

---

# 金融市場パネル(Financial Markets Panel)

## 第24回会合 資料

### 日銀による政策対応

2012年12月7日

---

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部長

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

---

### 1. 物価安定の目途

### 2. 包括緩和の運営

---

### 3. 中央銀行の組織

## 1. 物価安定の目途

- 本パートについては、以下のようなポイントが論点になると思われる。

物価安定の目途 のレビュー	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 物価安定の理解と比較して、どのような相違点がみられたか — 透明性や市場の期待形成の点ではどうか</li><li>➤ FRBによる政策金利の予想パスの公表と比較して、どのような相違点があるか — 市場に対して発信する情報の量や質の点ではどうか</li></ul>
今後の課題	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 物価安定の目途について見直しの余地はあるのか — 政策手段の運営目標との関係はどうか</li><li>➤ フォーマルなインフレ目標へ移行することをどう考えるか — 現在の目途から移行することのメリットとコストをどう考えるか</li></ul>

# 1. 物価安定の目途

## ■ 「物価安定の目途」の概観 (2012年2月)

- ・日銀は、2月14日の政策決定会合で、デフレ克服の決意を明確にし、物価安定の下での持続的経済成長を実現するため、「物価安定の目途」を導入することを決定した。

項目	内容
インフレ率のレンジ	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2%以下のプラスの領域 (ECBによる”reference”と同様)</li> <li>■ 当面は1%</li> <li>■ 原則としてほぼ1年ごとに点検</li> </ul>
物価安定の概念的定義	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 家計や企業等が物価水準の変動に煩わされることなく、経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況 (FRBのGreenspan前議長による定義と同様)</li> </ul>
時間的視野	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めるべきもの</li> </ul>
中心的指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本</li> <li>■ 速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要</li> </ul>
検討した点	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 消費者物価指数の計測誤差 (バイアス)</li> <li>■ 物価下落と景気悪化の悪循環への備え (のりしろ)</li> <li>■ 家計や企業が物価の安定と考える状態 (国民の物価観)</li> </ul>

# 1. 物価安定の目途

## ■ 主要国の中央銀行との比較

- ・日銀による「目途」は主要な中央銀行による枠組みと多くの共通点を持つだけでなく、フォーマルなインフレーション・ターゲティングを実施しているBOEとも共通点を有する

中央銀行	インフレ率のレンジ	時間的視野	物価指標	説明責任の手段
日銀(目途)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2%以下のプラスの領域</li> <li>・当面は1%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中長期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・消費者物価指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・声明文 / 記者会見</li> <li>・MPMの議事要旨</li> <li>・経済・物価の展望</li> <li>・国会答弁 / 講演 (随時)</li> </ul>
FRB(Goal)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Medium- to Long-run</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・PCE</li> <li>・コアPCE (除く食品・エネルギー)を重視</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・声明文 / 記者会見</li> <li>・FOMCのminutes</li> <li>・議会証言(半期)</li> <li>・講演 (随時)</li> </ul>
ECB(Reference)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2%以下で2%に近い領域</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Long-run</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・HICP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・声明文 / 記者会見</li> <li>・経済見通し</li> <li>・議会証言 / 講演 (随時)</li> </ul>
BOE(Inflation Targeting)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2% ± 1%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・今後2年間</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・コア HICP (除く食品・アルコール飲料)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Inflation Report</li> <li>・蔵相とのletterの交換</li> <li>・MPCのminutes</li> <li>・講演 (随時)</li> </ul>

# 1. 物価安定の目途

## ■ 「物価安定の目途」とインフレ目標の比較

・「物価安定の目途」は、公式なインフレ目標と既にかかなり近い性格を有している一方で、相違点も残っている。

項目	物価安定の目途	公式なインフレ目標
目標の設定	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日銀が設定している</li> <li>■ 日銀が目標を明示している</li> </ul> -2%以下のプラスの領域で、当面は1%となっている	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政府が中央銀行と協議して設定する例が多い</li> <li>■ 中央銀行が目標を明示する</li> </ul>
時間的視野	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日銀は、中長期的に実現すると説明している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 特定の期間を設定するケースがある</li> </ul> -これは、金融政策のラグを考慮している
政策手段	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日銀の裁量により選択、運営されている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中央銀行に裁量が与えられる</li> </ul> -ただし、政府との協議(下記)を通じて、事実上の制約が課されることはありうる
説明責任	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日銀が、経済・物価の見通しの公表等を通じて評価を行う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中央銀行と政府が、達成状況や対応策に関して、協議を行う</li> <li>■ 中央銀行がインフレ報告の刊行等によって評価を行う</li> </ul>
罰則規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 存在しない</li> </ul> -信認に関する問題が事実上の罰則となる面はある	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 明示的な罰則規定については区々である</li> </ul> -信認に関する問題が事実上の罰則となる面はある

# 1. 物価安定の目途

## ■ 4月27日の政策決定の要点(1)

- 日銀は、経済・物価の見通しの定例レビューのタイミングと合わせて、金融緩和の強化を実施した。

項目	内容
資産買入れ基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>買入れ目標を増額(65兆円→70兆円)</li> <li>—2012年末時点は65兆円変わらず、2013年6月末に70兆円を達成</li> </ul>
国債買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産買入れ基金による国債買入れを増額(19兆円→29兆円)</li> <li>—2012年末は19兆円変わらず、2013年6月末に29兆円を達成</li> <li>対象国債の残存期間の上限を2年から3年に引上げ(下限は1年で変わらず)</li> </ul>
信用緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>ETFの買入れを増額(1.4兆円→1.6兆円)</li> <li>J-REITの買入れを増額(1100億円→1200億円)</li> </ul>
共通担保オペ	<ul style="list-style-type: none"> <li>6カ月物の目標値を引下げ(15兆円→10兆円)</li> <li>残高目標は変わらず(2012年末に10兆円)</li> </ul>

- 同時に、日銀は「目途」の達成が期待される時期を示唆した。

### 声明文の抜粋 (第3パラグラフ)

……消費者物価の前年比は、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、展望レポートの見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。  
 —記者会見において、白川総裁は、2014年度に達成する可能性が高いことを示唆した。

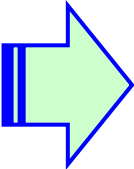
# 1. 物価安定の目途

## ■ 9月19日の政策決定の要点

- 日銀は、経済・物価見通しの中間見直しを期に、再び金融緩和の強化を実施した。

項目	内容
資産買入れ基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>買入れ目標を増額(70兆円→80兆円)</li> <li>—2012年末は65兆円で変わらず、2013年6月末を75兆円に引上げ、2013年末を80兆円に設定</li> </ul>
国債買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産買入れ基金による買入れを増額(29兆円→34兆円)</li> <li>—2012年末と2013年6月末は各々24兆円と29兆円で変わらず、2013年末を34兆円に設定</li> <li>■ 応札の下限金利(0.1%)を撤廃</li> </ul>
TB 買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産買入れ基金による買入れを増額(9.5兆円→14.5兆円)</li> <li>—2012年末は9.5兆円で変わらず、2013年6月末を14.5兆円に引上げ、2013年末を14.5兆円に設定</li> </ul>
社債買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 応札の下限金利(0.1%)を撤廃</li> </ul>

- この追加緩和については、市場から様々な意見が示された。

- 
- 1) 景気見通しの見直しが不連続になった。
    - 市場は、世界経済なかでも新興国の景気鈍化の影響に対して、既に警戒感を強めていた。
  - 2) 「目途」の下での政策運営が再びわかりにくくなった。
    - 今回は、物価安定の目途に達すると期待される時期について、必ずしも明確な示唆がなかった。
  - 3) 追加緩和の理由が不明確であった。
    - 市場では、FRBによるQE3に対して、円高リスクを抑制することが主たる背景との理解が強かった。



# 1. 物価安定の目途

## ■ 10月30日の政策決定の要点 (1)

- ・ 日銀は2カ月連続で、金融緩和の強化を実施した。

項目	内容
資産買入れ基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 買入れ目標を増額(80兆円→91兆円)</li> <li>— 2012年末は65兆円で変わらず、2013年6月末を78兆円、2013年末を91兆円に各々引上げ</li> </ul>
国債とTBの買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 資産買入れ基金による国債買入れを増額(34兆円→39兆円)</li> <li>— 2012年末は24兆円で変わらず、2013年6月末を31.5兆円、2013年末を39兆円に各々引上げ</li> <li>■ 資産買入れ基金による国債買入れを増額(14.5兆円→19.5兆円)</li> <li>— 2012年末と2013年6月末は、各々9.5兆円と14.5兆円で変わらず、2013年末を19.5兆円に引上げ</li> </ul>
信用緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 資産買入れ基金による買入れ目標を増額(いずれも2013年末)</li> <li>— CP (2.1兆円→2.2兆円), 社債 (2.9兆円→3.2兆円), ETF (1.6兆円→2.1兆円), REIT (0.12兆円→0.13兆円)</li> </ul>
貸出増加を支援するための資金供給	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ (後述)</li> </ul>

# 1. 物価安定の目途

資料: 日本銀行

## ■ 10月30日の政策決定の要点 (2)

- ・ 9月時点で示唆された通り、日銀は経済・物価の見通しを引き下げた

対象	予測時点	実質GDP (年率)	CPI(除く生鮮食品) (前年比)	CGPI (前年比)
2012年度	4月時点	+2.1%~+2.4%	+0.1%~+0.4%	+0.4%~+0.7%
	7月時点	+2.2%~+2.4%	+0.1%~+0.3%	-0.3%~0.0%
	10月時点	+1.4%~+1.6%	-0.1%~-0.1%	-1.2%~-0.9%
2013年度	4月時点	+1.6%~+1.8%	+0.5%~+0.7%	+0.7%~+0.9%
	7月時点	+1.6%~+1.8%	+0.5%~+0.7%	+0.6%~+0.8%
	10月時点	+1.3%~+1.8%	+0.2%~+0.6%	+0.1%~+0.7%
2014年度	10月時点	+0.2%~+0.7%	+0.4%~+1.0% (消費税の効果を除く)	+0.8%~+1.5% (消費税の効果を除く)

- ✓ 2012年度と2013年度がともに下方修正された

ー特に、市場が予想していた通り、消費者物価インフレ率のパスが下方修正された。この結果、2014年度に(消費税の効果を除くベースで)物価安定の「目途」に達する可能性は厳しくなった。

- ✓ 市場関係者にとっては、10月の金融緩和が9月時点での見通し引下げに対応するものか、その後さらに見通しを引下げたことに対応するものか、必ずしも明確ではなくなった。

# 1. 物価安定の目途

## (参考) 見通しの変化

2012年10月時点	2012年4月時点
<p>(海外経済・国際金融市場)</p> <p>…当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくと考えられる</p>	<p>(海外経済・国際金融市場)</p> <p>…国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもとで、新興国・資源国に牽引されるかたちで、徐々に成長率が高まっていき、見通し期間中の年平均成長率は、過去の長期平均との比較で高めになると見込まれる</p>
<p>(金融環境)</p> <p>…緩和的な金融環境は、国内民間需要の自律回復への動きを後押ししていくと考えられる…国際金融資本市場の今後の動向次第では、その影響がわが国の金融システムや金融環境に及ぶ可能性には、引き続き注意する必要がある</p>	<p>(金融環境)</p> <p>…緩和的な金融環境が、国内民間需要の自律回復への動きを支えていくと予想される…国際金融資本市場の今後の動向次第では、その影響がわが国の金融システムや金融環境に及ぶ可能性には、引き続き注意する必要がある</p>
<p>(メインシナリオ)</p> <p>…わが国経済が…回復に向かう時期については…従来の想定よりも後ずれする見込みである…消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後…徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていく</p>	<p>(メインシナリオ)</p> <p>…2012年度全体をみると、比較的高い成長率となることが予想される。2013年度については…成長率は…海外経済が高めの成長を続けるもとで、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと考えられる…消費者物価の前年比は…今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い</p>
<p>(リスク要因)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・国際金融資本市場と海外経済の動向</li> <li>・企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性</li> <li>・消費税引き上げの影響に関する不確実性</li> <li>・財政の持続可能性を巡る様々な問題</li> </ul>	<p>(リスク要因)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・国際金融資本市場や国際商品市況の影響を含めた、海外経済の動向</li> <li>・復興関連需要を巡る不確実性</li> <li>・企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性</li> <li>・財政の持続可能性を巡る様々な問題</li> </ul>

# 1. 物価安定の目途

資料: 日本銀行

## ■ 10月30日の政策決定の要点 (3)

- ・ 日銀は、政府との間で「デフレ脱却に向けた取組について」と題する共同声明を発表した。
- ー この文書には、日銀総裁と内閣府特命大臣（経済財政担当）、財務大臣による署名が付されている。

両者の連携	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、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であるとの認識を共有</li> <li>・ 一体となってこの課題の達成に最大限の努力を行う</li> </ul>
日銀の取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府が成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する</li> <li>・ 当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく</li> <li>・ 今後の物価動向については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において定期的に報告する</li> </ul>
政府の取組み	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 日本銀行に対して…デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する</li> <li>・ 足下の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速すべく…経済対策を速やかに取りまとめる…「日本再生戦略」に基づき…規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する</li> <li>・ デフレ状況を含めた経済状況及び経済運営については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、定期的に点検を行う</li> </ul>

- ・ 声明文に示された取組みそのものは、既に日銀と政府が各々実施を表明している内容ではあるが、こうした共同声明が中長期的なインプリケーションを持つことも考えられる
- 日銀によるコミットメントの方が具体的かつ説明責任を伴うため、日銀に金融緩和の強化を求める際の材料として有用となりうる
- 政府による会議におけるデフレ状況の点検は、公式なインフレ目標の枠組みに近い性格を持ちうる

# 1. 物価安定の目途

## ■ FRBによる政策の枠組みを巡る議論

- ・ FRBが本年に導入した金融政策の枠組みについても様々な議論がある。

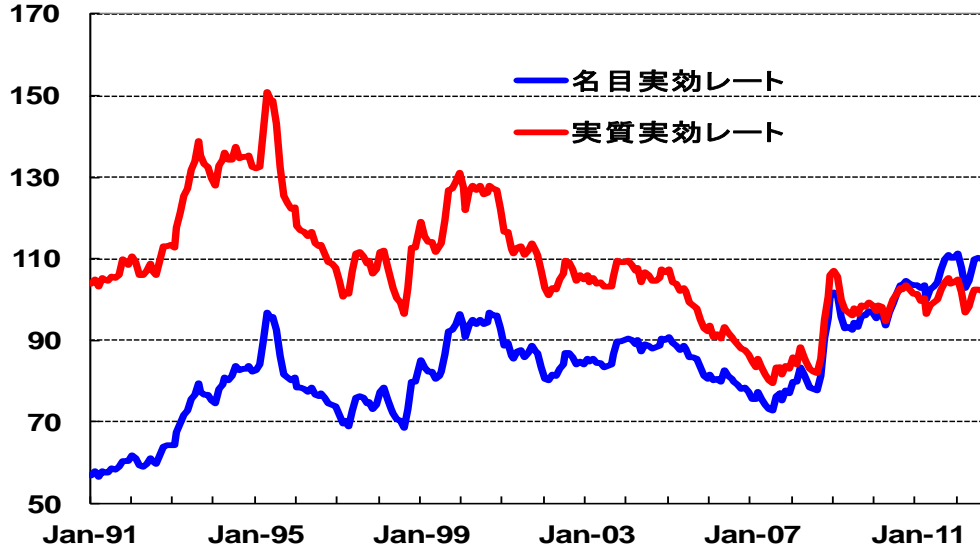
ポイント	現在の扱い	議論・論点
Forward Guidance	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 特定の時間まで現行の政策を維持することが予想されることを表明</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 経済指標が一定の条件を満たすまで現行の政策を維持することに移行してはどうか</li> <li>－コミットメントが強化され、市場の期待形成が円滑になる</li> <li>－条件に関するコンセンサスの形成が難しい</li> <li>－mandateのover-shootを表現しにくい</li> </ul>
政策金利の予想パスの公表	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ FOMCメンバーによる、当面(現在は2015年まで)の政策金利の予想パスを公表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ (経済見通しの公表に加えて、)上記のコミットメントを導入した場合は、予想パスは意味を持たなくなる</li> <li>－コミットメント解除後の「正常化」のパスを示しうる</li> <li>－FOMCメンバーの反応関数を示唆しうる</li> </ul>
Stock view と 統合的な資産買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ MBSの買入れを「無制限」に続けると表明</li> <li>－加えて、政策スタンスを買入れペース(400億ドル)で表明している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ (コミットメントとの関係も含めて、)政策スタンスを買入れ残高で表現してはどうか</li> <li>－政策運営に必要な柔軟性を失う</li> <li>－買入れ対象が国債の場合、財政規律に対する市場の不安を生みやすい?</li> </ul>

# 1. 物価安定の目途

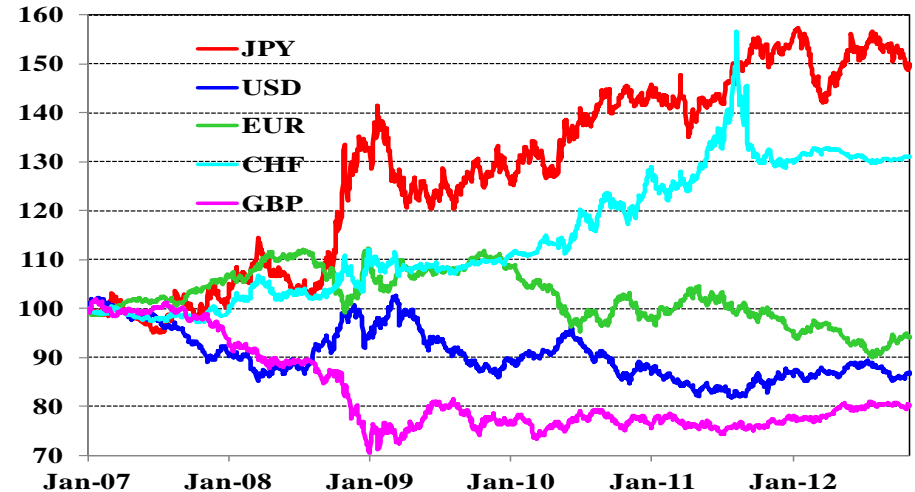
資料: 日本銀行、財務省、Bank of England

## ■ 為替市場の動向(1)

〈左上〉円の実効レート、〈右上〉実質実効レートと為替介入実績、〈右下〉主要通貨の名目実効レート (Jan 2007=100)



- ・ 長い目で見た場合、実質実効レートは概ね横ばい圏内の動きとなっている。その水準は、2003年初に財務省が「大量介入」を行った際とよりも若干低い。
- ・ 先進諸国の為替レートと対比した場合、金融危機以降における円の名目実効レートの上昇幅が突出している状況には変化がない。因みに、スイスフランは、一時は円よりも増価したものの、現在は約30%増価した水準で横ばいの動きとなっている。

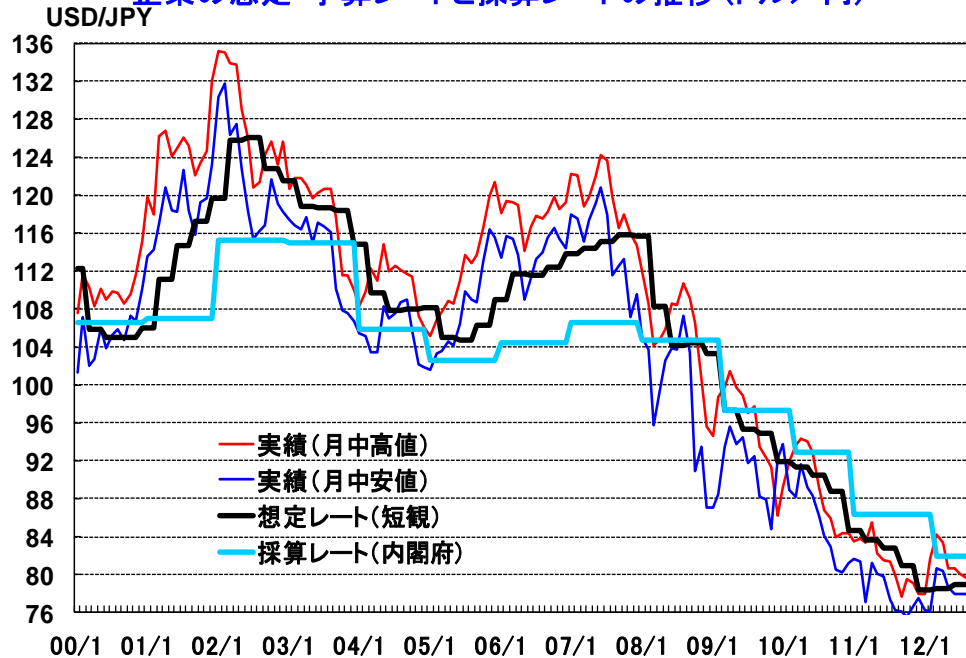


# 1. 物価安定の目途

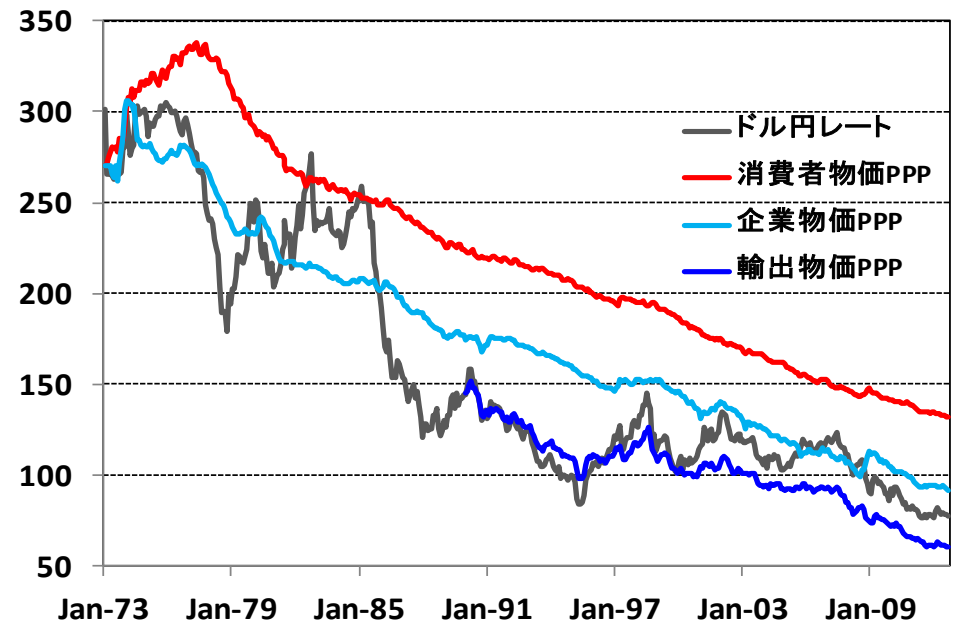
## ■ 為替市場の動向(2)

- 2007年夏以降の一方的な円安進行において、企業による採算レートの改善努力は、ドル円レートでみて約20%にも及ぶなど極めて大きなものであった。しかし、実際の円高ペースが速かっただけに、しばしば相場に追いつけない状況が生じた。足元での円安によって、ようやく採算レート付近まで戻ったことになる。
- もっとも、非常に単純な相対的購買力平価でみると、ドル円レートは輸出物価と国内企業物価の各々が示唆する水準の中間にあり、過度な不均衡の存在を主張しにくい状況にある。

企業の想定・予算レートと採算レートの推移 (ドル/円)



日米の各種の物価指数を用いた相対的購買力平価 (ドル/円)



# 1. 物価安定の目途

## ■ 為替市場の動向(3)

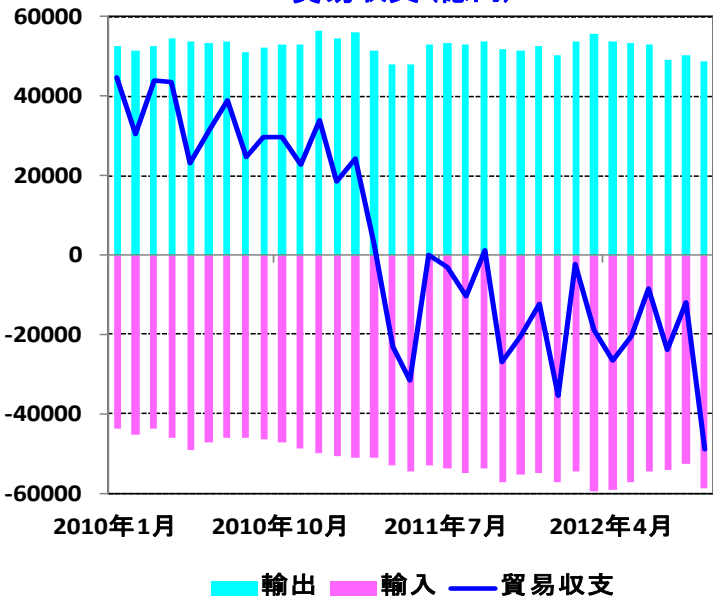
- ・ 為替市場では、貿易収支の動向に対する関心が高まっている。昨年来の貿易赤字に関しては、当初は震災を主因とするサプライ・チェーンの毀損による影響が大きかったとみられる一方、最近では、世界経済の減速に伴う輸出の不振に加えて、原材料(燃料を含む)の増加による影響も目立っている。
- 一市場では、日中問題の長期化に伴う影響と合わせて、貿易収支を悪化させる要因の構造的な側面に注目する向きが目立つ。

各項目が全体に占めるシェア(2011年実績・%)

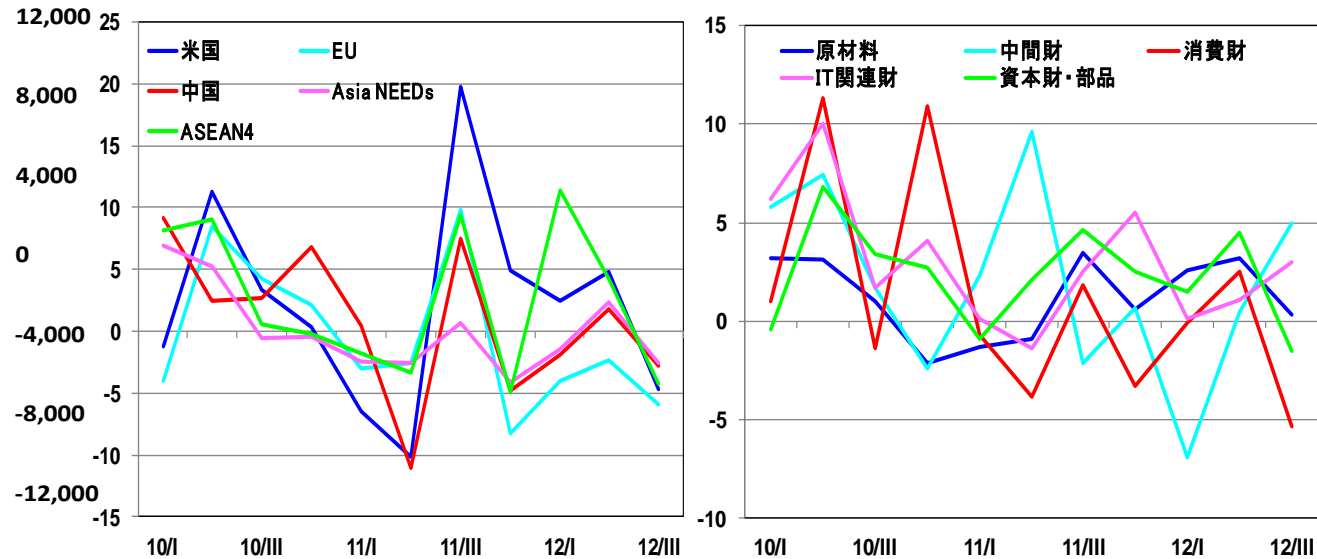
米国	EU	中国	Asia NEEDs	ASEAN4
15.3	11.6	19.7	22.8	10.4

原材料	中間財	消費財	IT関連財	資本財・部品
39.8	15.0	8.1	9.8	10.4

貿易収支(億円)



地域別の実質輸出と財別の実質輸入(前期比%)





# 1. 物価安定の目途

## (参考) 経常収支を巡る議論

・市場では、我が国の高齢化による貯蓄率の変化に伴う影響に加えて、以下のような要因による経常収支構造の変化に関する議論がみられる。

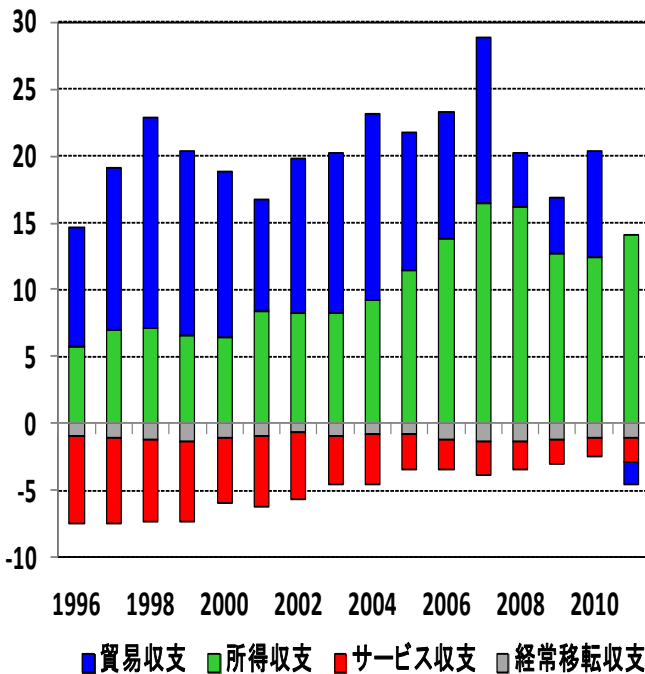
### <貿易収支>

- 1) 日本企業の輸出競争力の低下に伴う影響
- 2) 商品価格の高止まりによる影響

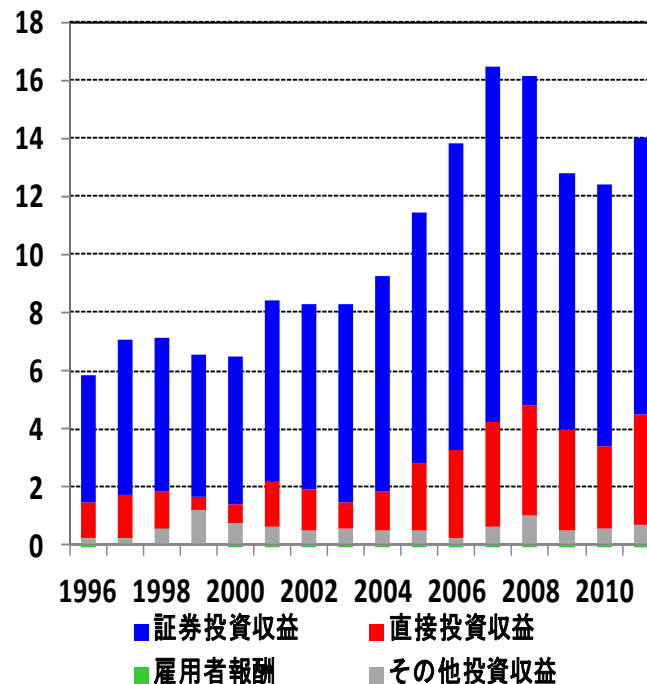
### <所得収支>

・先進諸国における低金利政策の長期化に伴う影響

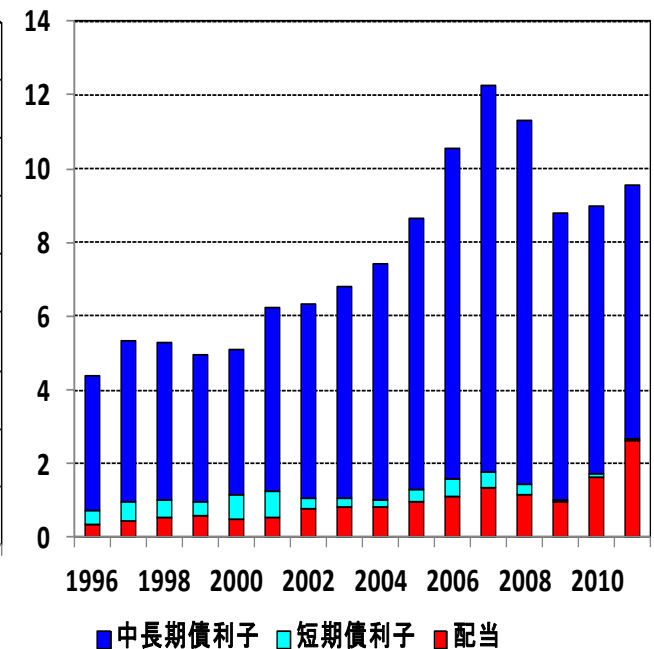
経常収支 (兆円)



所得収支 (兆円)



証券投資収益 (兆円)



# 1. 物価安定の目途

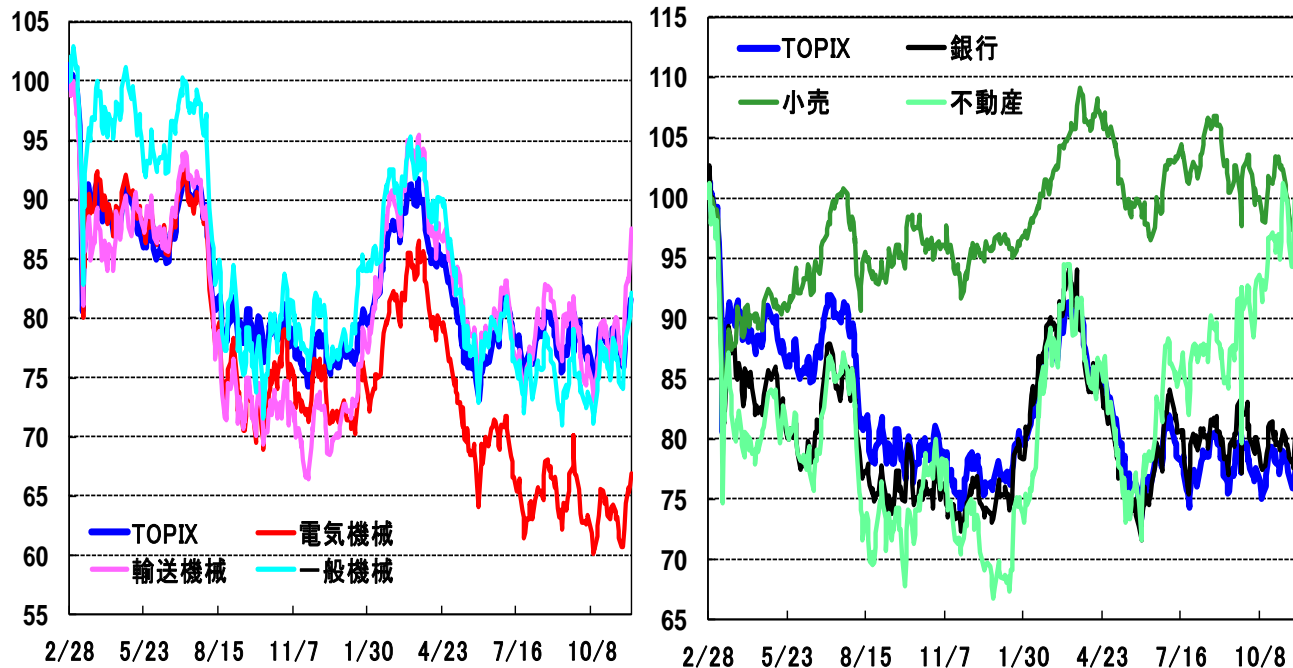
資料: Thomson Reuters

## ■ 株式市場の動向

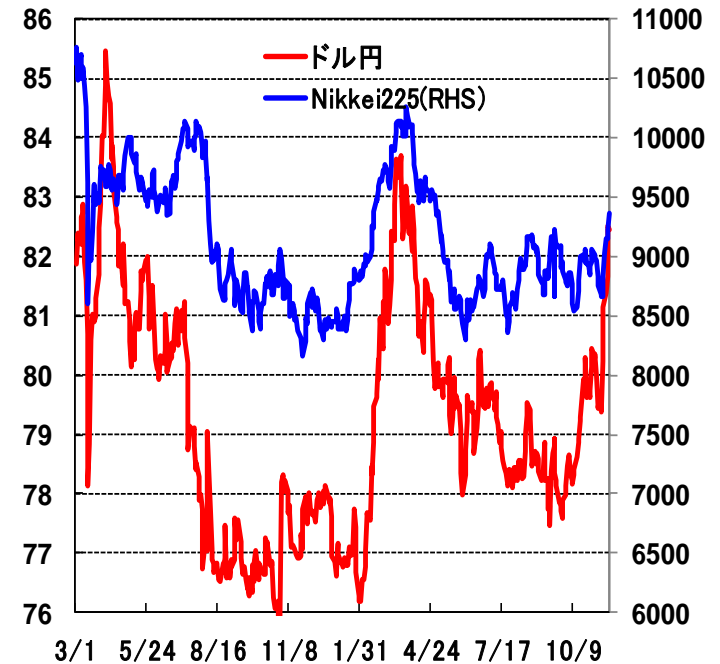
・株式市場では、業種別に株価が区々の動きとなっている。製造業関連の業種は、春先のピークとその後の動きを含めて円相場に沿った動きを示してきた(電気機械は明らかにunder-perform)。これに対して非製造業関連では、銀行が指数全体に沿った動きとなっている一方、小売は比較的堅調に推移し、不動産が今年の後半になって顕著に回復してきたことが目立つ。

—いったんは不明確になった株価指数と円相場との相関も、足許にかけて再び明確になってきている。

主な業種別の株価指数 (2011年2月末 = 100)



ドル円と日経225指数



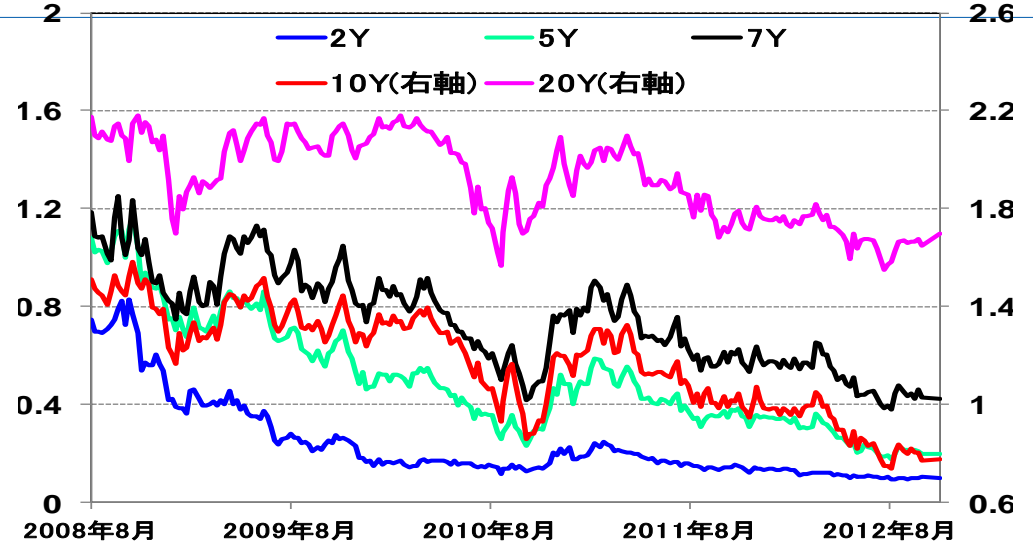
# 1. 物価安定の目途

資料: Thomson Reuters

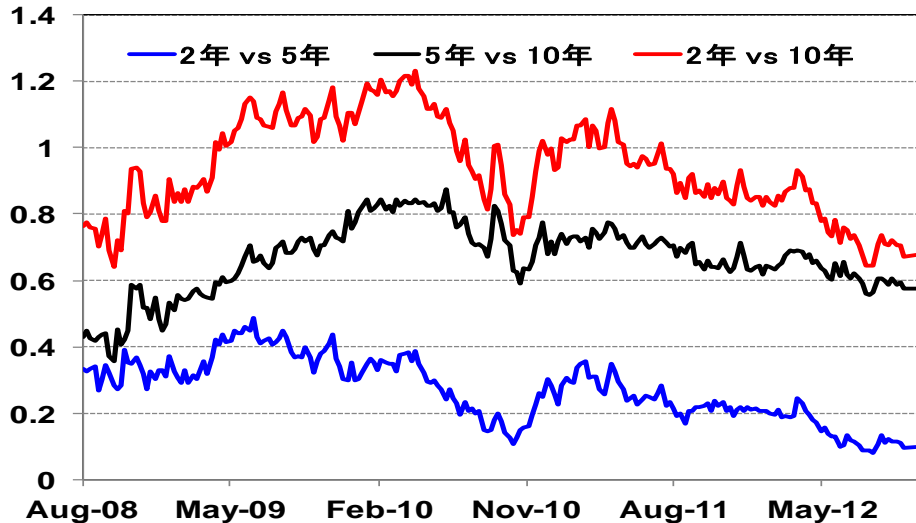
## ■ 国債市場の動向(1)

- ・ 国債のイールドカーブは、足許では金融危機後で最も低い位置にある。しかも、その形状は10年までの間は顕著にフラット化している。—もっとも、超長期ゾーンについては、若干のスティープ化もみられる。
- ・ 本年夏に多少のディップはあったものの、長期国債の利回りは緩やかな下落基調を維持してきた。

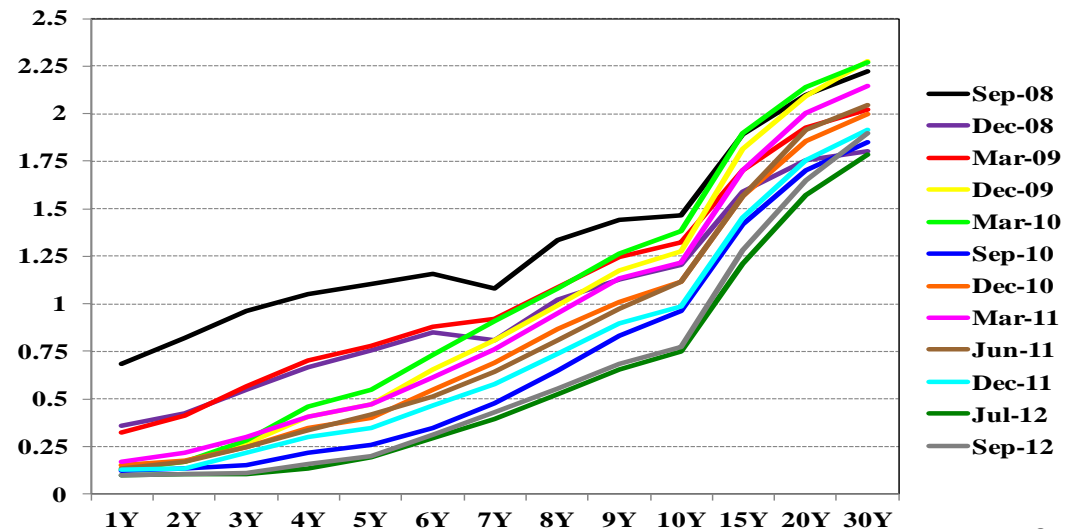
国債の利回り (%)



国債のイールドスプレッド (%)



国債のイールドカーブ (月末: %)



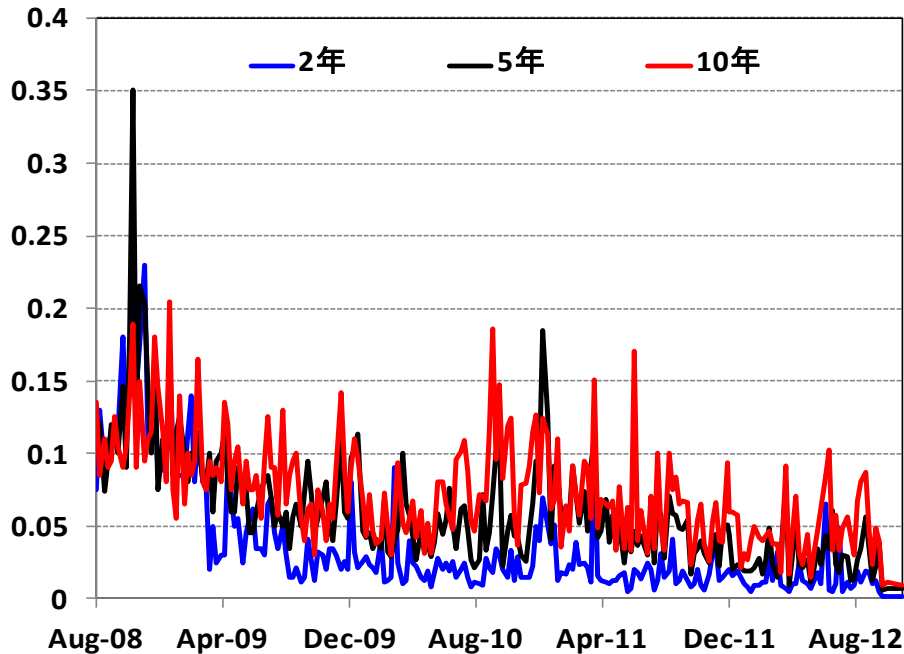
# 1. 物価安定の目途

資料: Thomson Reuters

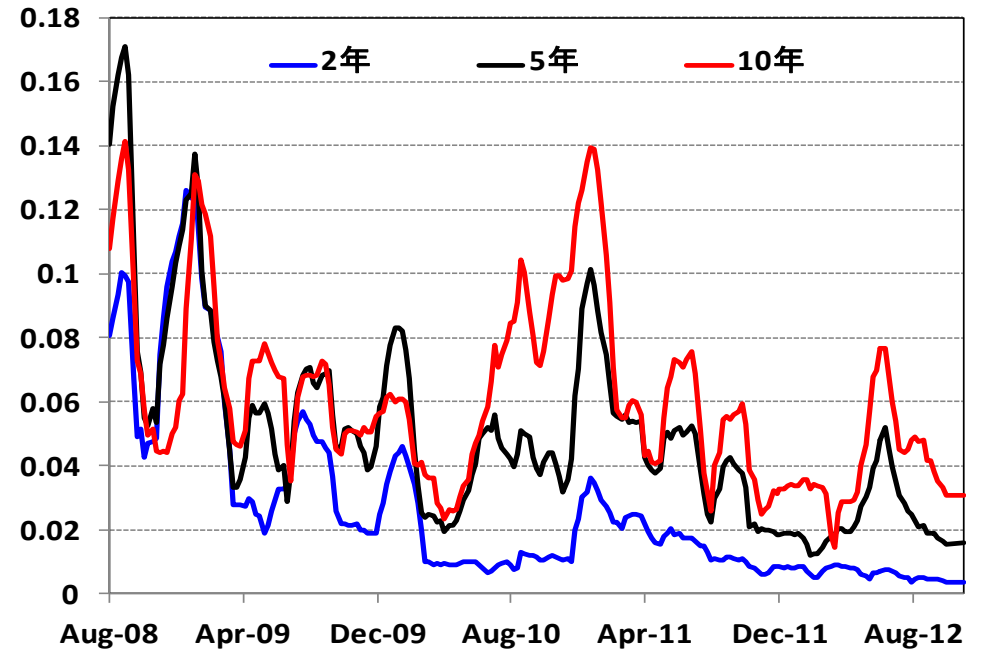
## ■ 国債市場の動向(2)

- 週間の利回りレンジについては、振れを伴いながらも抑制された状態が維持されてきた。同時に、利回りの標準偏差についても、初夏に上昇する局面もあったが、緩やかな下落基調に回帰している。

週間の利回りレンジ (% point)



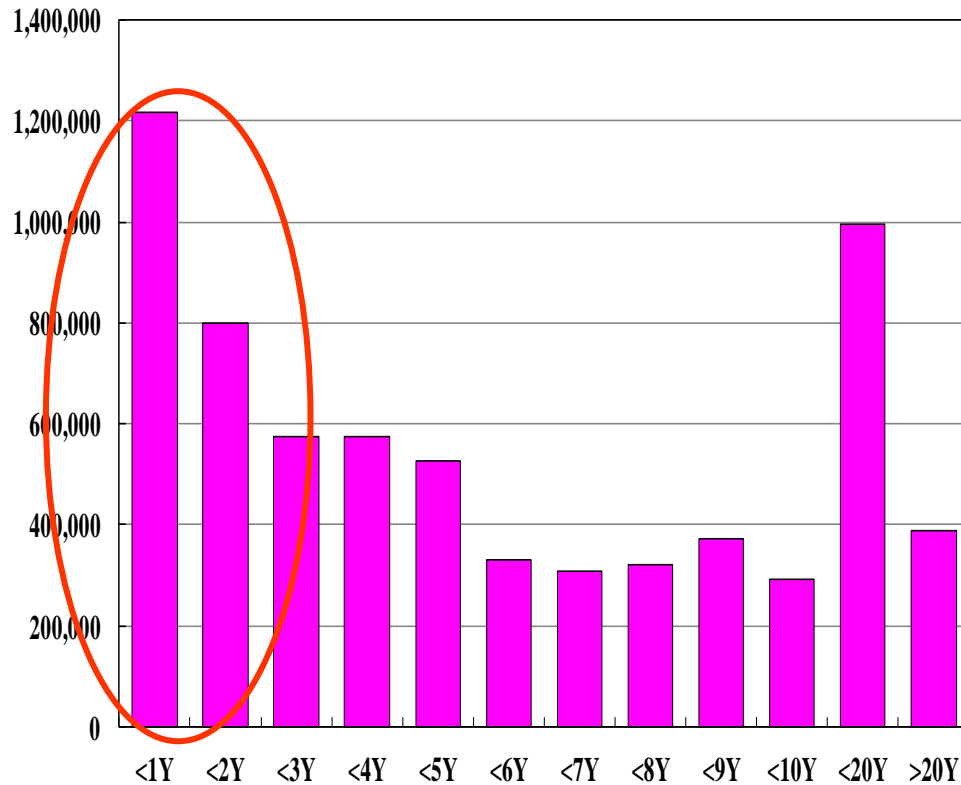
国債利回りの標準偏差 (週間: 13週MA)



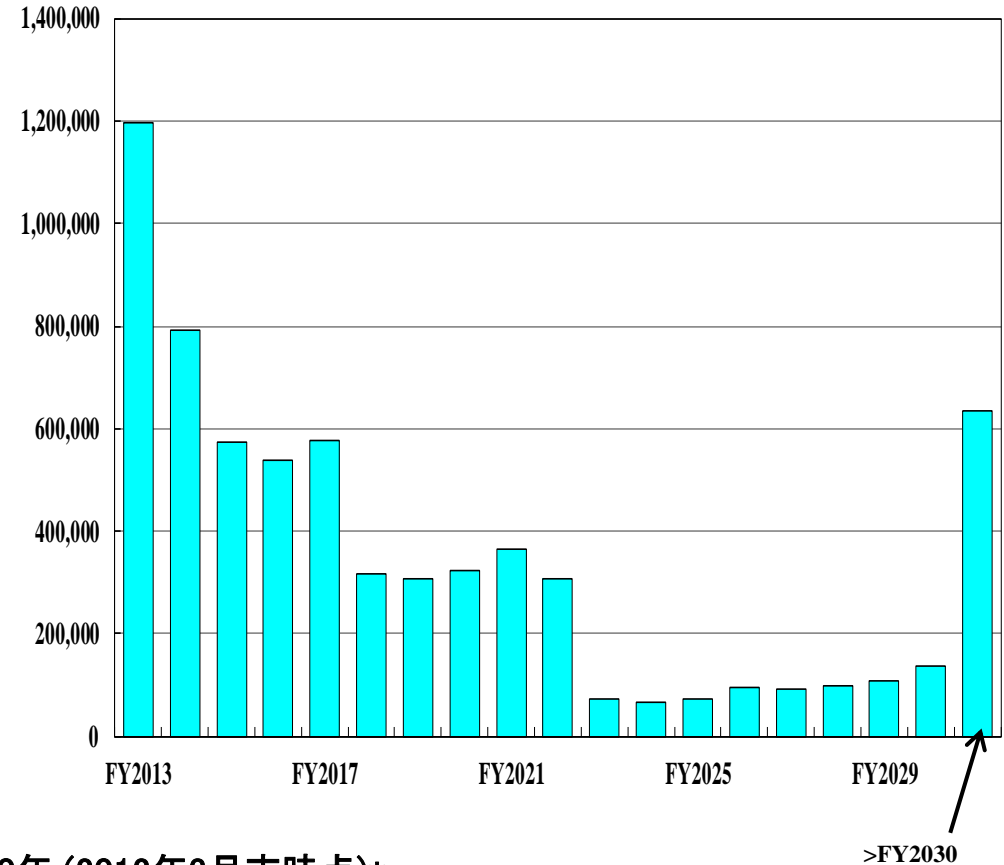
# 1. 物価安定の目途

## ■ 国債残高の構成

残存年限別の構成 (2012年3月末: 億円)



今後の償還スケジュール (2012年度予算・億円)



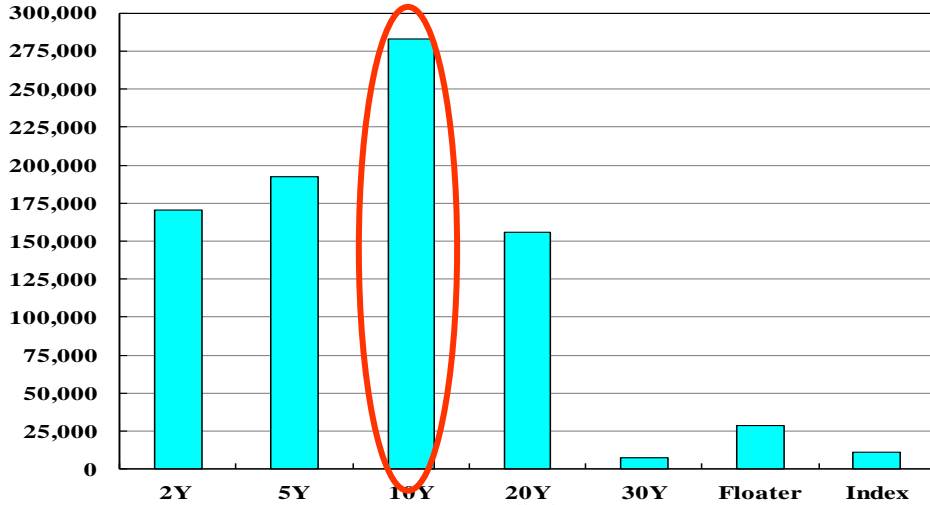
残存国債の加重平均年限: 7.00年 (2012年3月末時点)\*

\*2011年3月末時点では6.67年であった

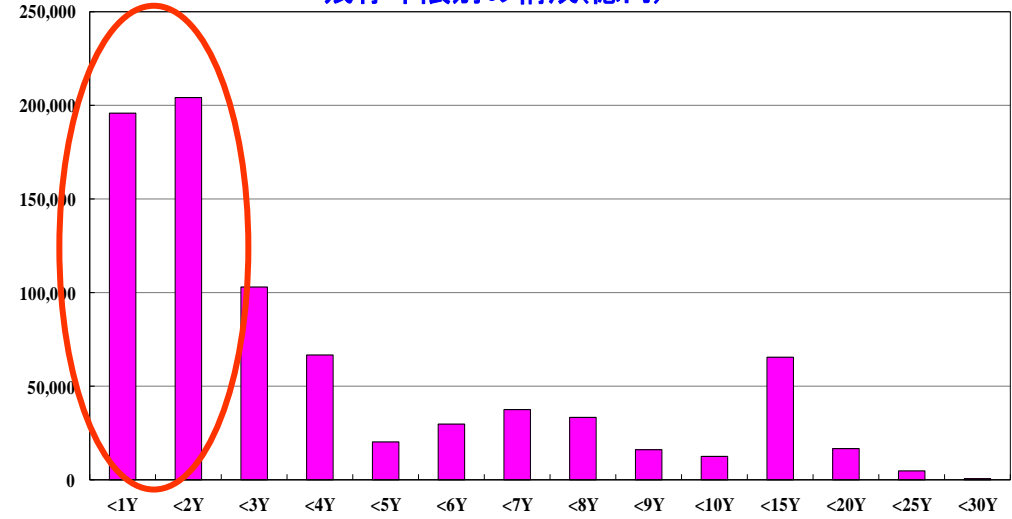
# 1. 物価安定の目途

## ■ 日銀保有国債の構成 (2012年10月末・資産買入れを含む)

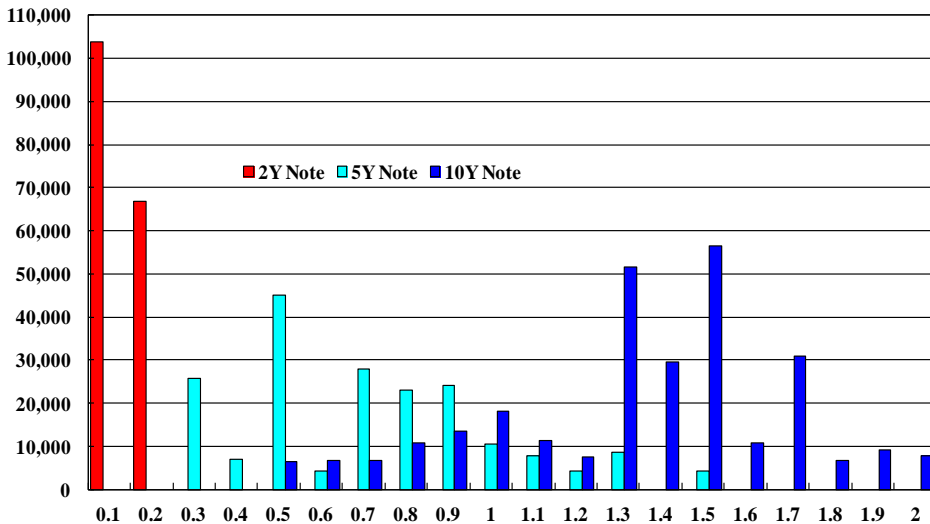
発行年限別の構成(億円)



残存年限別の構成(億円)



固定利付債の構成(億円)



残存年限の加重平均(年)

2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	合計
1.05	1.75	3.45	9.48	22.53	3.87

# 1. 物価安定の目途

資料: 日本銀行

## ■ 国債保有の動向

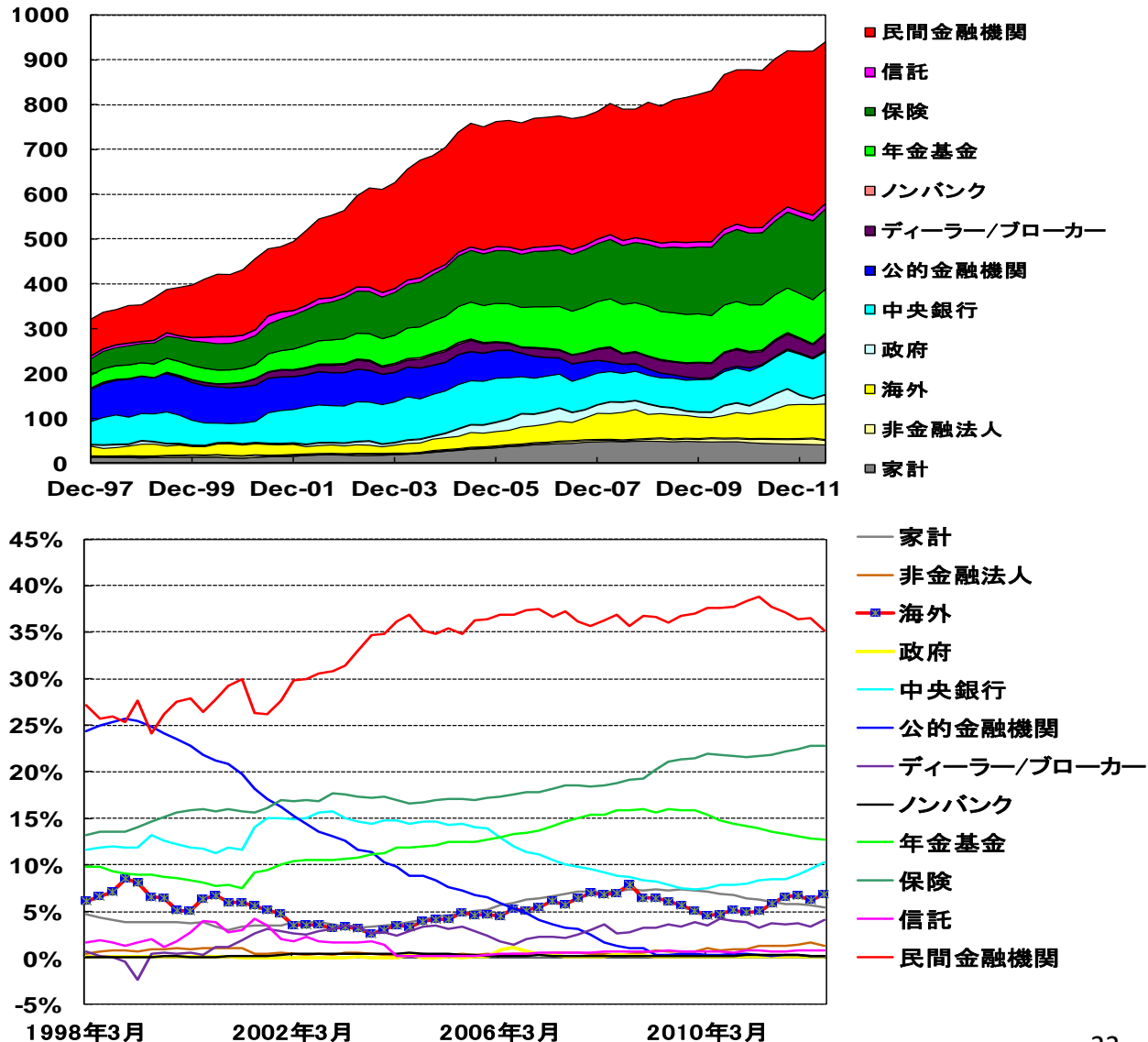
・投資家別の国債保有動向に目立った変化は窺われない。

－国債発行増の大きな部分が、民間金融機関(含むゆうちょ銀行)によって消化される構図にも変化がない。

・より詳細にシェアの推移をみると、近年には保険が徐々にプレゼンスを上昇させた一方、年金基金のシェアはやや低下している。また、民間金融機関のシェアも、長い目で見て頭打ちになっている。

－足許で海外のシェアが微増しているが、数年前にも高まったことがある。なお、日銀のシェアは低下傾向をたどってきたが、ここへきて反転上昇している。

(上) 主要投資家別の国債保有残高(兆円)、(下) 同シェア(%)



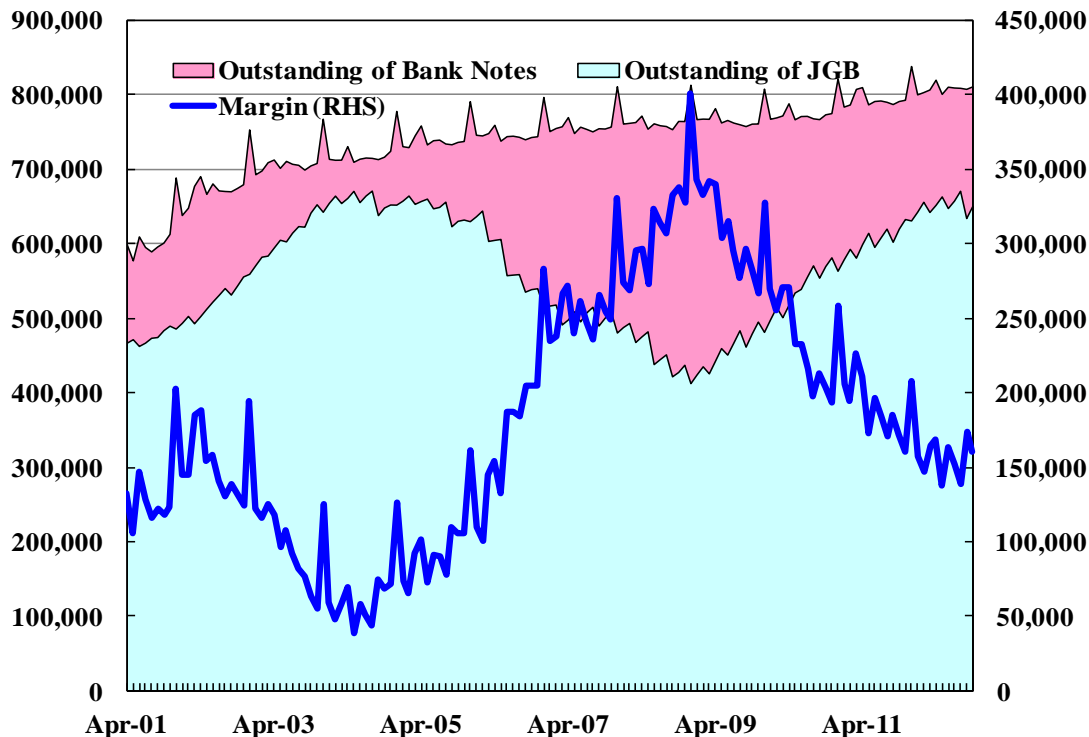
# 1. 物価安定の目途

## ■ 銀行券ルール(1)

- ・ 10月31日時点で、日銀による保有国債(輪番オペ分)と銀行券残高の差―すなわち、「銀行券ルール」の下での日銀による国債の「買入れ余力」―は約16.1兆円であった。これは、前回の「量的緩和」を解除した2006年3月の時点とほぼ同額である。
- ・ 日銀は、「銀行券ルール」が、国債買入れの意図を明確に伝えることを通じて、国債市場の安定化に寄与しているとの立場をとっている。

「銀行券ルール」(億円)

白川総裁による記者会見(抜粋)



(2010年10月)

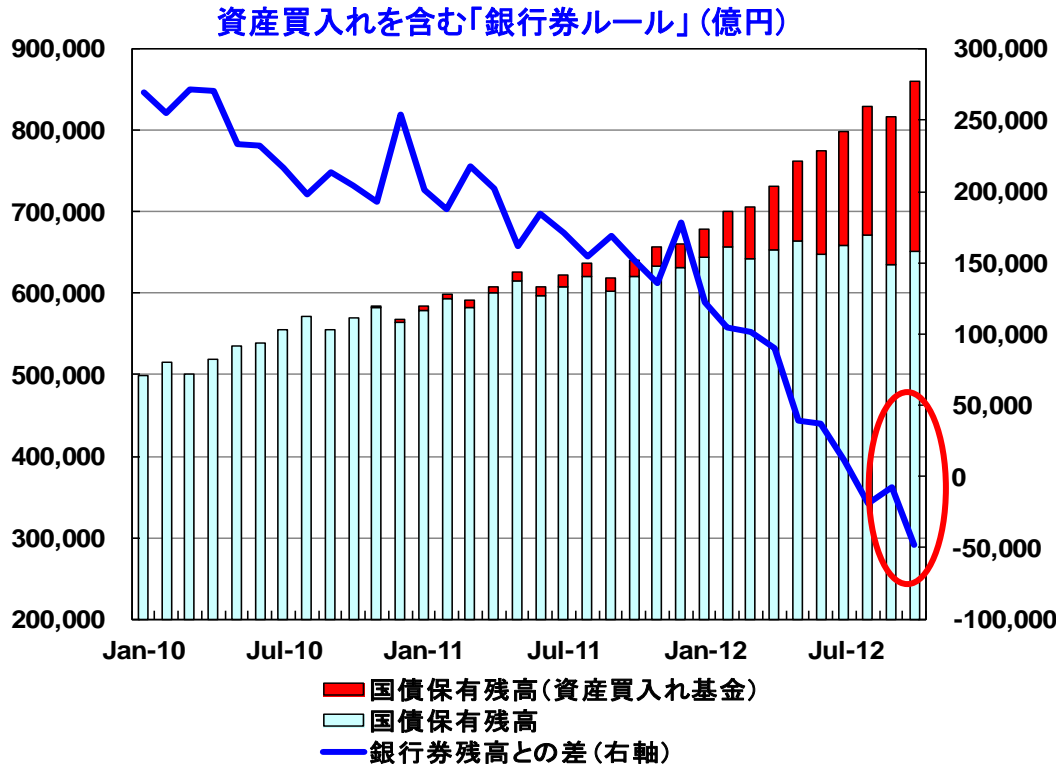
・ 現在実施している長期国債の買入れは、経済の成長に伴う銀行券需要の趨勢的な増加に対応して、市場に対する安定的な資金供給を目的として行っており、買入れた国債は基本的に安定的に保有することを想定しています。このため、長期国債の保有残高は銀行券の残高を上限とする運営を行っています…こうした運営方式であることを予め公表することは、長期国債の買入れが財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確化することによって、長期金利のリスク・プレミアムの上昇を予防する効果も有しています。



# 1. 物価安定の目途

## ■ 銀行券ルール(2)

- 仮に、資産買入れ基金による国債買入れを含めた場合、日銀が保有する国債の総残高は、白川総裁が既に予想していた通り、今年8月の時点で銀行券残高を上回っている。
- 資産買入れ基金による国債買入れが次第に強化されていく結果、輪番オペによる国債買入れとの差異が曖昧になっていくと、「銀行券ルール」の趣旨が問い直されることになる。これは、最終的には、国債買入れの枠組み全体の見直しにつながることも考えられる。



白川総裁による記者会見(抜粋)

(April 2012)

……銀行券残高の最近の動きや国債買入れ計画をもとに推計すると、日銀による国債保有額は、本年末以前に銀行券残高を上回ることが予想される

## 2. 包括緩和の運営

- 本パートについては、以下のようなポイントが重要と思われる。

包括緩和の レビュー	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 包括緩和の約2年間の実績をどう考えるか<ul style="list-style-type: none"><li>ー政策目標に向けた効果や市場との対話について、どのように評価できるか</li></ul></li><li>➤ 主要な中央銀行における政策の枠組みとの相違は何か<ul style="list-style-type: none"><li>ー日銀の対応が際立っている場合、その背景は何であると考えるか</li></ul></li></ul>
今後の課題	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ よりシンプルな枠組みとすることをどう考えるか<ul style="list-style-type: none"><li>ー透明性や波及効果の点でどのように評価できるか</li></ul></li><li>➤ 量的緩和の側面の運営をどう考えるか<ul style="list-style-type: none"><li>ー期待される効果と潜在的なコストをどう考え、後者をどうコントロールするか</li></ul></li></ul>

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 包括緩和の考え方

- ・ 包括緩和を構成する各措置に関して、日銀による趣旨と市場の受け止め方とが、必ずしも整合的でなくなっている面も窺われる。

政策措置	日銀の趣旨	市場の見方
■ クレジット資産の買入れ	■ リスクプレミアムの抑制	■ 資産価格の引上げ
■ 国債買入れ	■ 長めの金利に低下を働きかけ	■ 資金の供給によるデフレの阻止 ■ 長期金利の抑制
■ TB買入れと共通担保オペ	■ ターム物金利の安定の確保	■ 資金の供給によるデフレの阻止

- ・ こうした対話の問題の背景には、以下のような要因が存在すると思われる。

#### 1) デフレの原因や処方箋に関するコンセンサスがでない

→ デフレの原因をmonetaryな要因に求める立場からは、資金の量的な供給を伴う措置が、デフレに対する直接的な処方箋として理解されることになる

→ これに対して日銀は、デフレが主として構造要因によると理解した上で、経済成長を回復させる上で前提となる緩和的な金融環境の維持のために種々の措置を講じると主張する

#### 2) 危機対策と景気対策が区別されていない

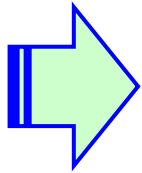
→ 金融経済の局面が危機から景気低迷へそのまま移行し、かつ、メニュー自体はそのまま維持されているだけに、日銀は景気対策としての趣旨を込めても、市場は危機対策当時の解釈を引きずりやすい

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 包括緩和の課題と論点

- ・ 包括緩和の実施手段である資産買入れについては、既にかかなり複雑化しており、政策意図が理解しにくくなっている面がある

ー対象手段の面や各々の買入れ目標額、それらの達成時期など、政策変数が多岐に亘る



➤ 一つの考え方として、例えば、マクロの「量的緩和」とミクロの「信用緩和」といった2つの柱に絞り込むことが考えられる

→前者は国債・TBの買入れ、後者はクレジット資産の買入れとなる

→危機対策でなく景気刺激に主眼を置くのであれば、比較的頻繁に見直しを行うのは前者に限定する

- ・ ただし、このような案のメリットは政策効果の波及をどう考えるかに依存する
  - ー日本の場合に「量的緩和」の効果が幅広い資産価格に均霑するか否かが、買入れ対象の選択に影響を与えることになる
  - ーさらに、こうした波及効果の背後にある金融資産間の代替性の程度やその変化をどうみるかという点も、重要なポイントになる

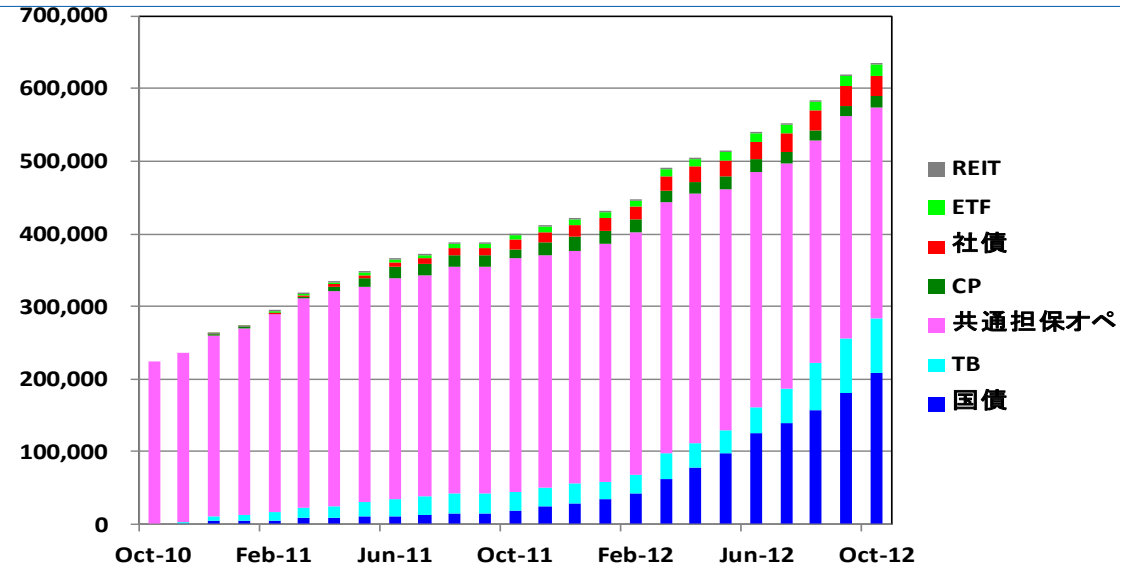
## 2. 包括緩和の運営

資料: 日本銀行

### ■ 資産買入れの実績

- 資産買入れ基金においては、依然として共通担保オペの残高が大きいですが、長期国債のシェアも上昇してきている。
- 買入れ目標の累次の引上げを通じて、増加分の大半は長期国債とTBに振り向けられた。
- また、買入れ目標の引上げと同時に、達成目標時期も後ずれしてきた。この点が、金融緩和の「強度」に関する理解を難しくしたとの指摘もみられる。

<上> 資産買入基金の残高(億円)  
<下> 資産買入れの目標額(億円)



	Oct 2010	Mar 2011	Aug 2011	Oct 2011	Feb 2012	Apr 2012	Jul 2012	Sep 2012	Oct 2012
長期国債	1.5	2.0	4.0	9.0	19.0	29.0	→	34.0	39.0
TB	2.0	3.0	4.5	→	→	→	9.5	14.5	19.5
共通担保オペ	30.0	→	35.0	→	→	30.0	25.0	→	→
CP	0.5	2.0	2.1	→	→	→	→	→	2.2
社債	0.5	2.0	2.9	→	→	→	→	→	3.2
ETF	0.45	0.90	1.4	→	→	1.6	→	→	2.1
REIT	0.05	0.1	0.11	→	→	0.12	→	→	0.13
合計	35.0	40.0	50.01	55.01	65.01	70.01	70.01	80.01	91.13
(達成時期)	Dec 2011	Jun 2012	Dec 2012	→	→	Jun 2013	→	Dec 2013	→

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 資産買入れの概観: 信用緩和

資産	内容	相手方	レート	適格要件	期間	目標額 (兆円)	残高 (兆円, 10月末現在)
CP とABCP	適格な取引先からCP とABCP を買入れ	新たに応募する取引先	利回り入札(下限0.1%) →(下限は廃止)	・CP: a-2格以上 ・ABCP: a-1格 ・各発行体につき1000億円以内	---	0.5 →2.0 →2.1 →2.2	1.5417 <70.0%>
社債	適格な取引先から社債を買入れ	新たに応募する取引先	利回り入札(下限0.1%) →(下限は廃止)	・BBB格以上(不動産投資法人についてはAA格以上)	1~2年 →1~3年	0.5 →2.0 →2.9 →3.2	2.8754 <89.9%>
ETF	ETFの買入れを行う信託基金へ資金を供給	新たに設置する信託基金	---	(分散投資のルールを導入)	---	0.45 →0.9 →1.4 →1.6 →2.1	1.4497 <69.0%>
J-REIT	J-REITの買入れを行う信託基金へ資金を供給	新たに設置する信託基金	---	(分散投資のルールを導入)	---	0.05 →0.1 →0.11 →0.12 →0.13	0.1086 <83.5%>

- ・赤字: 2011年3月14日の見直し・青字: 2011年8月4日の見直し・緑字: 2011年10月27日の見直し・黒太字: 2012年2月14日の見直し
- ・黒斜体: 2012年4月27日の見直し・黒下線: 2012年7月12日の見直し・青斜体: 2012年9月19日の見直し・赤斜体: 2012年10月30日の見直し

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 資産買入れの概観: 量的緩和

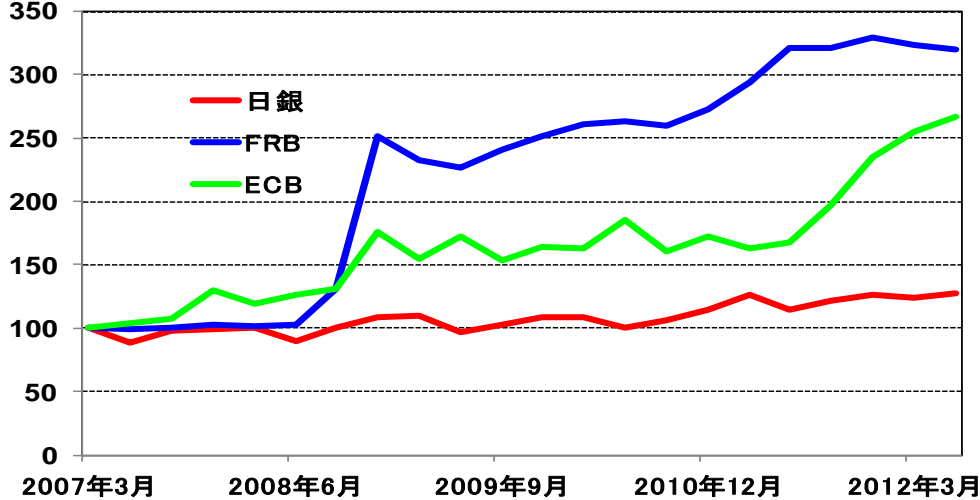
資産	内容	相手方	レート	適格要件	期間	目標額 (兆円)	残高 (兆円, 10月末現在)
長期国債	適格な買入れ先から長期国債を買入れ	新たに応募する取引先	利回り入札(下限0.1%) →(下限を廃止)	---	1~2年 →1~3年	1.5 →2.0 →4.0 →9.0 →19.0 →29.0 →34.0 →39.0	20.8813 <53.5%>
TB	適格な買入れ先からTBを買入れ	新たに応募する取引先	利回り入札(下限0.1%) →(下限を廃止)	---	---	2.0 →3.0 →4.5 →14.5 →19.5	7.5484 <38.7%>
共通担保オペ	適格担保に対してターム物資金を供給	(既存の共通担保対象先)	0.1%で固定	(共通担保)	3か月 →(廃止)	20.0 →0	---
	↑	↑	↑	↑	6か月→ 6か月以下	10.0 →15.0 →25.0	28.9733 <115.89%>

- ・赤字: 2011年3月14日の見直し・青字: 2011年8月4日の見直し・緑字: 2011年10月27日の見直し・黒太字: 2012年2月14日の見直し
- ・黒斜体: 2012年4月27日の見直し・黒下線: 2012年7月12日の見直し・青斜体: 2012年9月19日の見直し・赤斜体: 2012年10月30日の見直し

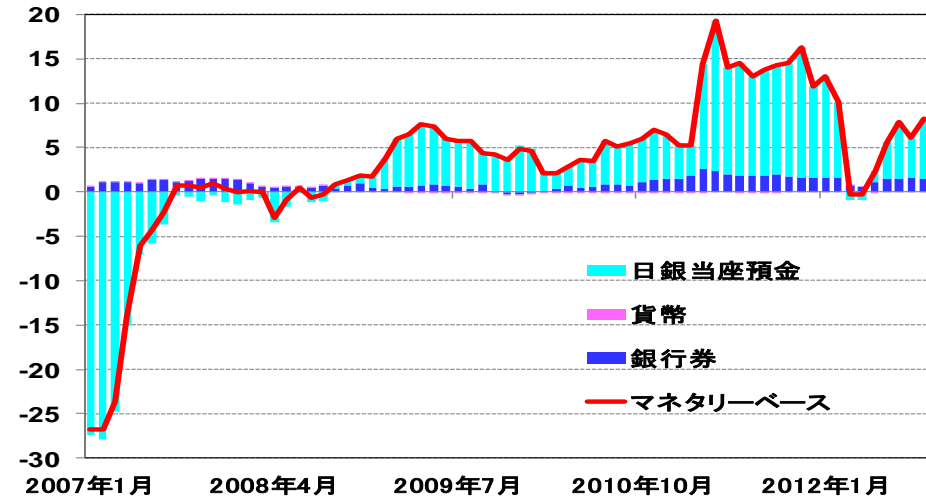
## 2. 包括緩和の運営

### ■ 主要国の中央銀行との「量的」比較

主要国の中央銀行の資産規模 (2007年3月 = 100)

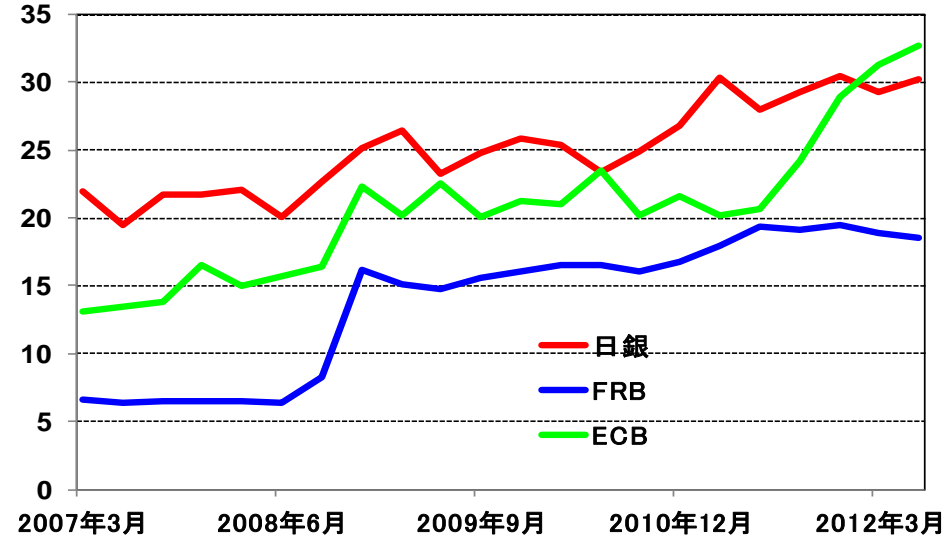


マネタリーベースの推移 (前年比・%)



- 量的な資金供給の支持者は、主要国の中央銀行に比べて日銀の資金供給が不十分であると指摘することが多い。この場合、金融危機後の資産規模の拡大が不十分であることに着目する場合が多い。
- これに対し、白川総裁は、GDPとの対比でみた日銀の資産規模が長期にわたって高水準であった点や、米国に比べて相当に大きい点などに言及しつつ反論することが多い。

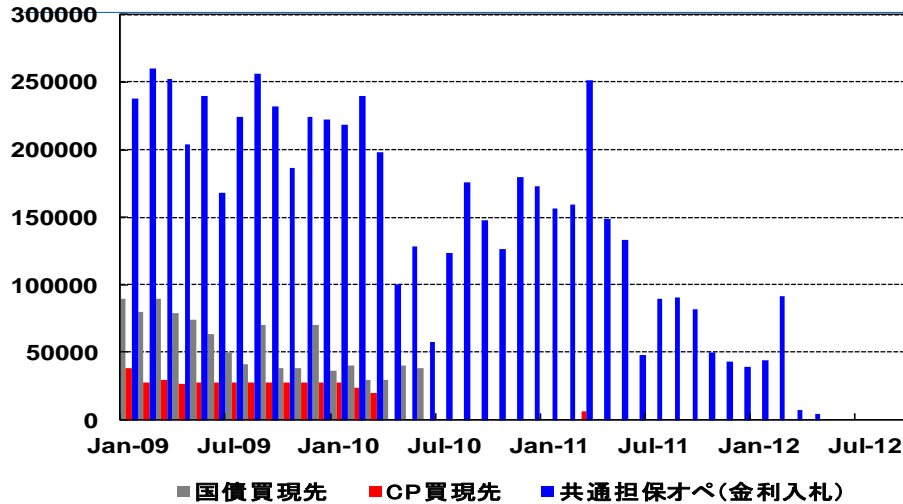
主要国の中央銀行の資産規模 (対名目GDP)



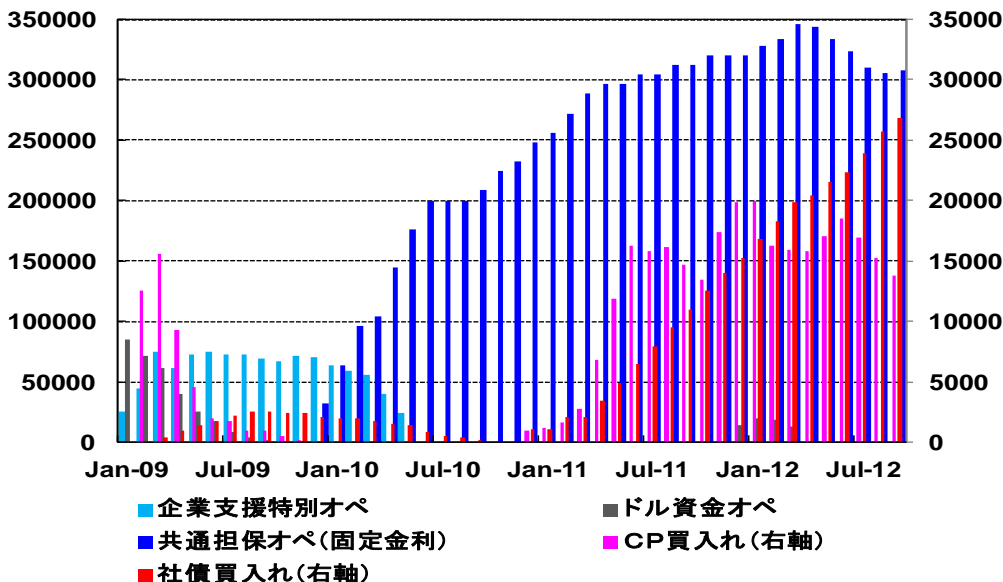


## 2. 包括緩和の運営

### ■ 短期オペの運営 (1)



(上)「伝統的」手段の残高、(下)「非伝統的」手段の残高(ともに億円)

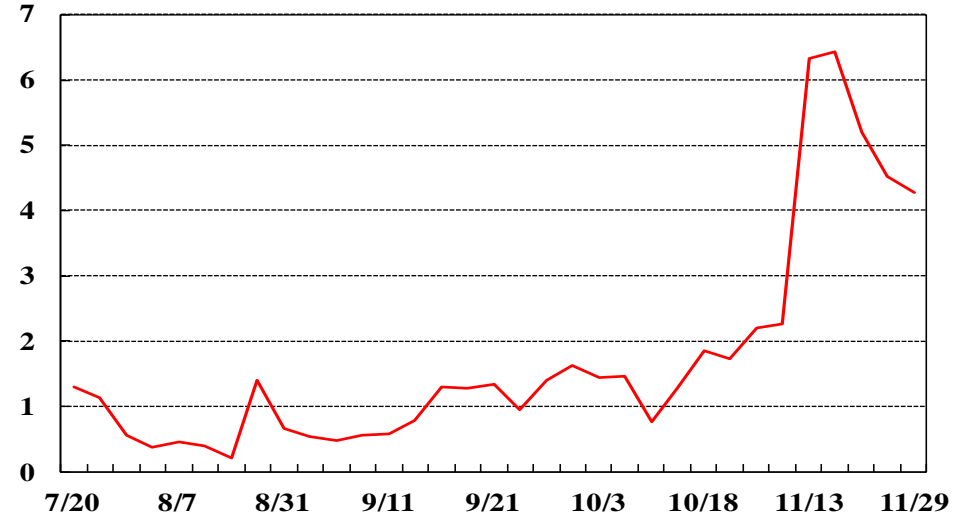
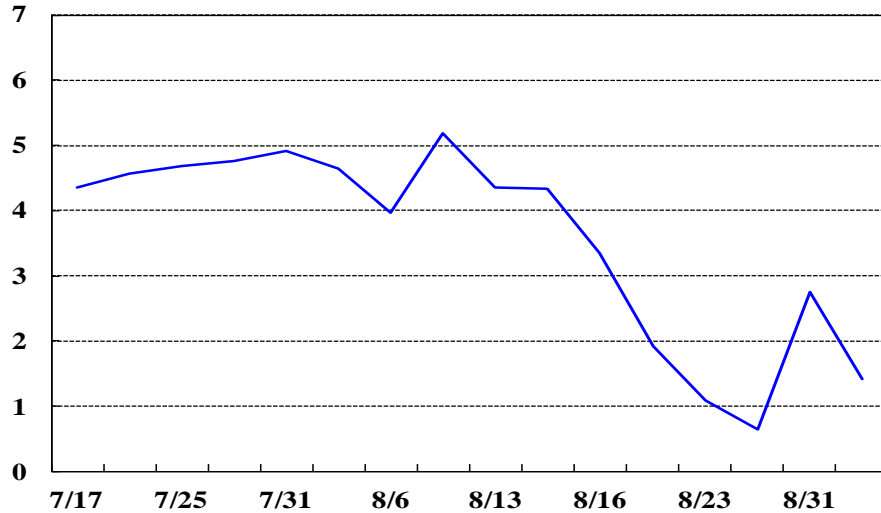


- かつてはファイン・チューニングの主体であった共通担保オペ(金利入札分)を含む、いわゆる「伝統的」なオペの残高は、ついにゼロになった。加えて、これまで包括緩和において量的な面では主役であった共通担保(固定金利分)についても、既に減少に転じている。  
→これらの現象は、言うまでもなく、短期金融市場における資金需要の飽和を示している。
- CP買入れと社債買入れの残高は、最近になって異なる動きを示すようになってきている。おそらく、CPについても、上記と同様な理由により、買入れ目標額を大きく引き上げることは難しい状況になってきている
- この間、日銀によるドル資金オペの残高も消滅している。おそらく、種々の危機対策を映じて、欧州市場のセンチメントが相応に安定した点が大きいのであろう。

## 2. 包括緩和の運営

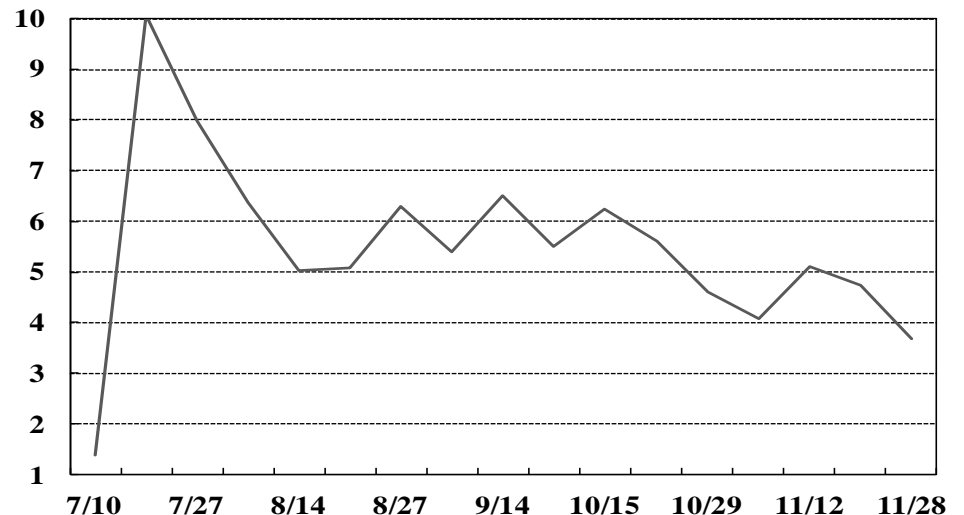
### ■ 短期オペの運営 (2)

共通担保オペ(固定金利)の応札倍率(右が3ヶ月以下物、左が3ヶ月超物)



- 共通担保オペ(固定金利)に対する需要は、7月の見直し後も低迷が続いたが、10月以降、4~5カ月物といった従来なかった満期の導入に呼応して、応札倍率が顕著に回復している。
- この間、資産買入れ基金経由でのTBの買入れについては、振れを伴いつつも、共通担保オペに比べてはるかに高い応札倍率を維持している。

TB買入れ(資産買入れ基金)の応札倍率



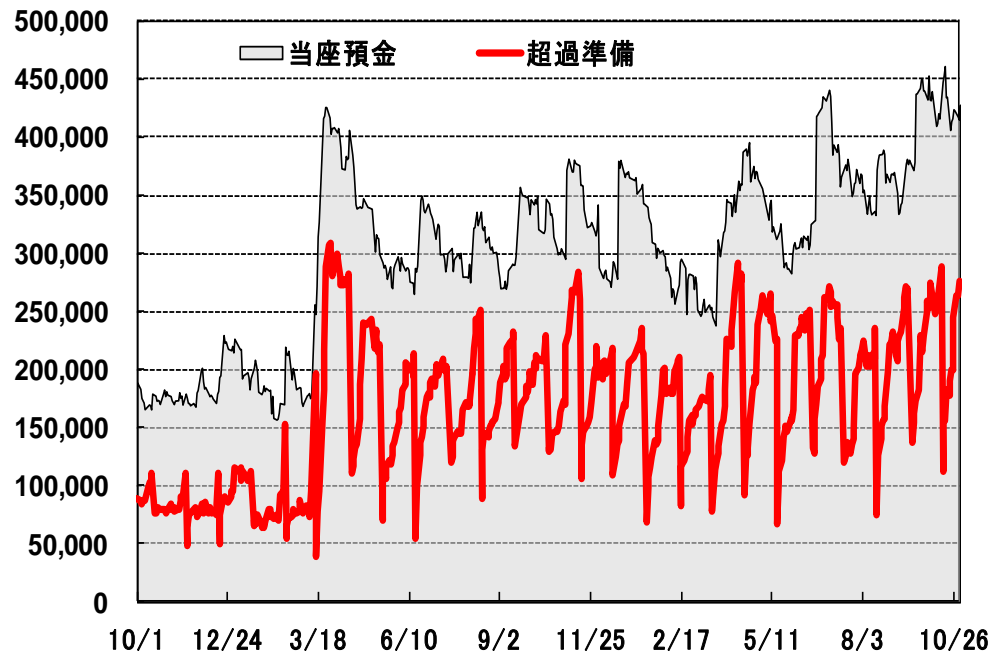
## 2. 包括緩和の運営

### ■ 量的緩和の実情 (1)

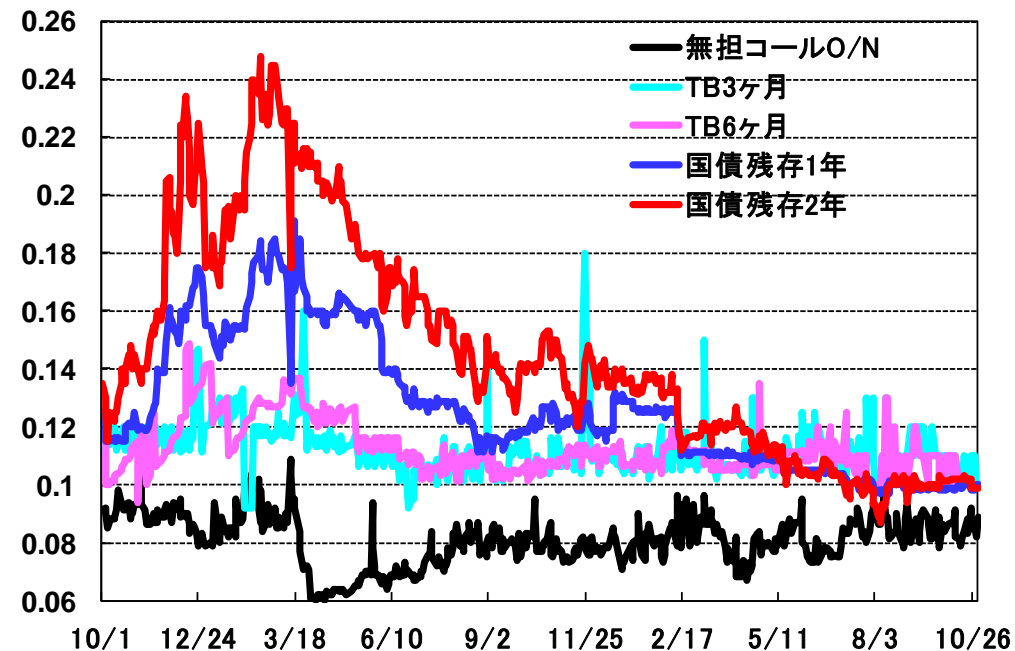
資料：日本銀行, Thomson Reuters

- 当座預金残高は、季節性による大きな振れを伴いながらも増加を続けている。10月末時点の残高は、約42.6兆円に達しており、これは昨年3月23日（大震災直後の資金供給が行われた頃である）の残高と概ね同じである。
- この間、短期金融市場での金利のボラティリティも顕著に抑制された。特に、長期国債の期近債の利回りがかつてに比べて極めて安定的に推移していることが目立つ。

包括緩和導入後の当座預金の推移(億円)



主な短期金利(%)

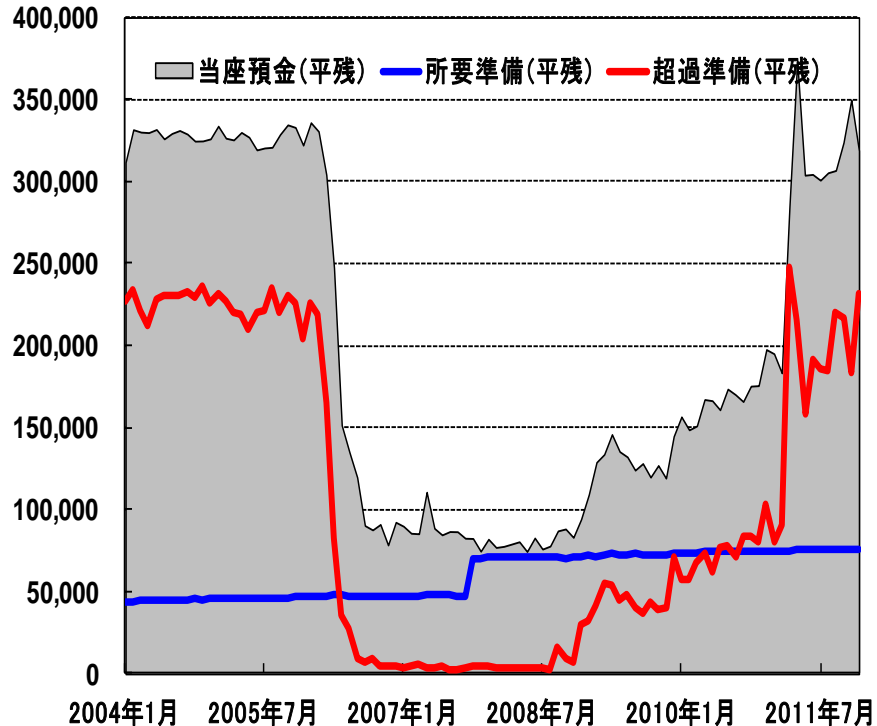


## 2. 包括緩和の運営

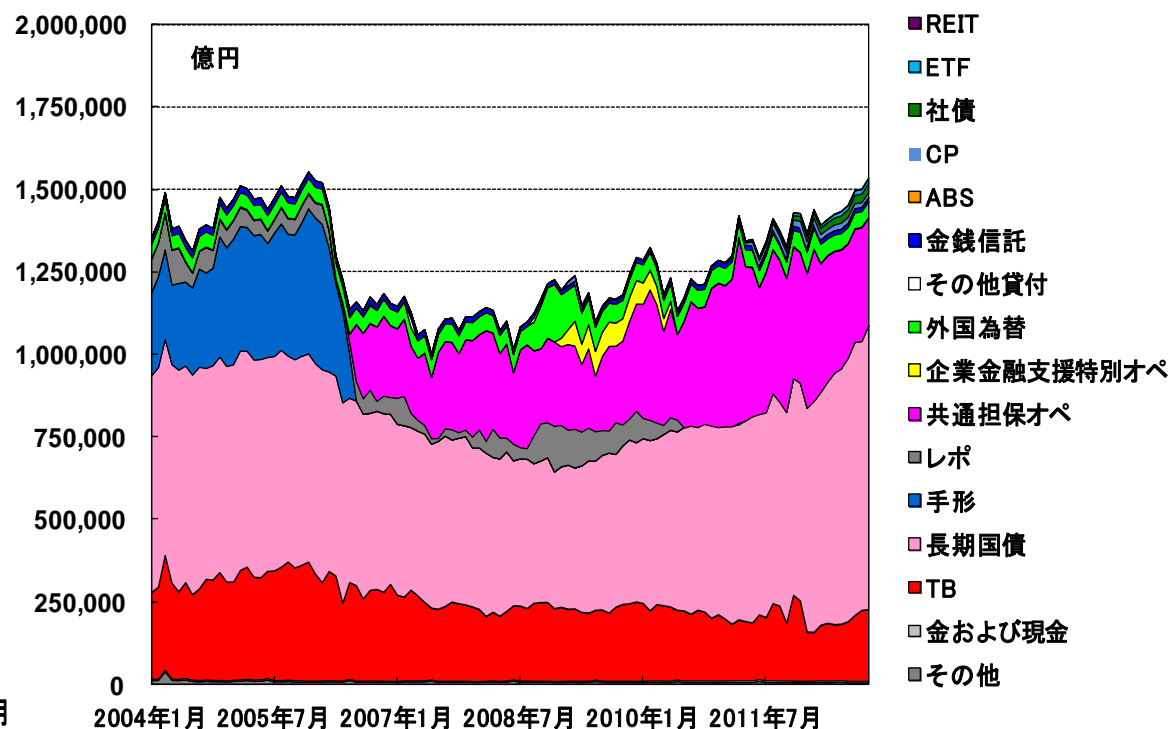
### ■ 量的緩和の実情 (2)

- ・ 本年入り後、当座預金の平残や超過準備の平残も、前回の「量的緩和」期のピークを超えるようになってきている。
- ・ 同時に、日銀の総資産残高もはっきりとした増加基調に入ってきた。大きく貢献しているのは、資産買入れ基金による国債買入れの増加である。この結果、日銀の資産の満期構成も徐々に長期化していることが推測される。

当座預金と準備預金 (億円)



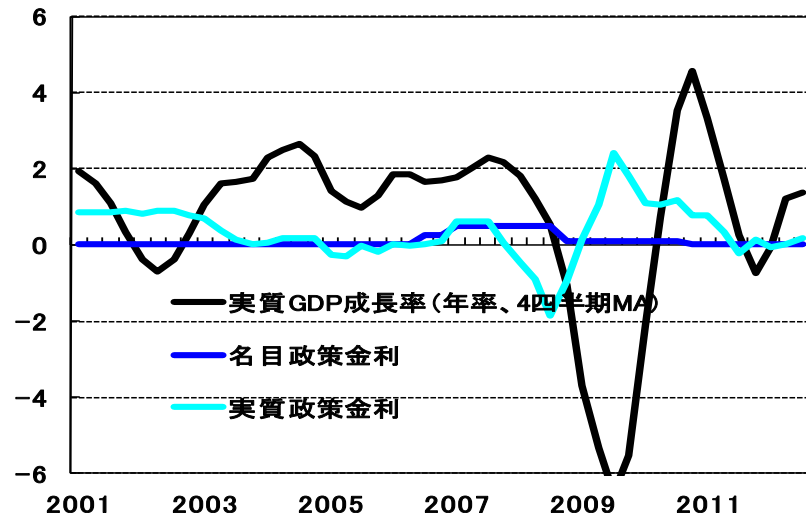
日銀の資産構成 (億円)



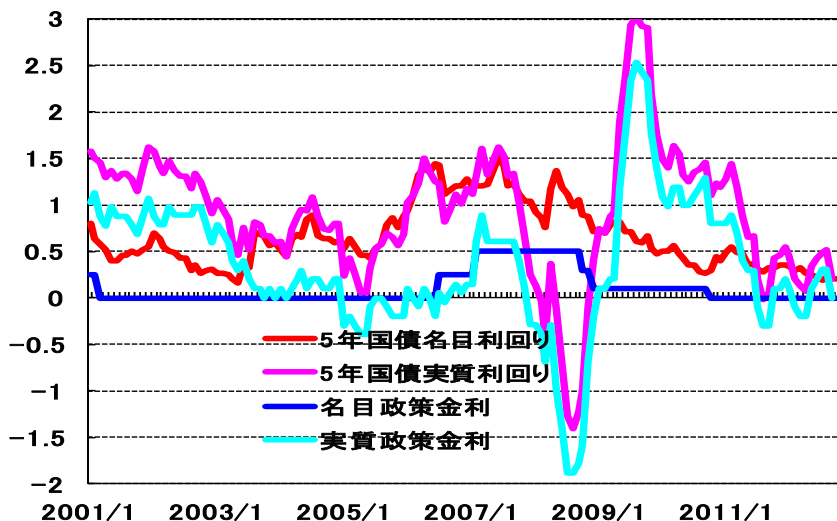
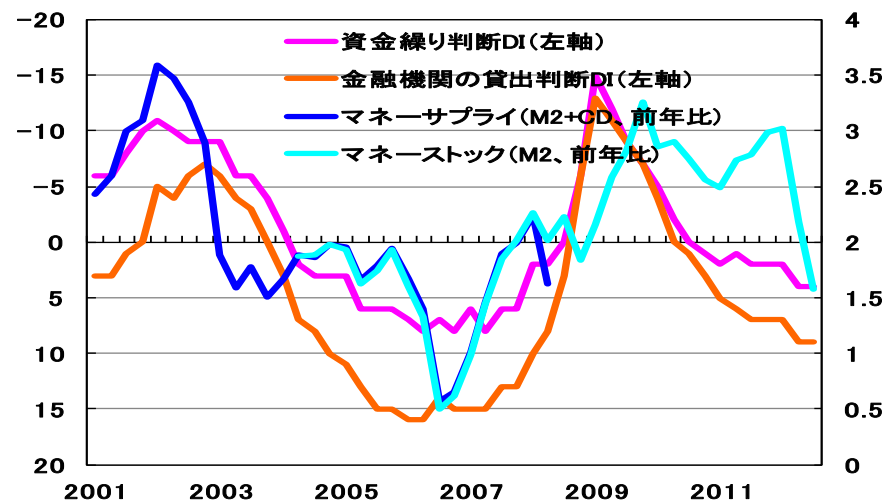
## 2. 包括緩和の運営

### ■ 現在の金融環境

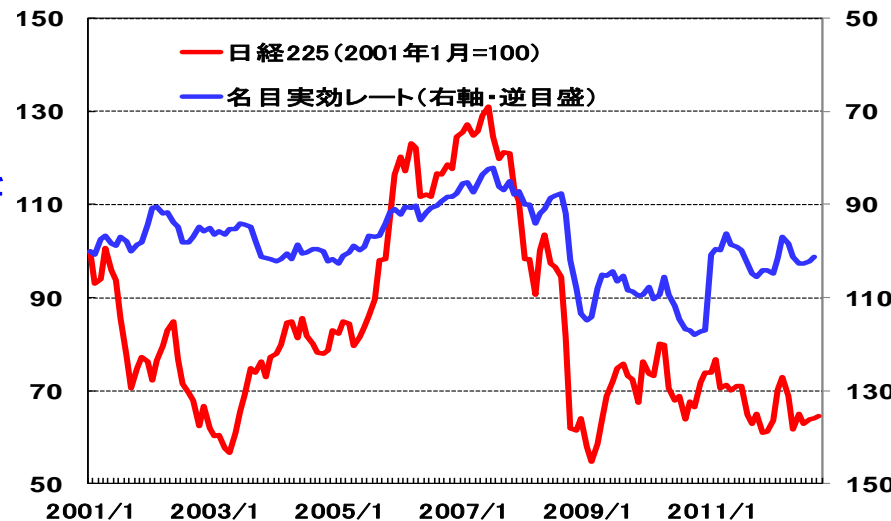
・足許では、①デフレの抑制に伴う実質金利の低下、②マネーストック伸び率のプラス圏での推移、③株価や円相場の反発、といった要因によって、金融環境は相応に緩和的であるとみられる。



〈左〉  
実質GDP成長率と  
政策金利(%)  
〈右〉  
流動性の状況と  
マネー(DI, %)



〈左〉  
5年国債の利回りと  
政策金利(%)  
〈右〉  
実効為替レートと  
日経225指数  
(Jan 2001=100)



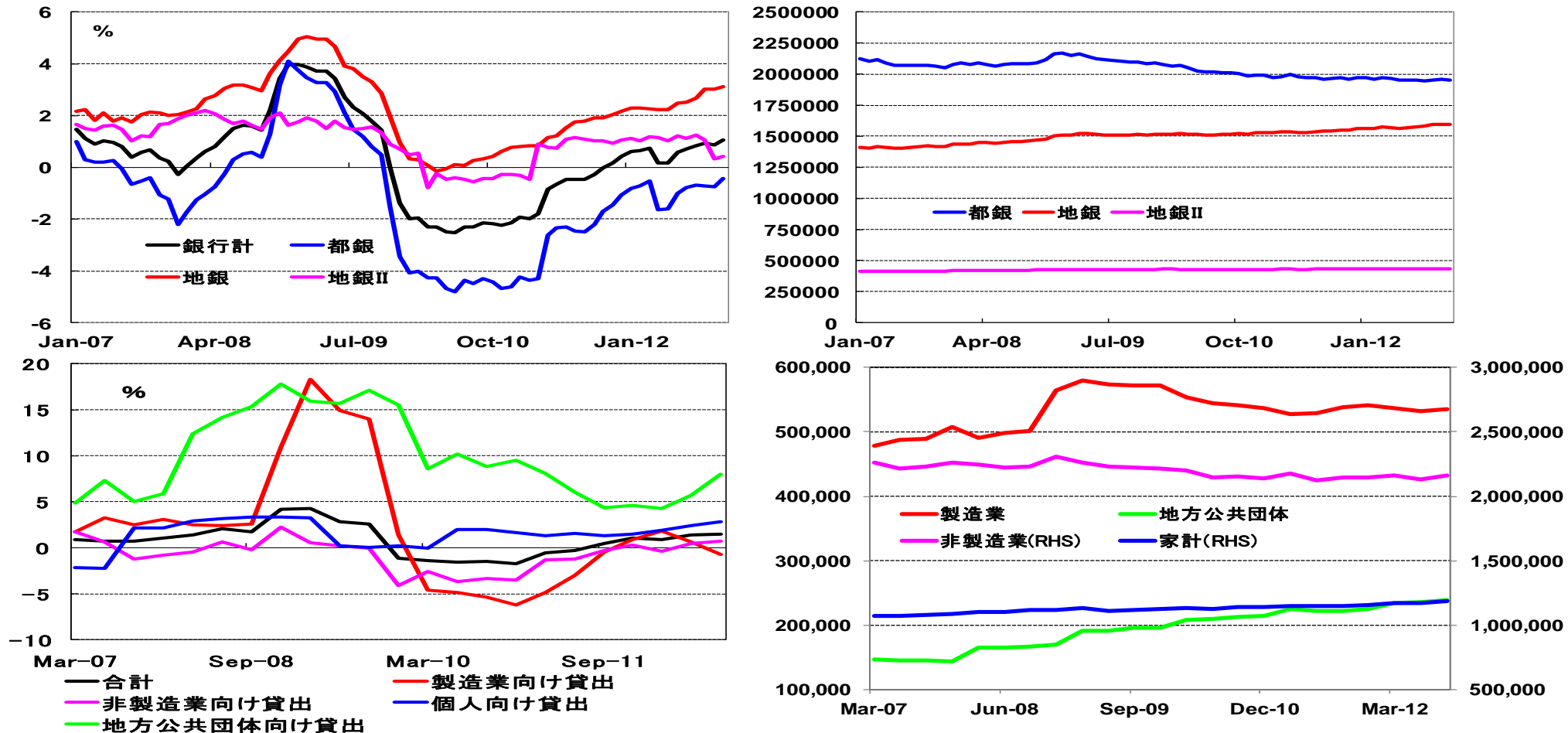
## 2. 包括緩和の運営

資料: 日本銀行

### ■ 銀行貸出(1)

- ・ 銀行貸出は、全体としては緩やかな増加を続けている。
- ・ 業態別では地方銀行が、貸出相手先別では個人・地公体向けが牽引する動きとなっている構図には変わりがない。

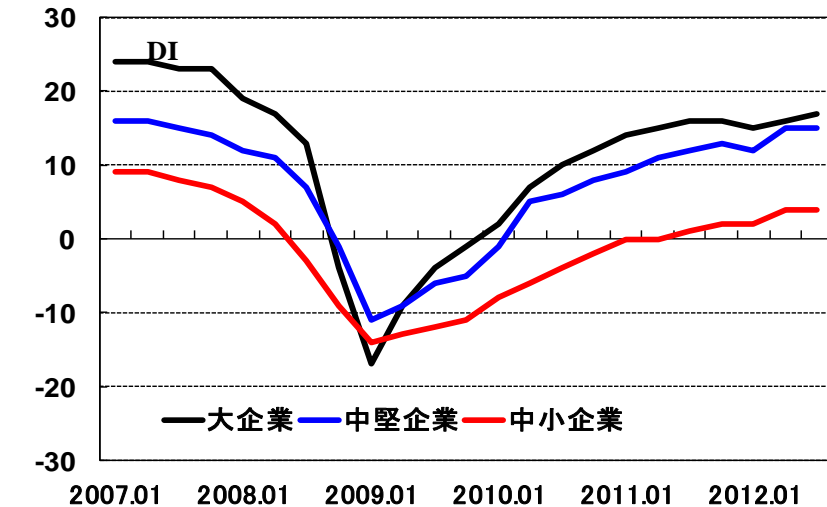
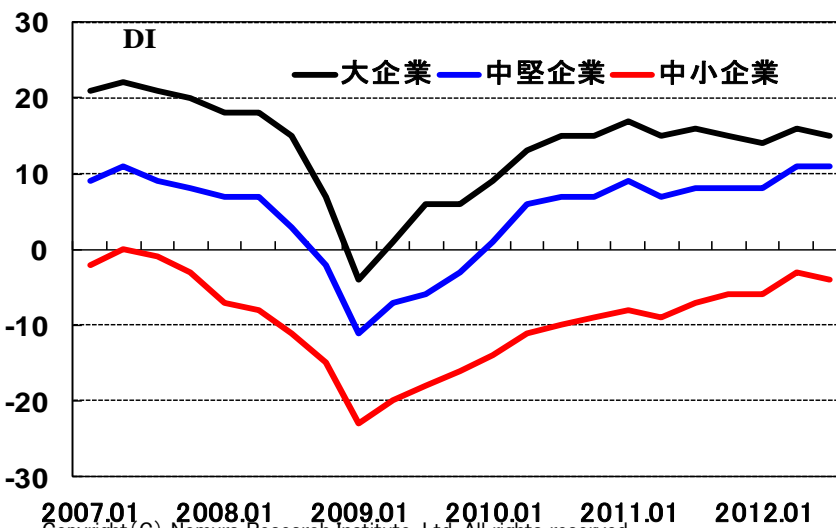
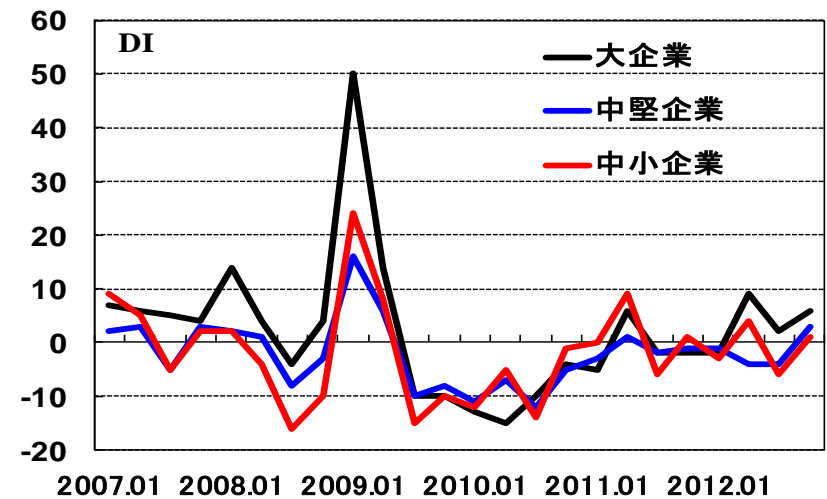
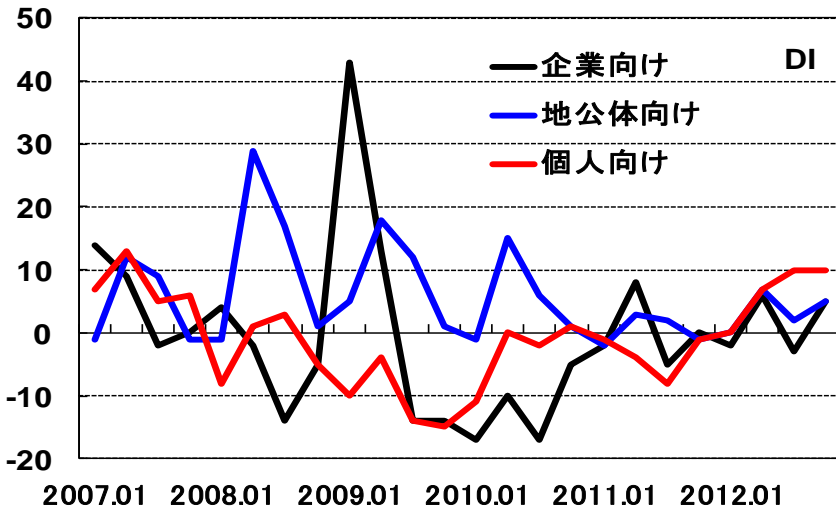
銀行貸出の推移(上:業態別・前年比(%)と残高<億円>)  
(下:貸出先別・前年比(%)と残高<億円>)



## 2. 包括緩和の運営

### ■ 銀行貸出(2)

- ・ 借り手に関しては、資金繰りが良好な中で資金需要の低迷が窺われる。
- ・ これに対し、金融機関の貸出態度も緩やかに軟化している。

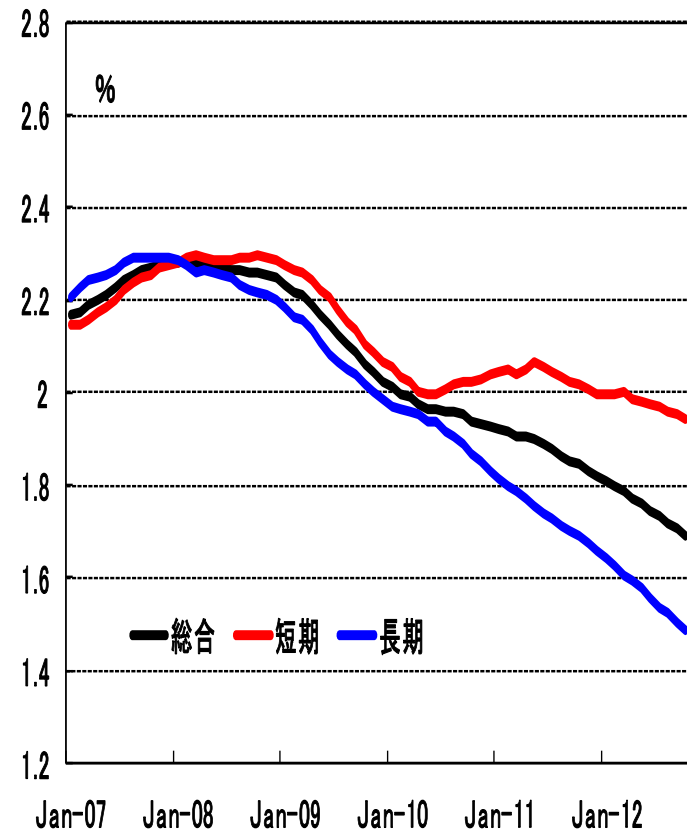
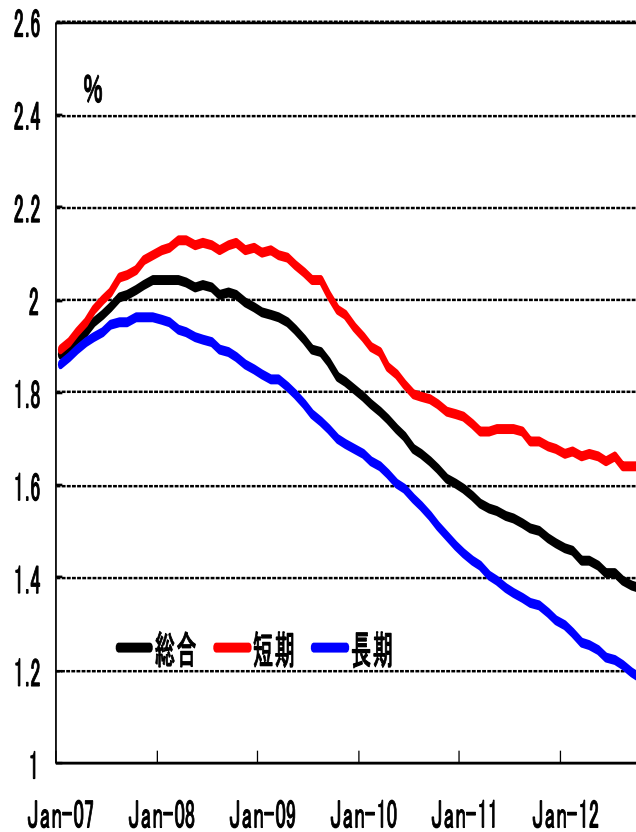
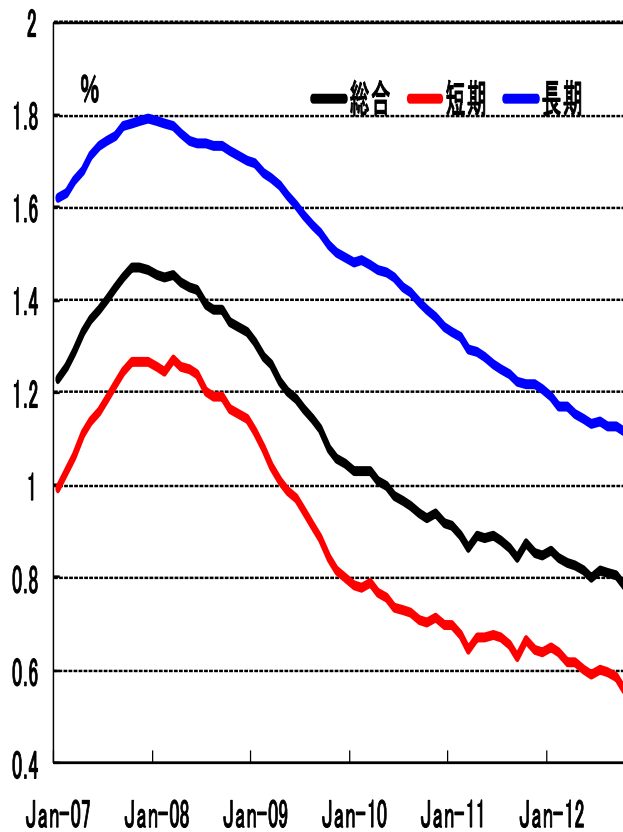


## 2. 包括緩和の運営

### ■ 銀行貸出(3)

- ・ 銀行の貸出金利が業態を問わず趨勢的に下落している構図にも変わりがない。

貸出約定平均金利の推移(新規・12ヶ月MA %)  
 (左:都市銀行、中央:地方銀行、右:地方銀行II)





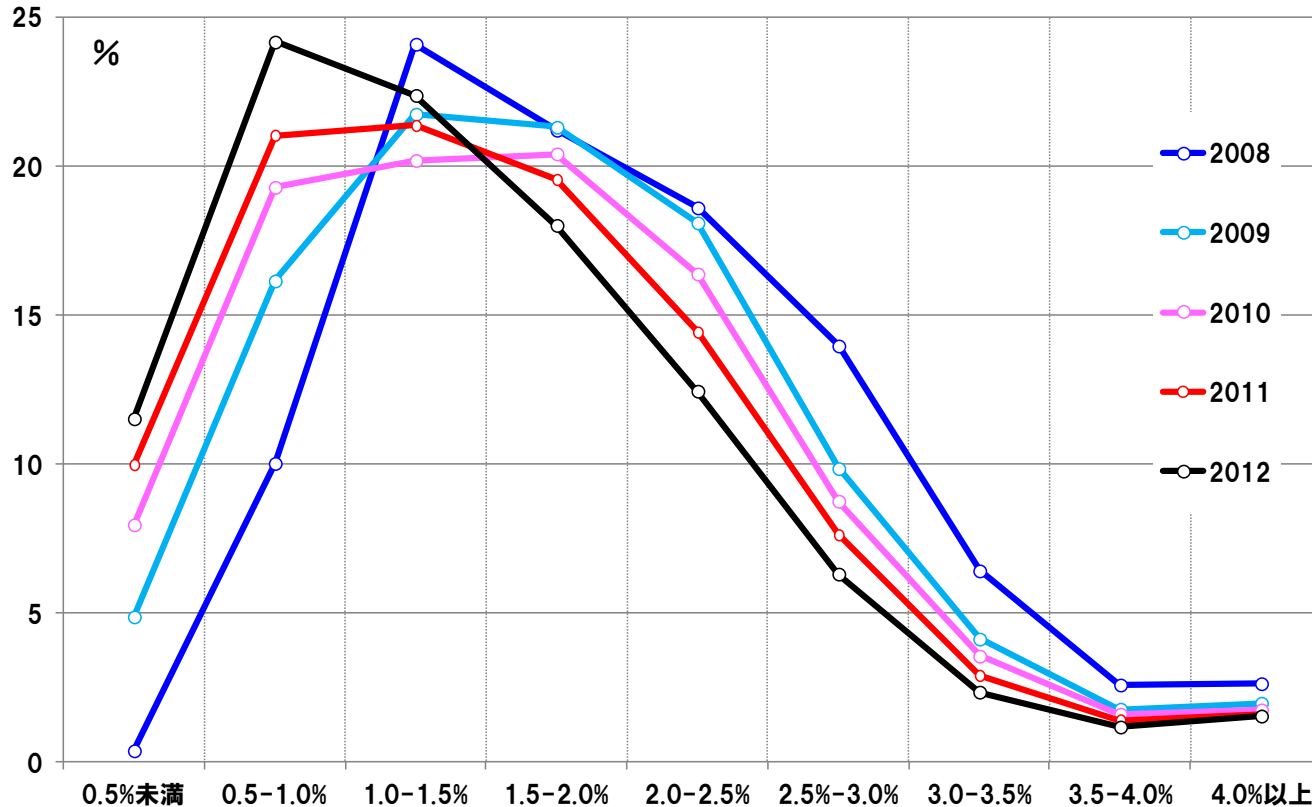
## 2. 包括緩和の運営

資料: 日本銀行

### ■ 銀行貸出(4)

- ・ 利率別の貸出分布をみると、金融危機以降に1%未満のシェアが顕著に高まったことがわかる。  
 ー 現在36%に達し、2008年当時の3倍以上になっている。また、1.5%未満のシェアだけで約6割となっている。
- ・ この点は、金融緩和効果が波及したことを示す一方で、銀行の経費率を考慮すると商業銀行ビジネスがかなり厳しい状況にあることを示している。

利率別貸出残高構成比の推移(%)



レンジでみた構成比

	1%未満の構成比	1.5%未満の構成比
2008	10%	35%
2009	21%	43%
2010	27%	47%
2011	31%	52%
2012	36%	58%

注) 各年10月末時点の値を集計

## 2. 包括緩和の運営

### (参考) 成長基盤強化を支援するための資金供給: 枠組み

・いわゆる「成長資金オペ」の枠組みは以下のようにになっている(赤字部分は本年3月の見直し)。

	本則	出資や動産・債権担保融資等を対象とする特則	小口の投融資を対象とする特則	外貨建て投融資を対象とする特則
導入時期	・2010年6月	・2011年6月	・2012年3月	・2012年4月
貸付枠	・3兆円 →3.5兆円 ・各金融機関に対しては1500億円	・0.5兆円	・0.5兆円 ・各金融機関に対しては1500億円	・120億ドル ・各金融機関に対しては10億ドル
対象となる投融資	・1000万円以上の案件	・100万円以上の動産・債権担保融資と出資	・100万円以上1000万円未満の投融資	・外貨建て投融資
適用金利	・オペ実行時点の政策金利	・オペ実行時点の政策金利	・オペ実行時点の政策金利	・6ヶ月のドルLibor(変動)
貸付期間	・原則として1年間 ・3回までロールオーバー可能	・原則として2年間 ・1回限りロールオーバー可能	・原則として1年間 ・3回までロールオーバー可能	・原則として1年間 ・3回までロールオーバー可能
新規貸付の受付期限	・2012年3月末 →2014年3月末	・2012年3月末 →2014年3月末	・2014年3月末	・2014年3月末

## 2. 包括緩和の運営

### (参考)成長基盤強化を支援するための資金供給:ガイドライン

資料:日本銀行

	資金使途	投融資期間	投融資先
本則	<ul style="list-style-type: none"> <li>・以下など成長基盤強化に資するもの</li> <li>① 研究開発</li> <li>② 起業</li> <li>③ 事業再編、</li> <li>④ アジア諸国等における投資・事業展開、</li> <li>⑤ 大学・研究機関における科学・技術研究、</li> <li>⑥ 社会インフラ整備・高度化、</li> <li>⑦ 環境・エネルギー事業、</li> <li>⑧ 資源確保・開発事業、</li> <li>⑨ 医療・介護・健康関連事業、</li> <li>⑩ 高齢者向け事業、</li> <li>⑪ コンテンツ・クリエイティブ事業、</li> <li>⑫ 観光事業、</li> <li>⑬ 地域再生・都市再生事業、</li> <li>⑭ 農林水産業、農商工連携事業、</li> <li>⑮ 住宅ストック化支援事業、</li> <li>⑯ 防災対策事業、</li> <li>⑰ 雇用支援・人材育成事業、</li> <li>⑱ 保育・育児事業</li> </ul>	・1年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内居住者(政府、地方自治体、金融機関等を除く)</li> <li>・外国法人のうち、国内に事業所を有し、国内で成長基盤強化に資する事業を行う者</li> </ul>
出資や動産・債権担保融資等を対象とする特則	(同上)	・特に設けない	・(同上)
小口の投融資を対象とする特則	(同上)	・1年以内	・(同上)
外貨建て投融資を対象とする特則	<ul style="list-style-type: none"> <li>①国内の生産・サービス活動、設備投資または雇用の増加に資する</li> <li>②国内の企画・研究開発機能の強化、新規事業の立ち上げ、業務継続体制の強化等を伴う国際的分業体制の構築に資する</li> <li>③国内において使用する原材料の安定調達に資する</li> </ul>	・1年以上	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内居住者(政府、地方自治体、金融機関等を除く)</li> <li>・外国法人のうち、国内に事業所を有し、国内で成長基盤強化に資する事業を行う者</li> <li>・外国法人のうち、実質的な支配力等に照らして国内居住者と密接な関係を有する者</li> </ul>

## 2. 包括緩和の運営

資料：日本銀行

### ■ 成長基盤強化を支援するための資金供給(1)

・「金融市場パネル」でも度々議論してきた通り、本制度に関する評価は見方が分かれている。

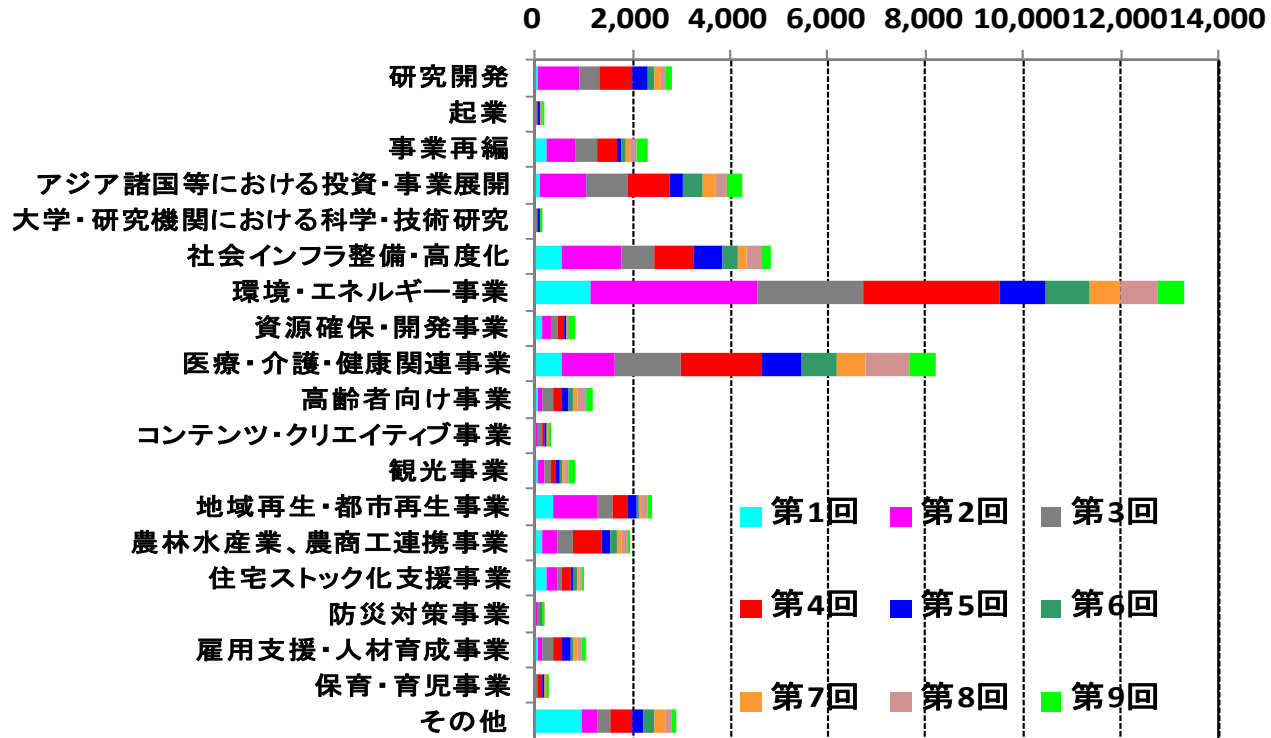
#### <否定的意見>

- ・中央銀行の役割と言えるか。
- ・金利を一段と抑制することで、貸出の活性化にはむしろ逆効果ではないか。

#### <肯定的意見>

- ・主要国の中央銀行も与信メカニズムの活性化を目指す対策を講じており、むしろ先駆的な性格を有する。
- ・金融機関にとっては、行内での議論や貸出先との対話を行う機会として有用である。

本則の貸付実行額と貸付先数(億円、◇内が先数)



本則の貸付残高(億円、◇内が先数)

大手行	13,063.6 ◇11
地域金融機関	18,796.0 ◇118
合計	31,859.6 ◇129

## 2. 包括緩和の運営

資料: 日本銀行

### ■ 成長基盤強化を支援するための資金供給(2)

本則の貸付実行額と貸付先数(億円、◇内が先数)

	第1回 (Sep 2010)	第2回 (Dec 2010)	第3回 (Mar 2011)	第4回 (Jun 2011)	第5回 (Sep 2011)	第6回 (Nov 2011)	第7回 (Mar 2012)	第8回 (May 2012)	第9回 (Sep 2012)
主要行	3,204 ◇10	5,987 ◇12	2,627 ◇12	2,125 ◇10	228 ◇7	305 ◇7	221 ◇6	462 ◇10	878 ◇7
地域金融 機関	1,166 ◇33	3,607 ◇90	4,052 ◇103	4,551 ◇110	945 ◇87	1,050 ◇74	1,030 ◇71	1,899 ◇110	1,244 ◇64
その他	255 ◇4	389 ◇4	542 ◇7	1,620 ◇6	222 ◇5	274 ◇4	218 ◇3	535 ◇6	---
合計	4,625 ◇47	9,983 ◇106	7,221 ◇122	8,296 ◇126	1,395 ◇99	1,629 ◇85	1,469 ◇85	2,896 ◇126	2,122 ◇71

出資等特則の貸付実行額と貸付先数(億円、◇内が先数)

	第1回 (Sep 2011)	第2回 (Dec 2011)	第3回 (Mar 2012)	第4回 (Jun 2012)	第5回 (Sep 2012)
主要行	185 ◇3	131 ◇3	213 ◇4	173 ◇3	30 ◇3
地域金融 機関	196 ◇6	44 ◇6	167 ◇9	41 ◇8	6 ◇4
合計	381 ◇17	175 ◇9	380 ◇13	214 ◇11	36 ◇7

小口特則の貸付実行額と貸付先数(億円、◇内が先数)

	第1回 (Jun 2012)	第2回 (Sep 2012)
合計	30 ◇9	14.6 ◇27

米ドル特則の貸付実行額と貸付先数  
(百万ドル、◇内が先数)

	第1回 (Oct 2012)
合計	711 ◇6

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 貸出増加を支援するための資金供給(1)

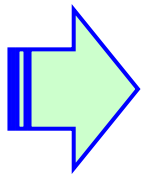
- ・ 10月30日の金融政策決定会合では、「貸出増加を支援するための資金供給」の考え方が示された。  
 ーいわゆる「成長資金オペ」も併存させるとの考えも示された。
- ・ 詳細は事務レベルでの検討を経て、次回の金融政策決定会合で決まるとみられるが、いわゆる「成長資金オペ」との大きな違いは、①対象となるプロジェクトに関する条件が設けられていないこと(現在のところ「対民間貸出」とされている)、②「無制限」であること、の2点である。

	貸出増加を支援するための資金供給 ＜新設＞	成長基盤強化を支援するための資金供給 ＜成長資金オペ＞
対象与信	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 対民間(金融機関向けを除く)貸出のうち、ネット増加額の全額</li> <li>■ 円建て・外貨建ての双方</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日本銀行が成長基盤強化に資すると認めた先に対する投融資</li> <li>■ 円建て(特則として外貨建てを含む)</li> </ul>
貸付の上限額	■ 無制限	■ 5.5兆円(本則3.5兆円+特則2.0兆円)
貸付金利	■ 貸付実行時の政策金利	■ 貸付実行時の政策金利
貸付期間	■ 1~3年(最長4年)	■ 原則として1~2年(最長4年)
資金供給方式	■ 共通担保方式	■ 共通担保方式
期限		■ 2014年3月末

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 貸出増加を支援するための資金供給(2)

- ・本スキームは、いわゆる「成長資金オペ」と相互補完的な位置づけがなされており、銀行貸出の活性化を通じて金融緩和効果を波及させることに主眼があるものと理解できる。
  - －この点は、「国際コンファレンス」でも議論したように、先進諸国に共通の考え方にもなっている。
- ・これに対し、政策効果の点では、様々な疑問の声があることも事実である。
  - －例えば、10月30日の金融政策決定会合後の白川総裁の記者会見では、以下のような質問がみられた。
    - 銀行の預貸率は低いので、資金調達が貸出の制約条件となっている訳ではない
    - 貸出需要は相対的に海外に存在するので、政策効果の多くがリークする
    - 非効率な貸出を助長し、デフレをむしろ悪化させうる



- ・市場からは、本スキームが所期の効果を発揮するためには、何らかのインセンティブを付与することが必要との声も聞かれる
  - －例えば、銀行が貸出に伴って抱えるリスクを補完することなどである
- ・もっとも、こうした考え方を推し進めると、上に指摘された副作用を一層助長することも考えられる。

## 2. 包括緩和の運営

### ■ 被災地金融機関を支援するための資金供給オペ

- 日銀は2011年4月に、被災地の金融機関が顧客の資金需要に円滑に対応しうよう、本オペを導入した。
  - 同時に、①被災地の企業が発行した社債、手形やこうした企業に対する証券貸付債権、②被災地の地公体（および全額出資する被災地の法人）に対する証券貸付債権、について、金融機関による正常先区分ないしBBB格付等を条件に、適格担保として受け入れる措置を時限付（2012年10月末）で導入した。
  - また、本年3月のMPMにおいて、受付期間の1年延長が決定された。
- 本制度は、導入直後に比較的活発に利用された後、しばらく低調な期間が続いたが、本年の初夏以降に再び活発に利用される状況になっている。現地の復興の局面の推移に沿って、資金需要の内容が変化していることが考えられる。

1. 貸付対象先	<ul style="list-style-type: none"> <li>被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関</li> <li>被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関を会員としている系統中央機関</li> </ul>
2. 貸付期間	・1年以内
3. 貸付金額	<ul style="list-style-type: none"> <li>貸付総額：上限1兆円</li> <li>貸付対象先ごとに貸付限度額を設定（1500億円以内）</li> </ul>
4. 貸付利率	・0.1%
5. 受付期間	・2012年4月末→2013年4月末

#### オペの実績（億円）

	May 2011	Jun 2011	Jul 2011	Aug 2011	Sep 2011	Oct 2011	Nov 2011	Dec 2011	Jan 2012	Feb 2012	Mar 2012	Apr 2012	May 2012	Jun 2012	Jul 2012	Aug 2012	Sep 2012	Oct 2012
主要行	86	135	14	10	225	47	12	52	15	3	1	0	31	134	0	0	0	133
地域金融機関	655	1,158	1,272	126	808	343	0	0	50	50	0	50	219	593	1,165	504	808	630
合計	741	1,293	1,286	136	1,033	390	12	52	65	53	1	50	250	727	1,165	504	808	763



### 3. 中央銀行の組織論

- 本パートについては、以下のようなポイントが重要と思われる。

<p>中央銀行の独立性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 先進諸国において、市場や国民による支持は存在するか              ー 中央銀行として可能な努力はどのようなものか</li> <li>➤ 中央銀行自体から変化の動因が存在するか              ー 金融システム安定に関する役割の拡大はどのような影響を与えているか</li> </ul>
<p>中央銀行総裁に 求められる資質</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 先進諸国の中央銀行総裁に求められる資質はどのようなものか              ー 金融経済環境や政府・政治との関係の変化に伴って変化していくか</li> <li>➤ 市場や国民の選好はどのようにして反映されるべきか              ー 選挙を通じた間接的な選択に加えて、どのような意思表示ができるか</li> </ul>

### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行の独立性(1)

- ・ 中央銀行の独立性は、先進諸国が経験してきた様々な経済問題への経験を通じて理解が高められてきた。このうち近年では、1970年代の世界的なインフレの発生が契機になっているとみられる。
  - このほかの歴史的経験の代表例としては、戦間期のドイツ等でのハイパー・インフレーションの発生や、戦後の米国における長期金利の抑制と景気循環の安定との対立、欧州での通貨統合に向けた動き等があげられる。
  - 1970年代のインフレについては、先進諸国における中央銀行の独立性の欠如が主因という訳でないとしても、独立性の存在がより有効な抑制につながるとの考え方が台頭した。
  - 1980年代末から1990年代初頭には、経済学界でも独立性の意味を問う議論が活発化し、独立性の高い中央銀行をもつ経済ほど、長期的な経済パフォーマンスが良好との実証結果が共有された。

・こうした流れを受けて、先進諸国では1990年代後半に独立性を強化する動きが目立った。

1997年 イングランド銀行改組

1998年 日本銀行法改正

2000年 欧州中央銀行発足

—米国では、1951年のいわゆるAccordや、1977年の連邦準備法改正（mandateの明確化）、1979年のVolcker議長による強力な引締めへの政治的支持などを通じて、徐々に強化されていったとの理解がみられる。

### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行の独立性(2)

- ・ 逆にいえば、中央銀行の独立性は理論的に演繹されるというよりも、過去の教訓に基づく知恵とされる。
  - 通貨の発行権は本来は主権者に帰属するが、民主主義の下でそれを議会に委ねた場合、選挙のサイクルのような比較的短期の時間軸の下で運用されるため、金融に緩和方向のバイアスが生じやすい。
    - 中央銀行という専門的で中立的な主体に委ねて、長期の視点から運用させるのが賢明という考え方。

#### 中央銀行総裁の講演(抜粋)

<p>Bernanke議長 “Central Bank Independence, Transparency and Accountability” (2010年5月)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Because monetary policy works with lags that can be substantial, achieving this objective requires that monetary policymakers take a longer-term perspective when making their decisions. Policymakers in an independent central bank, with a mandate to achieve the best possible economic outcomes in the longer term, are best able to take such a perspective.</li> <li>・ In contrast, policymakers in a central bank subject to short-term political influence may face pressures to over-stimulate the economy to achieve short-term output and employment gains that exceed the economy’s underlying potential. Such gains may be popular at first, and thus helpful in an election campaign, but they are not sustainable and soon evaporate, leaving behind only inflationary pressures that worsen the economy’s longer-term prospects. Thus, political interference in monetary policy can generate undesirable boom-bust cycles that ultimately lead to both a less stable economy and higher inflation.</li> </ul>
--	--

### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行の独立性(3)

- 先に見たような議論を背景として、中央銀行の独立性に関する代表的な実証分析では、概ね以下のような条件を満たしているかどうかによって、その度合いを把握しようとしている。

—もちろん、これらが各国の法制でどのように規定されているかという点ではなく、実際はどのように運用されているかという点がより重要となる。

項目	内容
中央銀行の目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中央銀行の目的が明確に法律に規定されているか</li> <li>■ 目的の優先度合いは明確であるか</li> </ul>
議会や政府との関係	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 議会や政府は中央銀行に政策面での指示を出すことができるか</li> <li>■ 中央銀行は指示を見直すことができるか</li> </ul>
幹部の任免権	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中央銀行の幹部職員の任期は明示的に規定されているか</li> <li>■ 任命者は意見や立場の相違を理由に、それらの幹部職員を解任しうるか</li> </ul>
政策決定への関与	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中央銀行が政策決定を行う組織に議会や政府が参加するか</li> <li>■ 議会や政府はこうした場で決定に関与するか</li> </ul>
中央銀行法の改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中央銀行法を改正するにはどのような手続きが必要となるか</li> </ul>

### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行の独立性(4)

- ・ 独立性といっても、中央銀行の幹部職員は議会・政府によって任命され、しかも経済政策の中で通貨に関する部分が中央銀行に授権されている以上、それは”independence within the government” (FRBの Purpose and Functionによる)でもある。
- ・ 同時に、強力な権限の授権に対する説明責任が求められる。説明責任の要素として、先進諸国では以下のようなものが意識されている。

項目	内容
ステークホルダーとの関係	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 議会や政府に対する説明責任を果たしているか               <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 議会証言や定期的な報告書による</li> </ul> </li> <li>■ 国民(市場)に対する説明責任を果たしているか               <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 声明文、議事要旨、記者会見や講演等の手段による</li> </ul> </li> </ul>
政策決定との関係	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策目的は具体的に規定され、かつ公表されているか               <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 主として法制面での枠組みによる</li> </ul> </li> <li>■ 政策手段の内容や採択の考え方は明らかになっているか</li> <li>■ 政策決定の内容や背景はきちんと示されているか               <ul style="list-style-type: none"> <li>－ これら2つは、声明文、議事要旨、記者会見や講演等の手段による</li> </ul> </li> </ul>

### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行の独立性(5)

- 中央銀行の幹部職員には、法的な身分保障が与えられるケースがみられる。これは、独立性を実質的に担保するための枠組みと考えられる。

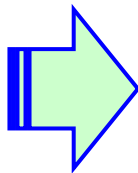
#### 日本銀行法の規定(関連部分)

<p>第二十五条</p>	<p>・日本銀行の役員(理事を除く。)は、第二十三条第六項後段に規定する場合又は次の各号のいずれかに該当する場合を除くほか、在任中、その意に反して解任されないことがない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一 破産手続開始の決定を受けたとき。</li> <li>二 この法律の規定により処罰されたとき。</li> <li>三 禁錮以上の刑に処せられたとき。</li> <li>四 心身の故障のため職務を執行することができないと委員会(監事にあつては、委員会及び内閣)により認められたとき。</li> </ul> <p>2 内閣又は財務大臣は、日本銀行の役員が前項各号に掲げる場合のいずれかに該当する場合には、当該役員を解任しなければならない。</p> <p>3 前項の規定によるほか、理事については、財務大臣は、委員会からその解任の求めがあつたときは、当該求めがあつた理事を解任することができる。</p>
<p>(参考) 第二十三条 (抜粋)</p>	<p>5 総裁、副総裁又は審議委員の任期が満了し、又は欠員が生じた場合において、国会の閉会又は衆議院の解散のために両議院の同意を得ることができないときは、内閣は、第一項及び第二項の規定にかかわらず、総裁、副総裁又は審議委員を任命することができる。</p> <p>6 前項の場合においては、任命後最初の国会において両議院の事後の承認を得なければならない。この場合において、両議院の事後の承認が得られないときは、内閣は、直ちにその総裁、副総裁又は審議委員を解任しなければならない。</p>

### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行の独立性(6)

- ・ 金融危機後には、中央銀行の独立性に関する議論にも変化が生じている。例えば、”Banking on the future” (2010, Princeton University Press) の中では、著者であるHoward Davies氏とDavid Green氏が、以下の要素を指摘している。
  - 中央銀行による金融システム安定への関与が拡大している。  
→金融システム安定は、政府(監督当局)との密接な連携が不可避であるだけでなく、金融政策との境界が曖昧になりつつある。
  - 中央銀行による金融政策の国債市場への関与が拡大している。  
→ゼロ金利環境での「量的緩和」の実施だけでなく、その「正常化」の円滑な実施の上でも、金融政策と国債管理政策の境界も曖昧になりつつある。



- ・これまでの独立性も「歴史の財産」である以上、金融経済環境の変化が考え方の変化を求めるという考え方がある。
- ・なし崩し的な変化によって長年をかけて獲得した信認を失うといった事態に陥らないようにすべきとの考え方もある。

### 3. 中央銀行の組織論

資料: 日本銀行, FRB, ECB, BOE

#### ■ 中央銀行総裁に求められる資質 (1)

- 先進諸国では、金融政策を含む政策判断は会議体で行われるようになってきているが、中央銀行総裁の重要性はむしろ高まっているとの見方がある。
  - 説明責任において中心的な役割を果たすだけでなく、国内外の関係当局との調整の必要性が高まる中で、中央銀行を代表することが求められるようになってきている。

#### 中央銀行総裁の選任方法等

中央銀行	任免者	任期	現任者
日銀	<ul style="list-style-type: none"> <li>内閣</li> <li>国会(両議院)の同意が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5年</li> <li>再任が可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>白川方明氏</li> <li>日本銀行理事</li> <li>京都大学教授</li> </ul>
FRB	<ul style="list-style-type: none"> <li>大統領</li> <li>上院の助言と承認が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4年</li> <li>再任が可能</li> <li>(理事&lt;任期14年&gt;から任命)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ben Bernanke氏</li> <li>Princeton大教授</li> <li>CEA委員長、FRB理事</li> </ul>
ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU Commission</li> <li>欧州議会とECBに諮問</li> <li>ユーロ圏各国政府の承認が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>8年</li> <li>再任は不可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mario Draghi氏</li> <li>Banca d'Italia総裁、FSB議長</li> <li>イタリア財務省局長、Goldman Sacks MD</li> </ul>
BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>国王</li> <li>首相の助言に基づく</li> <li>首相は財務大臣(選任過程を主管)と副首相の助言を受ける</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5年</li> <li>再任が可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mervyn King氏</li> <li>BOE副総裁</li> <li>LSE教授</li> </ul>



### 3. 中央銀行の組織論

#### ■ 中央銀行総裁に求められる資質 (2)

- ・ 同じく”Banking on the future” (2010, Princeton University Press)では、金融危機後の先進諸国における中央銀行総裁に求められる資質に関して、以下のような整理がなされている。  
一もつとも、これらの資質を兼ね備えた人物を見いだすことが、現実には至難の業であるとも記されている。

内容	背景
経済学の能力	■ マクロ経済の動向に応じた金融政策の運営にとって必要である
金融市場や金融仲介に関する理解	■ 金融システムの安定の維持にとって必要である
人格的な独立性	■ 中央銀行の独立性は法律のみで守られるのではなく、総裁個人の独立性も必要である
政策の説明能力	■ 議会やメディア、市場に対して、政策の意図や背景を正しく説明できる必要がある
議長としての才覚	■ 金融政策を含む意思決定が会議体で行われる以上、多様な意見を纏める才覚が必要である

(「金融市場パネル」の資料:ホームページの掲載場所)

- 日本語版: <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/fmp/fmp/discussion.html>
- 英語版: <http://fis.nri.co.jp/en/fmp/fmp/discussion.html>

2012年12月7日

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部長

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

