

**金融市場パネル(Financial Markets Panel)**  
**第8回会合 資料**  
**昨年12月の金融緩和措置**  
**今後の金融政策を巡る展望**

2010年2月18日

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



# 1. 先進国市場の概観

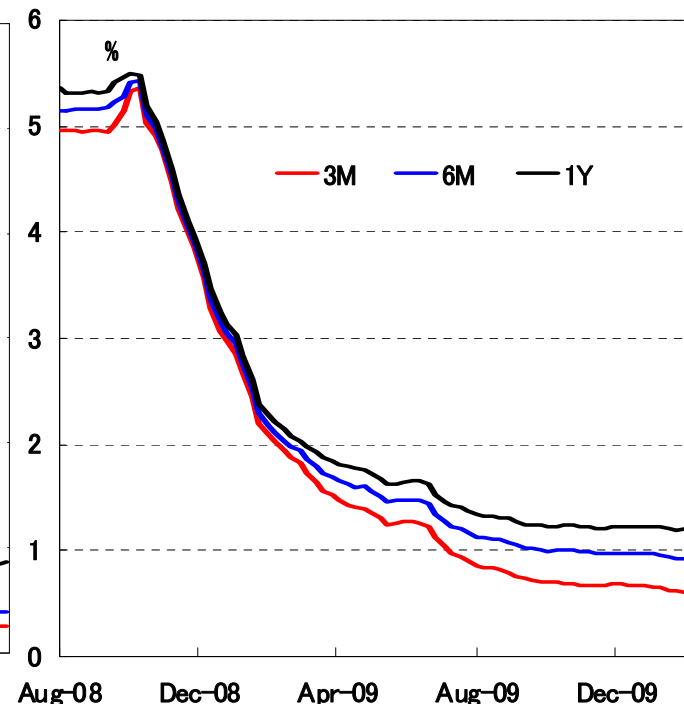
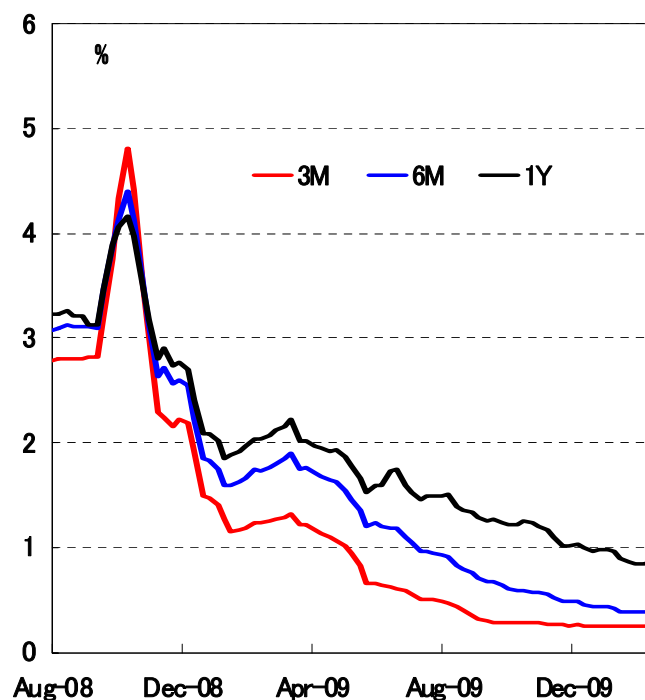
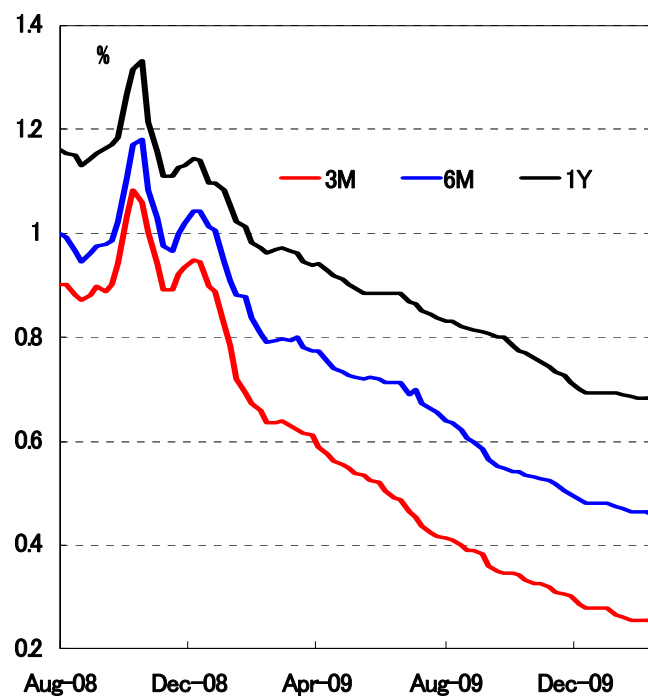
資料: Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

Liborレート(日本)

Liborレート(米国)

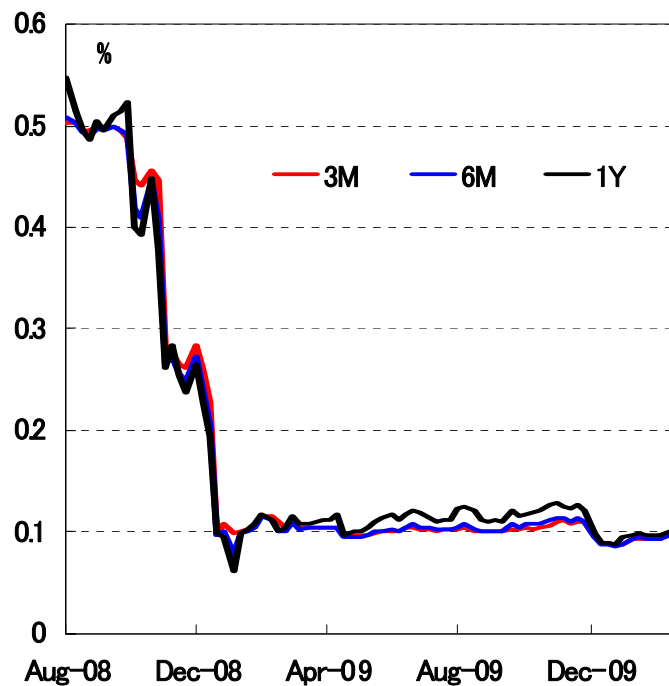
Liborレート(欧州)



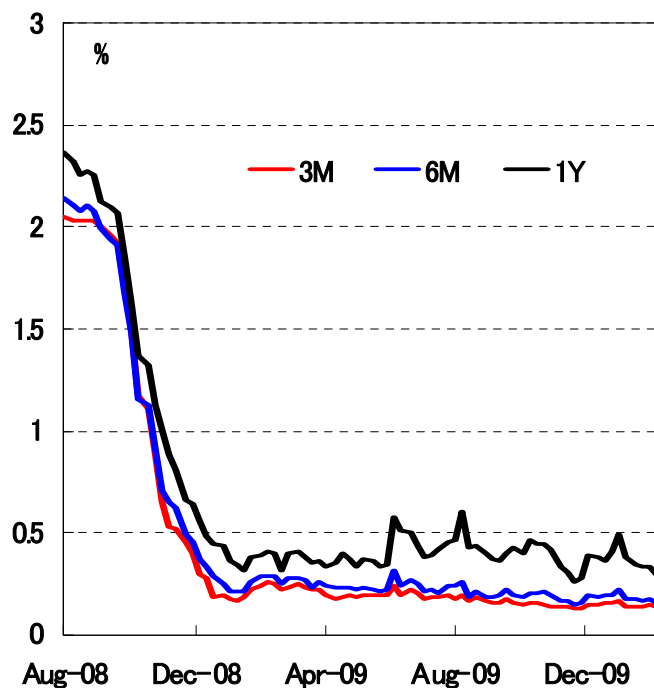
# 1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

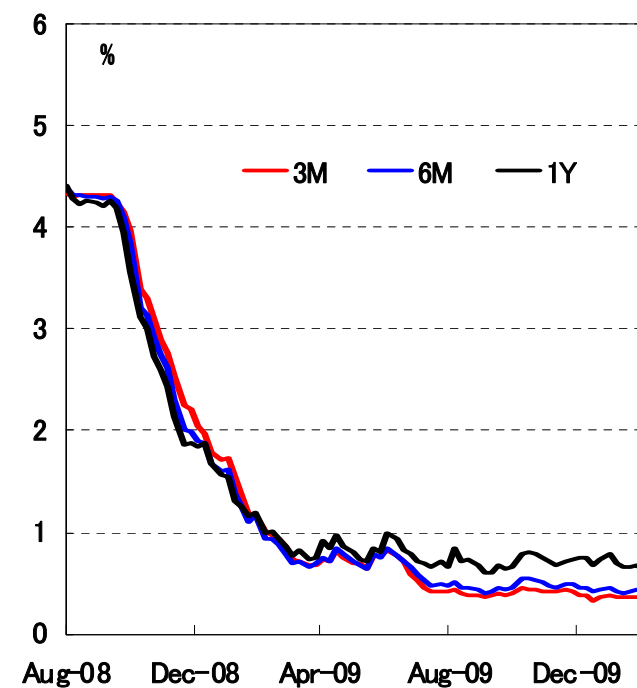
OISレート(日本)



OISレート(米国)



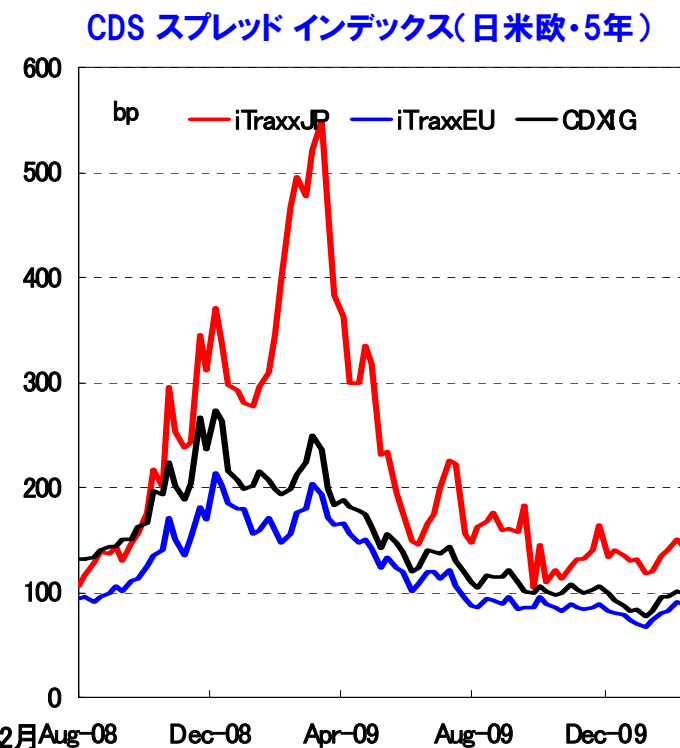
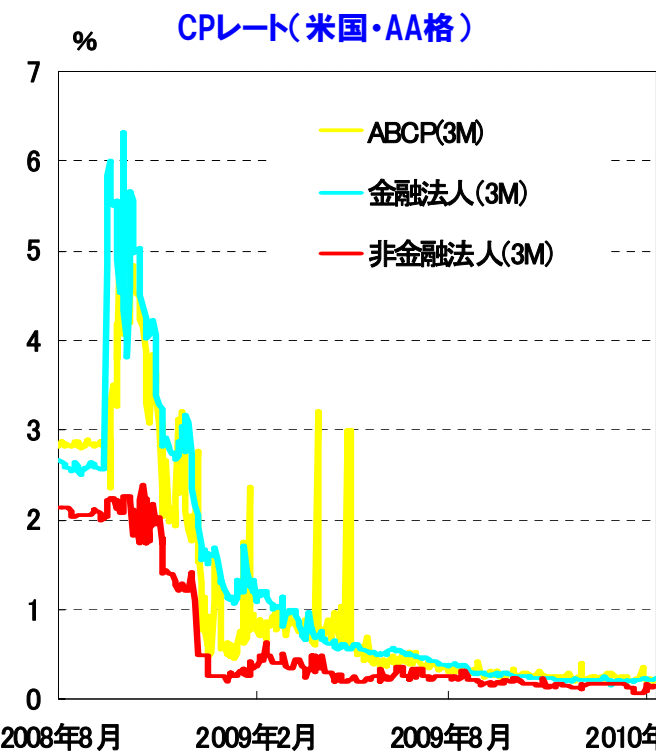
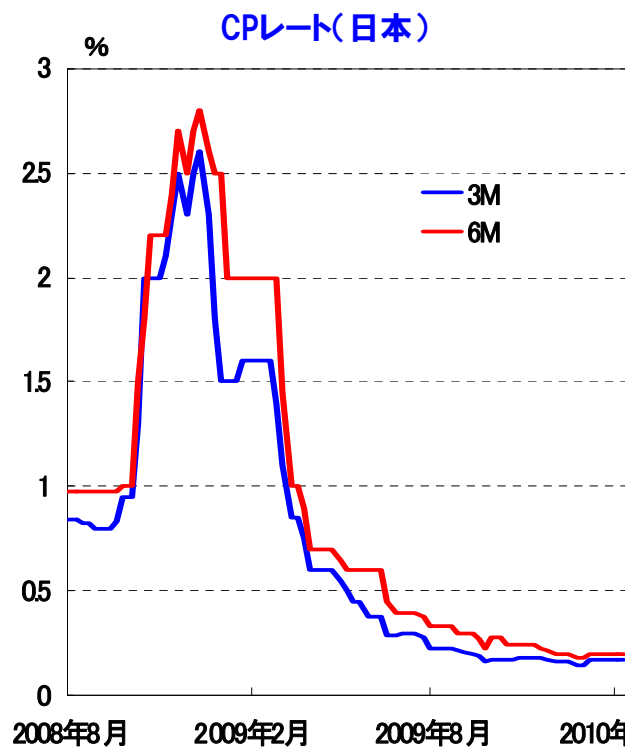
OISレート(欧州)



# 1. 先進国市場の概観

資料: Thomson Reuters

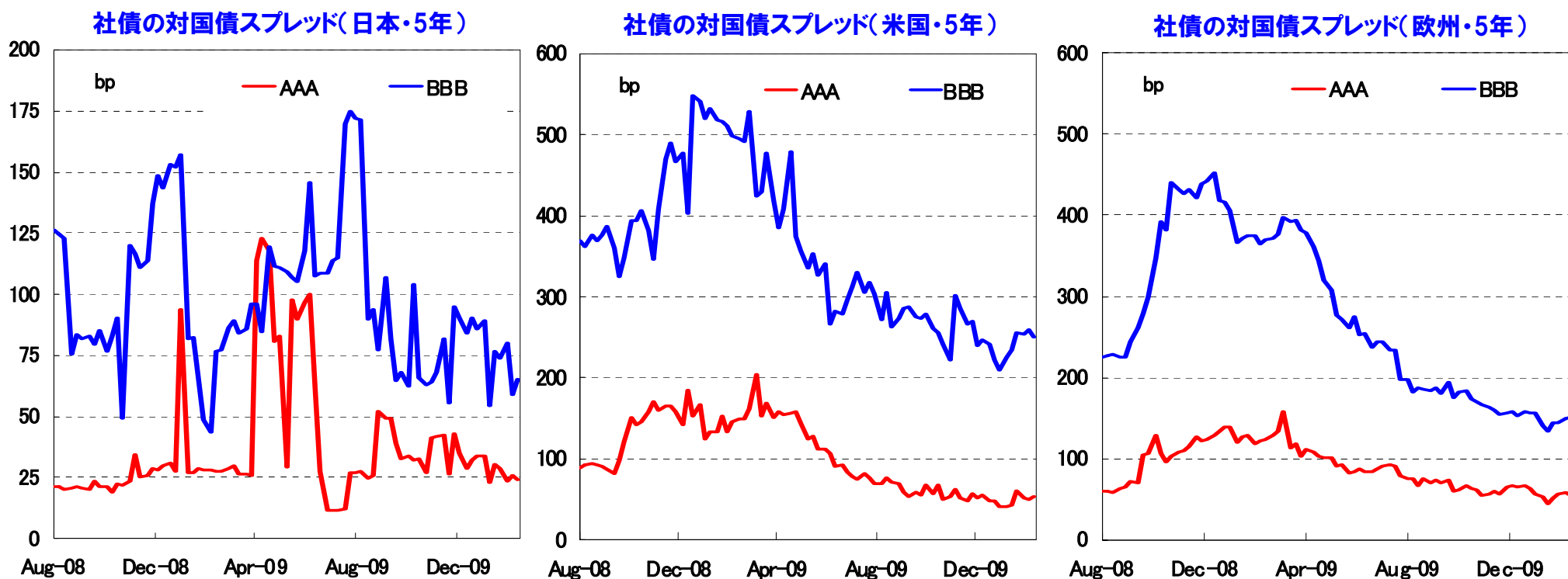
## ■ クレジット市場



# 1. 先進国市場の概観

資料: Thomson Reuters

## ■ クレジット市場

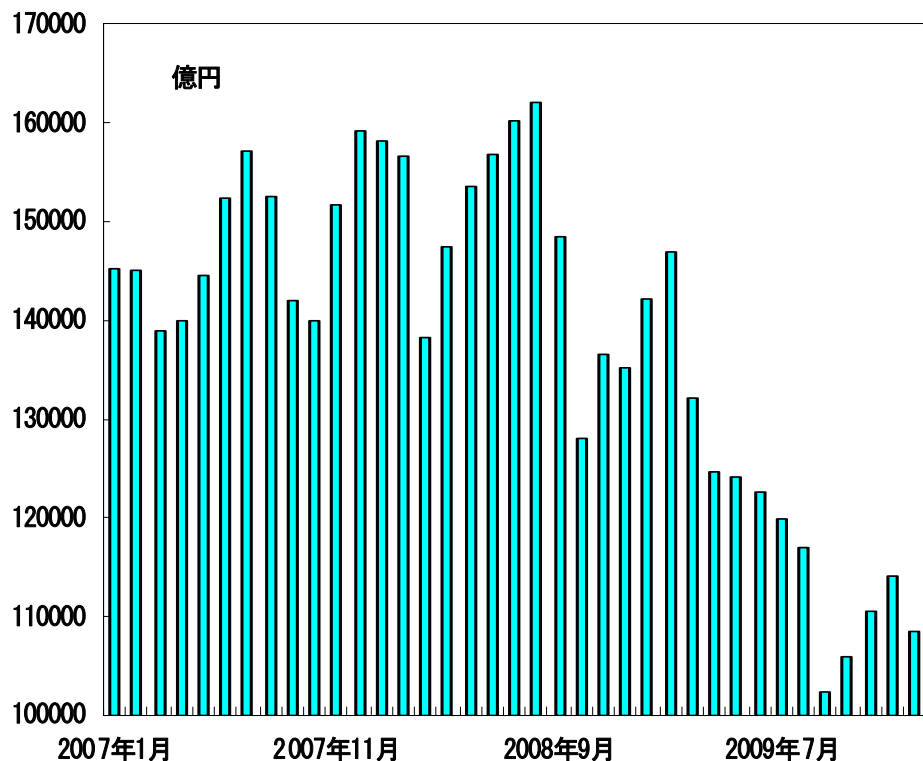


# 1. 先進国市場の概観

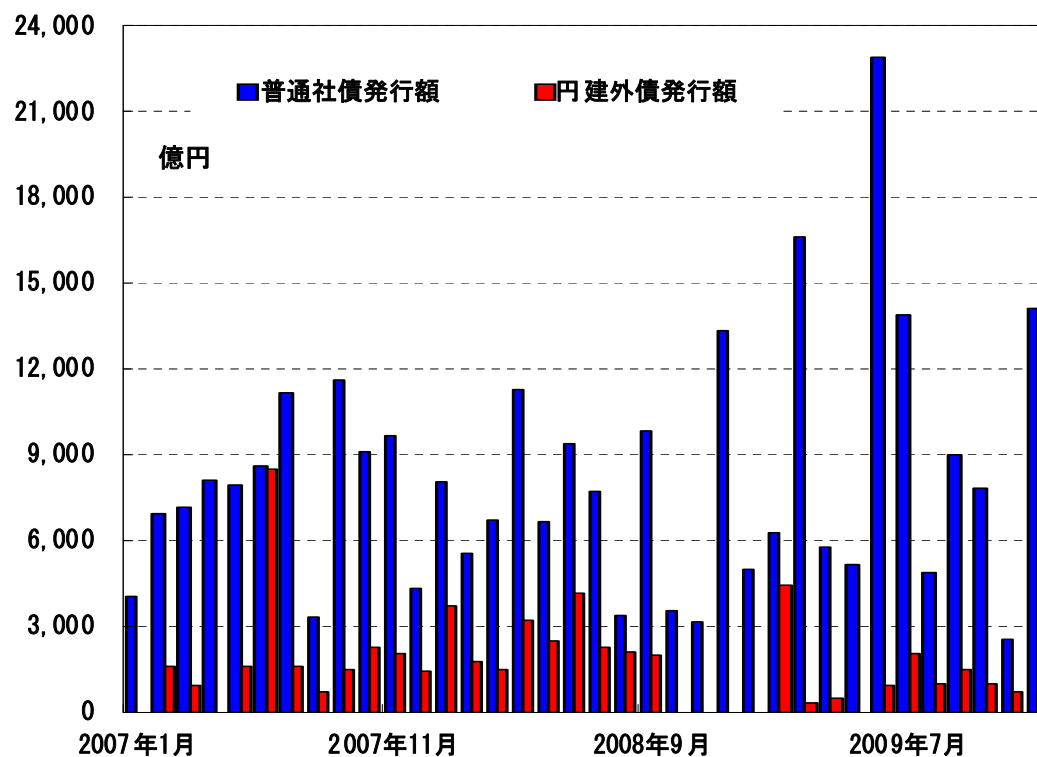
資料: 日本銀行、日本証券業協会

## ■ クレジット市場(日本)

CPの発行残高(日本)



普通社債と円建外債の新規発行額(日本)

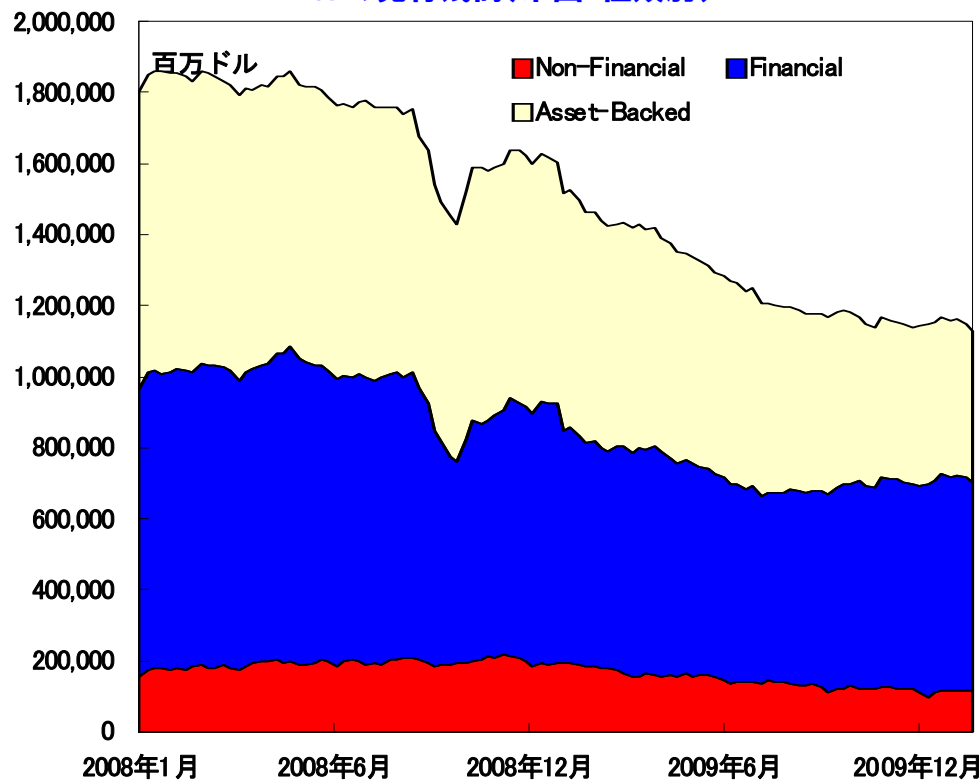


# 1. 先進国市場の概観

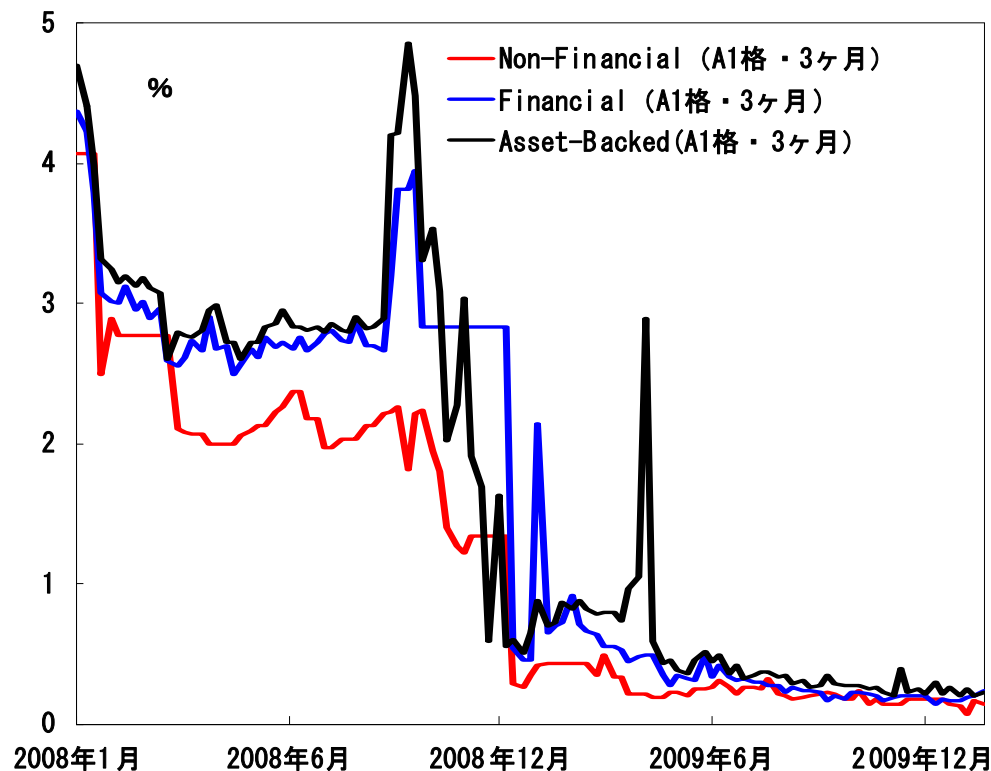
資料:FRB

## ■ クレジット市場(米国)

CPの発行残高(米国:種類別)



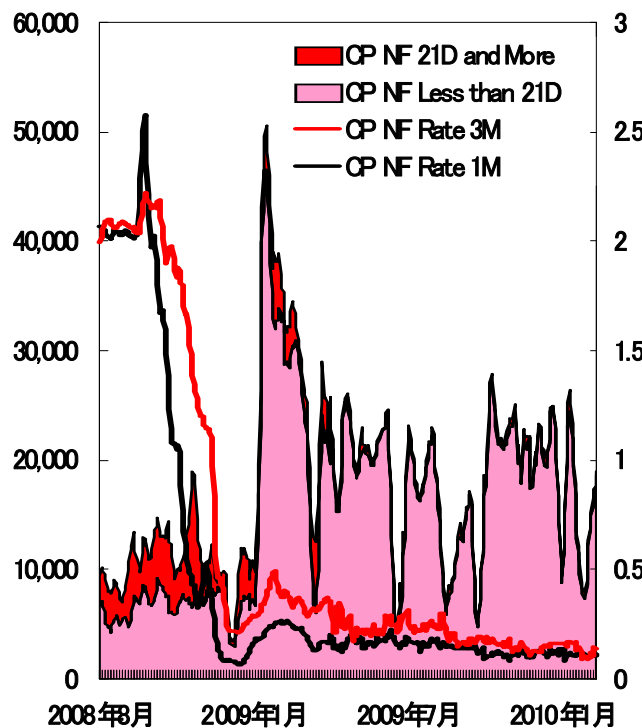
CPLレート(米国)



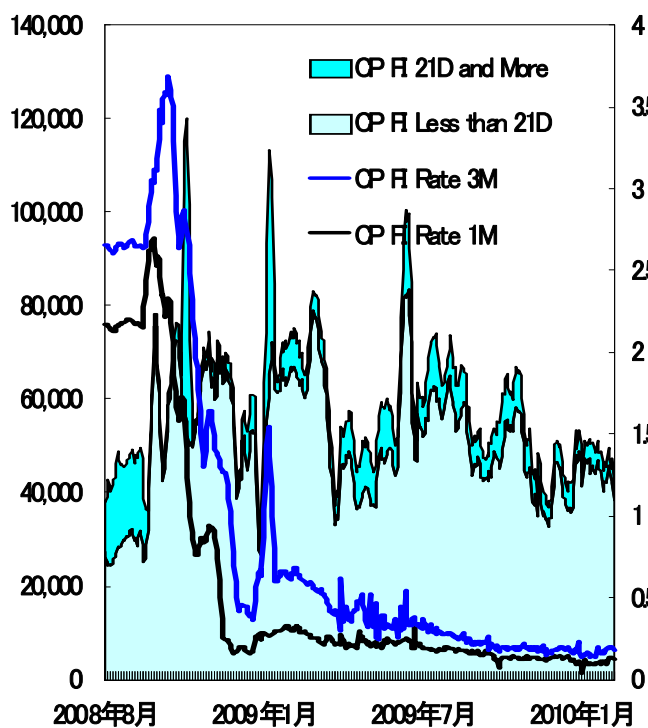
# 1. 先進国市場の概観 資料:FRB, SIFMA

## ■ クレジット市場(米国)

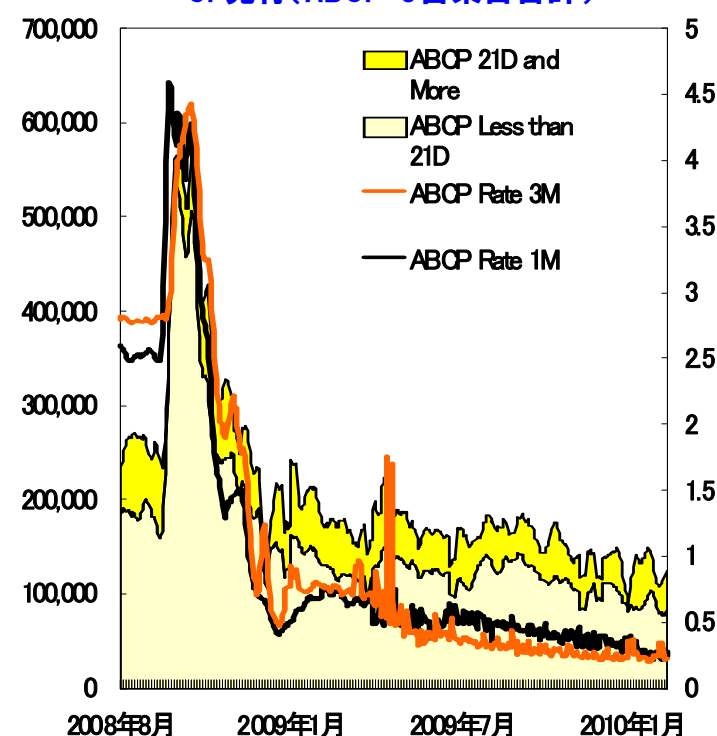
CP発行(非金融法人・5営業日合計)



CP発行(金融法人・5営業日合計)



CP発行(ABCP・5営業日合計)

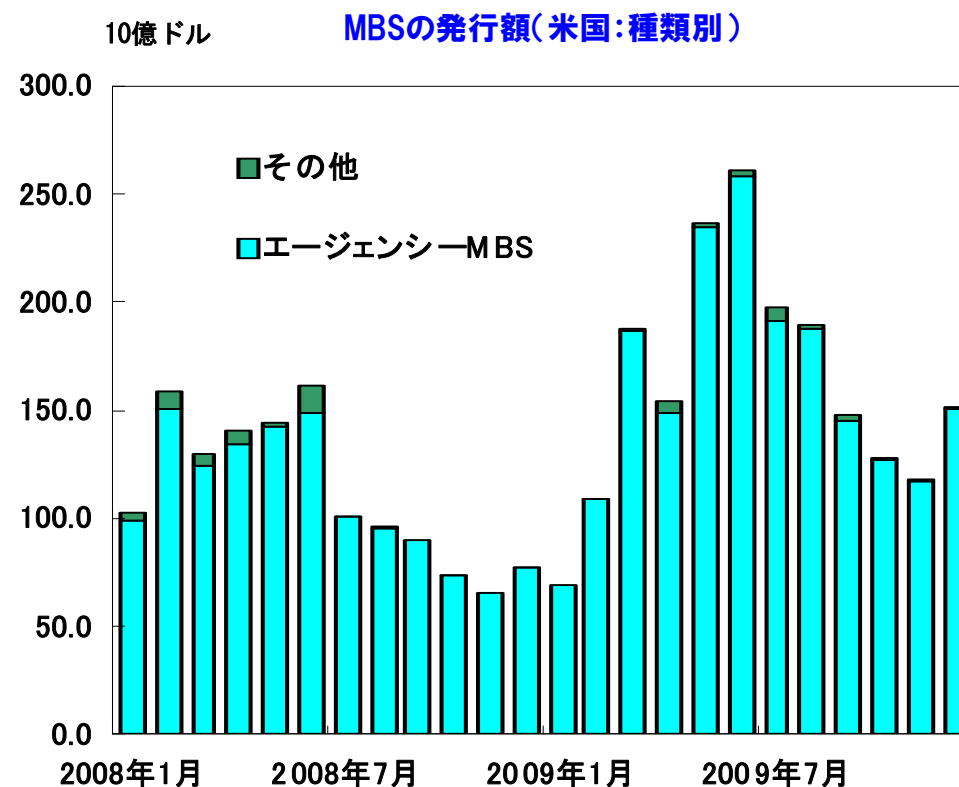
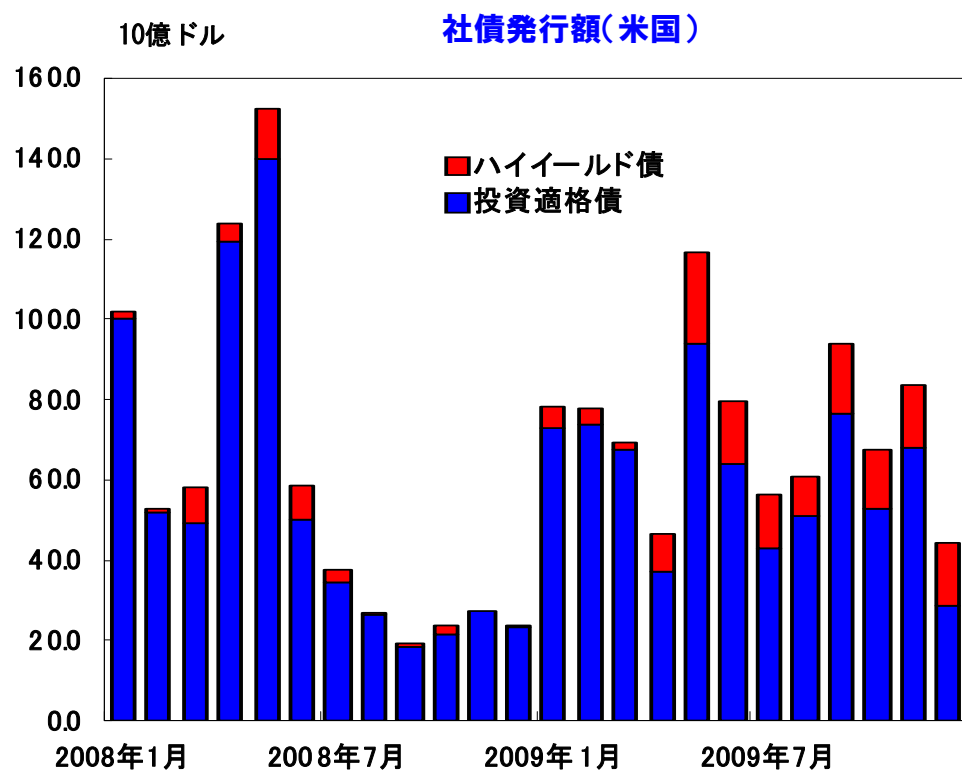


(いずれも左軸：百万ドル、右軸%)



# 1. 先進国市場の概観 資料:SIFMA

## ■ クレジット市場(米国)

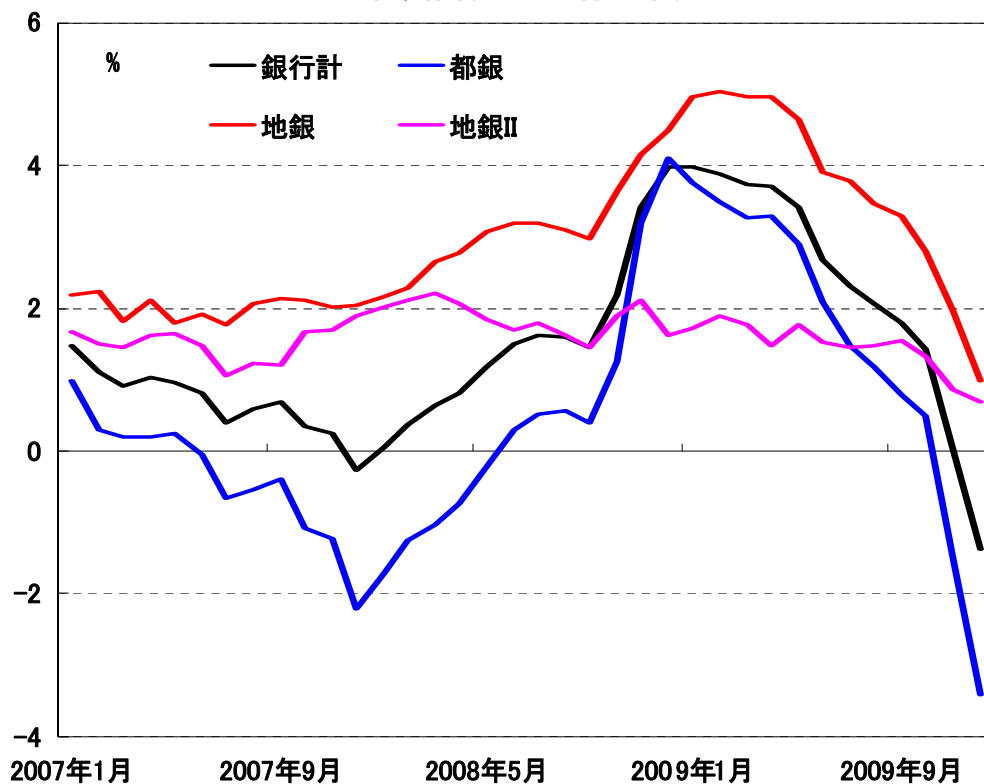


# 1. 先進国市場の概観

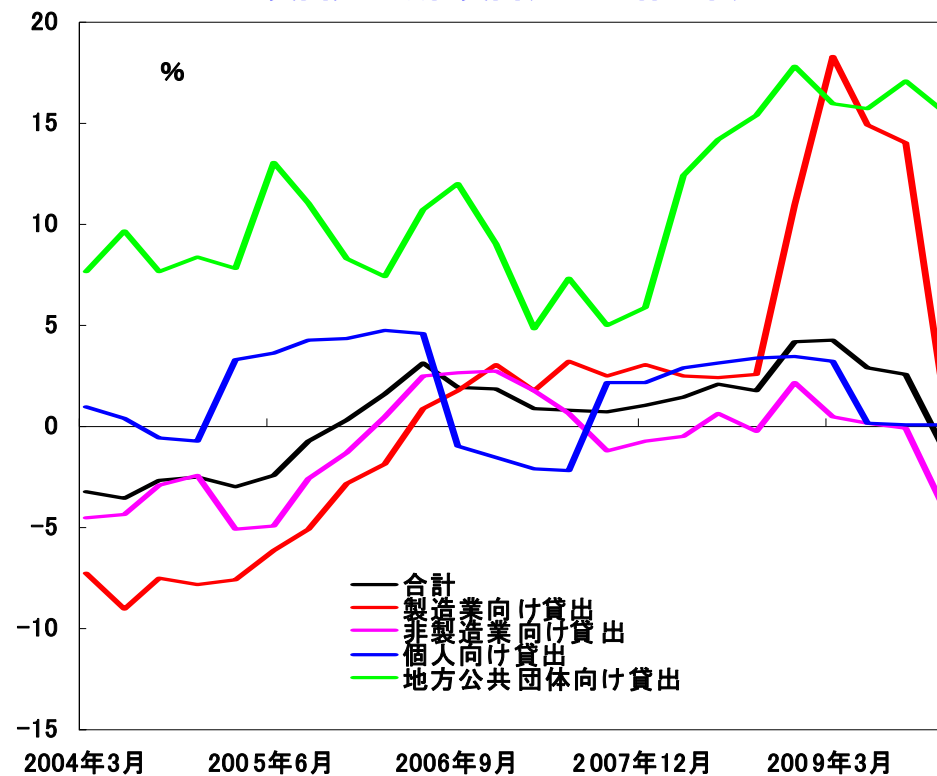
資料: 日本銀行

## ■ 銀行貸出(日本)

銀行貸出(前年比伸び率)



貸出先別銀行貸出(前年比伸び率)

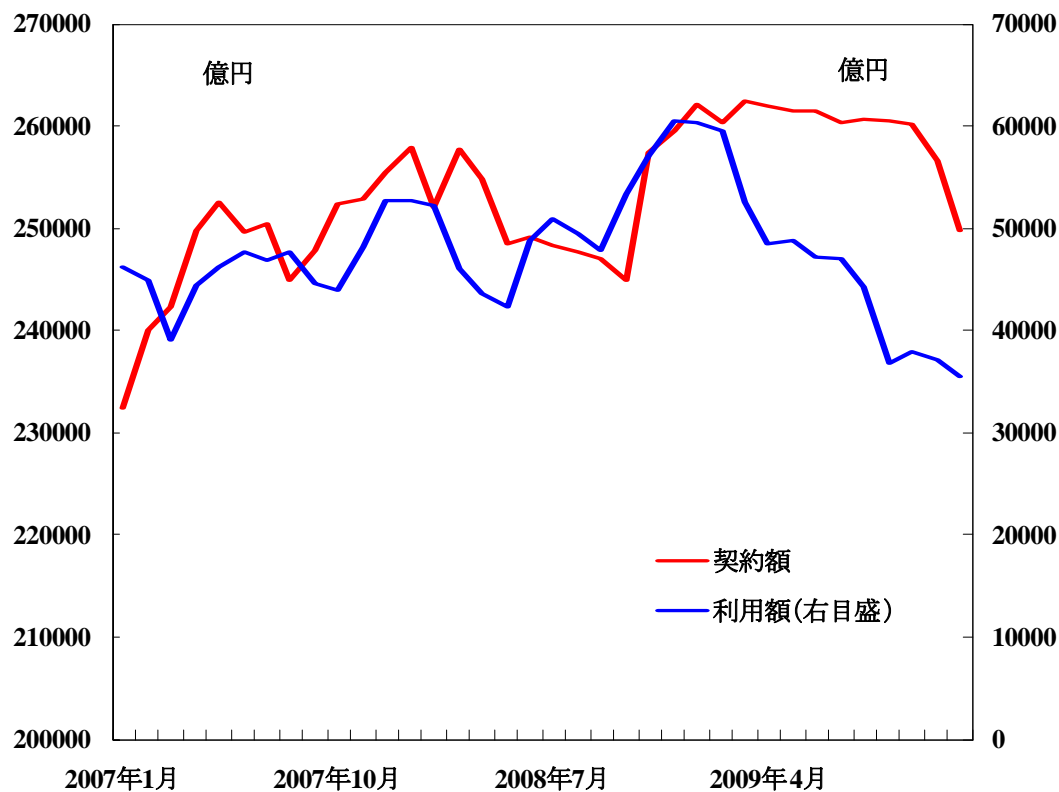


# 1. 先進国市場の概観

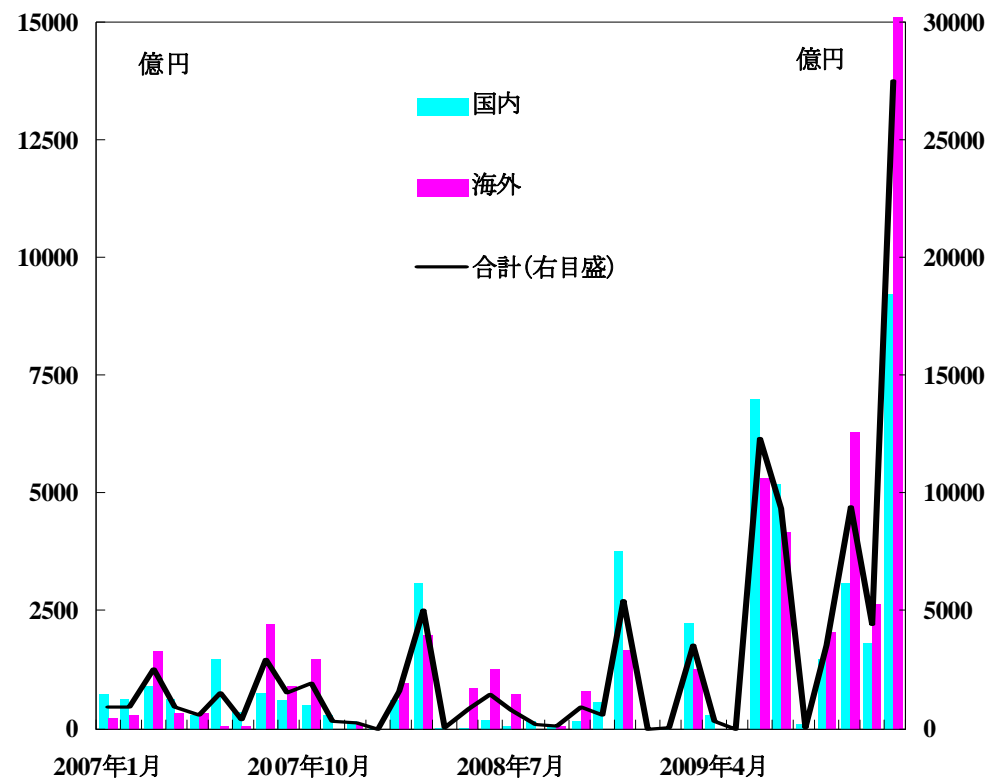
資料：日本銀行、日本証券業協会

## ■ 銀行貸出(日本)

コミットメントライン(契約額と利用額)



(参考) エクイティファイナンス

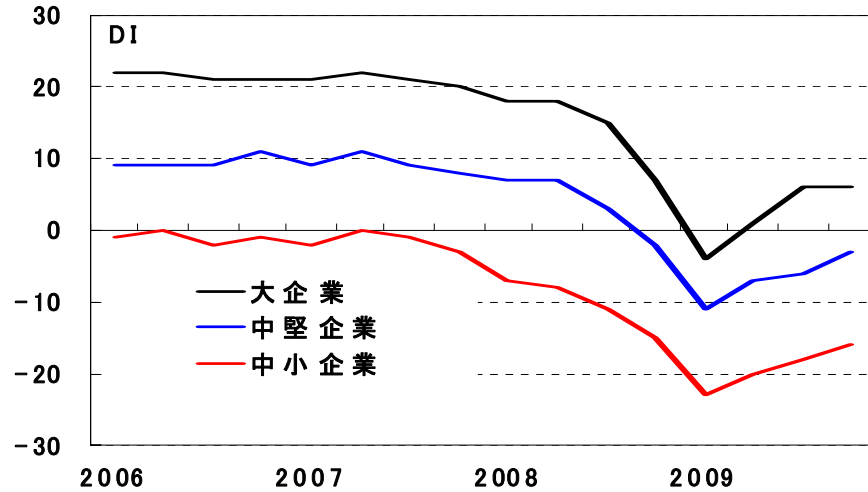


# 1. 先進国市場の概観

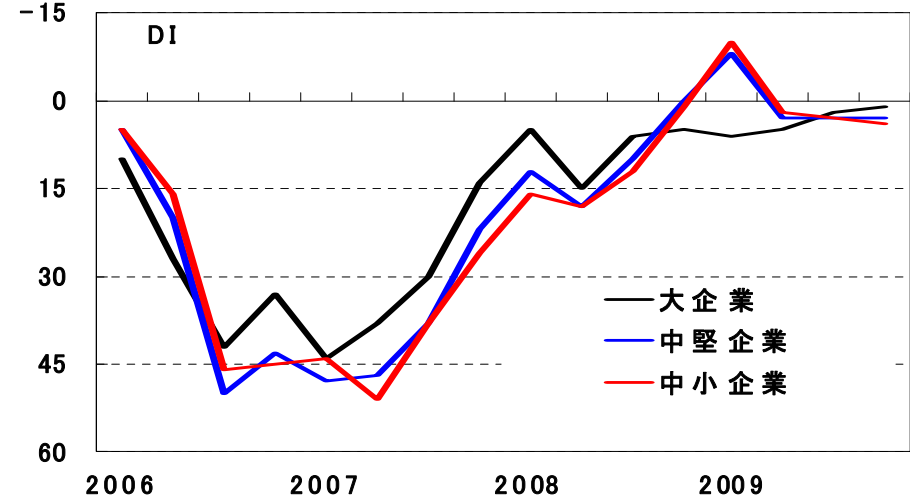
資料: 日本銀行

## ■ 銀行貸出(日本)

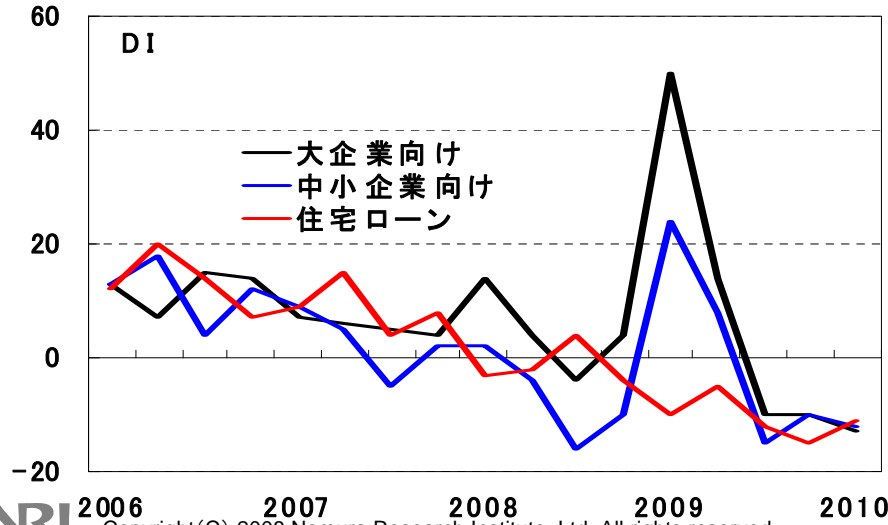
企業の資金繰り判断DI(「楽である」-「苦しい」・短観)



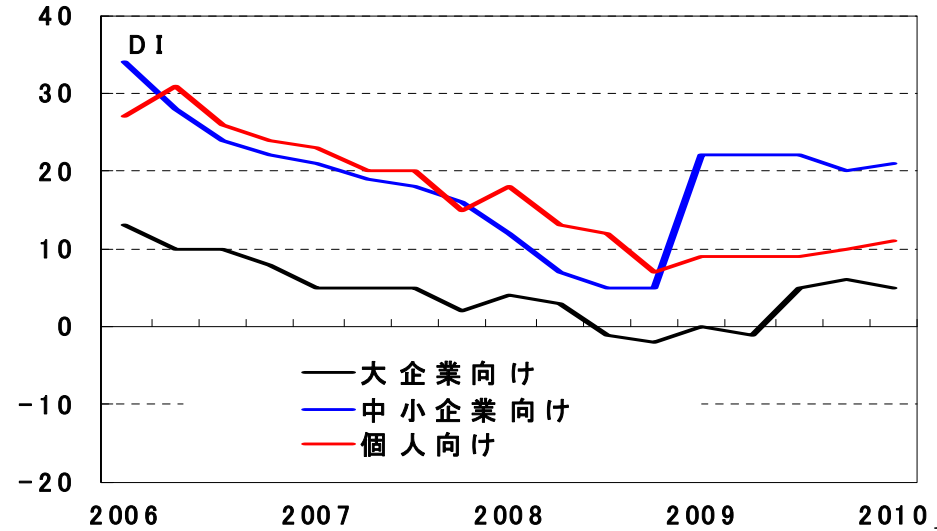
企業の借入れ金利判断DI(「上昇」-「低下」・短観)



資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



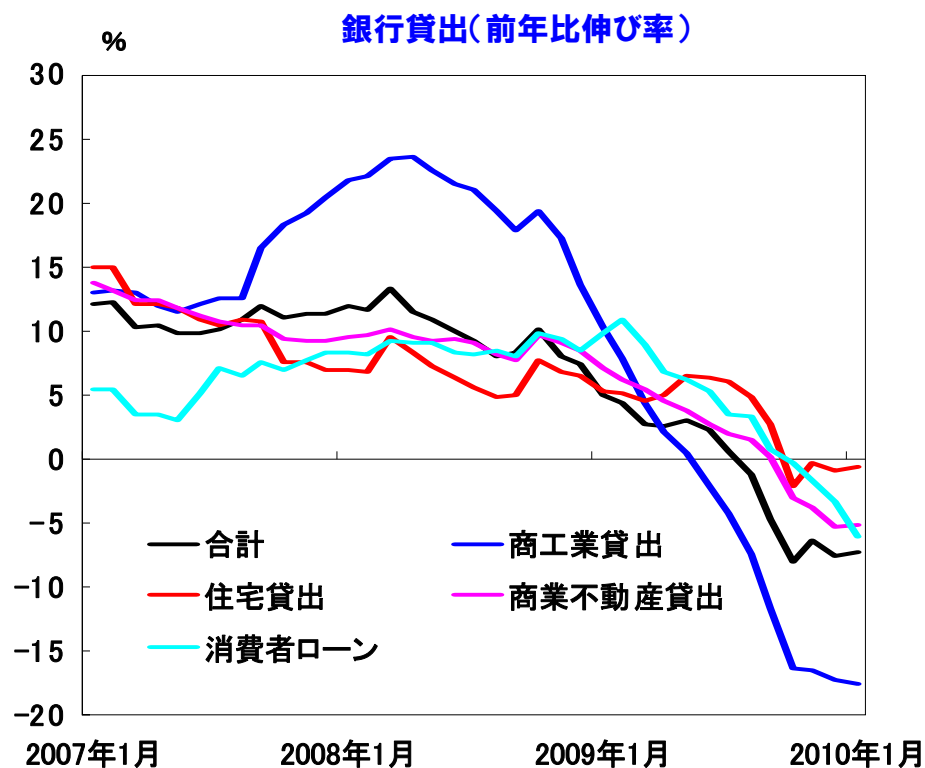
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



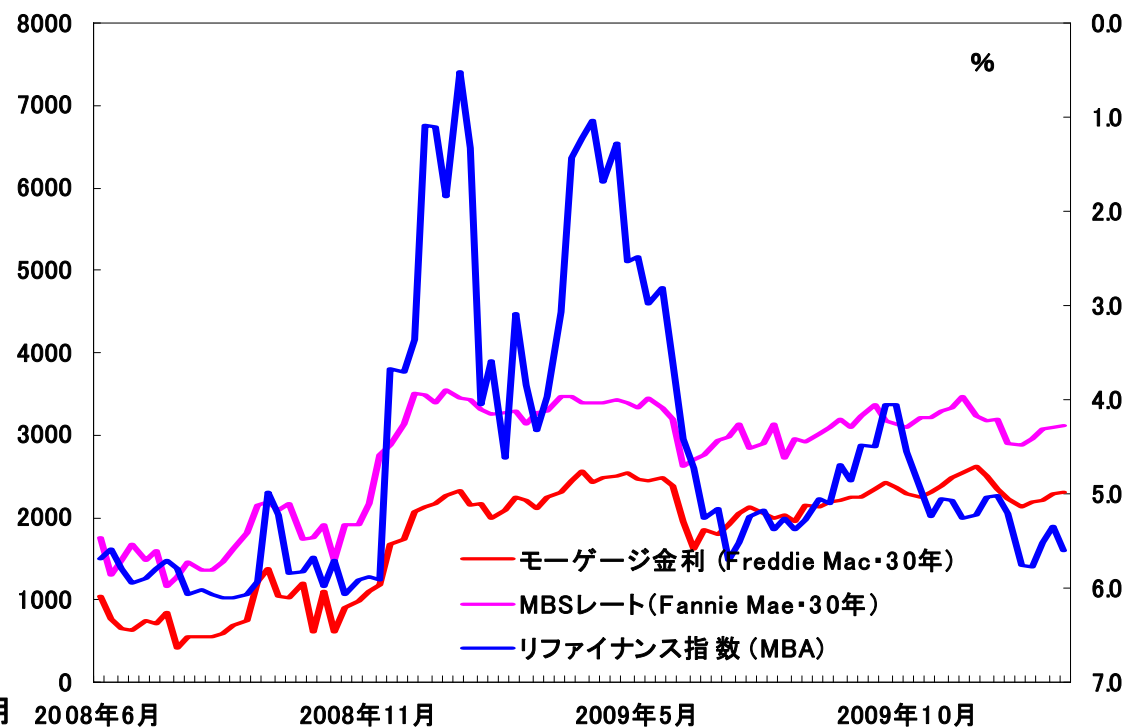
# 1. 先進国市場の概観

(資料) FRB, Freddie Mac, MBA, Thomson Reuters

## ■ 銀行貸出(米国)



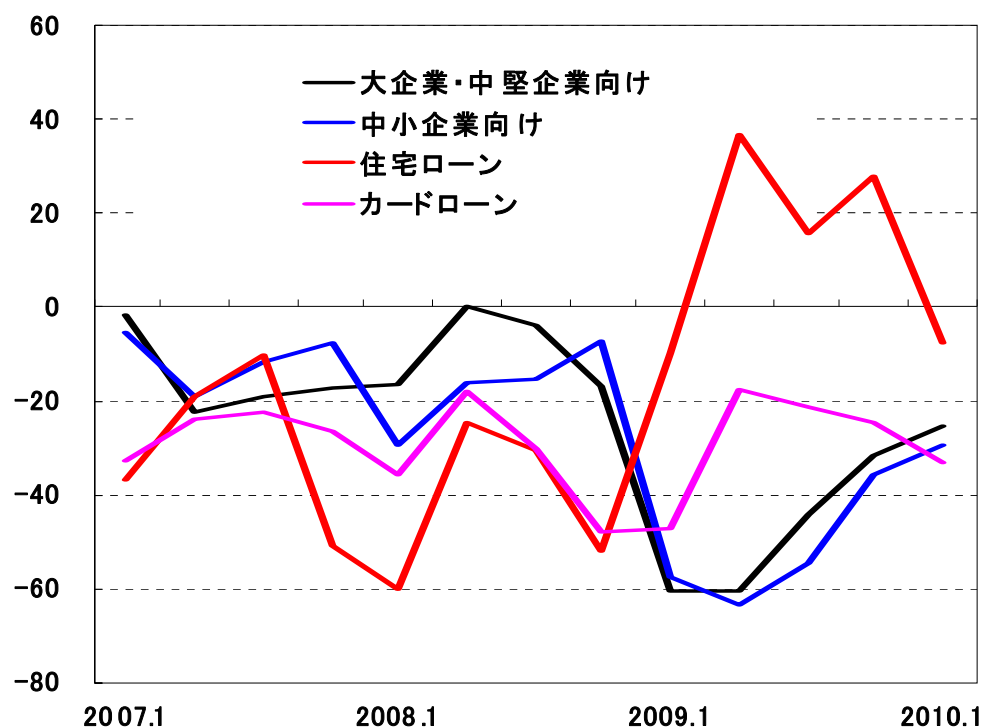
## モーゲージ貸出の金利と実行(金利は右軸・逆目盛)



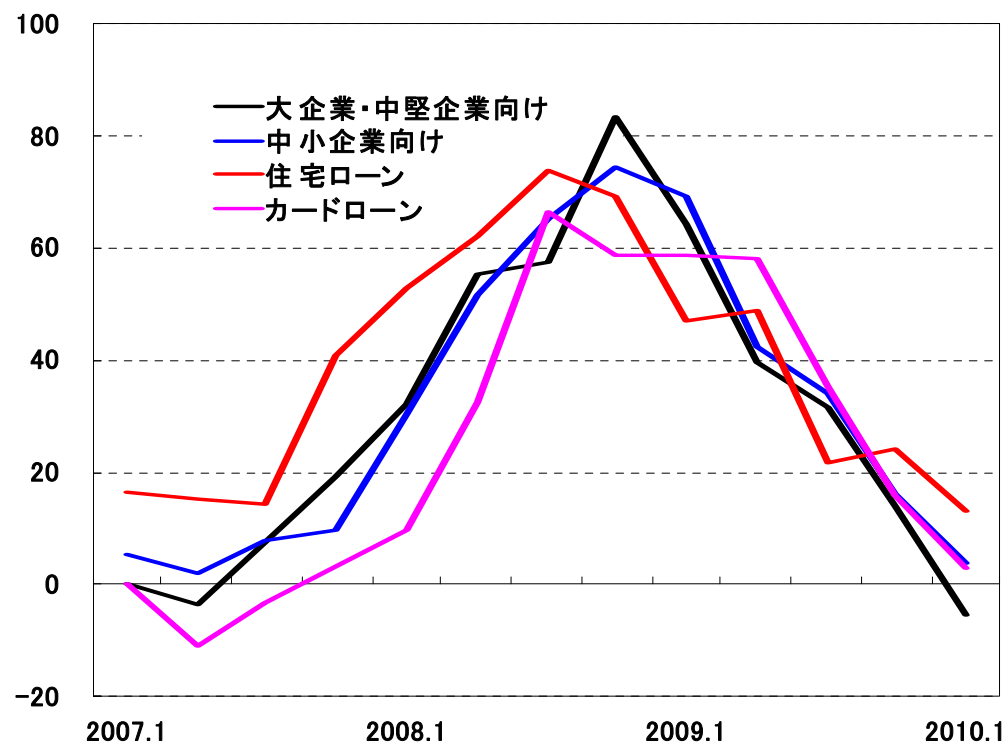
# 1. 先進国市場の概観 資料:FRB

## ■ 銀行貸出(米国)

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



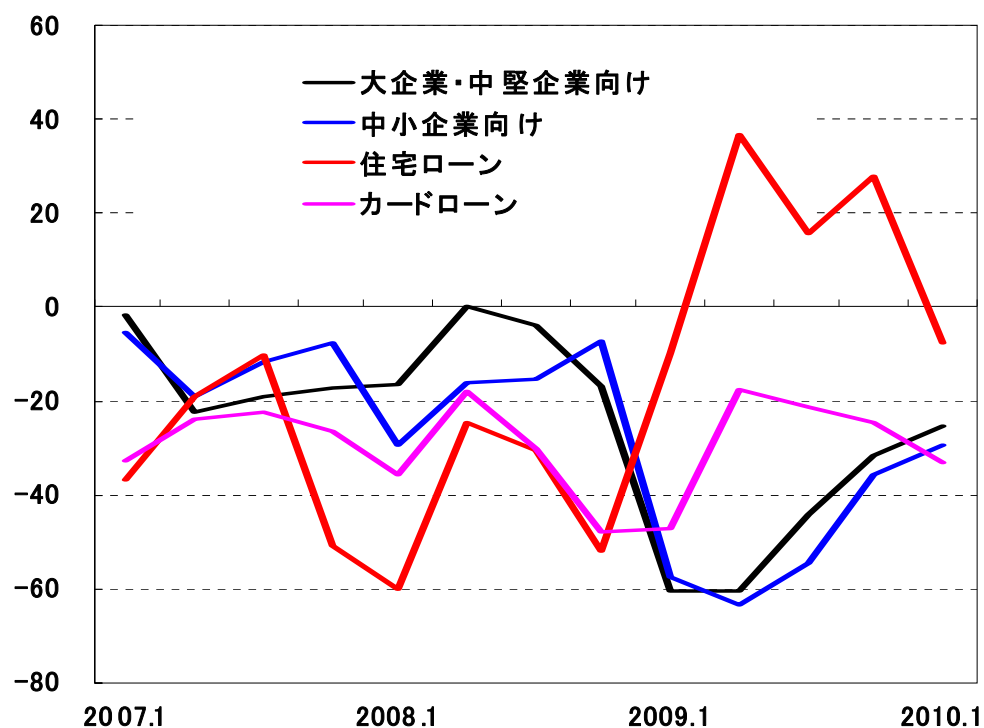
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



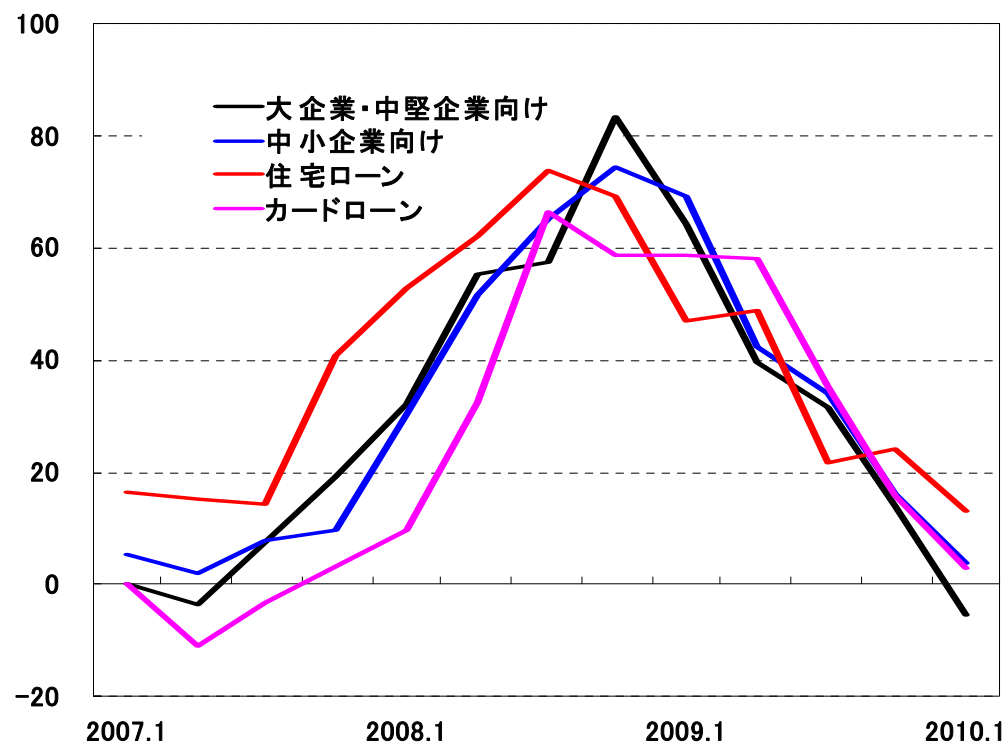
# 1. 先進国市場の概観 資料:FRB

## ■ 銀行貸出(米国)

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)

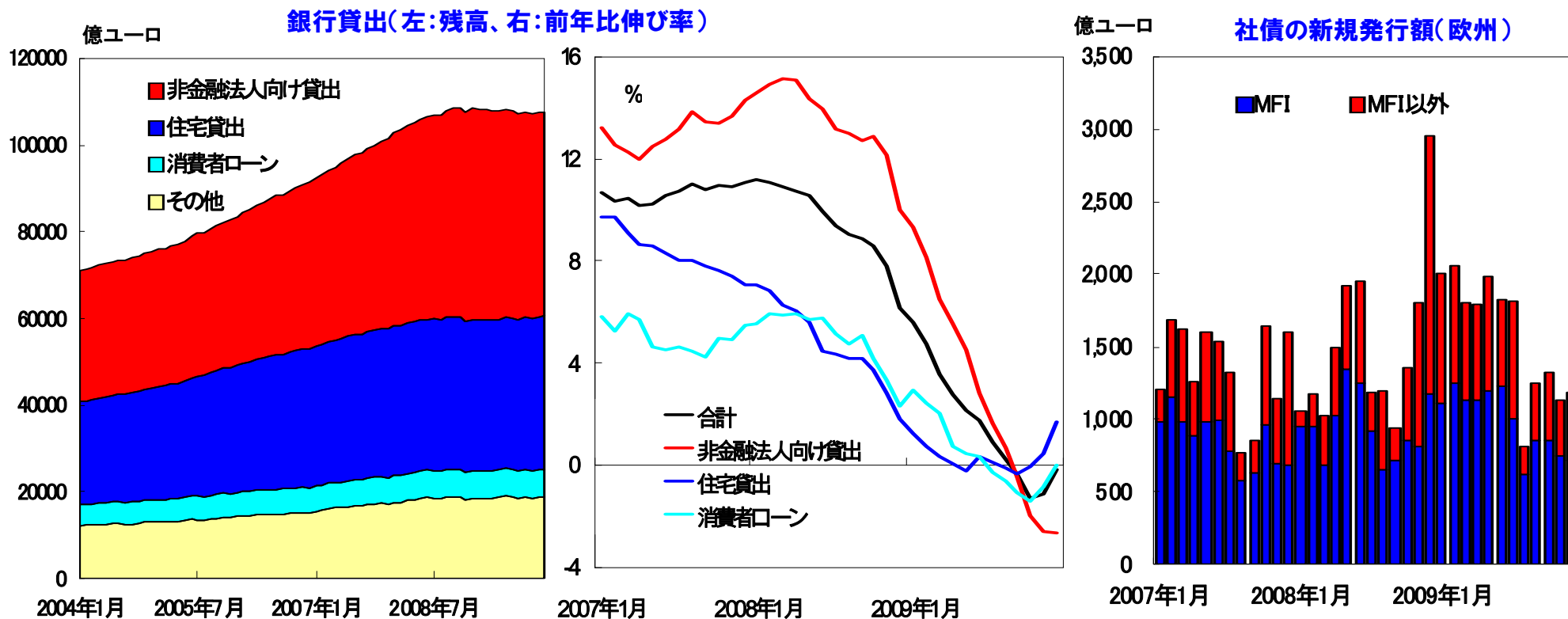


貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



# 1. 先進国市場の概観 資料:ECB

## ■ 銀行貸出(欧州)

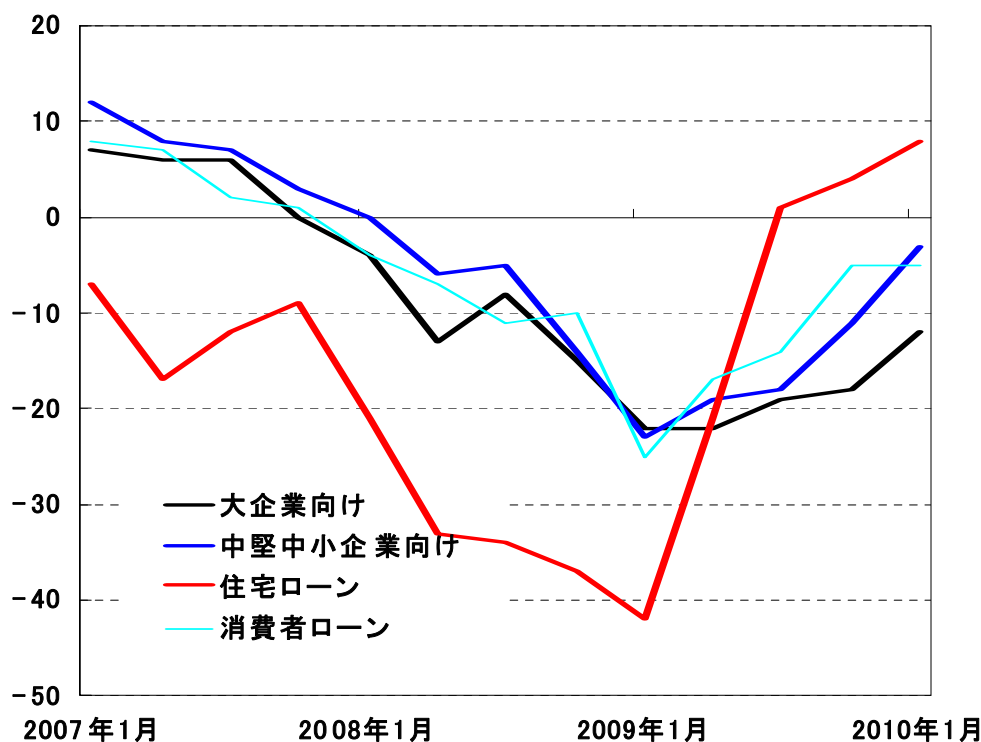




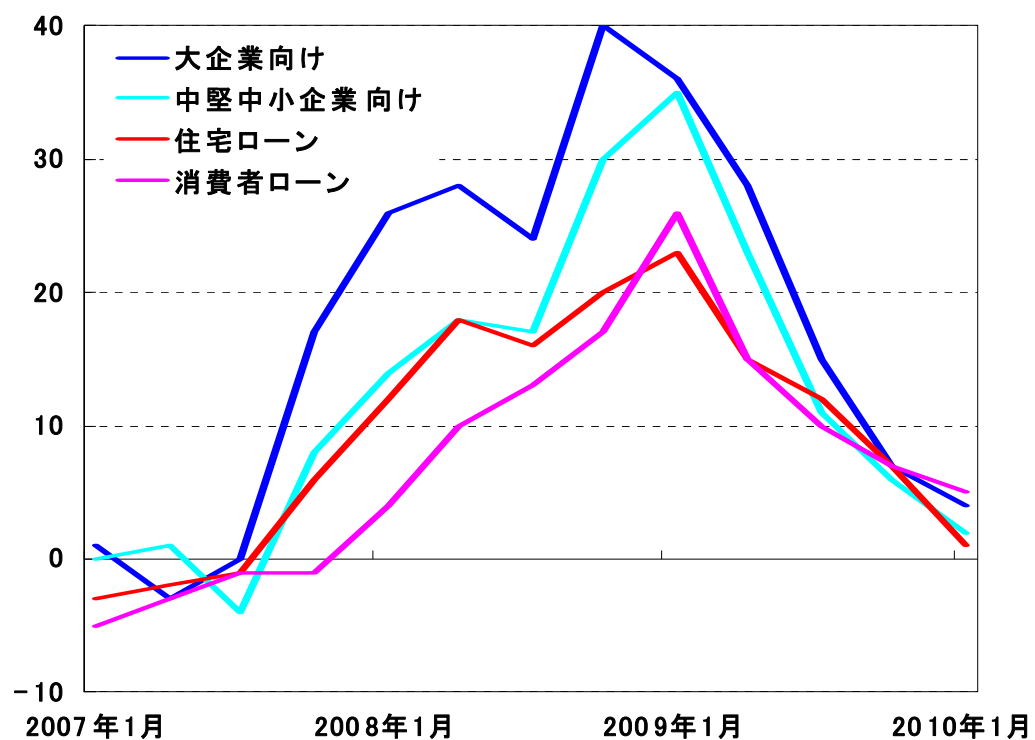
# 1. 先進国市場の概観 資料: ECB

## ■ 銀行貸出(欧州)

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



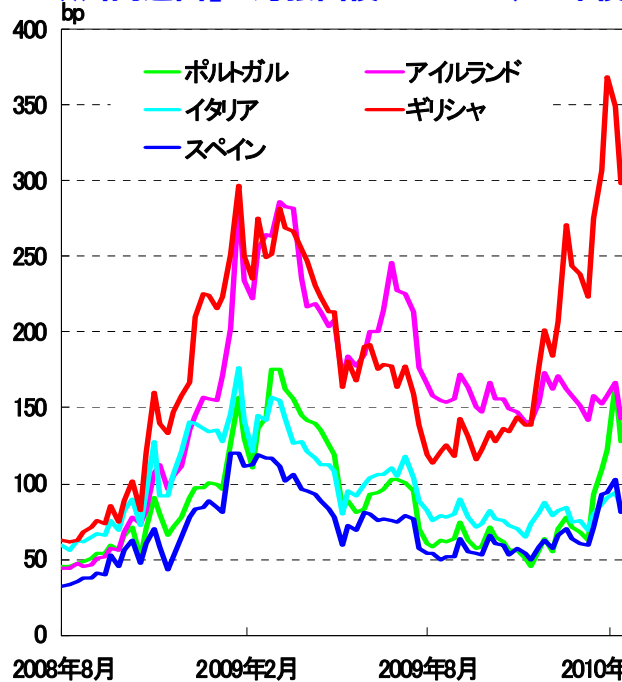
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



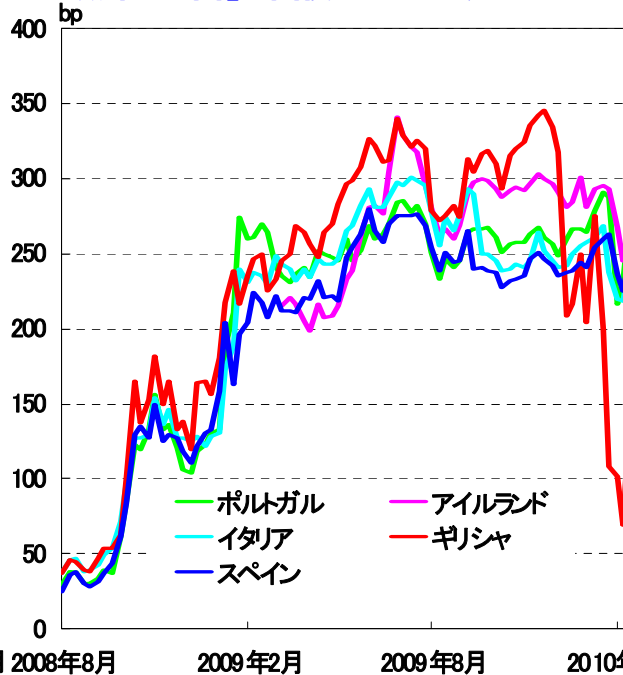
# 1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

## ■ 国債市場

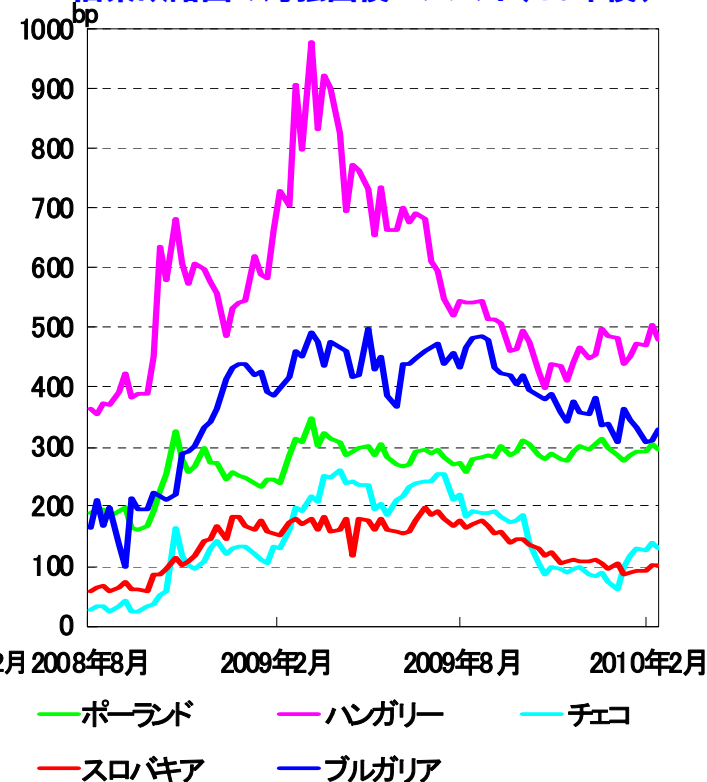
「欧州問題国」の対独国債スプレッド(10年債)



「欧州問題国」の国債スプレッド(10年-2年)



旧東欧諸国の対独国債スプレッド(10年債)

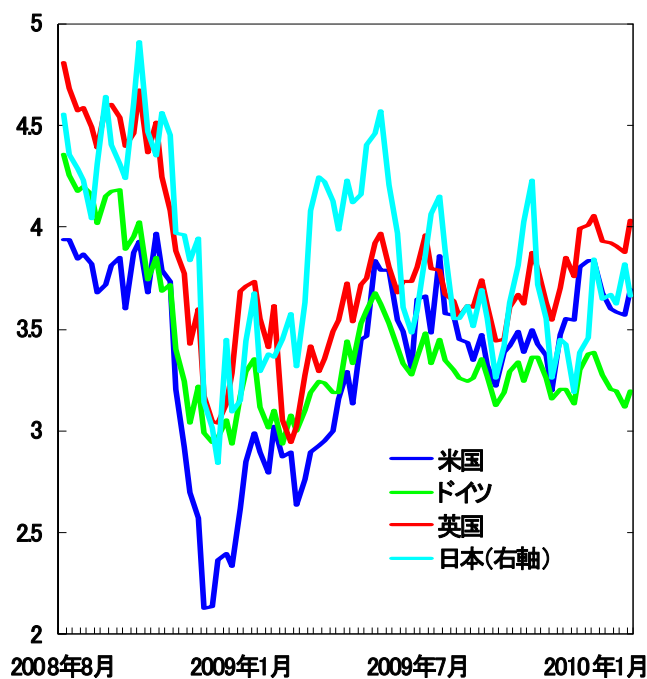


# 1. 先進国市場の概観

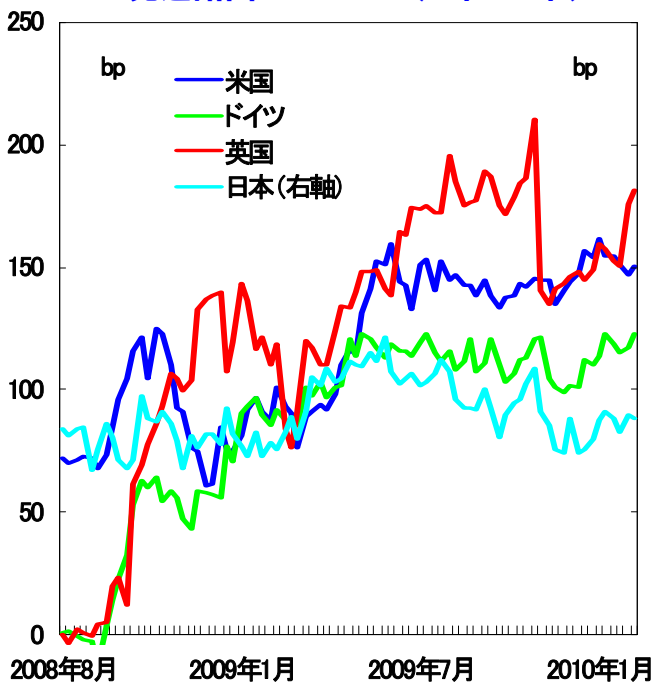
資料: Thomson Reuters

## ■ 国債市場

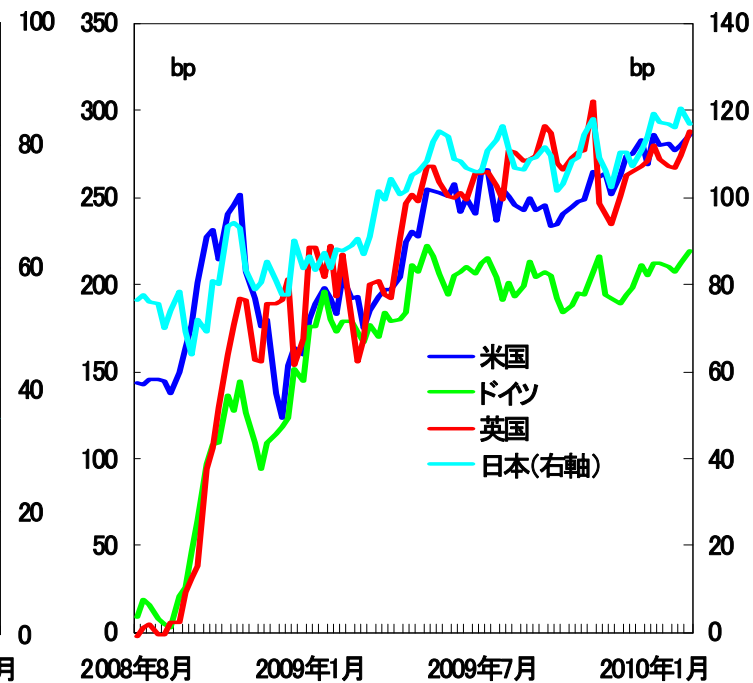
### 先進諸国の10年債レート(%)



### 先進諸国のスプレッド(5年-2年)



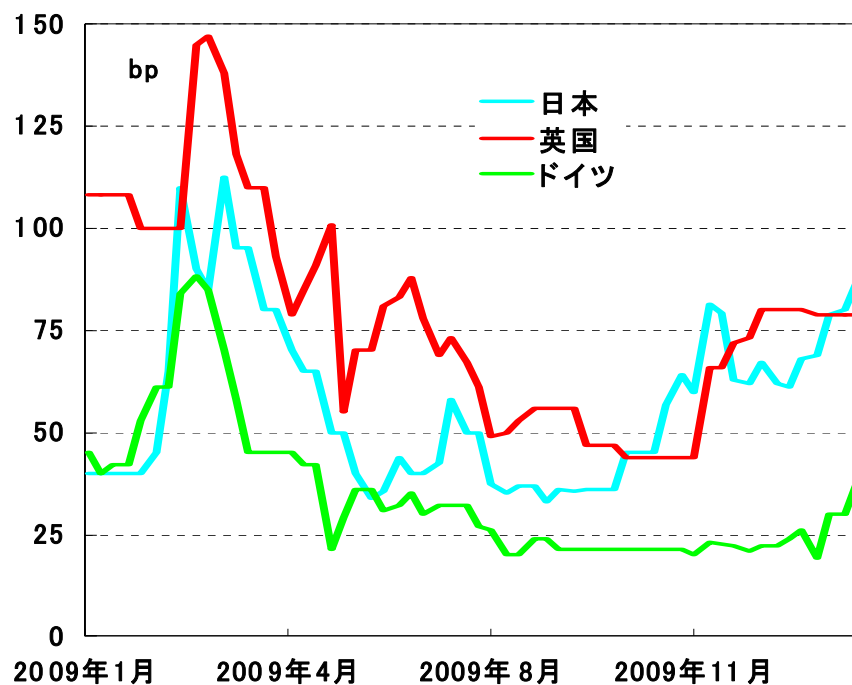
### 先進諸国のスプレッド(10年-2年)



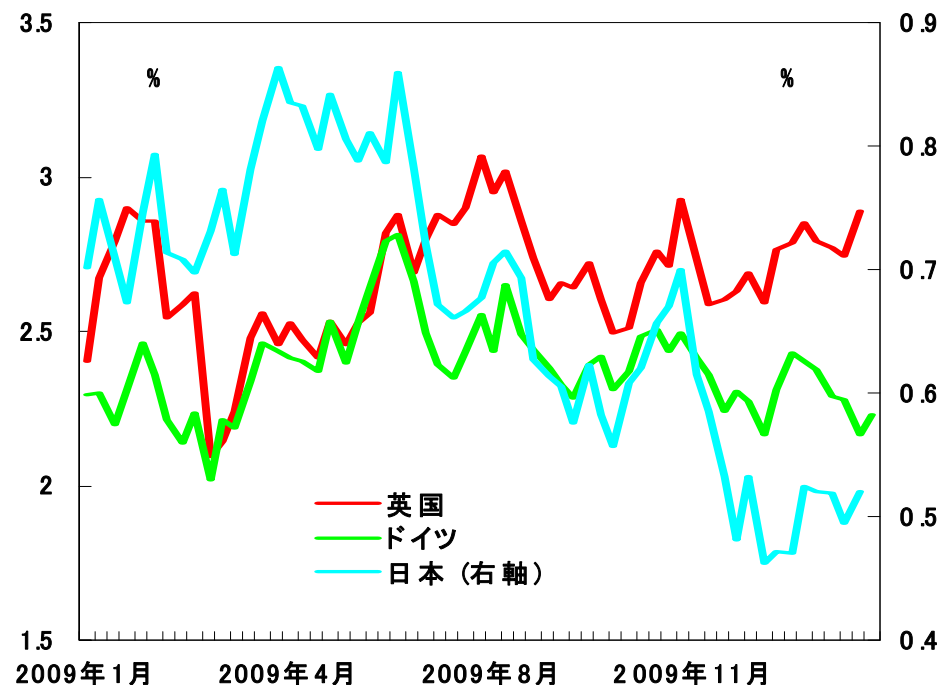
# 1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

## ■ 国債市場

国債CDSプレミアム(5年・米ドル建)

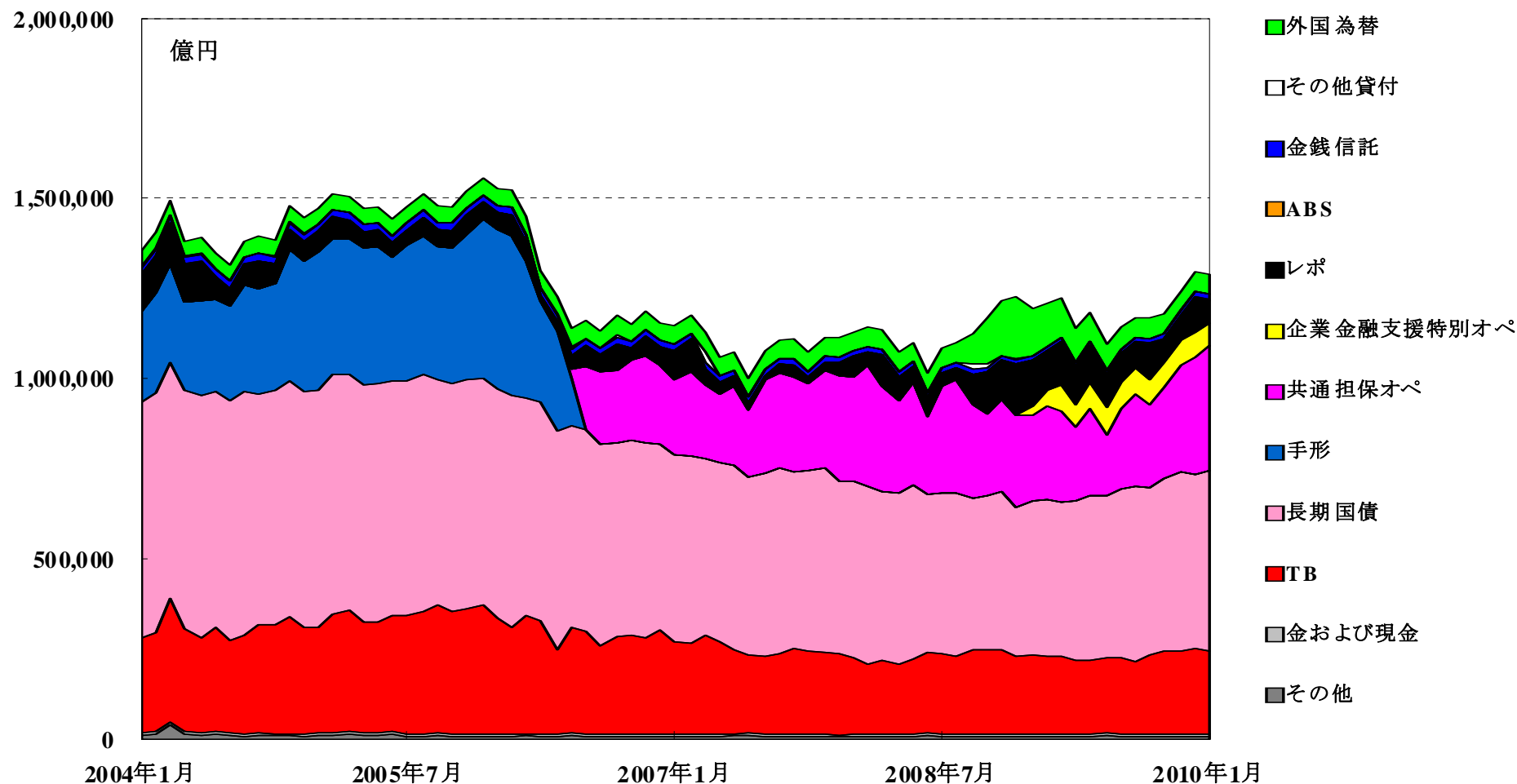


国債レート(5年債)



## 2. 金融政策運営の現状 資料: 日本銀行

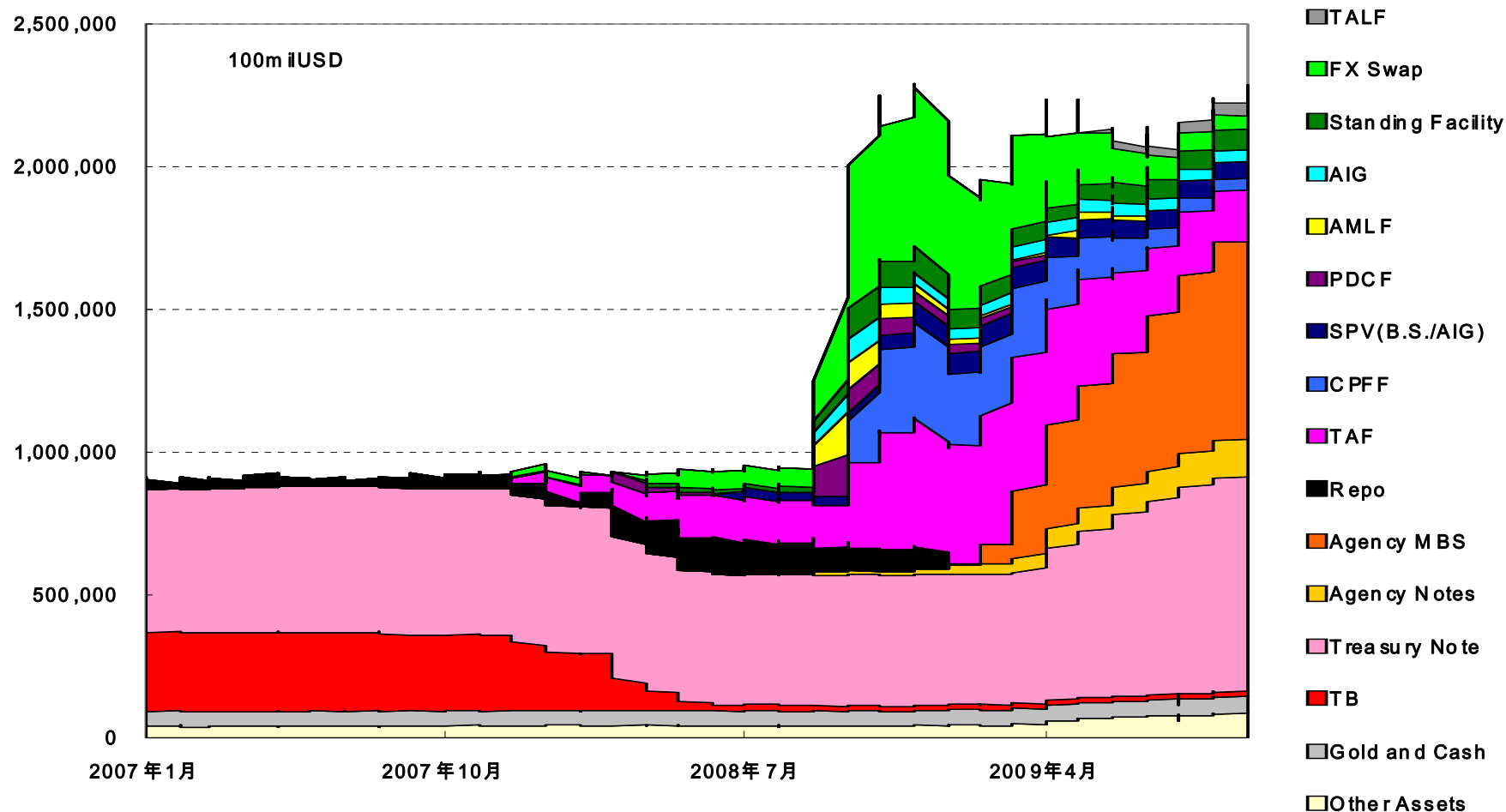
### ■ 中央銀行のバランスシート(日本)



## 2. 金融政策運営の現状

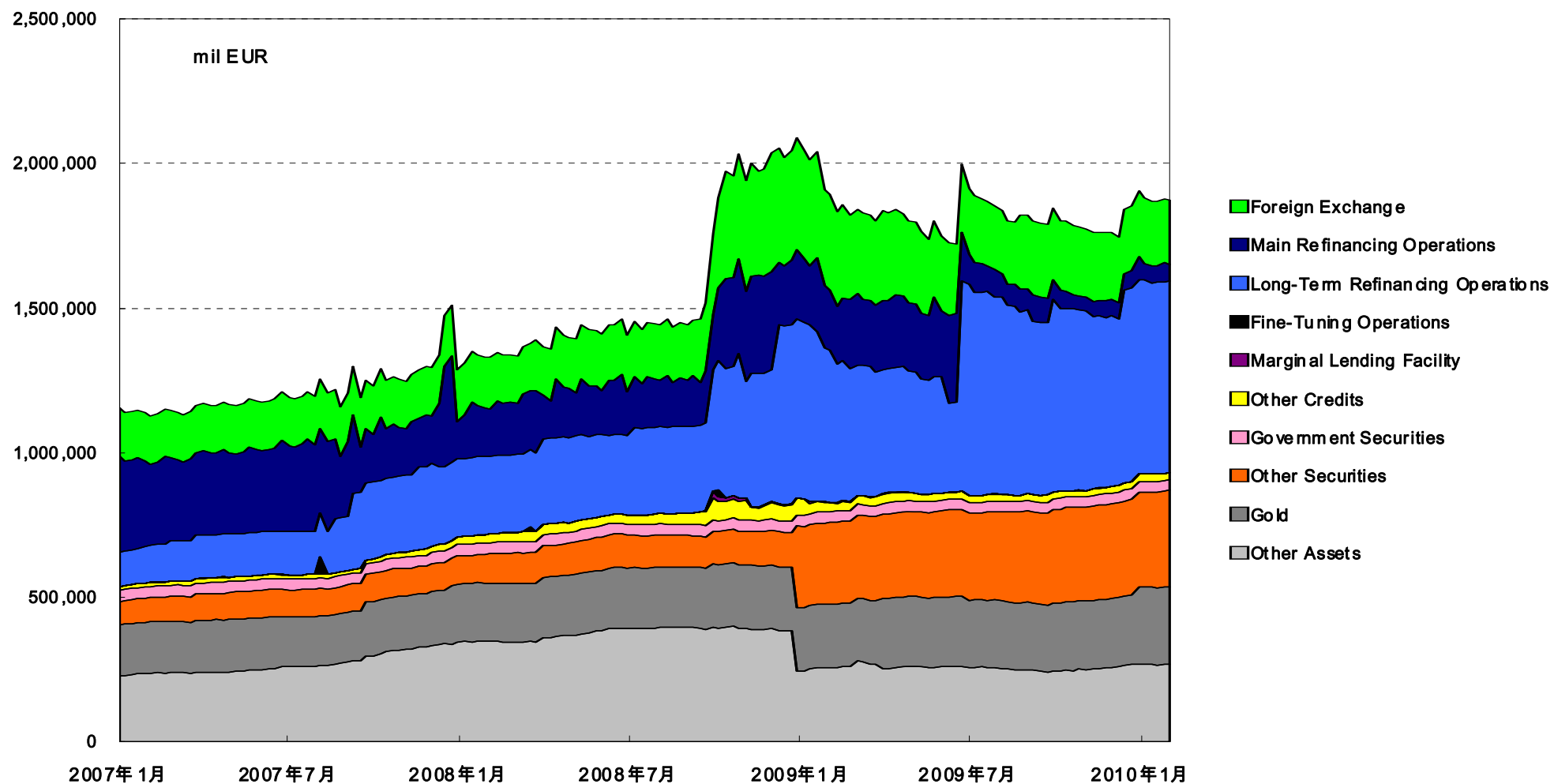
資料:FRB

### ■ 中央銀行のバランスシート(米国)



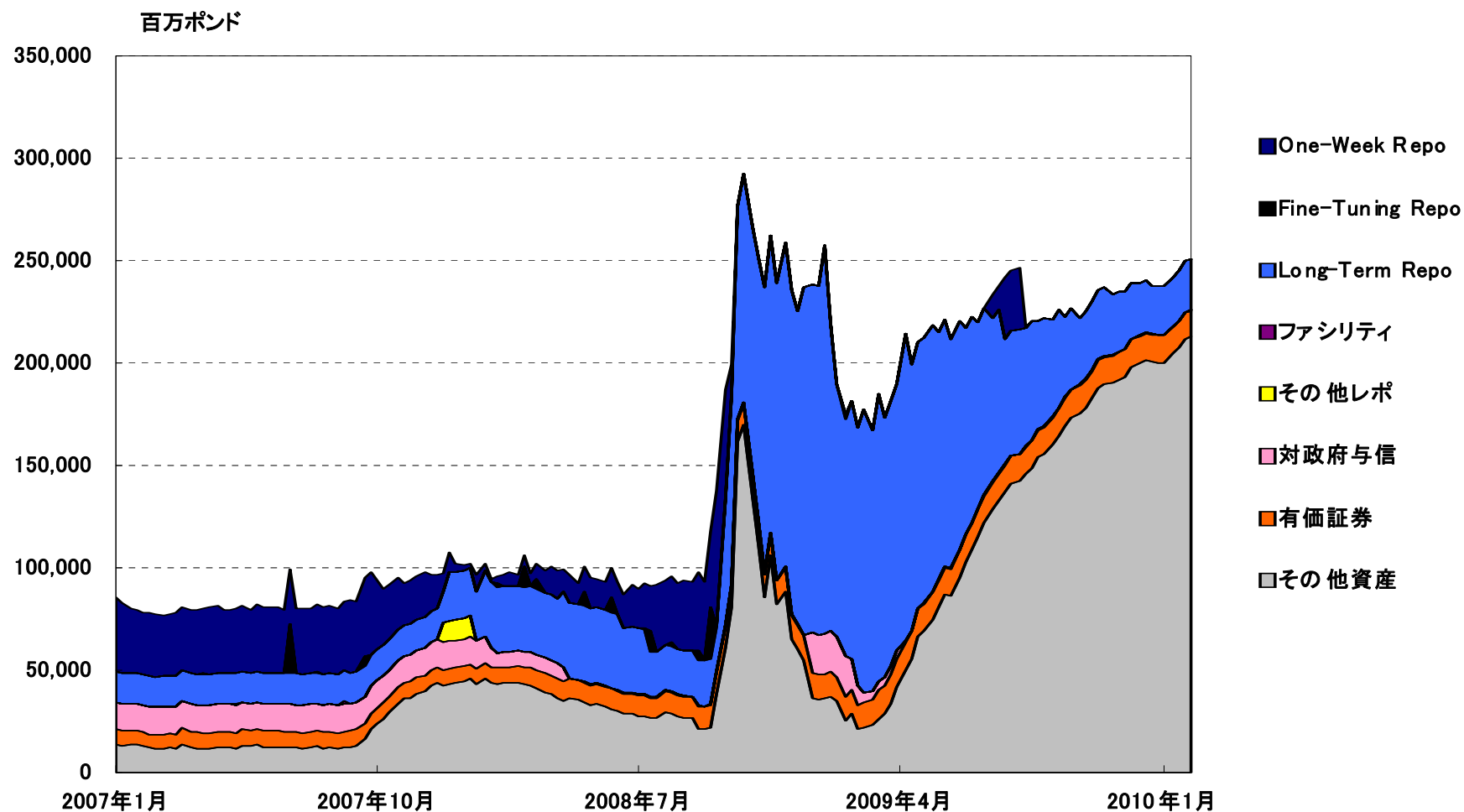
## 2. 金融政策運営の現状 資料: ECB

### ■ 中央銀行のバランスシート(欧州)



## 2. 金融政策運営の現状 資料:BOE

### ■ 中央銀行のバランスシート(英国)

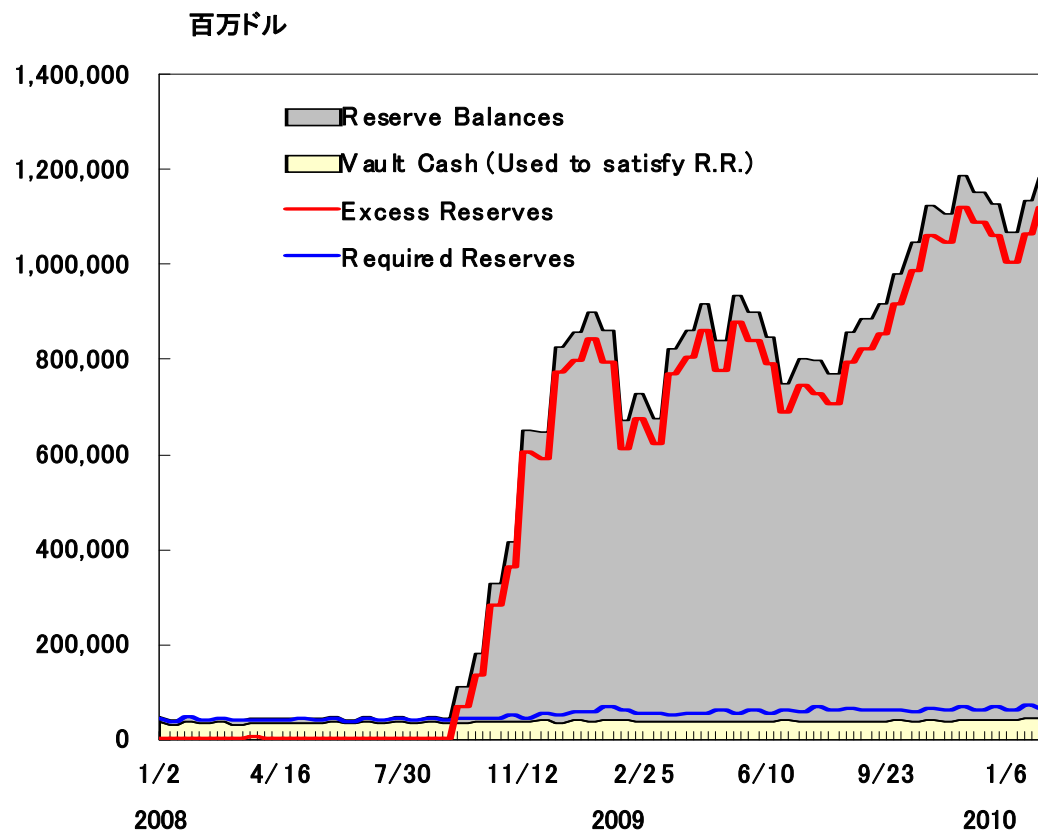
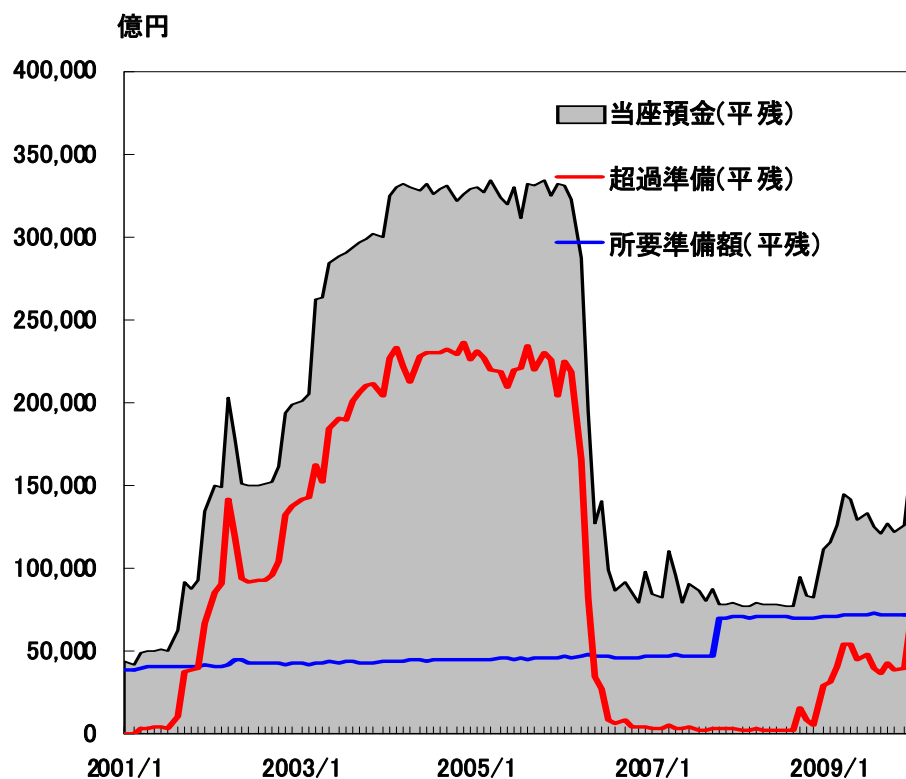




## 2. 金融政策運営の現状

資料：日本銀行、FRB

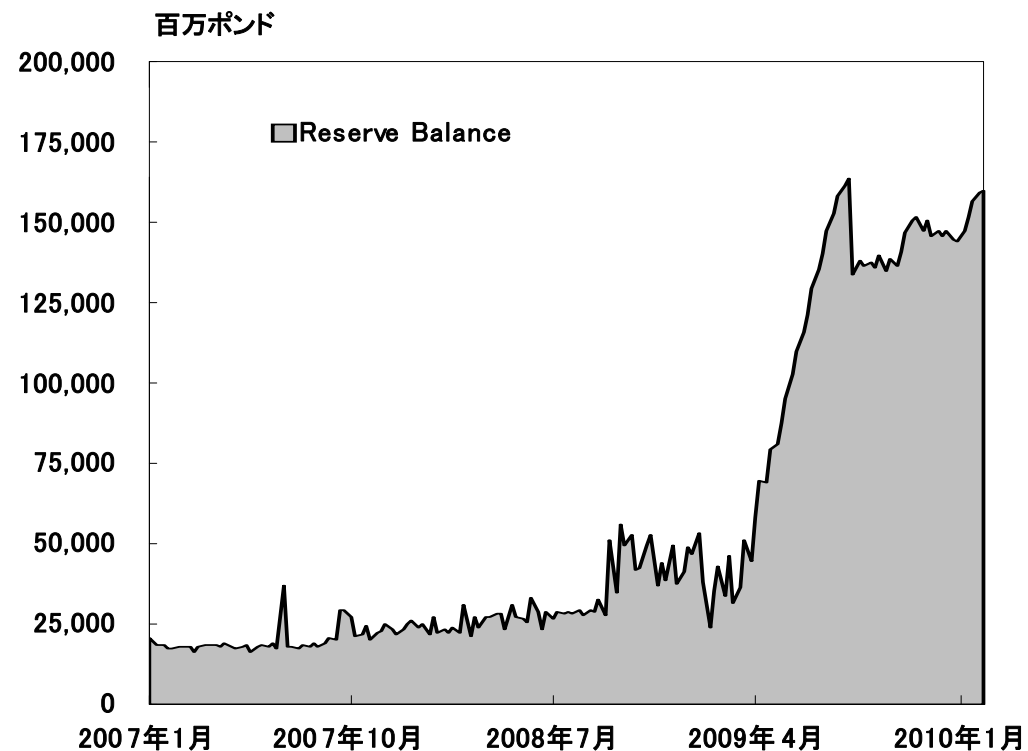
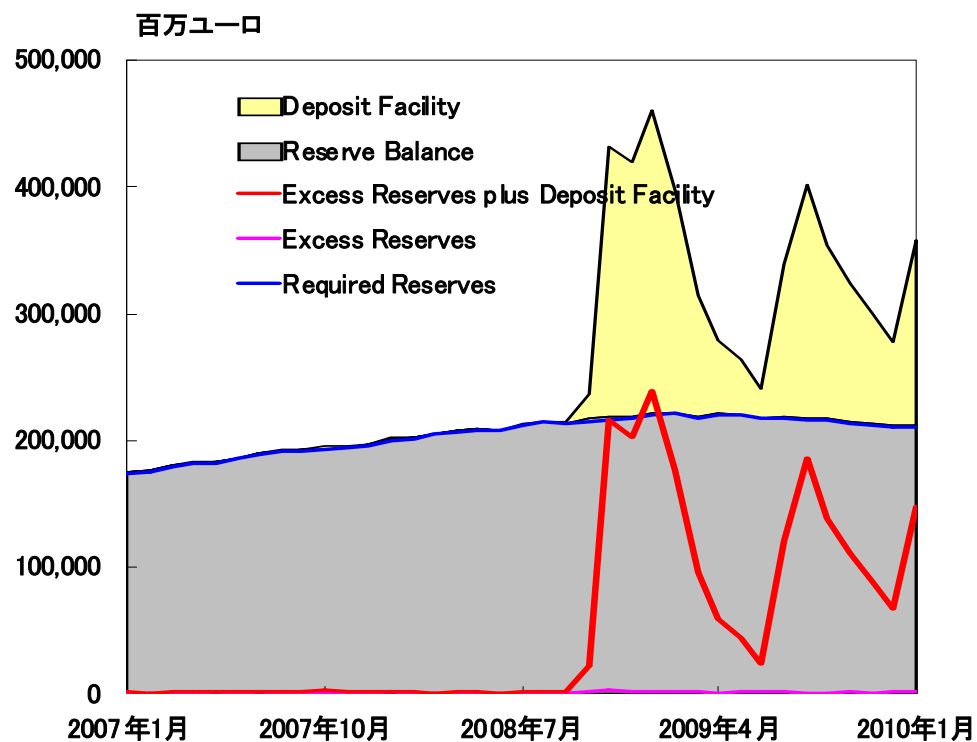
### ■ 超過準備(日米)



## 2. 金融政策運営の現状

資料: ECB, BOE

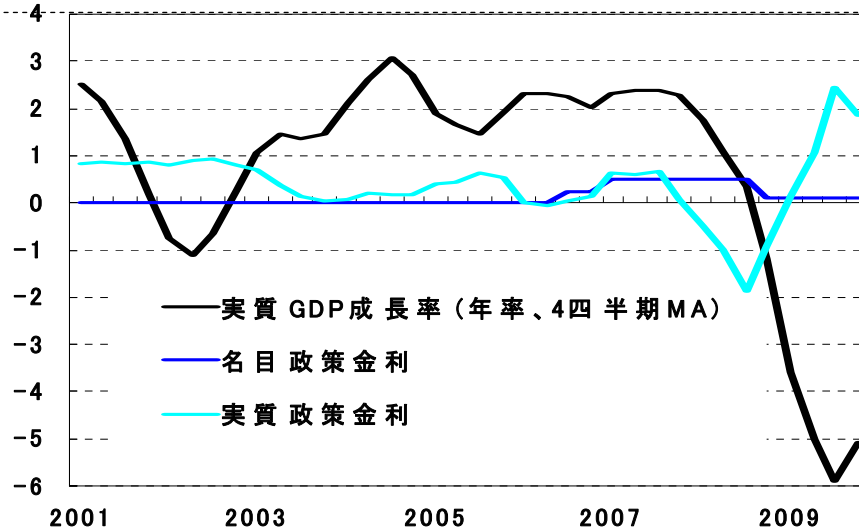
### ■ 超過準備(欧州)



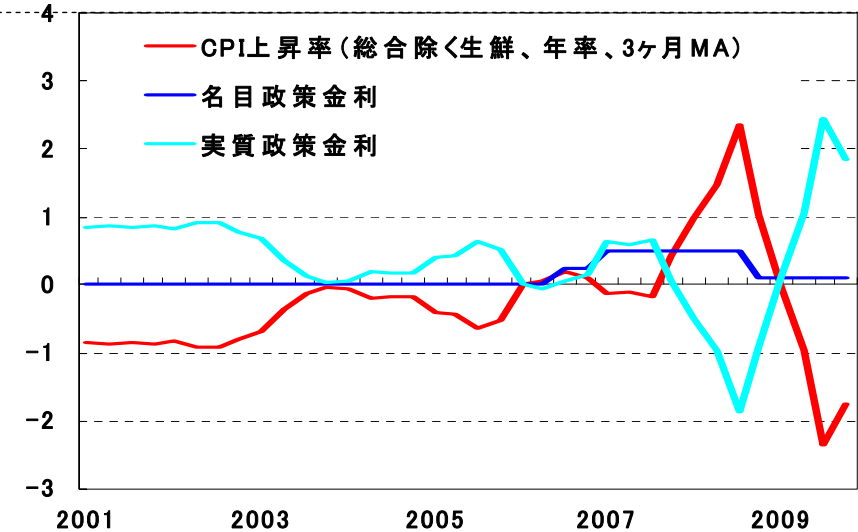
## 2. 金融政策運営の現状

### ■ 日本の金融環境

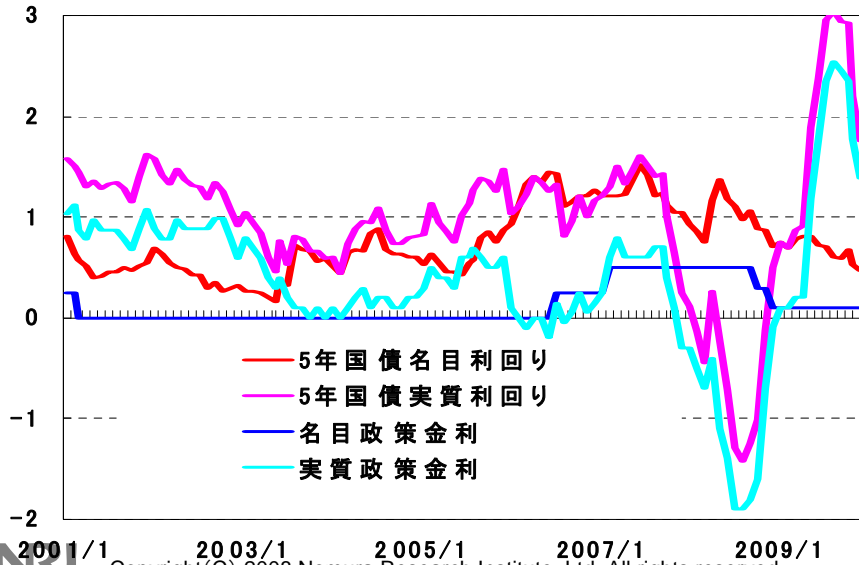
実質GDP成長率と政策金利(%)



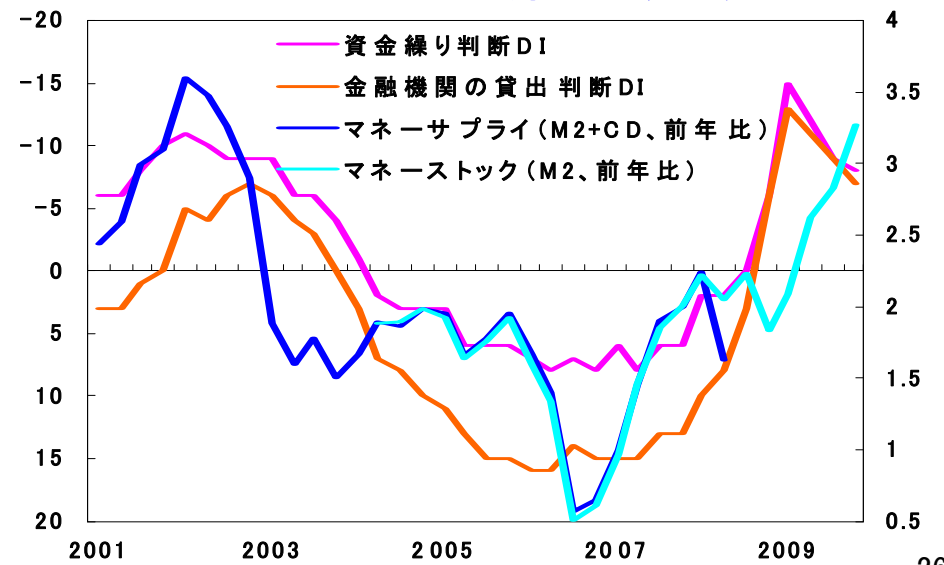
CPI上昇率と政策金利(%)



5年国債利回りと政策金利(%)



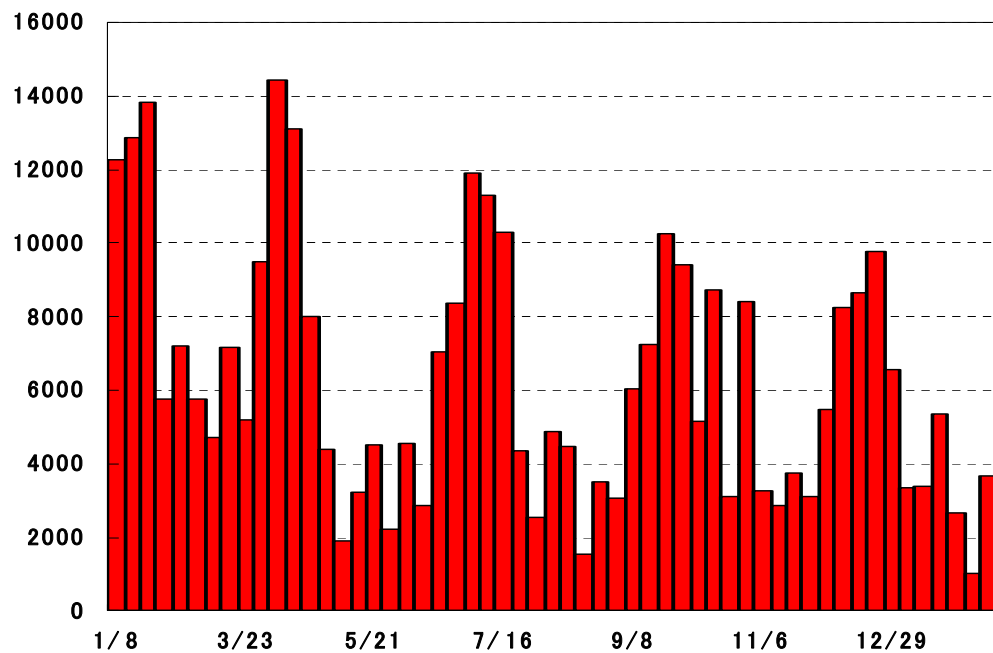
マネーサプライと流動性リスク(DI,%)



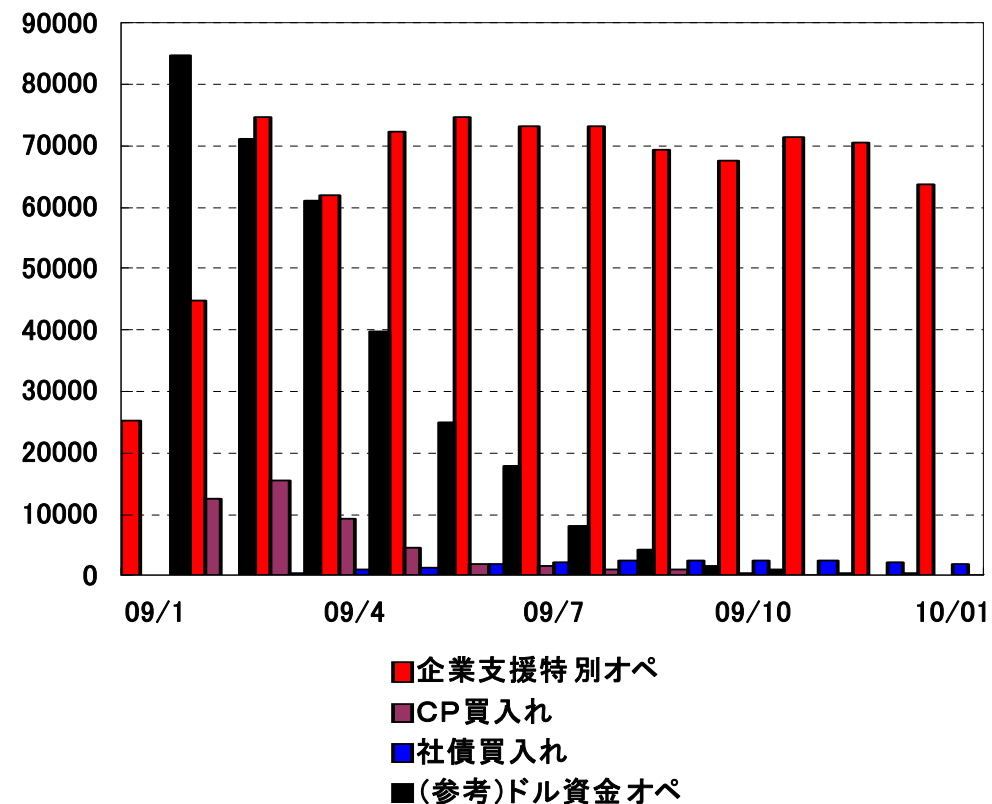
## 2. 金融政策運営の現状 資料:日本銀行

### ■ 日本銀行による資金供給の現状

企業金融支援特別オペの実績(億円)



オペ残高の推移(億円)



## 2. 金融政策運営の現状 資料：日本銀行

### ■ 信用緩和の解除(日本)

名称	開始時期	取引相手	レート	買入対象資産 または適格担保	ターム	金額	解除
CP買入	2009年1月	(共通担保オペ先と同じ)	入札(下限あり)	(CP現先オペと同じ: a-1格以上、既発のみ)	3ヶ月以内	上限3兆円	予定通り、2009年12月で 停止(残高は残存)
社債買入	2009年3月	銀行、証券会社、証券金融会社、短資会社	入札(下限あり)	(共通担保オペの適格担保と同じ:A格以上)	残存期間 1年以内	上限1兆円	予定通り、2009年12月で 停止(残高は残存)
米ドル資金オペ	2008年3月	(共通担保オペ先と同じ)	(FRBのTAFの最低落札レート <固定>)	(共通担保オペの適格担保と同じ)	28日または84日	(上限は設けられていない)	予定通り、2010年1月で停止(残高も消滅) -FRBとのスワップ取極めも失効
企業金融支援特別オペ	2009年1月	(共通担保オペ先と同じ)	(与信期間を通じた平均政策金利)	社債、企業短期社債(海外発行分<保証付>を含む)、CP、貸出債権証書(いずれもBBB格以上)	3ヶ月以内	(上限は設けられていない)	2010年3月まで延長の上で停止の予定 -当初は、2009年12月で停止の予定

## 2. 金融政策運営の現状 資料: 日本銀行

### ■ 金融政策決定会合公表文（2010年1月26日）

- ・わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
- ・...在庫調整...や海外経済の改善...新興国経済の強まりなどを背景に輸出や生産は増加を続けている。設備投資は下げ止まりつつある
- ・...個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。
- ・...金融環境をみると、厳しさを残しつつも、改善の動きが続いている。
- ・...消費者物価(除く生鮮)は、経済全体の需給緩和から下落が続いているが、石油製品価格変動の影響が薄れてきたことなどから、下落幅は縮小している。
- ・...2010年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。その後は、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくる...中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移する...もと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価(除く生鮮の前年比下落幅は縮小していく

### ■ 経済・物価の見通しの見直し(2010年1月)

- ・...成長率は、概ね見通しに沿って推移する
- ・...物価については、国内企業物価・消費者物価(除く生鮮)とも、原油価格高の影響などから、見通しに比べてやや上振れて推移する

(政策委員の見通し)

	実質GDP (成長率・年率)	企業物価指数 (前年比)	CPI(除く生鮮) (前年比)
2009年度	-2.5%~-2.5%	-5.3%~-5.2%	-1.5%~-1.5%
2010年度	+1.2%~+1.4%	-0.5%~-0.4%	-0.6%~-0.5%
2011年度	+1.7%~+2.4%	-0.5%~-0.0%	-0.3%~-0.1%

## 2. 金融政策運営の現状 資料:FRB

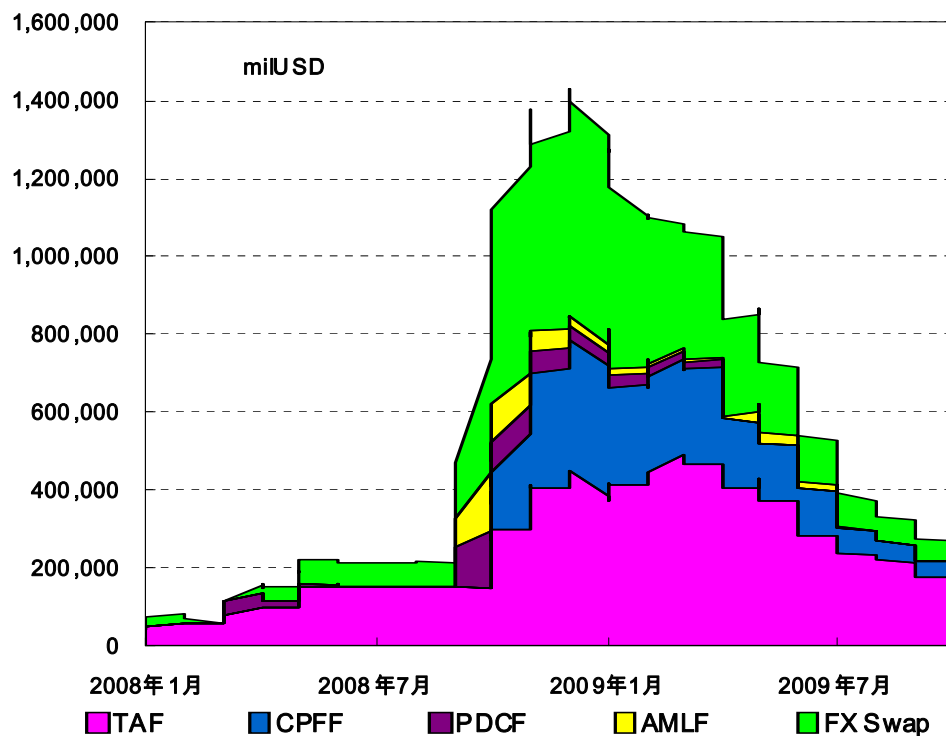
### ■ 信用緩和の解除(米国)

名称	開始時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模	解除
Money Market Investor Funding Facility (MMiFF)	2008年11月	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CPは残存7日以上、90日以内)	5400億ドル-上限額 (6000億ドル)の90%	予定通り2009年10月で停止(残高も消滅)
Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	2008年3月	プライマリー・ディーラーに資金を貸出	プライマリー・ディーラー	Discount Rate (Primary Creditに適用)と同じ	(tri-partyレポとほぼ同じ)	0/N	(上限は設けられていない)	予定通り2010年2月で停止(残高も消滅)
Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)	2008年9月	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)	予定通り2010年2月で停止(残高も消滅)
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	2008年10月	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)	予定通り2010年2月で停止(残高も消滅)
Term Securities Lending Facility (TSLF)	2008年3月	プライマリー・ディーラーに証券を貸出(レポ担保を想定)	プライマリー・ディーラー	入札による	(担保は、米国債、Agency債、Agency MBS、社債、地方債、MBS、ABS(BBB格以上))	28日	(上限は設けられていない)	予定通り2010年2月で停止(残高も消滅)
Central Bank Liquidity Swap	2007年12月	海外中央銀行による米ドルのターム物オペをファイナンス	海外中央銀行	TAFの最低落札レート	米ドルターム物資金	28日または84日	(上限を設けない例が多い)	予定通り2010年2月で停止(契約が失効)

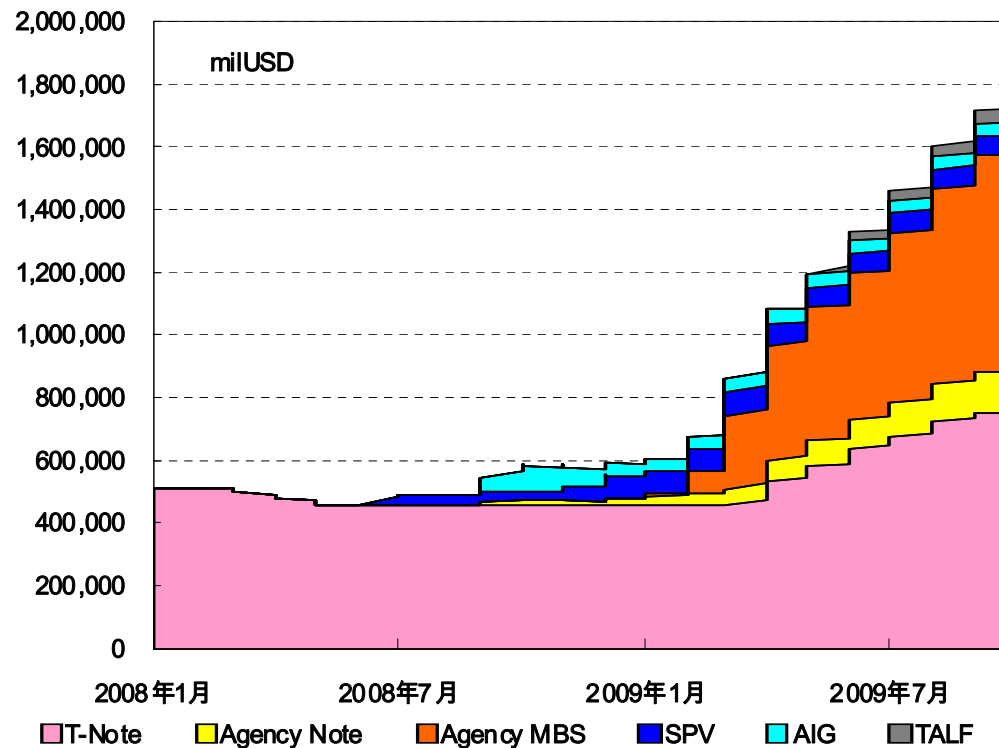
## 2. 金融政策運営の現状 資料:FRB

### ■ FRBによる資金供給のターム別動向

短期オペの残高(億ドル)



中長期資金供給の残高(億ドル)





## 2. 金融政策運営の現状 資料:FRB

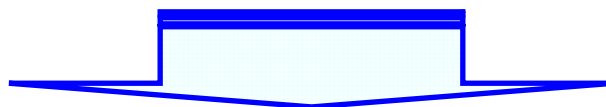
### ■ 残存している信用緩和策(米国)

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	解除予定
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	2009年3月	SPVによる法人からのABSおよびCMBSの買取りをファインダンス - ABSの裏付資産は、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	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)	裏付資産毎にFRBが決定 - 自動車ローンとクレジットカード債権(平均残存2年以上)と商業不動産は3Y Libor swap +100bp<固定金利>	3年 - 学生ローンABSとCMBSは最長5年(担保債権の平均残存期間は5年以内<学生ローンのみ7年以内>)	(同左)	1兆ドル	2010年3月 (CMBS<新発>は2010年6月)
Agency Mortgage Backed Securities Purchase	2009年1月	プライマリーディーラーからMBS(固定利付)を買取	プライマリーディーラー	(市場実勢による)	10年、15年、20年、30年および40年物 - 実際には、15年および30年物が殆ど	---	1.25兆ドル (別にAgency債買入れ2000億ドル)	2010年3月
Term Auction Facility (TAF)	2007年12月	預金金融機関に対するターム物資金供給	預金金融機関	入札による(最低落札レートあり)	(担保は、米国債、Agency債、外国国債、国際機関債、社債、地方債、ABS、Agency MBS等<BBB格以上>) - Discount Windowと同じ	28日または84日	(上限は設けられていない)	2010年3月

## 2. 金融政策運営の現状

### ■ 米国のMBS買入れ

- FRBは2月の議会証言において、買入れ上限額(Agency MBSが1.25兆ドル、Agency債が0.175兆ドル)を維持しながらも、買入れペースを順次減速させつつ、本年3月末で終了する方針を確認



#### フローの課題

- FRBによる買入れが、モーゲージ貸出の金利面でも資金面でも不可欠となった状況で、円滑に終了できるのか
  - ーモーゲージ金融が大きな打撃を受けた場合、景気回復にも深刻な影響を及ぼすのではないか

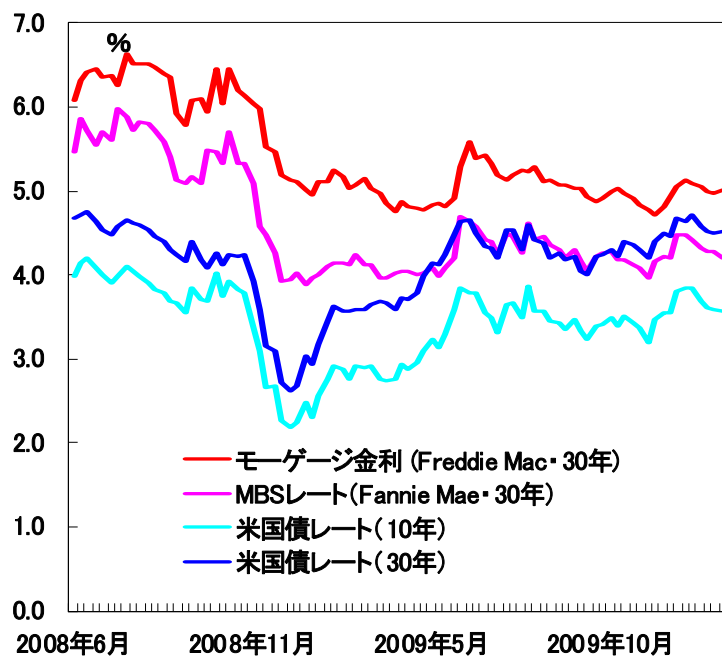
#### ストックの課題

- 買入れたMBSをどうするか
  - ー当面は市場売却が難しいとすると、別の手段による超過準備の吸収を行うことが必要
  - ーまた、FRBが保有している間は、MBSのリスク管理も課題

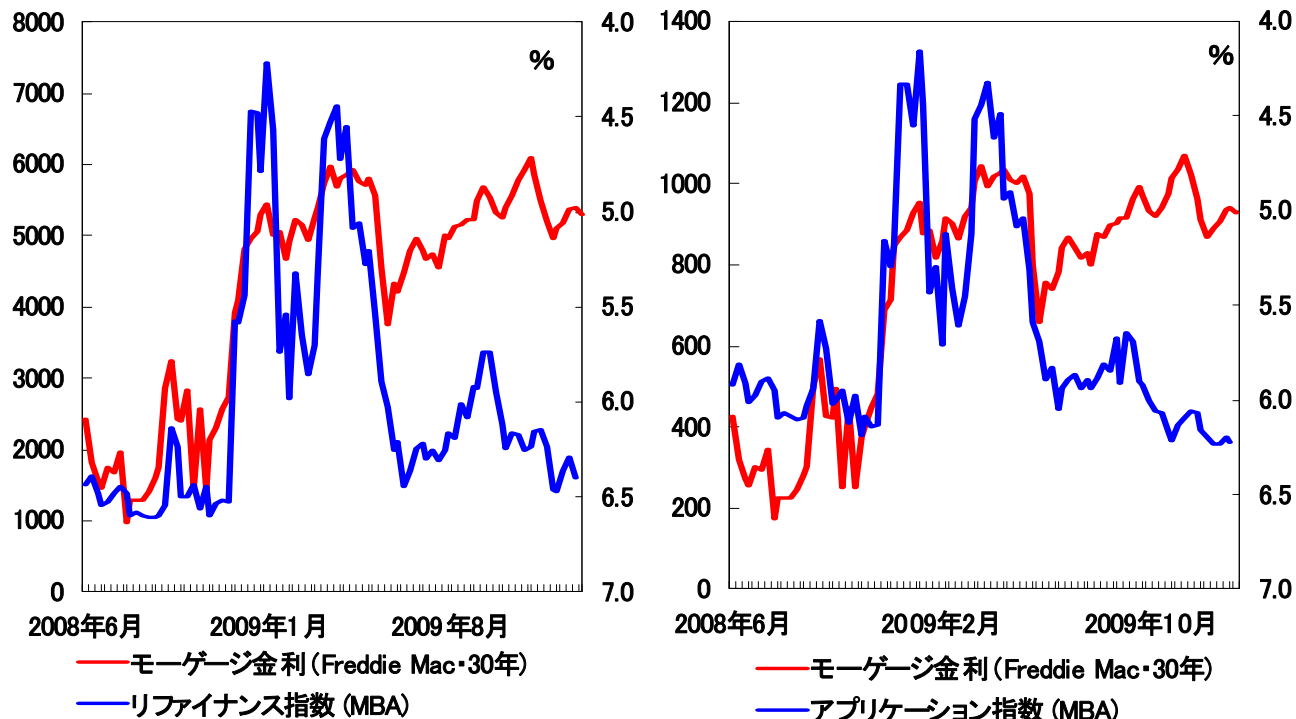
## 2. 金融政策運営の現状 (資料) Freddie Mac, MBA, Thomson Reuters

### ■ 住宅金融の現状(米国)

モーゲージ関連の金利と米国債レート



モーゲージ金利と住宅貸付



## 2. 金融政策運営の現状 資料:FRB

### ■ Exit Strategy (Bernanke議長の議会証言<2010年2月>)

メニュー	説明
総論	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Reducing the quantity of reserves will lower the net supply of funds...which will improve...control of financial conditions by leading to a tighter relationship between the interest rate on reserves and other short-term interest rates.</li> <li>•The sequencing of steps and the combination of tools...will depend on economic and financial developments. One possible sequence would involve the Federal Reserve continuing to test its tools for draining reserves on a limited basis, in order to further ensure preparedness and to give market participants a period of time to become familiar with their operation. As the time for the removal of policy accommodation draws near, those operations could be scaled up to drain more significant volumes of reserve balances to provide tighter control over short-term interest rates. The actual firming of policy would then be implemented through an increase in the interest rate paid on reserves.</li> <li>•If economic and financial developments were to require a more rapid exit from the current highly accommodative policy, however, the Federal Reserve could increase the interest rate paid on reserves at about the same time it commences significant draining operations.</li> </ul>
当座預金への付利	<ul style="list-style-type: none"> <li>•By increasing the interest rate on reserves, the Federal Reserve will be able to put significant upward pressure on all short-term interest rates...Actual and prospective increases in short-term interest rates will be reflected in turn in longer-term interest rates and in financial conditions more generally.</li> </ul>
1) レポ	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Recently, by developing the capacity to conduct such transactions in the triparty repo market, the Federal Reserve has enhanced its ability to use reverse repos to absorb very large quantities of reserves. The capability... with primary dealers, using our holdings of Treasury and agency debt securities, has already been tested and is currently available.</li> <li>•The Federal Reserve is also in the process of expanding the set of counterparties with which it can transact and developing the infrastructure necessary to use its MBS holdings as collateral in these transactions.</li> </ul>
2) ターム物預金 (付利)	<ul style="list-style-type: none"> <li>•The Federal Reserve would likely auction large blocks of such deposits</li> <li>•...we are currently analyzing the public comments that have been received...we expect to be able to conduct test transactions this spring and to have the facility available if necessary shortly thereafter.</li> </ul>
3) 保有資産の償還または売却	<ul style="list-style-type: none"> <li>•The Federal Reserve also has the option of redeeming or selling securities as a means of applying monetary restraint</li> </ul>

## 2. 金融政策運営の現状 資料:FRB

### (参考) FOMC議事要旨<抜粋・2010年1月会合分>

論点	議論
Exit Strategy	<p>(事務局説明)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Staff described several feasible (1) using one or more of the tools to progressively reduce the supply of reserve balances...before raising the IOER rate and the target for the federal funds rate; (2) increasing the IOER rate in line with an increase in the federal funds rate target and concurrently using one or more tools to reduce the supply of reserve balances; and (3) raising the IOER rate and the target for the federal funds rate and using reserve draining tools only if the federal funds rate did not increase in line with the Committee's target.</li> </ul> <p>(メンバーの議論)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•All agreed that raising the IOER rate and the target for the federal funds rate would be a key element of a move to less accommodative monetary policy. Most thought that it likely would be appropriate to reduce the supply of reserve balances, to some extent, before the eventual increase in the IOER rate and in the target for the federal funds rate, in part because doing so would tighten the link between short-term market rates and the IOER rate; however, several noted that draining operations might be seen as a precursor to tightening and should only be undertaken when the Committee judged that an increase in its target for the federal funds rate would soon be appropriate. For the same reason, a few judged that it would be better to drain reserves concurrently with the eventual increase in the IOER and target rates.</li> </ul>
バランスシート	<p>(メンバーの議論)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•...unanimous in the view that it will be appropriate to shrink the supply of reserve balances and the size of the balance sheet substantially over time. Moreover, they agreed that it will eventually be appropriate...to return to holding only securities issued by the U.S. Treasury...Several thought the Federal Reserve should hold, eventually, a portfolio composed largely of shorter-term Treasury securities.</li> <li>•Participants agreed that a policy of redeeming and not replacing agency debt and MBS as those securities mature or are prepaid would contribute to achieving both goals and thus would be appropriate. Many thought it would also be desirable to redeem some or all of the Treasury securities owned by the Federal Reserve as they mature, recognizing that at some point in the future the Federal Reserve would need to resume purchases of Treasury securities to offset reductions in other assets and to accommodate growth in the public's demand for U.S. currency.</li> </ul>

## 2. 金融政策運営の現状 資料:FRB

### (参考) FOMC議事要旨<抜粋・2010年1月会合分>

論点	議論
バランスシート (続き)	<p>(メンバーの議論)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Participants expressed a range of views about asset sales. Most judged that a future program of gradual asset sales could be helpful in shrinking the size of the Federal Reserve’s balance sheet, reducing reserve balances, and shifting the composition of securities holdings back toward Treasury securities;</li> <li>•however, many were concerned that such transactions could cause market disruptions and have adverse implications for the economic recovery, particularly if they were to begin before the recovery had become self-sustaining and before the Committee had determined that a tightening of financial conditions was appropriate and had begun to raise short-term interest rates. Several thought it important to begin a program of asset sales in the near future to ensure that the Federal Reserve’s balance sheet shrinks more quickly and in a more predictable manner than could be achieved solely by redeeming maturing securities and not reinvesting prepayments;</li> <li>•they judged that a program of asset sales spread over a number of years would underscore the Committee’s determination to exit from the period of exceptionally accommodative monetary policy in a manner and at a pace that would keep inflation contained without having large effects on asset prices or market interest rates. A few suggested that the pace of asset sales, and potentially of purchases, could be adjusted over time in response to developments in the economy and the evolution of the economic outlook. The Committee made no decisions about asset sales at this meeting.</li> </ul> <p>(政策判断)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•...emphasized that it would continue to evaluate its purchases of securities in light of the evolving economic outlook and conditions in financial markets.</li> <li>•Members recognized that references to "purchases" of securities would need to be modified as the completion of the asset purchase programs draws near. One member recommended that the FOMC replace the portion of the statement that indicates the Committee will evaluate its "purchases" of securities with an indication that the Committee will evaluate its "holdings" of securities. The change in wording would encompass the possibility that the Committee might decide, at some point, either to sell securities or to purchase additional securities. Other members judged that it would be premature to make such a change in the statement before observing economic and financial conditions as the Committee’s current asset purchase program comes to a close. Accordingly, the Committee decided to retain the reference to securities "purchases" for the time being.</li> </ul>

## 2. 金融政策運営の現状 資料: ECB

### ■ 中長期オペの見直し(欧州)

	危機対策			見直し
	期間の長期化	資金供給の強化	その他	
Main Refinancing Operation <MRO>	・ストレス時(期末越えなど)には2週間に期間を延長(2007年12月～)	・入札で全額を割当て(2008年10月～) －政策金利での固定レート	・適格担保の拡充(2008/10月) －外貨建債券(米英日)の追加 －CD(一部)の追加 －最低格付のBBB-への引下げ(ABSを除く)	・2010年第1四半期(4月終了の積み期間)までは現行方式を維持(2009年12月決定)
Supplementary Longer-Term Refinancing Operation <SLTRO>	・3ヶ月物として導入(2007年8月) ・6ヶ月物を追加(2008年3月)	・入札で全額を割当て(2008年11月～) －政策金利(オペ期間平均)での固定レート		・2010/3月実行分で停止の予定(2009年12月決定)
One-Year Long-Term Refinancing Operation <One-year LRO>	・1年物として導入(2009年6月)	・入札で全額を割当て(2009年6月～) －政策金利(オペ期間平均)での固定レート		・2009年12月実行分で停止
USD Fund Operation	・オペ先金融機関に対するターム物米ドル資金の供給(ECBが定めるレートで全額を割当て<O/N物は金利入札>・期間はO/N、7日、28日または84日)			・2010年1月実行分で停止(2009年9月決定)
CHF Swap Operation (2008年11月導入)	・オペ先金融機関に対するターム物スイスフラン資金の供給(ユーロ資金とのスワップ・ECBが定めるレートで入札により割当て・期間は7日または84日)			・2010年1月実行分で停止(2009年9月決定)

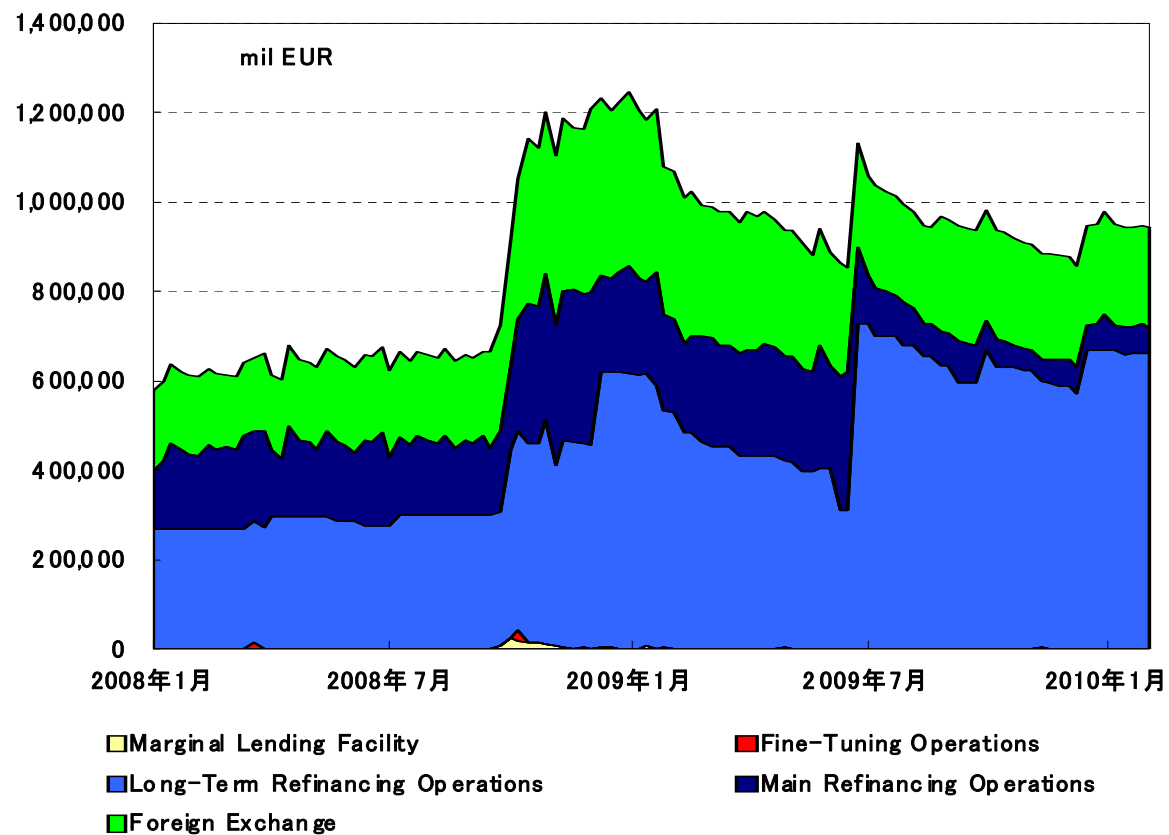
### (参考) カバードボンド買入れ

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	解除予定
Covered Bond Purchase	2009年7月	カバードボンドの市場からの買入れ	ECBのオペ先金融機関	入札による	カバードボンド －新発と既発の双方を含む －ECBオペの適格担保に限定 －原則としてAA格以上(例外的にBBB-まで含む) －裏付資産は住宅貸付と公的セクター向け債権の双方	(公表されていない)	600億ユーロ	2010年6月

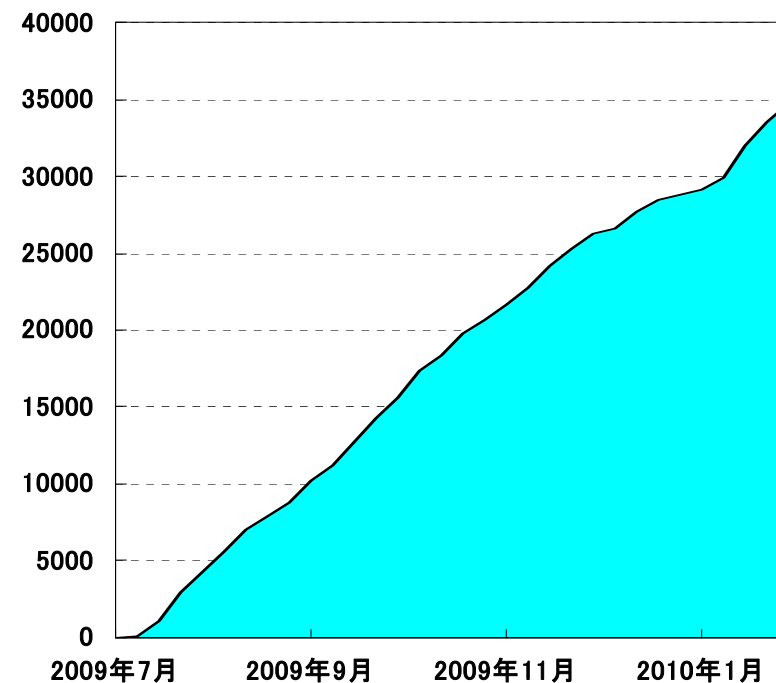
## 2. 金融政策運営の現状 資料:ECB

### ■ オペの実績(欧州)

ターム物オペ(100万ユーロ)



カバードボンド買入れ(100万ユーロ)





## 2. 金融政策運営の現状

資料：日本銀行、FRB、BOE

### ■ 日米英の「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言及せず
- ・年限別・種類別の買入れ上限額を明示
- ・保有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  
ー長期金利の抑制にも言及
- ・買入れ総額の上限のみ公表
- ・保有残高に関するバランスシート上のルールはない

#### <BOE>

(2009年3月～)

- ・「量的緩和」の手段と位置づけ
- ・買入れ総額の上限のみ公表
- ・保有残高に関するバランスシート上のルールはない

	実施時期	対象銘柄	実際の頻度	買入上限金額	買入残高
日本銀行	---	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)	49.93兆円 (2010年1月31日)
FRB	2009年3月** ～2009年10月	利付債 (30年債まで)	毎週 (各週2～3回)	10月末まで3000 億ドル	2709億ドル* (2009年10月31日)
BOE	2009年3月 ～2010年2月	利付債 (残存5～25年)	毎週 (各週2回程度)	2000億ポンド	1982億ポンド* (2010年2月4日)

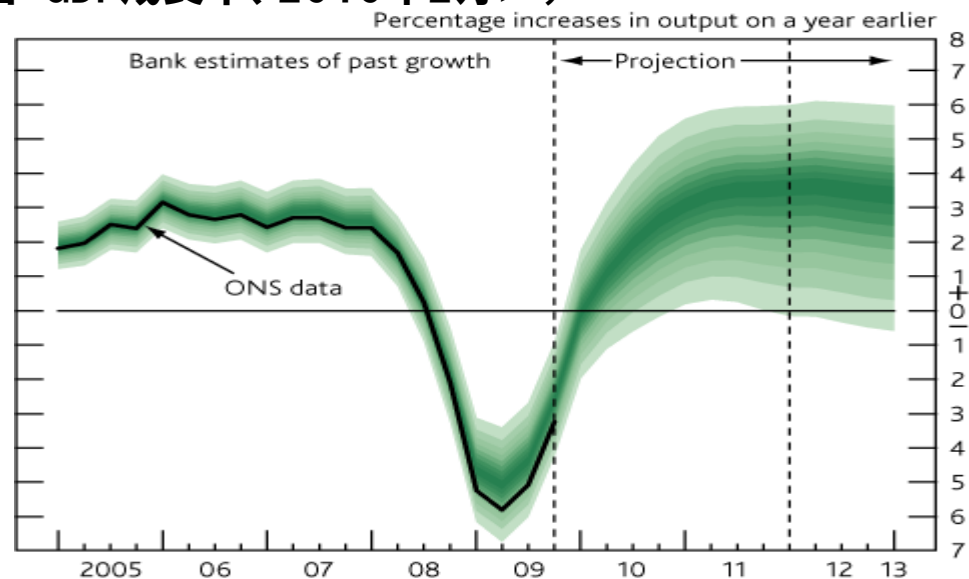
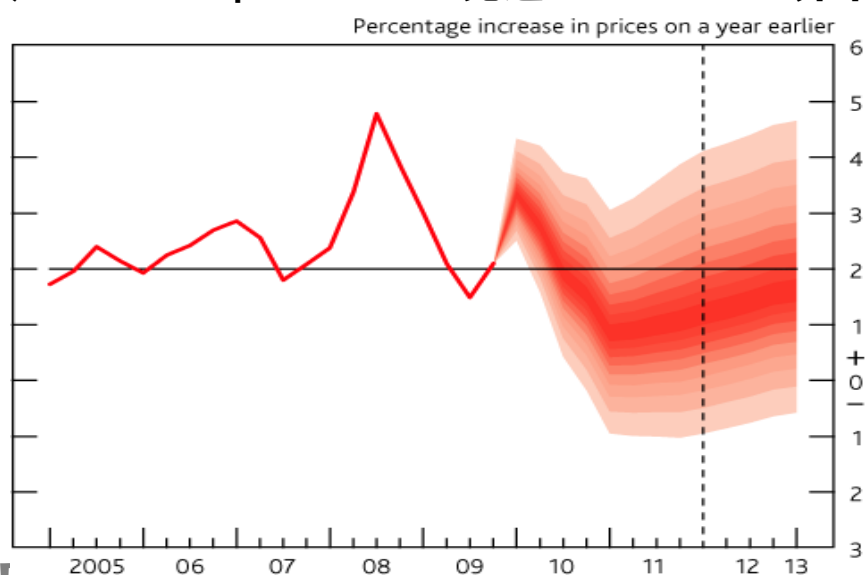
\* FRBとBOEの金額はグロスの買入れ額の累計。 \*\*FRBももともと国債買入れの枠組みを有していた("coupon pass")。

## 2. 金融政策運営の現状 資料:BOE

### ■ MPC声明文(2010年2月4日)

- The considerable stimulus from the easing in monetary policy, the lower level of sterling and the recovery in UK export markets should together support domestic activity. But credit conditions are likely to remain restrictive, while the need to strengthen public and private sector finances will also weigh on spending.
- ...the Committee believes that the prospect is for a gradual recovery in the level of activity. The recession has probably impaired the supply capacity of the economy, but the scale and persistence of the fall in output means that a substantial margin of under-utilised resources is likely to remain for some time to come...inflation will fall below the target for a period.
- ...the Committee judged that it was appropriate to maintain Bank Rate at 0.5% and its stock of purchases of government and corporate debt financed by the issuance of central bank reserves at £200 billion. The Committee noted that this stock of past purchases, together with the low level of Bank Rate, would continue to impart a substantial monetary stimulus to the economy for some time to come. The Committee will continue to monitor the appropriate scale of the asset purchase programme and further purchases would be made should the outlook warrant them.

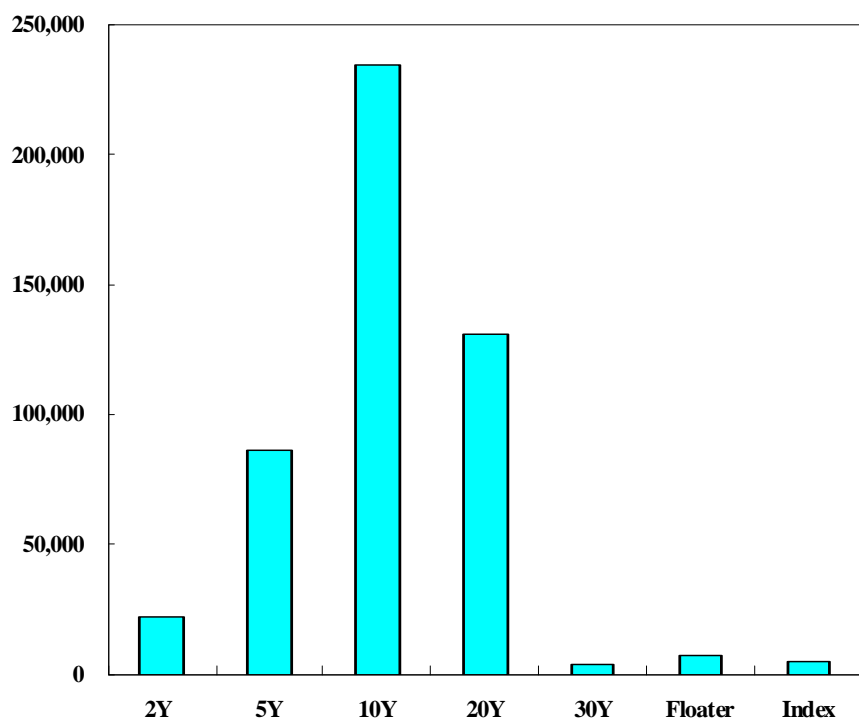
(Inflation Reportにおける見通し<左:CPI上昇率、右:GDP成長率、2010年2月>)



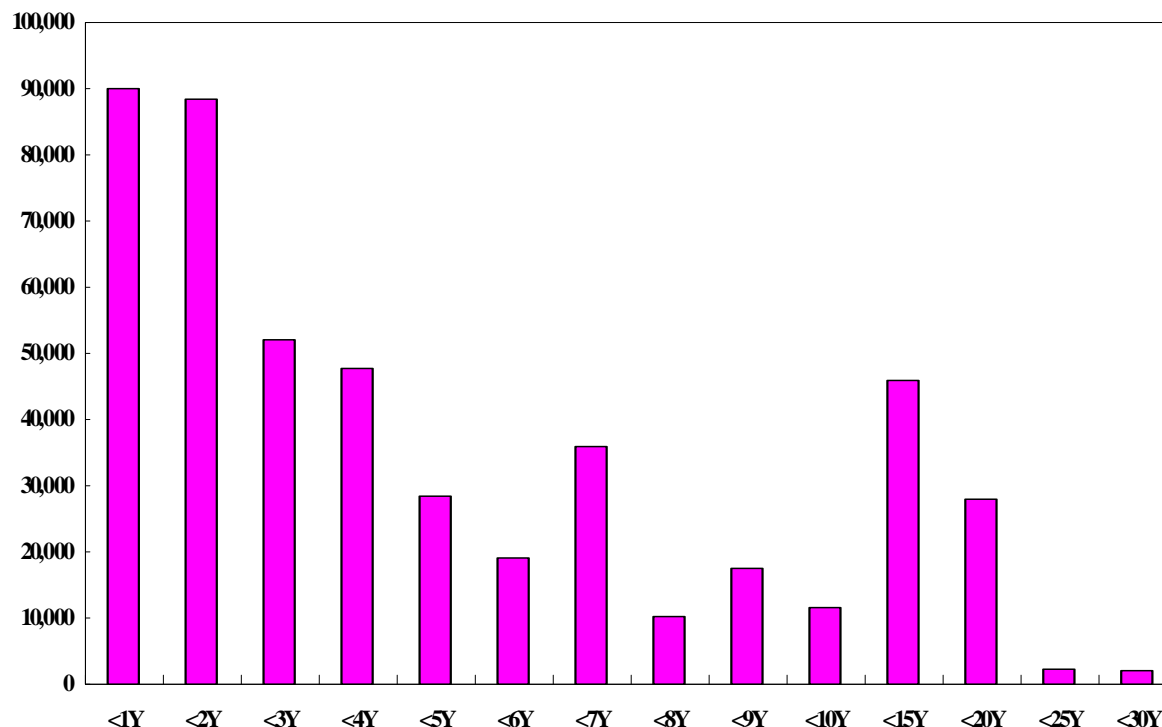
## 2. 金融政策運営の現状 資料:日本銀行

### ■ 日本銀行の長期国債ポートフォリオ(2010年1月末現在)

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
0.65	1.56	3.32	10.38	25.01	4.98

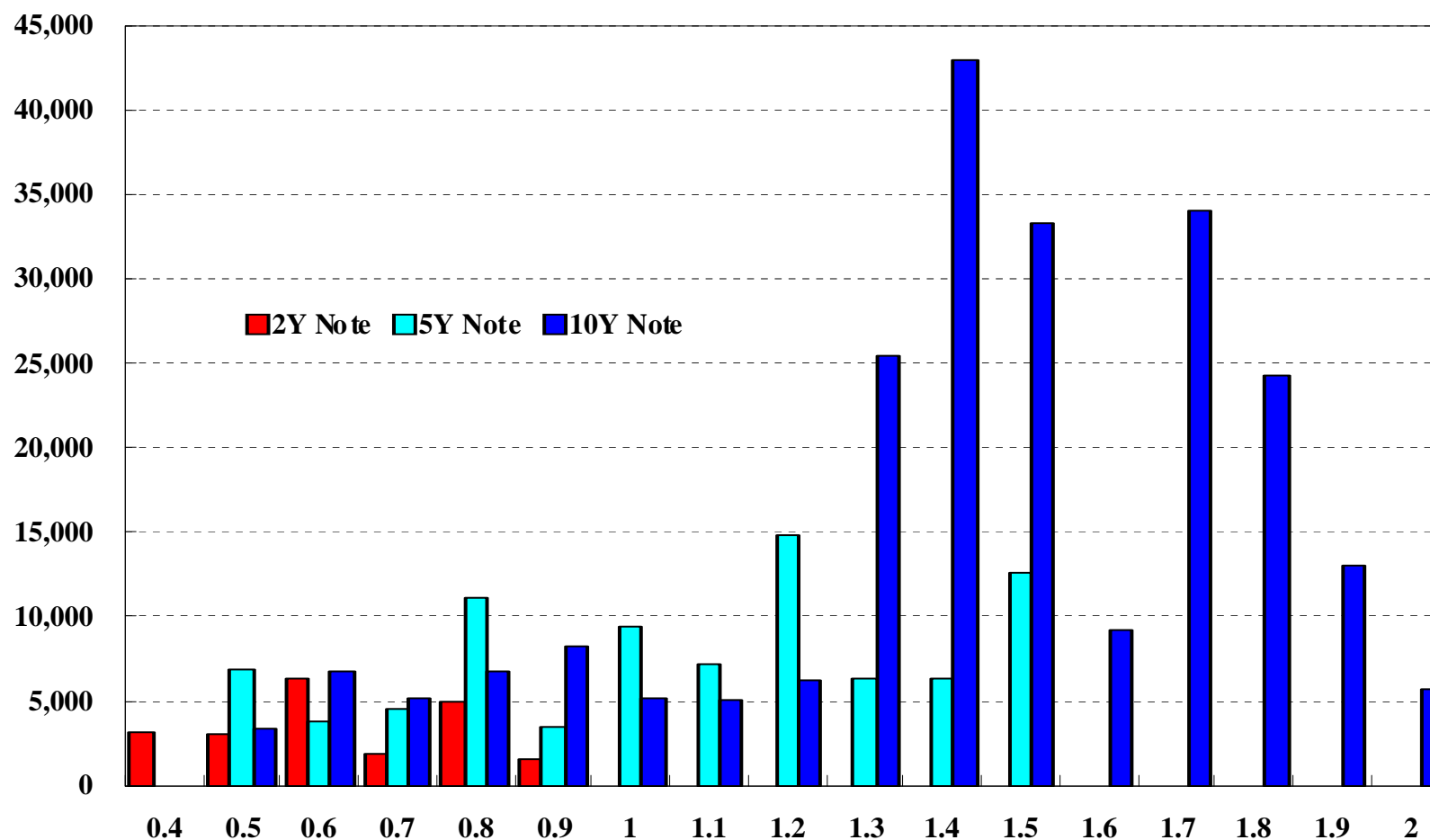
(参考:2009年3月末現在)

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

## 2. 金融政策運営の現状 資料:日本銀行

### ■ 日本銀行の長期国債ポートフォリオ（2010年1月末現在）

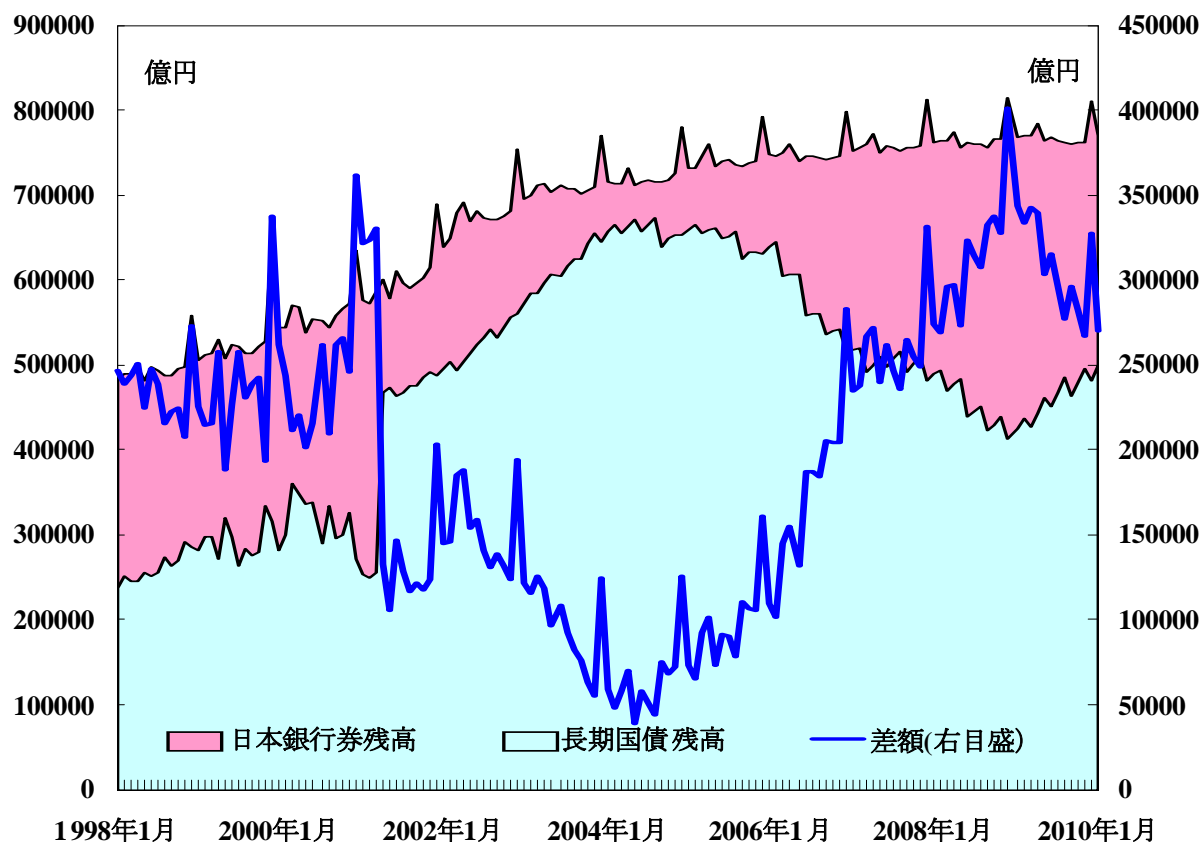
固定利付債(2年債・5年債・10年債)のクーポン別構成(額面:億円)



## 2. 金融政策運営の現状

資料: 日本銀行

### ■ 日本銀行の「銀行券ルール」



「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. 昨年12月の金融緩和措置について

資料：日本銀行

#### ■ 新たな資金供給手段の導入：固定金利方式の共通担保オペ

名称	実施期間	方式	相手先	金利	適格担保	オペ期間	金額
固定金利方式の共通担保オペ	2009年12月～ (終了時期は明示されていない)	共通担保オペ	(共通担保オペと同じ)	政策金利 (無担コール O/Nの誘導 目標金利)	共通担保(国債、 社債、CP、証貨債 権等)	3ヶ月	上限は設定 されていない (3ヶ月継続 すると残高約 10兆円)
(参考) 企業金融支援 特別オペ	2009年1月～ 2010年3月	銀行の企業 向け債権を担 保とする資金 供給オペ	(共通担保オペ と同じ)	オペ期間の 政策金利 (同上)の平 均	社債、短期社債(保 証付海外短期社債 を含む)、CP、証貨 債権(全てBBB格以 上)	3ヶ月以内	上限は設定 されていない

#### ■ 実施状況

オファー	実行	エンド	応札倍率	落札額
12月10日	12月14日	3月9日	8.56	8023
12月16日	12月18日	3月16日	8.47	8014
12月24日	12月28日	3月23日	8.37	8021
12月28日	12月30日	3月25日	7.32	8006
1月4日	1月6日	4月2日	8.05	8014
1月13日	1月15日	4月7日	8.92	8008
1月18日	1月20日	4月15日	8.26	8017
1月25日	1月27日	4月27日	7.48	8009
2月1日	2月3日	4月30日	5.83	8023

(単位 億円)  
(残高 72,135億円<2月5日現在>)

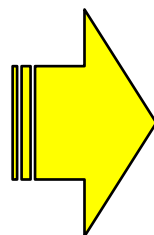
－ 一期末越えを中心にオペに対する需要は堅調(ただし、足許にかけてやや低下気味)

### 3. 昨年12月の金融緩和措置について

資料：日本銀行

#### ■ 金融緩和措置の背景と狙い

- ・ 物価下落の加速と12月初にかけての円高の進展によって、企業セクターのセンチメントが顕著に悪化



- ・ 企業のコスト負担を軽減する
  - －ターム物金利の抑制と潤沢な資金供給を通じて企業収益をサポート
  - －実質的なゼロ金利政策の継続を通じて、円高圧力を阻止

(参考：声明と総裁会見 <2009年12月1日>)

声明	総裁会見
<p>・日本銀行は、きわめて低い金利でやや長めの資金を十分潤沢に供給することにより、現在の強力な金融緩和を一段と浸透させ、短期金融市場における長めの金利のさらなる低下を促すことが、現在、金融面から景気回復を支援する最も効果的な手段であると判断した。</p>	<p>・このように、量が制約となって金融機関行動が制約されることがない状況をしっかり作り出すという意味では、広い意味での量的緩和だと考えています。</p> <p>・日本銀行はかねてよりきわめて低い金利を維持するということを景気情勢判断とともに示しています...改めてこうした方針が理解されることにより、少し長い時間をかけて(為替)市場にも相応の影響を及ぼしていくと考えています。</p>

### 3. 昨年12月の金融緩和措置について 資料:日本銀行

#### ■ 政策のトランスミッションに関する複層性

量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「量的」な側面が強調された</li> <li>— 本オペを年度内に3ヶ月程度実施すると、残高が10兆円程度となることが強調された</li> </ul>
時間軸政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「デフレとの戦い」に向けた取り組みが再度強調された</li> <li>— 12月中旬の政策決定会合において、「物価安定の理解」が改定され、CPIインフレ率をゼロ以上に維持するとの意図が明確化された</li> </ul>

#### (「中長期的な物価安定の理解」の明確化 <2009年12月18日>)

- 「中長期的な物価安定の理解」とは
  - ・ 金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率(06年3月導入)
  - これまでの表現:「0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」(09年4月)
- 「理解」の明確化
  - (基本認識)
  - ・ 日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題
  - (明確化のポイント)
  - ✓ ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない
  - ✓ ・ 中心は1%程度

消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている
- リスク点検の重要性
  - ・ 上記の「理解」を念頭に、金融面での不均衡の蓄積も含めた様々なリスク要因も点検



### 3. 昨年12月の金融緩和措置について

#### ■ 内外金融市場の反応

- ・ 内外金融市場(特に株式、為替)は、「量的」側面を歓迎した  
→「量的緩和」の効果に関する見方が分かれたことには、物価下落を「景気循環的」なものとするか、「構造的」なものとするかという違いが関係している可能性
- ・ 同時に、市場関係者は、事実上のゼロ金利政策がCPIインフレ率がプラスになるまで継続される(「時間軸政策」が事実上導入された)との見方を強めた

#### ■ 今回の措置をめぐる議論

ポイント	内容	論点
1. 意図と効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 今回の措置はどのように位置づけられるか</li> <li>・ 政策効果の波及メカニズムをどう解釈すべきか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 量的緩和と時間軸政策</li> <li>・ 特に、量的緩和である場合の波及メカニズムの再検討(特に金融市場を通じた経路)</li> </ul>
2. コミュニケーション	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 上記の意図や効果に関する理解の共有</li> <li>・ 「臨時」政策委員会の開催</li> <li>・ 金融政策をめぐる政府との連携</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ トランスマッションに関する説明の複層化</li> <li>・ 「金融危機」以外での活用のは非</li> <li>・ 政府との連携における透明性</li> </ul>
3. 政策対応の展望 (次頁以降で再掲)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 景気後退ないし物価下落が再び深刻化した場合の政策オプション</li> <li>・ 国債買入れの運営</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 非連続的な対応の可能性</li> <li>・ 国債買入れをめぐる考え方の再整理</li> </ul>

## 4. 今後の金融政策を巡る展望について

### ■ 現在の金融経済環境

#### <実体経済>

- ・経済活動にはやや改善の兆しもみられる
  - －アジア向けを中心に輸出が回復し、数量面では金融危機当時の水準に接近
  - －在庫循環も改善を継続
  - －抑制されてきた設備投資にもようやく再開の動きが伺われる
- ・もともと、経済資源の稼働率はまだ低い
  - －特に労働市場では、失業率が高止まっているとともに、賃金の抑制が顕著
  - －企業の設備稼働率もなお低水準

+

#### <金融市場>

- ・国内金融システムは安定性を維持
  - －短期、国債、クレジット等に大きなリスク要因は見当たらない
  - －株価も海外の状況に比べてむしろ安定的
- ・もともと、銀行貸出は、大企業による資本市場調達と中小企業による需資低迷を背景に減速に歯止めがかからず
- ・また、為替は、リスクテイク姿勢の慎重化に伴う高金利・コモディティ通貨の反落から、総じて円高圧力が強まっている

#### <政策課題>

=

- ✓ 金融経済情勢の面で緊急に政策対応を要する課題がある訳ではない
  - 12月の金融緩和措置の効果を注視する局面

## 4. 今後の金融政策を巡る展望について

### ■ 今後の金融政策運営に影響を与える2大要因

- ・ もっとも、わが国は以下2つの「構造的課題」を抱えており、これらが金融政策運営に対して大きな影響を与えることも事実

ポイント	事実関係	金融政策への影響
1. 物価下落の継続	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本経済に物価下落が定着</li> <li>－1990年代後半以降、商品価格の高騰局面を除いては、概ね一貫して物価が下落</li> <li>－企業も家計も物価下落予想を維持</li> <li>・ネガティブなショックによって、物価下落が加速しやすい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「物価安定」のために、金融緩和政策へのバイアスが維持される状況</li> <li>・様々な手段を駆使してきたにもかかわらず、金融政策を通じた物価上昇率は高まっていない</li> </ul>
2. 財政赤字の拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財政赤字は一段と拡大</li> <li>－来年度の国債発行は前年度当初予算比で著増</li> <li>－国債発行残高も先進国内で突出</li> <li>・少なくとも現時点では、中期的な財政収支の改善に向けた戦略は明らかではない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期的には国債買入れの増額要請に繋がりがやすい状況</li> <li>・中長期的には、財政再建を進める中での政策金利運営も複雑化</li> <li>－国内金融システムが抱える金利リスクへの配慮といった要素も関与する可能性</li> </ul>

- ・ 米欧諸国でも、これらのいずれかまたは両方が顕在化しつつあるという点で、グローバルな先進諸国に共通する課題ともなりつつある

## 4. 今後の金融政策を巡る展望について

### (参考) 物価下落の継続に対する背景として指摘されてきた点

ポイント	内容	検討
1. 資本	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「バブル期」の過剰投資による余剰生産力</li> <li>・低金利の下での余剰能力の温存</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バブル崩壊後の調整をどう評価するか</li> <li>・残存するslacknessはどのようなメカニズムで物価に影響しているか</li> </ul>
2. 労働	<ul style="list-style-type: none"> <li>・非正規雇用の活用等による労働コストの変動費化</li> <li>・雇用維持の代償としての賃金調整(Labor Hoarding)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スキルのミスマッチの影響をどう評価するか</li> <li>・非熟練労働については近隣諸国との収斂との関係をどうみるか</li> <li>・人口構成の変化に伴って問題は解消していくか</li> </ul>
3. 財・サービスの需給構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規制緩和や中長期的な円高による市場開放度上昇</li> <li>・アジアを中心とするエマージング諸国の供給力上昇</li> <li>・耐久財の技術革新による長期的な価格低下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・エマージング諸国の供給能力の増加ペースは維持されるか</li> <li>・輸入による国産品の代替はどこまで進むか</li> </ul>
4. 自己実現的期待	<ul style="list-style-type: none"> <li>・低成長の継続に伴う期待成長率の低下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・期待成長率を引き上げる有効な手段は何か</li> </ul>

## 4. 今後の金融政策を巡る展望について

### ■ 「構造的要因」に関する考察の重要性

- これまでに採用された政策対応の効果に限界があるとすれば、
  - 1) 「構造的要因」の除去ないし緩和に向けた対応を採る
  - 2) (金融危機への対応とは異なるという意味で)新たな「非伝統的」政策を採るのいずれか、または双方が求められる
- 従って、金融危機後の2010年におけるテーマとして、これらの要因を常に視野に置きつつ、その展開や影響を考慮しながら、政策運営について議論して行くことも重要ではないか

(参考)白川総裁講演の抜粋<2010年1月29日>

• ...デフレの根本原因は需要不足です... 需給ギャップを解消するだけの需要喚起策の必要性が指摘されることがあります...未曾有の世界的なバブルが崩壊した今日、従来と同じ財・サービスの供給能力を埋めるだけの需要が生まれてくることは期待できません。

• デフレ対策に関しては、かつては「中央銀行がバランスシートを拡張さえすればデフレは止まる」という主張がなされることもありました..金融システムが不安定化の危険に晒されている時は、中央銀行のバランスシートの拡大、流動性の供給は、金融システムの安定を確保することを通じて物価のスパイラル的下落を防ぐ上で極めて効果的であるということです...しかし、一旦、金融システム不安の状況を脱した後は、流動性の増加だけでデフレが解消される訳ではありません。

• 重要なことは、緩やかではあるが趨勢的な物価の下落傾向に歯止めをかけるために、趨勢的な成長期待を高めること、言い換えると、生産性の向上に地道に取り組むことが不可欠であるという基本認識を持ち、その上で、この課題にしっかり取り組むことだと思います。この点に関しては、決して「魔法の杖」がある訳ではありません。

## 4. 今後の金融政策を巡る展望について

### ■ 「構造的要因」に関する論点(案)

#### ✓ 物価下落の継続

1. 経済構造	<ul style="list-style-type: none"><li>・物価下落基調の定着の背景<ul style="list-style-type: none"><li>－指摘される多様な要因のうち何が重要か、あるいは何を変えうるか</li><li>－前回の金融危機、危機からの回復期、現在という各々の局面で違いはあるか</li></ul></li><li>・ショックに対する物価面での脆弱性の背景</li><li>・小幅の物価下落が継続することのコストの内容とその大きさ</li></ul>
2. 政策運営	<ul style="list-style-type: none"><li>・(物価上昇率をプラスにする必要がある場合の)政策対応のあり方<ul style="list-style-type: none"><li>－金融政策ないし中央銀行の役割は何か</li></ul></li><li>・物価下落が加速した場合の処方箋<ul style="list-style-type: none"><li>－従来のような金融財政政策のオプションは最適か</li></ul></li></ul>

#### ✓ 財政赤字の拡大

1. 財政再建	<ul style="list-style-type: none"><li>・財政規律の維持のあり方<ul style="list-style-type: none"><li>－金融市場が安定性を維持するためのシナリオとその蓋然性は何か</li></ul></li><li>・中長期的な財政戦略の明確化<ul style="list-style-type: none"><li>－中長期的に財政赤字を制御可能とするための戦略は何か</li></ul></li></ul>
2. 政策運営	<ul style="list-style-type: none"><li>・財政政策と金融政策の連携のあり方<ul style="list-style-type: none"><li>－コミュニケーションの枠組みをどう構成するか</li><li>－国債管理政策の運営と日銀の関与をどう考えるか</li></ul></li><li>・日銀による国債買入れの再検討<ul style="list-style-type: none"><li>－どのような意図や効果を持つ政策として位置づけるか</li><li>－保有国債のリスク管理をどう考えるか</li></ul></li></ul>

---

以 上

2010年2月18日

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

