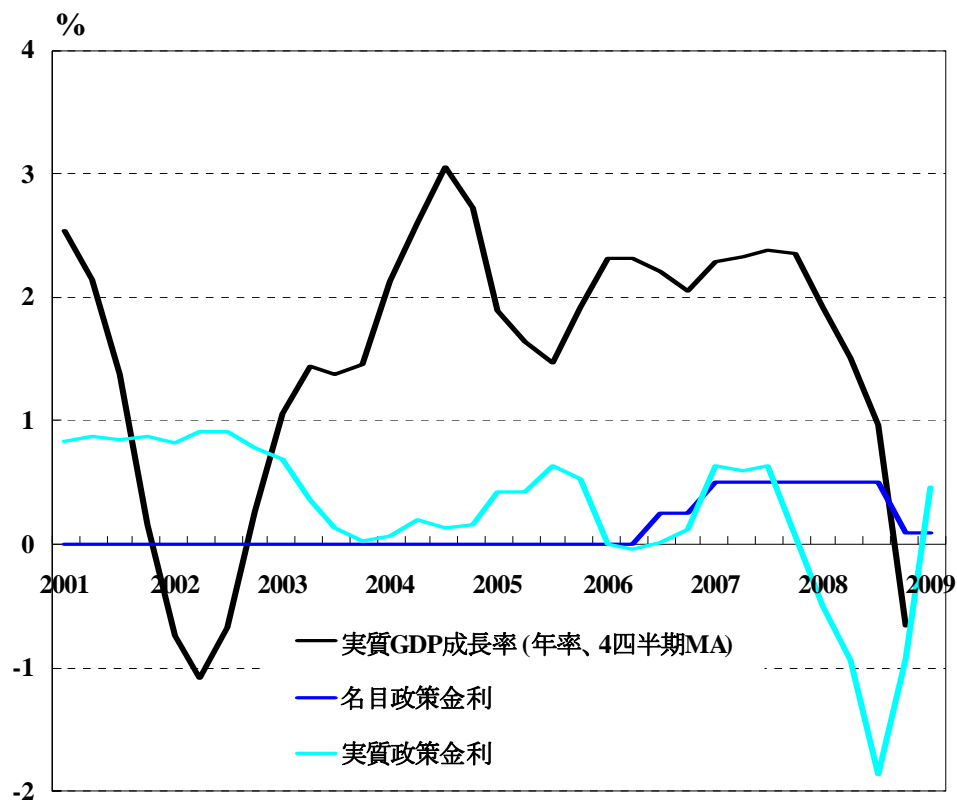
日本銀行	<p>(4月の「経済・物価情勢の展望」から抜粋)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• わが国経済は大幅に悪化している。2008年度は...1月の中間評価時点に比べると大幅に下振れ...</li><li>• 2010年度を展望すると...わが国経済は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存...。2009年度前半は、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少に歯止めがかか(り)...次第に下げ止まり...。2009年度後半以降は...各種政策が効果を顕すとともに...金融や实体经济における過剰の調整も徐々に進捗...、わが国経済も...緩やかに持ち直し...潜在成長率を上回る成長に復帰...</li><li>• 2009年度前半は...運転資金需要は徐々に後退...各種施策の効果もあって...CP・社債市場の発行環境の改善が持続し、銀行貸出の増加が続く...ただし、企業の資金調達を巡る不安はなお根強く残る...</li><li>• 資源の稼働状況は...過去の平均を大きく下回る水準...需給ギャップは大幅なマイナス...中長期的なインフレ予想は大きくは変化していない...国際商品市況は世界経済の回復につれて緩やかに上昇...消費者物価指数は...賃金も弱い動きを続け...2010年度も下落...</li></ul>
FRB	<p>(4月のステートメントから抜粋)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• ...<u>the economy has continued to contract, though the pace of contraction appears to be somewhat slower</u>. Household spending has shown signs of stabilizing but remains constrained by ongoing job losses, lower housing wealth, and tight credit. Weak sales prospects and difficulties in obtaining credit have led businesses to cut back on inventories, fixed investment, and staffing.</li><li>• Although the economic outlook has improved modestly..., economic activity is likely to remain weak for a time. Nonetheless, <u>the Committee continues to anticipate that policy...and market forces will contribute to a gradual resumption of sustainable economic growth in a context of price stability</u>.</li><li>• ...the Committee expects that inflation will remain subdued. Moreover, the Committee sees <u>some risk that inflation could persist for a time below rates that best foster economic growth and price stability in the longer term</u>.</li></ul>



## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

資料:内閣府、総務省、日本銀行

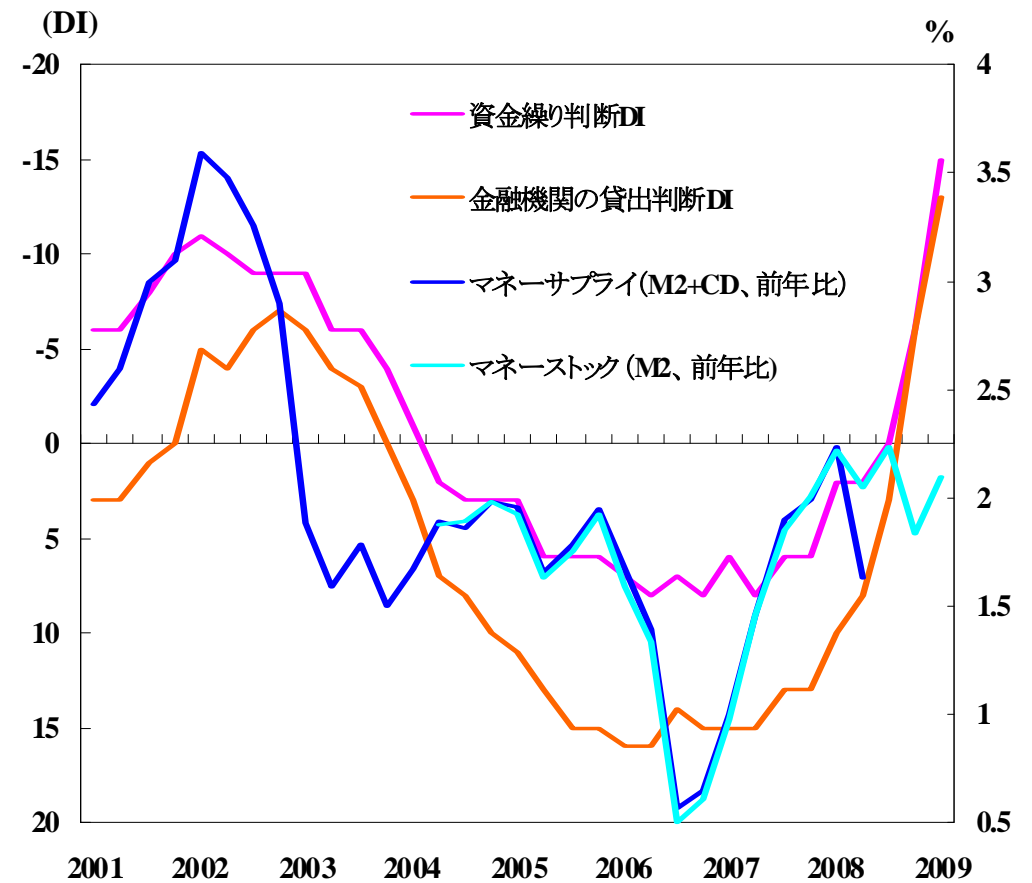
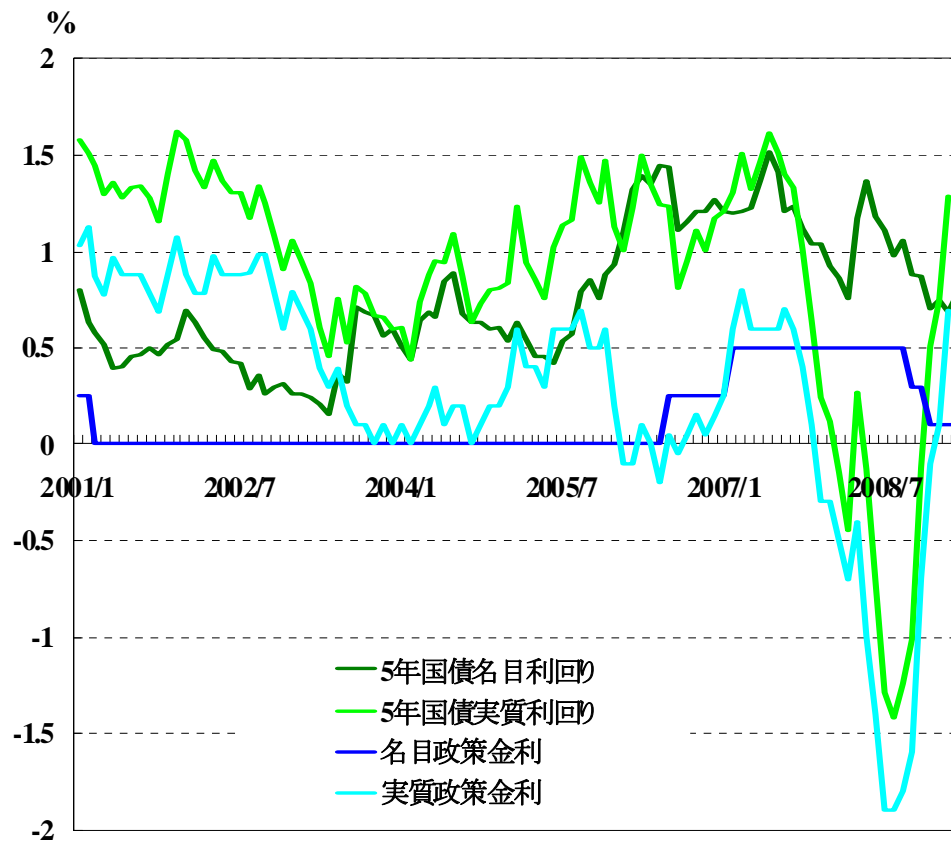
### ■ 金融政策の緩和度合い:日本



## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

資料: 総務省、日本銀行、Thomson Reuters

### ■ 金融政策の緩和度合い: 日本



## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

### ■ 「量的緩和」の比較: 「日銀方式」と「FRB方式」

	期間	目的	手段	資金量	政策金利
日銀方式	2001年3月 ～ 2006年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「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」(2001年3月:「新しい金融調節方式Q&amp;A」&lt;日本銀行&gt;)</li> <li>・「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」(2001年12月:速水総裁記者会見)</li> <li>・「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」(2001年12月:速水総裁記者会見)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・量的緩和は、主に通常のオペ手段(手形買入、TBやCPのレポ)を通じて実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当座預金残高の目標:30～35兆円(ピーク時&lt;2004年1月以降&gt;)(所要準備の8倍程度)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ゼロ(2001年3月以降)</li> </ul>
FRB方式	不明確 (資金供給量は2008年9月以降に著増)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(substantial additional purchases of longer-term assets) would provide further monetary stimulus to help address the very weak economic outlook and reduce the risk that inflation could persist for a time below rates that best foster longer-term economic growth and price stability.</li> </ul> (March 2009, FOMC Minutes)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(TAFの導入やCPの買入れを通じ、結果的に実現)</li> <li>・2009年3月のFOMC以降の長期債買入れは「量」を意識した対応としての面もある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当座預金残高:8,800億ドル強(2009年月&gt;)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事実上ゼロ(誘導目標:0～0.25%)</li> </ul>

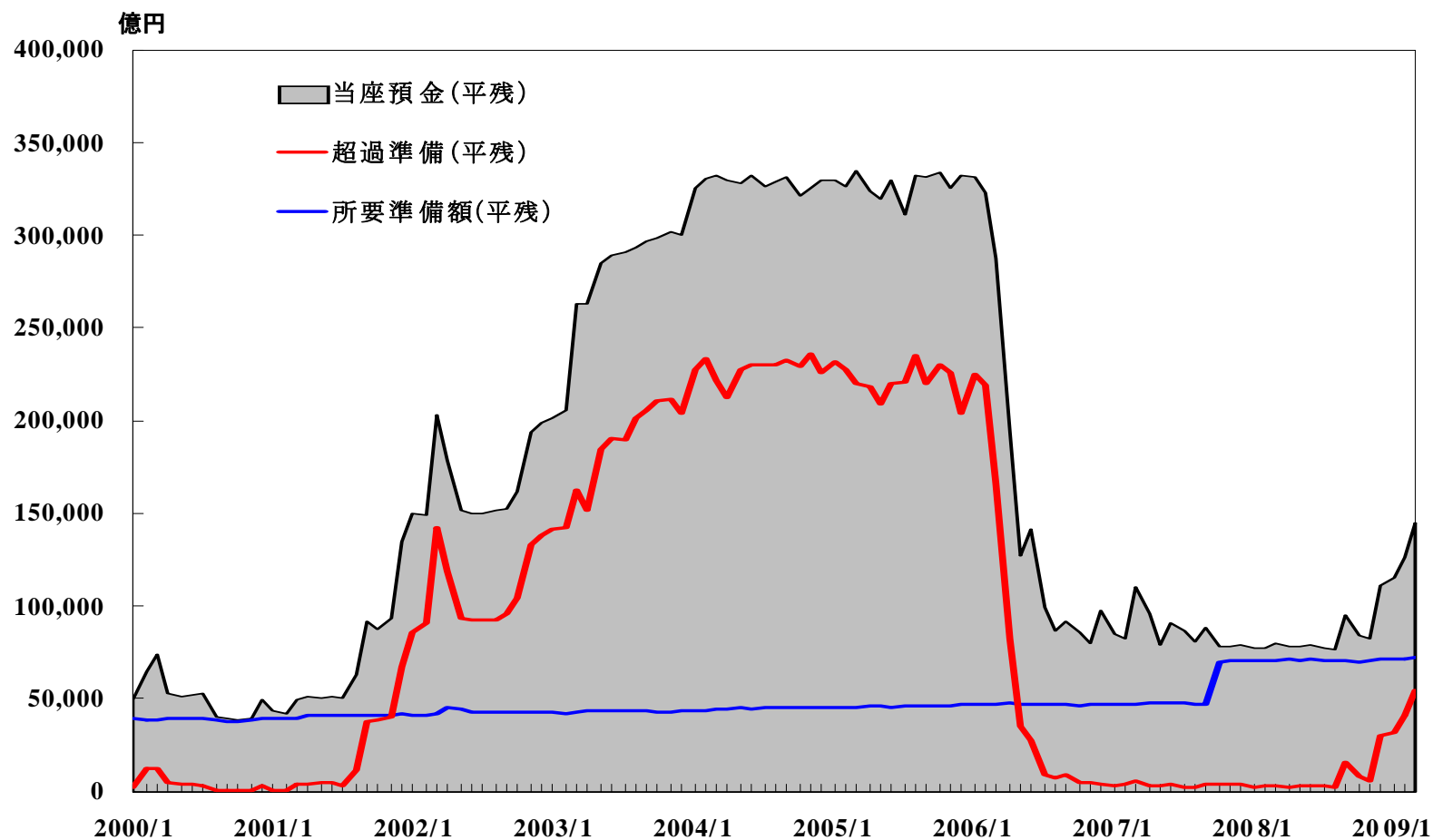
## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

### ■ 「日銀方式」に対する自己評価

	趣旨	評価
量的緩和の実施当時	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「(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」(2001年3月:「新しい金融調節方式Q&amp;A」&lt;日本銀行&gt;)</li> <li>・「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切り替えた…」(2001年3月19日:速水総裁記者会見)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「量的にも…「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」(2001年7月:山口副総裁記者会見)</li> <li>・「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」(2001年8月:速水総裁記者会見&lt;量的目標引上げ時&gt;)</li> </ul>
現在	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「かつての量的緩和政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。」(2008年12月:白川総裁記者会見)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「ベ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」(2008年12月:白川総裁記者会見)</li> </ul>

## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料：日本銀行

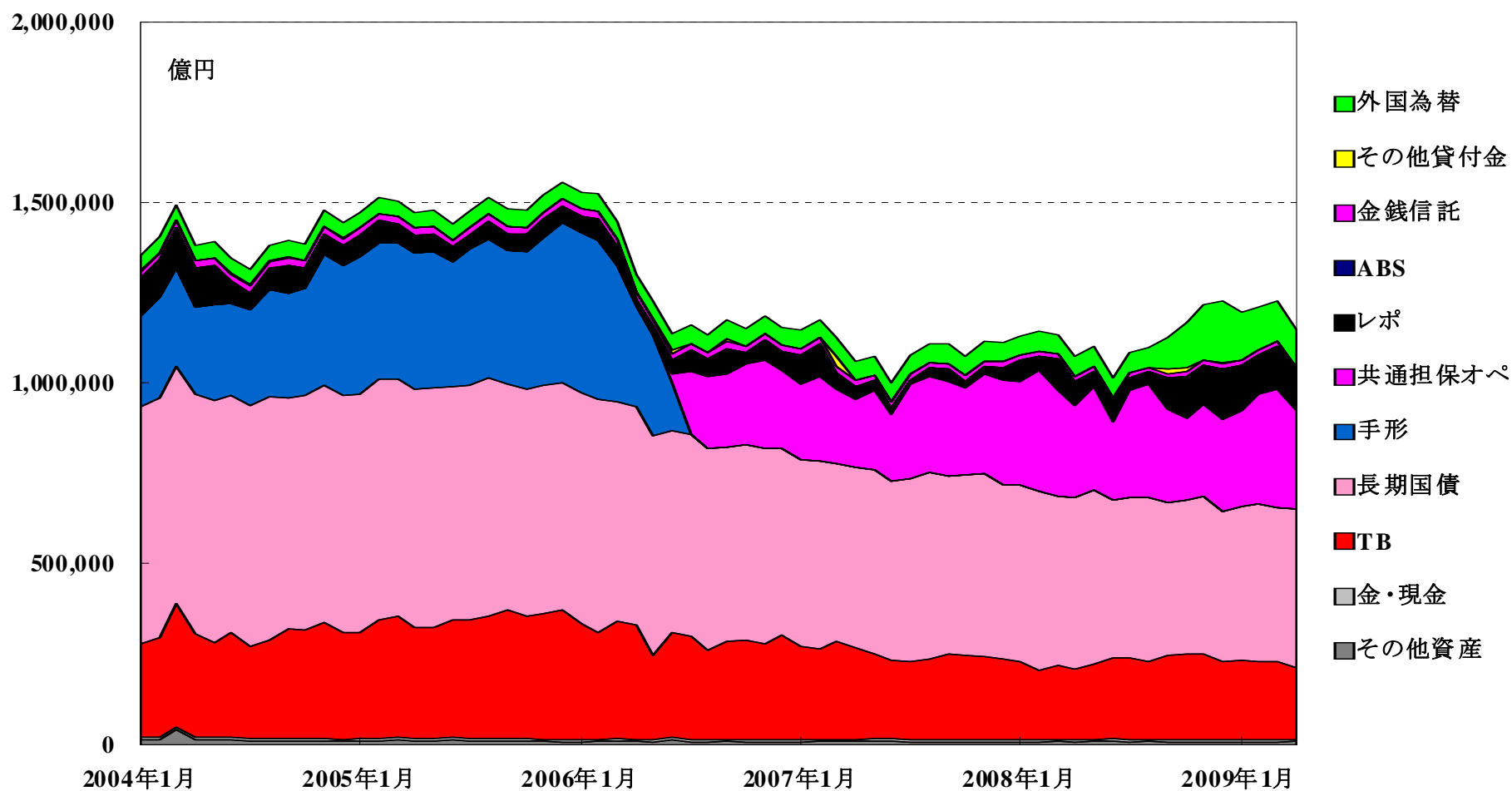
### ■ 日本銀行の超過準備



## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

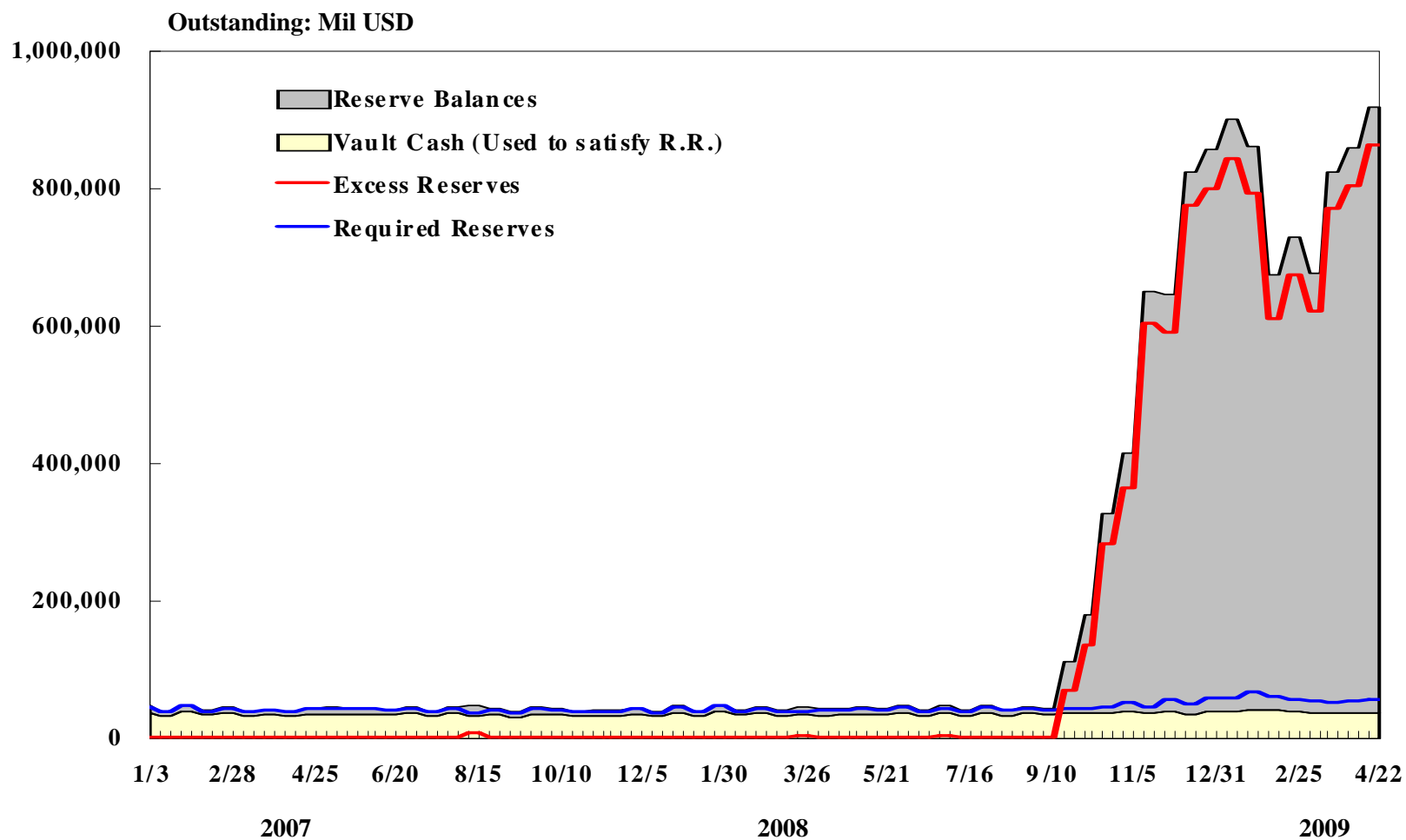
資料: 日本銀行

### ■ 日本銀行のバランスシート



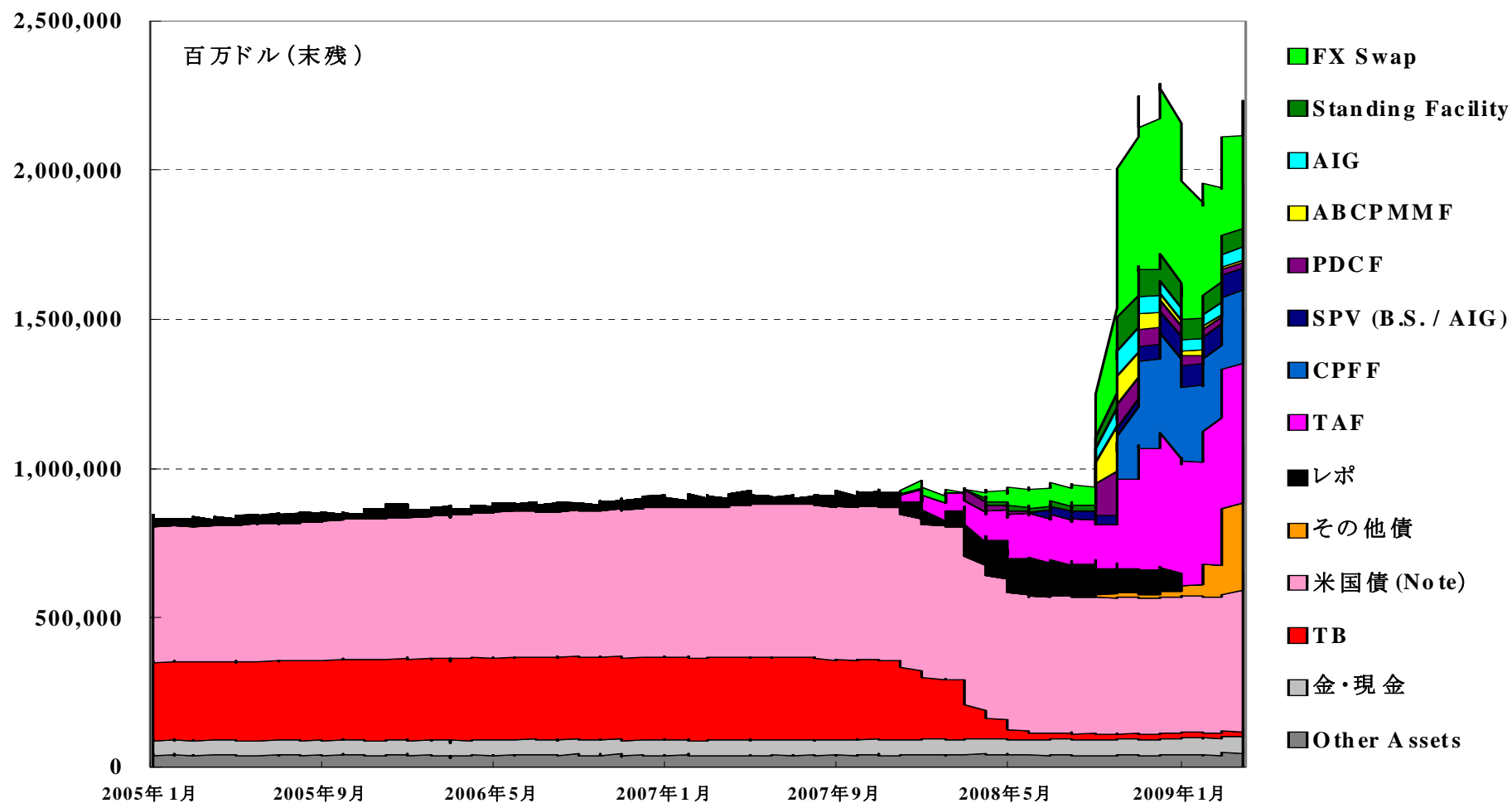
## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料:FRB

### ■ FRBの超過準備



## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料:FRB

### ■ FRBのバランスシート

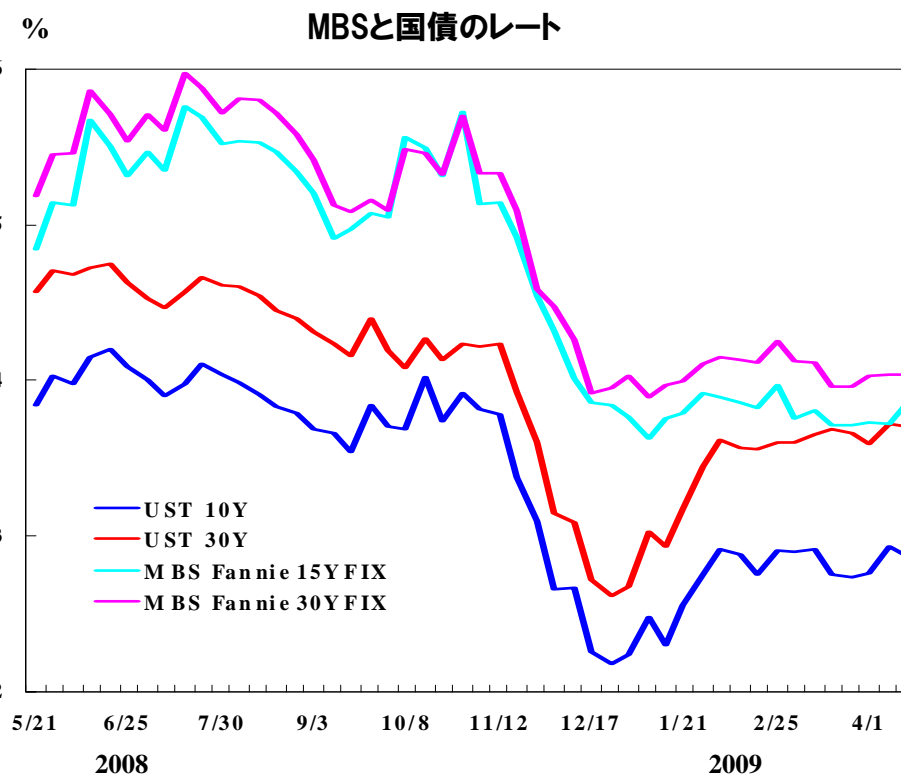
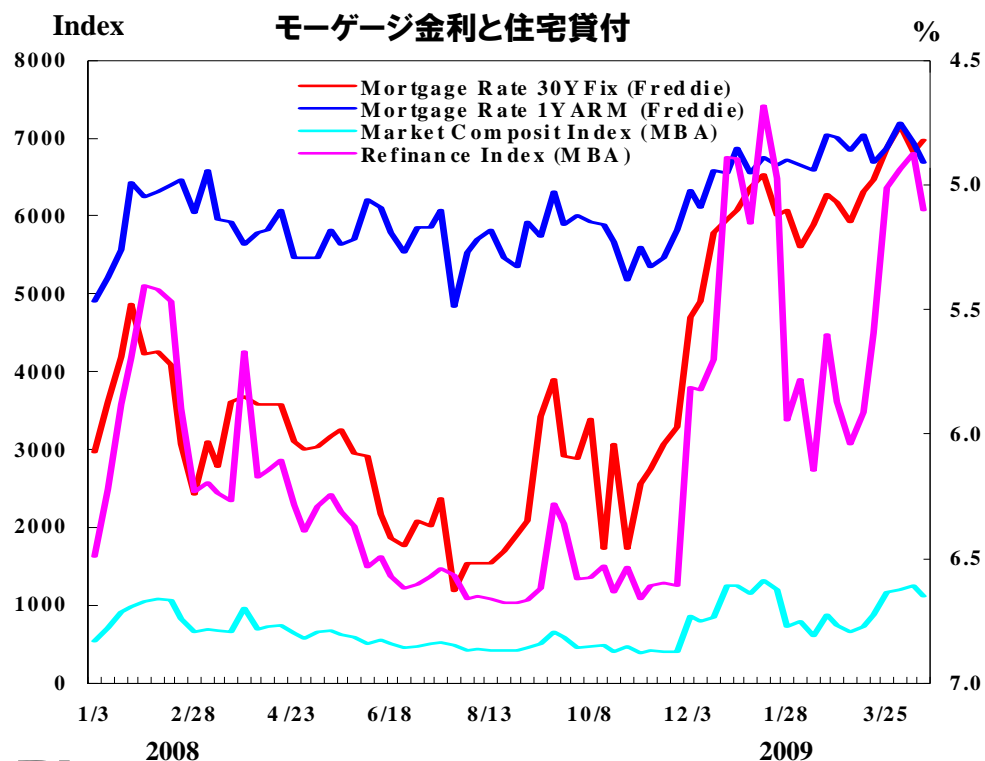




## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料: Freddie Mac, MBA, FRB

### ■ MBSの買入れと効果: FRB

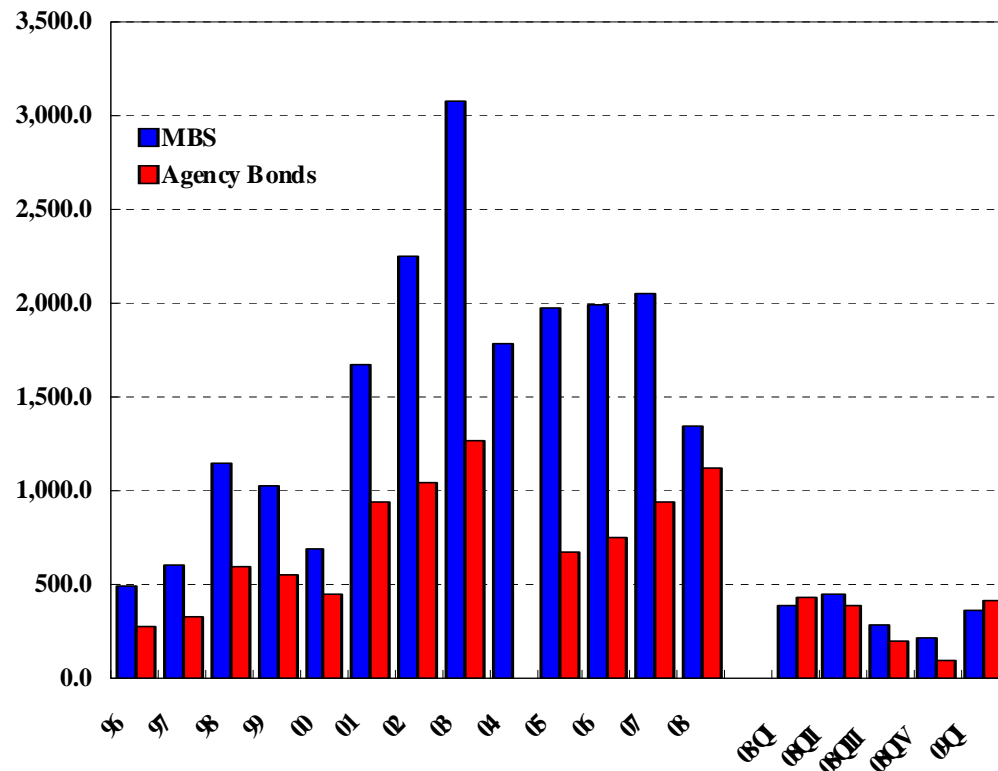
名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
MBS Purchase Program	2009年1月～2009年末	Agency MBSを市場から購入 — 購入事務は、FEDに選任されたInvestment Manager(Pimco, GSAM, Wellington, Black Rock)が実施	当面はPrimary Dealer — 購入したMBSはFEDに選任されたCustodian(JPMorgan Chase)が管理	(個別取引に応じて決定)	固定金利MBS — Fannie Mae, Freddie MacまたはGinnie Maeによる保証付	(30年債も購入対象である点を公表)	・1.25兆ドル — 3/18日のFOMC決定により、導入時の5000億ドルから引上げ



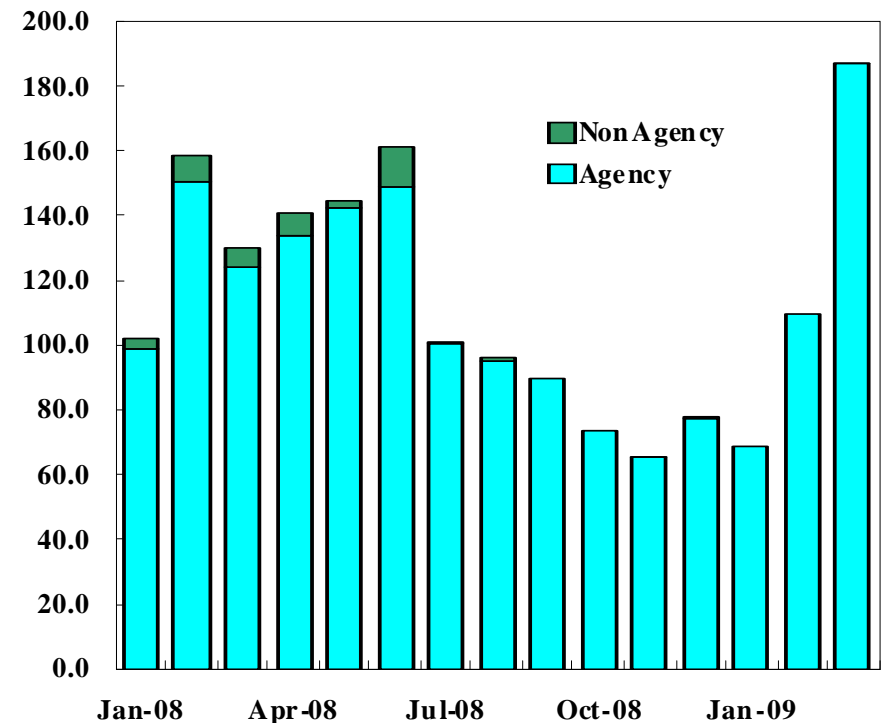
## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料：Sifma

### ■ MBSの買入れと効果：FRB

MBSとAgency債の発行額 (いずれも単位は10億ドル)



MBSの発行額(Agency保証の有無別)



## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料:FRB、BOE、日本銀行

### ■ 国債買入れの概要

	開始時期	対象銘柄	実際の頻度	買入上限金額	買入残高	対総資産比率
FRB	2009年3月	利付債 (30年債まで)	毎週 (各週2~3回)	半年間3000億 ドル	512.1億ドル (4/17日)	3%弱
BOE(参考)	2009年3月	利付債 (残存5~25年)	毎週 (各週2回程度)	1000億ポンド	314.3億ポンド (4/17日)	約8% (4/1日)
日銀(参考)	---	利付債 (残存30年まで) 変動利付債 物価連動債	毎月 (各月5回程度)	年間21.6兆円 (種類・残存期間別の 上限あり)	43.2兆円 (4/17日)	34.3% (3月末)

—FRBは、もともと国債買入れ(“coupon pass”)の枠組みを有していたが、今回はMBS買入れの増額と併せて、新たな政策手段としての導入と実施を改めて宣言(3月のFOMC)

## 2. 「量的緩和」と国債買入れ 資料:FRB

### ■ 国債買入れ:米国内の議論

	主張	背景
批判的意見	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場機能に問題がなく、国債の大幅な増発が見込まれる下、現状の買入れでは長期金利抑制は期待できない</li> <li>イールドカーブを歪ませるなど、市場機能を阻害する －結果的に、内外投資家の米国債離れを招くことを懸念</li> <li>FRBによる国債引受のリスクを高めることを通じ、インフレリスクのプレミアムによる長期金利の上昇にも繋がる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ FOMCのStatementやBernanke議長の講演等では、国債買入れの意図が必ずしも明確ではない</li> <li>✓ 国債市場の流動性は概ね良好に維持された(ベア・スターンズ破綻前後を除く)</li> <li>✓ 財務省とFRBによる一体的な政策運営が目立つため、財務省の要請を断りきれないリスクを意識</li> </ul>
好意的意見	<ul style="list-style-type: none"> <li>償還期間が長く、中央銀行にとって売却の困難な資産を買入れれば、「量的緩和」へのコミットメントを強化する</li> <li>(購入額を増やせば、長期金利抑制の効果も期待)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 米国でも、GDPギャップの拡大やコモディティ価格の軟調化などにより、デフレのリスクが高まることを考えると、「量的緩和」は重要な選択肢</li> </ul>

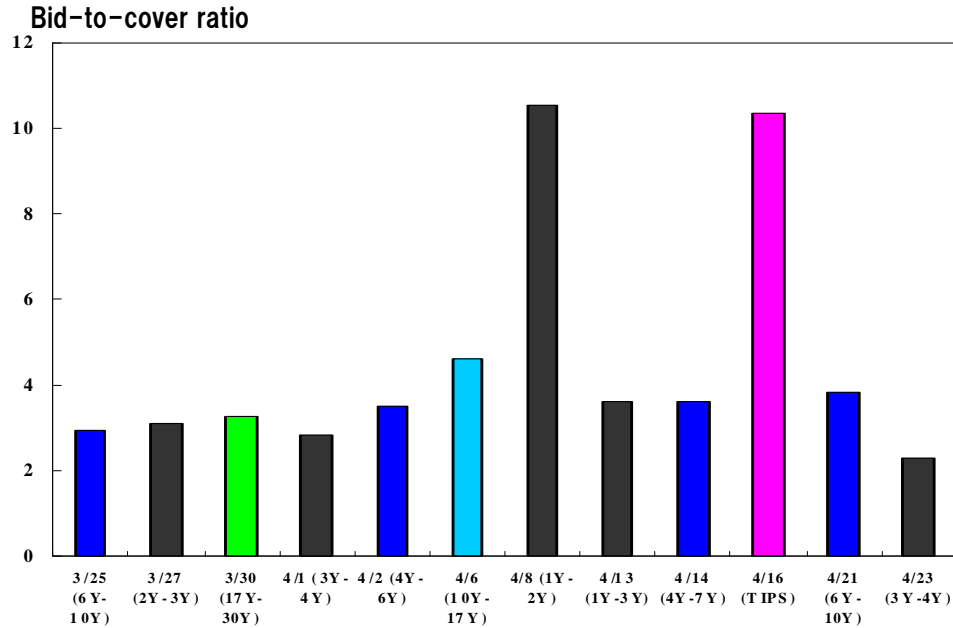
(参考) FOMC minutes

(3月16～17日分)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Committee members <u>agreed that substantial additional purchases of longer-term assets</u> eligible for open market operations would be appropriate. <u>Such purchases would provide further monetary stimulus</u> to help address the very weak economic outlook and reduce the risk that inflation could persist for a time below rates that best foster longer-term economic growth and price stability.</li> <li>One member preferred to focus additional purchases on longer-term Treasury securities, whereas another member preferred to focus on agency MBS. However, both could support expanded purchases across a range of assets, and <u>several members noted that working across a range of assets and instruments was appropriate when the effects of any one tactic were uncertain.</u></li> <li>Members expressed a range of views as to the preferred size of the increase in purchases.</li> </ul>
(1月27～28日分)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Members noted that it may be necessary to expand these (liquidity and asset-purchase) programs, but had <u>somewhat different views about the best way of doing so.</u> One member expressed the view that it would be best to expand holdings of U.S. Treasury securities rather than to expand targeted liquidity programs. <u>All other members indicated that they thought it appropriate to continue the program of purchasing agency debt and mortgage-backed securities.</u></li> <li>Several expressed a willingness to expand the size and duration of those purchases in the near future.</li> </ul>

## 2. 「量的緩和」と国債買入れ

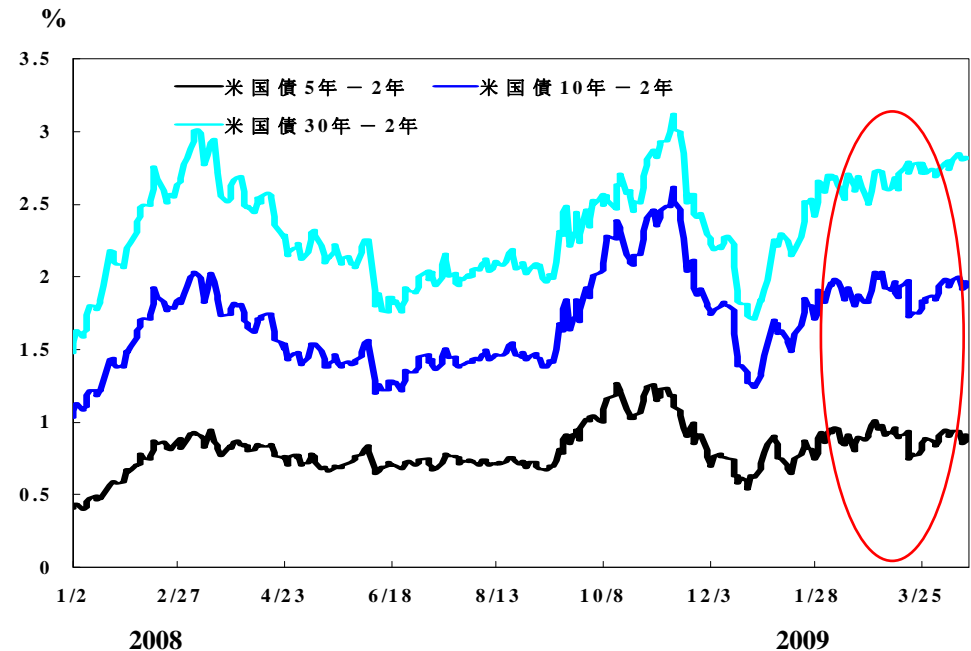
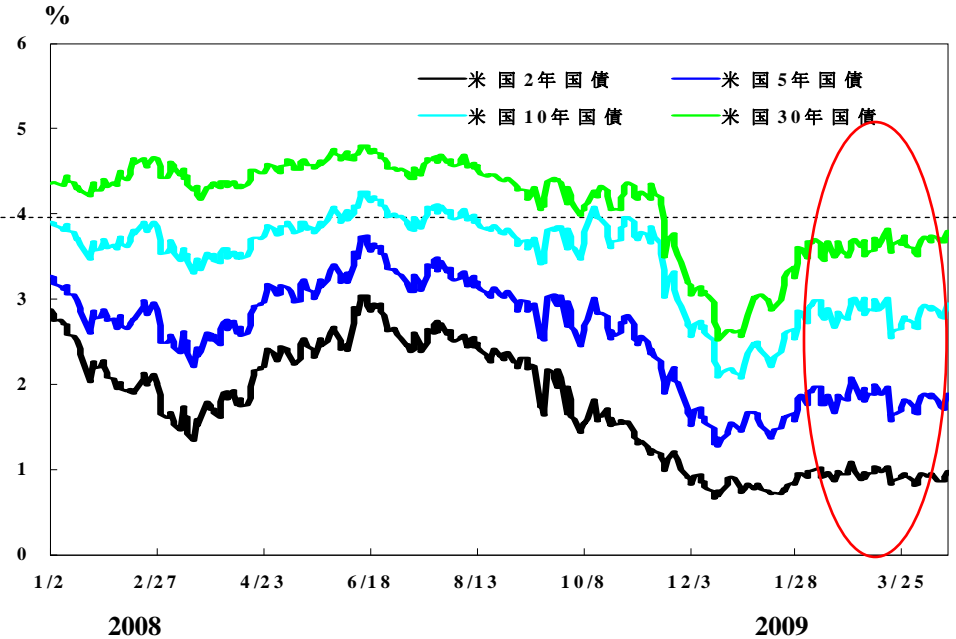
資料:FRB, Thomson Reuters

### ■ 米国の買入れ実績と市場動向:



少なくともこれまでのところ、応札状況は概ね安定しているほか、市場機能に関する副作用の兆候も目立たない

—ただ、FEDの買入れを巡る報道や思惑が市場で材料視されているのも事実



### 3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料：日本銀行

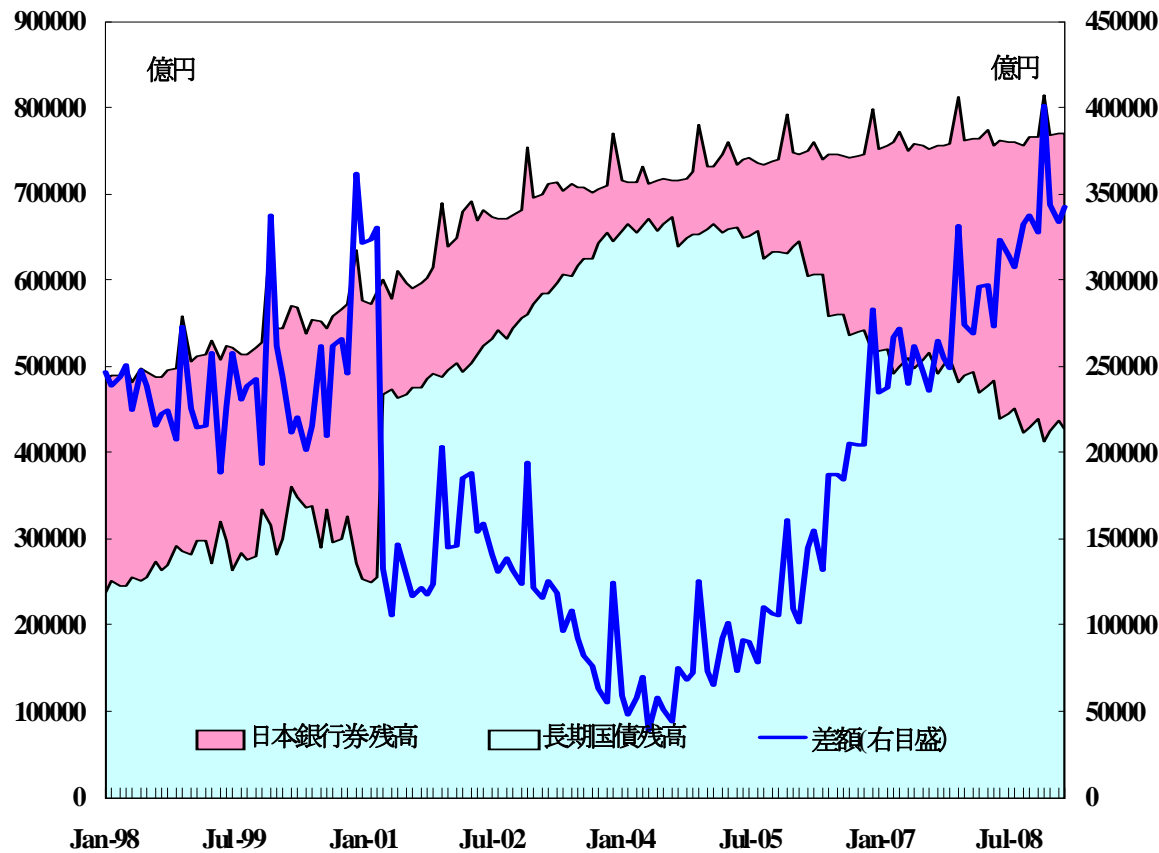
#### ■ 長期国債買入れの運営方針：日本銀行

1. 買入金額	・年21.4兆円
2. 対象国債	・利付国債：2年債、4年債、5年債、6年債、10年債、20年債、30年債 ・変動利付債 ・物価連動債
3. 種類・残存期間別の買入金額	・利付国債： (残存期間1年以下)：年間74,400億円 (残存期間1年超10年以下)：年間120,000億円 (残存期間10年超30年以下)：年間12,000億円 ・変動利付債：年間7,200億円 ・物価連動債：年間2,400億円
4. 買入頻度	・原則として月4回(1回につき2区分)
5. 買入方式	・コンベンショナル方式による入札(利付国債は利回較差、変動利付債と物価連動債は価格較差)
6. 国債保有の方針	・保有する長期国債の残高は、発行銀行券残高を上限とする
7. 月次の運営方針	・(偶数月と奇数月の各々について、各4回の入札で買入れる金額について、上記3.の区分毎に予定額を明示)

### 3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

資料: 日本銀行

#### ■ 長期国債保有: 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)

・「…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、」

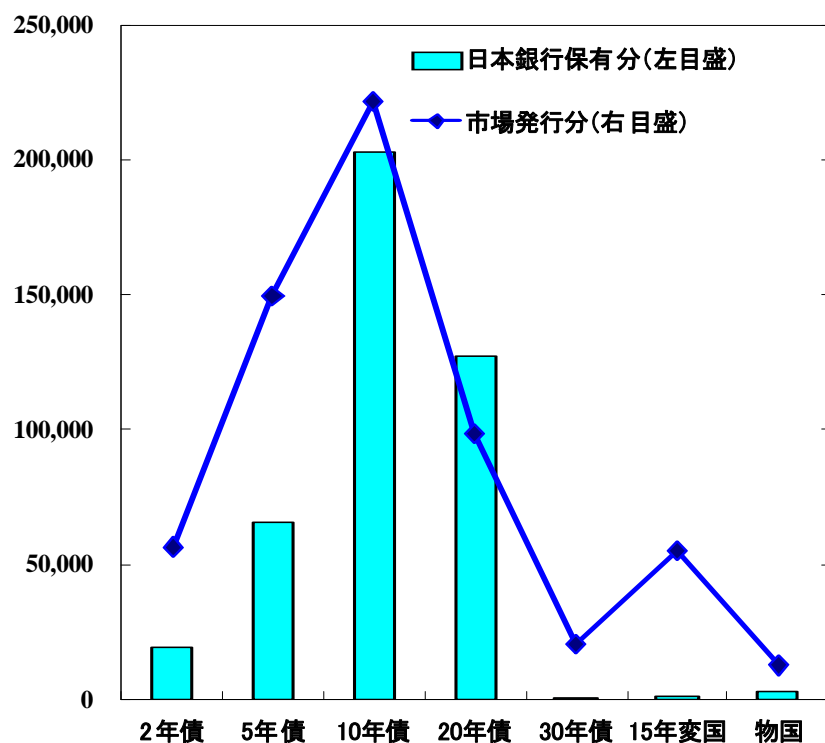
・「…日本銀行による長期国債買入額の増額が、国  
債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするも  
のではないという趣旨を明確にするためのものでは  
ある」

### 3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策

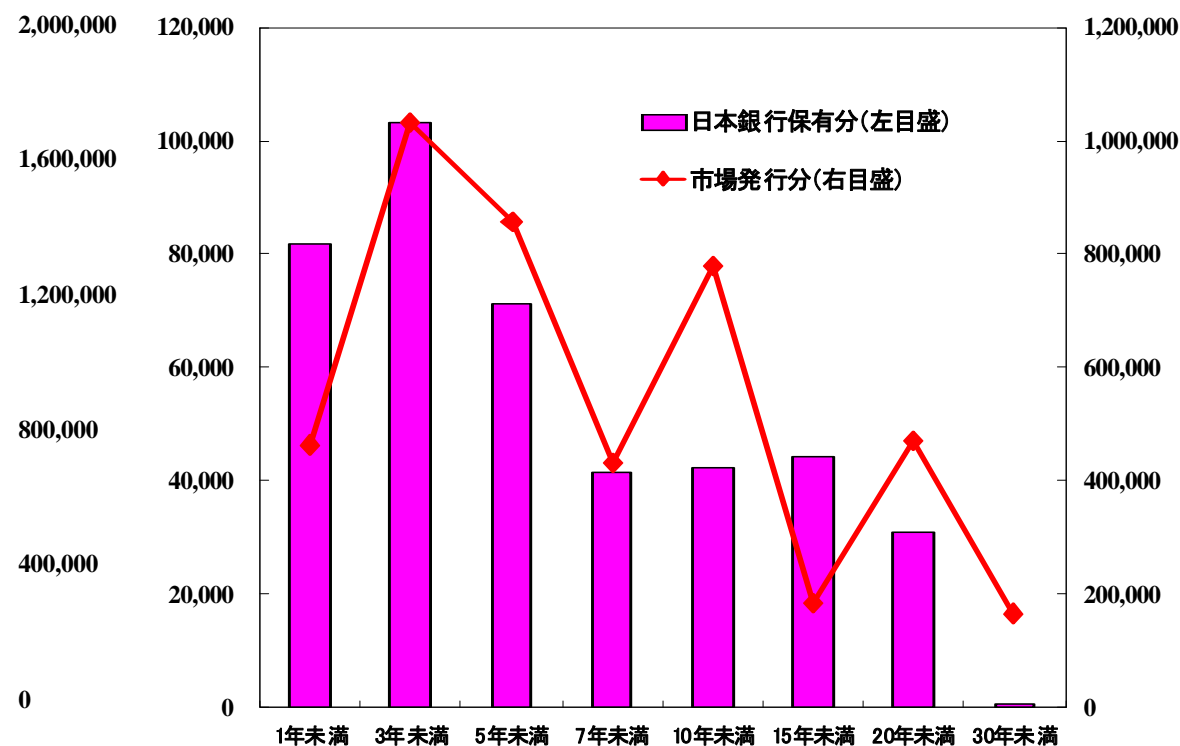
資料：日本銀行

#### ■ 長期国債保有：日本銀行

債券種類別構成(額面：億円)



固定利付債残存期間別構成(額面：億円)



固定利付債残存平均期間(加重平均：年)

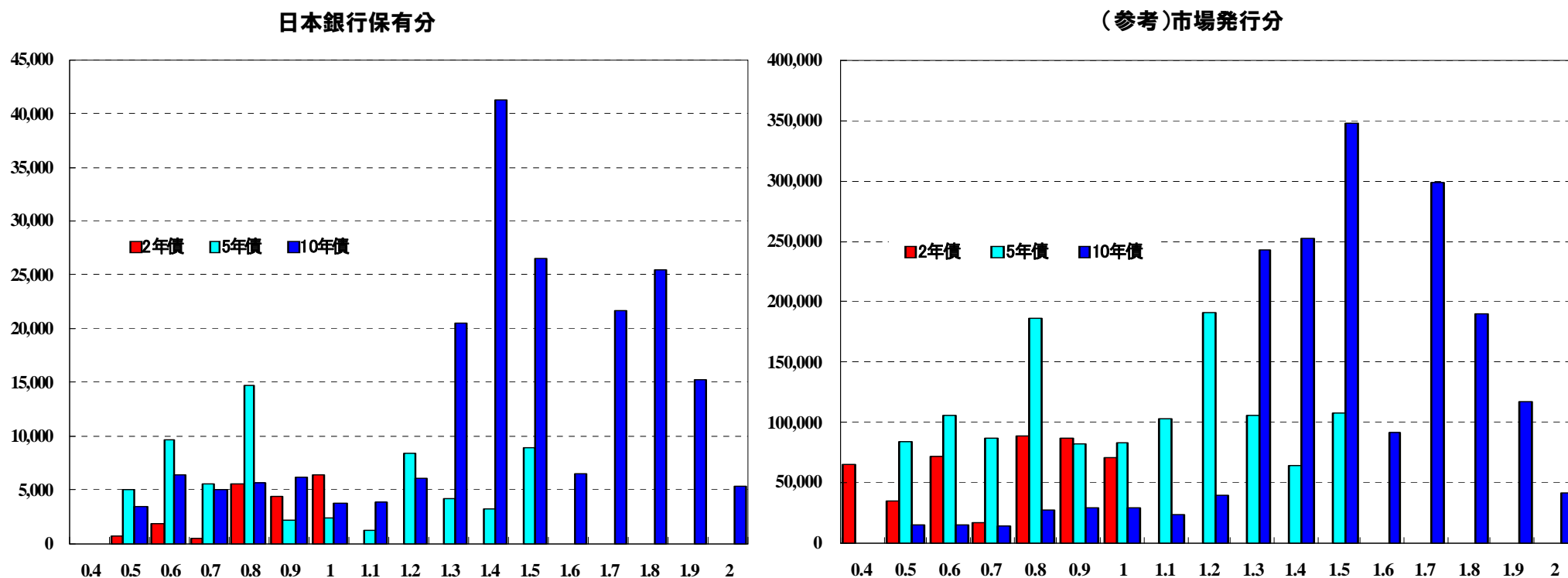
2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	合計
0.55	1.45	3.31	10.75	26.58	5.20



### 3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策 資料: 日本銀行

#### ■ 長期国債保有: 日本銀行

固定利付債(2年債・5年債・10年債)のクーポン別構成(額面: 億円)

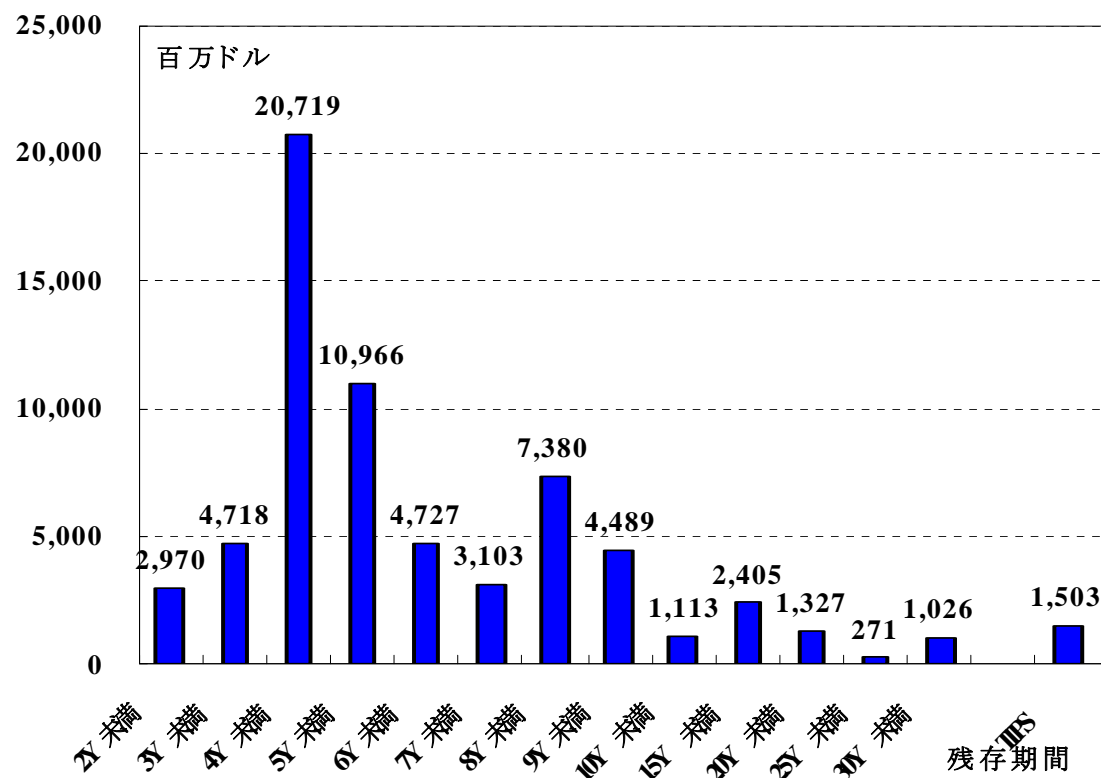


### 3. 「非伝統的」金融政策のリスクと対応策 資料:FRB

#### ■ 長期国債買入れの運営方針:FRB

— 少なくとも現在までのところ、国債買入れの運営方針やFAQは公表していない(ただし、FRBは、具体的な銘柄ごとの応札額および落札額を公表)。

1. 買入金額	・(3月17~18日のFOMC以降の)6ヶ月間に3,000億米ドル
2. 対象国債	・(公表されていない)—これまでの実績をみると、残存1年~29年の利付国債および物価連動債が対象となっている
3. 種類・残存期間別の買入金額	・(予定額は公表されていない) —実績は右の通り
4. 買入頻度	・(公表されていない)—3/25日の初回以降、合計12回のオペを実施
5. 買入方式	・コンベンショナル方式による入札
6. 国債保有の方針	・(公表されていない)
7. 月次の運営方針	・(公表されていない)



### 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"> <li>・「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」。</li> <li>・「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」。</li> <li>・「・・・国債は、高い信用力を有する金融商品である。現先オペで買い入れる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」。</li> <li>・「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」。</li> </ul>
	ロ. 流動性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「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。」</li> <li>・「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」。</li> <li>・「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」。</li> </ul>
	ハ. 中立性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「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」。</li> <li>・「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ペの買入対象とすることを原則としている。」</li> </ul>
FRB(2002年) "Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations"		<ol style="list-style-type: none"> <li>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)。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>④ 透明性およびアカウンタビリティが確保されること。</li> </ol>
(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"> <li>・"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"</li> <li>・"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.</li> <li>・As we consider new programs or the expansion of old ones, the FRB will carefully weigh the implications for the exit strategy.</li> </ul>

### 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

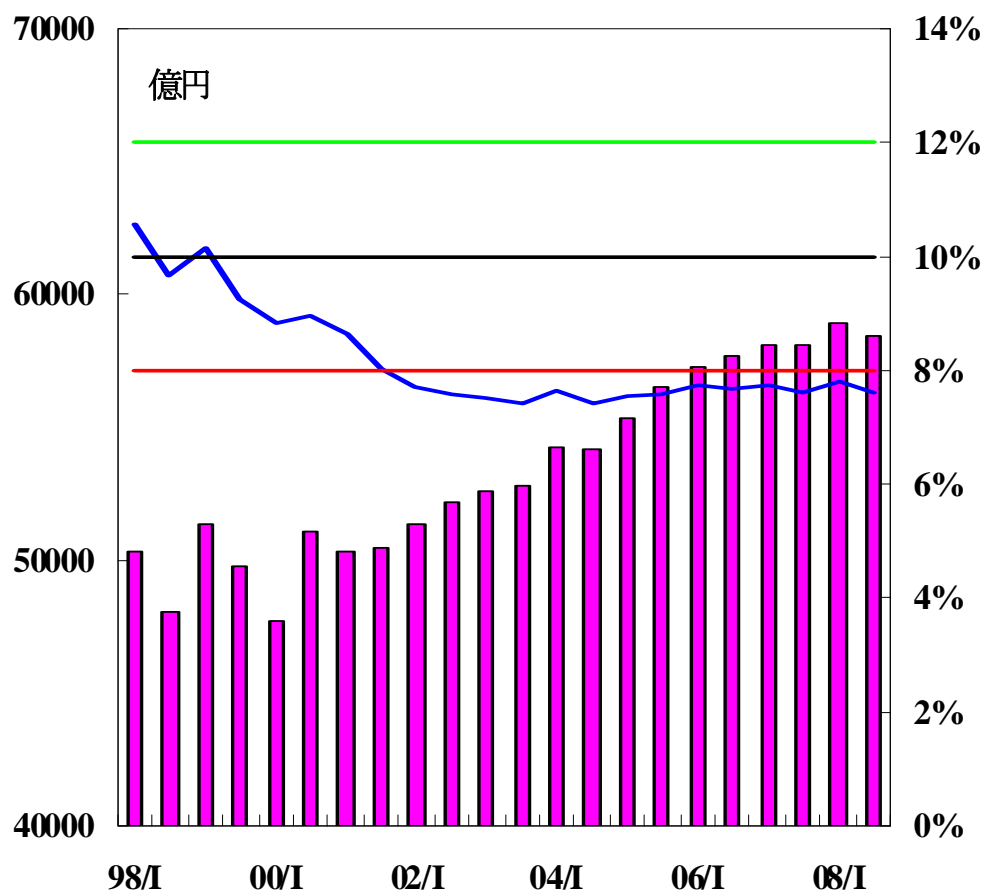
#### ■ 中央銀行の自己資本(日本銀行、FRB、ECB)

	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"> <li>資本金：1億円(日本銀行法8条)</li> <li>—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。</li> <li>・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)。</li> <li>—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</li> <li>・特別準備金(日本銀行法の一部を改正する等の法律)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・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)</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>(2007/06)</th> <th>(2009/04)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産総額</td> <td>1,000,712 &lt;億円&gt;</td> <td>1,159,521 &lt;億円&gt;</td> </tr> <tr> <td>対GDP</td> <td>19.4% &lt;CY2007&gt;</td> <td>22.8% &lt;CY2008&gt;</td> </tr> </tbody> </table>		(2007/06)	(2009/04)	資産総額	1,000,712 <億円>	1,159,521 <億円>	対GDP	19.4% <CY2007>	22.8% <CY2008>
	(2007/06)	(2009/04)										
資産総額	1,000,712 <億円>	1,159,521 <億円>										
対GDP	19.4% <CY2007>	22.8% <CY2008>										
FRB (ニューヨーク連銀)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資本金：62.82億ドル</li> <li>—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)</li> <li>・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)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・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)</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>(2007/06)</th> <th>(2009/04)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産総額</td> <td>9,014 &lt;億ドル&gt;</td> <td>22,349 &lt;億ドル&gt;</td> </tr> <tr> <td>対GDP</td> <td>6.5% &lt;CY2007&gt;</td> <td>15.7% &lt;CY2008&gt;</td> </tr> </tbody> </table>		(2007/06)	(2009/04)	資産総額	9,014 <億ドル>	22,349 <億ドル>	対GDP	6.5% <CY2007>	15.7% <CY2008>
	(2007/06)	(2009/04)										
資産総額	9,014 <億ドル>	22,349 <億ドル>										
対GDP	6.5% <CY2007>	15.7% <CY2008>										
ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li>・割当資本：57.6億ユーロ</li> <li>—このうち、払込資本は41.2億ユーロ</li> <li>—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</li> <li>・準備金</li> <li>・再評価勘定(金、外貨資産、市場性有価証券等))</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・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</li> <li>—各国政府への国庫納付は、各国の法令に従う</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>(2007/06)</th> <th>(2009/03)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>資産総額</td> <td>12,084 &lt;億ユーロ&gt;</td> <td>18,030 &lt;億ユーロ&gt;</td> </tr> <tr> <td>対GDP</td> <td>13.4% &lt;CY2007&gt;</td> <td>19.6% &lt;CY2008&gt;</td> </tr> </tbody> </table>		(2007/06)	(2009/03)	資産総額	12,084 <億ユーロ>	18,030 <億ユーロ>	対GDP	13.4% <CY2007>	19.6% <CY2008>
	(2007/06)	(2009/03)										
資産総額	12,084 <億ユーロ>	18,030 <億ユーロ>										
対GDP	13.4% <CY2007>	19.6% <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」



- 自己資本額
- 自己資本比率
- 10%
- 下限
- 上限

「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: 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5月1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

