

金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第39回会合:事務局資料



2016年09月12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

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

竹端 克利

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

1. 政策効果とインフレ目標の達成

2. 政策手段の評価と見直し

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 「総括的検証」の背景

- ・ 「量的・質的金融緩和」を3年半運営した時点で「総括的緩和」を行う背景としては以下の点が考えられる。

ポイント	事実	論点
インフレ目標の達成	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀は出来るだけ早期の達成をコミットしているにも関わらず、2%のインフレ目標は達成しなかった －今後も、早期の達成は難しくなった 	<ul style="list-style-type: none"> ・現在のコミットメントは、実現可能性、信頼性、あるいは望ましさの面からどう評価できるか？ －ただし、このこと自体は「総括的検証」のスコープ外にある ・金融政策によって現在のインフレ率を加速させることは可能か？
インフレ期待の醸成	<ul style="list-style-type: none"> ・多くの指標が示すように、少なくとも2014年の中盤以降、インフレ期待の安定的な改善はみられなかった ・日本におけるインフレ期待の形成には「適応的」な面が強いとの分析結果が示された 	<ul style="list-style-type: none"> ・期待形成が「適応的」である場合に、インフレ期待を刺激するにはどうすればよいか？ ・インフレ期待の醸成を目指して導入された「大量の資金供給に関するコミットメント」に代る対応はあるのか？
市場との対話	<ul style="list-style-type: none"> ・インフレ目標の達成が遠ざかったにも拘らず、追加緩和を行わないことで、目標達成に対する信認を毀損するケースがみられた 	<ul style="list-style-type: none"> ・「量的・質的金融緩和」の初期に注目された「shock and awe」の戦略は放棄すべきか？それはなぜか？ ・透明性や説明責任の点でより優れた目標の設定はありうるか？それはどのようなものか？

1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 日本銀行

(参考) 日銀のスタンス

- ・金融の政策決定会合(7月29日)の声明文<抜粋>

2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行う

- ・黒田総裁の講演テキスト(9月5日)<抜粋>

...わが国の経済・物価情勢は大きく改善し、デフレではないという状況になりました。一方で、これだけ大規模な金融緩和を行っても2%の「物価安定の目標」は実現できていません。この間に金融政策がどのように機能し、何が2%の実現を阻害したのか、この点が検証の第1のポイントです。

...第2の検証ポイントは、導入から半年が経過した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」についてです。この政策のもとで、国債や貸出・社債などの金利は大きく低下し、その面で顕著な効果を発揮しています。ただ同時に、金融市場の流動性や金融機関の収益などにも影響を及ぼしています。この政策の効果と影響についても検証する必要があると考えています。

1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 内閣府、日本銀行

(参考) 政府と日銀の共同声明(2013年1月)

デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について

(共同声明)

1. デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。
2. 日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として金融政策を運営するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。

日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

3. 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。

また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

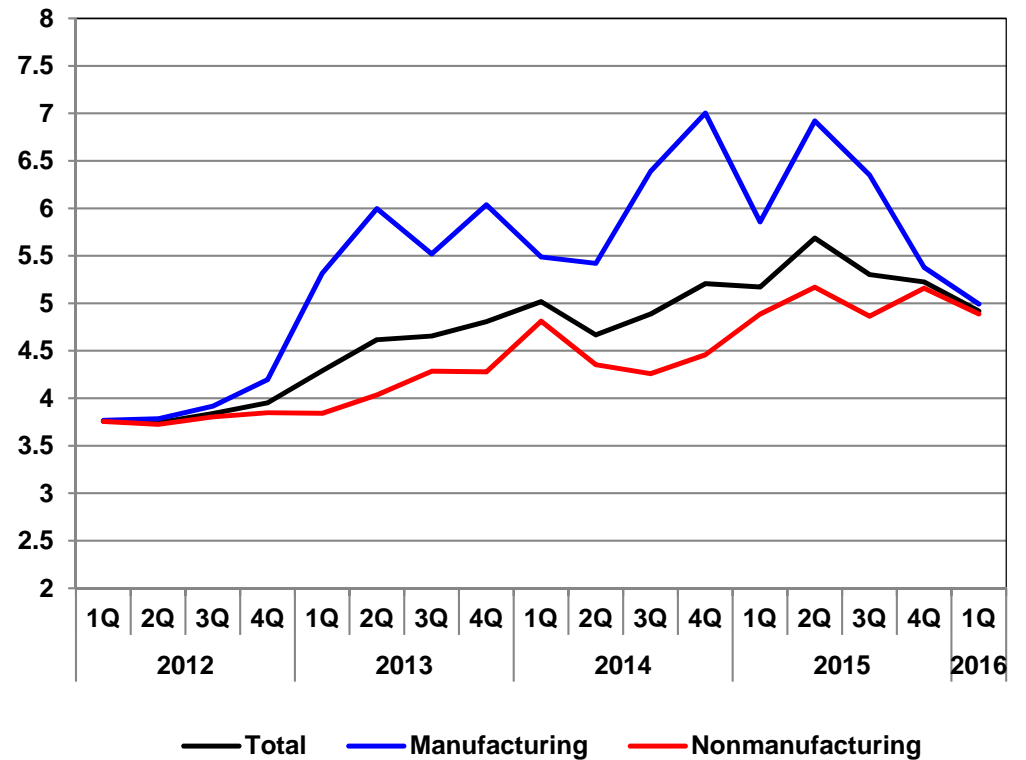
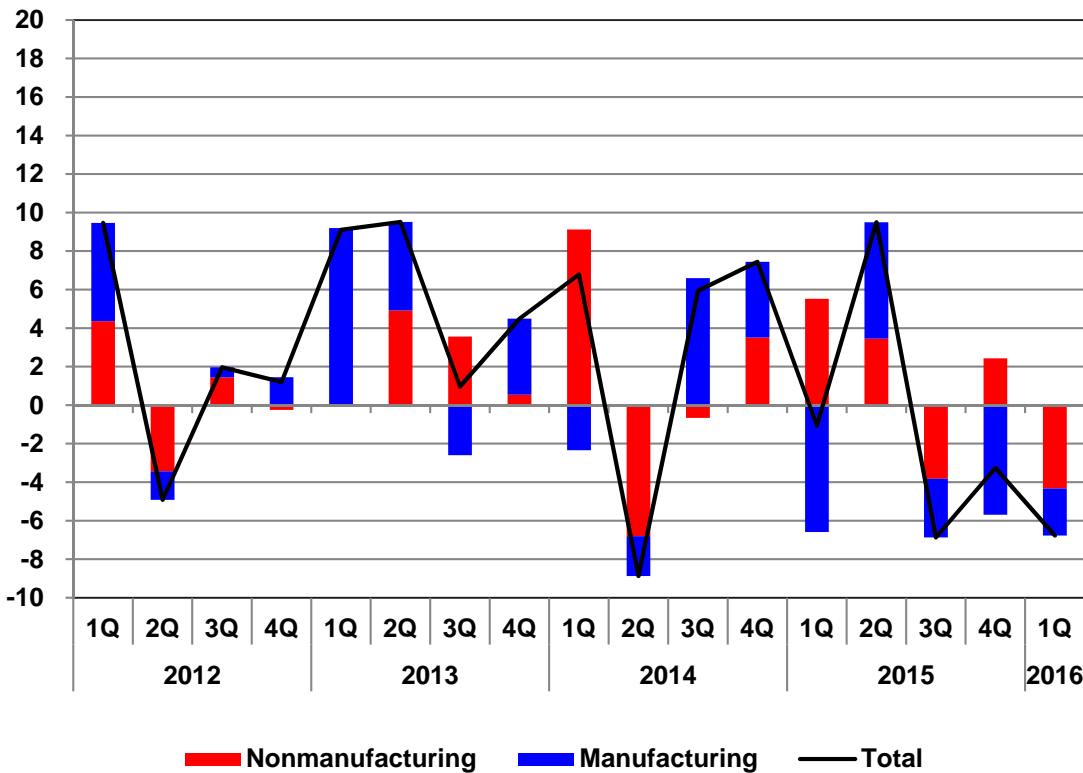
4. 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、その下での物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し、雇用情勢を含む経済・財政状況、経済構造改革の取組状況などについて、定期的に検証を行うものとする。

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 企業収益

- 企業収益のモメンタムは低下しており、昨年夏以降、企業収益は3期連続で減少した。これはアベノミクスの開始以降、初めての事態である。製造業の収益環境が世界経済の停滞や円高によって悪化していることは明らかであるが、非製造業の収益も消費の低迷等もあって明確に減速していることが懸念される。

(左)経常利益の増加率(前年比%)、(右)売上高経常利益率(%)

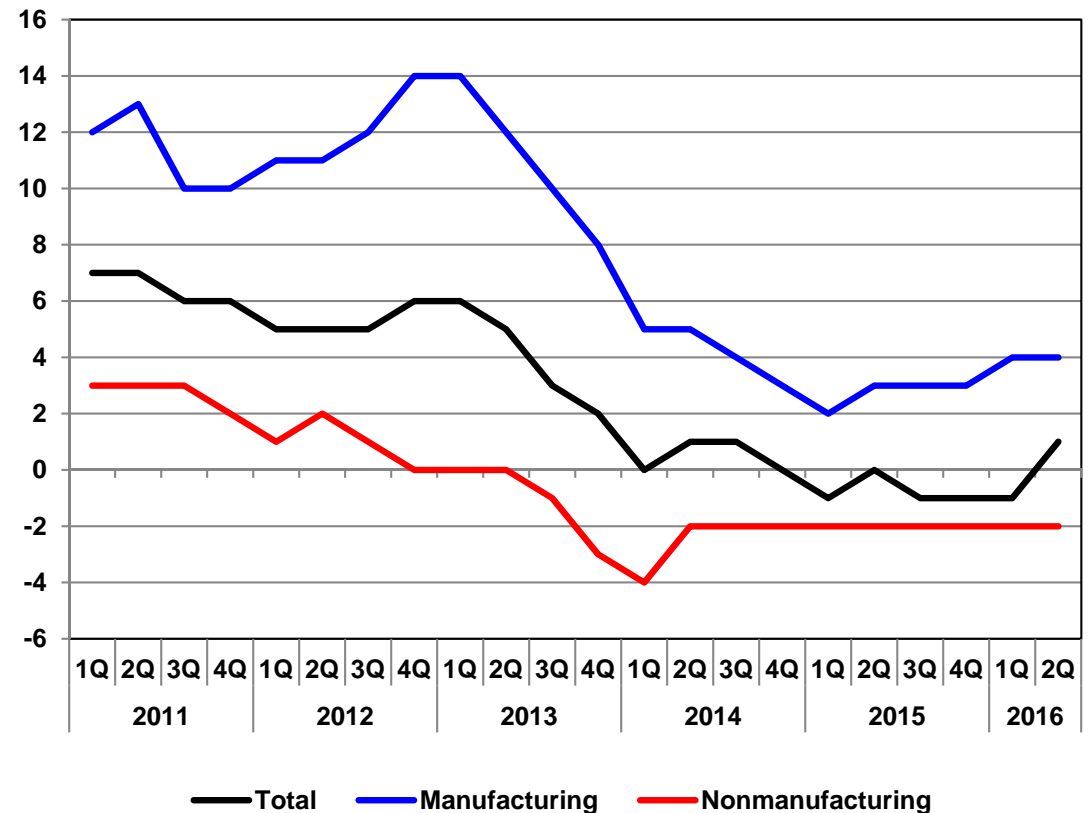
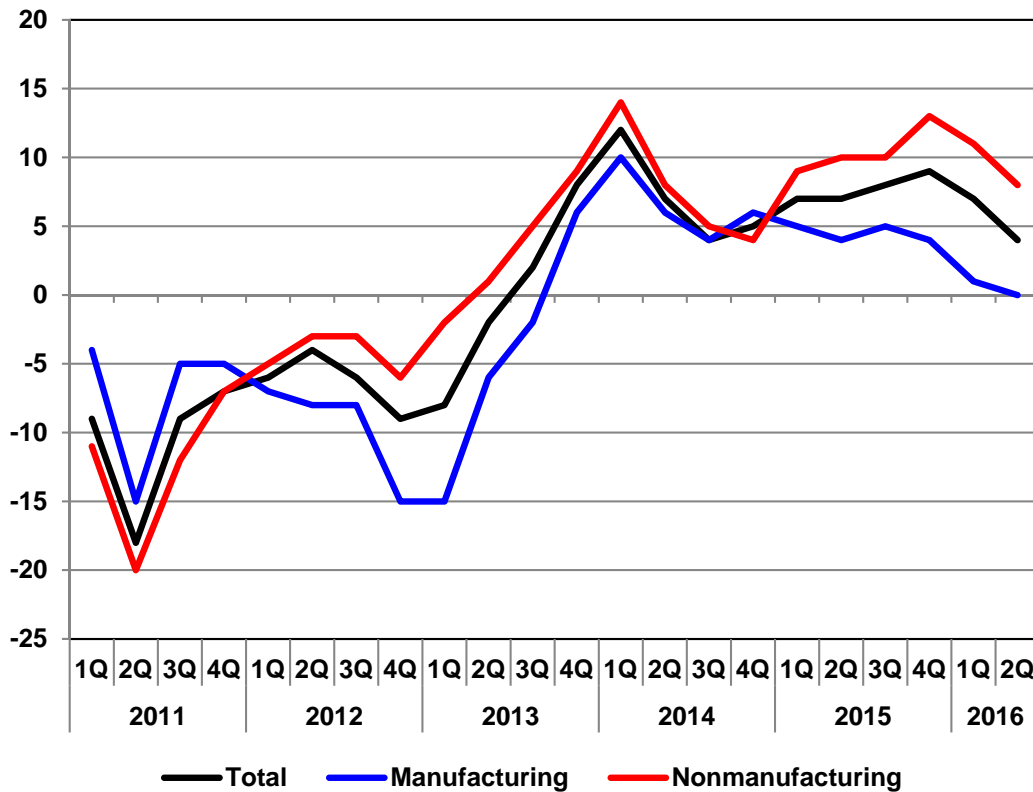


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 企業のセンチメント

- 企業のセンチメントは大きく改善した後、昨年後半をピークにやや減速しつつある。同時に、製造業と非製造業との乖離が一段と明確になっている。
- 非製造業は依然として設備の不足を回答する先が多いが、製造業においては設備過剰を指摘する先が緩やかに増加している。

(左) 業況判断DI、(右) 設備判断DI

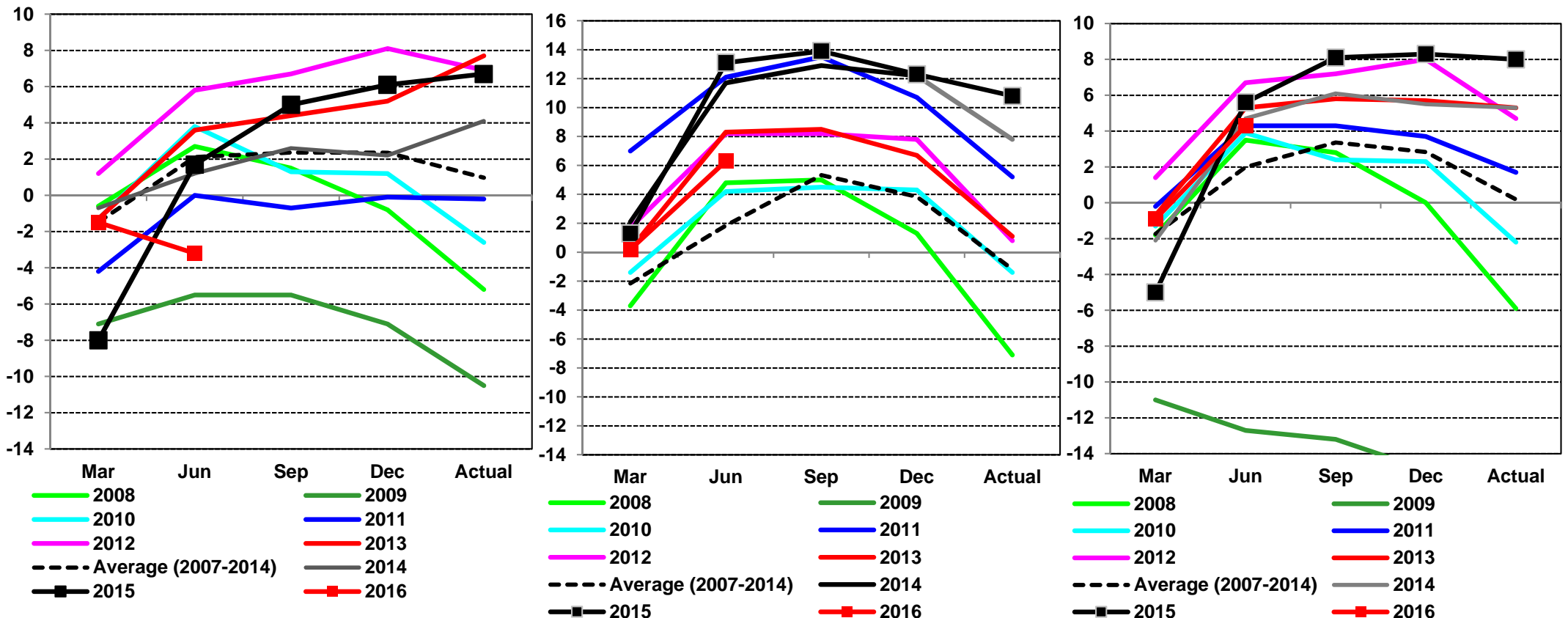


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 設備投資

- ・ 短観によれば、2016年度前半の設備投資はやや慎重であり、しかも産業間の違いが大きかった。
- － センチメントの指標とは対照的に、非製造業の設備投資が過去数年に比べても伸びが弱い。近年高水準であったことの反動に加え、個人消費の低迷が関連するとの見方がある。製造業についても、過去数年に比べるとやや低調な動きとなっている。

(左)非製造業、(中央)製造業、(右)全産業(前年比、%)



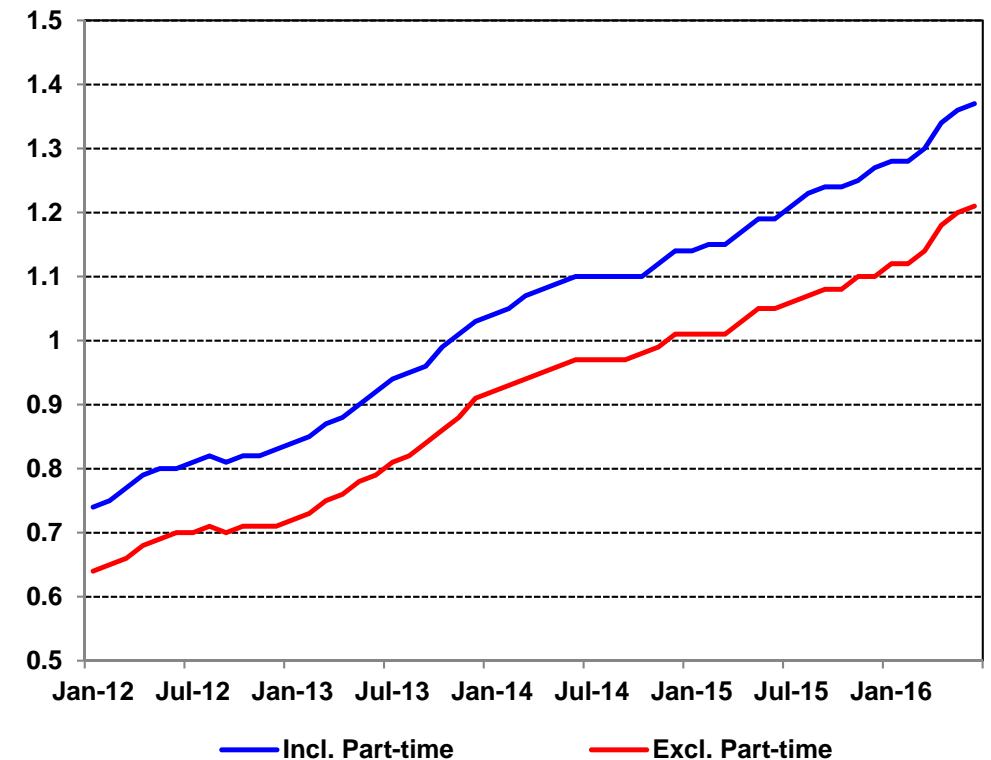
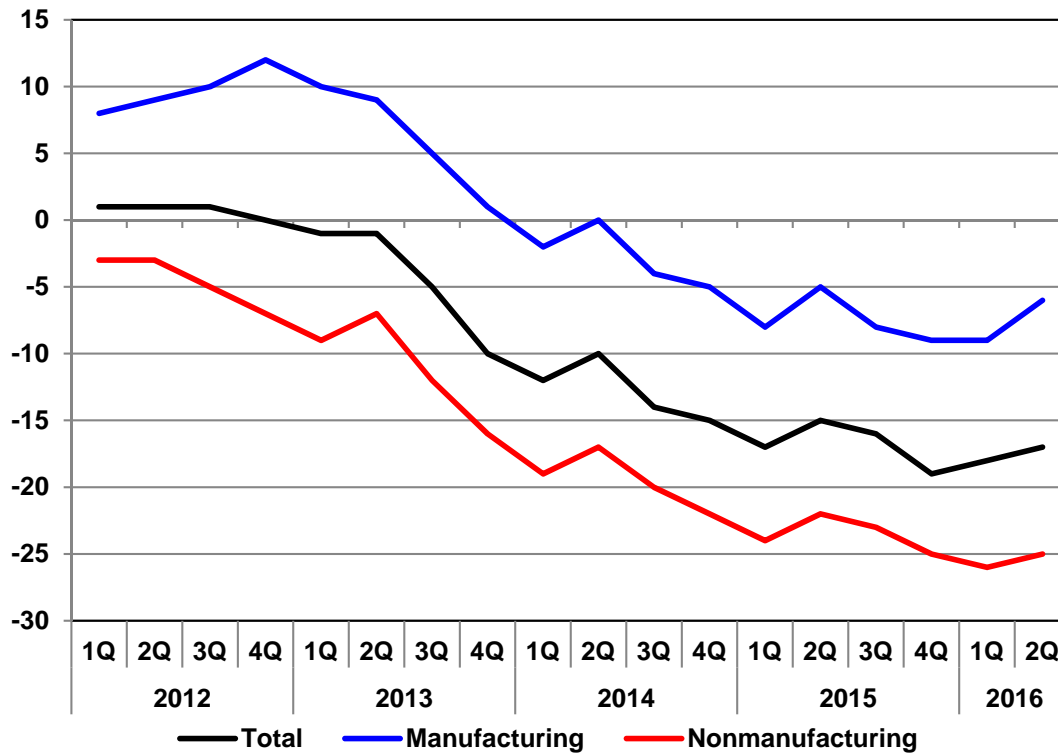
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 厚生労働省、日本銀行

■ 雇用

- 労働市場は顕著に改善したが、足許では指標に区々の動きも出ている。つまり、短観の雇用判断における「不足」超幅(DI)は、このところ改善が鈍っているほか、製造業と非製造業の動きの乖離が明確になっている。もっとも、有効求人倍率はパート雇用の除外如何にかかわらず、一方的な上昇を続けている。

(左)短観における雇用判断(DI)、(右)有効求人倍率



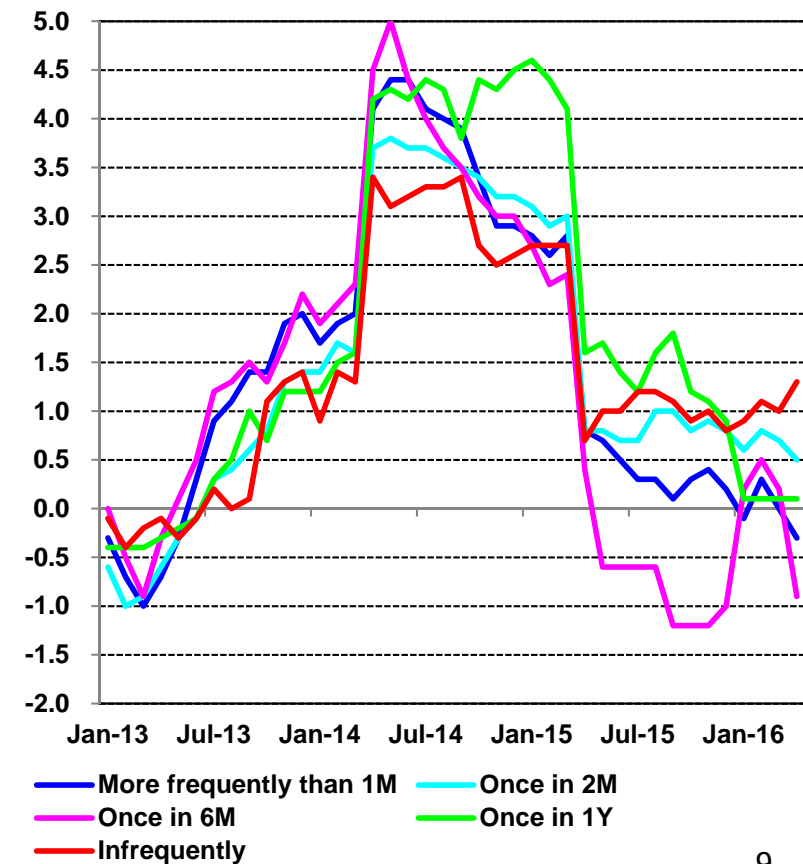
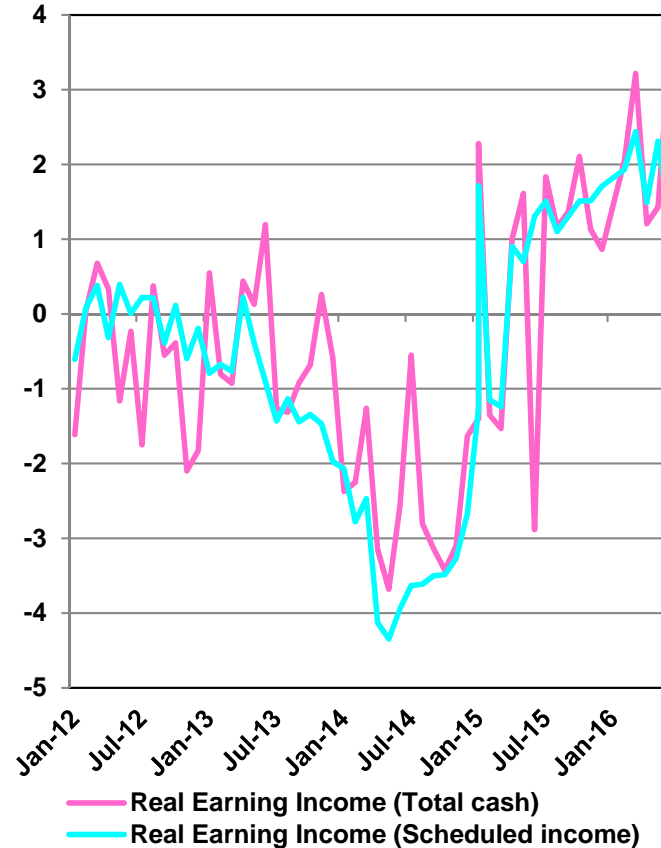
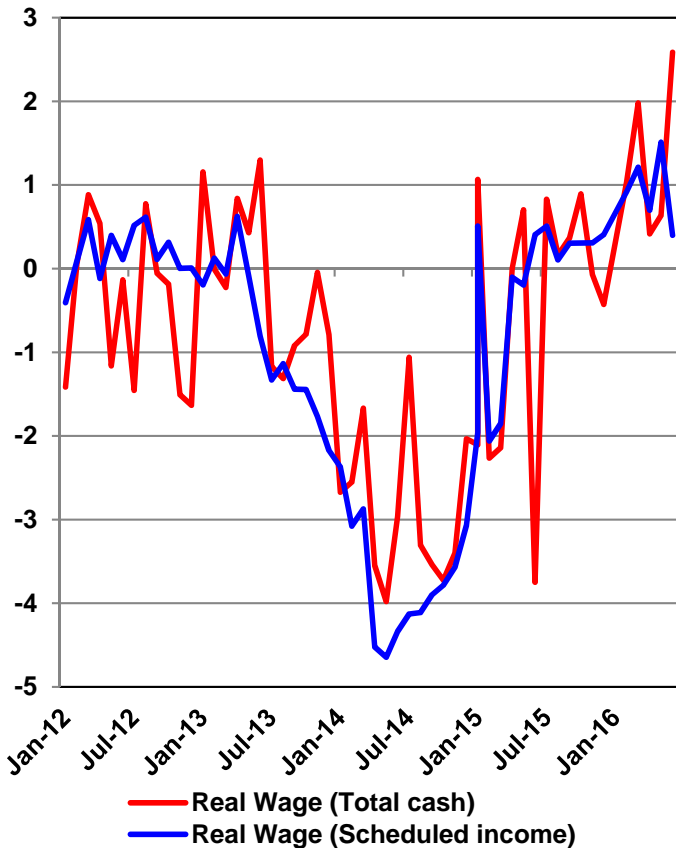
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 総務省、内閣府

■ 実質所得 (1)

- ・ CPIベースの実質賃金は上昇傾向が明確になってきた。もともと、こうした改善も、ボーナス関連の寄与を除くと、名目賃金の顕著な上昇ではなく、CPIインフレ率の減速傾向によって実現している。
- ・ 購入頻度の高い財やサービスの価格が下落していることは、家計のインフレに対する「実感」を通じて、インフレ期待の下押し圧力となることが考えられる。

(左)実質賃金(CPIベース)、(中央)実質所得(CPIベース)、
(右)購入頻度別の物価上昇率 (いずれも前年比%)



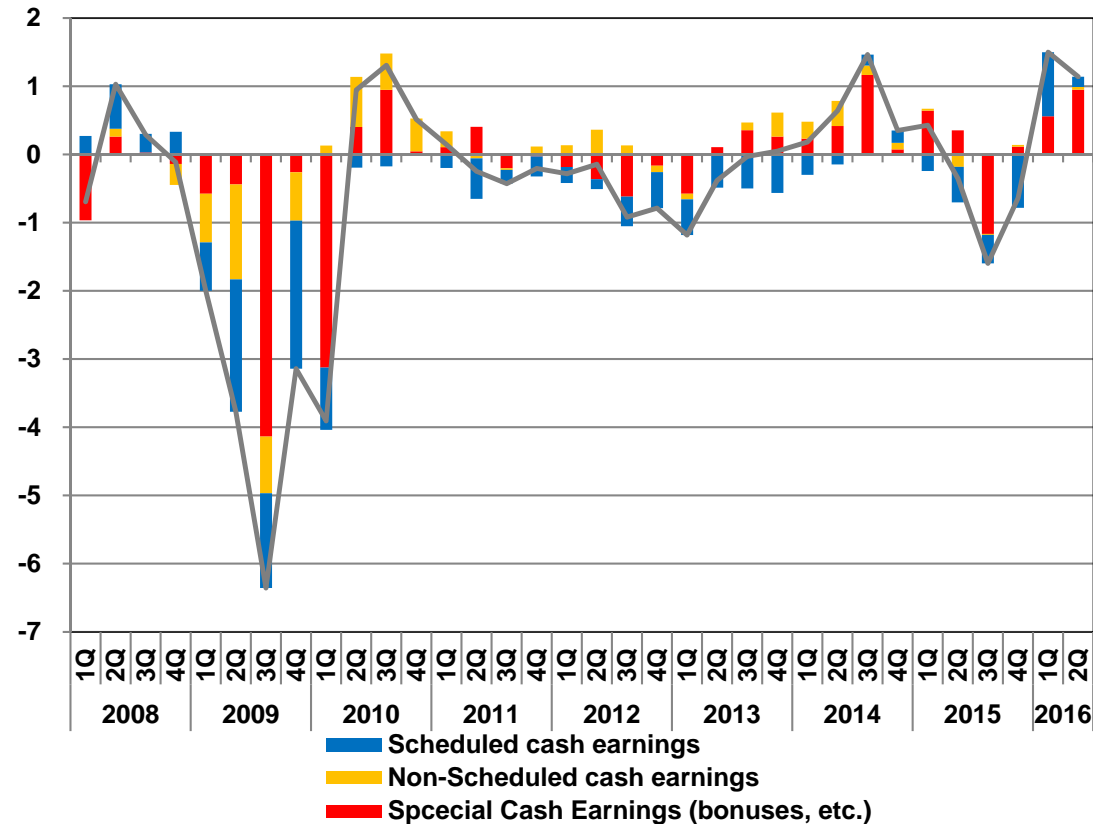
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 総務省、厚生労働省

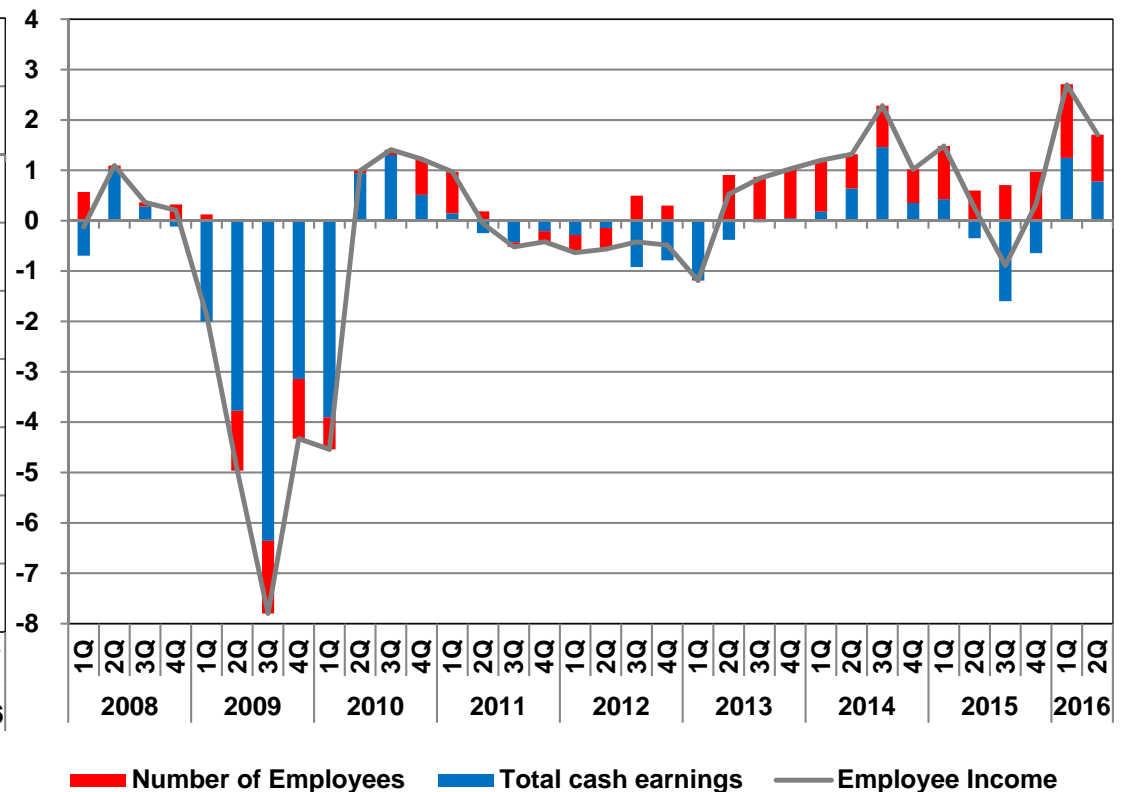
■ 実質所得 (2)

- ・ 名目賃金の改善が本年初から復活したが、なお、夏季賞与のような一時的要因に支えられている面も強い。
- ・ 雇用者報酬の変動も同様なパターンを辿っている。現金給与部分の貢献も引続きみられるが、雇用者数の増加による寄与がなお大きい。

名目賃金の寄与度分解 (前年比、%)



雇用者報酬の寄与度分解 (前年比、%)



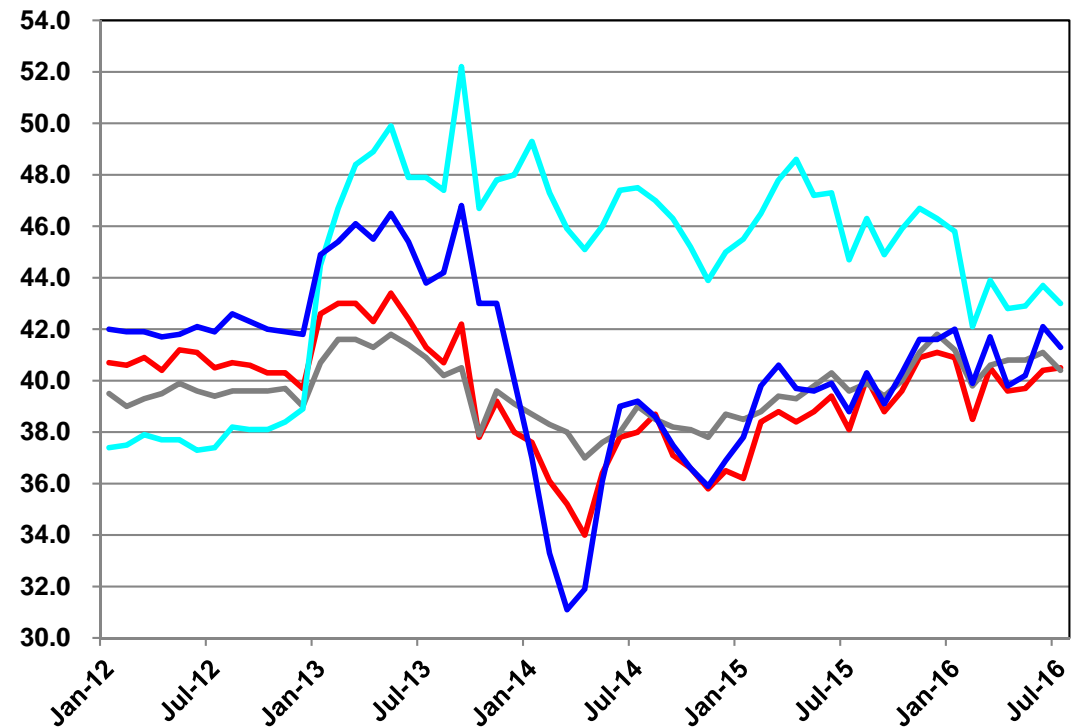
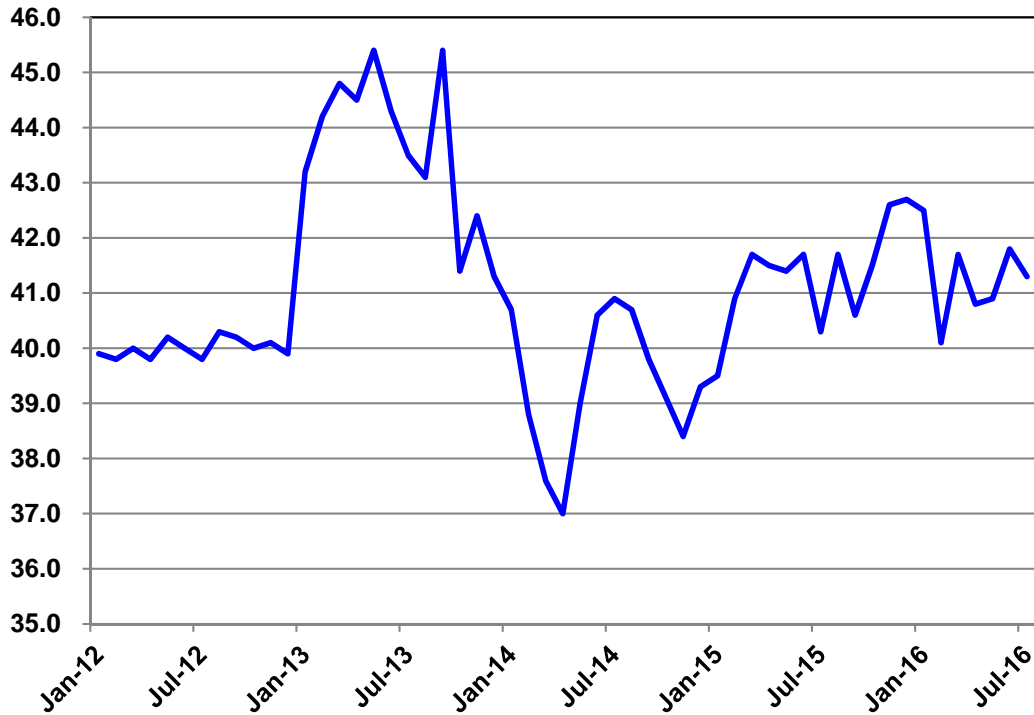
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 内閣府

■ 家計のセンチメント

- ・ 内閣府調査による消費者センチメントは、「量的・質的金融緩和」の初期には大きな改善をみせた。しかし、2014年の後半からは比較的大きな振れを伴いつつ、方向性を欠く動きを見せている。今年に入ってやや低調であることについては、金融市場のvolatilityの高まりや景気に関する不透明性などが指摘されている。
- ・ また、構成要素のうちでは、足許で労働需給が極めてタイトであるにも関わらず、雇用の指数が低下傾向を示していることが注目される。

消費態度指数とその内訳



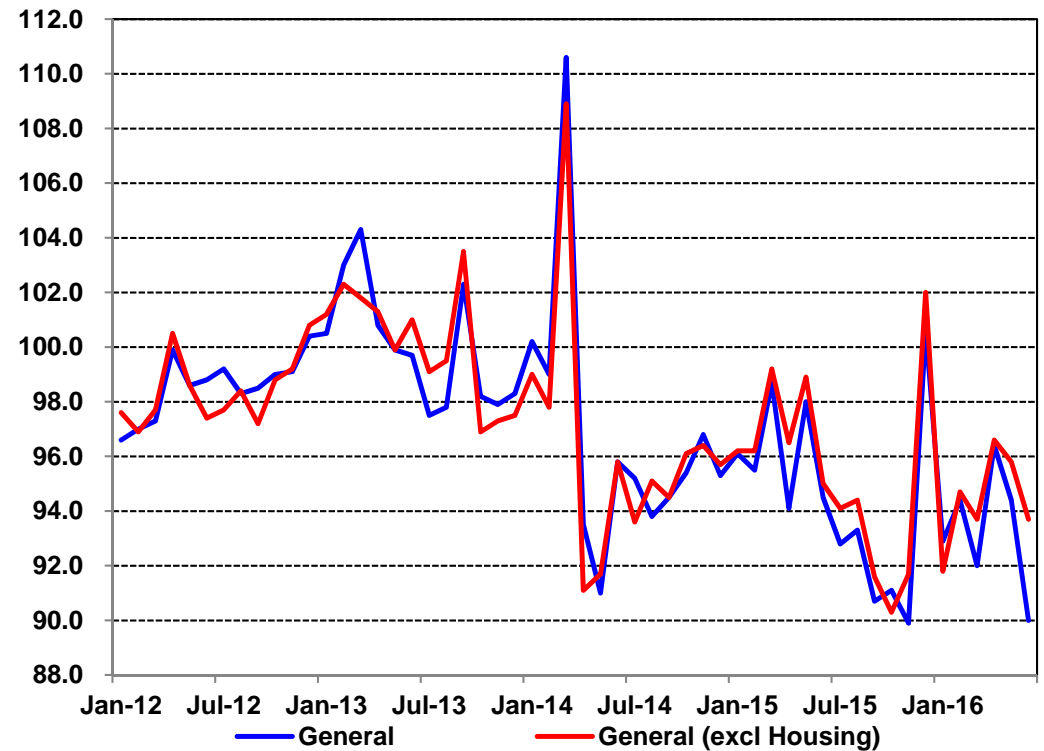
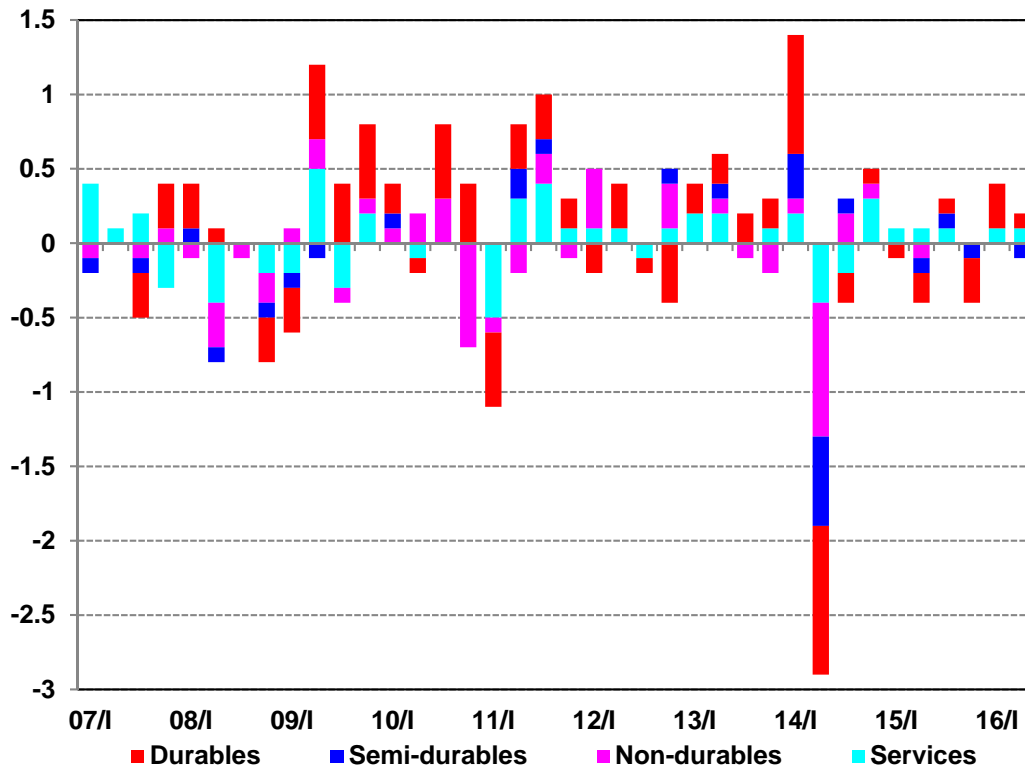
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料:内閣府、総務省

■ 個人消費支出

- ・ 本年前半は、個人消費支出の伸び率が2期連続で前年比プラスとなった。それ自体歓迎すべきではあるが、伸び率自体は依然として小さく、家計のマインドの弱さが示唆される。
- ・ この間、個人消費支出の水準は、直近(本年6月)に再び減速したほか、中期的にみても低水準となっている。

(左)個人消費の内容別寄与度 (GDPベース、前年比%)、(右)消費水準指数

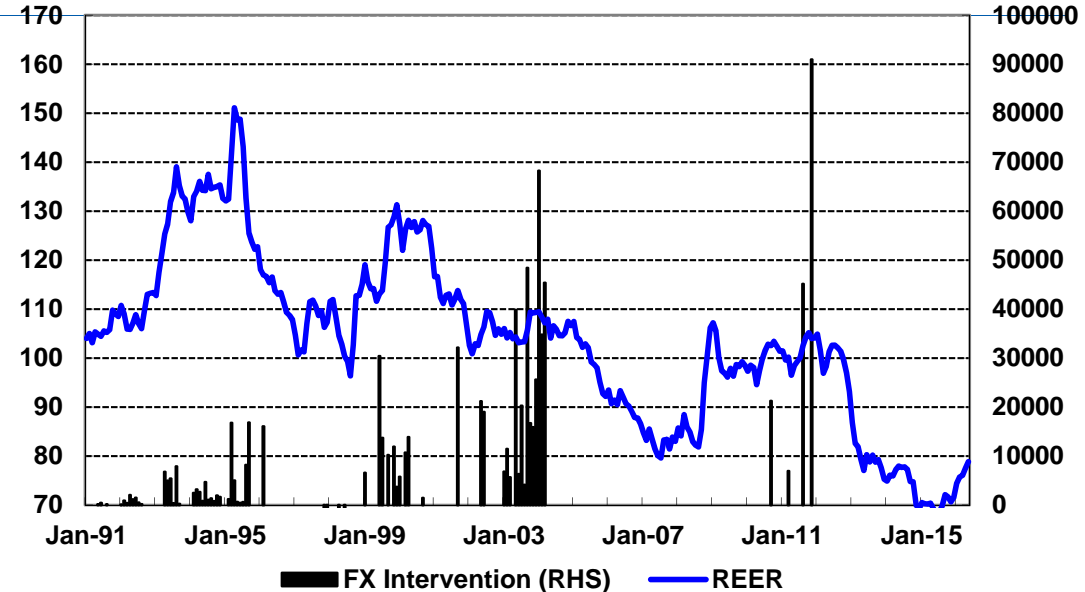
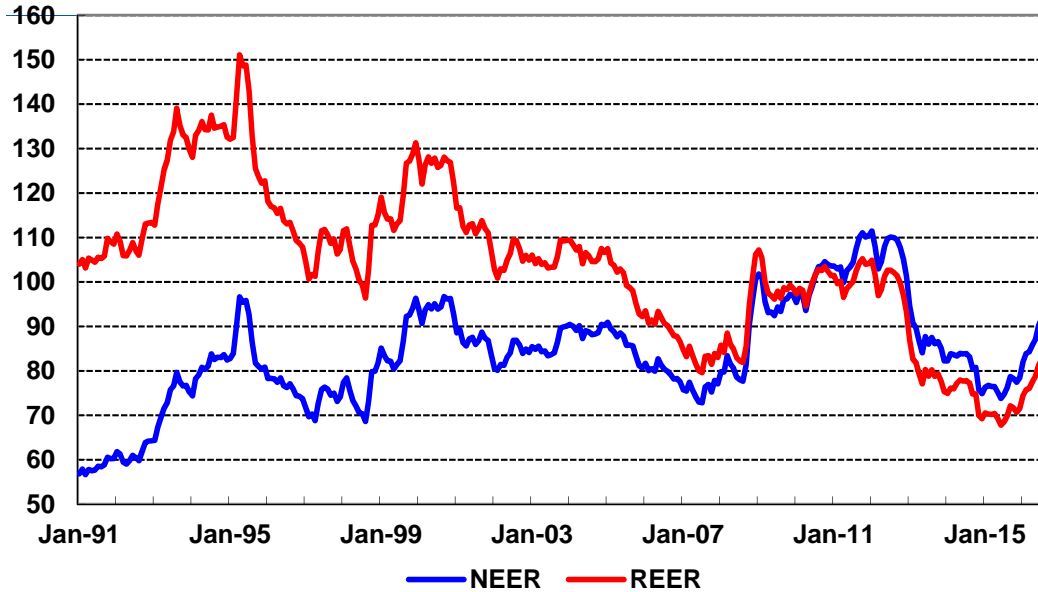


1. 政策効果とインフレ目標の達成

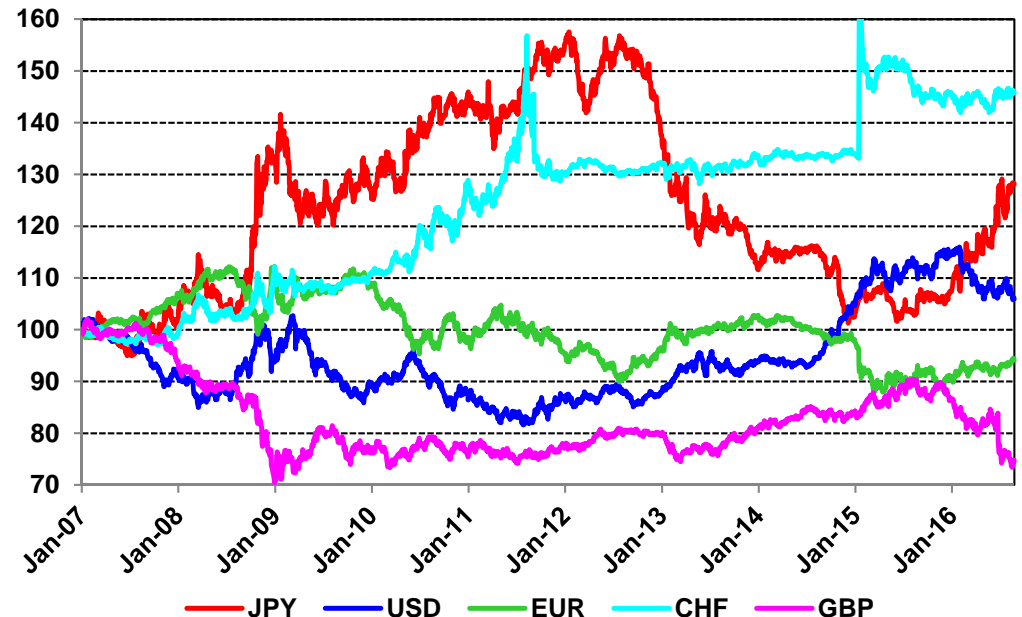
資料:財務省、日本銀行、イングランド銀行

■ 実効為替レート

(左) 円の実効レート、(右上) 円の実質実効レートと為替介入、(右下) 主要通貨の実効レート (2007年1月=100)



- ・ 円の実質実効レートは「量的・質的金融緩和」の開始後に大きく円安にふれたが、現在では同時点の水準まで概ね回帰した。名目実効レートも同様なパターンの動きをみせ、現在の水準は2013年初に近い。
- ・ 名目実効レートは、世界的な金融危機の直前であった2008年初に比べて約20%高い。また、本年入り後の円の名目実効レートは増価を続けており、大幅に下落した英ポンドや反落し始めた米ドルとは対照的な動きとなっている

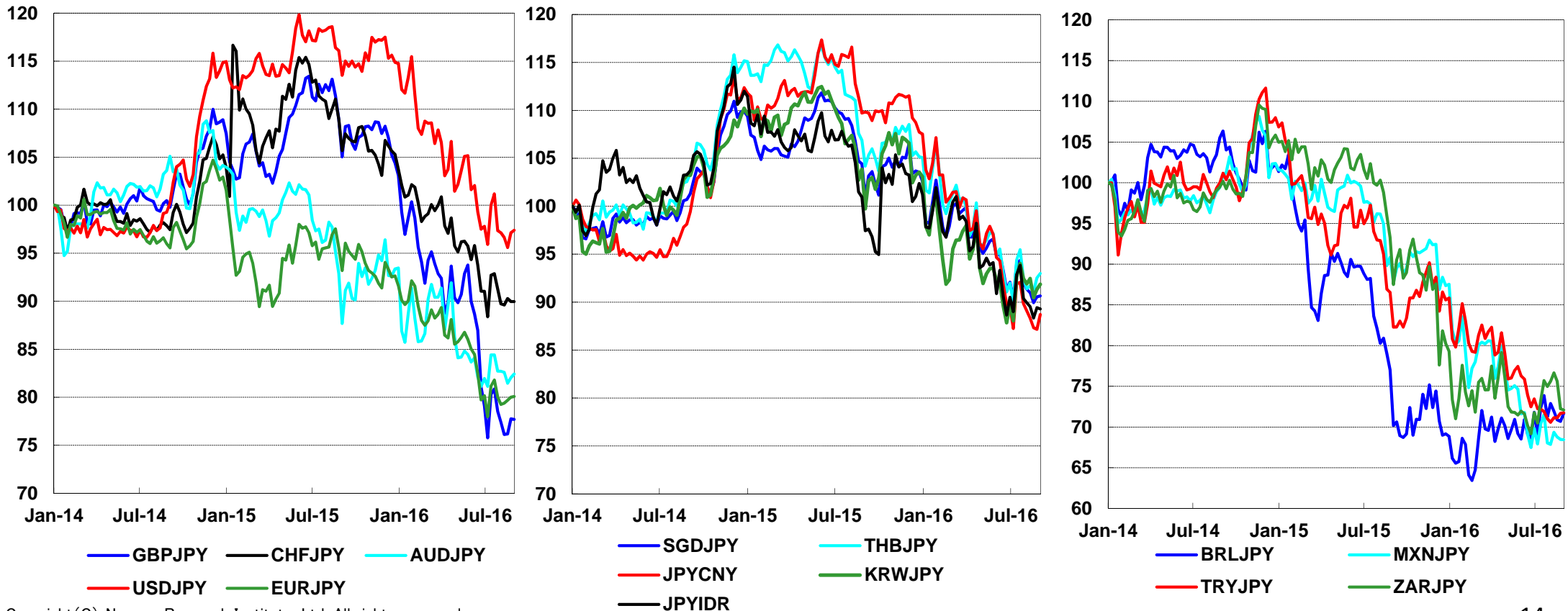


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 円相場

- 円相場の中期的な減価トレンドは2015年央に終了した。その後の円の全面高のうち、主なアジア通貨やスイスフランに対する動きは対米ドルと平行であった。一方、ユーロや英ポンド、豪ドル、アジア以外の新興国通貨に対する動きはパターンが異なっており、各通貨に固有の問題によって相場が影響を受けたことが示唆される。

円の対主要通貨および対主要新興国通貨の名目レート(2014年1月を100とする指数: 値の増加が円安を示す)



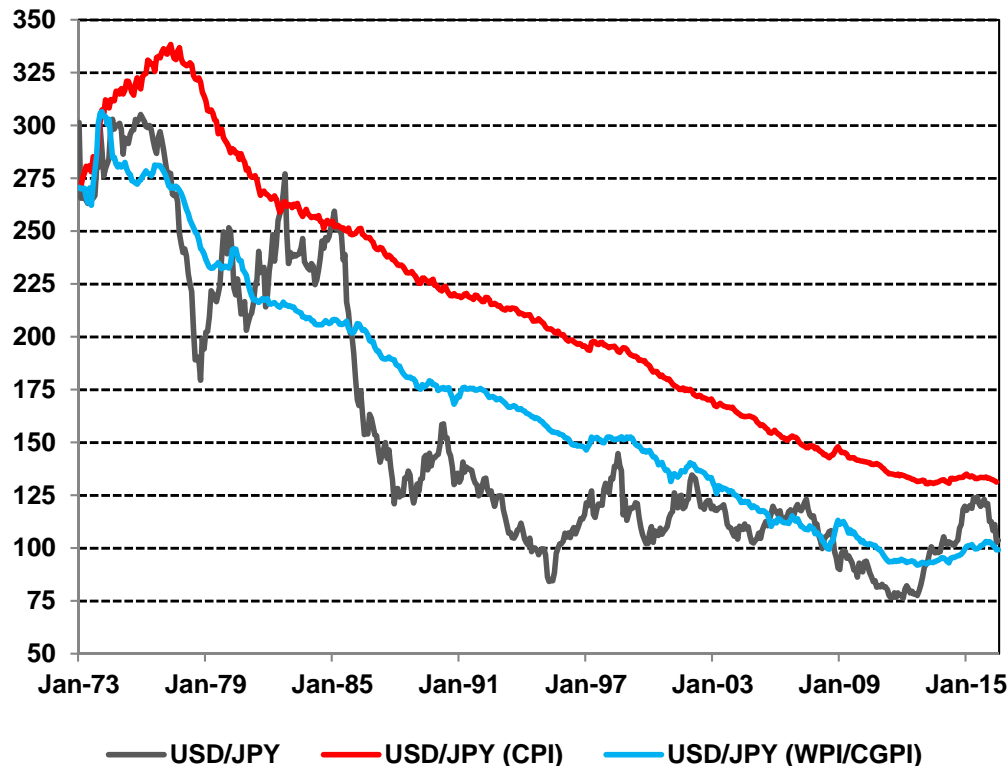
1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 購買力平価と企業の採算レート

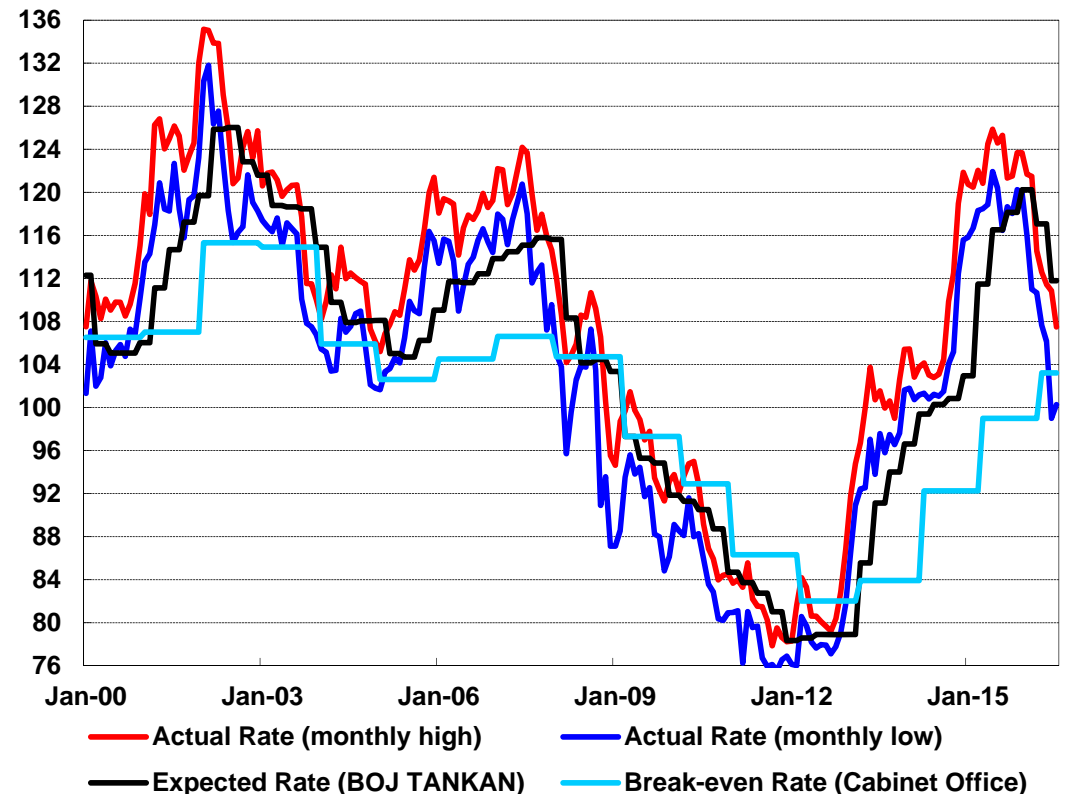
資料：日本銀行、内閣府、
Bureau of Labor Statistics,
Thomson Reuters

- ・ ドル円レートは、ここ数年はCPIベースの購買力平価とWPI/CGPIベースの購買力平価によるcorridorの中を推移してきたが、ここへ来て「下限」に接触する状況となっている。
- ・ 「量的・質的金融緩和」の導入以降、日本企業は採算レート対比で有利な為替レートの恩恵を享受してきた。しかし、足許ではドル円レートの円高化によって、そうした恩恵は消滅した。加えて、企業の想定レートも実際のドル円レートの変化から取り残され気味となっている。

購買力平価 (CPIベースとWPI/CGPIベース)



想定レートと採算レート(ドル円)



1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料:財務省、日本銀行

■ 貿易収支

- 「量的・質的金融緩和」の初期に悪化した貿易収支は、2014年から改善を続けており、昨年後半からは黒字額が漸増している。足許では、輸出が緩やかに回復する一方、輸入が概ね横ばいで推移した。

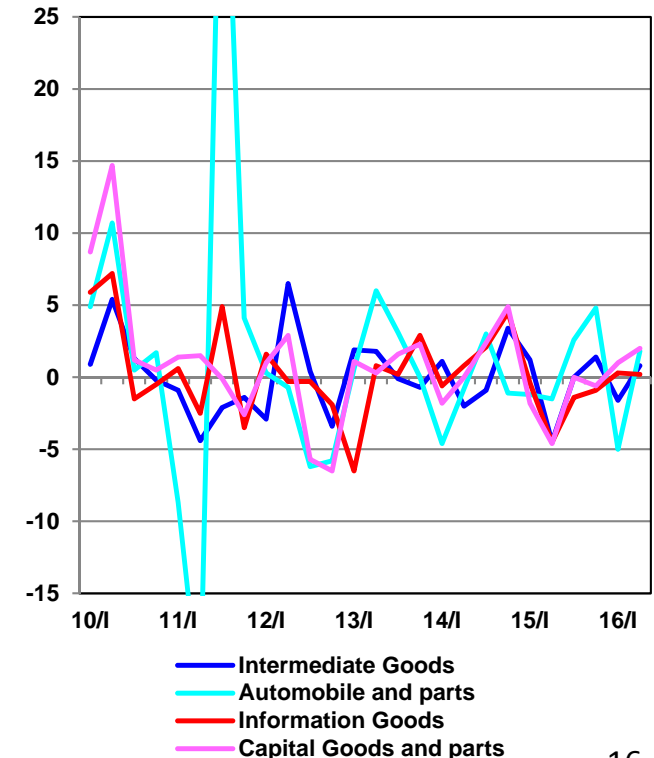
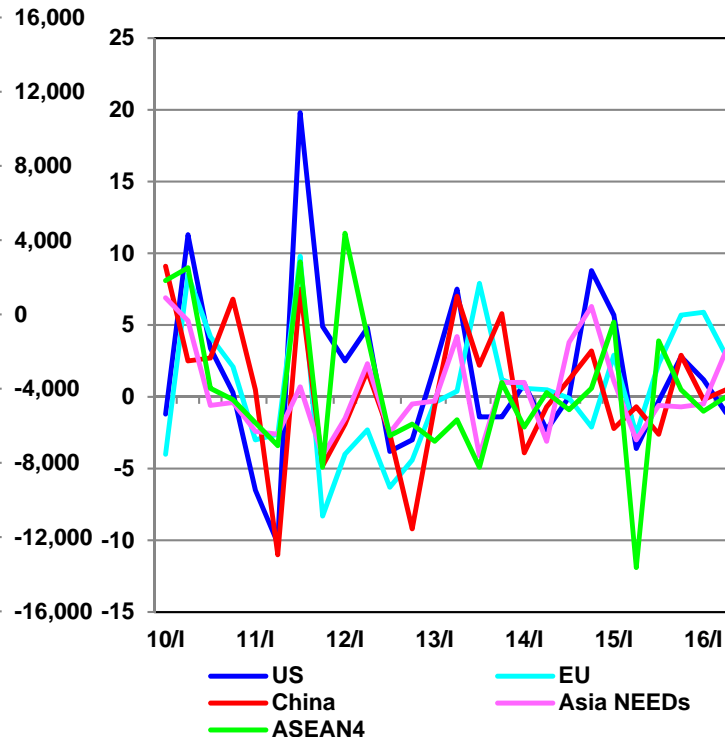
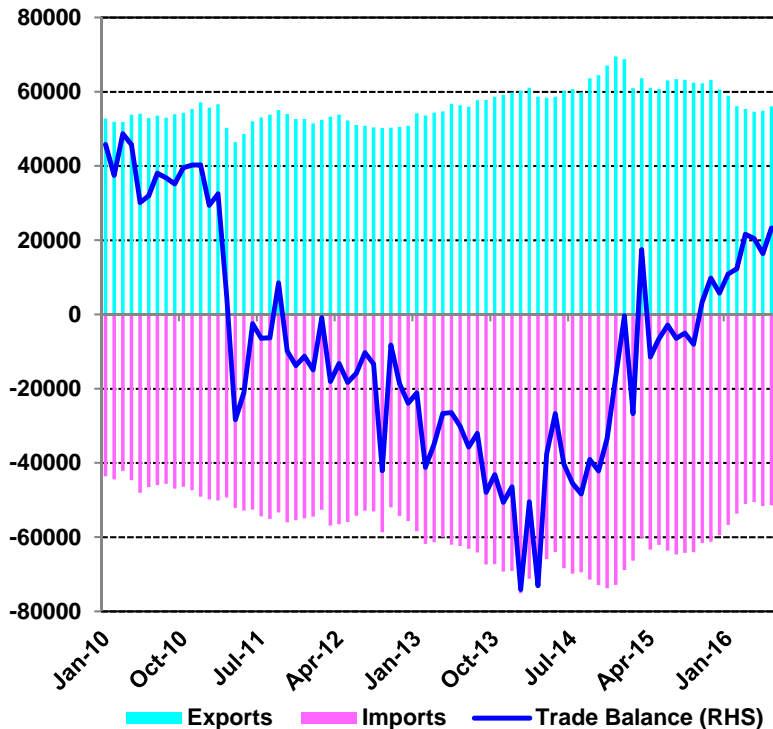
(左)輸出の地域別シェア(2015年, %), (右)輸出の品目別シェア(2015年, %)

US	EU	China	Asia NEEDS	ASEAN4
20.1	10.6	17.5	21.7	9.8

中間財	自動車および自動車部品	情報関連財	資本財および部品
19.8	24.4	10.6	27.5

貿易収支(億円)

(左)地域別輸出、(右)品目別輸出(前年比, %)



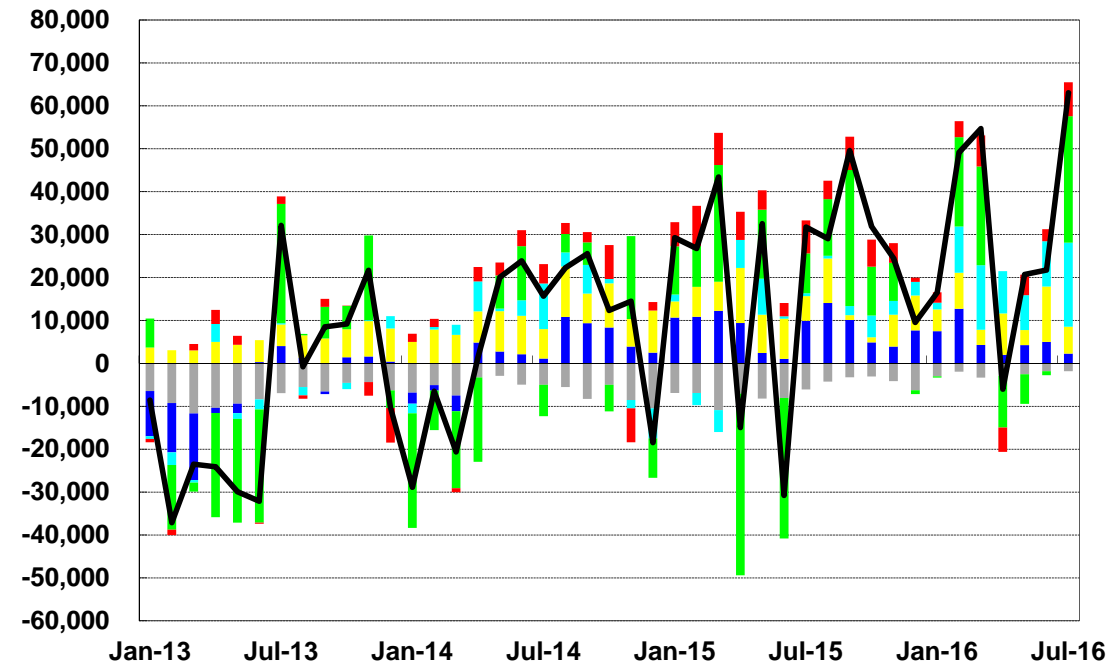
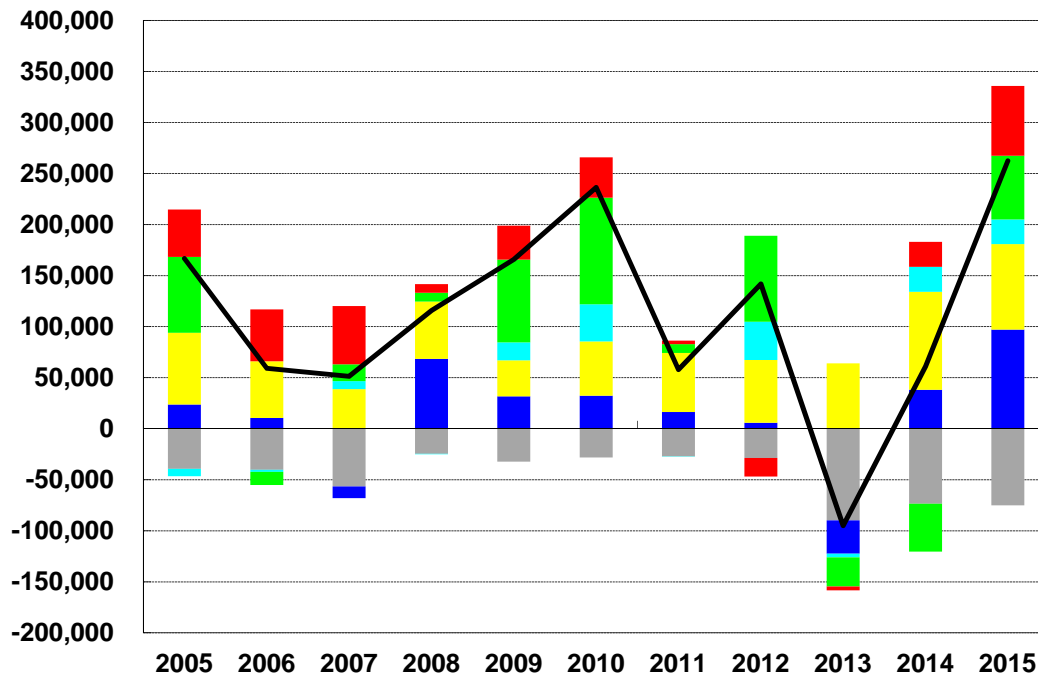
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料:財務省

■ 対外証券投資 (1)

- ・ 年次データで見ると、2015年の対外証券投資(ネット)は既往ピークとなった。これは、「量的・質的金融緩和」の波及メカニズムとして意識されていた”portfolio rebalancing”の遅効的実現とみられることもできる。
- ・ 加えて、月次データによれば、本年春先以降も度々大規模な対外投資がみられる。投資家別には、銀行や保険の動きが目立つ。

投資家別の対外証券投資 (ネット:億円)



■ Investment trust ■ Bank ■ Life insurance
■ Broker/Dealer ■ Trust bank ■ Other
— Total

■ Investment trust ■ Bank ■ Life insurance
■ Broker/Dealer ■ Trust bank ■ Other
— Total

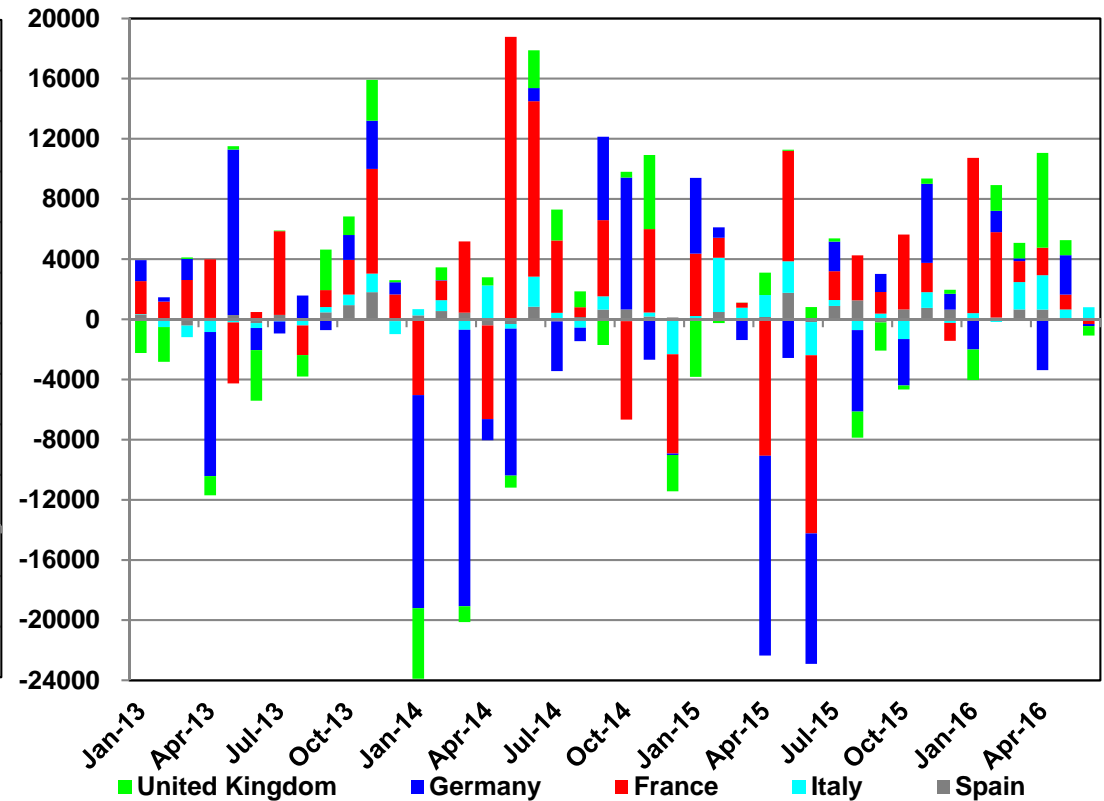
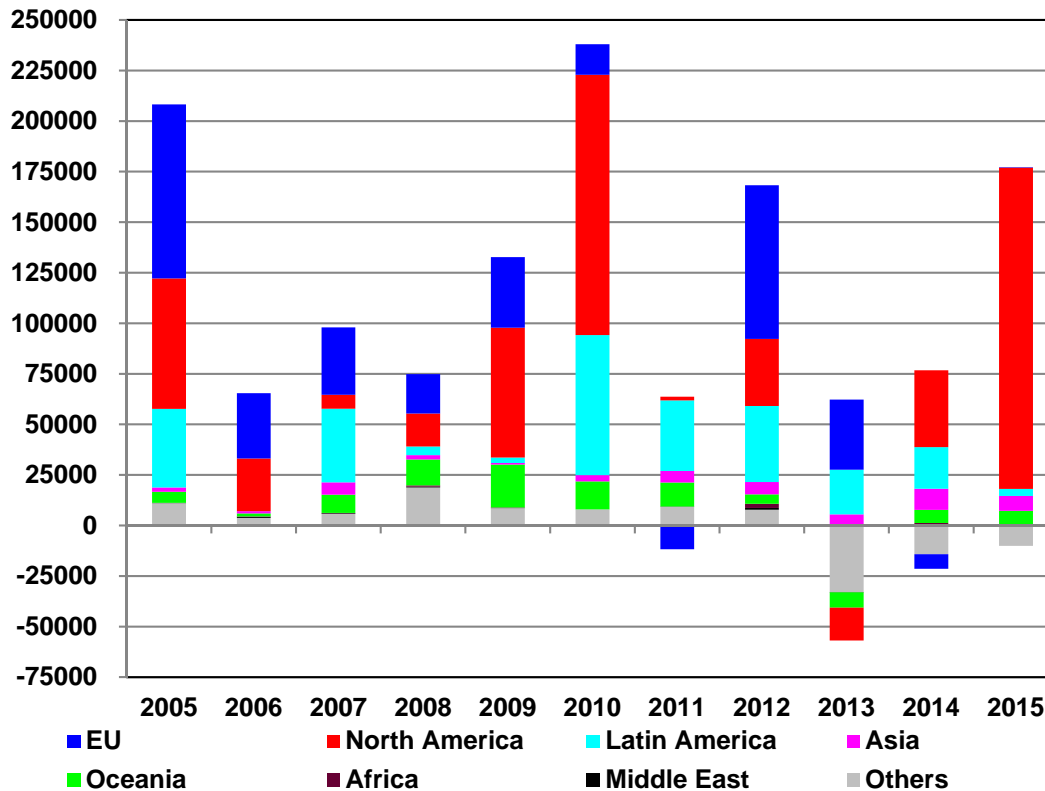
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料:財務省

■ 対外証券投資 (2)

- ・ 地域別の対外債券投資には次のような特徴がみられる。
 - 1) 米国の債券に対する投資意欲が、昨年から顕著に高まった。
 - 2) この間にユーロ圏向けの投資が顕著に減速した。こうした傾向はまずドイツに関して明確となり、その後は多くの国に波及している。

地域別の対外債券投資(ネット:億円) <(左)グローバル、(右)主要欧州諸国>



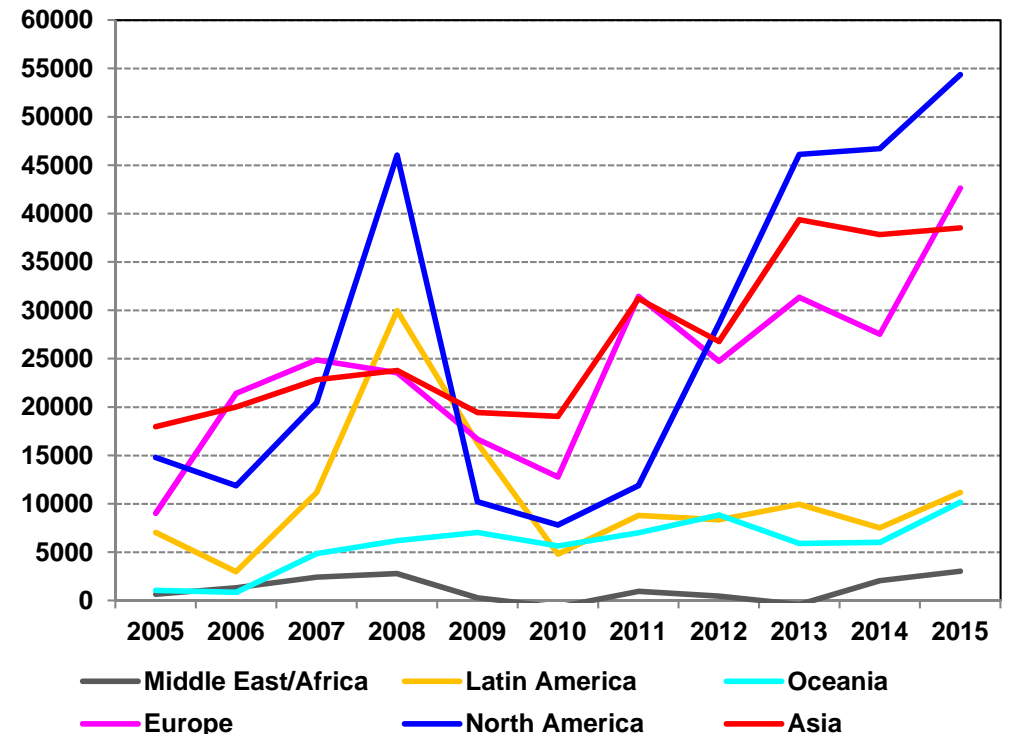
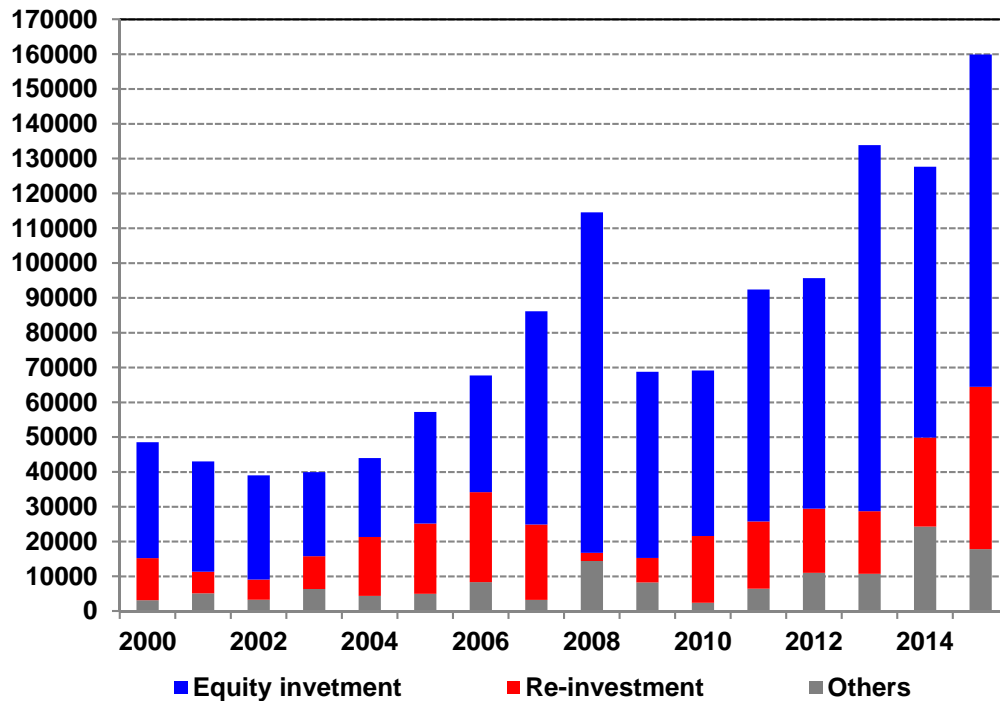
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料:財務省

■ 対外直接投資

- 近年、対外直接投資が加速的に増加し、昨年は約16兆円と前年比約2割の増加となって、それまでのピークであった2013年を大きく上回った。これも“portfolio rebalancing”の一つと捉えることができる。
- 地域別には、世界的な金融危機以降に主役となったアジア向けが頭打ちとなる一方で、ここへきて米国や欧州向けの増加が目立つ。

(左)投資手段別の投資額、(右)地域別の投資額 (億円)



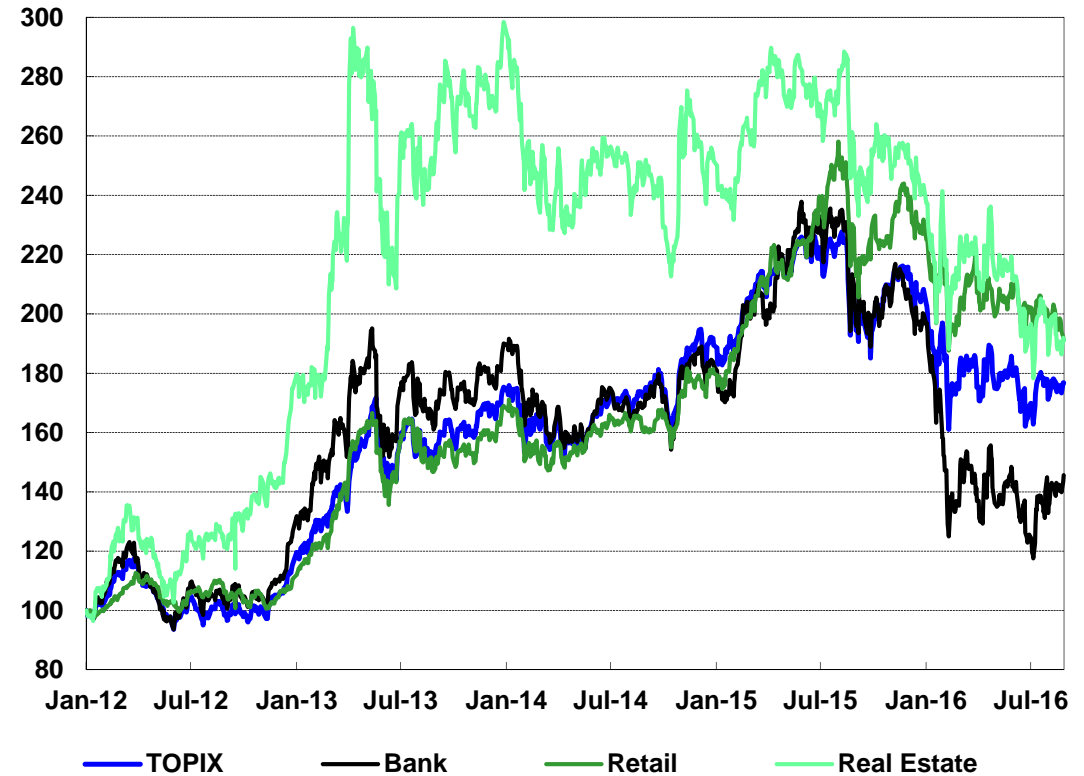
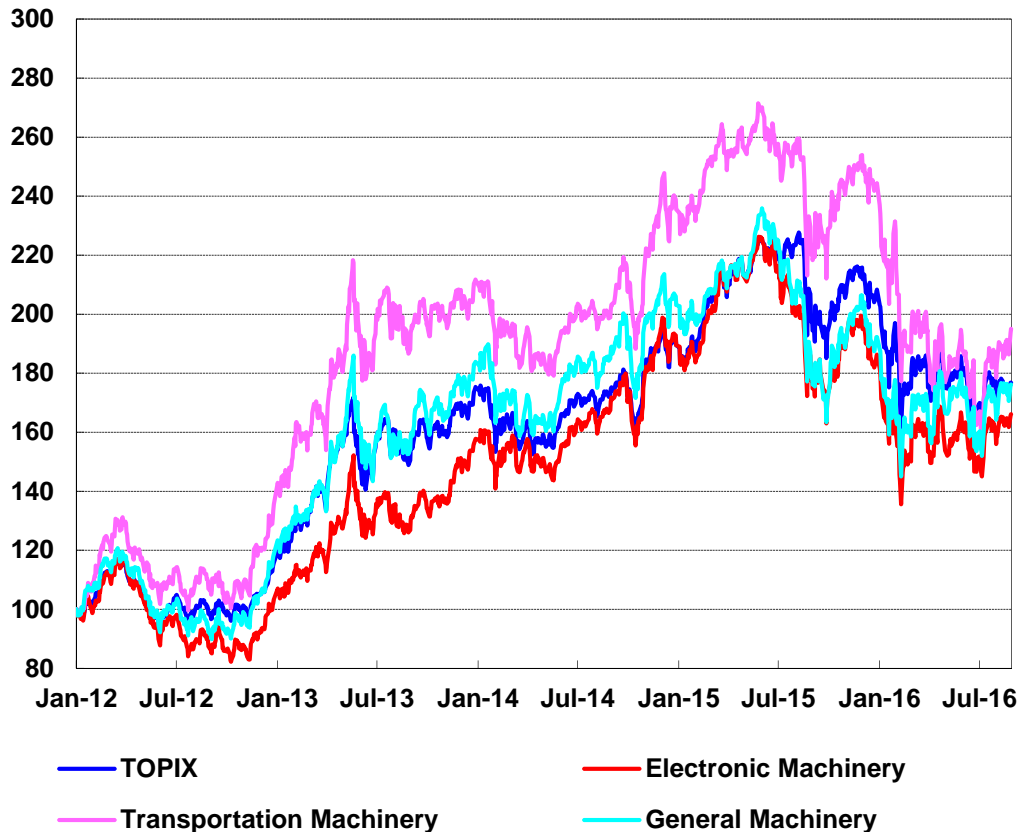
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: Thomson Reuters

■ 株式市場

- 株値は、「量的・質的金融緩和」の導入以降、昨年中盤までは(2014年前半の停滞を除いて)概ね上昇トレンドを維持した。しかし、昨年末から本年春には大きく調整した後、振れを伴いつつ横這いで推移している。下落局面においては、製造業の株値には業種別に目立った動きはみられなかったが、非製造業の中では銀行株の下落が顕著であった。

主な株価指数の推移(2012年初=100)



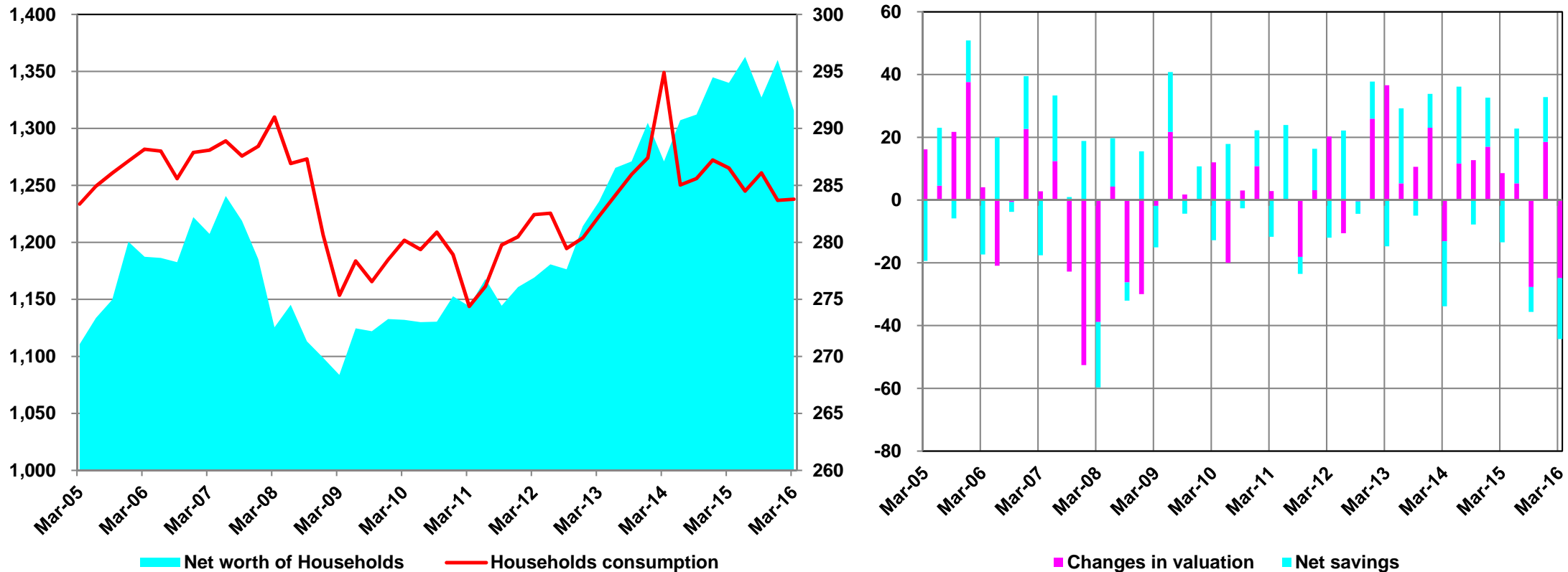
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料：内閣府

■ 家計の純資産

- 家計の純資産残高は昨年後半に頭打ちとなった。本年の第1四半期には、金融市場の不安定化に加えて、純貯蓄がマイナスとなったため、実際に減少した。その時点での残高は1361兆円であり、2012年末に比べて約8%の増加となった。
- 中期的にみると、純資産と個人消費の相関は弱まってきたように見える。この点も個人消費の「構造的な弱さ」を示唆していることが考えられる。

(左)家計の純資産残高(兆円)、(右)四半期毎の家計の純資産の増減(兆円)

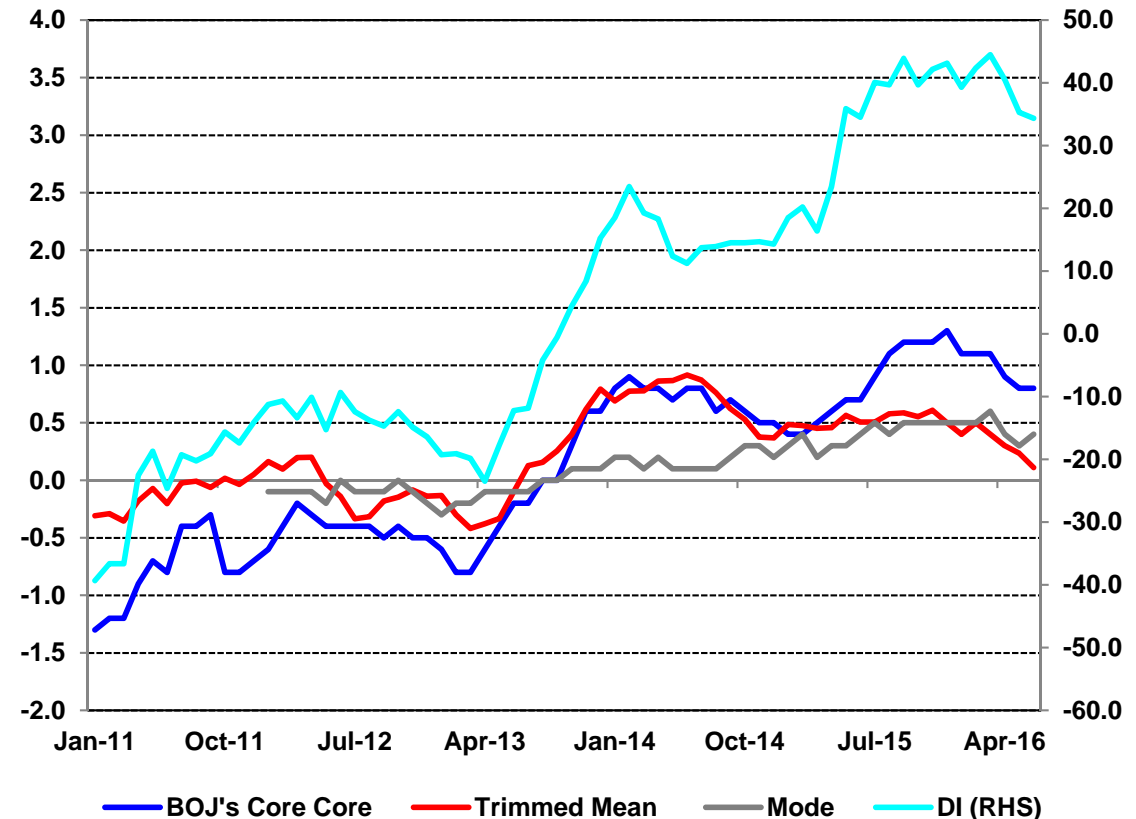
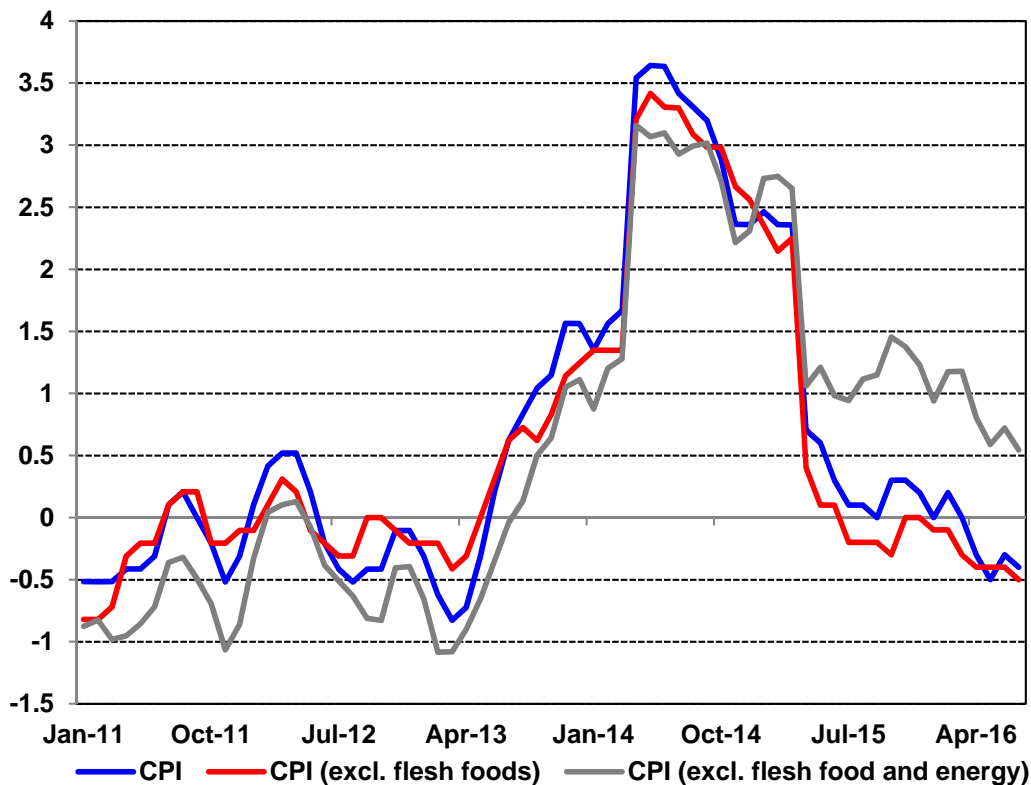


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ インフレの動向 (1)

- ・ CPIインフレ率とCPIコアインフレ率は、双方とも再び下落基調を辿っており、現在では小幅ながらマイナスとなった。
- ・ 日銀の推計による基調的インフレ率の指標も総じてモメンタムを失っている。外部要因のうちでは、原油価格による下押し効果が減衰していくとみられる一方、当面は円高による下押しが続くとみられる。

(左)コアとコアコアのインフレ率、(右)日銀によるコアコアのインフレ率 (前年比, %)

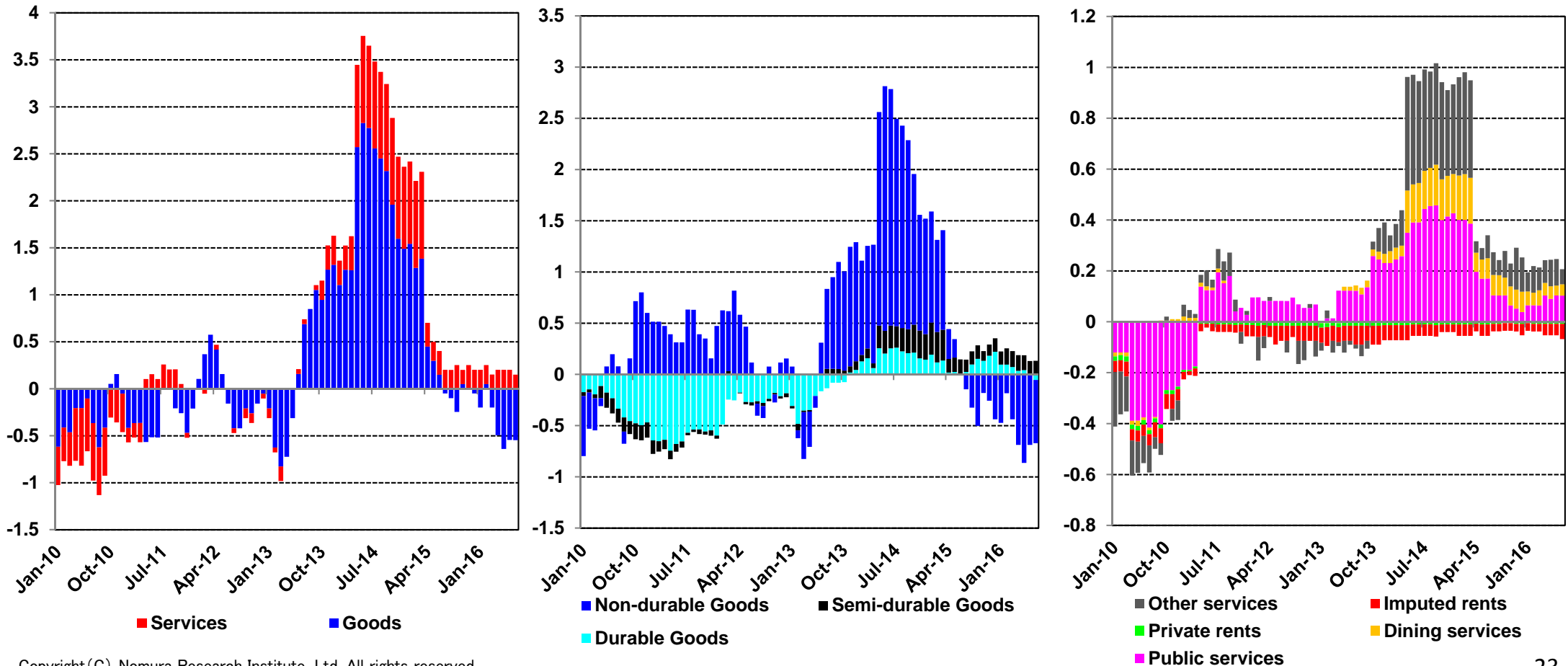


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ インフレの動向 (2)

- 足許では財価格の下落幅が再び拡大する一方、サービス価格は若干上昇している。一時はプラス寄与がみられた耐久財価格もゼロ圏内へ減速した。サービスの中では、公共サービスの価格が減速したが、外食等の価格上昇が若干加速したことでオフセットされている。

(左) CPIインフレ率<財・サービス別>, (中央) CPIインフレ率<財の種類別>, (右) CPIインフレ率<サービスの種類別> (前年比、%)

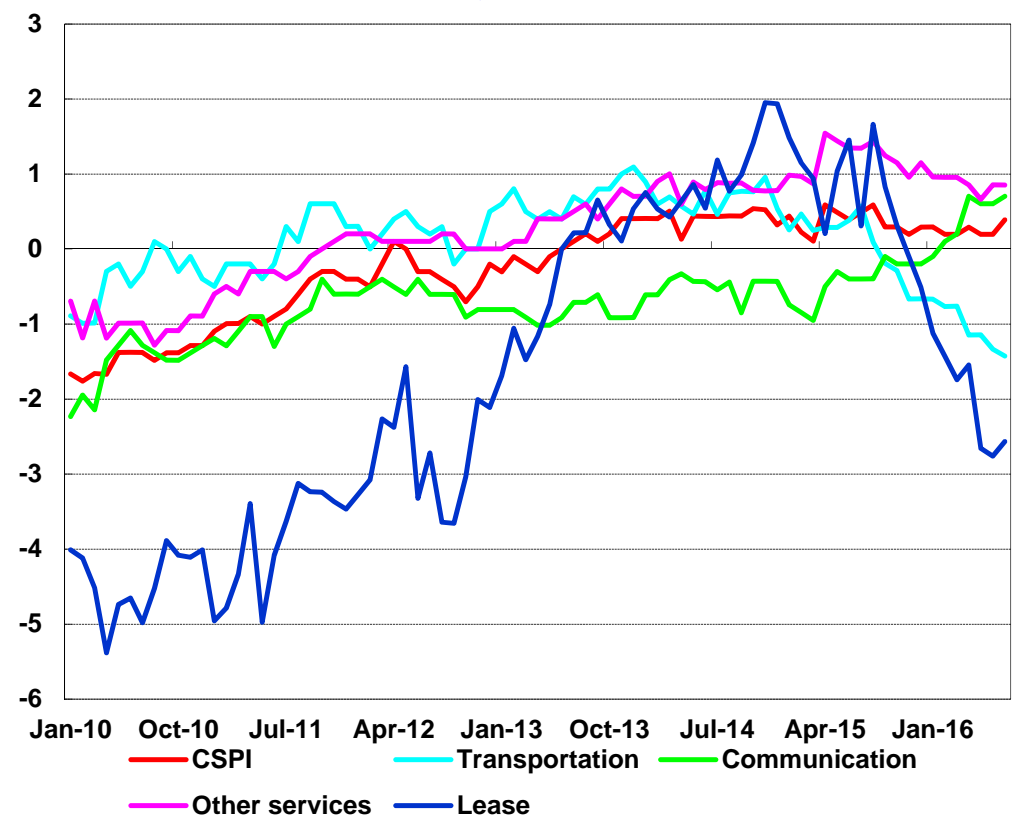
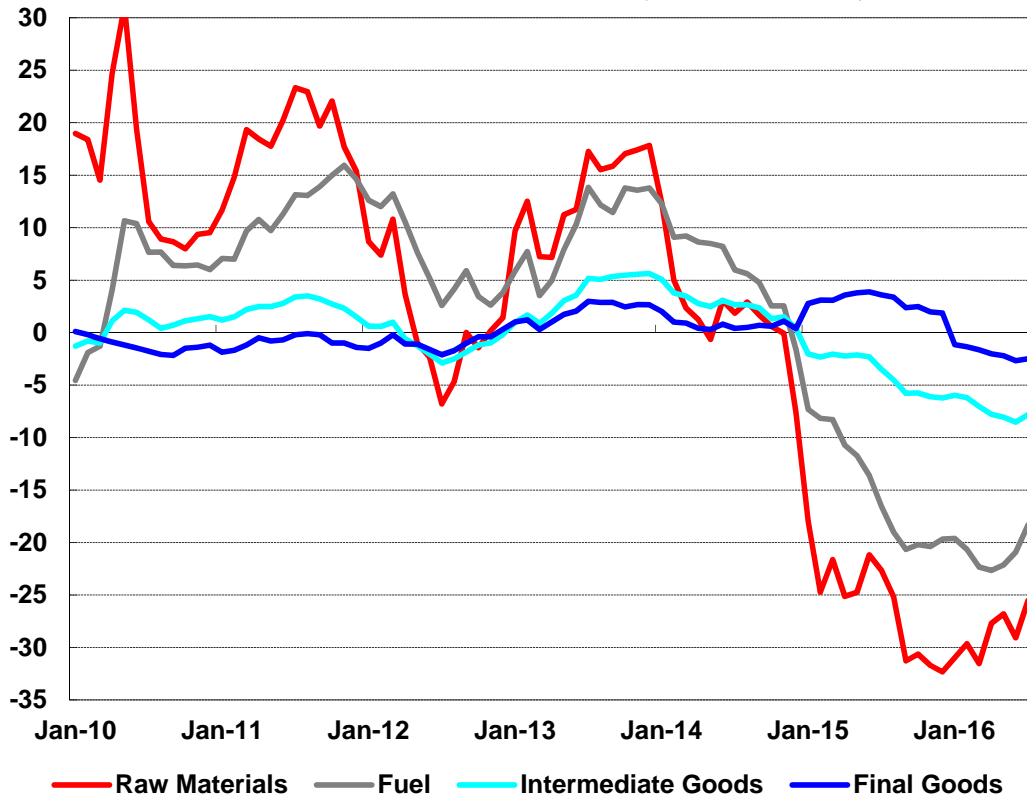


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ インフレの動向 (3)

- ・ 企業物価指数によるインフレ率の推移は、輸入原油への依存度の高いわが国にとって交易条件の改善が大きかったことを示唆する。もっとも、足許では最終財価格が必ずしも有利な方向に動いていないこともわかる。
- ・ 企業向けサービス価格指数によるインフレ率の推移は、「量的・質的金融緩和」の導入後は幅広い価格が安定したことを示唆する。もっとも、最近ではこれらにも減速の兆しが見られる。

(左) 企業物価インフレ率, (右) 企業向けサービス価格インフレ率 (前年比、%)

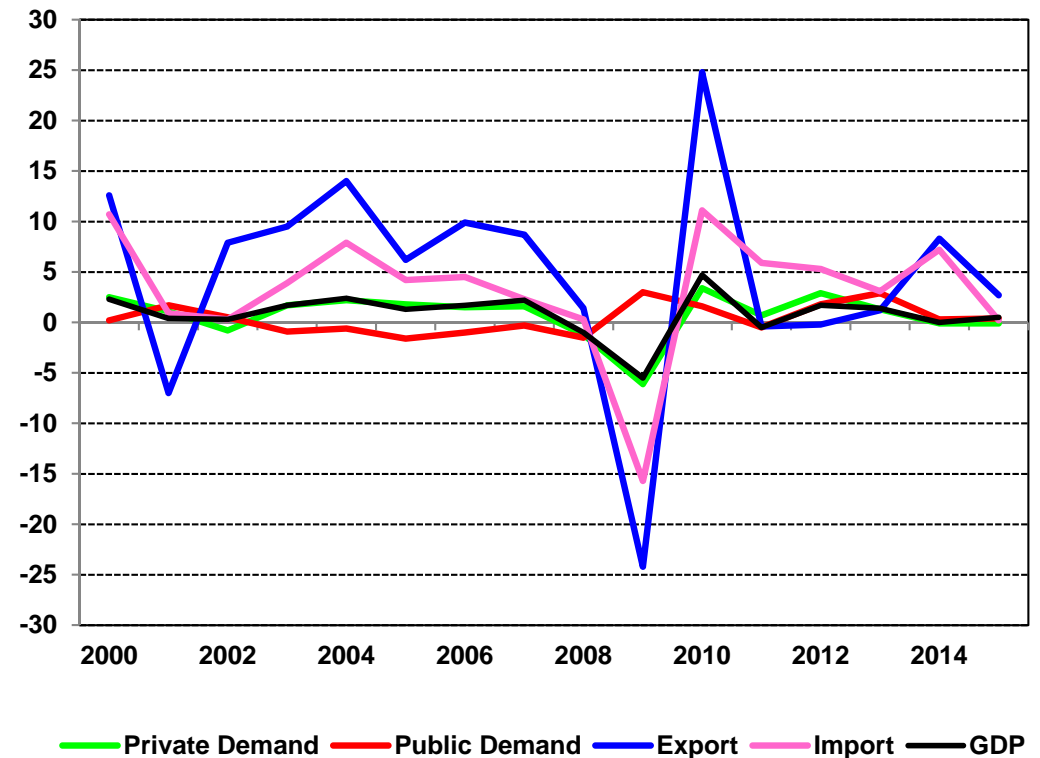
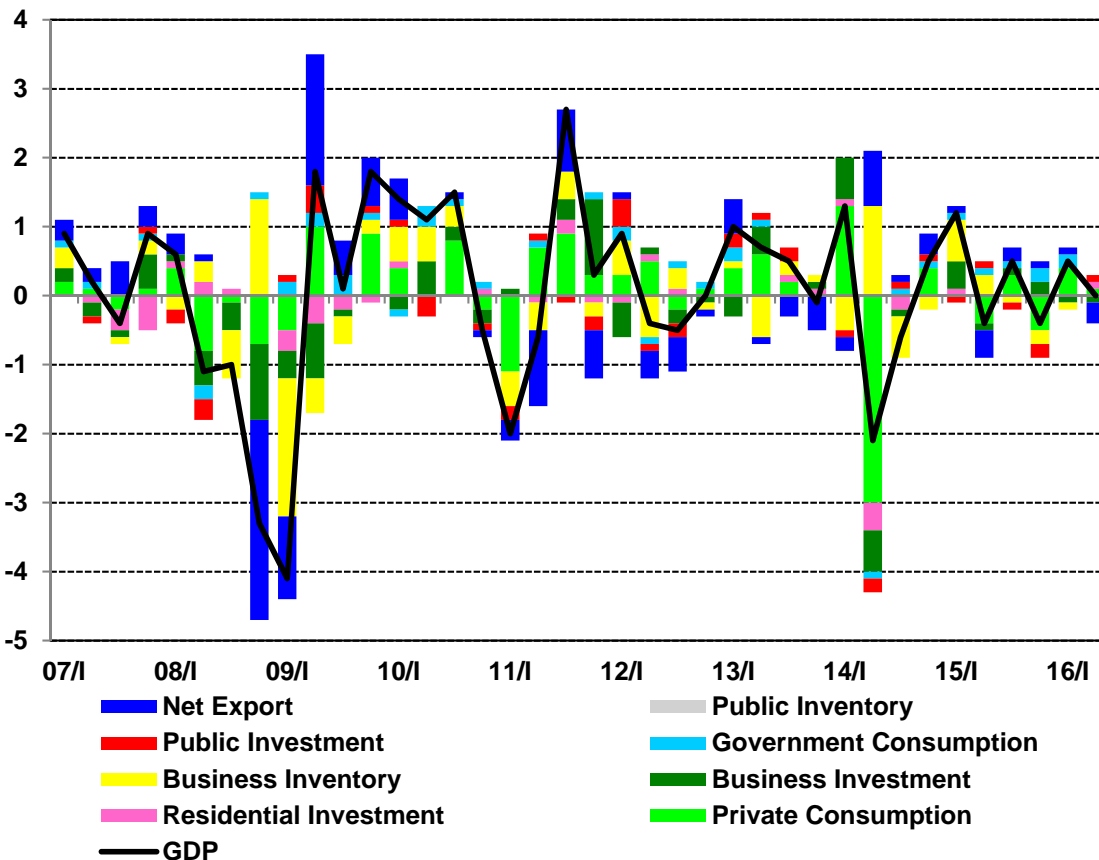


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 経済成長率

- 本年第2四半期の実質成長率は、再びゼロ近傍へ減速した。内需のである個人消費と設備投資がともに冴えない状況にあるほか、純輸出もふたたび減速した。もっとも、わが国の潜在成長率がゼロ近傍にある以上、こうしたモメンタムの乏しい経済状況にも整合的な面もある。

(左)主要項目別の寄与度(前期比、%)
(右)主要な支出項目別のGDP成長率(年率、%)

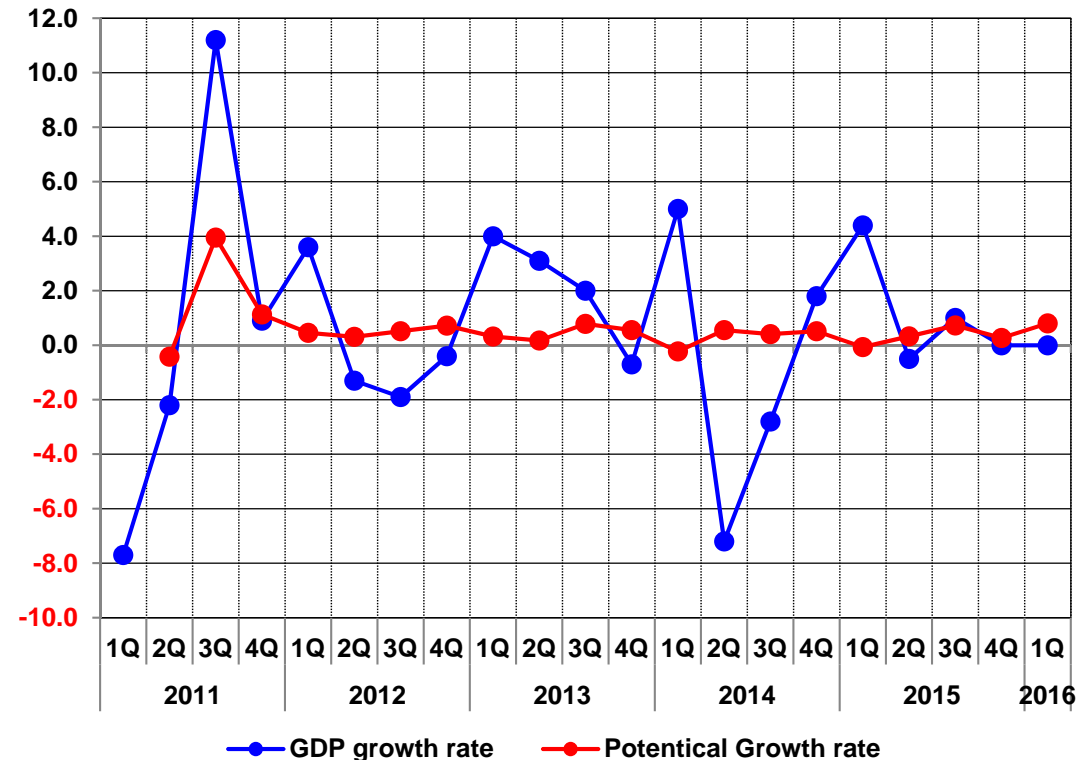
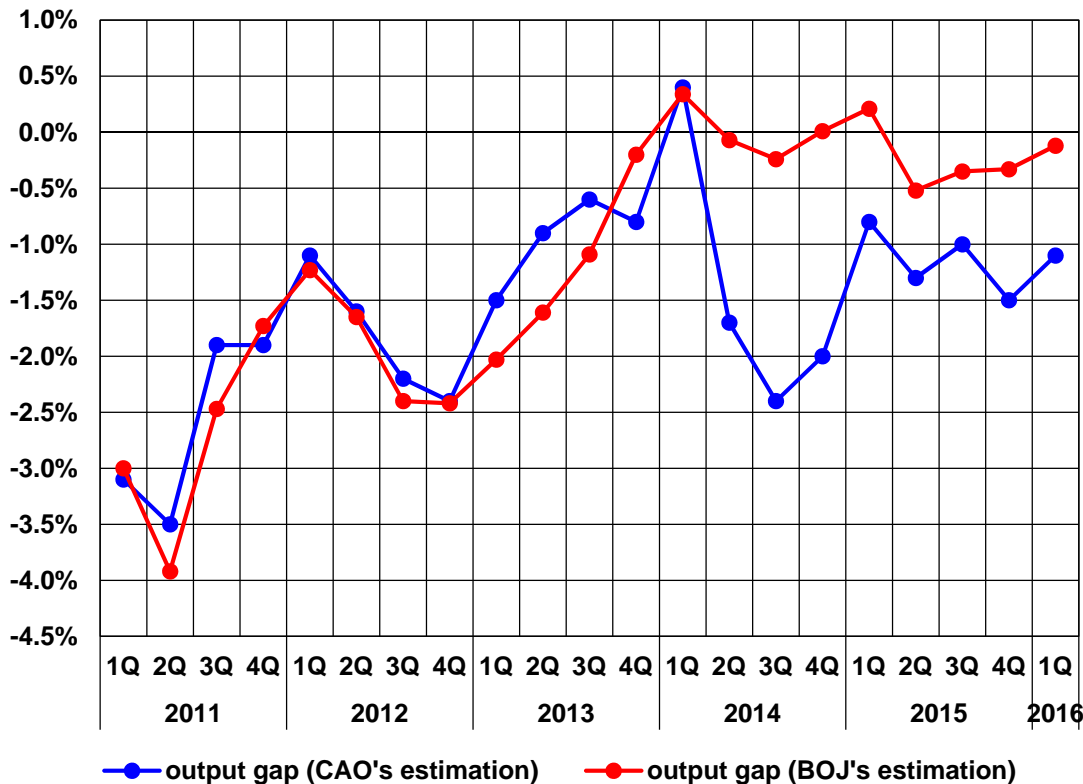


1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ マクロの需給ギャップ

- ・ GDPギャップの改善の動きは昨年以降に停滞している。内閣府の推計によれば、本年第1四半期現在で1%より大きいが、日銀はほぼゼロであると主張している。
- ・ いずれにせよ、わが国の潜在成長率はゼロ近傍にあるとみられるだけに、実際の成長率が多少加速しただけでも、ギャップは大きく縮小することに注意すべきであろう。

(左) GDPギャップ (%)、(右) 実際の実質GDP成長率と潜在成長率 (前年比、%)



1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 日本銀行

■ 「適応的」な期待形成

- ・ 黒田総裁は、本年6月のセミナーにおいて、インフレ期待の形成における「back-ward looking」な要素を考えると、インフレ期待を2%に「re-anchoring」することは困難なタスクであると述べた。
 - 8月のJackson Holeでのスピーチでも同様な考え方を示した。

黒田総裁の講演テキスト(2016年6月<抜粋>)

・...理論的には、長期にわたってゼロ金利を継続するとのコミットメントを行うことで、将来の緩和効果をいくらでも前借りできるだけでなく、その政策効果が即座に実現することになります。もっとも、この点は、実際の観察事実と乖離しており、「フォワードガイダンス・パズル」とされています

・...このパズルを考えるうえでは、2つの要素が重要です。まず一つめは、標準的なマクロ経済モデルにおいては、異時点間の代替弾力性が大きく、かつ借入制約なども存在しないため、時間を通じた消費の平準化がいくらでも可能であることです。そして、もう一つは、政策行動に対して、インフレ予想が即座に反応することです。

・...しかし、現実に観察されるインフレ予想は粘着性が高く、ゆっくりとしか変化しません。これは、実際のインフレ予想の形成メカニズムにおいて、過去に観察されたインフレ率の実績値に規定されるバックワードルッキングな要素が大きいことを意味します。また、標準的な理論モデルでは、金融緩和のコミットメントが完全に信認されることを無条件に仮定しており、この点も現実との乖離を生む要因になっています。

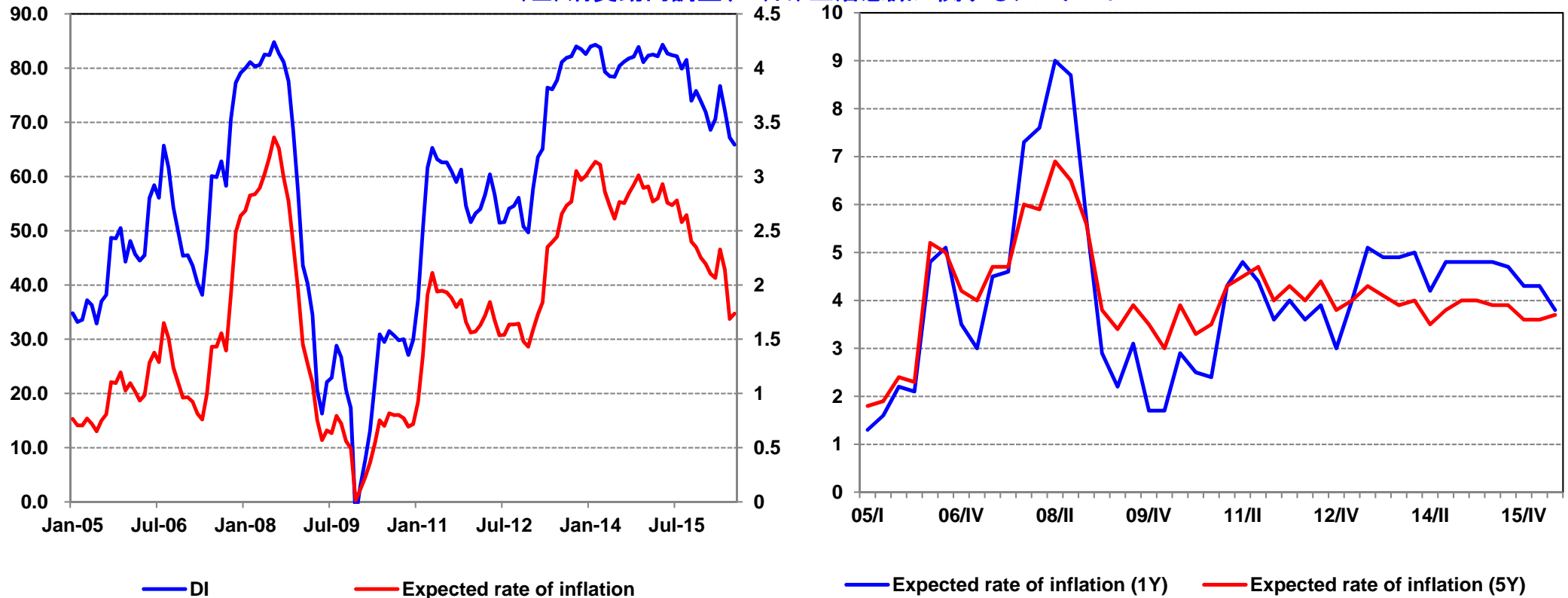
・...わが国の経験に引き付けて考えてみますと、デフレ脱却を目指していく過程で極めて重要な役割を果たしているのは、いったん低下してしまったインフレ予想を目標インフレ率近傍に押し上げ、再びアンカーさせること(re-anchoring)です。この点は、インフレ予想におけるバックワードルッキングな要素の影響も含めて、必ずしも理論通りにはいかないチャレンジングな課題と言ってよいと思います。また、現在、わが国だけでなく、世界の多くの中央銀行が短期金利の引き下げという伝統的な金融政策手段をほぼ使い果たした状況で、デフレ圧力に対応し、予想インフレ率を望ましい水準でしっかりと安定させるという、過去に例のない難しい課題への対応に迫られています。

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ インフレ期待 (1)

- 家計によるインフレ期待は2012年から2014年にかけて上昇し、「量的・質的金融緩和」による効果が指摘される面もあった。しかし、その後は緩やかな下落を続けている。
 - 2014年以降の下落においては、消費税率の引上げによる実質所得の減少に加え、円相場の動向(輸入物価の下落)とも相関しているように見える。

(左)消費動向調査、(右)生活意識に関するアンケート



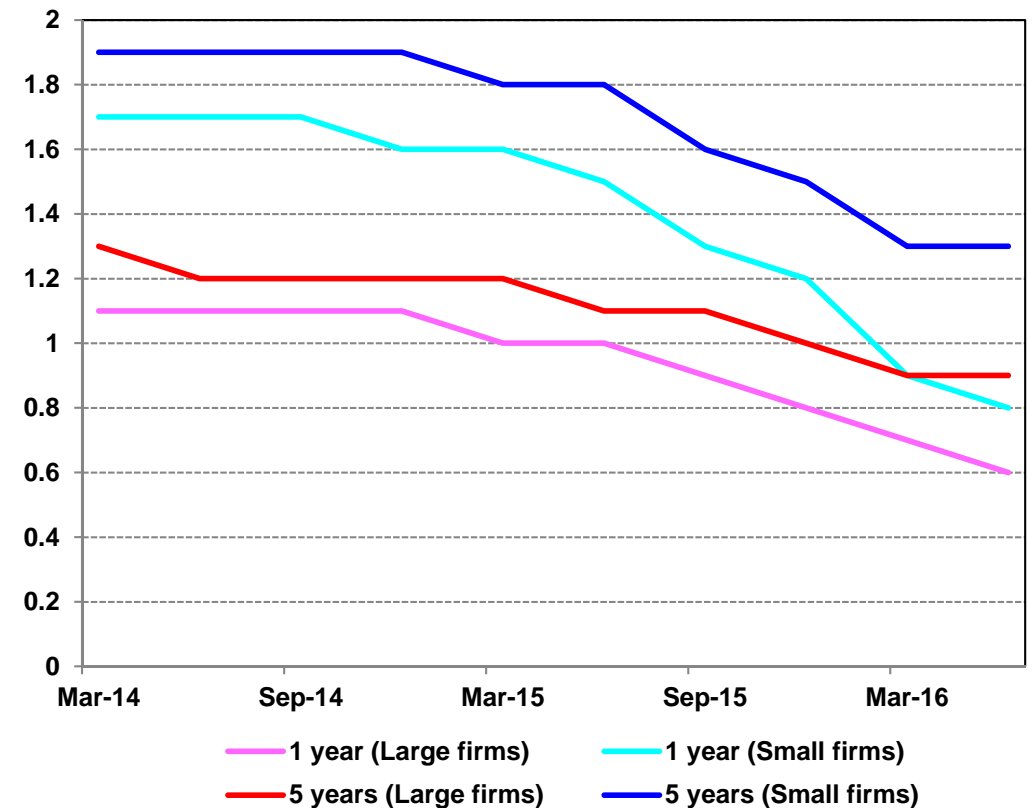
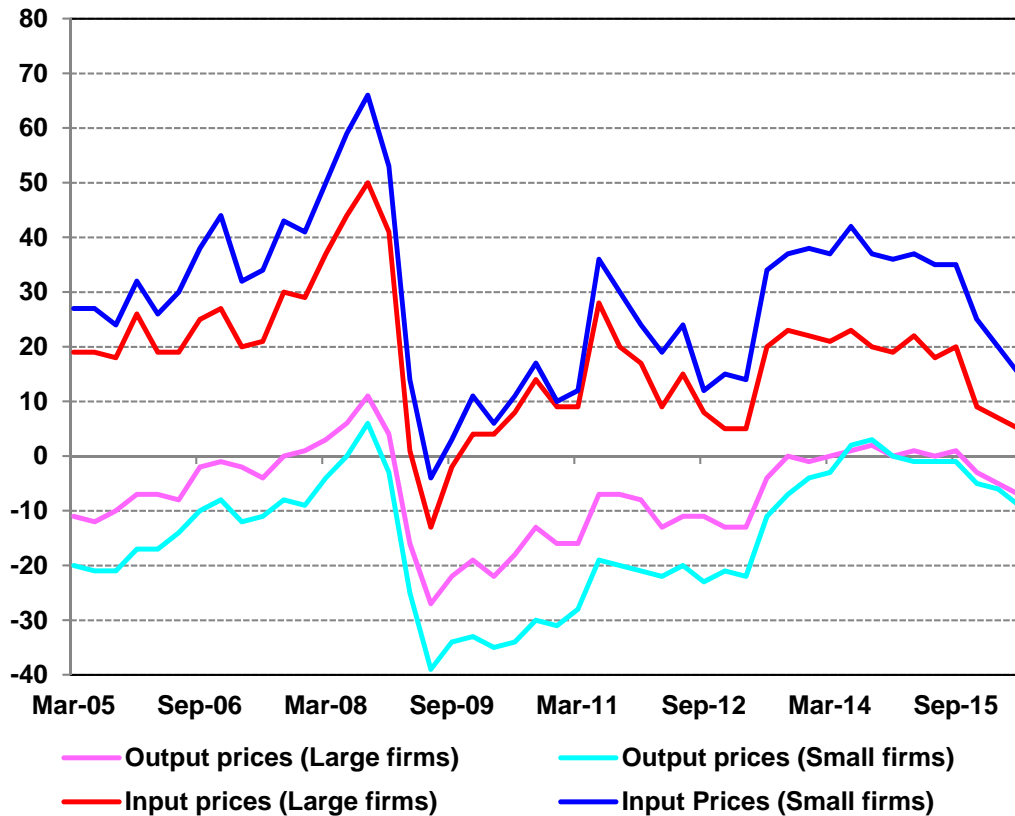
1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料: 日本銀行

■ インフレ期待 (2)

- 企業のインフレ期待を短観の結果によってみると、投入価格判断の変化を追う形で産出価格判断の変化が生じたことがわかる。昨年中盤以降の下落の中では、そうした特徴が明確になっており、マージンの改善傾向に歯止めが掛かるとの見方を示唆している。また、2014年春から調査が開始されたインフレ率見通しをみても、インフレ期待が足許にかけて減速してきたことが推察される。

(左)短観における投入/産出価格の判断(DI)、(右)短観におけるCPIインフレ率の見通し(前年比%)



1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 当初の考え方 (1)

- ・「量的・質的金融緩和」は、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させることが主眼とされた。
- －デフレ期待の払拭・インフレ期待の醸成を重視することは、「リフレ派」が予め主張してきた点であった。
- －日銀は、「量的・質的金融緩和」の実施によって、これが実現されるとの考え方を示した。

黒田総裁の考え方(記者会見の抜粋)

- ・ 黒田総裁は、サプライズを企図した政策運営を意図した訳ではないことを再々強調した。その上で、前倒しで政策を発動することは期待への働きかけの上で重要であると主張した。
- ・ この点では、「包括緩和」を慎重に実施していた白川前総裁とは異なる趣を示唆していた。

<p>2013年3月21日 黒田総裁記者会見</p>	<p>・・・「期待」というか「予想」の影響も無視できないわけで、特に、ゼロ金利下、短期金利がほとんどゼロに張り付いているもとで、量的・質的緩和を進める際には、期待への働き掛け、期待の果たす役割というのは実は非常に大きいわけですから・・・デフレの場合は、デフレ期待を弱めていくことによって金融政策の効果がより大きく出てくるという面もあります。</p>
<p>2013年4月26日 黒田総裁記者会見</p>	<p>・3つ目の「期待」については——以前も申し上げたと思いますが——直接的には、物価上昇期待がどうなっているかですが、色々な指標をみても、物価上昇期待が高まる傾向がみられます。経済回復の期待という意味では色々な指標をみると企業や消費者のマインドも向上しています。</p>
<p>2013年4月4日 黒田総裁記者会見</p>	<p>・第1に、戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じたということです。</p>

1. 政策効果とインフレ目標の達成

資料：日本銀行

■ 当初の考え方 (2)

- ・日銀はマネタリーベースを2倍にすることが、2年以内の2%インフレ目標の達成に繋がると説明した。もっとも、今から振り返れば、日銀が本当にこうしたシンプルな貨幣乗数に信頼をおいていたかどうか不透明でもある。

〈左〉公表文の骨子、〈右〉日銀のバランスシートの展望 (兆円)

「量的・質的金融緩和」の運営	<ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベース・コントロールの採用 －マネタリーベースを操作目標とする －残高を年間60～70兆円に相当するペースで増やす
	<ul style="list-style-type: none"> ・長期国債買入れの拡大と年限長期化 －保有残高を年間50兆円に相当するペースで増やす －買入れの平均残存期間を7年程度にする
	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF、J-REITの買入れの拡大 －年間約1兆円および約300億円増やす
	<ul style="list-style-type: none"> ・インフレ目標を安定的に達成するまで、「量的・質的金融緩和」を継続
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・「銀行券ルール」の停止 ・市場参加者との対話の強化 ・被災地金融機関支援資金供給の延長

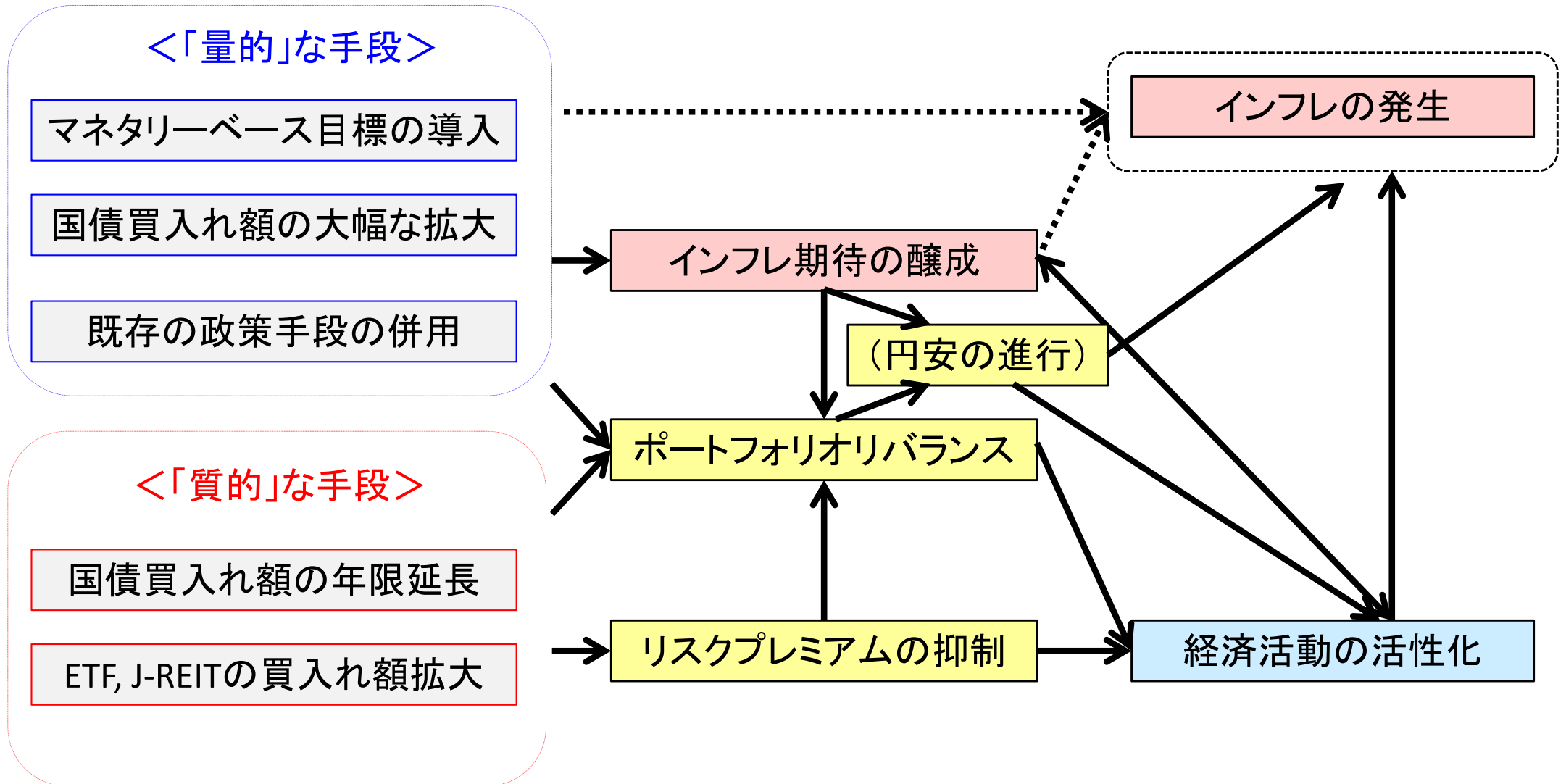
	2012年末	2013年末	2014年末
資産合計	158	220	290
長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18

	2012年末	2013年末	2014年末
負債・純資産合計	158	220	290
銀行券	87	88	90
当座預金	47	107	175

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 当初の考え方 (3)

・動員された政策手段に期待される効果は次のように示唆されていた。



1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 市場との対話

- ・「量的・質的金融緩和」の導入直後には、市場は日銀の「pro-active」な姿勢に強い印象を受けた。また、黒田総裁は究極的には金融政策によってインフレをコントロールしようとの考えを強調した。
- ・このところ、市場の追加緩和に対する期待が裏切られるケースが目立っている。
 - ーこのことは、「量的・質的金融緩和」の効果に対する相応の期待が残存している一方、わが国の経済成長やインフレに関する悲観論が根強いことを示唆していることが考えられる。

(左)黒田総裁の講演資料(2013年4月:抜粋)、(右)市場との対話が注目された例

強く明確なコミットメント

- ・ **2%**の物価安定目標を、**2年**程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。

量・質ともに次元の違う金融緩和

- ・ マネタリーベース：年間約60～70兆円の増加（2年間で**2倍**）
- ・ 長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で**2倍以上**）
- ・ 長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2年間で**2倍以上**）
- ・ E T Fの保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で**2倍以上**）
- ・ J-R E I Tの保有残高：年間約300億円の増加

2015年
4月会合

・日銀はインフレ見通しを引下げ、かつ目標達成時期を半年延期したが、追加緩和は行わなかった。

2015年
10月会合

・日銀はインフレ目標の達成時期をさらに半年延期し、円高に懸念を表明したが、追加緩和は行わなかった。

2016年
4月会合

・日銀はインフレ見通しを引下げ、かつ目標達成時期をさらに半年延期したが、追加緩和は行わなかった。

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 「中間目標」の可能性

- ・ 「中間目標」は次のような条件を満たすことが求められる。

最終目標との関係
(因果性)

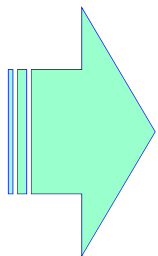
- ✓ 「中間目標」は、最終目標との間で安定的で頑健な因果関係を持つことが望ましい

中央銀行によるコントロール
可能性

- ✓ 「中間目標」は、中央銀行による操作目標によって適切にコントロールされることが望ましい

透明性の高さ

- ✓ 「中間目標」は、外部の観察者にとっても容易かつラグなく認識されることが望ましい



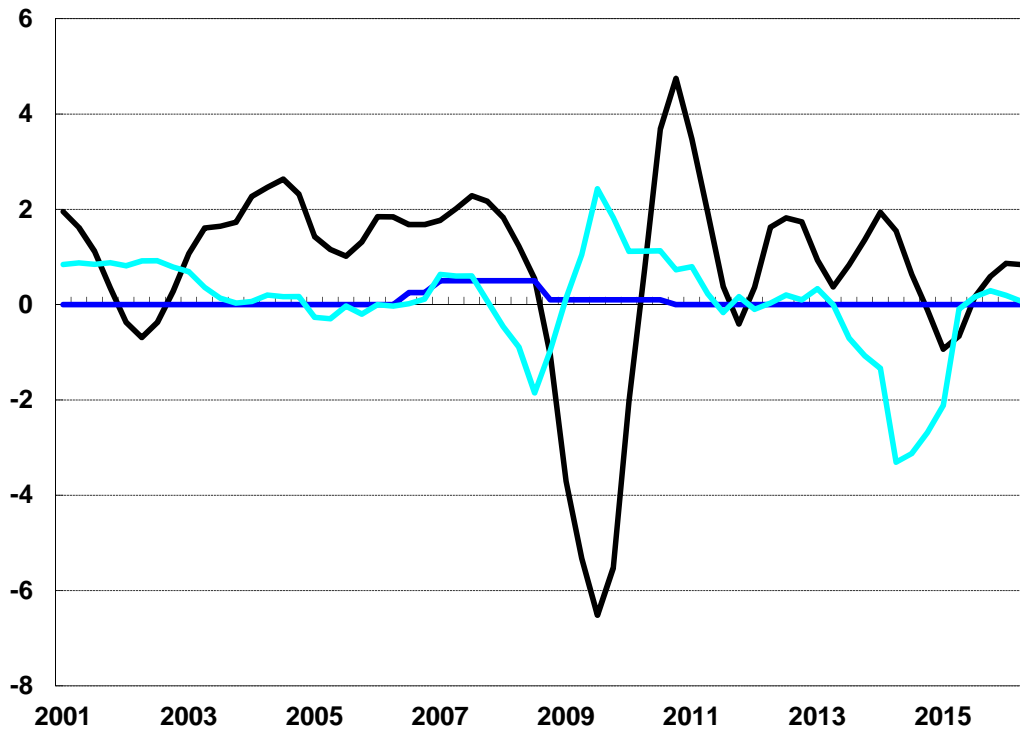
- ・ こうした条件や海外の先進国の例を勘案すると、以下のような指標が候補となる
 - Financial condition (何らかの明示的な指標による)
 - 実質金利 (名目金利と何らかの明示的な指標による期待インフレ率の差)

1. 政策効果とインフレ目標の達成

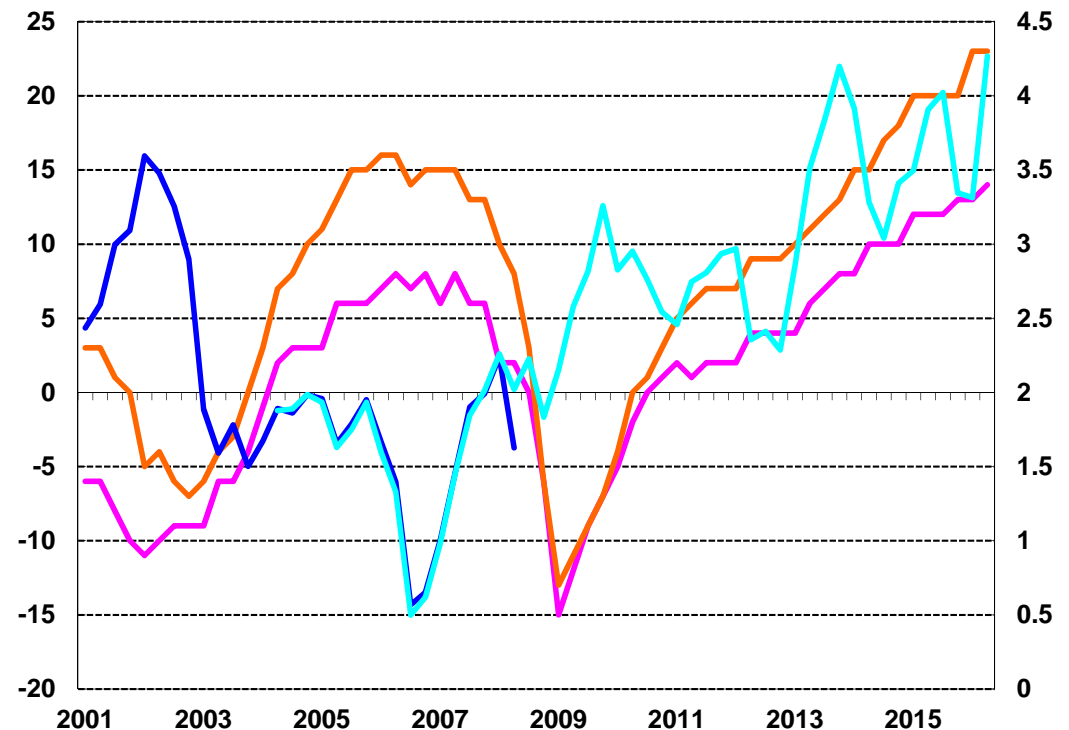
■ Financial condition (1)

- ・ 実体経済に関連するFinancial conditionは区々の動きとなっている。実質GDP成長率が停滞しているほか、マネーサプライの伸び率も不安定化している一方、銀行の貸出姿勢は極めて積極化しているほか、非金融法人の資金繰りは非常に良好になっている。

(左) 実質GDP成長率と政策金利(%)、(右) 流動性とマネーの状況(DI, %)



— Real GDP Growth Rate (Annual, 4QMA)
 — Policy Rate (Nominal)
 — Policy Rate (Real)



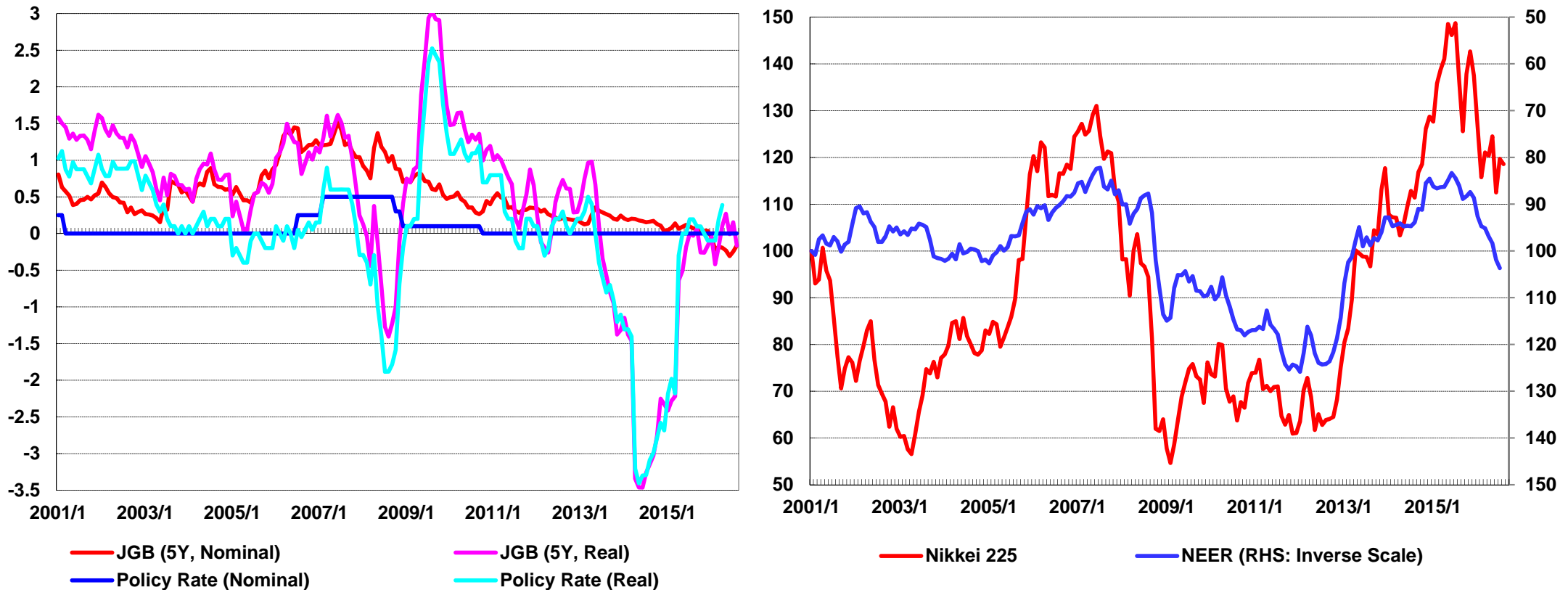
— Liquidity Position of Corporations (DI: LHS)
 — Banks' Stance toward Lending (DI: LHS)
 — Money Supply (M2+CD, Annual)
 — Money Stock (M2, Annual)

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ Financial condition (2)

- 市場指標に関連するFinancial conditionは、今年の前半にややタイト化した。市場金利は大きく低下した後で若干強含んだが、株価の不安定化や円高の進行が目立った。

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



1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 経済・物価の見通し (2016年7月)

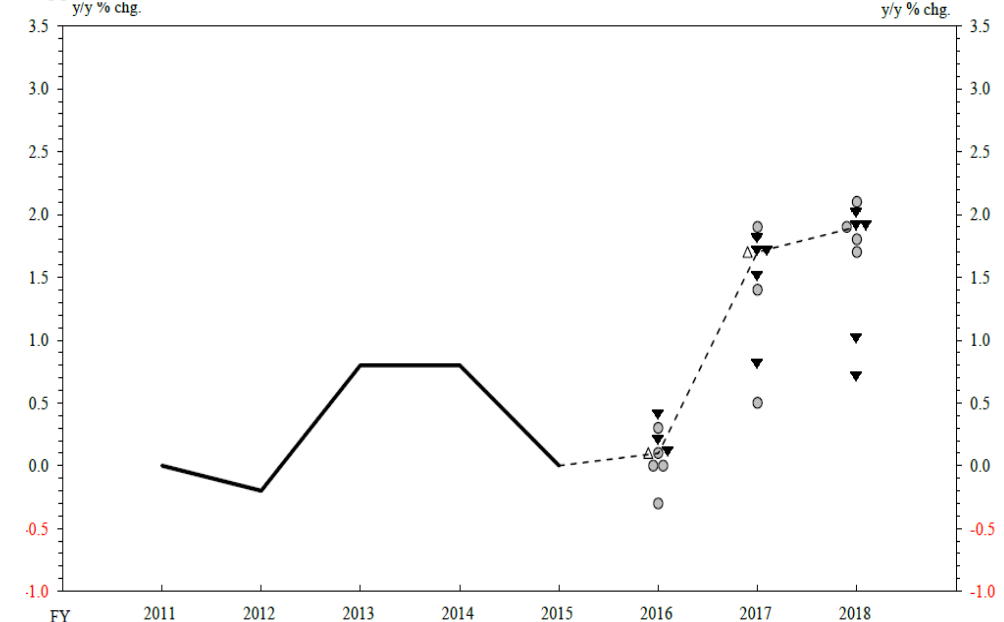
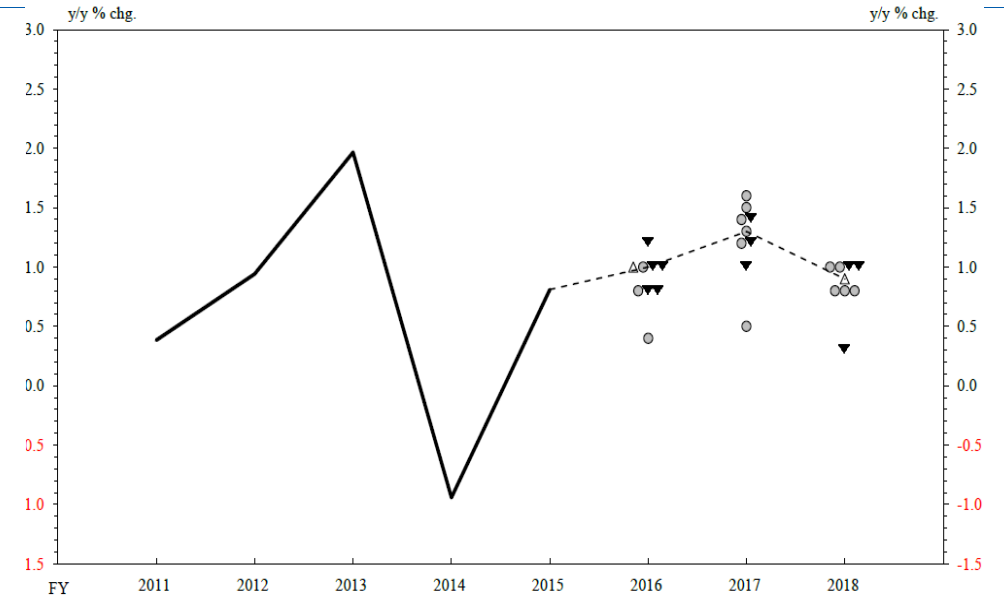
資料: 日本銀行

見通し (<>内は4月時点)

	実質GDP成長率 (前年比)	CPIインフレ率 (除く生鮮) (前年比)
2016年度	+0.8% ~+1.0% <+0.8% ~+1.4%>	+0.0% ~+0.3% <+0.0% ~+0.8%>
2017年度	+1.0% ~+1.5% <+0.0% ~+0.3%>	+0.8% ~+1.8% <+0.8% ~+2.0%>
2018年度	+0.8% ~+1.0% <+0.6% ~+1.2%>	+1.0% ~+2.0% <+1.0% ~+2.1%>

- 7月のMPMは、2016年度の成長率とインフレ率の双方の見通しを再び引き下げた。一方で、2017年度の成長率見通しは、経済対策の効果織り込む形で大きく引き上げた。
- 2%インフレの達成時期については「2017年度中」との見方を維持したものの、不確実性が高いとの留意を加えた。
- その上で、7月のMPMは、経済と物価の見通しの双方について、リスクが下方にあることを確認した。

リスクバランス (上: 実質GDP成長率、下: CPIインフレ率<除く生鮮>)



1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 経済・物価の下方リスク

資料：日本銀行、IMF、OECD

主なリスク要因(2016年7月の展望レポートによる)

経済	<ul style="list-style-type: none"> ・海外経済の不確実性 <ul style="list-style-type: none"> – Brexit投票後の国際金融市場の不安定性 – 新興国の景気回復の遅延 – FRBの金融政策による世界経済への影響 – 欧州債務問題の動向と金融セクターの問題 →企業や家計のセンチメントを通じてわが国経済に影響を与える可能性 ・低成長/低インフレの環境の下での成長/インフレ期待の動向 <ul style="list-style-type: none"> →企業と家計のセンチメントが悪化する可能性
物価	<ul style="list-style-type: none"> ・上記の要因に伴う“second round effects” ・物価固有の下記の要因 <ul style="list-style-type: none"> – 低インフレの継続と海外経済の不安定性の下での、企業の産出価格に対するpricing powerの不確実性 – 高い労働参加率とパート労働者の「正常化」に伴う影響(上方リスクも含む) – 公共サービス価格や家賃の調整の遅延 – 海外の商品価格の不確実性

主要な国際機関による実質GDP成長率見通し(括弧内は前回の見通し)

	IMF (2016年7月)	OECD (2016年6月)
2016	+0.3% <+0.5%>	+0.7% <+1.0%>
2017	+0.1% <+0.1%>	+0.4% <+0.5%>

1. 政策効果とインフレ目標の達成

■ 短期のforward guidanceの可能性

- ・ 日銀は、2%のインフレ目標を安定的に達成まで「量的・質的金融緩和」を継続するという意味で、既にforward guidanceを実施している。
- ・ その上で、政策運営に関するより短期のforward guidanceを行う余地もある。

時間的視野

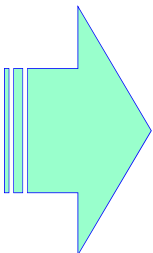
- ✓ インフレ目標の達成にはなお時間を要するだけに、より短い時間的視野でのコミットメントにも意味がある

市場との対話

- ✓ 「量的・質的金融緩和」の見直しを行う機会を捉え、市場の期待をより安定させることの意味は小さくない

金融市場の安定維持

- ✓ 将来、インフレ目標の達成に近づいた場合にも、市場の期待の不安定化を防ぐための措置は必要となる



- ・ これらの考察や他の先進国の例を念頭に置いた場合、次のような内容が候補となる
 - カレンダーベースのコミットメント（経済・物価の見直しのタイミングとの連動など）
 - ある種の政策効果に関するコミットメント（先に見た「中間目標」との連動など）

2. 政策手段の評価と見直し

2. 政策手段の評価と見直し

■ 「量的・質的金融緩和」の政策手段 (概観)

- この3年半の間に「量的・質的金融緩和」は殆どの面で強化された

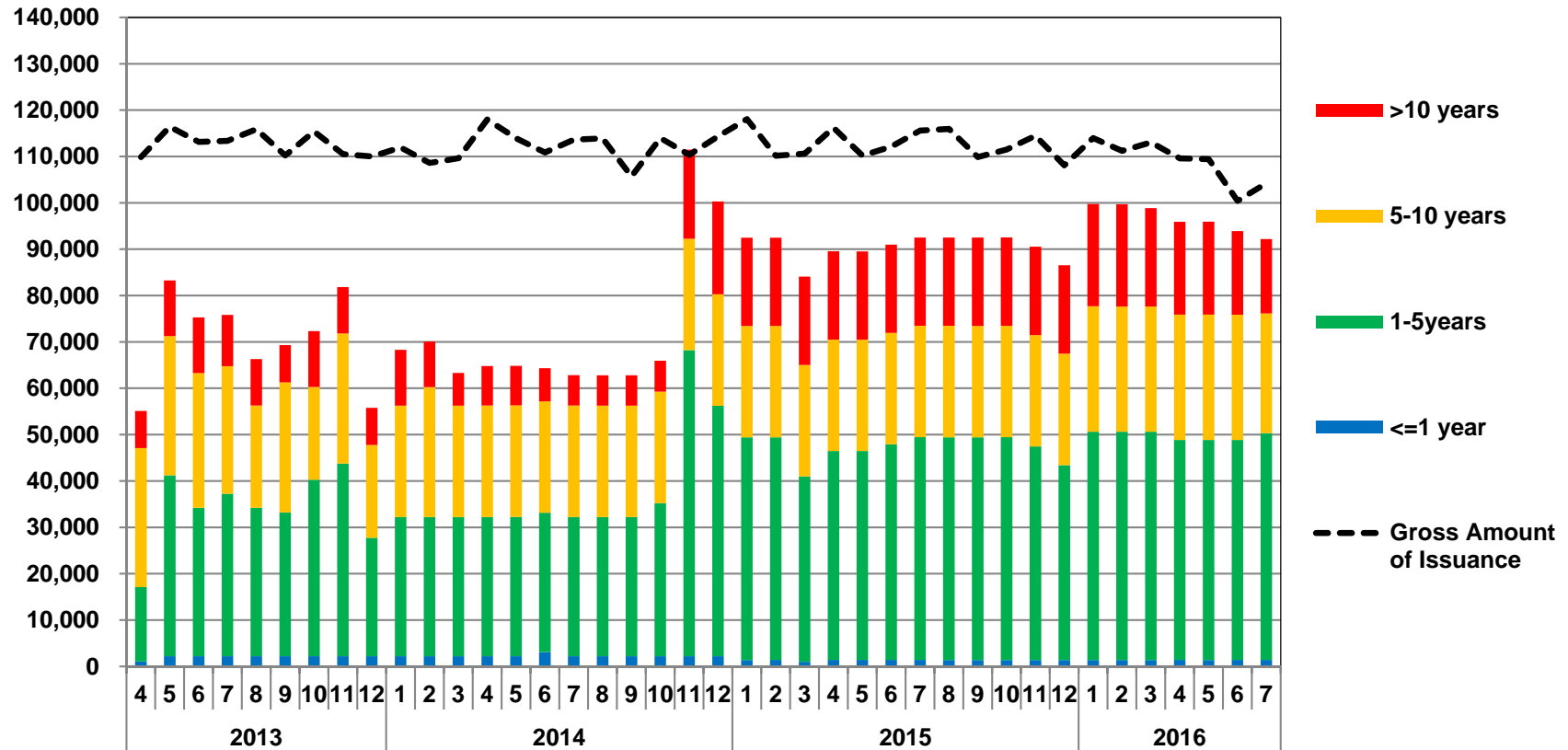
	当初の「量的・質的金融緩和」	現在の「量的・質的金融緩和」
量的・質的金融緩和の運営	<ul style="list-style-type: none"> ・ベースマネーの運営 - ベースマネーを調節目標とする - 年間当たり残高ベースで60~70兆円増加させる 	<ul style="list-style-type: none"> ・ベースマネーの運営 - ベースマネーを調節目標とする - 年間当たり残高ベースで80兆円増加させる
	<ul style="list-style-type: none"> ・国債買入れの増加 - 年間当たり残高ベースで50兆円増加させる - 残高ベースの残存年限(加重平均)を7年に延長する 	<ul style="list-style-type: none"> ・国債買入れの運営 - 年間当たり残高ベースで80兆円増加させる - 残高ベースの残存年限(加重平均)を7~10年に延長する
	<ul style="list-style-type: none"> ・ETFとJ-REITの買入れの増加 - 残高ベースで各々1兆円および300億円増加させる 	<ul style="list-style-type: none"> ・ETFとJ-REITの買入れの増加 - 残高ベースで各々6兆円および900億円増加させる
	<ul style="list-style-type: none"> ・物価目標を安定的にクリアーするまで、量的・質的金融緩和を維持する 	<ul style="list-style-type: none"> ・物価目標を安定的にクリアーするまで、量的・質的金融緩和を維持する
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・国債買入れの「銀行券ルール」を停止する ・市場との対話を強化する ・被災地の金融機関に対する資金供給を強化する 	<ul style="list-style-type: none"> ・拡大した貸出支援オペを延長して運営する ・被災地の金融機関に対する資金供給を延長して運営する

2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 日銀による国債買入れの特徴(1)

- ・「量的・質的金融緩和」の導入後、日銀による国債買入れは各期間において概ね安定的に行われている。日銀はネットでの残高増加額を操作目標としているため、今後の買入れ額は今後の償還額の見込みにも大きく依存することになる。

残存期間別の国債買入れ額 (グロス: 億円)



(Fixed-rate notes only)

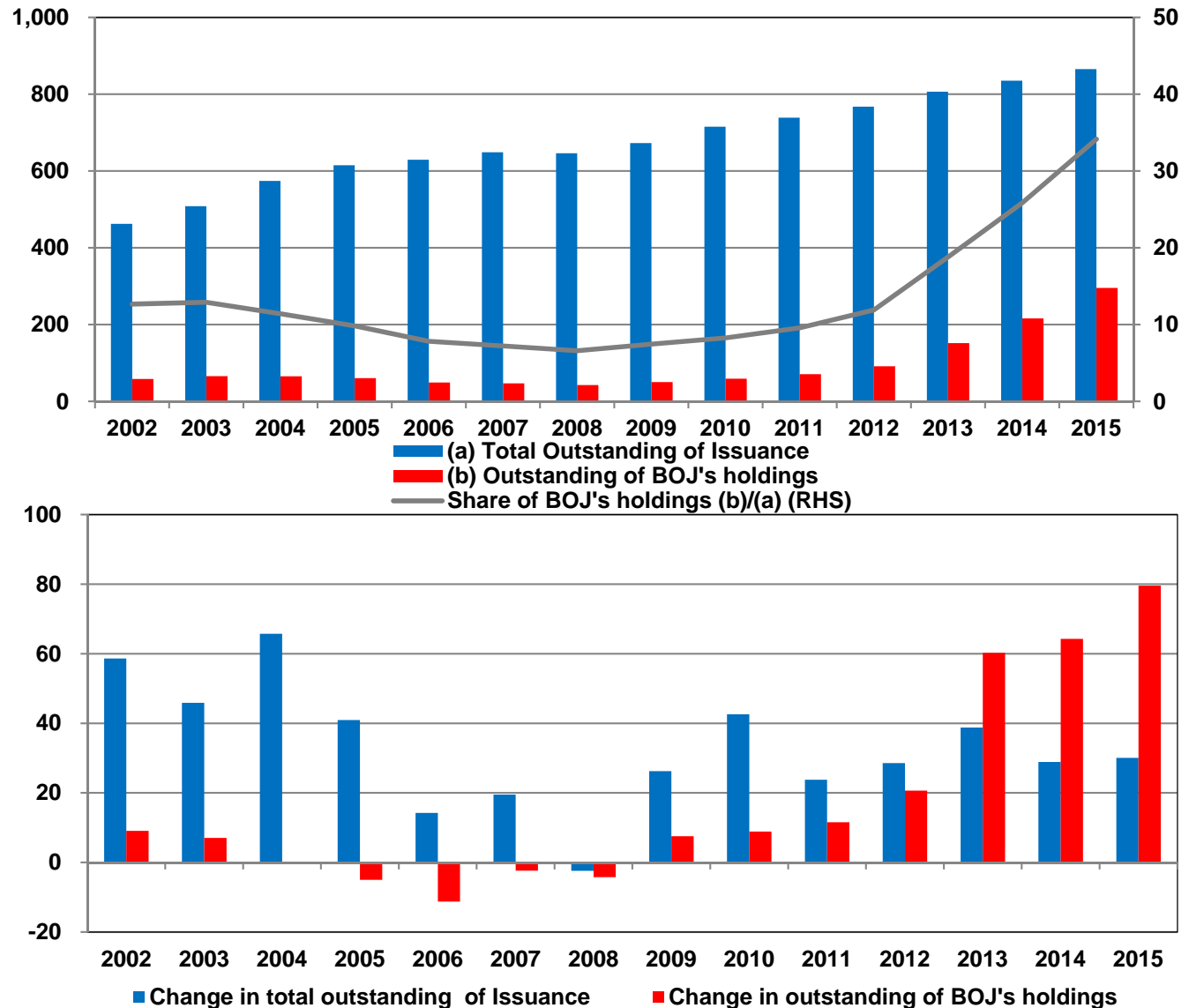
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 日銀による国債買入れの特徴(2)

・中長期的な視点から見た場合、日銀による国債の保有シェアには次のような特徴がある。

- 1) スtockベースでみると、「量的・質的金融緩和」の3年半の間に、日銀のシェアは3倍弱に上昇した。
- 2) フローベースでみると、日銀によるネットの残高増加額は、財務省によるネットの国債残高増加額よりも大きい状態が続いている。

(上) 日銀による保有シェア(残高:兆円・%)、(右) 日銀による保有シェア(フロー:兆円・%)



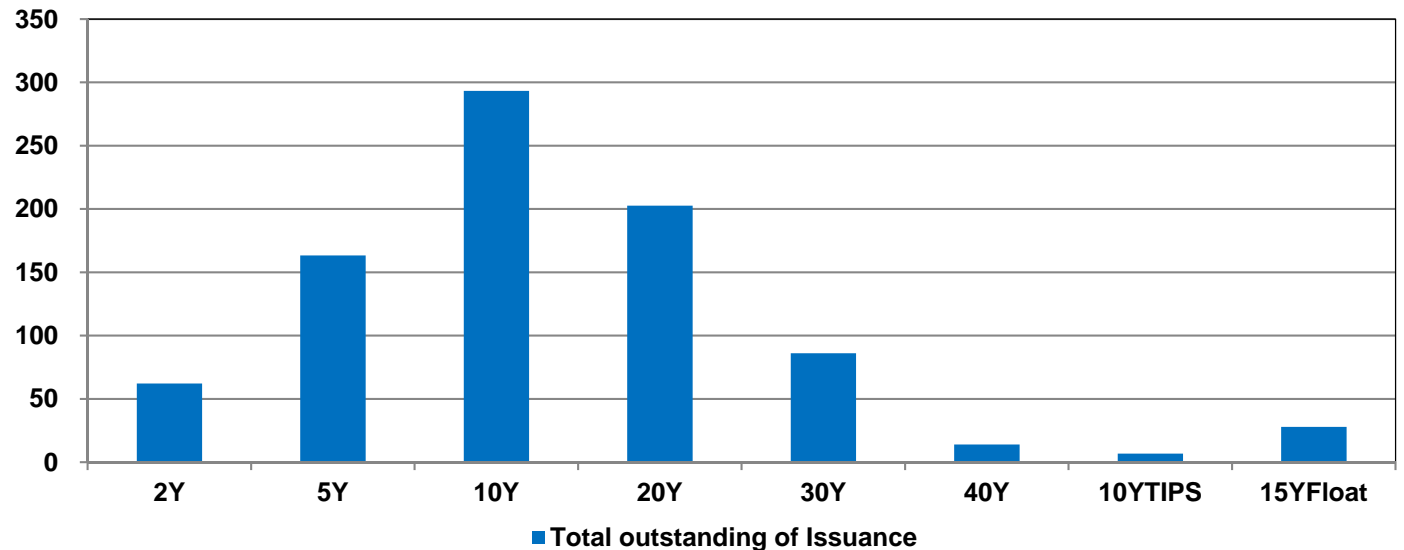
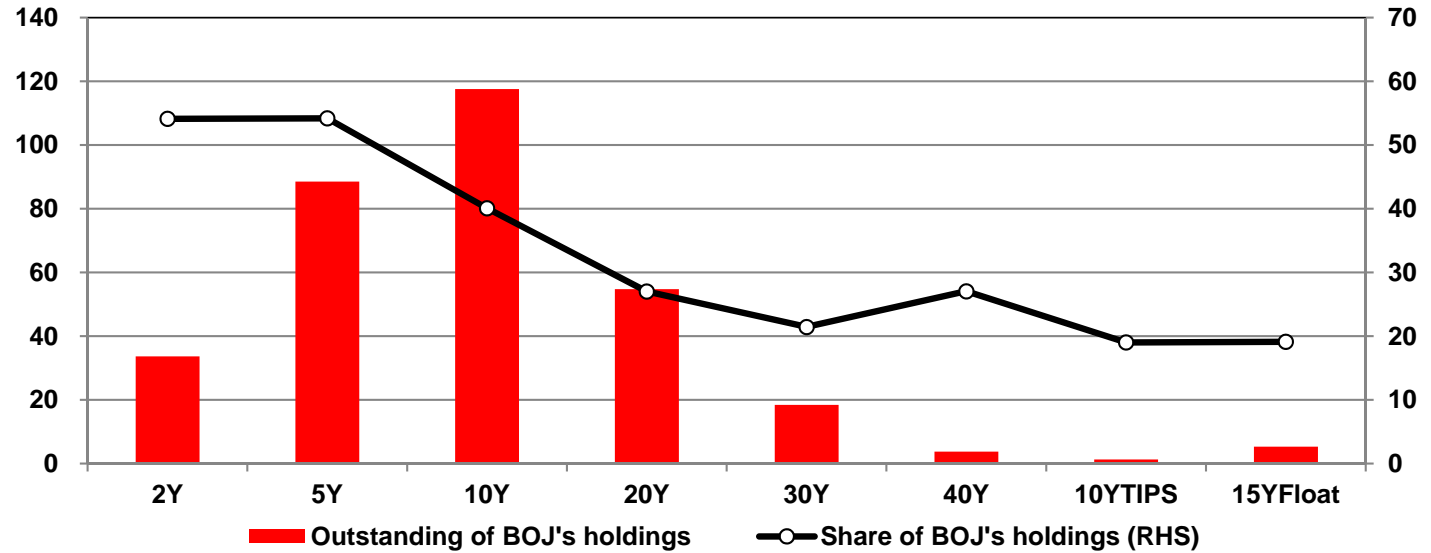
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 日銀による国債買入れの特徴(3)

・日銀による種類別の国債保有を、市場全体と比べた場合、次のような特徴がある。

- 1) 種類別の分布パターンは市場全体と概ね同様であり、その意味で「市場中立的」な買い入れがなされている。
- 2) もっとも、2年債や5年債の比率は依然として高く、この点はオペの設計ないし、オペ参加者の指向と関連している可能性がある。

(上) 日銀による種類別の国債保有、(下) 種類別の国債残高(兆円、%)

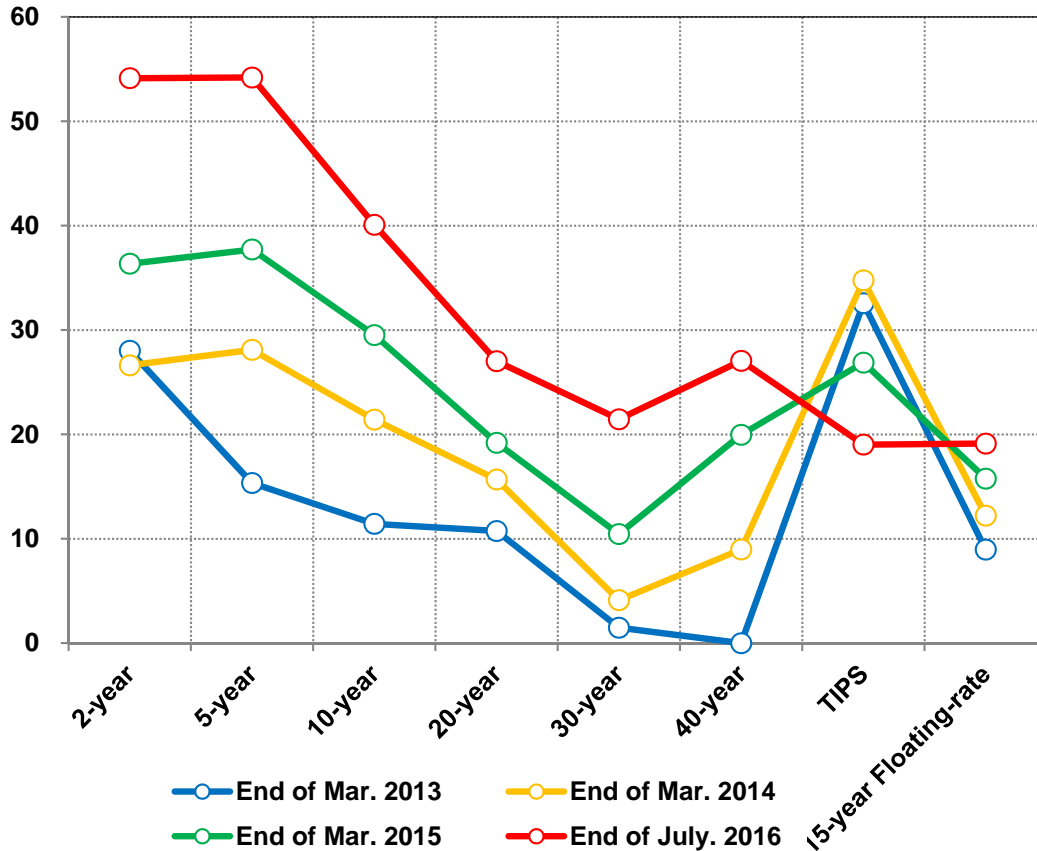


2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

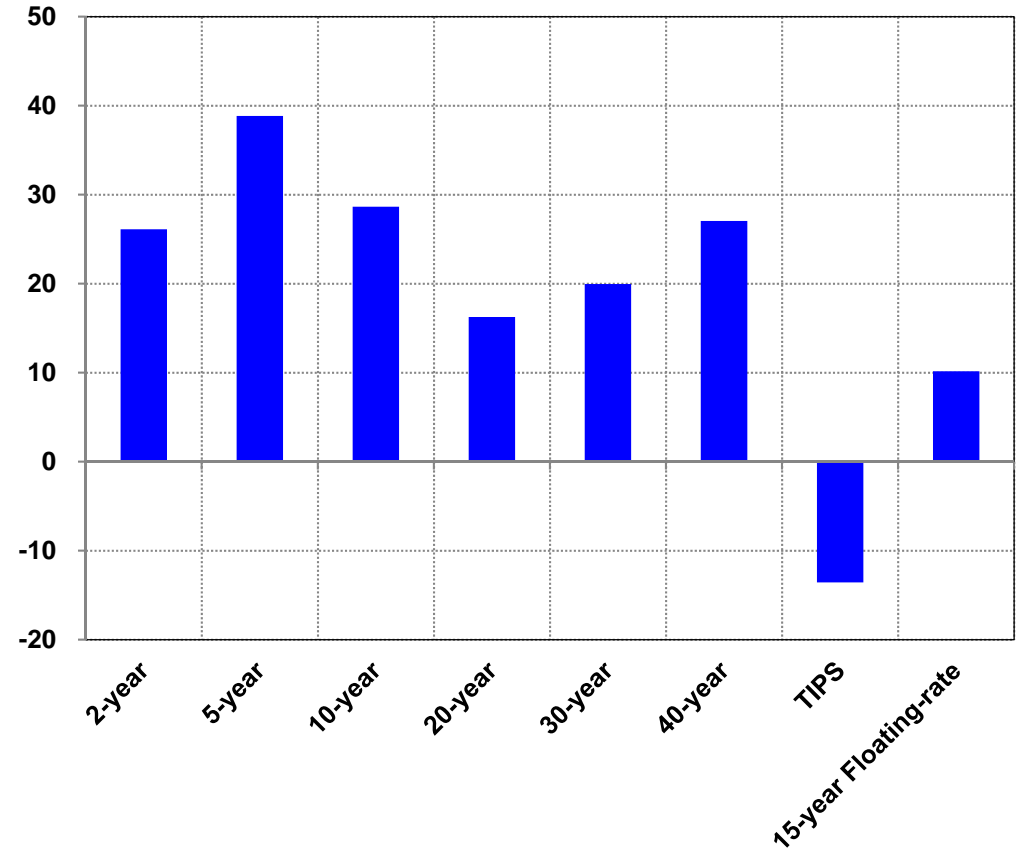
■ 日銀による国債買入れの特徴(4)

・「量的・質的金融緩和」を通じて、日銀の保有シェアの増加は、5年債や10年債、40年債において相対的に大きかった。このうち40年債は、「量的・質的金融緩和」において、初めて買入れ対象となった。

各時点における種類別の日銀保有シェア(%)



種類別の日銀保有シェアの変化(%ポイント)



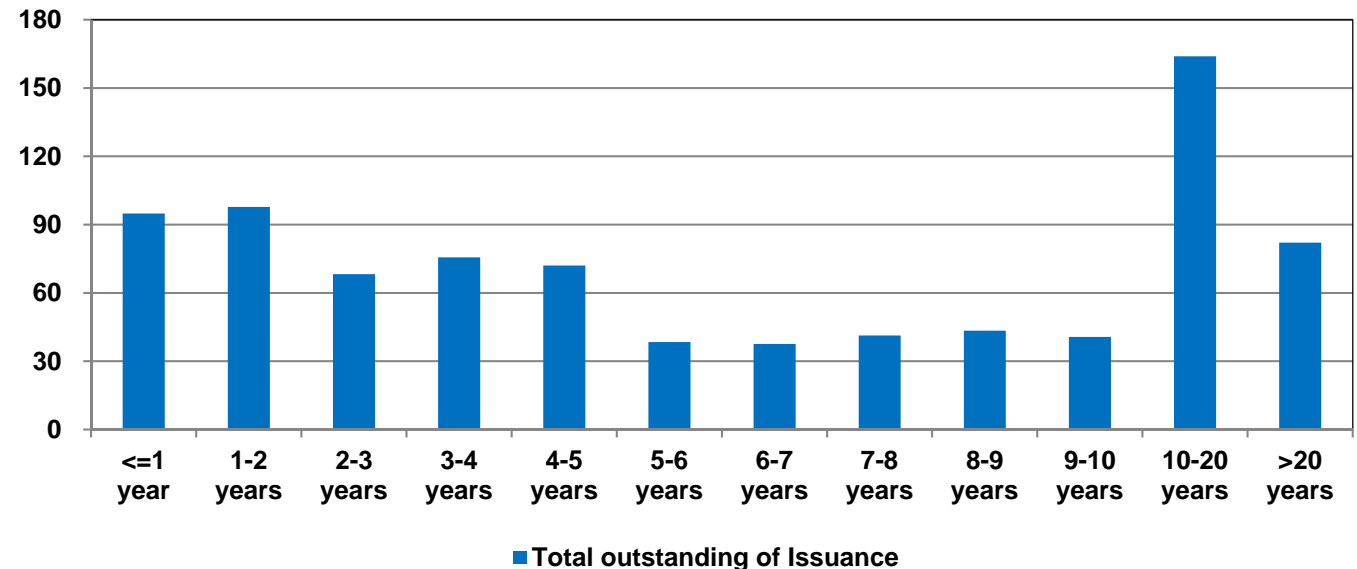
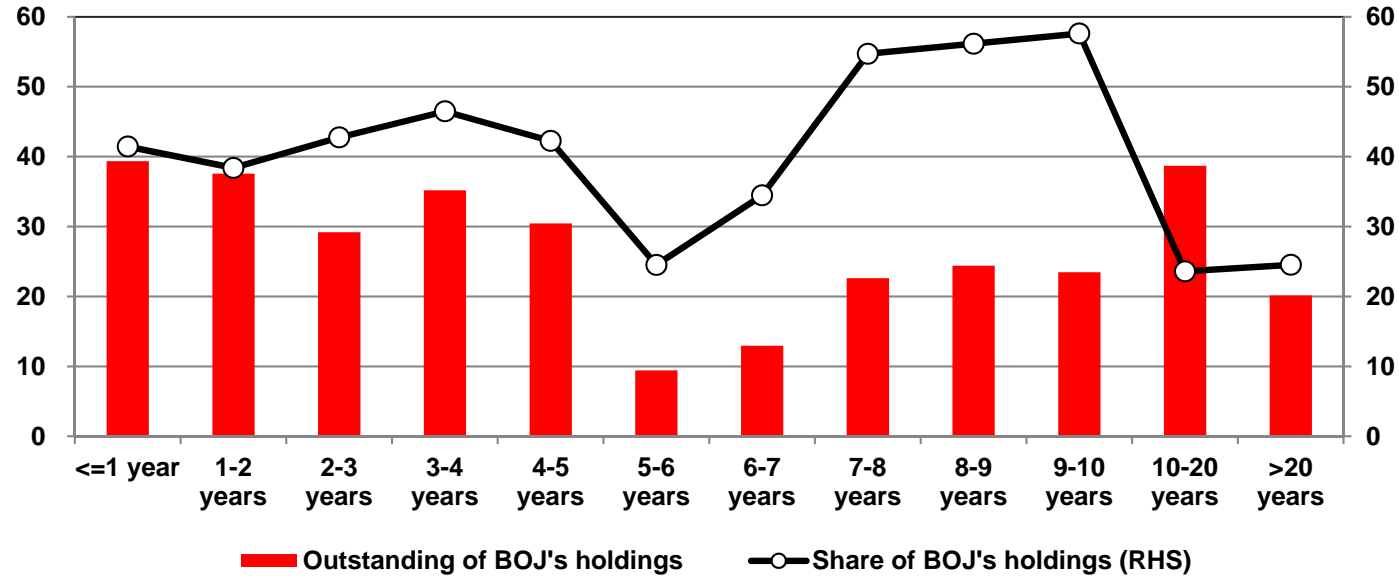
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 日銀による国債買入れの特徴(5)

・日銀による残存期間別の国債保有を市場全体と比べた場合、次のような特徴がある。

- 1) 7年から10年ゾーンへの集中が顕著である。この点は市場流動性を評価するうえでもポイントとなる。
- 2) これに対し、6年～8年のゾーンや10年以上のゾーンでは、日銀のシェアは相対的に低い。

(上) 日銀による残存期間別の国債保有、(下) 市場全体の残存期間別国債残高(兆円・%)

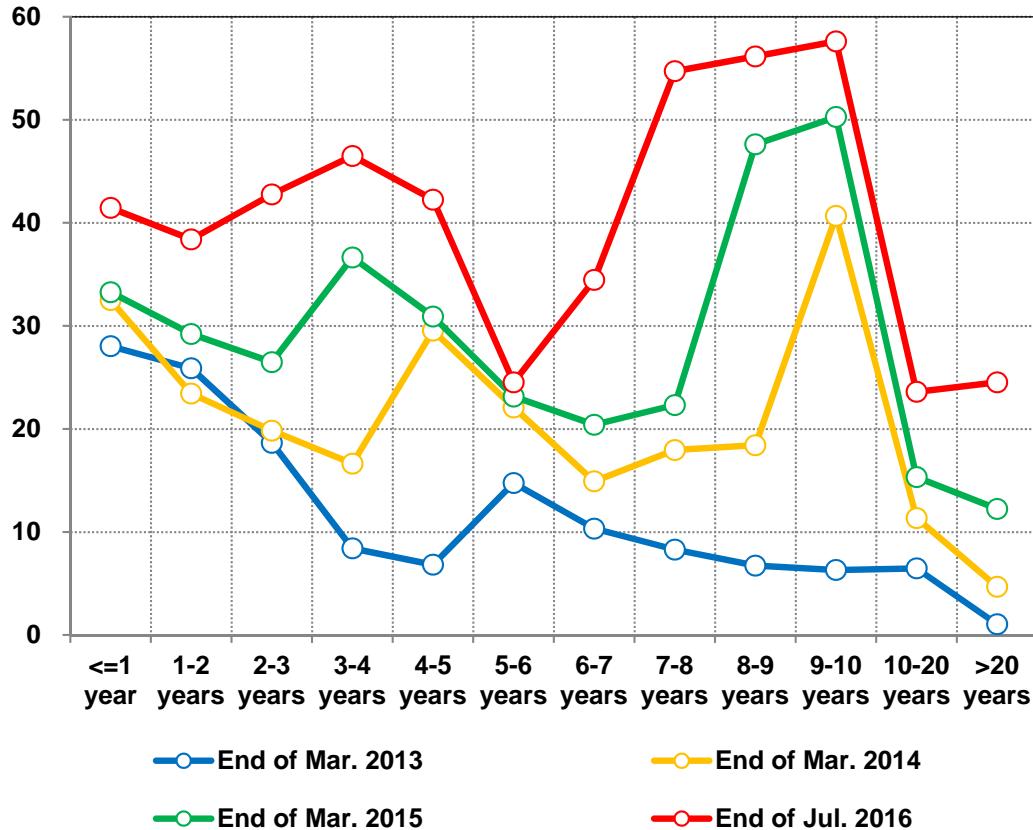


2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

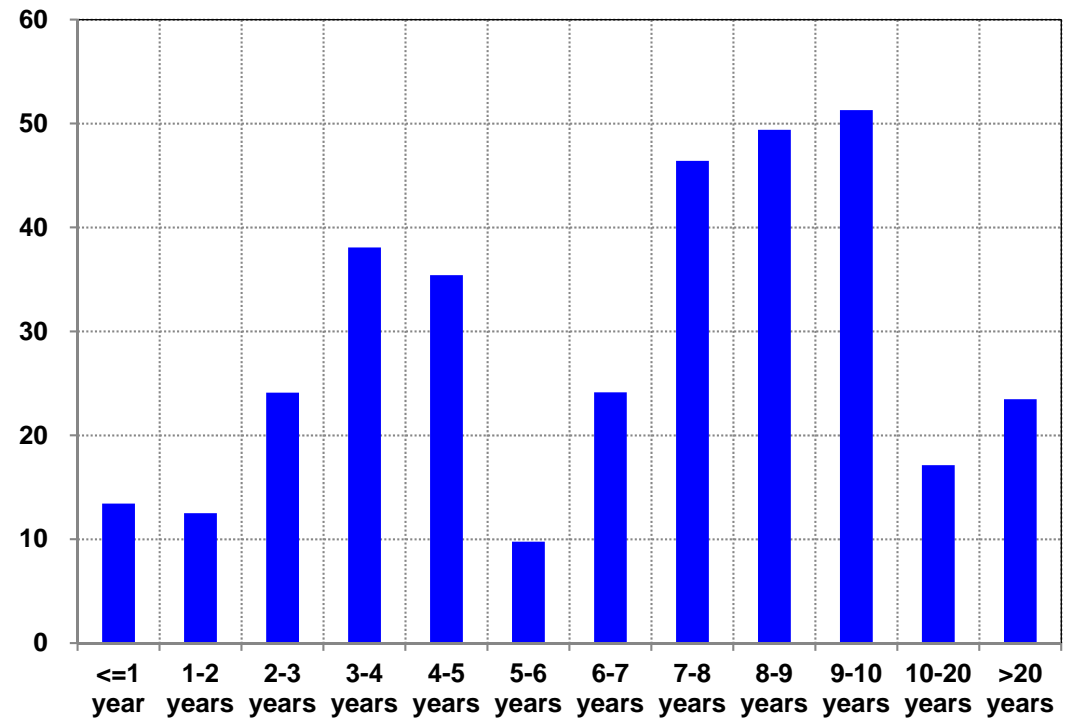
■ 日銀による国債買入れの特徴(6)

- 「量的・質的金融緩和」の開始以降、日銀の国債保有シェアは、残存2年～4年のゾーンおよび残存7年～10年のゾーンで大きく上昇した。対照的に、残存5年～6年のゾーンや10年～20年のゾーンの上昇は限定的である。

各時点における残存期間別の日銀保有シェア(%)



残存期間別の日銀保有シェアの変化(%ポイント)

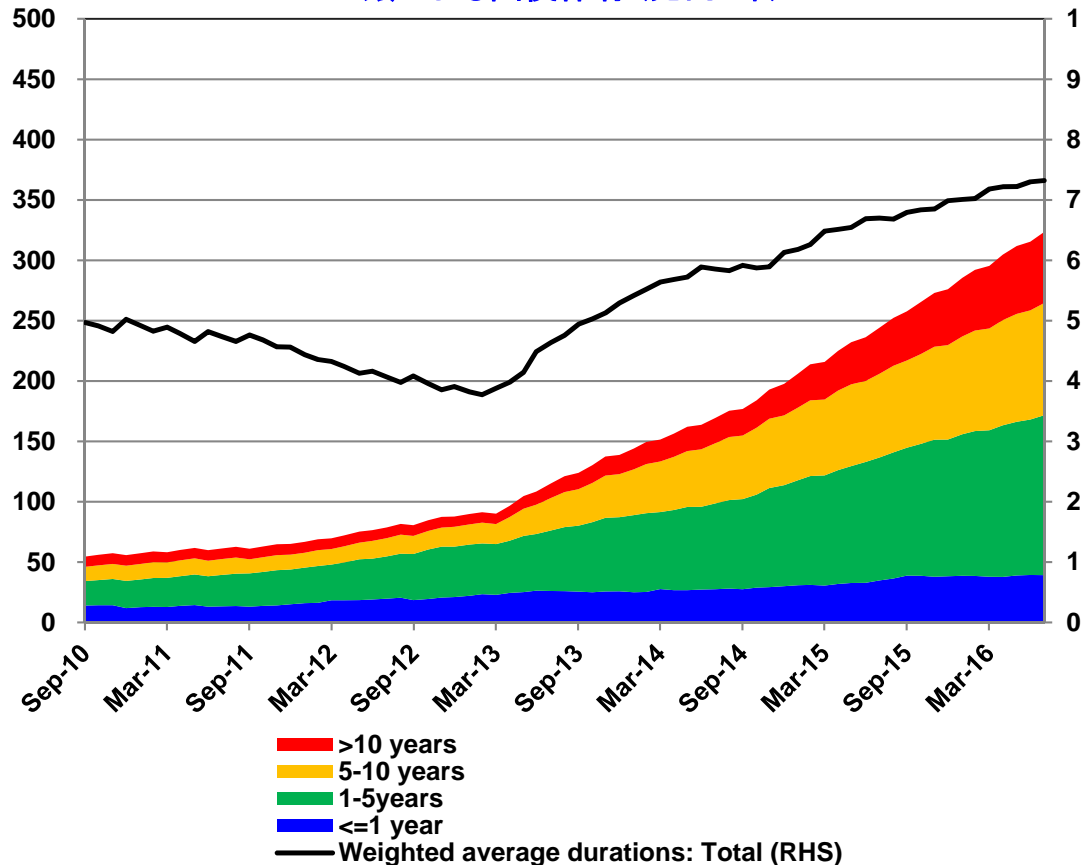


2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

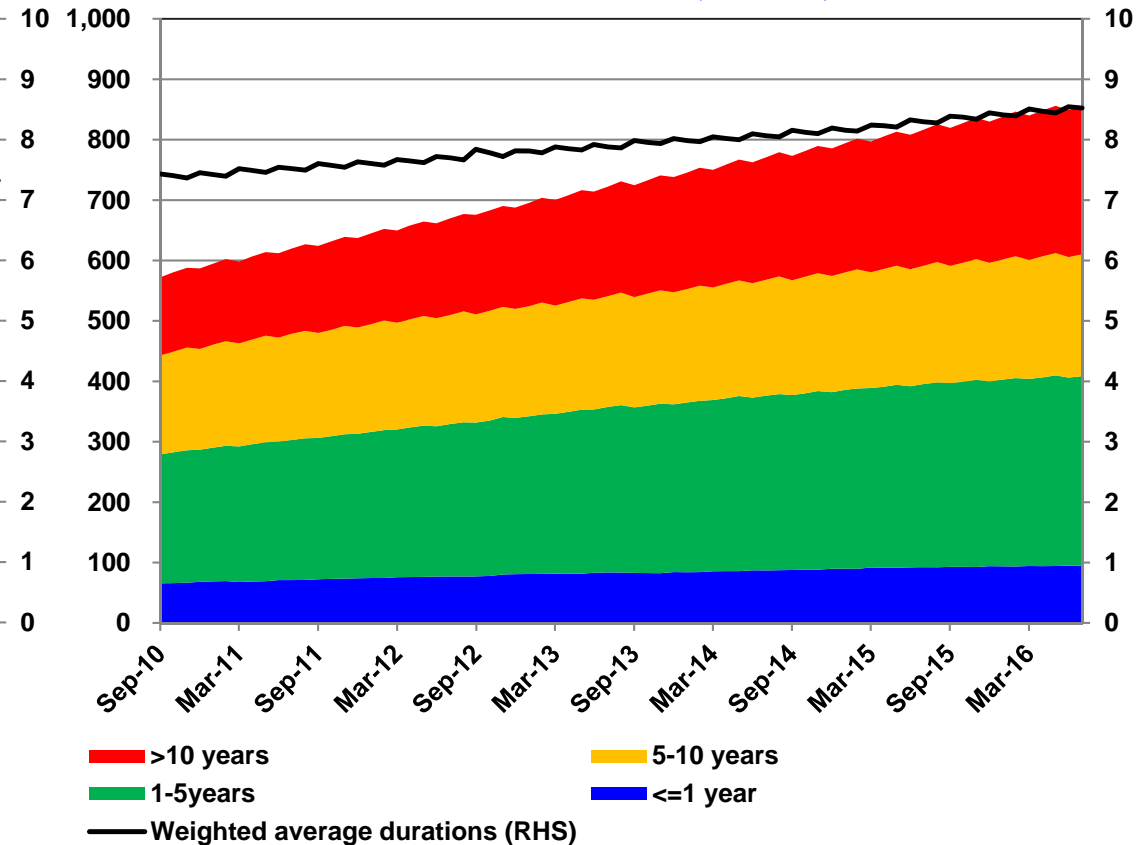
■ 日銀による国債買入れの特徴(7)

- ・「量的・質的金融緩和」の結果、日銀が保有する国債の加重平均残存年限は約7年となった。
- なお、現在の操作目標は、買入れ時点の残存年限を7～10年にするというものであり、これは市場全体の特徴と概ね整合的である。

日銀による国債保有 (兆円・年)



市場全体の国債残高 (兆円・年)

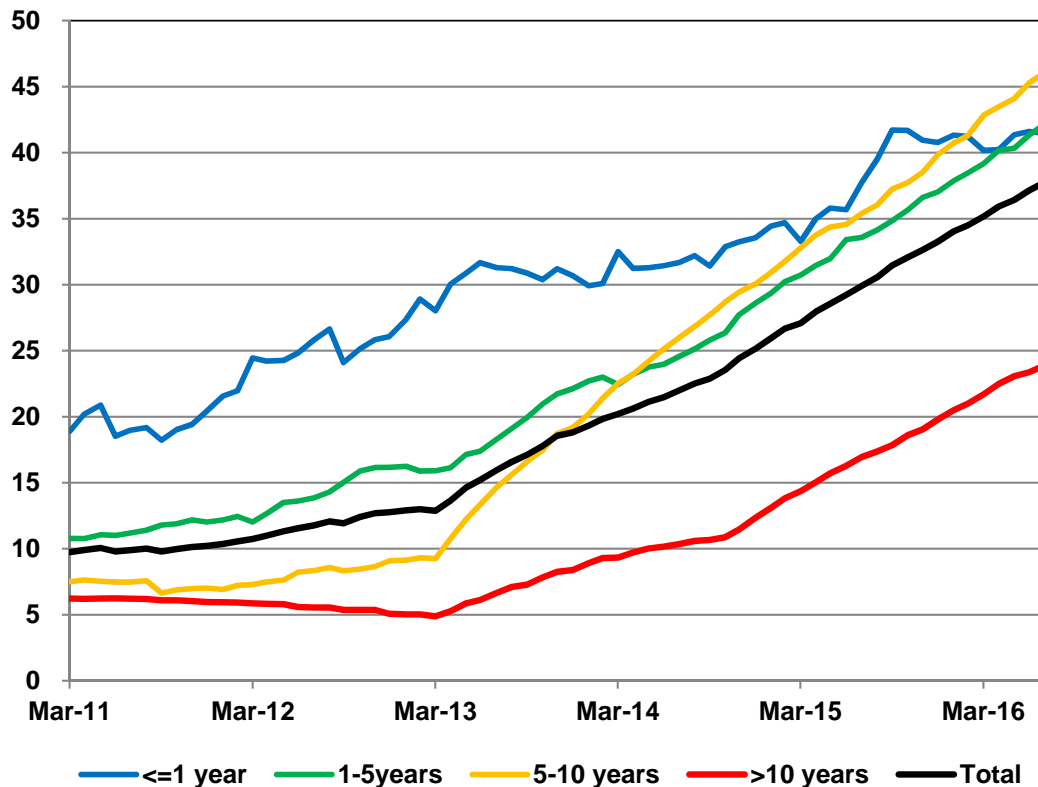


2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

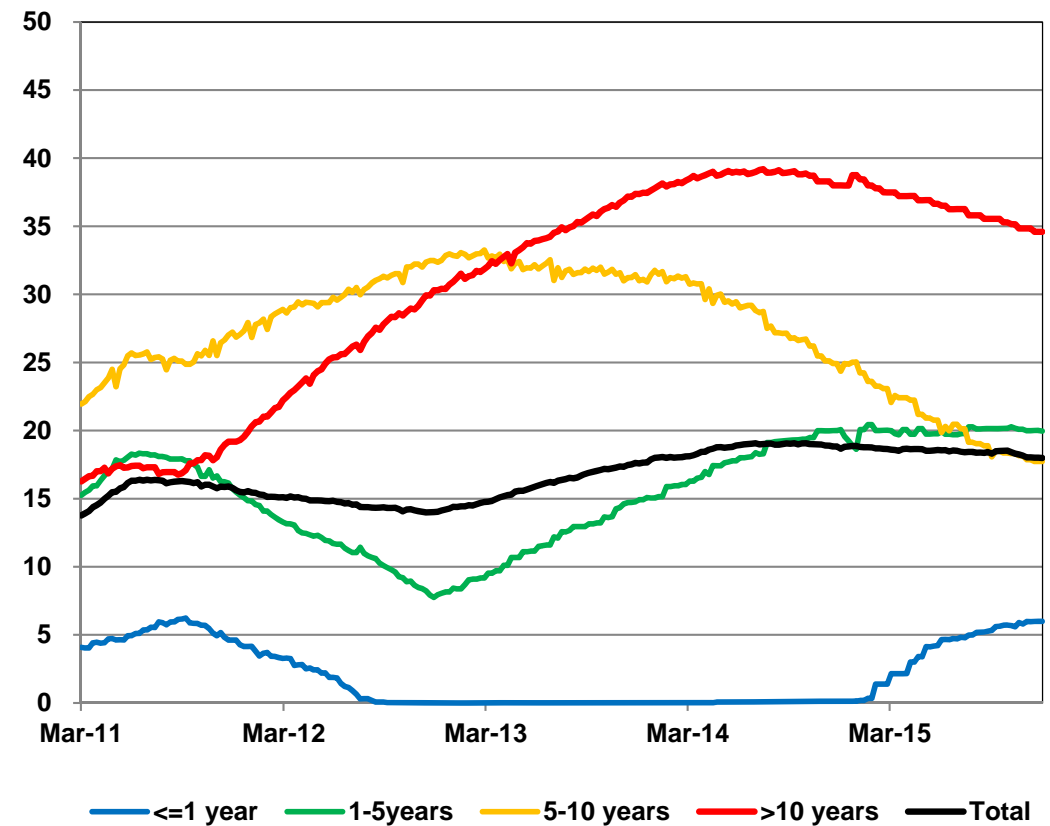
■ 日銀による国債買入れの特徴(8)

- 日銀は「量的・質的金融緩和」の下で国債買入れを顕著に増やした結果、国債保有シェアは1/3に達し、FRBによる米国債保有シェアの3倍弱となっている。
- 一もっとも、日銀による残存10年超の国債の保有シェアは、依然としてFRBを下回っている。

日銀による国債保有シェア (%)



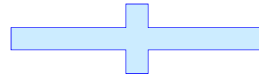
FRBによる米国債保有シェア (%)



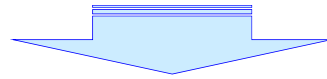
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

(参考) 2015年5月の「日銀レビュー」による評価

✓ 物価安定目標へのコミットメントと大規模な資金供給によるインフレ期待の改善



✓ 大規模な国債買入れによるイールドカーブ全体に対する引下げ圧力



➤ 実質金利の引下げによる経済活動の活発化とそれによるGDPギャップの縮小

<長期の実質金利に対する効果の推計>

様々な方法(サーベイ調査、フィリップスカーブの推計、国債買入れによる金利抑制効果の推計、イールドカーブの推計)に基づき、過去2年間に期待インフレ率が0.5~0.6%改善したと推計
→ したがって、10年の実質金利は0.8%程度低下したと推計

<経済活動に対する効果の推計>

実質金利の低下効果だけに基づくシュミレーションは、成長率とインフレ率の双方の面で実際の変化をunderperform
→ しかし、これに実際の株価と為替レートの変化を加味すると、成長率の面で実際の変化をoverperform

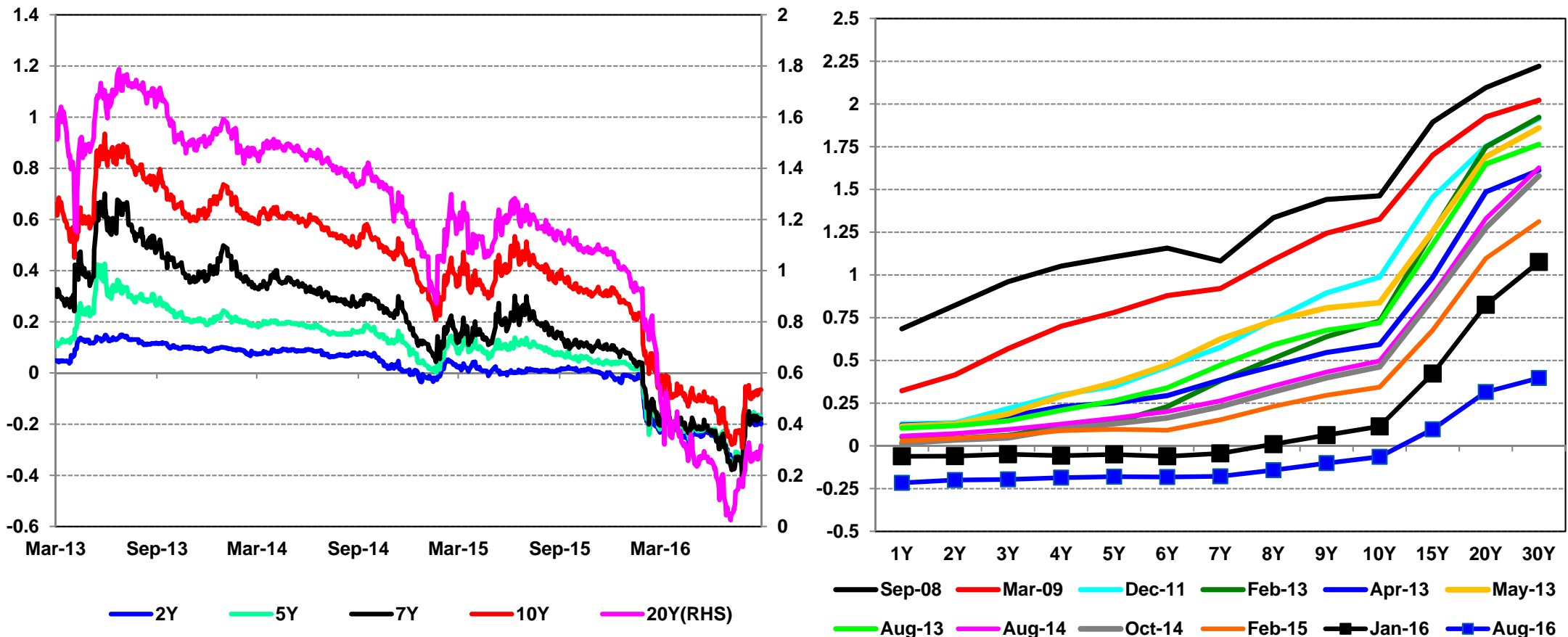
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

資料: Thomson Reuters

■ 「量的・質的金融緩和」以降の国債利回り

- ・ 長期以上の金利は昨年秋から顕著に低下しており、わが国だけでなく世界の経済の回復に掛かる不透明性の高さが反映していたと見られる。さらに、マイナス金利政策の導入は、本年夏に利回りが上昇し始めるまでは、こうした動きに拍車をかけていた。

(左)種類別の国債利回り(%)、(右)国債のイールドカーブ(%)



2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 日銀による国債買入れに関する限界論

- ・ 国債買入れの強化に対する悲観論として、日銀による国債買入れの余地に関する推計が行われている。これらの多くは、主な投資家の現在ないし将来の投資行動を考え、それに基づく各々の買入れ余地を推計し、それらを集計することで、日銀が国債をどの程度買い増すことができるかを議論している。
- ・ 代表例として、本年3月の「公開版コンファレンス」で岩田氏が言及した日本経済研究センターによる推計とともに、IMFのワーキングペーパーとして公表されたもの(S. Arslanalp & D. Botman(2015))が知られている。後者は、日銀が現在のペースで国債買入れを続けると、2017~2018年のどこかでオペに対する有効な需要の不足に直面するとしており、前者の推計と概ね同様になっている。

S. Arslanalp & D. Botman (2015) “Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing” (IMF Working Paper)

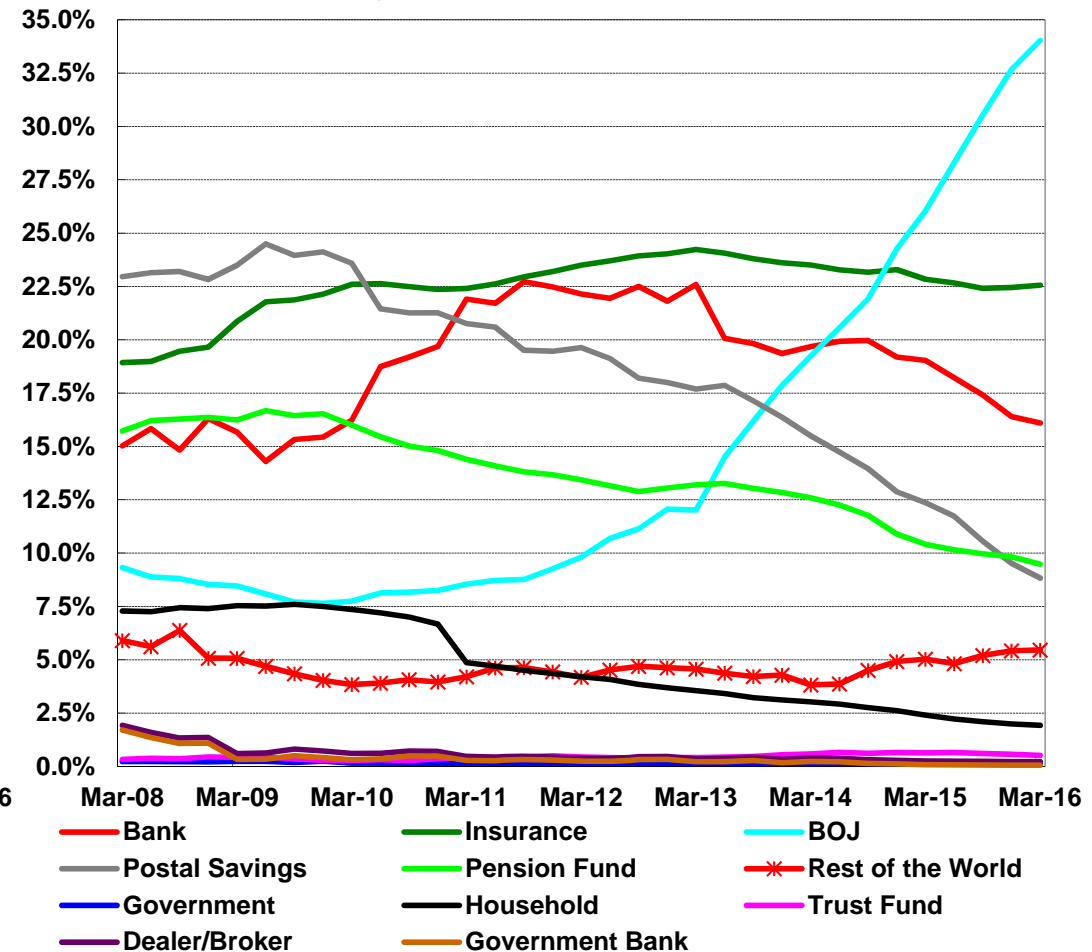
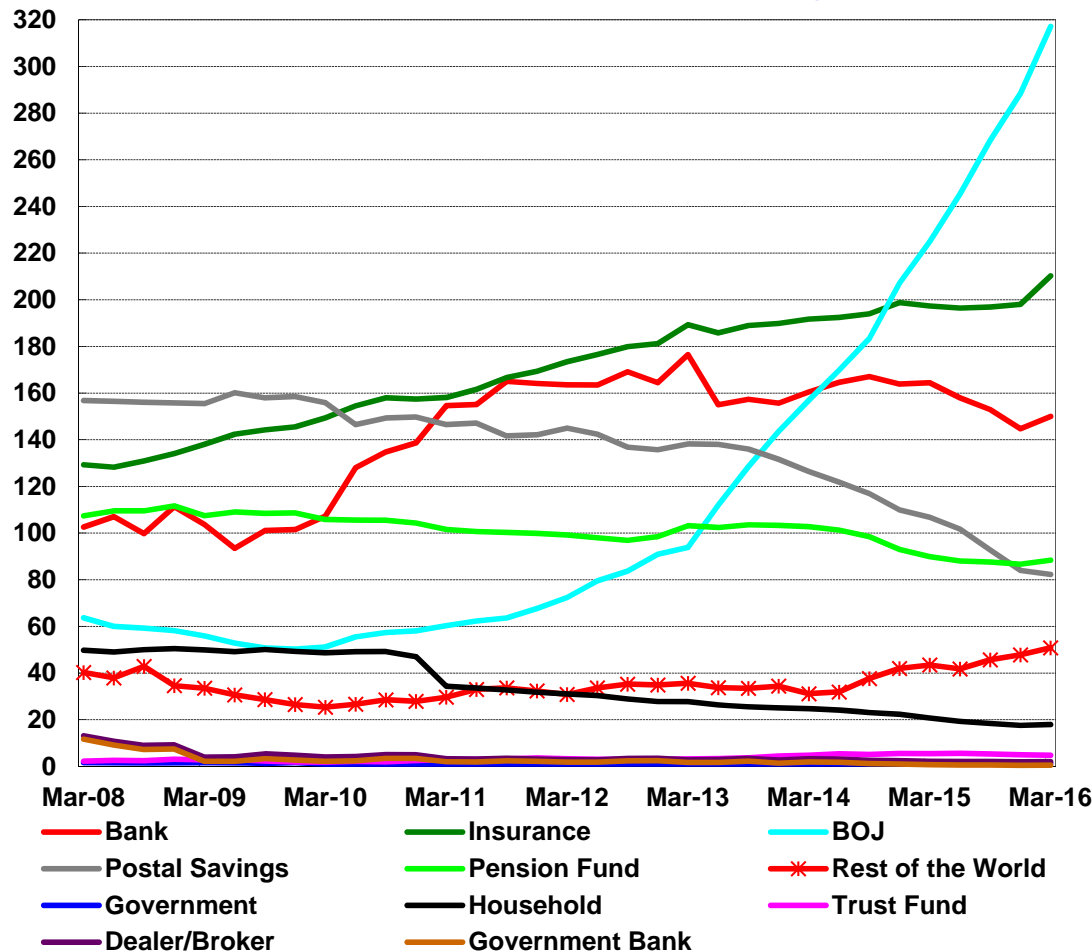
Portfolio rebalancing is a key transmission channel of quantitative easing in Japan. We construct a realistic rebalancing scenario, **which suggests that the BoJ may need to taper its JGB purchases in 2017 or 2018, given collateral needs of banks, asset-liability management constraints of insurers, and announced asset allocation targets of major pension funds.** Nonetheless, the BoJ could deliver continued monetary stimulus by extending the maturity of its JGB purchases or by scaling up private asset purchases. We quantify the impact of rebalancing on capital outflows and discuss JGB market signals that can be indicative of limits being within reach.

2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 国債保有におけるシェアの変化 (1)

- 「量的・質的金融緩和」の開始以来、日銀の国債保有残高は約223兆円増加し、シェアは約3倍となった。この間に、ゆうちょ銀行は約55兆円、銀行は約26兆円、年金基金は約14兆円の残高減少となった。

(左) 主な投資家別の国債保有残高(兆円)、(右) 主な投資家別の国債保有シェア(%)



2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 国債保有におけるシェアの変化 (2)

- 2015年度の下半期にも、日銀による国債保有は堅調に増加した一方、ゆうちょ銀行や銀行は引続き残高を圧縮した。もっとも、この期間には国債保有残高がキャピタルゲインによっても増加している点に注意する必要がある。

各半期における投資家別の国債保有増減(兆円)

	1H in FY 2013	2H in FY 2013	1H in FY 2014	2H in FY 2014	1H in FY 2015	2H in FY 2015	(reference) change in valuations in 2H FY2015
Postal Savings	-2.19	-9.60	-9.50	-10.11	-13.99	-10.52	NA
Bank	-19.12	+3.12	+6.61	-3.97	-11.83	-2.92	+10.68 (incl. postal savings)
Trust Fund	+0.48	+1.08	+0.36	+0.32	-0.12	-0.55	+0.23
Insurance	-0.37	+2.77	+2.26	+2.66	-0.32	+13.35	+14.02
Pension Fund	+0.40	-0.78	-4.25	-6.65	-2.08	+0.79	+3.84
Non-bank FI	+0.11	-0.22	+0.04	-0.01	-0.12	+0.04	+0.04
Dealer/Broker	+0.64	-0.17	-0.64	-0.34	-0.06	-0.06	+1.22
Government Bank	+0.49	-0.33	-0.68	-0.35	-0.10	-0.09	+0.01
BOJ	+34.62	+28.37	+26.55	+41.52	+43.33	+48.83	+11.23
Government	-0.01	+0.02	-0.03	+0.05	+0.01	+0.05	+0.05
Rest of the World	-2.19	-2.33	+6.51	+5.59	+2.37	+5.14	+4.68
Non-Financial Corp	+2.04	+1.04	-0.98	-0.77	-0.00	-0.19	+0.02
Household	-2.19	-0.85	-1.62	-2.32	-2.34	-0.46	+0.54
Total (= Net Issuance)	+12.72	+22.15	+24.61	+25.58	+14.71	+53.41	+37.21

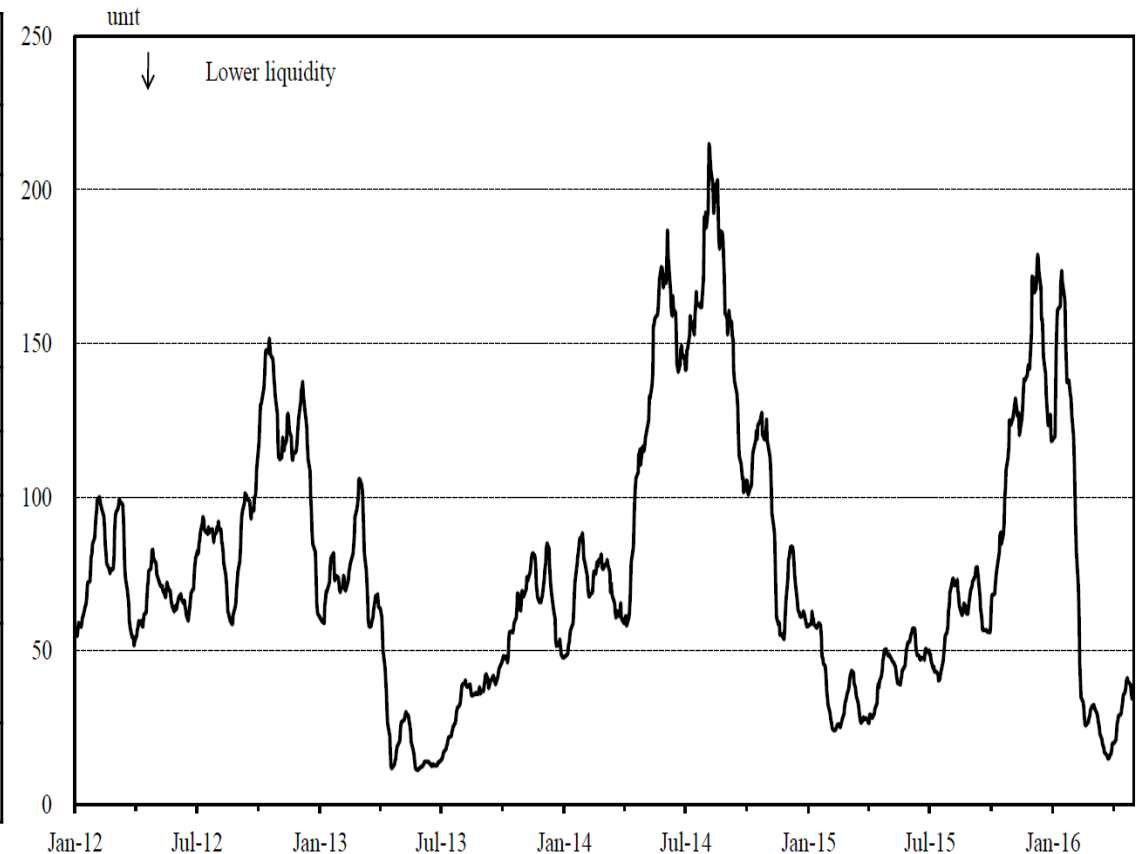
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

■ 国債市場の機能 (1)

- 日銀の債券市場サーベイによれば市場機能の悪化ペースは緩やかになってきた。もっとも、活発に取引する相手の数や取引サイズに回答を見ると、いぜんとして一部の側面では悪化が続いていることが示唆される。

(左)債券市場サーベイの結果(DI: 抜粋)、(右)国債先物のベストプライスにおけるオーダー数(日時: median)

DI		May 2016	Feb 2016	Nov 2015	Aug 2015	May 2015	Feb 2015
市場機能全般	現在	-33	-36	-13	-5	-5	-25
	変化	-18	-69	-15	-8	+10	-72
ビット・アスク・スプレッド	現在	-13	-33	+11	+18	+5	-12
	変化	-5	-69	0	+10	+8	-65
板における注文の数	現在	-44	-49	-13	-16	-30	-45
	変化	-31	-69	-18	-10	-5	-75
取引相手の数	変化	-41	-21	-30	-33	-7	-18
取引サイズ	変化	-31	-23	-20	-15	-13	-30
期待された価格での取引	現在	+2	+5	+36	+51	+40	+15
期待されたロットでの取引	現在	0	+5	+26	+36	+21	+5



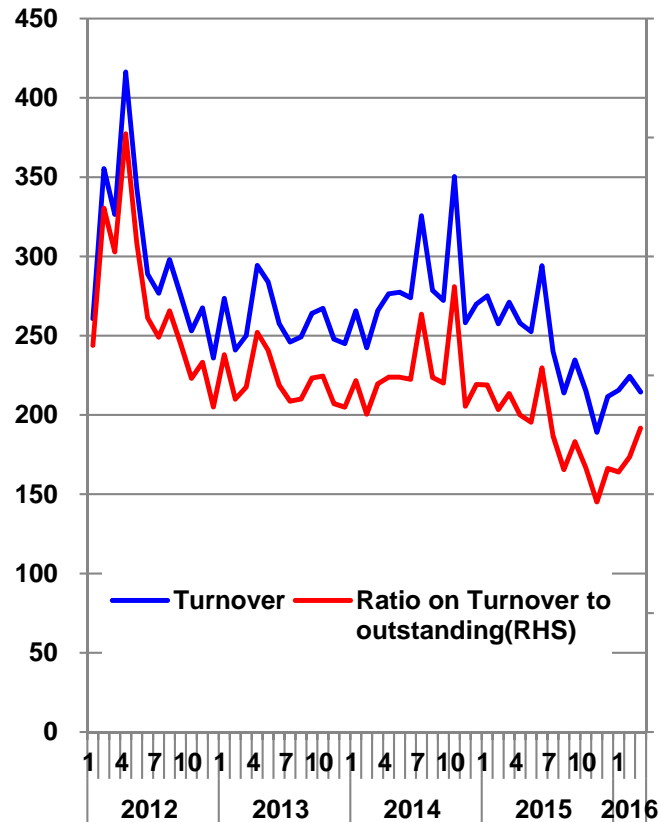
2. 政策手段の評価と見直し: 国債買入れ

資料:財務省、日本証券業協会

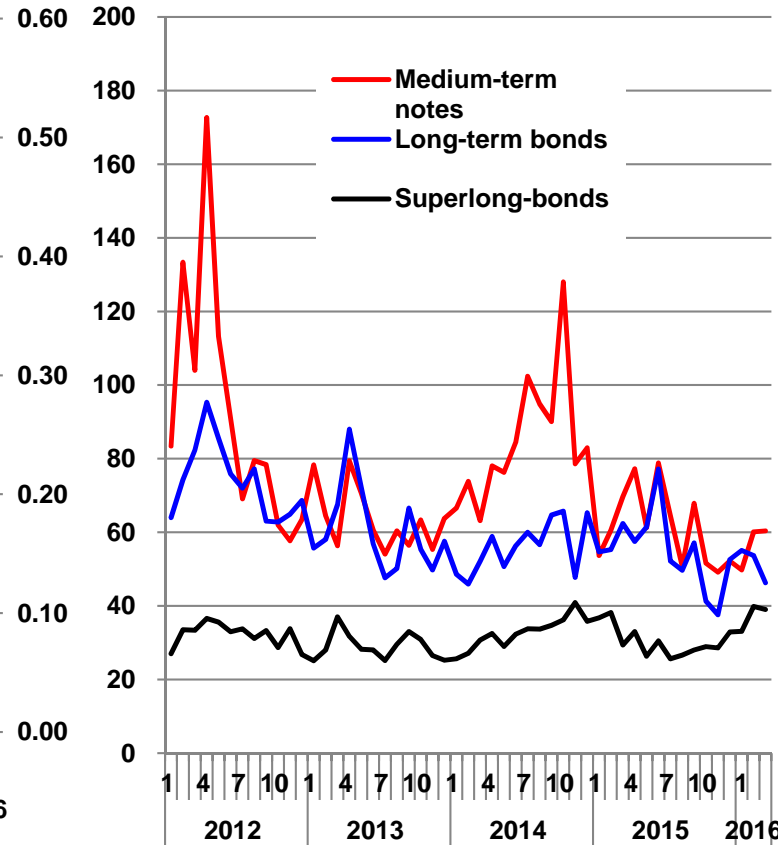
■ 国債市場の機能 (2)

- 取引高と取引回転率の低下傾向は昨年に明確になったが、より長い目で見れば、こうした傾向は「量的・質的金融緩和」の導入とともに始まっていたともいえる。興味深いことに、10年のベンチマーク債を含む長期債のゾーンで影響が顕著になっている。

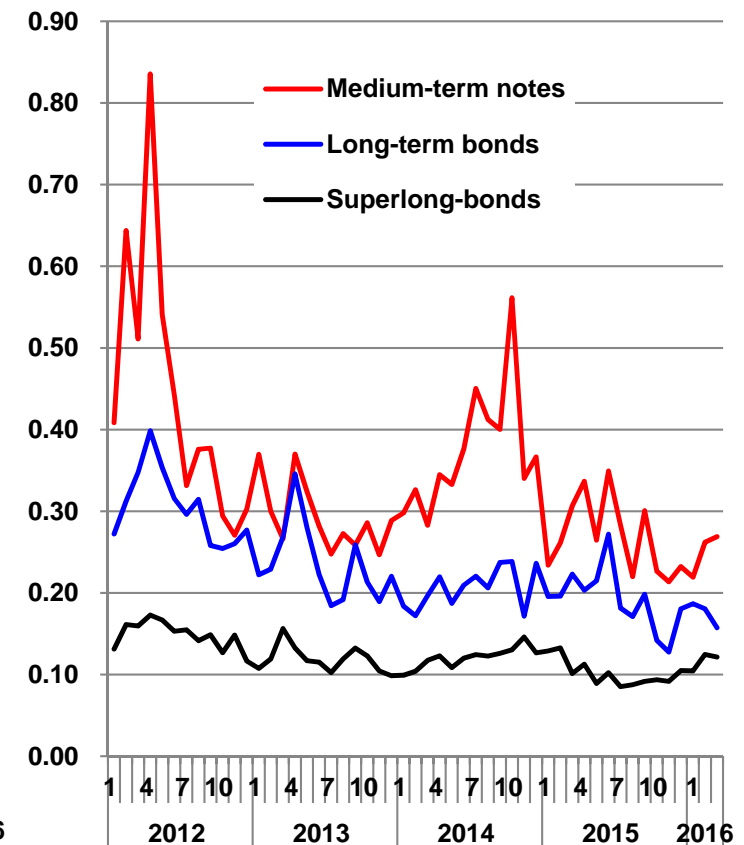
取引高 (兆円・比率)



取引高 (兆円)



取引回転率



2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ 日銀のマイナス金利政策における当座預金の3段構造

<p>基礎残高</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・2015年1月～12月の積み期間において、各金融機関が保有した当座預金残高の平均額 ・0.1%の付利を適用 	<p>→日銀は、金融機関収益への影響の最小化を企図して導入した。また、3段構造全体を通じて、市場機能の維持を図った。</p> <p>→直近の積み期間において約210兆円</p>
<p>マクロ加算残高</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・各金融機関に関して次の3つの合計額 <ul style="list-style-type: none"> a) 所要準備 b) 貸出支援策および被災地の金融機関に対する資金供給を通じて調達した金額 c) 基礎残高の一定の割合に相当する額 ・0%の金利を適用 ・現金保有が顕著に増加した金融機関に対しては、この部分を減額し、政策金利残高に付加 	<p>→日銀は、各種のオペの利用インセンティブを維持するため、b)を設けた(本対策の強化を図った)</p> <p>→日銀は、「量的・質的金融緩和」の継続に伴って政策金利残高が増加しつづけることを調整するため、c)を設けた</p> <p>→本年3月のMPMで、日銀はMRFに対応する金額をここに加えることを認めた</p> <p>→直近の積み期間において約60兆円</p>
<p>政策金利残高</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・各金融機関に関して、当座預金の総残高から、上記二つの金額を差し引いた残り ・0.1%の金利を課す 	<p>→直近の積み期間において約21兆円</p> <p>→(上記のように、マクロ加算残高に関するc)の調整によって実際の金額が変動する)</p>

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ マイナス金利政策の考え方 (1)

- ・ マイナス金利政策に関する当初の考え方は次のように整理される。

(マイナス金利政策導入の背景)

- 声明文や黒田総裁の記者会見によれば、主たる背景は以下の二点とされる

- 1) 新興国経済に対する懸念の高まりや国際金融市場の不安定化が、企業や家計のセンチメントの改善を妨げ、インフレ期待の改善を遅延させるリスクがあるとの認識
- 2) マイナス金利政策の導入は「量的・質的金融緩和」の柔軟性を高め、サステナビリティに資するとの考え

- これらに加えて、次のような背景も推察される

- 1) 円高が進行した結果、マイナス金利政策のコスト・ベネフィットに関する見方が変化すると期待
ー マイナス金利政策は為替を通じた効果を持つとの理解があり、マイナス金利政策に対する慎重論の中には「通貨安競争」への懸念も含まれていた
- 2) 日銀が国債買入れの拡張余地について懸念を既に有し、将来のリスクイベントに対して温存したいとの意向を有していた可能性
ー 2%インフレの達成時期に関する予想をさらに遅延させたこととも関連していた可能性

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ マイナス金利政策の考え方 (2)

- ・ マイナス金利政策を巡る主要な論点について、日銀による当初の考え方は次のように推察される。

効果と副作用の トレード・オフについて

- ✓ 日銀によるマイナス金利政策は、「3段階適用」などによって金融機関に対するコストを最小化する工夫がなされている。この点は、「量的・質的金融緩和」によって既にベースマネーが巨額になっているだけに不可欠である。
- ✓ もちろん、これによって「量的・質的金融緩和」が無制限に拡張ないし持続しうるようになるわけではない。

政策手段の選択 について

- ✓ 「量的・質的金融緩和」の柔軟性が幾分かでも高まることは、この政策のサステナビリティに対する悲観論を抑える上でも重要である。
- ✓ 今後、追加緩和が必要な場合にどのような政策手段を活用するかについては、予め決めない。

市場との対話 について

- ✓ 柔軟性やサステナビリティを強化する代わりに、「量的・質的金融緩和」は当初の特徴-シンプルさや直截さ-を失う面がある。この点がインフレ期待の形成に与える影響は注視する必要がある。
- ✓ 黒田総裁のコミュニケーションがしばしばサプライズを起こしたことは事実だが、必ずしもそれを企図し続けていた訳ではない。

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ マイナス金利政策の考え方 (3)

- ・ その後の市場や金融機関の様々な反応に関して、日銀の考え方は次のように推察される。

政策手段の相互間の関係について

- ✓ 国債のイールドカーブが顕著にフラット化したことは、長期的には国債買入れに対して影響をもつ可能性がある。この点で、マイナス金利政策と国債買入れは相互に関連している。
- ✓ どのようなメカニズムであれイールドカーブに下方圧力を及ぼすことは、日銀にとって政策効果の発揮であると説明しうる。

コミュニケーション・ポリシーについて

- ✓ 将来に追加緩和が必要となった場合、「量」、「質」、「金利」のいずれの手段をどの程度使用すべきかについて、市場と理解を共有することは一段と難しくなった。
- ✓ マイナス金利政策に対する金融市場や一般大衆の「トラウマ」にも適切に対応する必要がある。

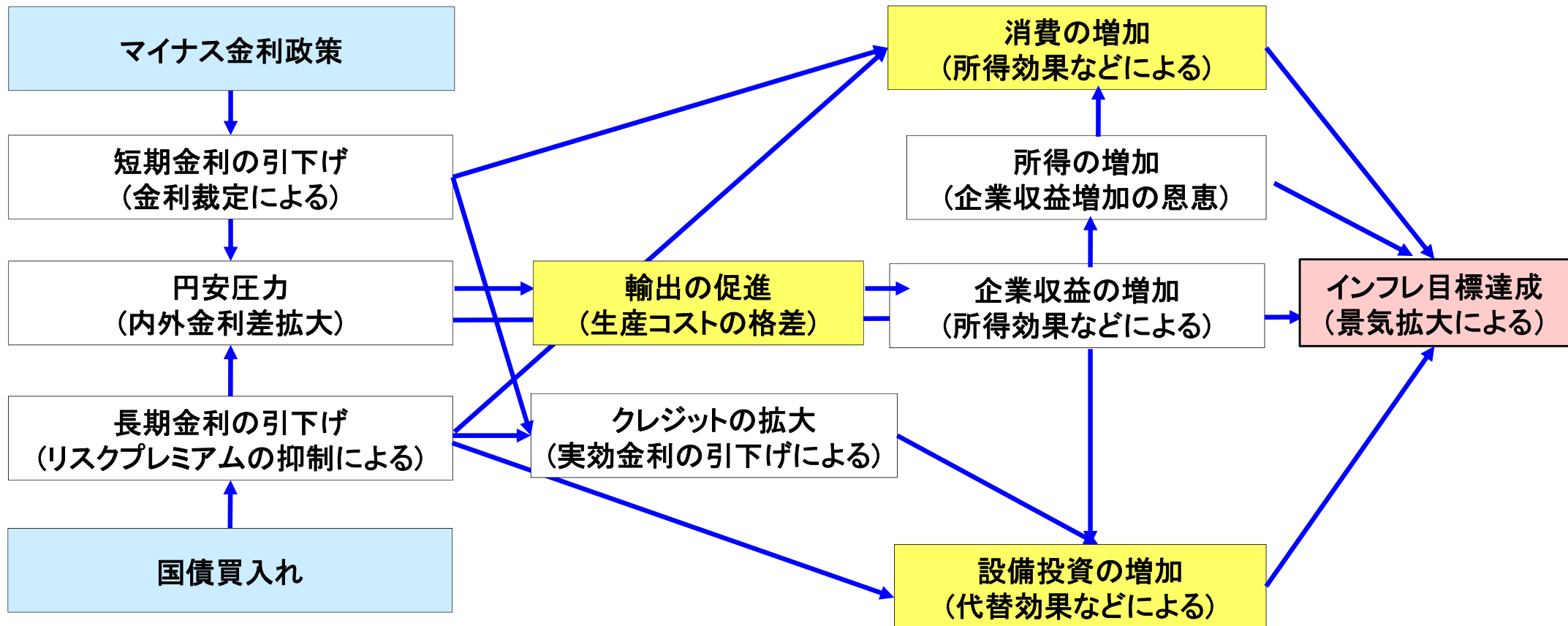
マイナス金利政策が金融システムに与える影響について

- ✓ MRFが機能停止に陥ったことは、資本市場中心の金融仲介にマイナス金利政策を適用した場合の金融システム面での問題を顕在化した。
- ✓ これに対し、銀行中心の金融仲介の場合は、銀行の自己資本がクッションとなりうる限り、マイナス金利政策が金融システムに与える副作用の一部は回避されうる。

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ マイナス金利政策と国債買入れの補完性

- ・ 少なくとも理論的には、マイナス金利政策と国債買入れとの補完性を統合的に説明することも可能である。

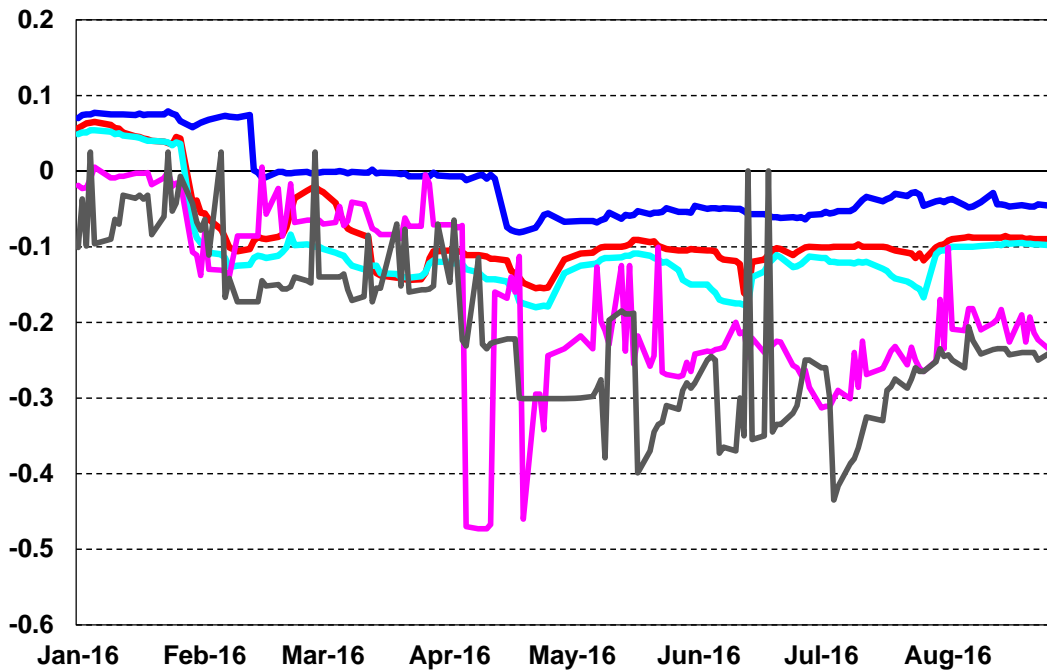


2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

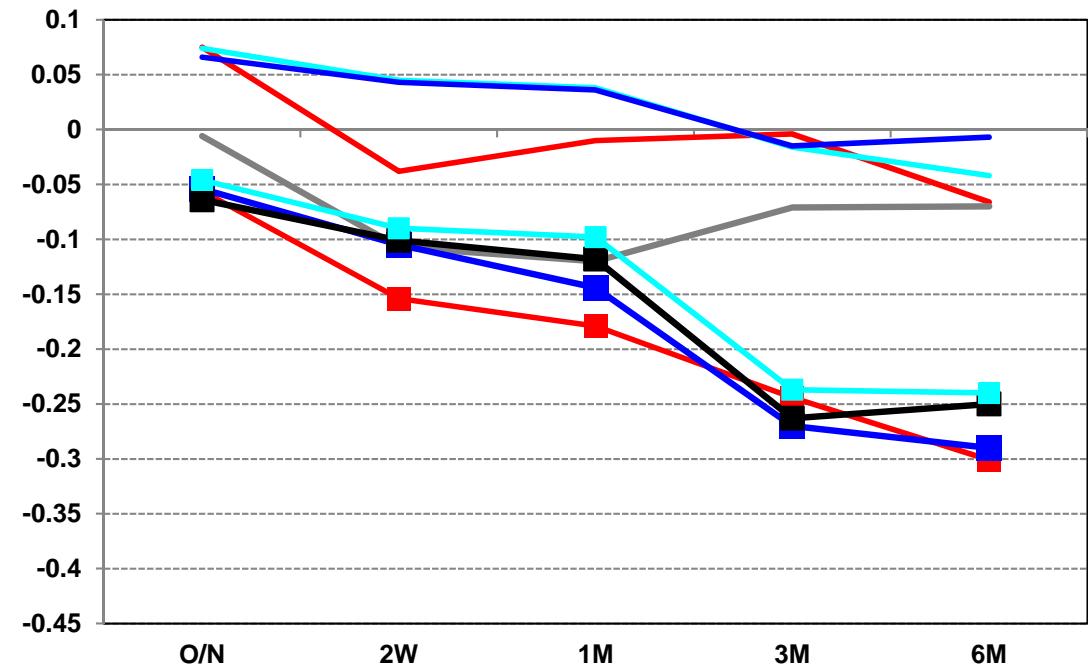
■ 短期金融市場への影響 (1)

- 短期金融市場では、まず、マイナス金利の導入決定によってオープンマーケットのレートを中心にインパクトが生じた。その後、実際の適用初日(2月16日)には、インターバンク市場を含めて再びインパクトが生じた。もっとも、無担保コールO/Nレートは、その後も政策金利(-0.1%)を上回ったまま推移している。この間、TBレートのvolatilityは高いまま推移している。

(左) 短期レートの推移(%)、(右) 短期ゾーンのイールドカーブ(%)



— Call rate (O/N) — Repo rate (2W) — Repo rate (1M)
— TB(3M) — TB(6M)



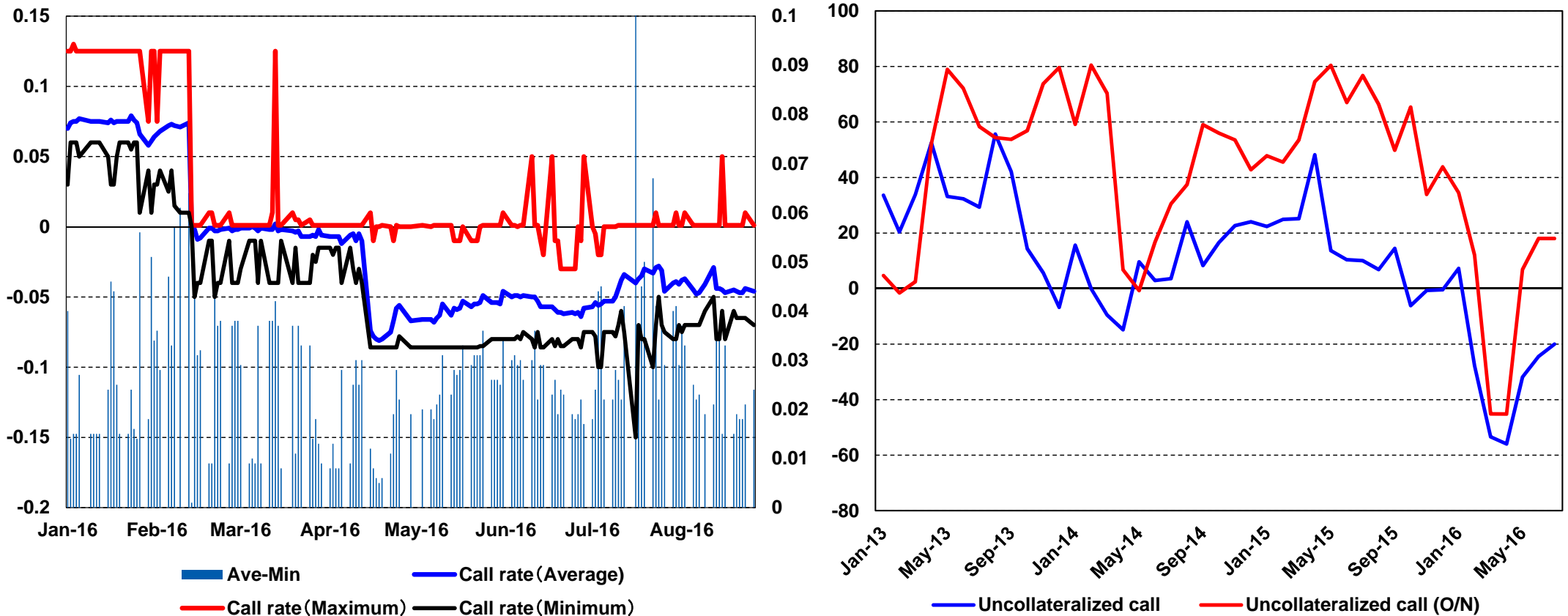
— 18-Dec — 28-Jan — 29-Jan — 31-Mar
■ 28-Apr ■ 31-May ■ 30-Jun ■ 29-Aug

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

■ 短期金融市場への影響 (2)

- ・ コールレートの日中変動幅は、マイナス金利政策の導入後に顕著に縮小した後、5月以降は再び拡大している。長い目で見ると、コール市場の規模は昨年央から顕著に縮小していた(特にO/Nもの)が、足元では反発の兆しもみられる。

(左)コールレート(%)、(右)コール市場の残高(前年比、%)

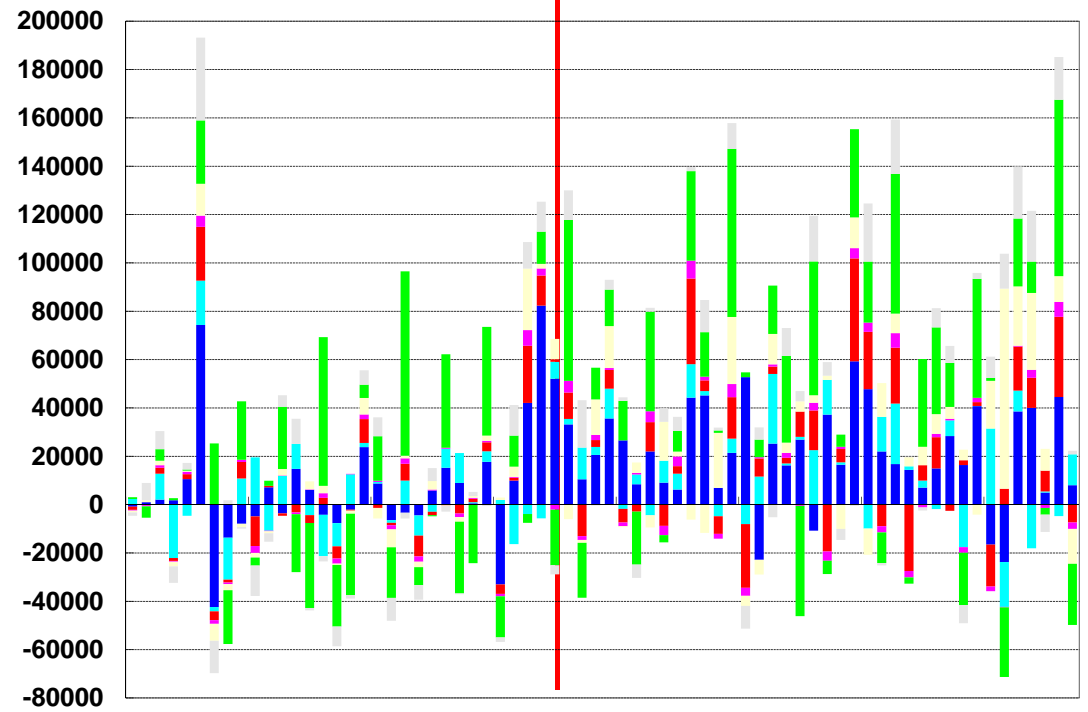
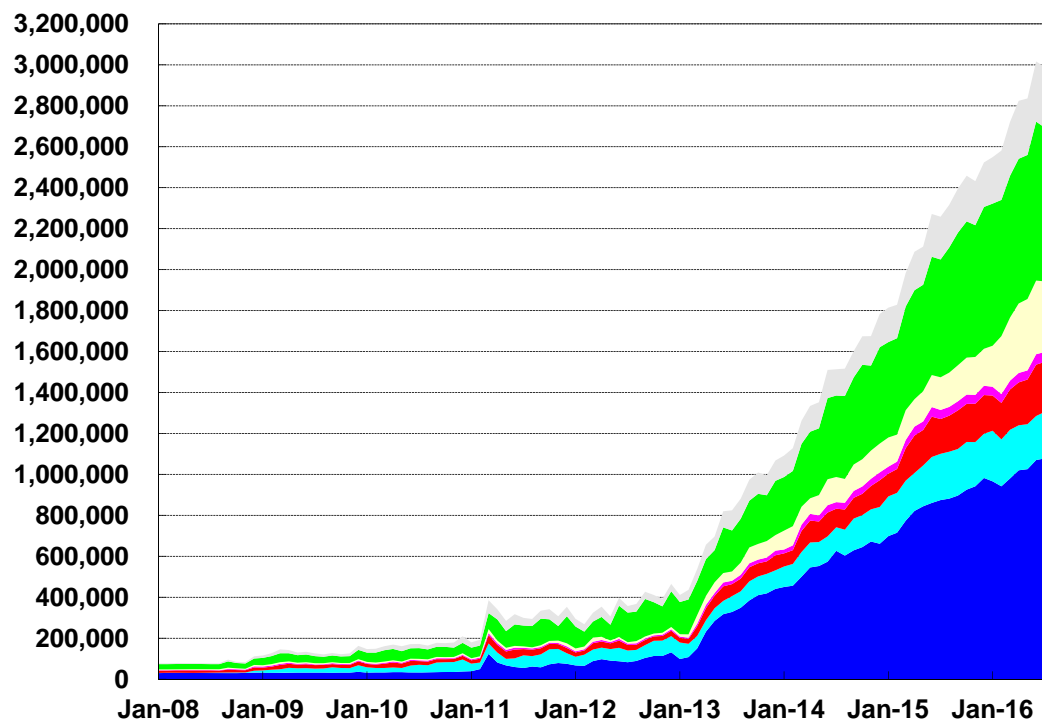


2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

■ 業態別の日銀当座預金残高

- 業態別の日銀当座預金残高をみると、「量的・質的金融緩和」の導入後は都市銀行の増加が継続していることが目立つ。また、ゆうちょ銀行を含むその他の準備預金適用先と地方銀行がそれに続いている。なお、本年2月の信託銀行の残高急増は固有の要因によるものであり、時間の経過とともに影響が減衰することが見込まれている。

(左)業態別の残高、(右)業態別の残高の変化(億円)



2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

資料: 日本銀行

(参考) マイナス金利適用残高の推計(マイナス金利政策導入前の日銀による推計)

(¥100mn)

	Current account balance				Share of negative rate
	Current account balance	Positive rate applied	Zero rate applied	Negative rate applied	
City banks	965560	813680	135570	16310	1.7%
Reginal Banks	172190	136160	29780	6250	3.6%
Reginal Banks II	42990	36430	4120	2440	5.7%
Foreign Banks	247230	205700	600	40930	16.6%
Trust Banks	200300	154190	22700	23410	11.7%
Other Fis under reserve requirement	693970	531620	39790	122560	17.7%
Other holders of current account	212050	186450	5560	20040	9.5%
Total	2534290	2064230	238120	231940	9.2%

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

(参考) マイナス金利の実際の適用残高(6月および7月の積み期間)

	Current account balance	Rate applied			Share of negative rate
		Positive rate applied	Zero rate applied	Negative rate applied	
City banks	1069700	812430	257280	0	0.0%
Reginal Banks	251170	152150	94520	4500	1.8%
Reginal Banks II	51120	39860	10710	550	1.1%
Foreign Banks	214910	204470	8650	14590	6.8%
Trust Banks	359220	161180	119770	78270	21.8%
Other Fis under reserve requirement	776350	536350	85370	154620	19.9%
Other holders of current account	215240	188490	23630	3120	1.4%
Total	2937710	2084710	596120	256880	8.7%

(¥100mn)

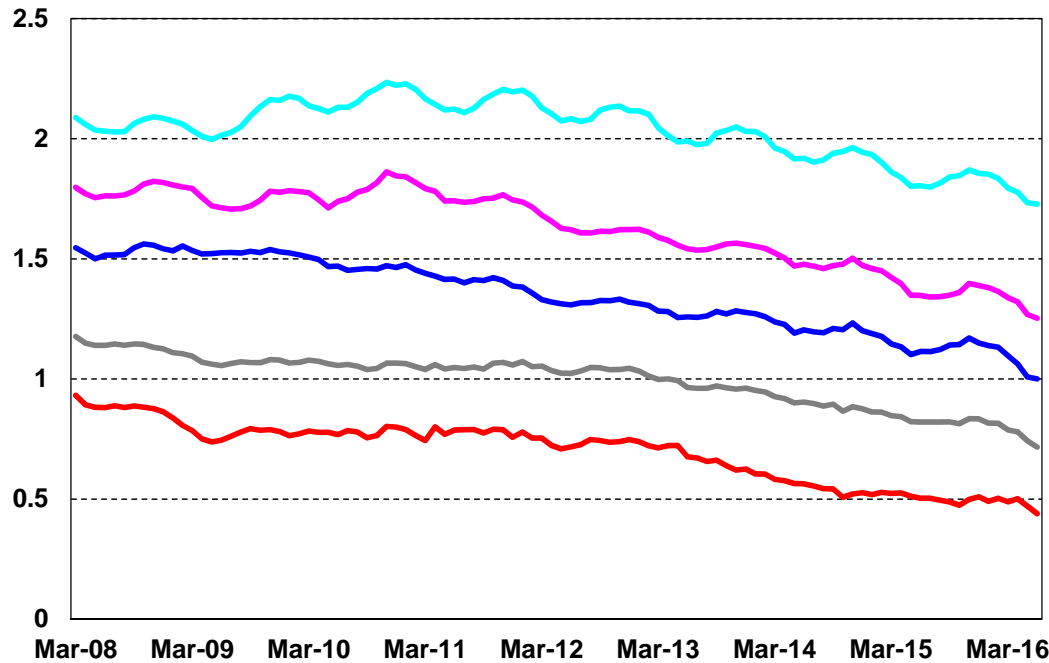
	Current account balance	Rate applied			Share of negative rate
		Positive rate applied	Zero rate applied	Negative rate applied	
City banks	1077700	812250	265450	0	0.0%
Reginal Banks	243720	151890	90060	1780	0.7%
Reginal Banks II	48890	38760	9570	160	0.3%
Foreign Banks	227710	204470	8650	14590	6.4%
Trust Banks	344760	161410	124600	58740	17.0%
Other Fis under reserve requirement	751040	532920	86730	131390	17.5%
Other holders of current account	212030	188280	22320	1440	0.7%
Total	2905460	2089990	607380	208090	7.2%

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

■ 銀行の預貸利鞘 (1)

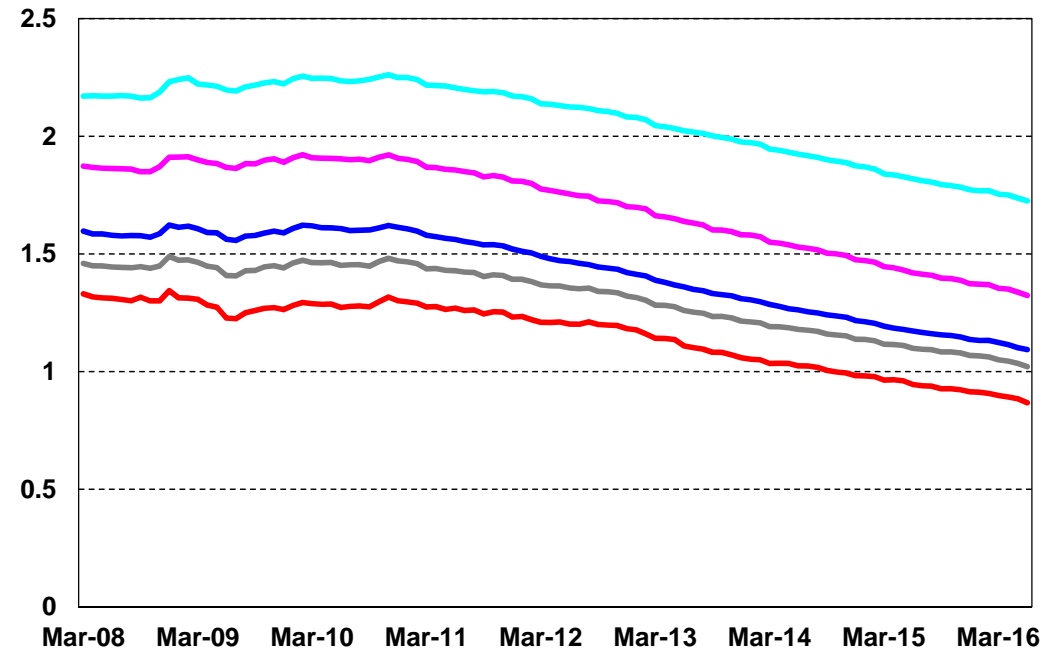
- 銀行における預貸の利鞘は緩やかな縮小傾向をたどっている一方、業態間の違いは概ねそのまま維持されている。なお、足許では都市銀行について、新規の預貸利鞘に底打ちの兆しもみられる。

新規の貸出と預金の利鞘(%)



— Domestically Licensed Banks — City Banks
 — Regional Banks — Regional Banks II
 — Shinkin Banks

既存の貸出と預金の利鞘



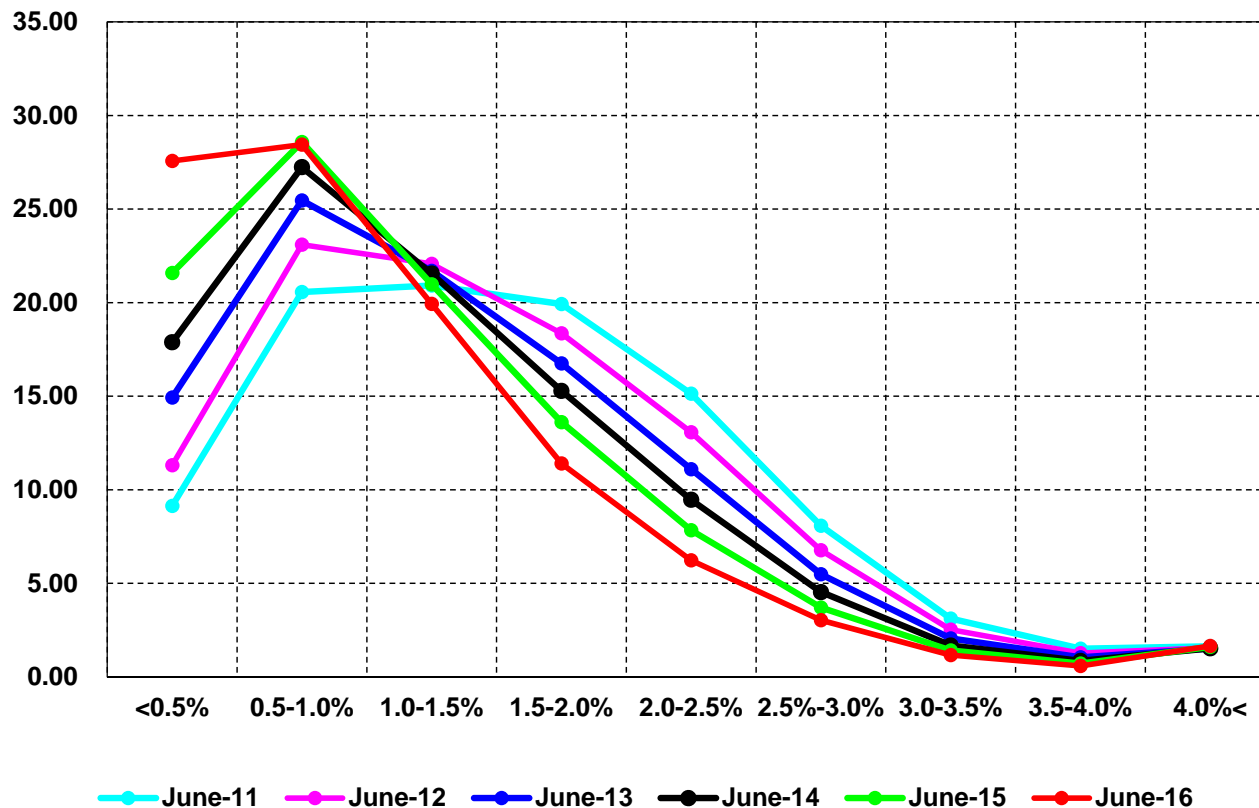
— Domestically Licensed Banks — City Banks
 — Regional Banks — Regional Banks II
 — Shinkin Banks

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

■ 銀行の預貸利鞘 (2)

- 貸出金利の継続的な低下によって、極めて低い金利での貸出残高の比率が顕著に上昇している。直近時点(本年6月末)では、金利1%未満の貸出しが既に半分を占めているほか、1.5%未満に至っては3/4を占める状況となった。

貸出金利別の貸出残高の分布(%)



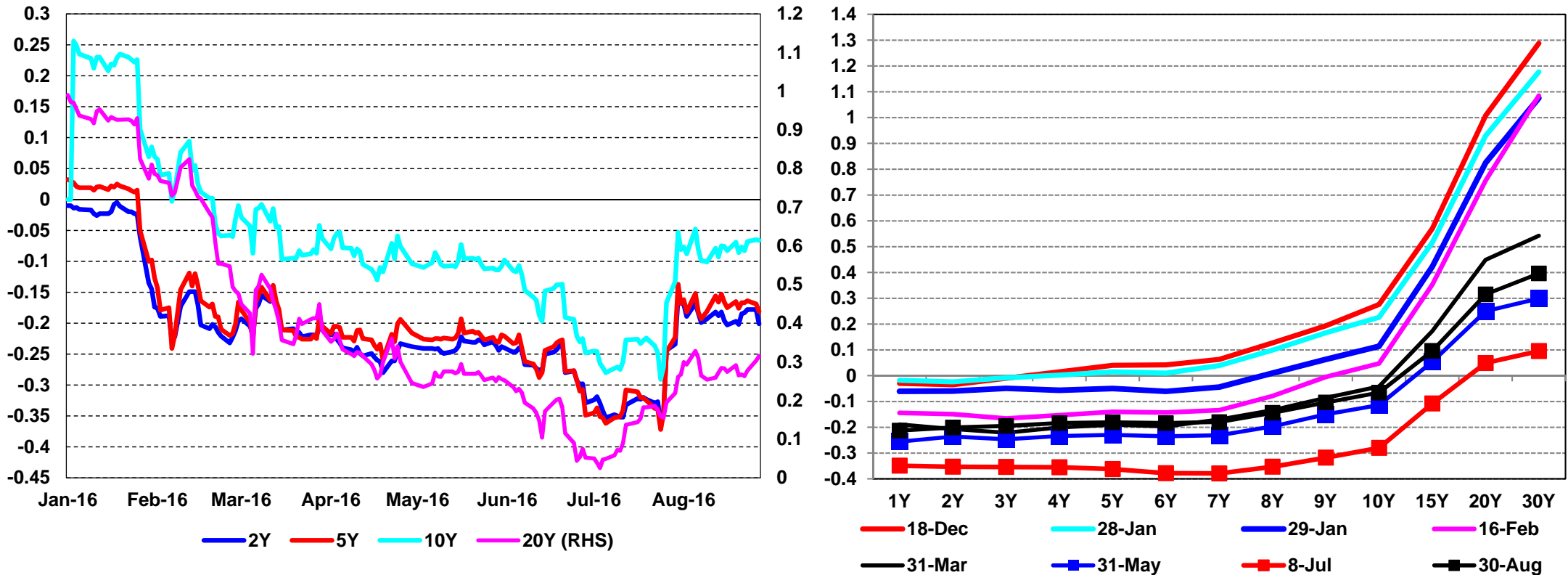
	less than 1%	less than 1.5%
Jun 2011	30	51
Jun 2012	34	56
Jun 2013	40	62
Jun 2014	45	67
Jun 2015	50	71
Jun 2016	56	76

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

■ 国債のイールドカーブ

- ・マイナス金利政策の導入決定後には、イールドカーブの全域が一段と下方にシフトするとともに、長期ゾーンを中心にフラット化した(ただし、マイナス金利の導入時の影響は小さかった)。イールドカーブの下方シフトとフラット化は7月まで続いたが、その後やや調整し、現在では5月頃の水準やカーブの形状に戻っている。

(左)種類別の国債利回り(%)、(右)国債のイールドカーブ(%)



2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ 国債のイールドカーブのフラット化に関する主な仮説

“search for yield”の強まり

- ✓ 市場では、マイナス金利の導入後に、中小金融機関等を中心に”search for yield”が強まっているとの指摘がある。そうした中で、より長期の国債に対する需要が一段と強まったことが、国債のイールドカーブのフラット化に繋がった。

金融政策の先行きに対する新たな期待

- ✓ マイナス金利政策の導入により、市場は-仮に日銀が今回のマイナス金利から数年後にしたとしても-将来に亘って何回もマイナス金利政策が出現すると考えるようになった。
 - こうした仮説は、①市場における長期の成長期待やインフレ期待が極めて低い、②日銀はマイナス金利政策を(緊急避難措置でなく)普通の選択肢として位置づける、ことを暗黙のうちに仮定している。

国債管理政策の影響

- ✓ 債務危機からの脱却に伴って新発国債の年限長期化が顕著に進展するユーロ圏に比べて、日本では超長期債の発行が抑制的であることが、同じマイナス金利政策の下でのイールドカーブの形状の違いに繋がった。
 - もちろん、日本で超長期国債の増発に慎重なことには別な観点からの理由が存在するはずである。

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利政策

■ 国債買い入れのガイドライン

- 日銀(金融市場局)は、国債買い入れのガイドラインについて、市場からのフィードバックをもとに頻繁な見直しを行ってきた。現在の内容を「量的・質的金融緩和」の導入時と比較すると、残存1~5年と残存10年超の双方のゾーンが買入れ額、頻度とも増えていることがわかる。

金融市場局が決定した国債買い入れの運営方針(抜粋)

	「量的・質的金融緩和」の導入時(2013年4月)	追加緩和直後(2014年10月)	現在
買入れ金額	毎月7.5兆円程度	毎月8~12兆円程度	(同左)
買入対象国債	利付国債(2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債、変動利付債、物価連動債)	(同左)	(同左)
種類別・残存期間別	(利付国債) 残存期間1年以下: 月間0.22兆円 (オファー2回)	(利付国債) 残存1年以下: 月間0.22~0.5兆円 (オファー2回)	(利付国債) 残存1年以下: 月間0.1~0.3兆円 (オファー2回)
買入れ金額	残存期間1年超5年以下: 月間3.0兆円 (オファー3回)	残存1年超5年以下: 月間3.0~7.2兆円 (オファー6回)	残存1年超5年以下: 月間3.6~6.0兆円 (オファー6回)
	残存期間5年超10年以下: 月間3.4兆円 (オファー3回)	残存5年超10年以下: 月間2.4~3.6兆円 (オファー6回)	残存5年超10年以下: 月間1.8~3.6兆円 (オファー6回)
	残存期間10年超: 月間0.8兆円 (オファー3回)	残存10年超: 月間0.65~2.0兆円 (オファー5回)	残存10年超: 月間1.5~3.0兆円 (オファー5回)
	(変動利付債): 隔月0.14兆円	(同左)	月間0.05兆円 (オファー2回)
	(物価連動債): 隔月0.02兆円	(同左)	隔月0.1兆円
買入れ頻度	原則として毎月6回程度	毎月8~10回程度	(同左)
買入れ方式	コンベンショナル方式による入札	(同左)	(同左)

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

資料: 財務省

■ 国債管理政策

	FY2015	FY2016
Total Financed in the Market	154.2	152.2
Market Issuance	152.2	147.0
Non-Competitive Auction etc	2.0	5.2
For Households	2.1	2.0
Bank of Japan	10.4	8.0
Total	166.7	162.2

(兆円)

	FY2015	FY2016
40-year bonds	2.0 (0.4 x 5)	2.4 (0.4 x 6)
30-year bonds	9.6 (0.8 x 12)	9.6 (0.8 x 12)
20-year bonds	14.4 (1.2 x 12)	13.2 (1.1 x 12)
10-year bonds	28.8 (2.4 x 12)	28.8 (2.4 x 12)
5-year bonds	30.0 (2.5 x 12)	28.8 (2.4 x 12)
2-year bonds	30.0 (2.5 x 12)	30.0 (2.3 x 12)
TB (1-year)	25.8	25.0
TB (6-month)	0	0
15-year floating bonds	0	0
10-year indexed bonds	2.0 (0.5 x 4)	2.0 (0.5 x 4)
Auctions for enhanced liquidity	9.6 (0.8 x 12)	9.6 (0.8 x 12)
Total	152.2	147.0

- 2016年度予算では、国債の市場発行額は147兆円(グロス)と予定されている。
- 前年度に比べて5.6兆円減少した理由については、税収が好調であったことに加え、良好な発行環境の下で前倒し発行が進捗したことと説明されている。
- 前年度に比べて、40年債の発行を若干増やす計画となった一方、20年債、5年債、2年債および1年物TBの発行を各々若干減らす計画となっている。

2. 政策手段の評価と見直し: マイナス金利

資料: ECB

(資料) ユーロ圏の国債発行計画

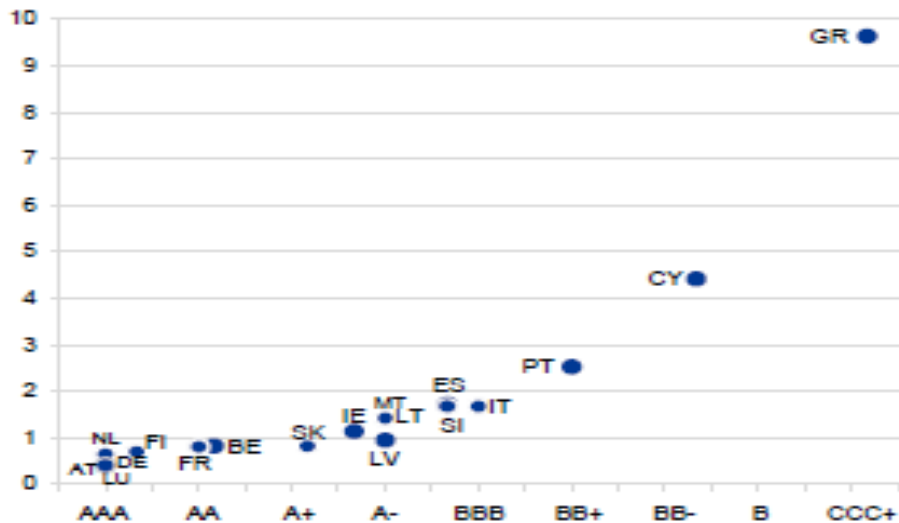
・ECBのFSR(2016年5月号)によれば、ユーロ圏の多くの国では、欧州債務危機の際にいったん短期化した発行年限を「正常化」する動きが続いている。実際、フランスやスペインfでは超長期債の発行が決定された。

Chart 1.20

Sovereign financing conditions remain favourable for most rating categories

Sovereign ratings and ten-year government bond yields in individual euro area countries

(2015; percentages)



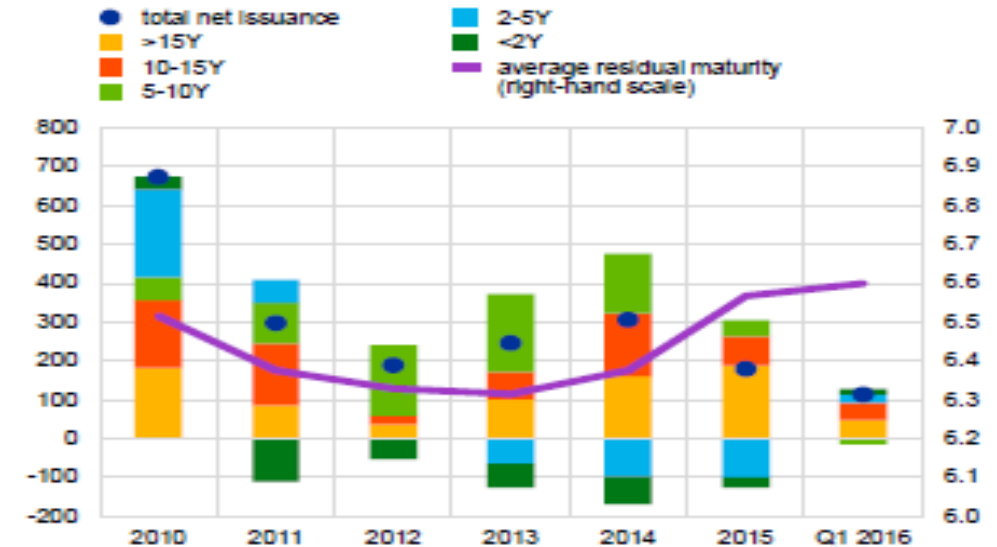
Sources: Moody's, Standard & Poor's, Fitch, ECB and ECB calculations.
Notes: The rating score represents the average rating by the three major rating agencies, Moody's, Standard & Poor's and Fitch. The bond yields indicate the average long-term interest rate for convergence purposes (secondary market yields of government bonds with maturities of ten, or close to ten, years) for the period from January 2015 to March 2016.

Chart 1.21

The shift of issuance activity towards the long end of the maturity spectrum has continued

Issuance of government debt securities by original maturity and average residual maturity of government debt securities in the euro area

(2010 – Q1 2016; EUR billions; years)



Source: ECB Government Finance Statistics.

2. 政策手段の評価と見直し: ETF/REITの買入れ

資料: 日本銀行

■ ETFとREITの買入れ(概観)

- 日銀は「量的・質的金融緩和」に際して導入したETFとREITの買入れに関するガイドラインを、その後も数次に亘って改定している。

ETF(左)とREIT(右)の買入れのガイドライン

	「量的・質的金融緩和」の導入時 (2013年4月)	現在	「量的・質的金融緩和」の導入時 (2013年4月)	現在
買入れ額	年間で残高を1兆円増加	年間で残高を6兆円増加	年間で残高を300億円増加	年間で残高を900億円増加
買入れ対象	TOPIXまたはNikkei225を参照するもの	<ul style="list-style-type: none"> TOPIX, Nikkei225, またはJPXNikkei400を参照するもの 設備投資または人材投資に積極的な企業の株価を参照するもの 	<ul style="list-style-type: none"> オペの適格先金融機関が発行するもの 年間で200営業日以上取引実績があり、かつ年間累計の取引額が200億円以上であるもの 	(同左)
買入れ方法	<ul style="list-style-type: none"> 日銀が信託銀行に買入れを委託 日銀がガイドラインに沿って実行を指示 ガイドラインの範囲内で、信託銀行は裁量を有する 日銀が、各ETFの買入れ上限を、市場ウエイトに沿って決定 日銀は、株主としての権利行使を信託銀行に委託 	(同左)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀が信託銀行に買入れを委託 日銀がガイドラインに沿って実行を指示 ガイドラインの範囲内で、信託銀行は裁量を有する 各REITの買入れ上限は5% 日銀は、株主としての権利行使を信託銀行に委託 	<ul style="list-style-type: none"> (同左) (同左) (同左) 各REITの買入れ上限は10% (同左)
買入れ頻度	(非公表)	(同左)	(not announced)	(同左)
買入れ価格	市場価格	(同左)	Market price	(同左)

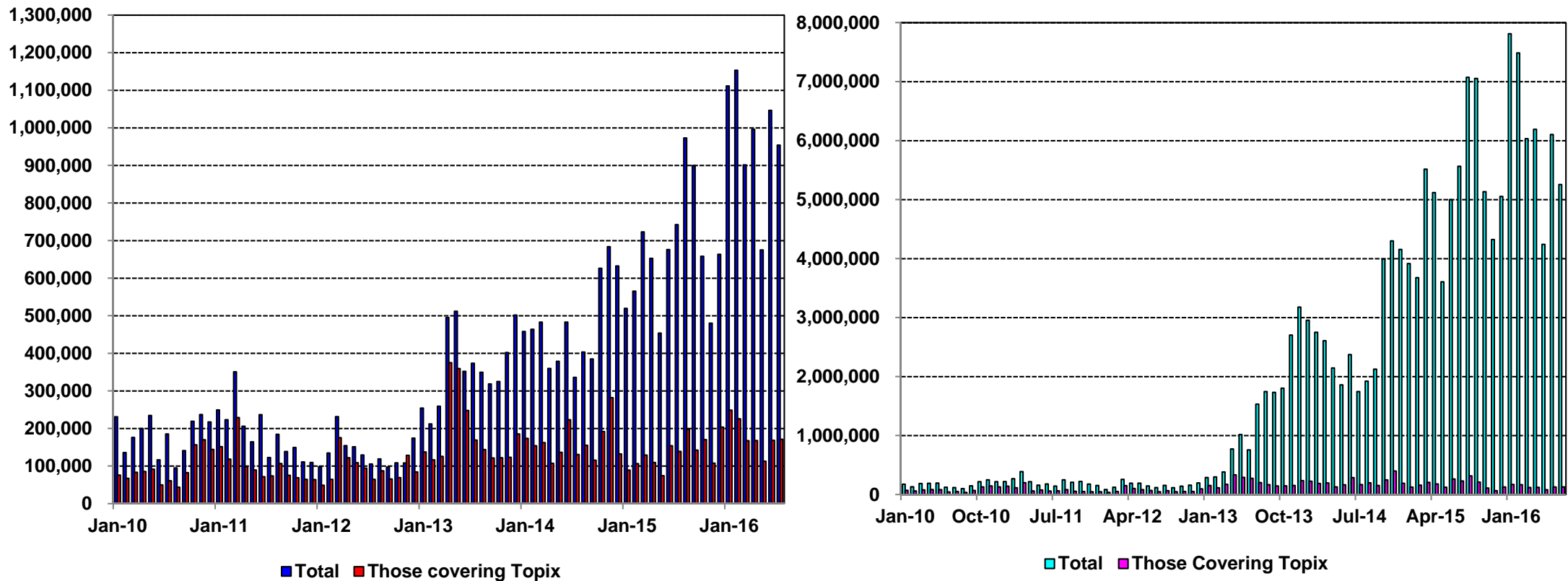
2. 政策手段の評価と見直し: ETF/REITの買入れ

資料: 東京証券取引所

■ ETF市場

- ・ マイナス金利政策の決定後に一段と活発化したETFの取引は、足許にかけてやや落ち着いてきている。長期金利の低下は依然として“search for yield”を促しているが、本年前半の株式市場の不安定化や日銀によるETF買入れの大幅増額などが影響を与えたとみられる。

(左)東証におけるETFの取引高(千件)、(右)東証におけるETFの取引額(百万円)



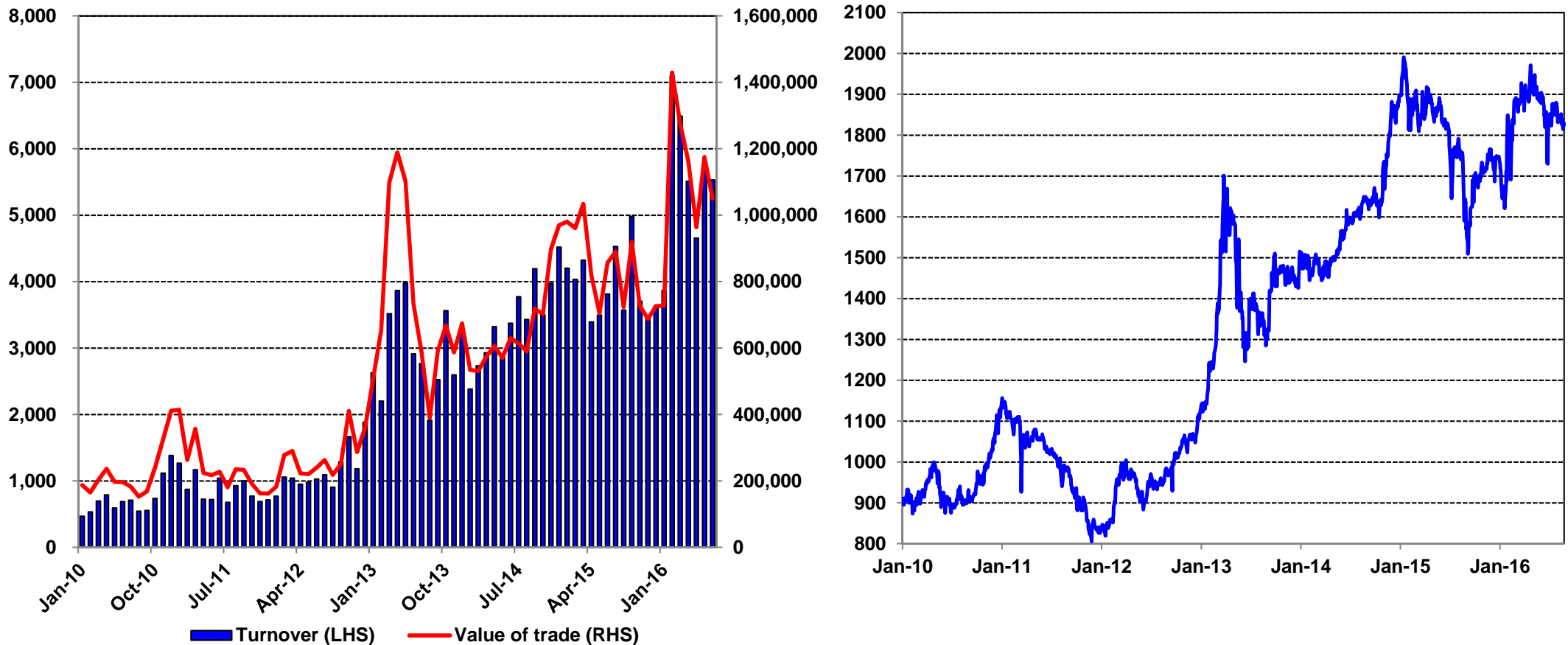
2. 政策手段の評価と見直し: ETF/REITの買入れ

資料: 東京証券取引所

■ J-REIT市場

- ・ J-REITの取引についても、マイナス金利政策の決定後の活発化からやや落ち着きを取り戻しつつある。市場では中小金融機関による投資の活発化が指摘されている一方、年前半における金融市場の不安定化が影響を与えた可能性もある。

(左) 東証におけるJ-REITの取引高と取引額、(右) J-REITの価格指数



2. 政策手段の評価と見直し: 貸出支援策

■ 貸出支援策

- 日銀による貸出支援策は、①貸出増加を支援するための資金供給(2013年6月～)と②成長基盤強化を支援するための資金供給(2010年9月～)の二つから成っている。

	貸出増加を支援するための資金供給	成長基盤強化を支援するための資金供給
適格な貸出	<ul style="list-style-type: none"> 民間主体向けの貸出(金融機関向けを除く) 円建てと外貨建ての双方 	<ul style="list-style-type: none"> 経済成長の基盤強化に資する投融資 円建ての投融資(本則) 一米ドル建て投融資の特則あり
資金供給額	<ul style="list-style-type: none"> (供給総額の上限は非公表) オペの各利用主体に関しては、(b)から(a)の増加分が上限 <ul style="list-style-type: none"> (a) 各四半期の各月末の貸出残高の平均 (b) 2012年第4四半期の各月末の貸出残高の平均 <p>→2014年4月以降の実行分 (b)から(a)の増加分の2倍 (a) 各四半期の各月末の貸出残高の平均 (b) 2012年第4四半期の各月末の貸出残高の平均と、前四半期の各月末の貸出残高の平均のいずれか大きい方</p>	<ul style="list-style-type: none"> 当初の供給総額は3兆円(本則分) →現在は10兆円 当初はオペの各利用主体あたり1500億円(本則) →現在は2兆円(本則分)
適用金利	<ul style="list-style-type: none"> 実行時の政策金利(固定) 	<ul style="list-style-type: none"> 実行時の政策金利(固定)
期間	<ul style="list-style-type: none"> 1から3年(累計で最長4年) →2014年4月以降の実行分は最長4年 	<ul style="list-style-type: none"> 1から2年(累計で最長4年) →2014年4月以降の実行分は最長4年
適格担保	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の共通担保 	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の共通担保
実施期間	<ul style="list-style-type: none"> 2014年3月末まで実行可能 →現在は2021年7月1日まで実行可能 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年6月末まで実行可能 →現在は2021年7月1日まで実行可能

2. 政策手段の評価と見直し: 貸出支援策

資料: 日本銀行

■ 貸出増加を支援するための資金供給

- 本オペは、期間や金利といった条件面のほかクロスボーダーの貸出も対象となっている(円建と外貨建の双方を含む)こともあり、金融機関による利用は高水準で推移している。実際、残高の約6割は大手行による利用となっている。

(左) 毎回の実行残高(億円)、(右) 期間ごとの実行額(億円)

	First Jun 2013	Second Sep 2013	Third Dec 2013	Fourth Mar 2014	Fifth* Jun 2014	Sixth* Sep 2014	Seventh* Dec 2014
Major banks	25,400 <8>	6,142 <3>	2,790 <4>	23,604 <4>	94,962 <7>	114,514 <7>	134,054 <7>
Regional banks	6,119 <62>	2,670 <23>	7,738 <41>	11,049 <50>	38,510 <107>	44,523 <108>	55,719 <110>
Total	31,519 <70>	8,812 <26>	10,528 <45>	34,563 <54>	133,472 <114>	159,037 <115>	189,773 <117>

	Eighth* Mar 2015	Ninth* Jun 2015	Tenth* Sep 2015	11 th * Dec 2015	12 th * Mar 2016	13 th * Jun 2016
Major banks	160,497 <7>	162,003 <7>	163,101 <7>	166,385 <7>	153,189 <7>	149,185 <9>
Regional banks	62,957 <112>	69,083 <117>	73,017 <117>	78,723 <119>	91,031 <122>	105,814 <118>
Total	223,454 <119>	231,086 <124>	236,118 <124>	245,108 <126>	244,220 <129>	254,999 <127>

Duration	1 year	2 years	3 years	4 years
First	1,914	0	29,605	---
Second	300	94	8,418	---
Third	1,111	0	9,417	---
Fourth	15,760	100	18,793	---
Fifth	0	0	0	49,368
Sixth	0	0	0	25,865
Seventh	0	0	0	31,336
Eighth	0	0	0	44,000
Ninth	0	0	0	21,369
Tenth	0	0	0	7,286
Eleventh	0	0	0	19,976
Twelfth	0	0	0	23,462
Thirteenth	0	0	0	62,028

2. 政策手段の評価と見直し: 貸出支援策

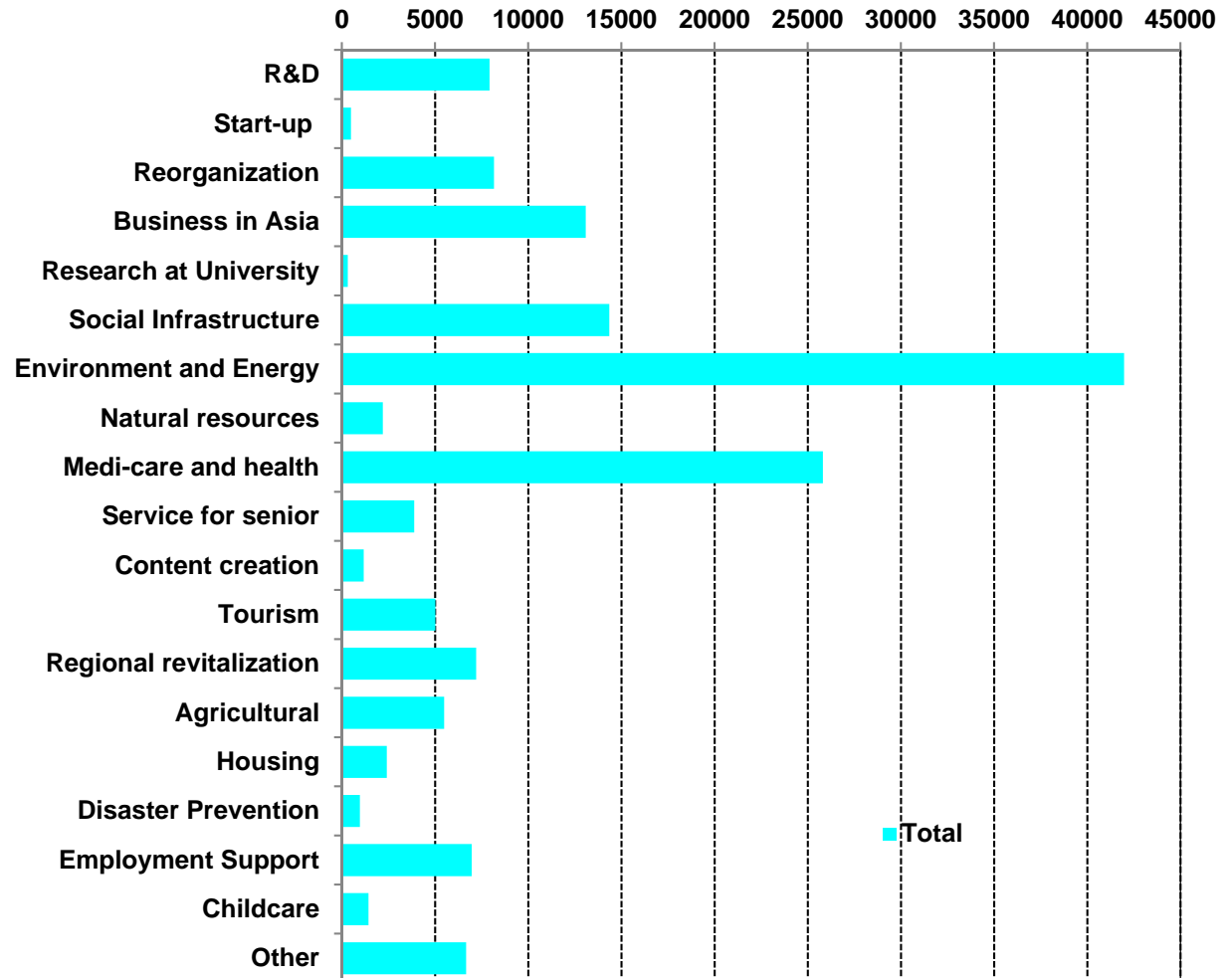
■ 成長基盤強化を支援するための資金供給

- 事業種類別にみると、環境・エネルギーや医療・ヘルスケア、社会インフラやアジア関連ビジネスのシェアが高い。

2016年3月末現在の実行残高
(億円、◇内は金融機関数)

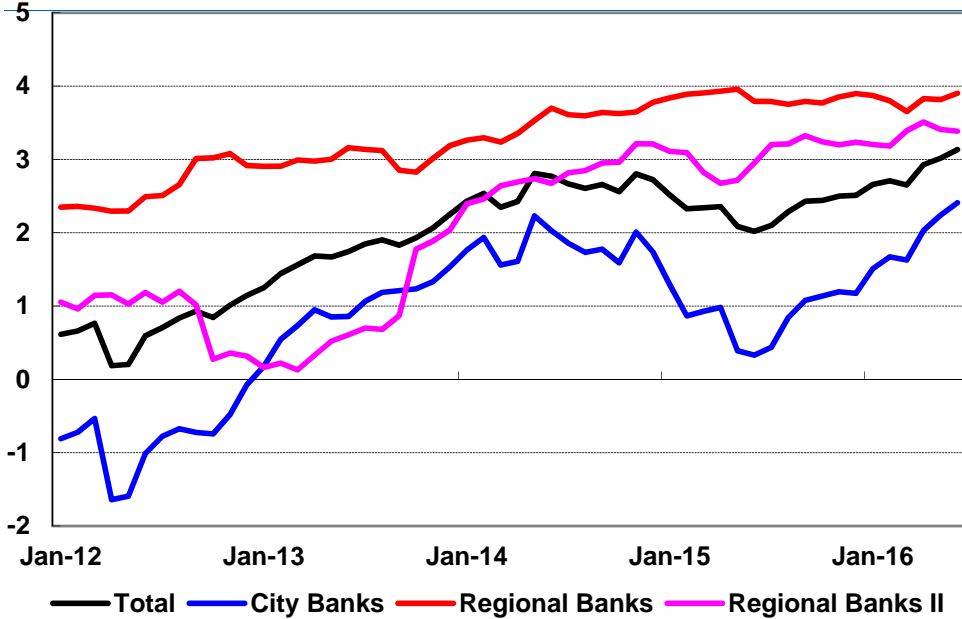
Major Banks	32,762 <10>
Regional Banks	25,597 <86>
Total	58,359 <96>

事業種類別の貸出計画額(10億円)

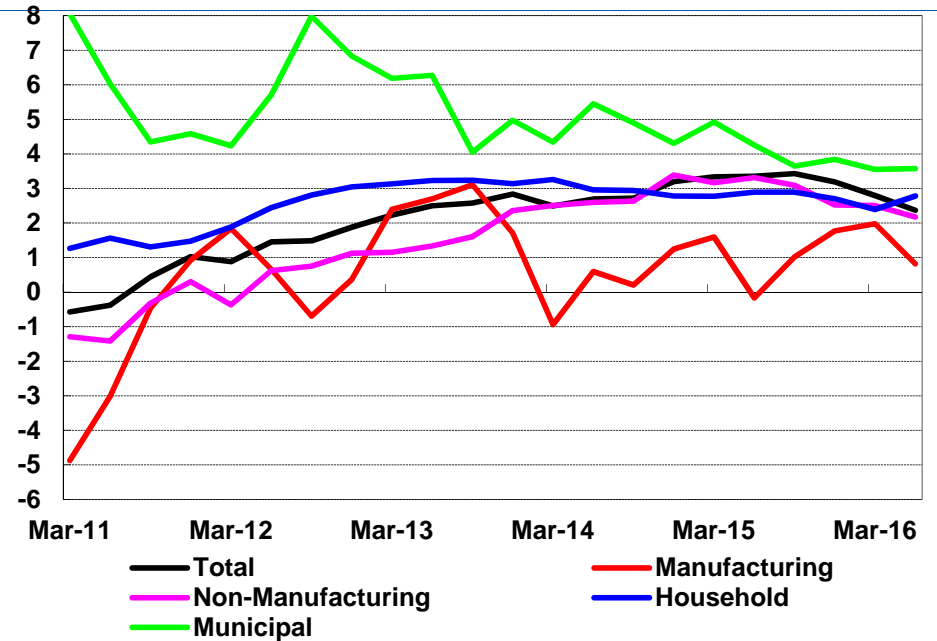


2. 政策手段の評価と見直し: 貸出支援策

■ 銀行貸出 (1)

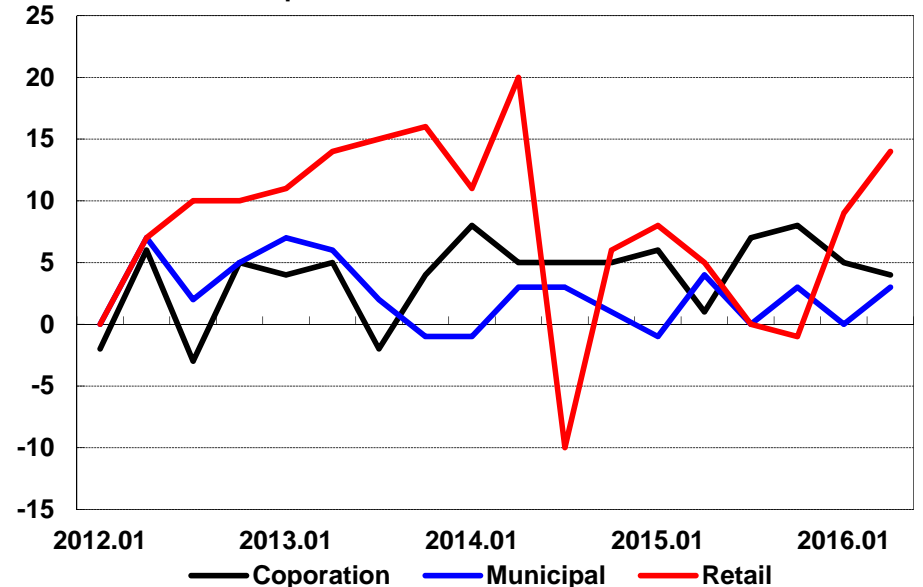


貸出残高の増加率 (前年比%)



- ・ 昨年後半以降は、大手行で貸出増加のモメンタムが高まっているのに対し、地域金融機関では増加率が頭打ちになっている。
- ・ 借り手別には、家計の貸出需要(特に住宅ローン)の増加が目立つ一方、企業の貸出需要にはモメンタムが低下しつつある。

貸出需要(DI)



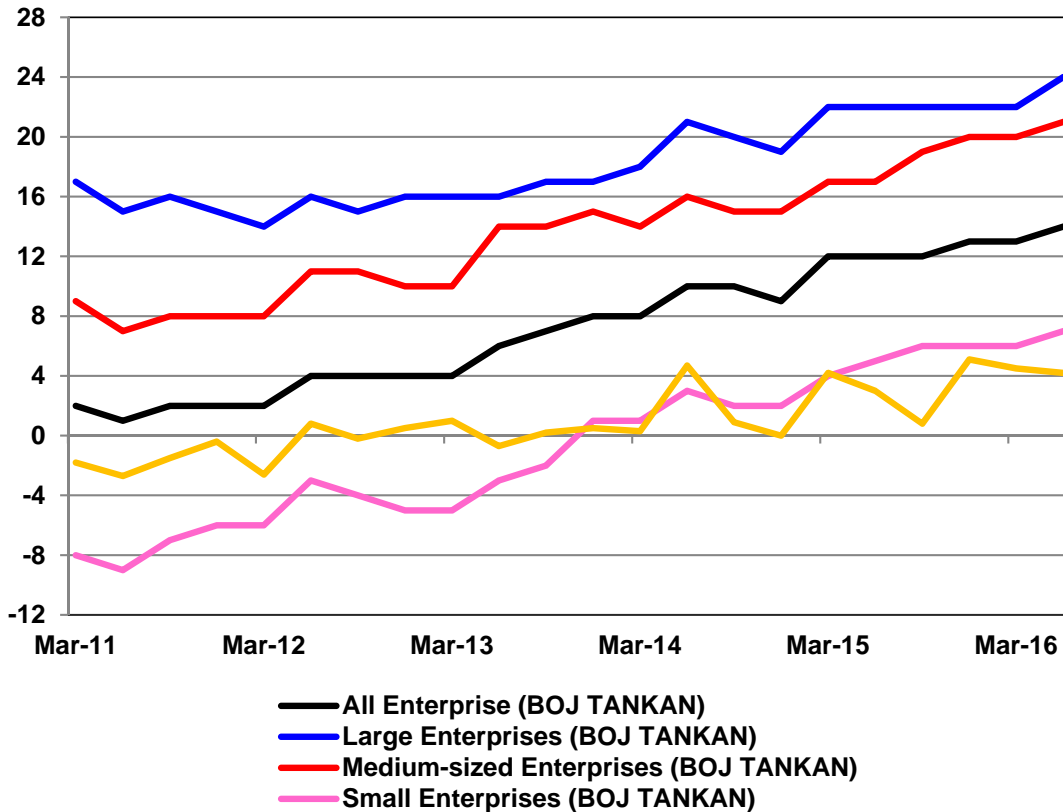
2. 政策手段の評価と見直し: 貸出支援策

資料: 日本銀行、日本政策金融公庫

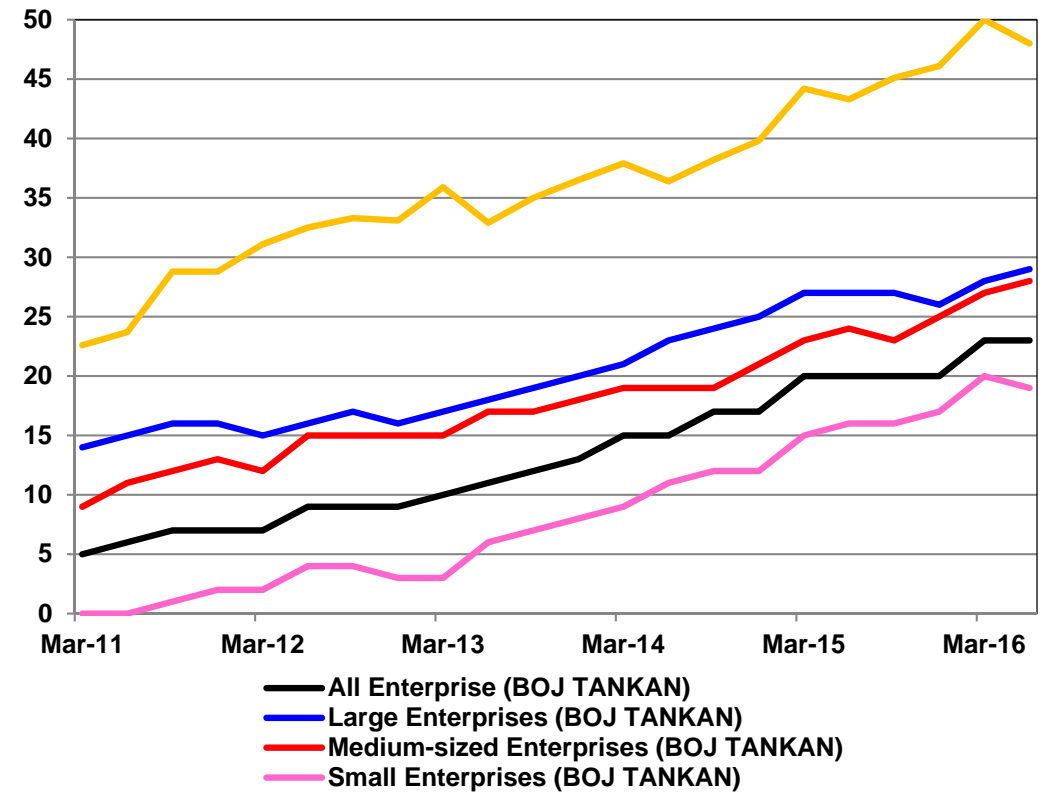
■ 銀行貸出 (2)

- 借り手企業の規模による貸出需要の違いが明確になっている。また、最近では金融機関側は中小企業向けの貸出姿勢を前傾化しているが、貸出需要は明確な増加を示していない。

貸出需要DI



貸出姿勢DI



(「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>



2016年09月12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

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

竹端 克利

〒100-0005

東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル