

金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第34回会合:参考資料

2015年6月16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. 政策の波及効果

2. 金融経済の現状

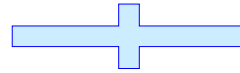
3. 物価目標の達成

4. 技術的側面

1. 政策の波及効果

■ 「日銀レビュー」(5月)に示された考え方

✓ 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

1. 政策の波及効果

■ 黒田総裁による講演 (2015年6月 : 抜粋)

(非伝統的金融政策の効果)

・第1の論点は、非伝統的金融政策の効果と波及経路です…金融政策の研究面では、これまで精力的に行われてきた非伝統的政策に関する分析が着実に蓄積されており、量的緩和やフォワード・ガイダンス等の政策は、長期金利や資産価格、加えて予想物価上昇率等への働きかけを通じ、金融緩和効果を発揮していることが示されています。

(低成長に伴う課題)

・第1の論点は、金融政策運営において供給サイドへの影響をどの程度考慮すべきなのか、ということです…金融危機後における緩慢な景気回復の背景の一つとして、需要の低迷が、設備・研究開発投資の減少や労働意欲の喪失等を通じて供給サイドを毀損し、さらに成長期待の低下が需要不足を引き起こしうる、といった需要と供給の相互連関の重要性が指摘されています。一方、金融政策運営の伝統的な考え方によると、潜在成長率や自然失業率といった供給サイドは、金融政策運営において所与のものとして扱われます。

・第2の論点は、低い自然利子率のもとでの望ましい金融政策手段は何か、ということです。仮に…自然利子率が、今後中長期にわたって過去と比べて相対的に低い水準にとどまるのであれば、その間、名目金利がゼロ近傍にとどまり、さらに、金利正常化後もゼロあるいは非常に低い水準に低下しやすくなる可能性があります。その場合、「出口の先」においても、現在行っている非伝統的金融政策の役割が重要となり、ひいては、非伝統的金融政策はいわゆる「ニューノーマル」のもとでの伝統的金融政策として位置づけられるようになるのでしょうか。

(結び)

・皆様が、子供のころから親しんできたピーターパンの物語に、「飛べるかどうかを疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう(The moment you doubt whether you can fly, you cease forever to be able to do it)」という言葉があります。大切なことは、前向きな姿勢と確信です。

1. 政策の波及効果

2. 金融経済の現状

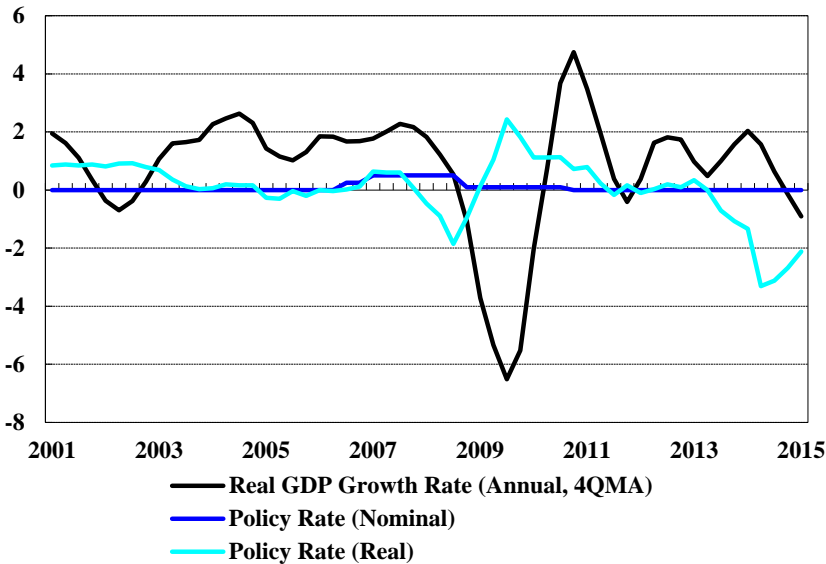
3. 物価目標の達成

4. 技術的側面

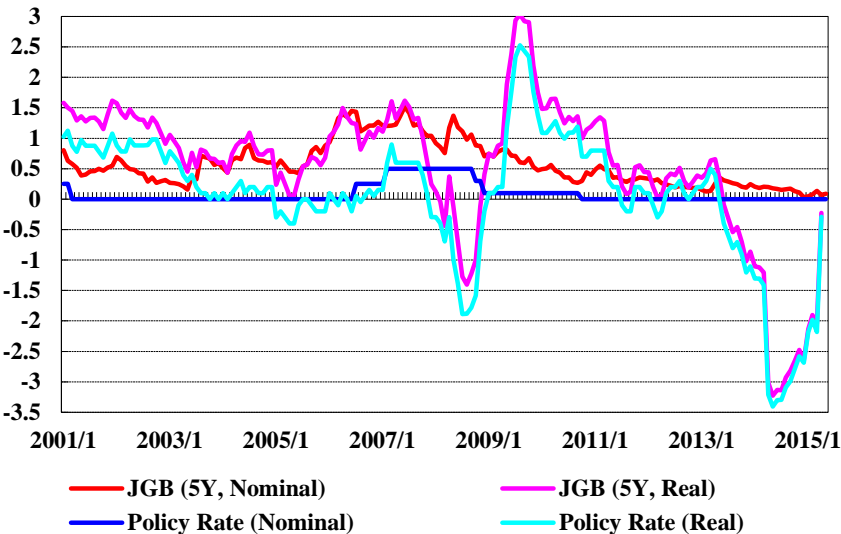
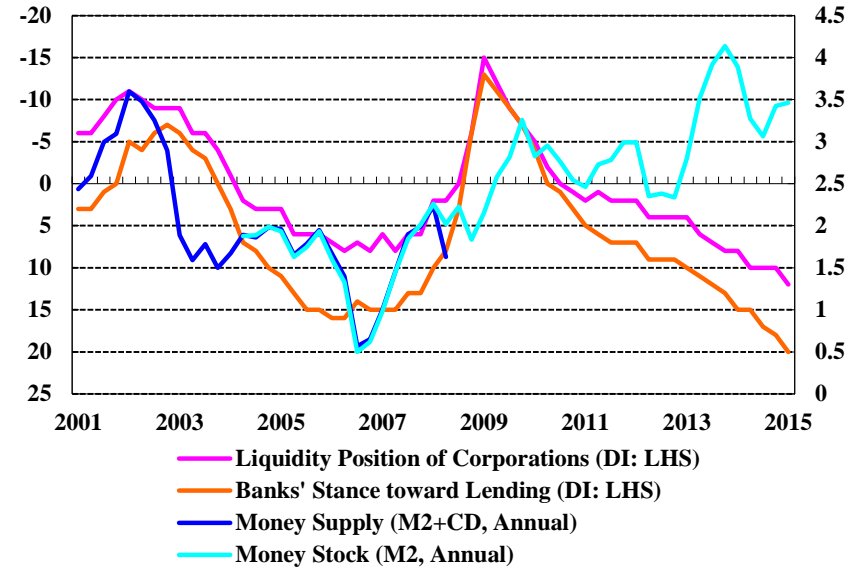
2. 金融経済の現状

■ 金融環境 (概観)

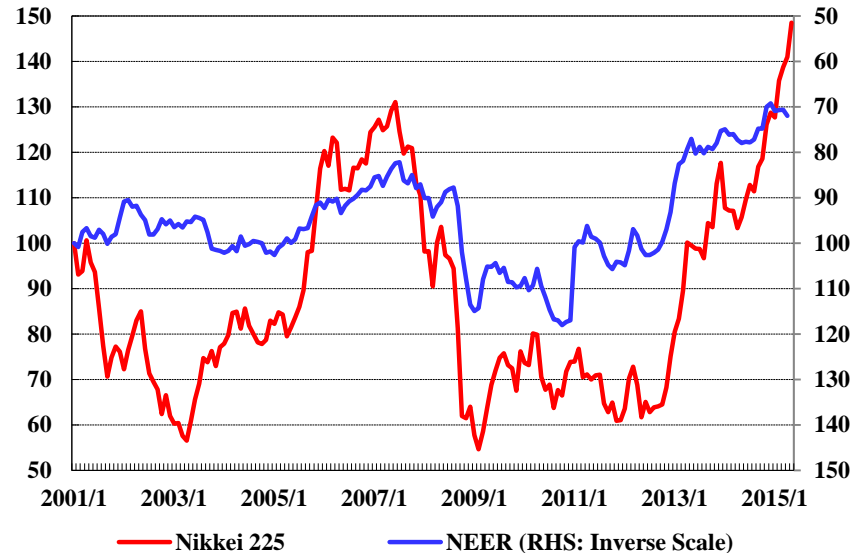
資料: 日本銀行、内閣府、総務省、Thomson Reuters



<左>
 実質GDP成長率
 と政策金利(%)
 <右>
 流動性の状況
 マネー(DI、%)



<左>
 5年国債の利回り
 と政策金利(%)
 <右>
 名目実効レート
 と日経225指数
 (Jan 2001=100)

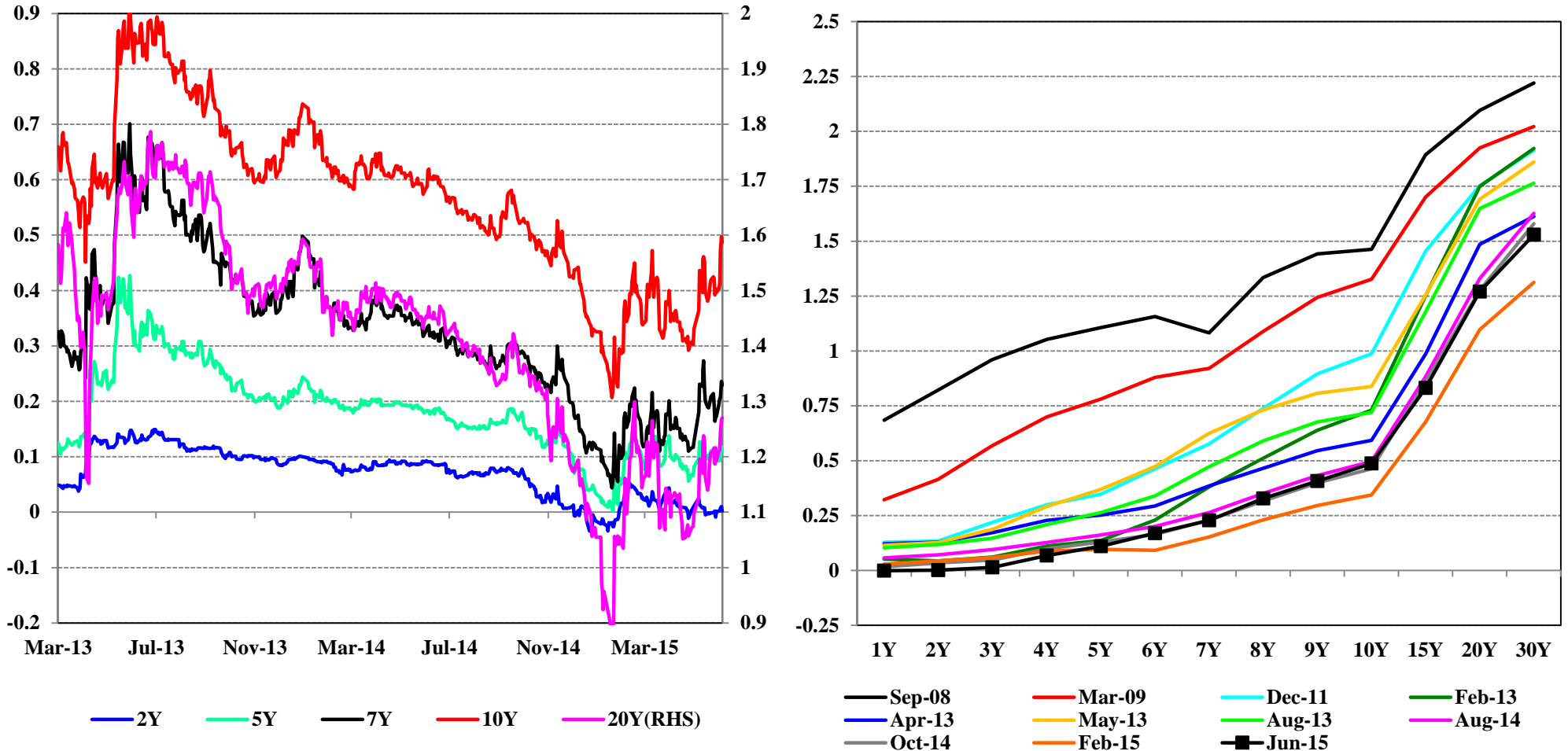


2. 金融経済の現状

資料: Thomson Reuters

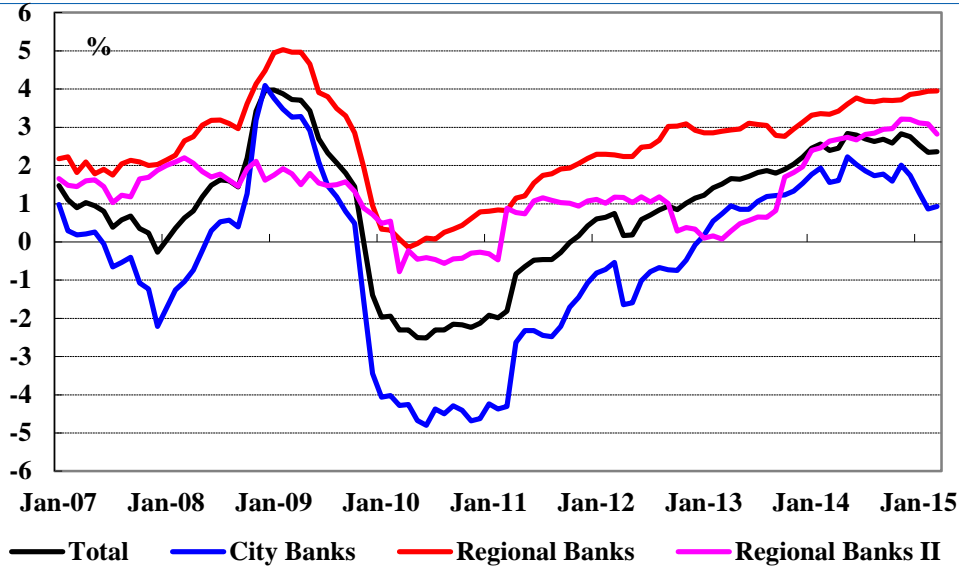
■ 国債市場

<左> 中長期債の利回り(%)、<右> イールドカーブ(%)



2. 金融経済の現状

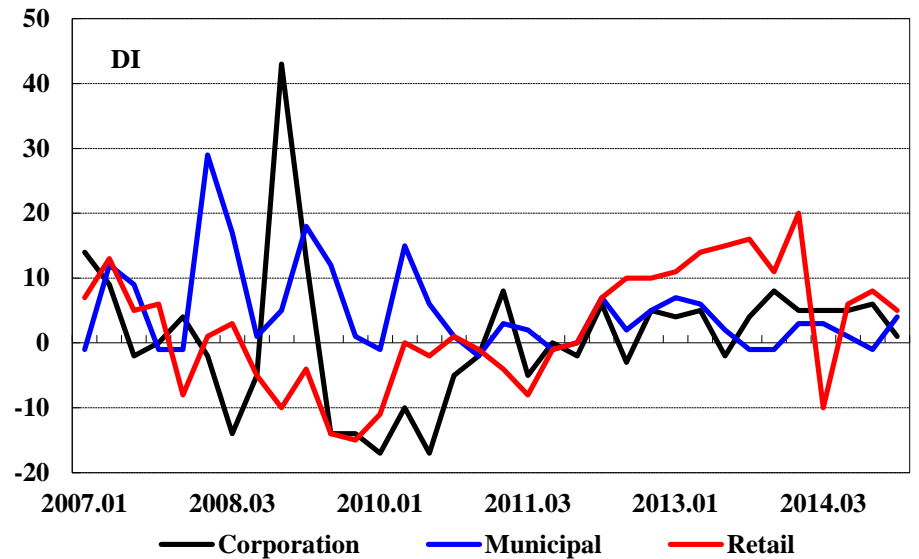
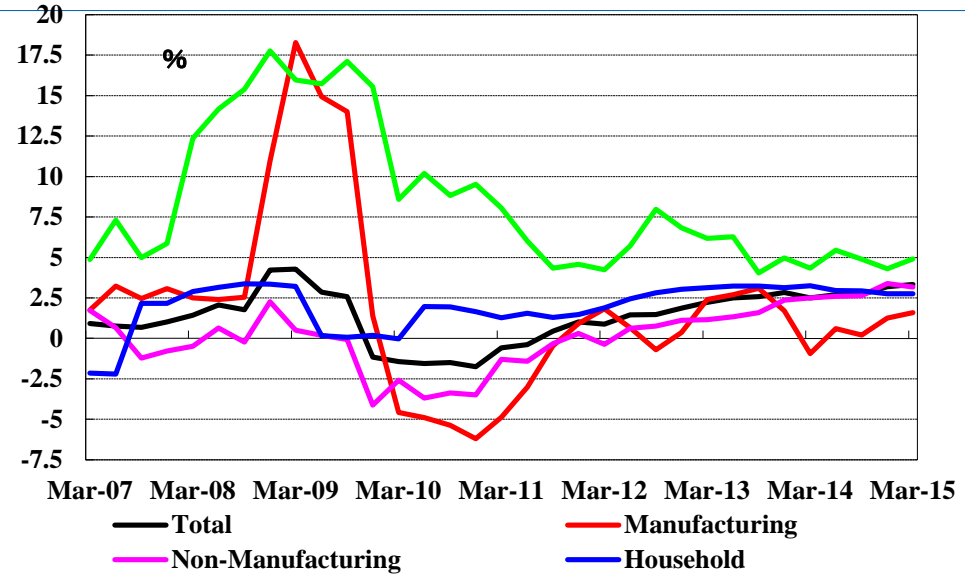
■ 銀行貸出 (1)



<上左>業態別貸出残高 (前年比 %)

<上右>貸出先別貸出残高 (前年比 %)

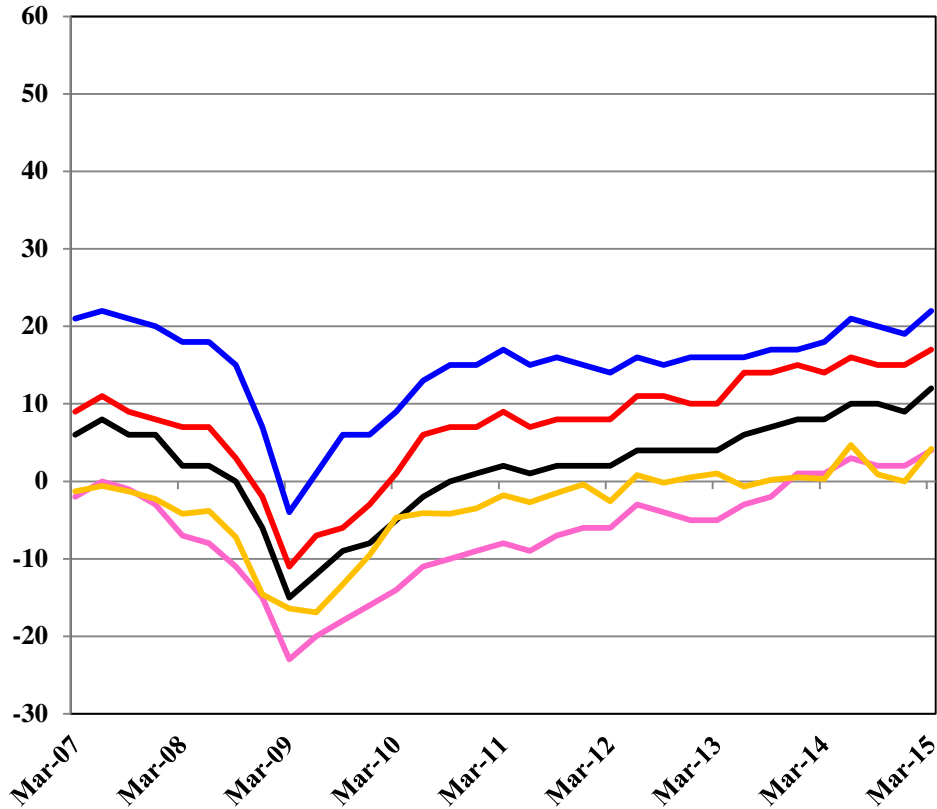
<右>貸出先別資金需要 (DI)



2. 金融経済の現状

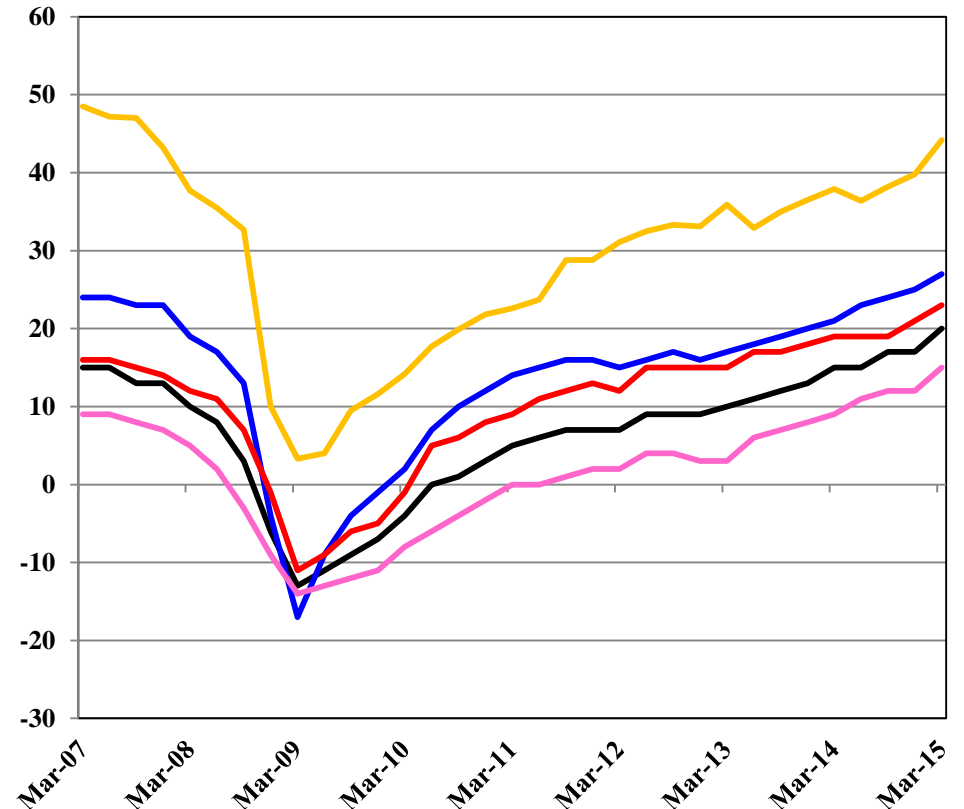
■ 銀行貸出 (2)

貸出需要DI



- All Enterprise (BOJ TANKAN)
- Large Enterprises (BOJ TANKAN)
- Medium-sized Enterprises (BOJ TANKAN)
- Small Enterprises (BOJ TANKAN)
- Small Enterprises (JFC)

貸出供給DI

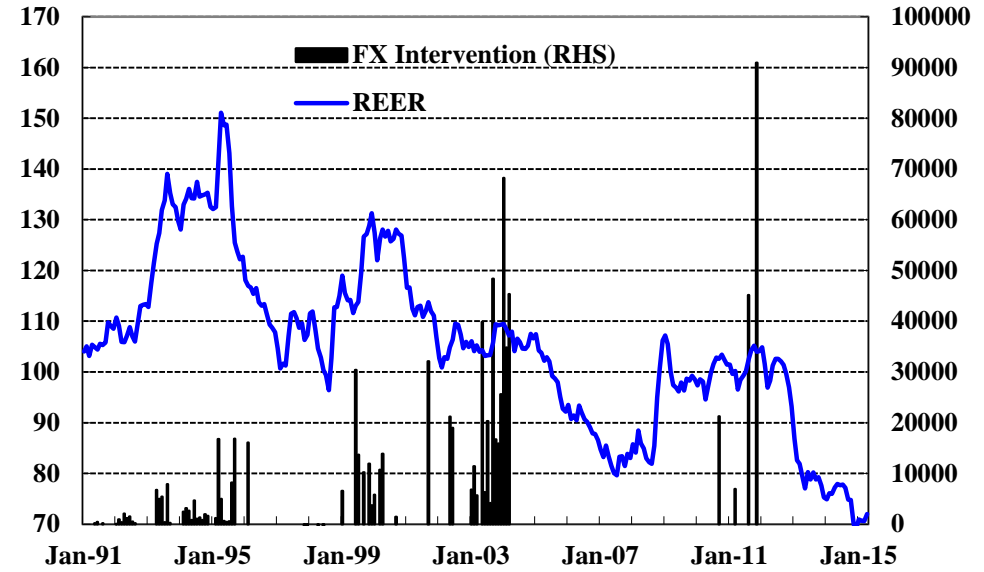
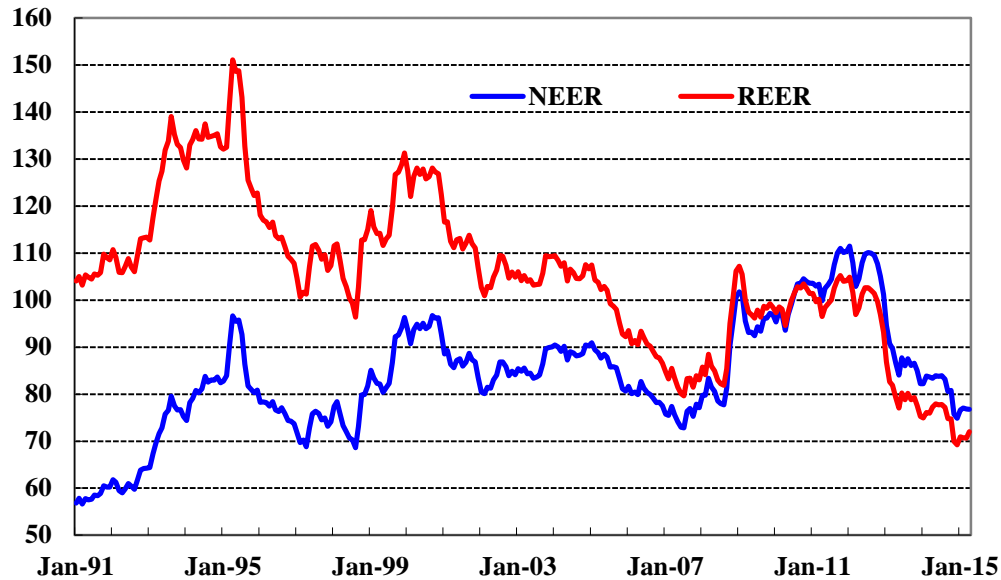


- All Enterprise (BOJ TANKAN)
- Large Enterprises (BOJ TANKAN)
- Medium-sized Enterprises (BOJ TANKAN)
- Small Enterprises (BOJ TANKAN)
- Small Enterprises (JFC)

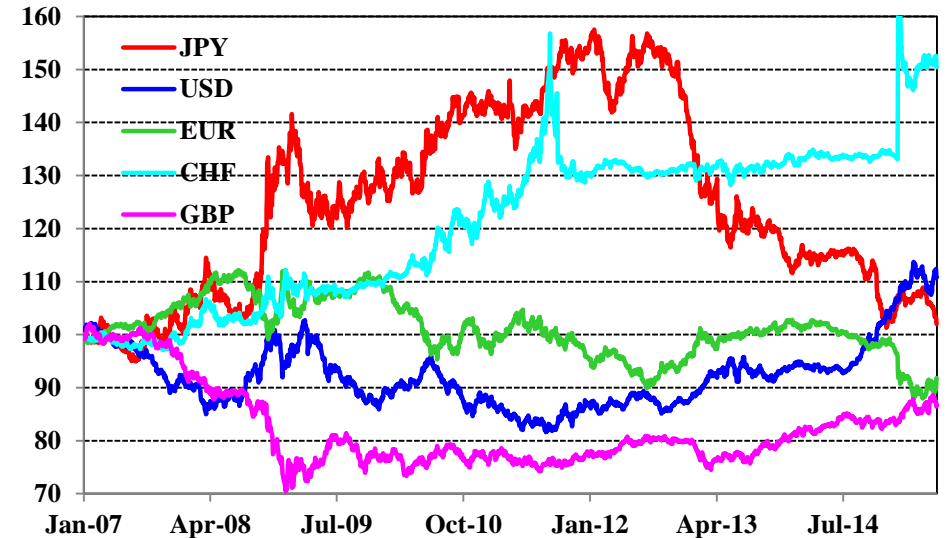
2. 金融経済の現状

資料：日本銀行、財務省、イングランド銀行

■ 実効為替レート



- <上> 円の実効レート
- <右上> 円の実質実効レートと為替介入
- <右> 主要通貨の実効レート(Jan 2007=100)

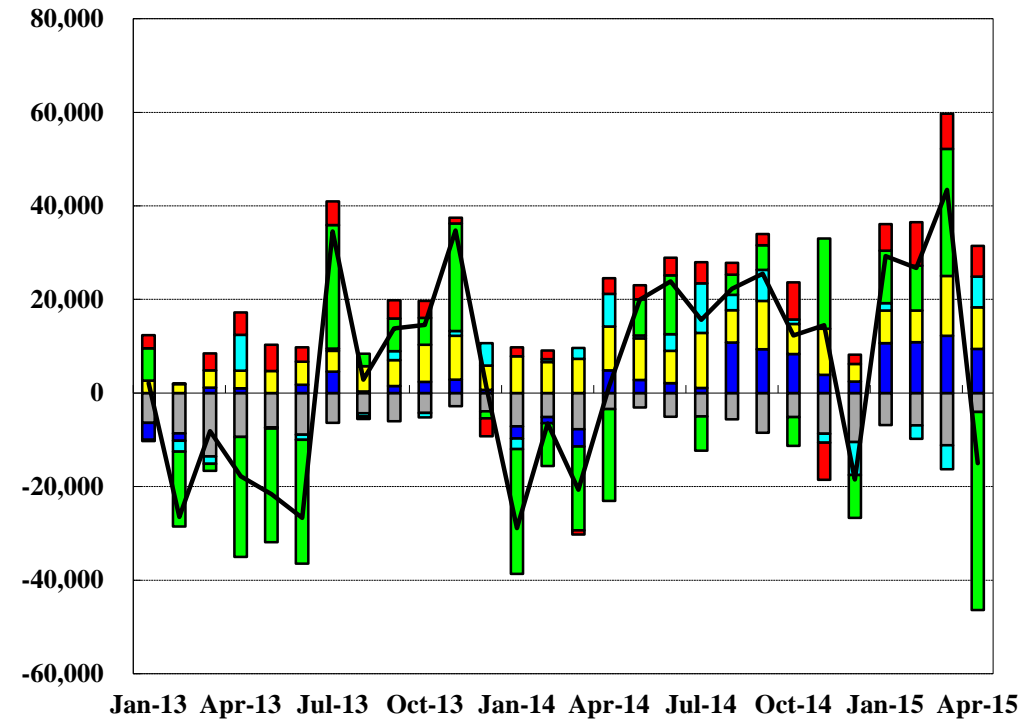
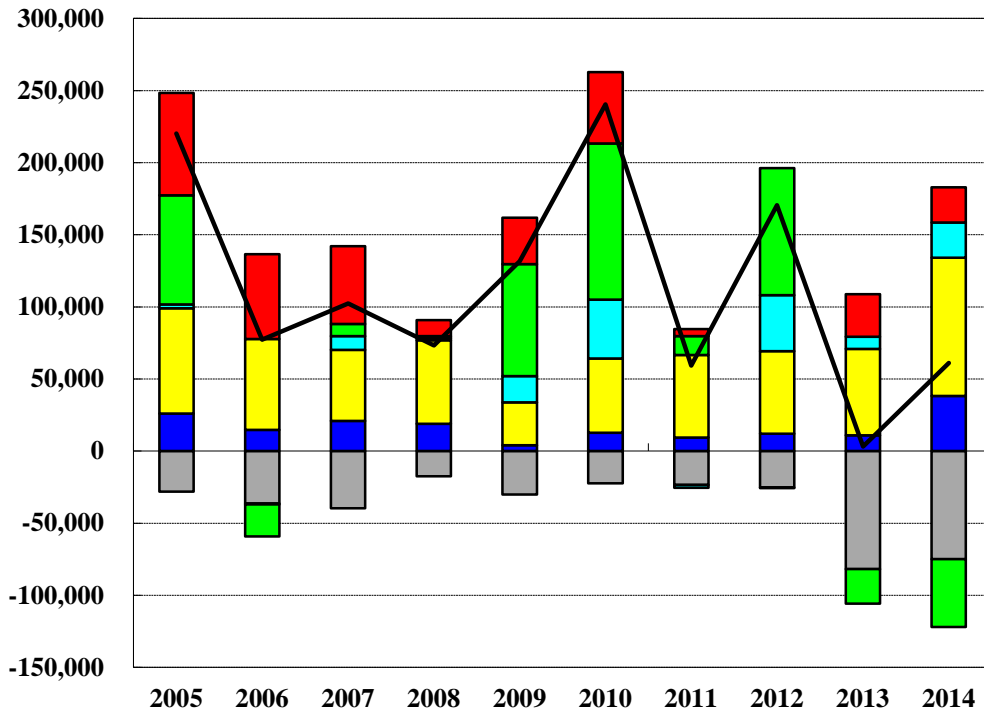


2. 金融経済の現状

資料: 財務省

■ ポートフォリオ・リバランス (1)

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

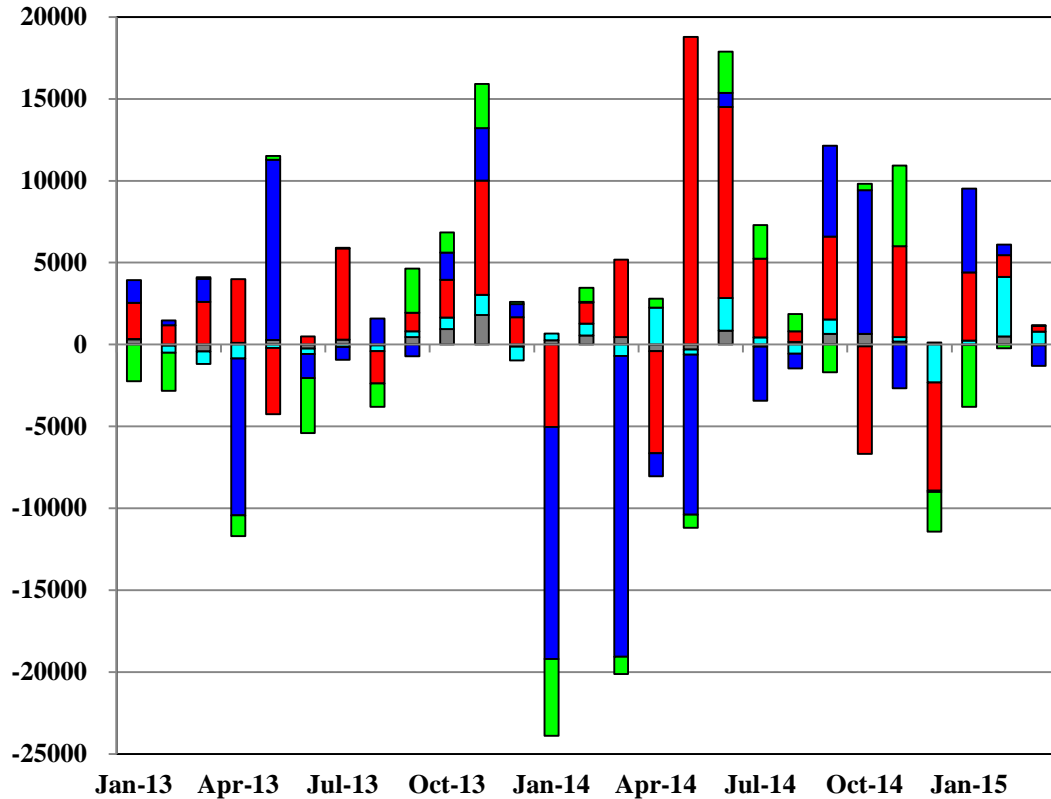
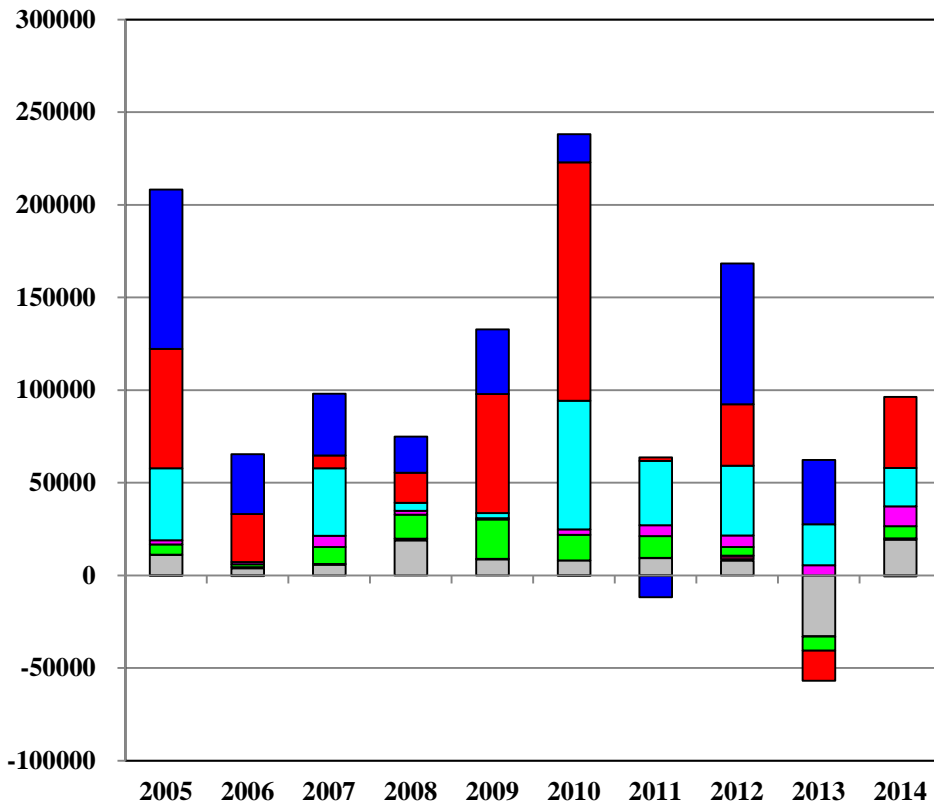
■ Investment trust ■ Bank ■ Life insurance
■ Broker/Dealer ■ Trust bank ■ Other
— Total

2. 金融経済の現状

資料: 日本銀行

■ ポートフォリオ・リバランス (2)

地域別の対外債券投資(ネット:億円) [＜左＞合計、＜右＞EU主要国]



■ EU ■ North America ■ Latin America ■ Asia
■ Oceania ■ Africa ■ Middle East ■ Others

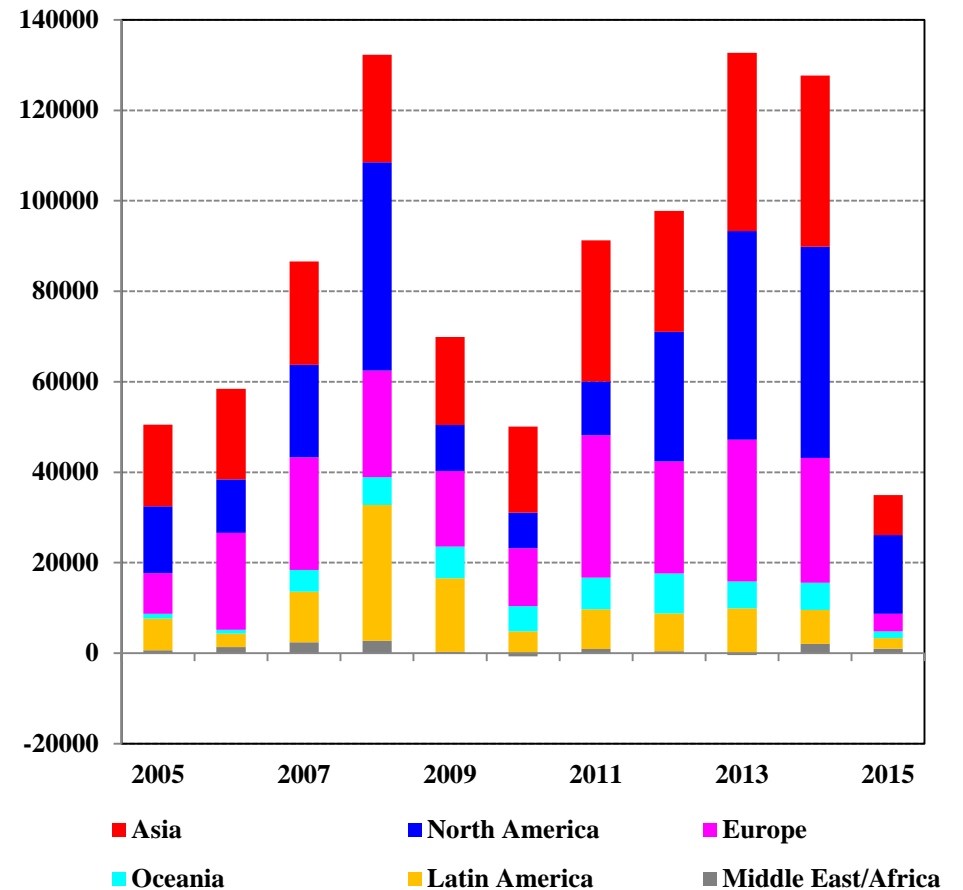
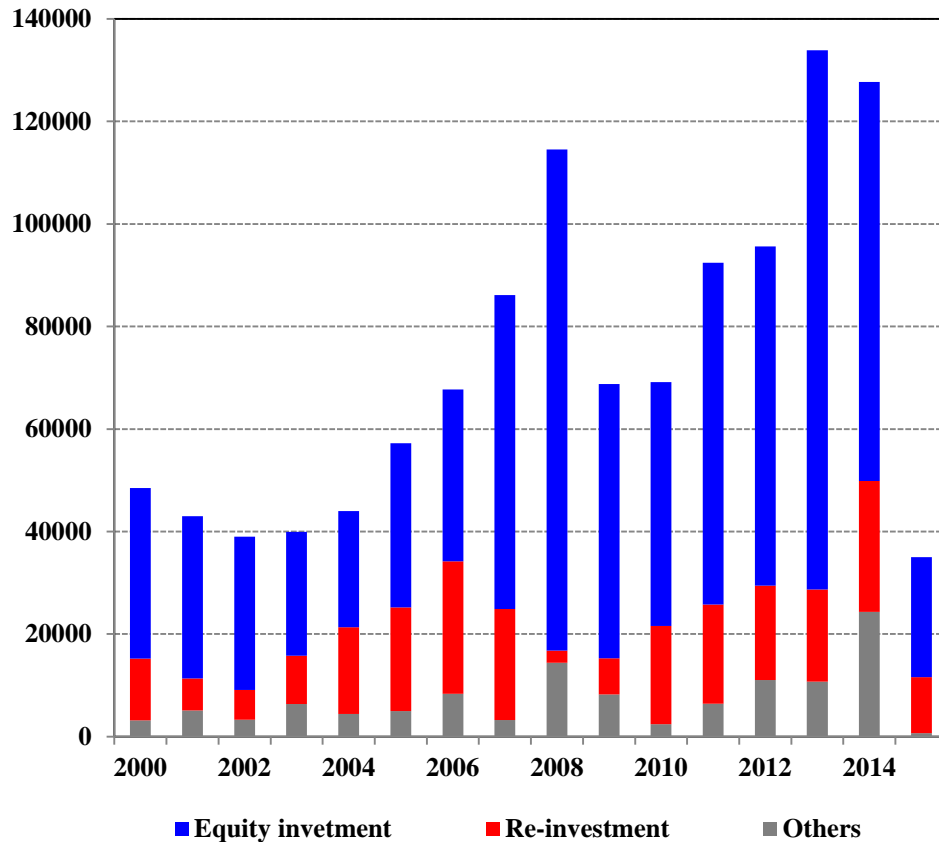
■ United Kingdom ■ Germany ■ France ■ Italy ■ Spain

2. 金融経済の現状

資料: 財務省

■ 対外直接投資

<左> 投資手段別の対外直接投資、<右> 地域別の対外直接投資 (億円)



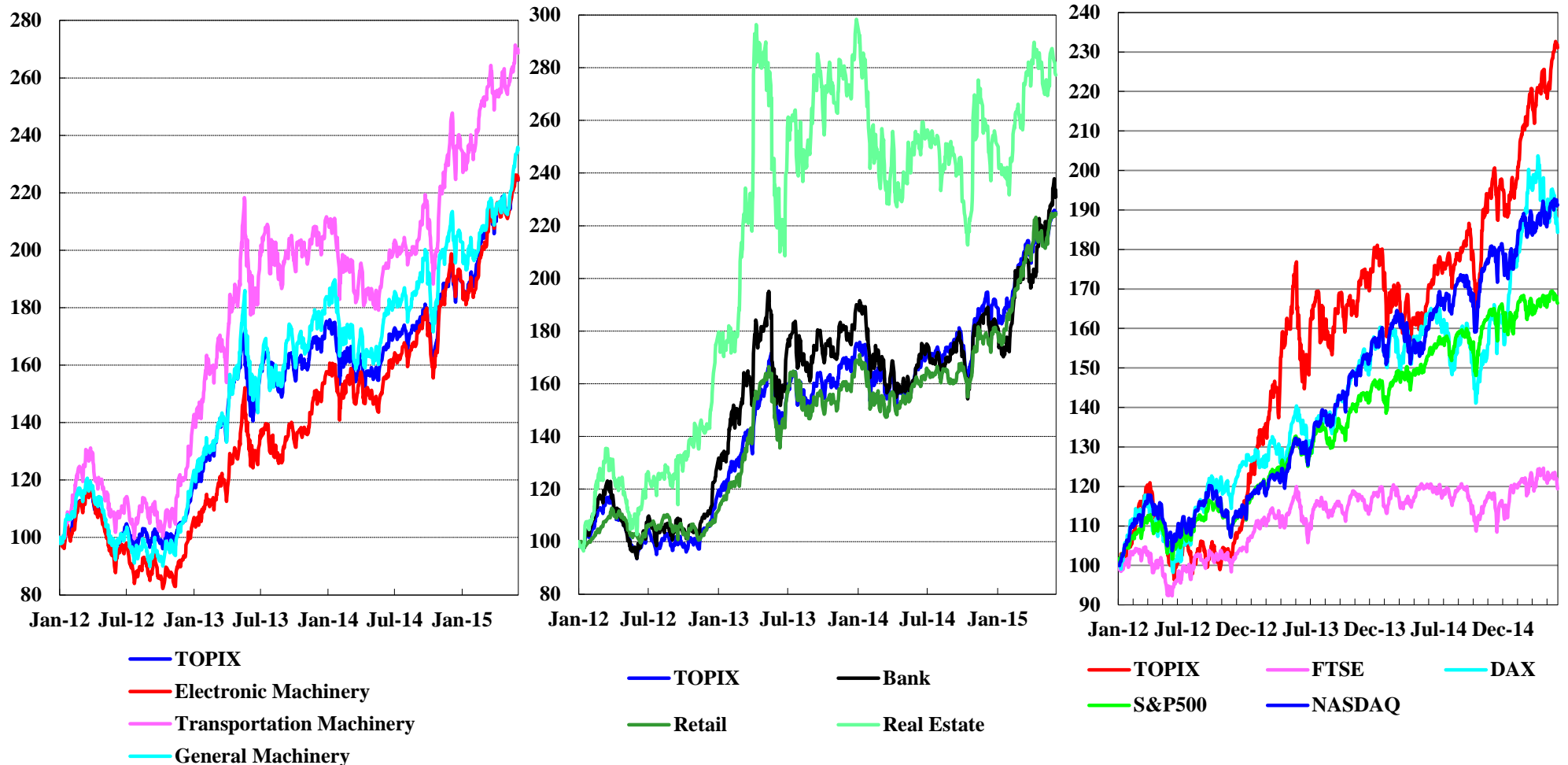
2. 金融経済の現状

資料: Thomson Reuters

■ 株式市場

業種別の株価指数 (January 2, 2012 = 100)

主要国の株価指数
(January 2, 2012 = 100)

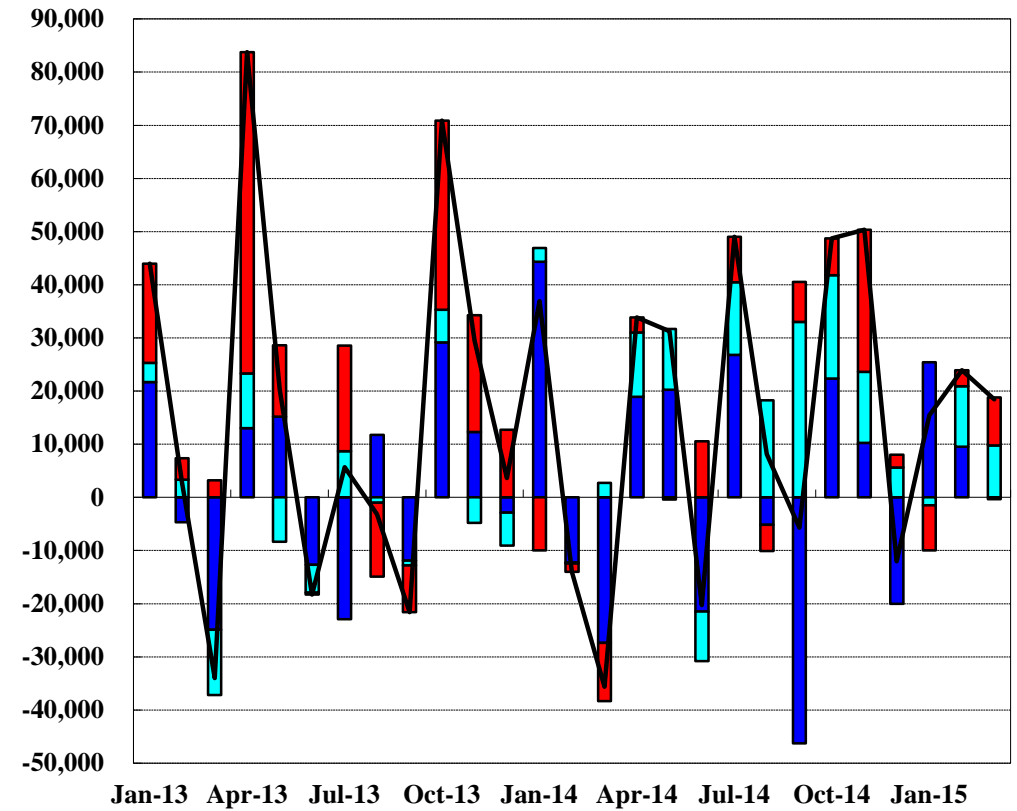
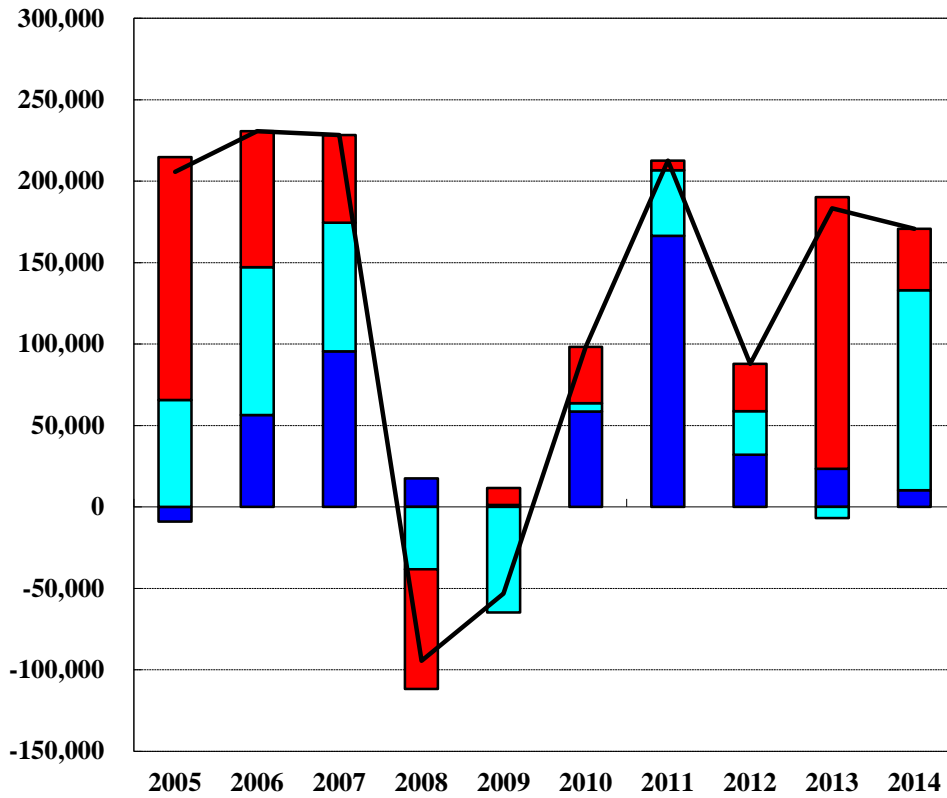


2. 金融経済の現状

資料: 財務省

■ 対内証券投資

投資手段別の対内直接投資 (ネット: 億円)



■ Stock ■ LT Bonds ■ ST Notes — Total

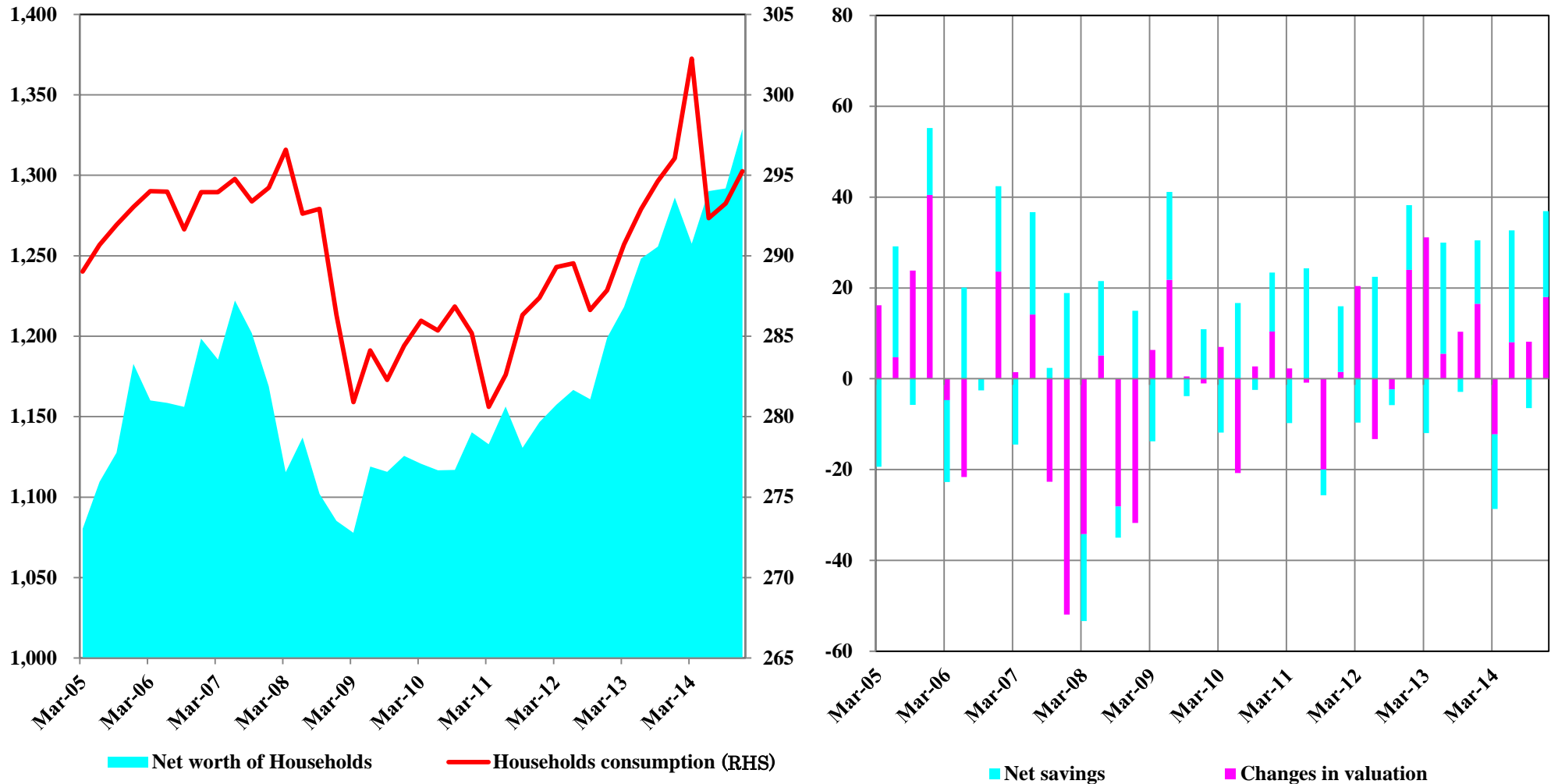
■ Stock ■ LT Bonds ■ ST Notes — Total

2. 金融経済の現状

資料: 日本銀行、内閣府

■ 家計の純資産

<左> 純資産と家計最終消費(兆円)、<右> 前期比増減(兆円)

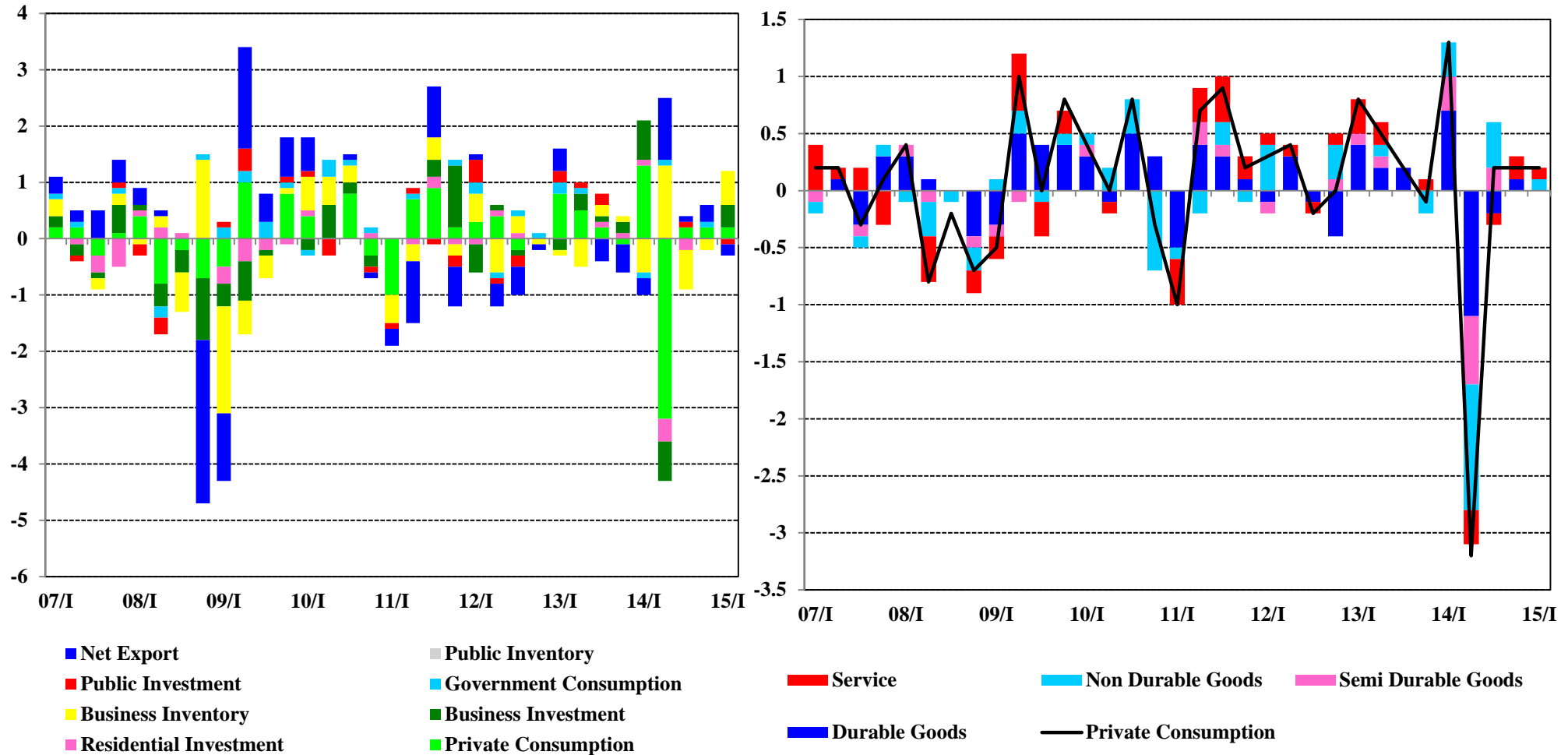


2. 金融経済の現状

資料: 内閣府

■ GDP成長率

＜左＞ 主要項目別の実質GDP成長率に対する寄与度(前期比%)
 ＜右＞ 主要項目別の家計最終消費の成長率に対する寄与度(前期比%)

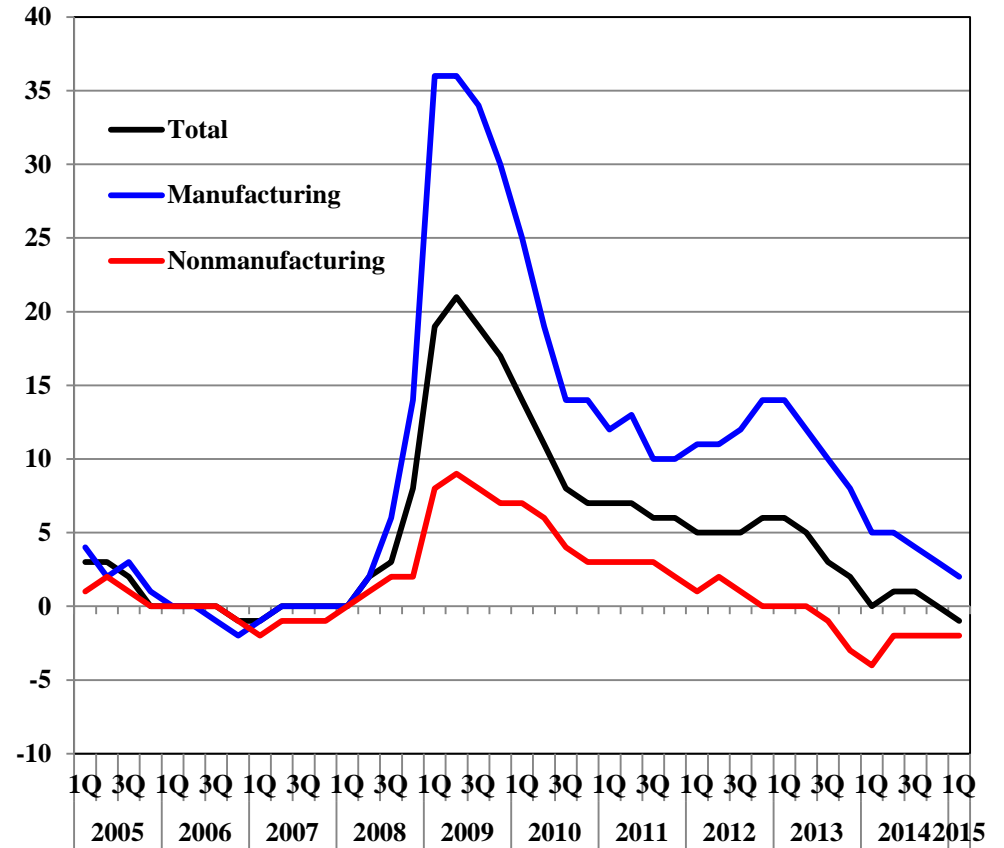
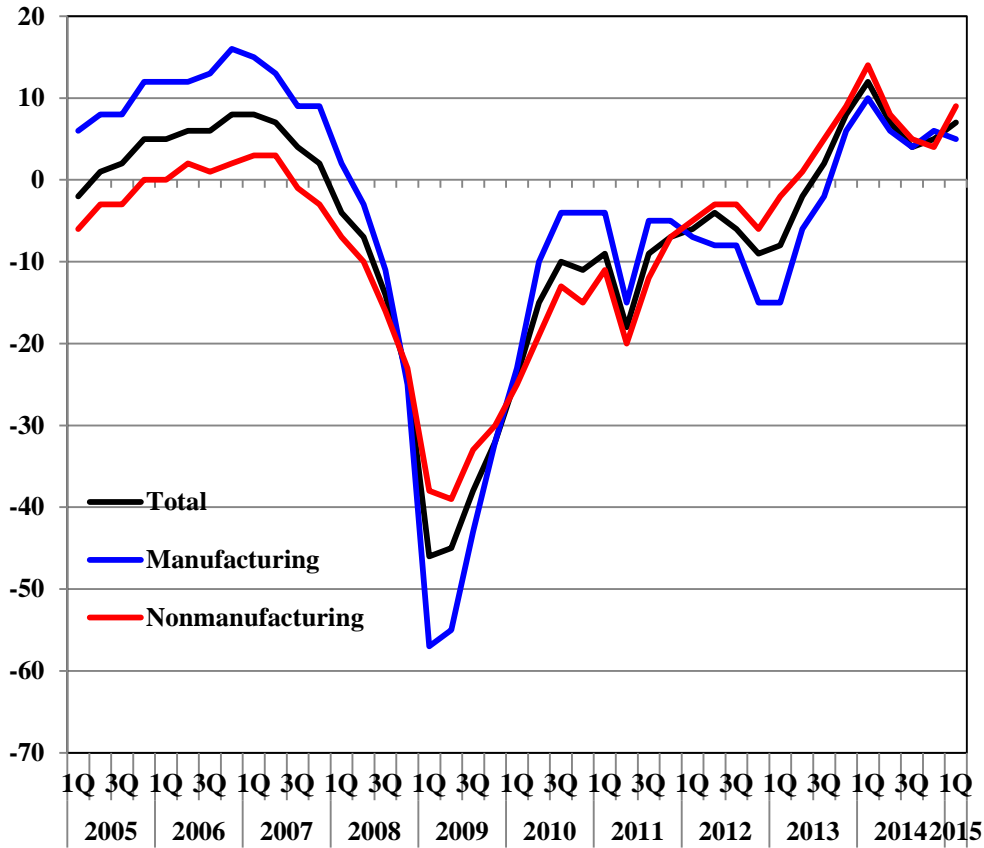


2. 金融経済の現状

資料: 日本銀行

■ 企業のセンチメント

<左> 業況判断DI、<右> 生産能力判断DI



2. 金融経済の現状

資料: 財務省、日本銀行

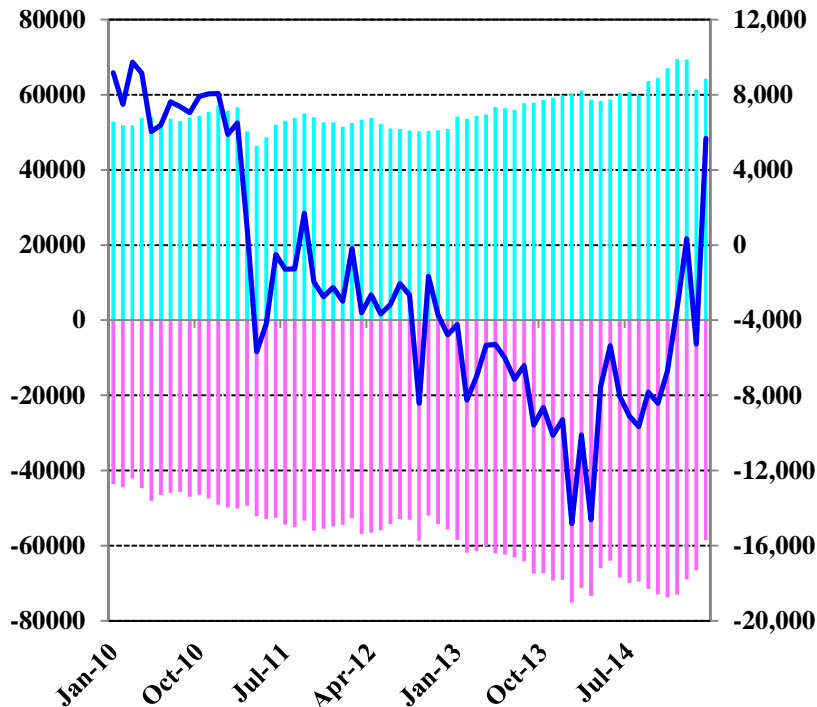
■ 貿易収支

〈左〉地域別の輸出シェア、〈右〉品目別の輸入シェア(ともに2014年、%)

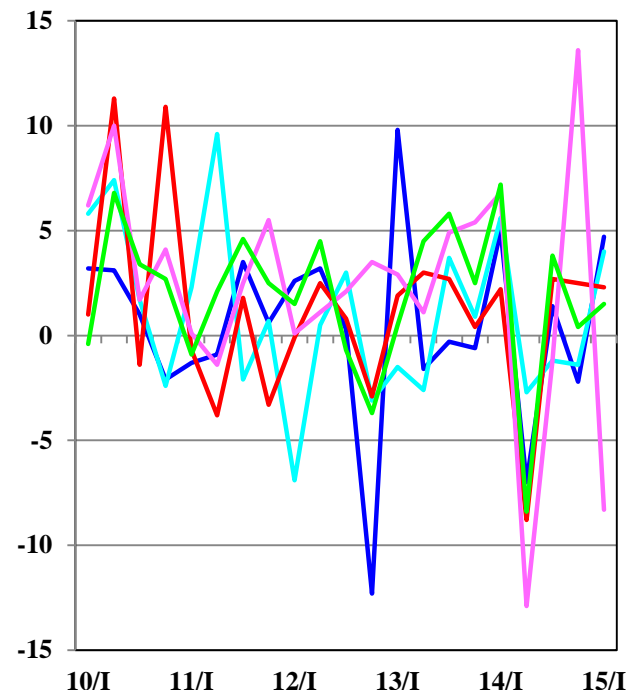
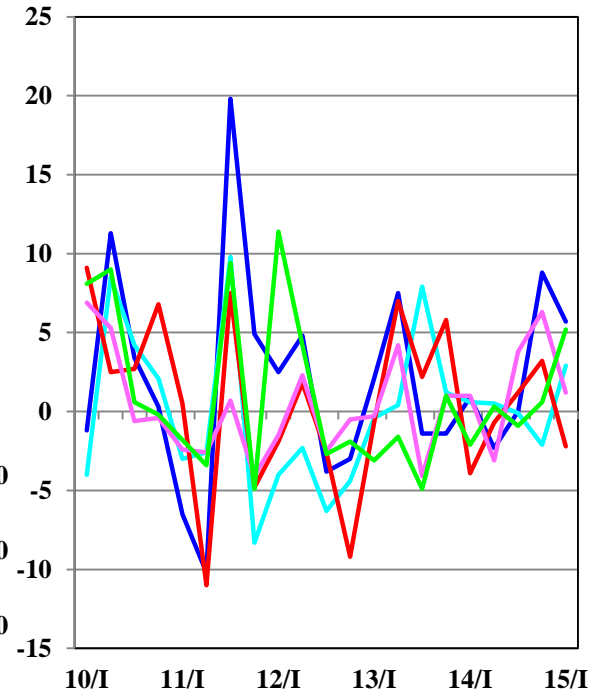
US	EU	China	Asia NEEDs	ASEAN 4
18.7	10.4	18.3	21.8	10.2

Raw material	Inter-mediate goods	Consumption goods	IT-related goods	Capital goods and parts
38.8	13.3	7.7	13.0	12.3

貿易収支(億円)



〈左〉地域別の輸出、〈右〉品目別の輸入(前年比%)



— US
— China
— ASEAN4
— EU
— Asia NEEDs

— Raw Materials
— Consumption Goods
— Capital Goods/Parts
— Intermediate Goods
— IT Related

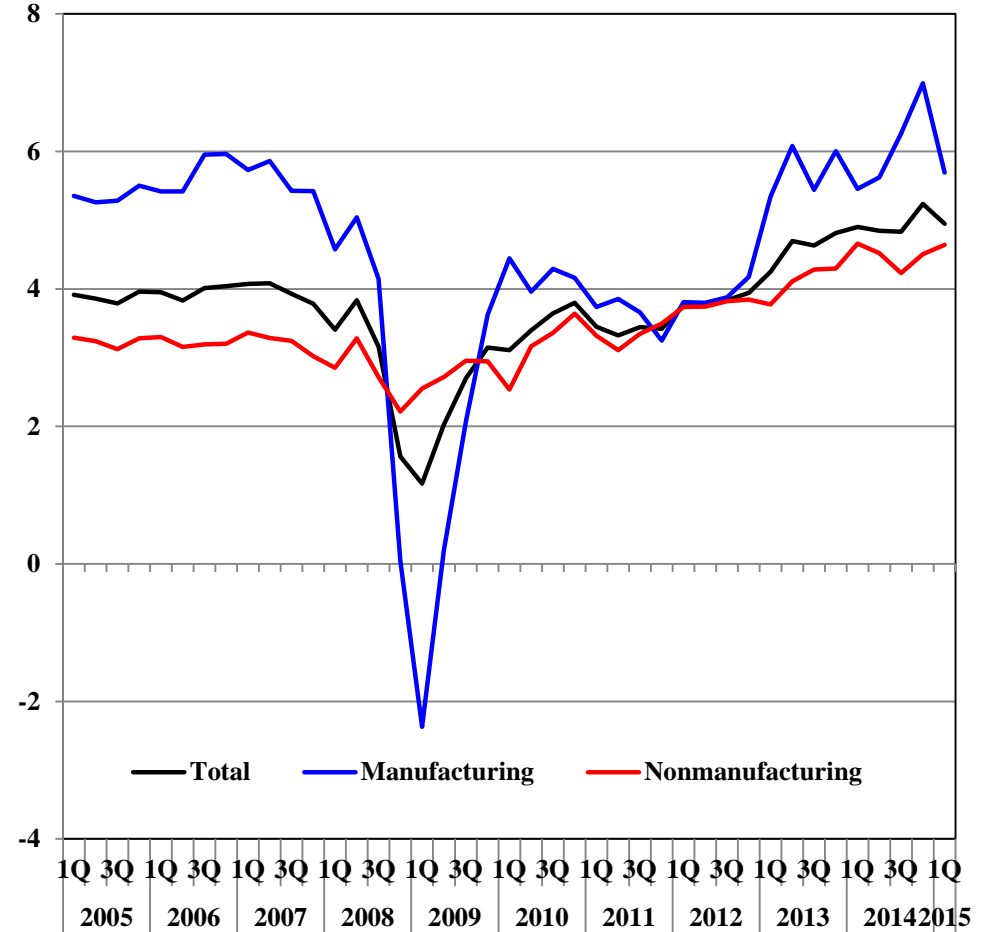
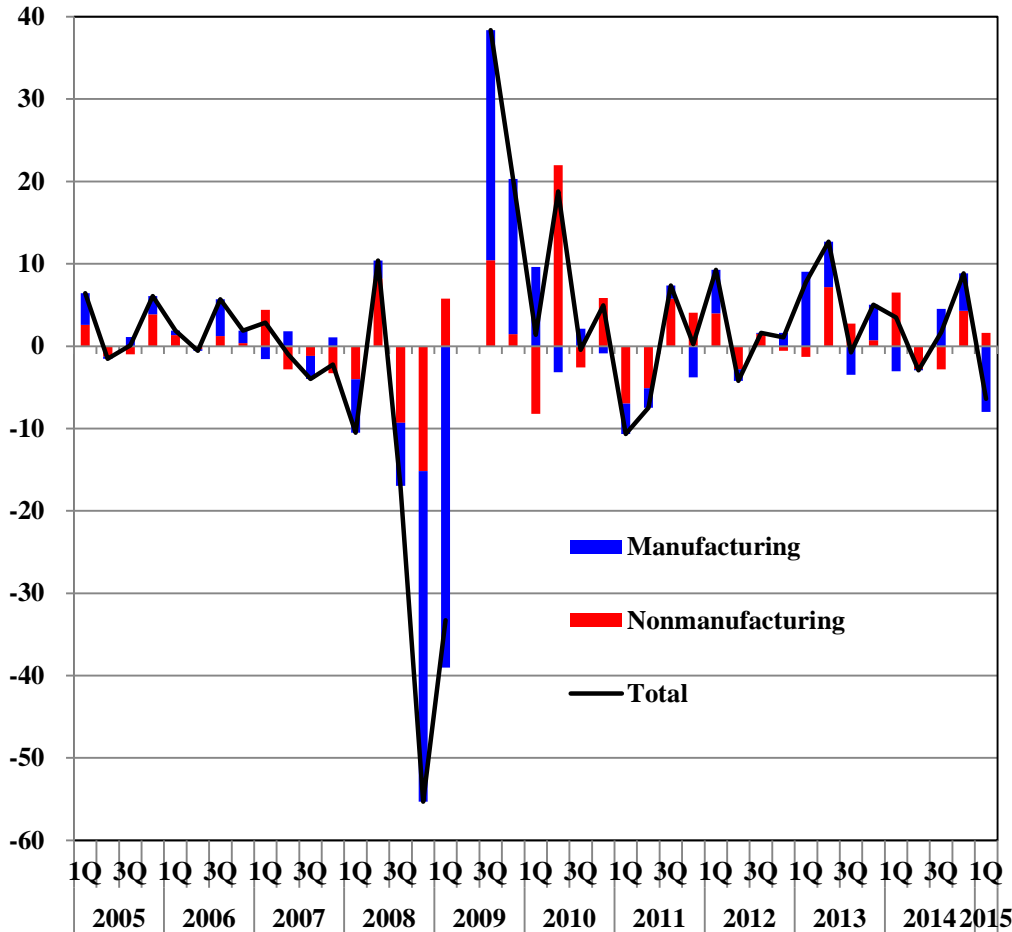
Exports Imports Trade Balance (RHS)

2. 金融経済の現状

資料: 財務省

■ 企業収益

<左> 経常利益の増加率(前期比%)、<右> 売上高経常利益率(%)

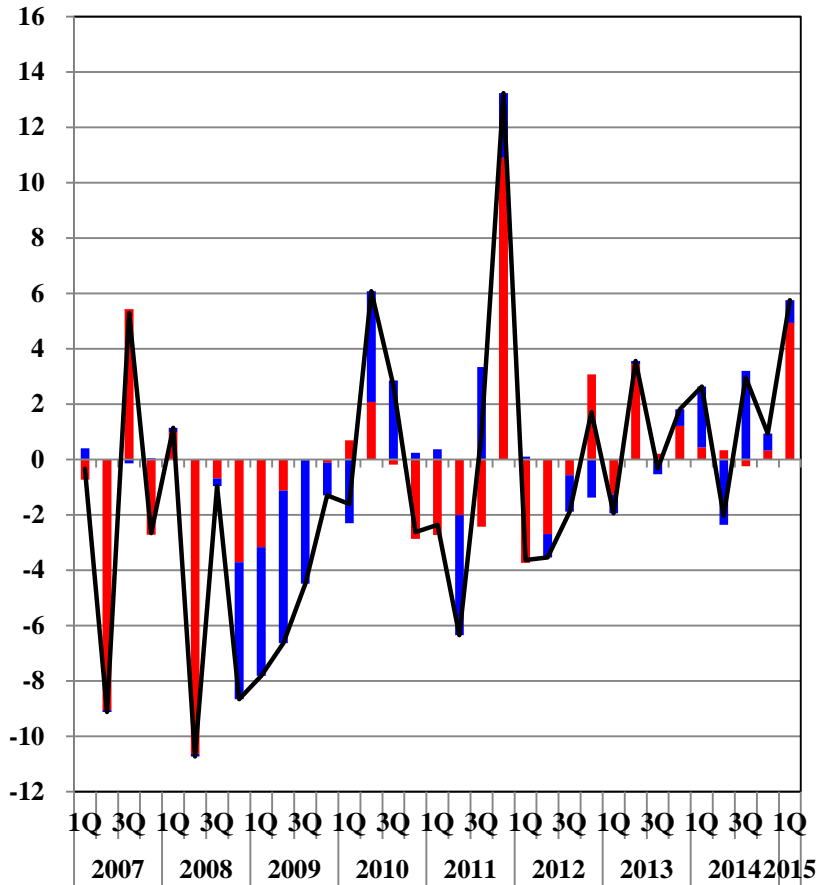


2. 金融経済の現状

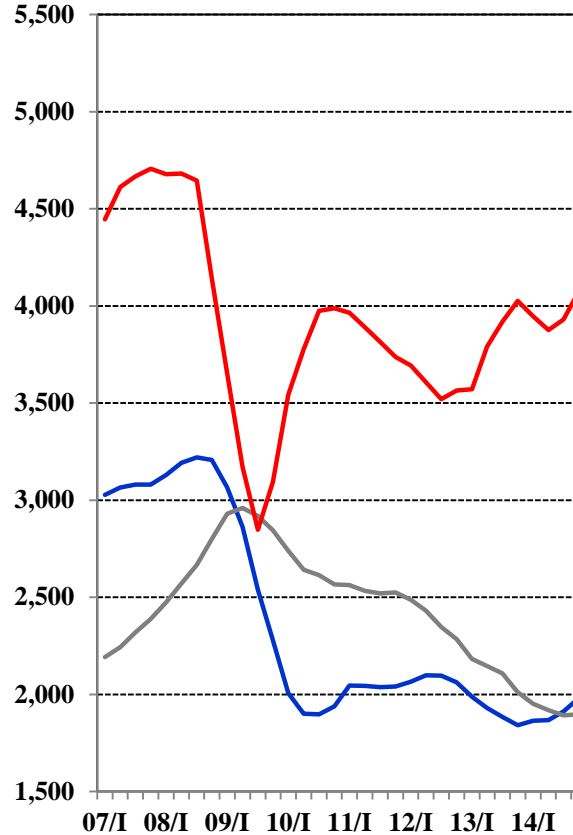
資料: 財務省、内閣府

■ 設備投資 (1)

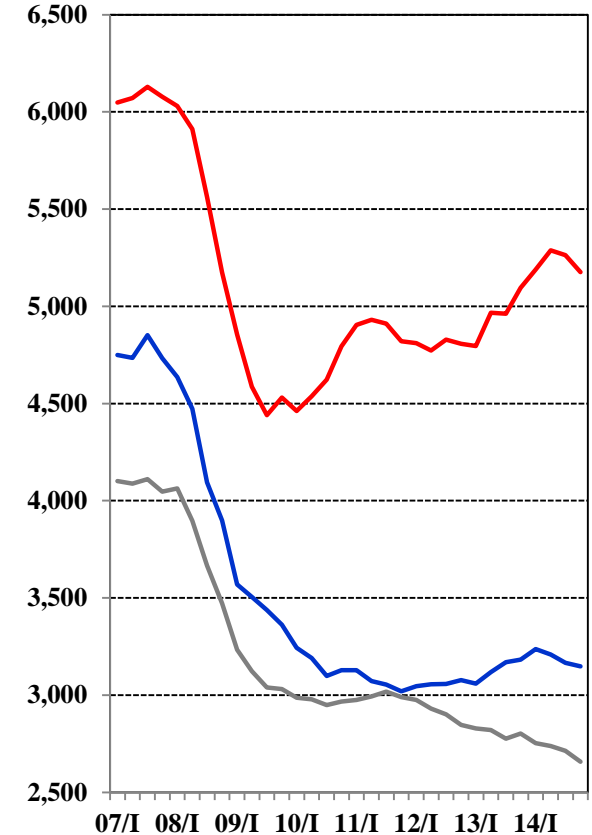
<左>設備投資(前年比%)、<中央および右>設備投資とCF: 製造業大企業と非製造大企業(4期MA、兆円)



■ Manufacturing ■ Nonmanufacturing — Total



— Fixed Investment
— Depreciation Expense
— Cash flow



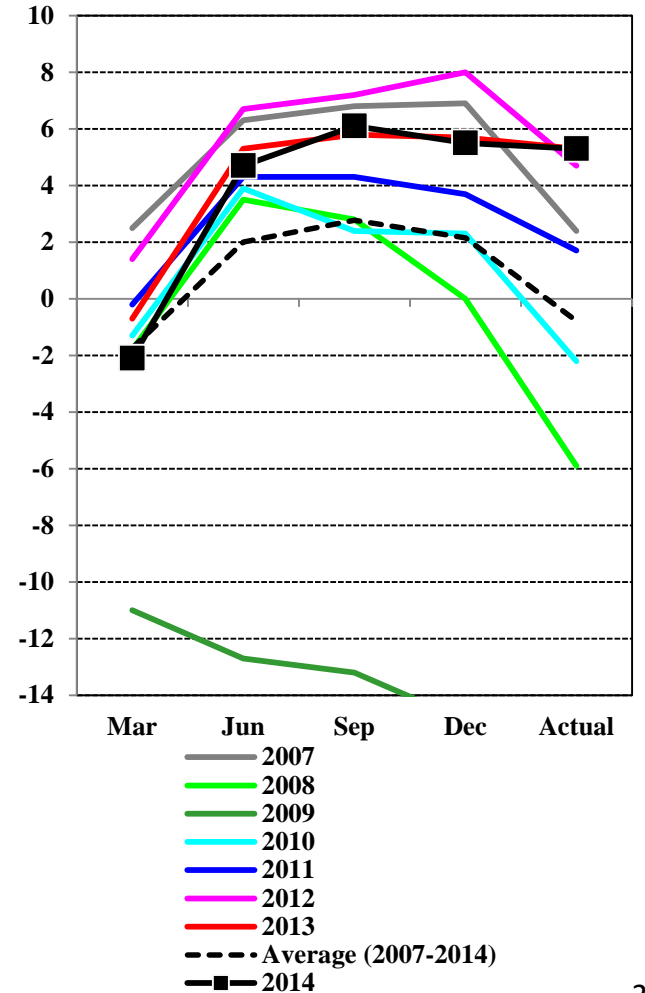
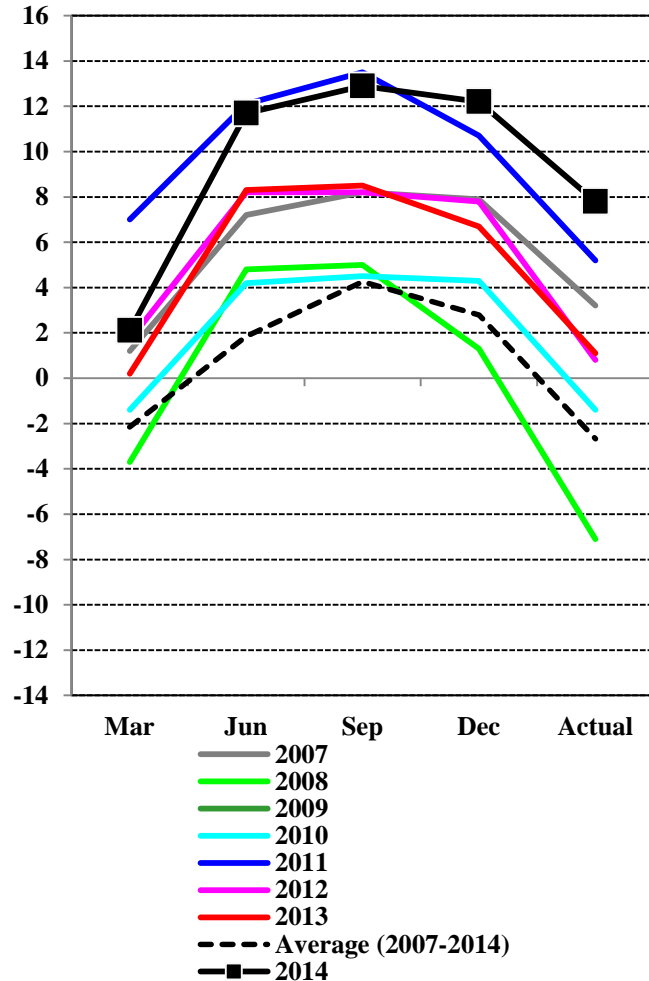
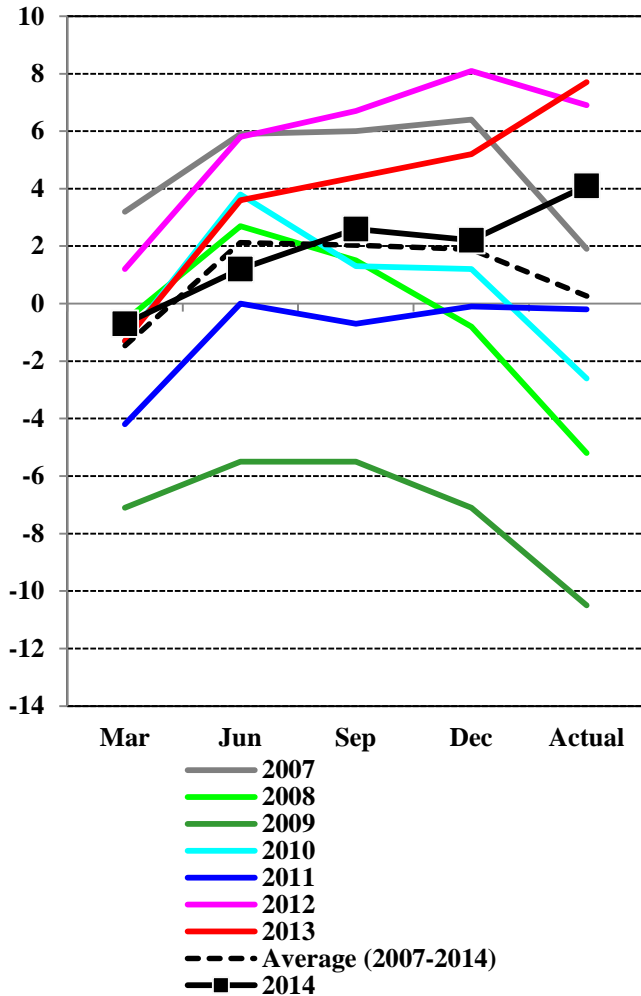
— Fixed Investment
— Depreciation Expense
— Cash flow

2. 金融経済の現状

資料: 日本銀行

■ 設備投資 (2)

<左> 非製造業、<中央> 製造業、<右> 全産業 (前年比%)

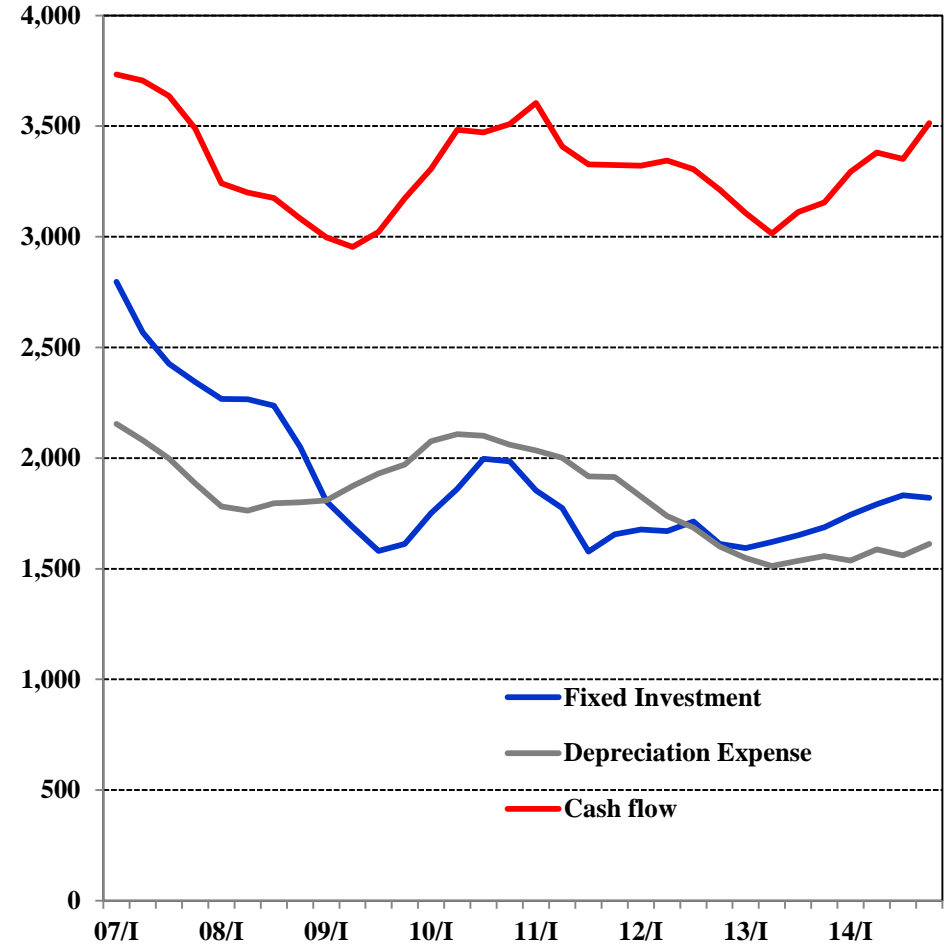
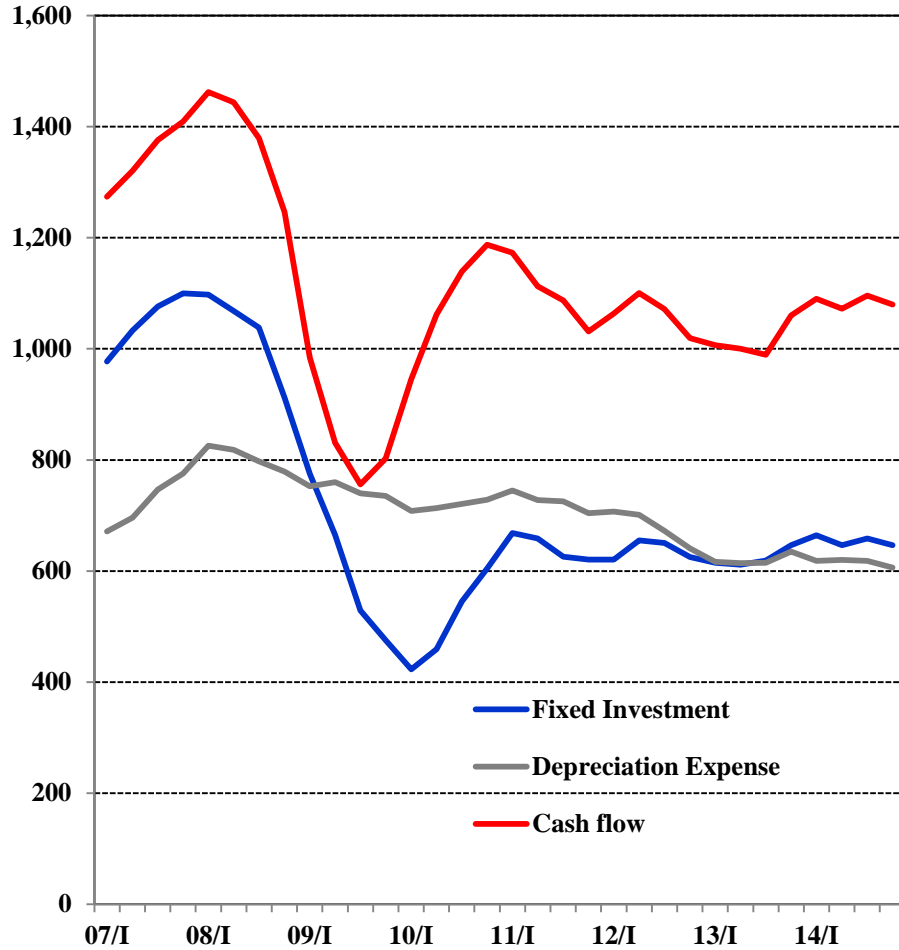


2. 金融経済の現状

資料: 財務省

■ 設備投資 (3)

設備投資とCF: 製造業中小企業と非製造中小企業 (4期MA ¥、兆円)

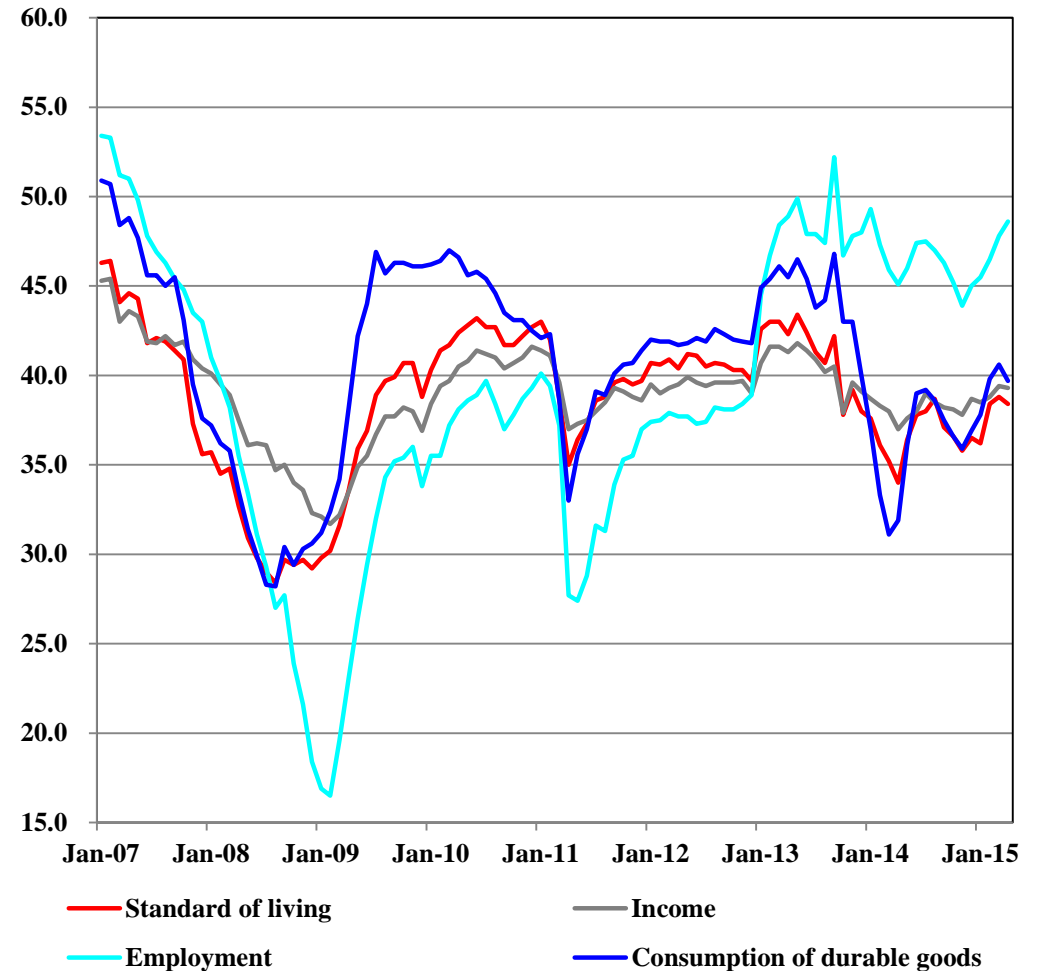
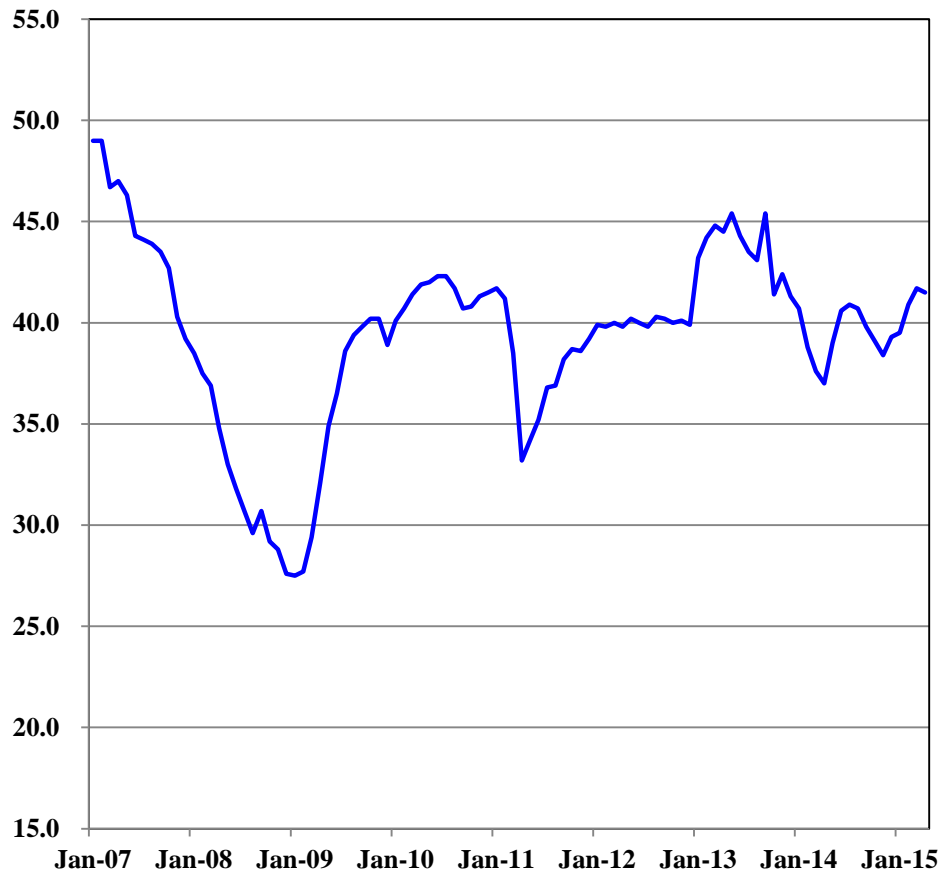


2. 金融経済の現状

資料: 内閣府

■ 消費者のセンチメント

＜左＞消費態度指数、＜右＞主要項目別の指数

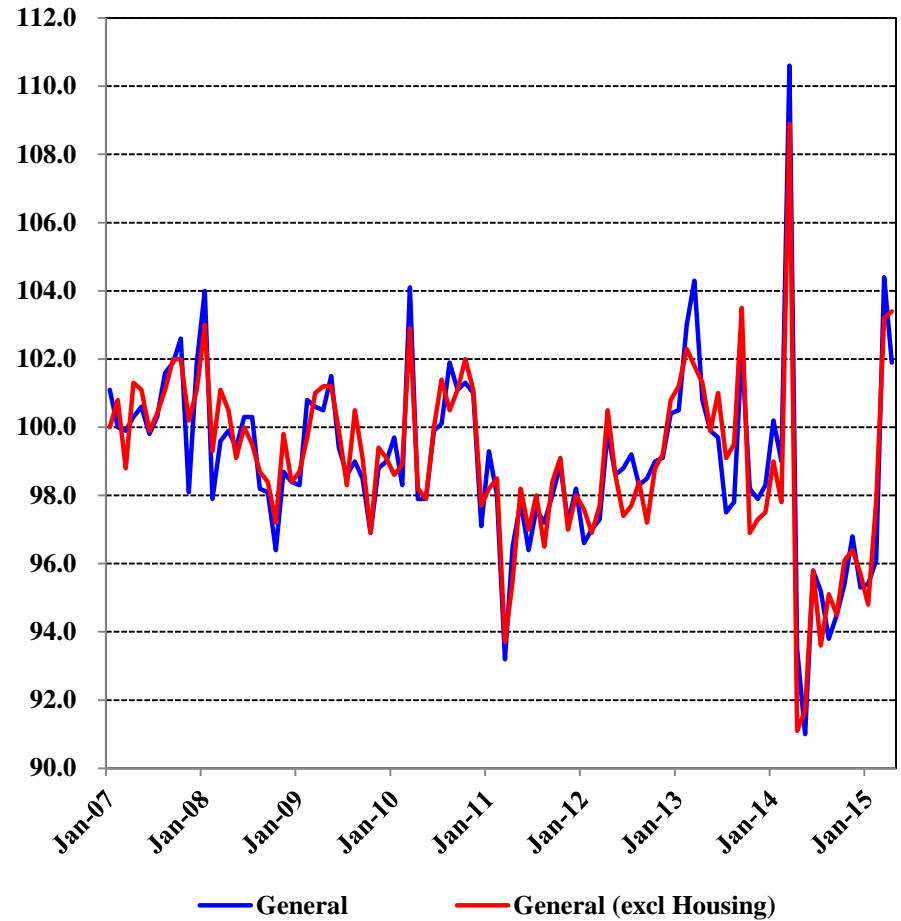
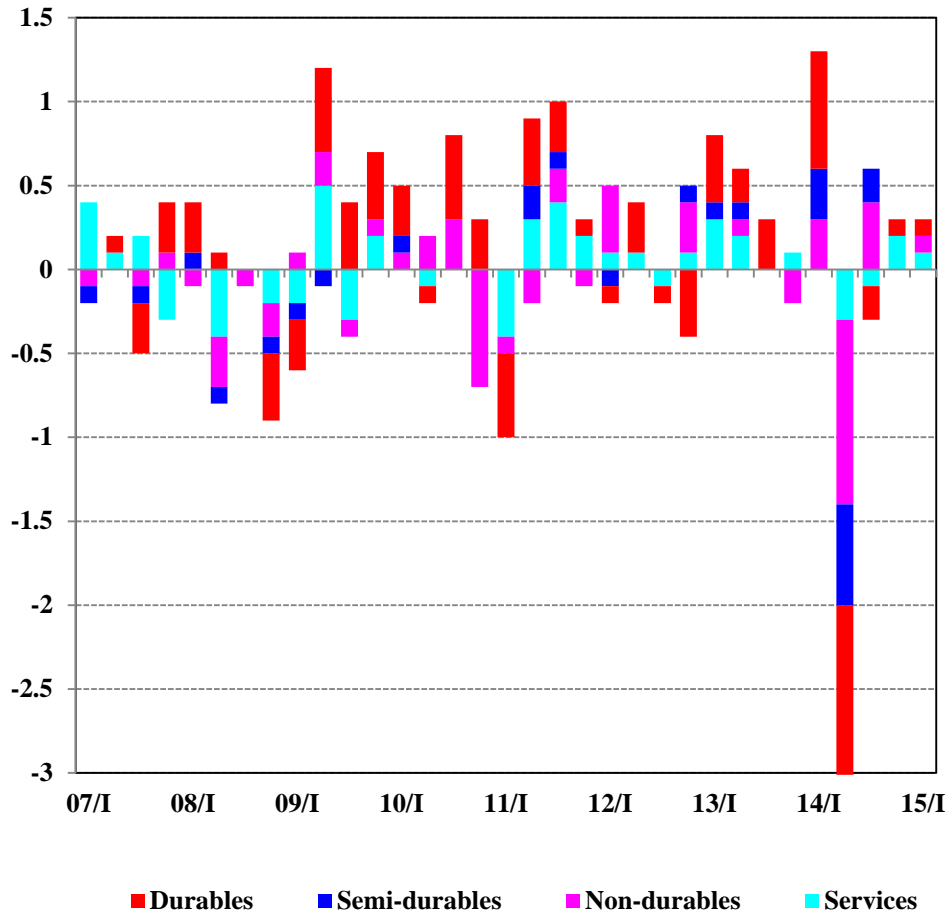


2. 金融経済の現状

資料: 内閣府、総務省

■ 家計の消費

＜左＞主要項目別の家計最終消費(実質GDP成長率に対する前年比寄与度%)、＜右＞消費支出指数

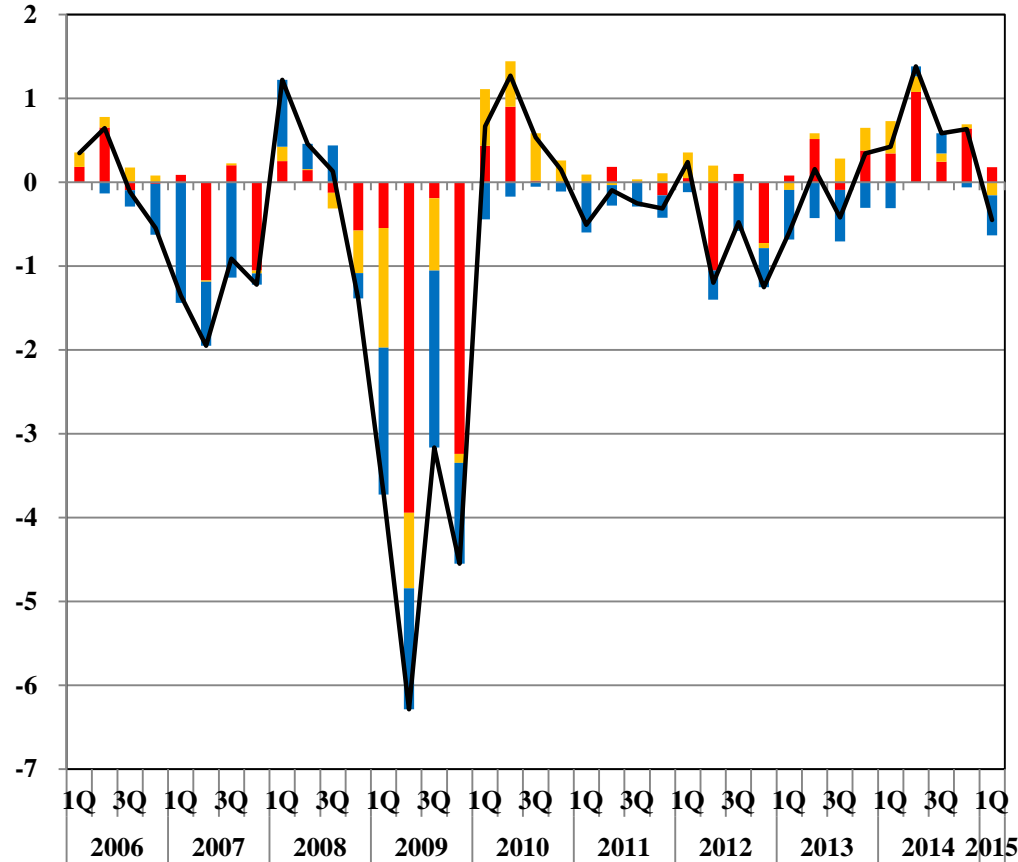


2. 金融経済の現状

資料: 厚生労働省、総務省

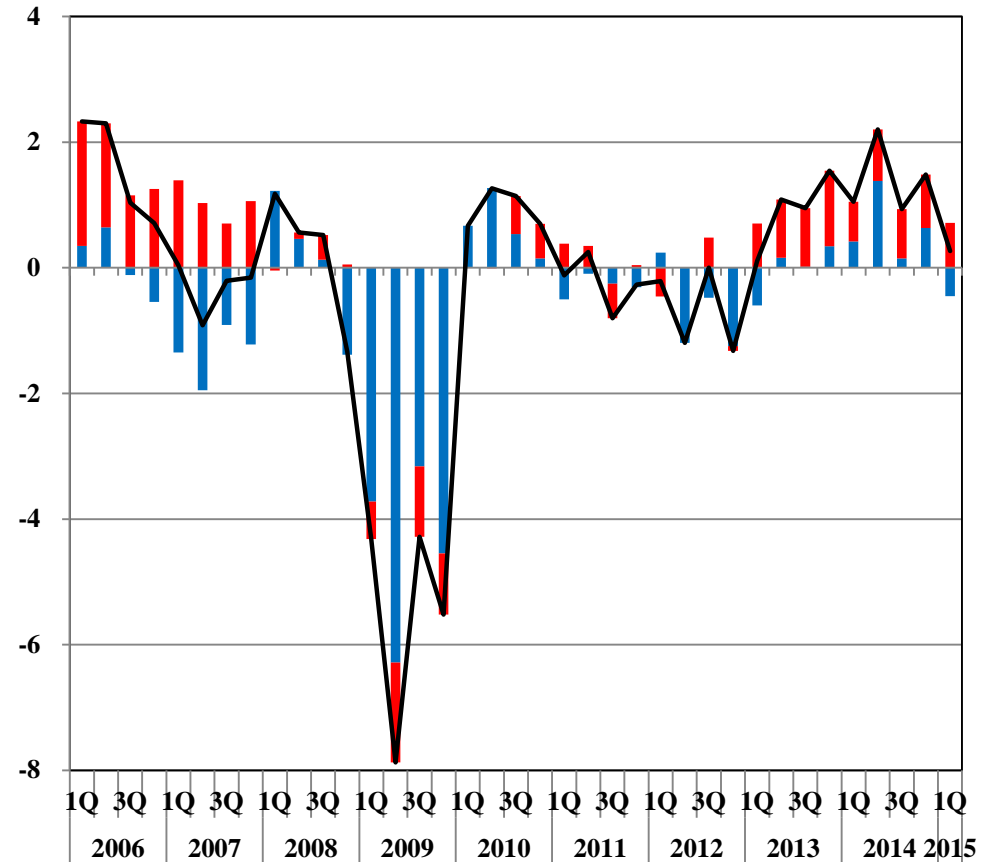
■ 家計の購買力(1)

内容別の名目賃金(前年比%)



■ Scheduled cash earnings
■ Non-Scheduled cash earnings
■ Special Cash Earnings (bonuses, etc.)
— Total cash earnings

項目別の名目雇員報酬(前年比%)



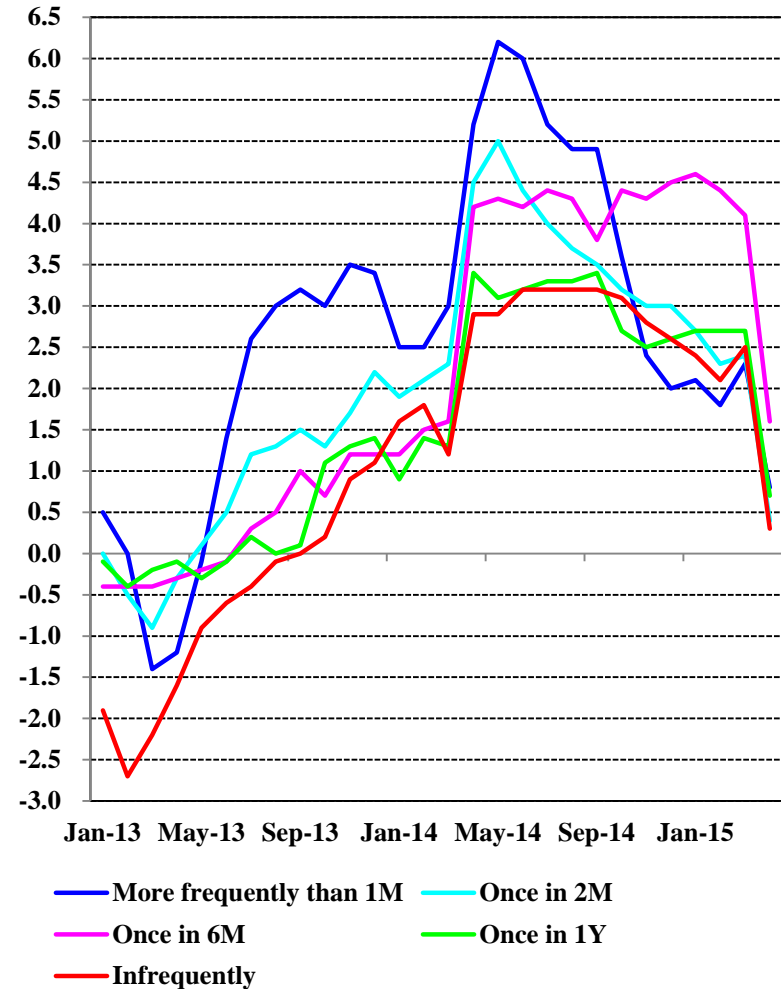
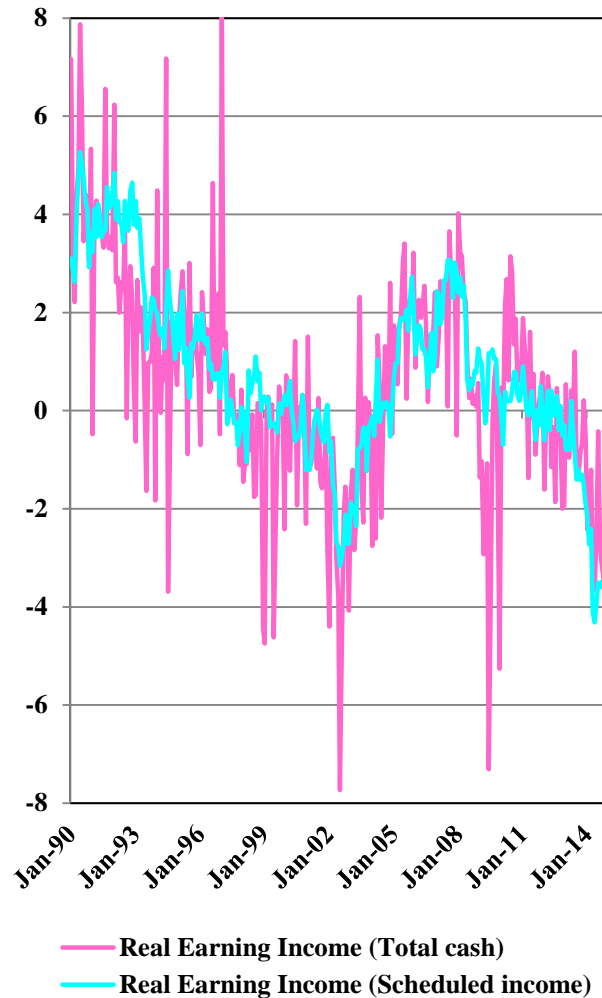
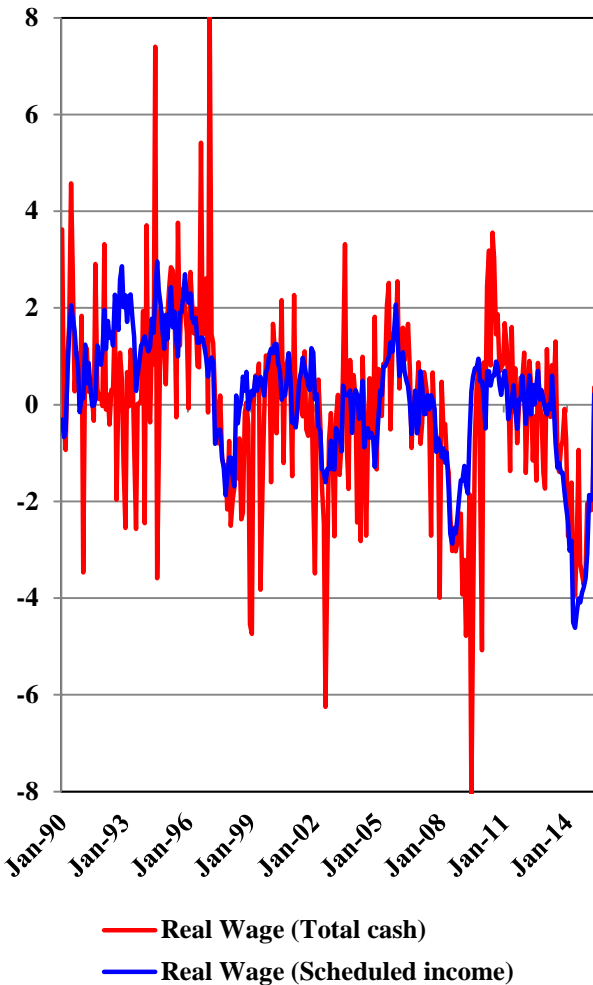
■ Number of Employees ■ Total cash earnings — Employee Income

2. 金融経済の現状

資料: 内閣府、総務省

■ 家計の購買力(2)

＜左＞実質賃金(CPIによりデフレート)、＜中央＞実質雇用者報酬(CPIによりデフレート)
 ＜右＞購入頻度別のインフレ率 (いずれも前年比%)



1. 政策の波及効果

2. 金融経済の現状

3. 物価目標の達成

4. 技術的側面

3. 物価目標の達成

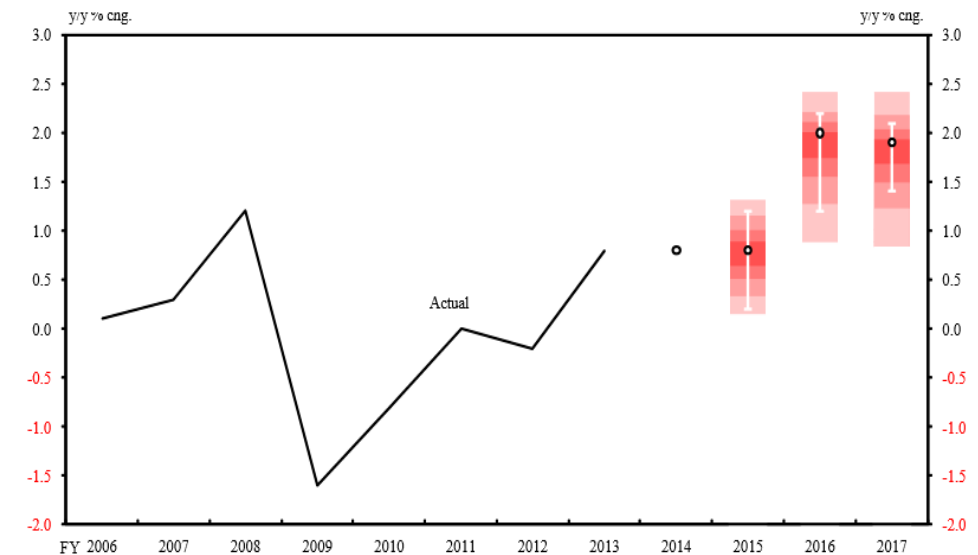
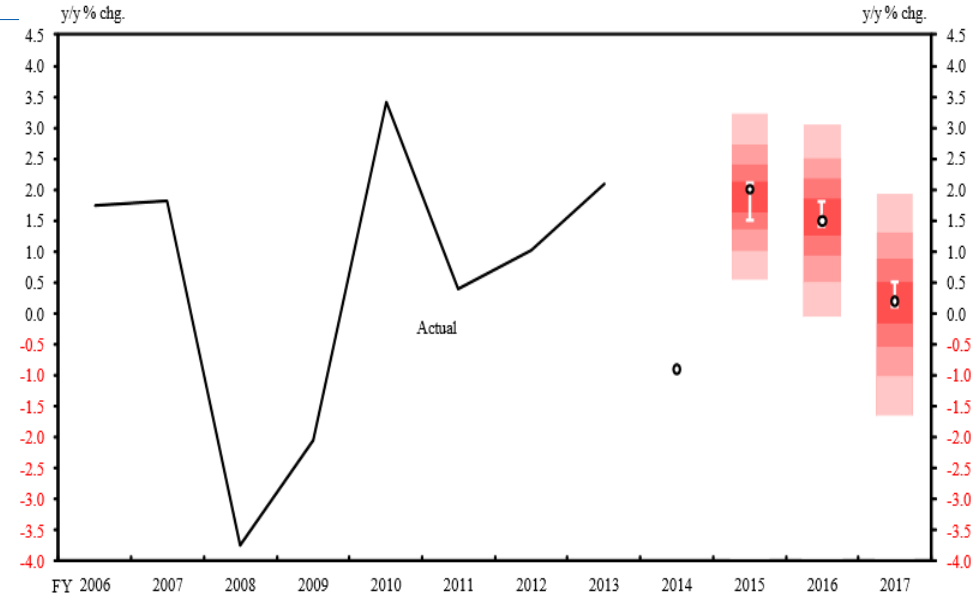
資料: 日本銀行

■ 経済・物価の展望(2015年4月)

	Real GDP (y-on-y)	CPI (excl. flesh foods) (y-on-y)	CPI (excl. flesh foods) (y-on-y) (excluding the effects of consumption tax hike)
FY2015	+1.5% ~+2.1% <+1.8% ~+2.3%>	+0.2% ~+1.2% <+0.4% ~+1.3%>	
FY2016	+1.4% ~+1.8% <+1.5% ~+1.7%>	+1.2% ~+2.2% <+1.5% ~+2.3%>	
FY2017	+0.1% ~+0.5%	+2.7% ~+3.4%	+1.4% ~+2.1%

<上>見通し(カッコ内は2015年1月時点)

<右>見通しの分布
(上:実質GDP成長率、下:コアCPIインフレ率)

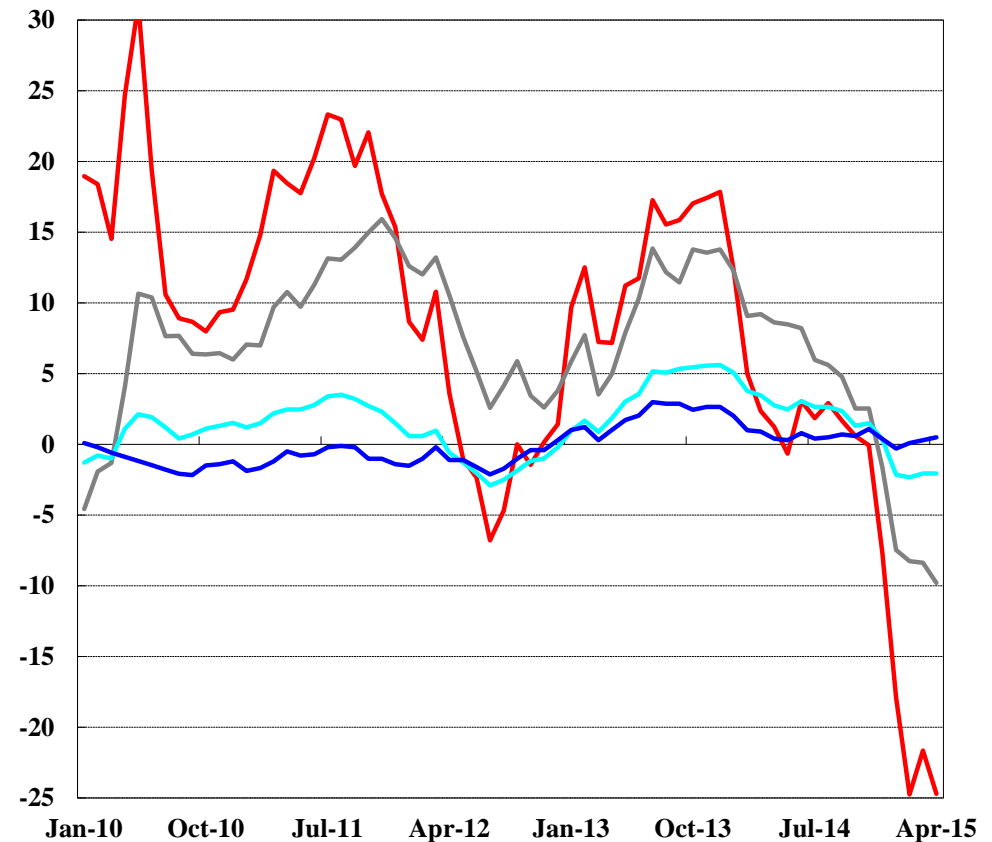
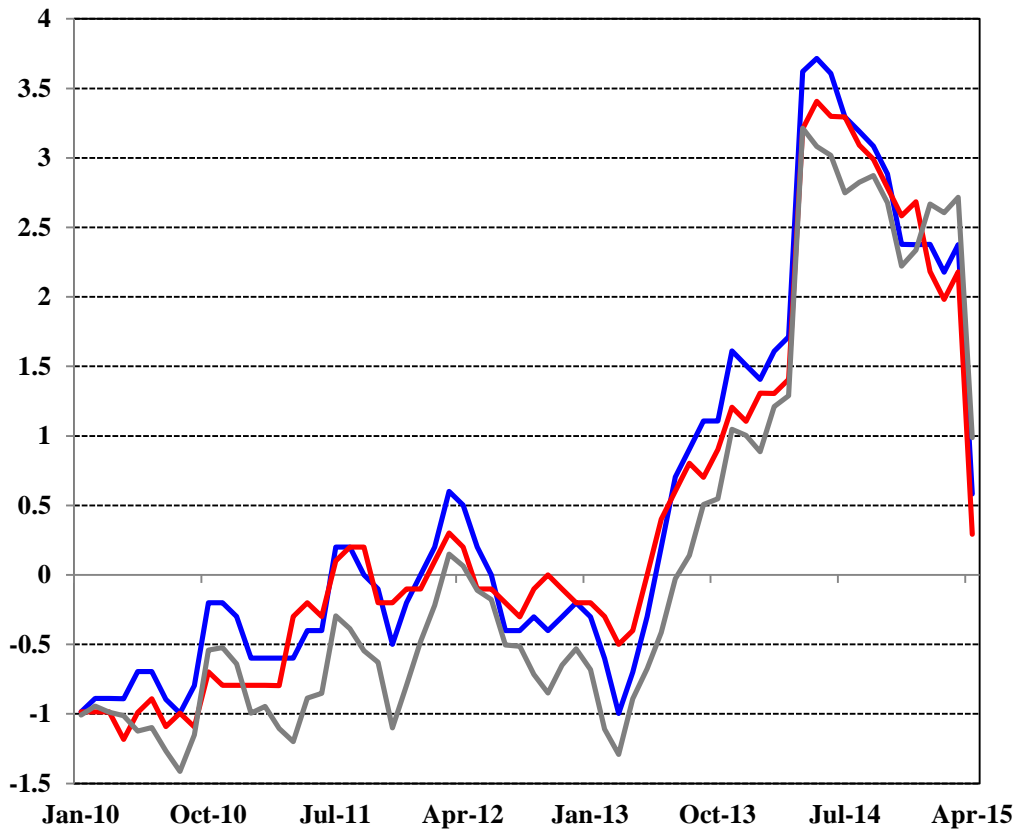


3. 物価目標の達成

資料: 総務省、日本銀行

■ インフレ率 (1)

<左>コアCPIインフレ率、<右>CGPIインフレ率(前年比%)



— CPI — CPI (excl. flesh foods) — CPI (excl. flesh foods and energy)

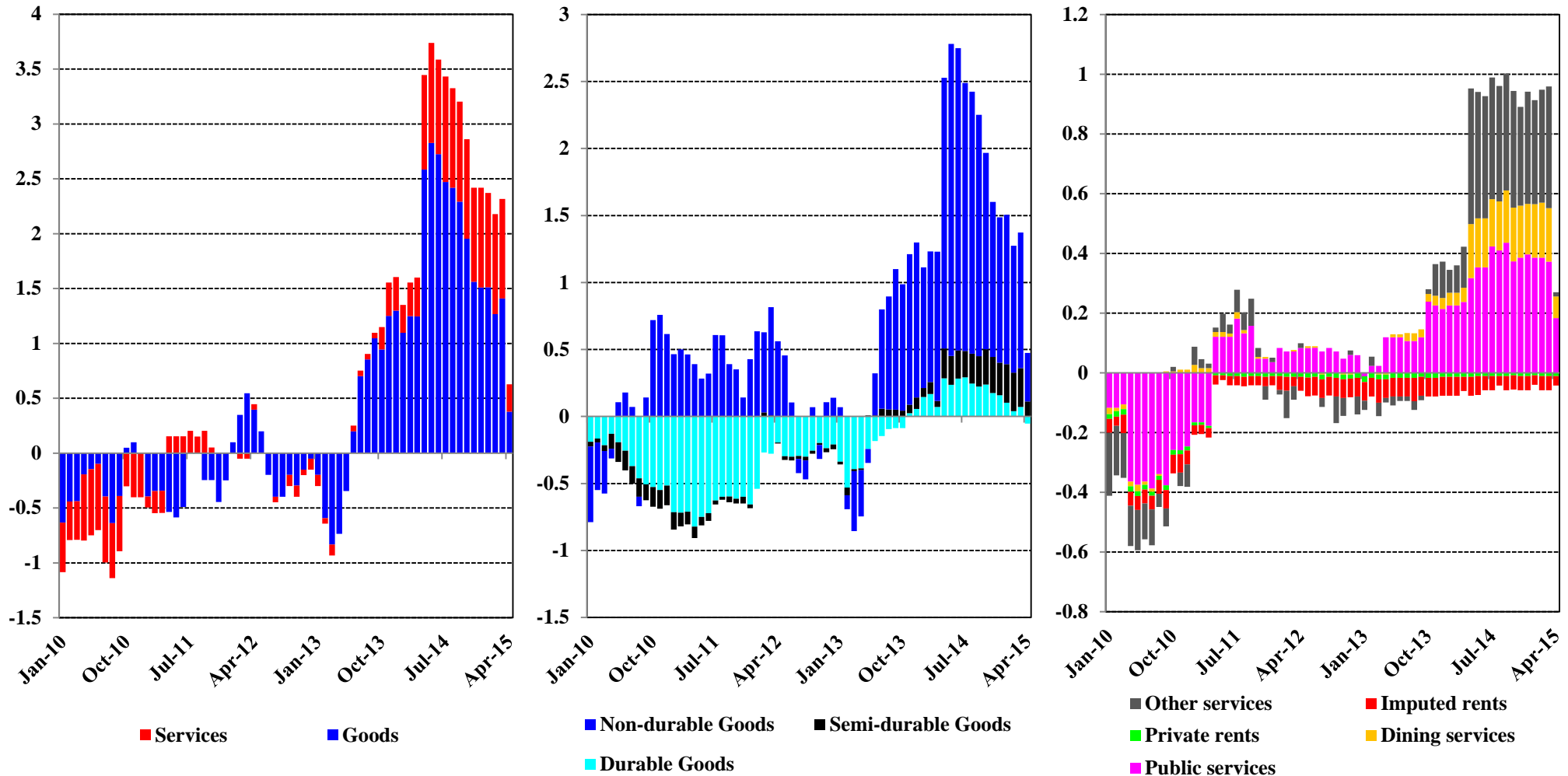
— Raw Materials — Fuel — Intermediate Goods — Final Goods

3. 物価目標の達成

資料: 総務省

■ インフレ率 (2)

<左>財とサービスの物価、<中央>主要種類の財の物価、<右>主要種類のサービスの物価(ともに前年比%)

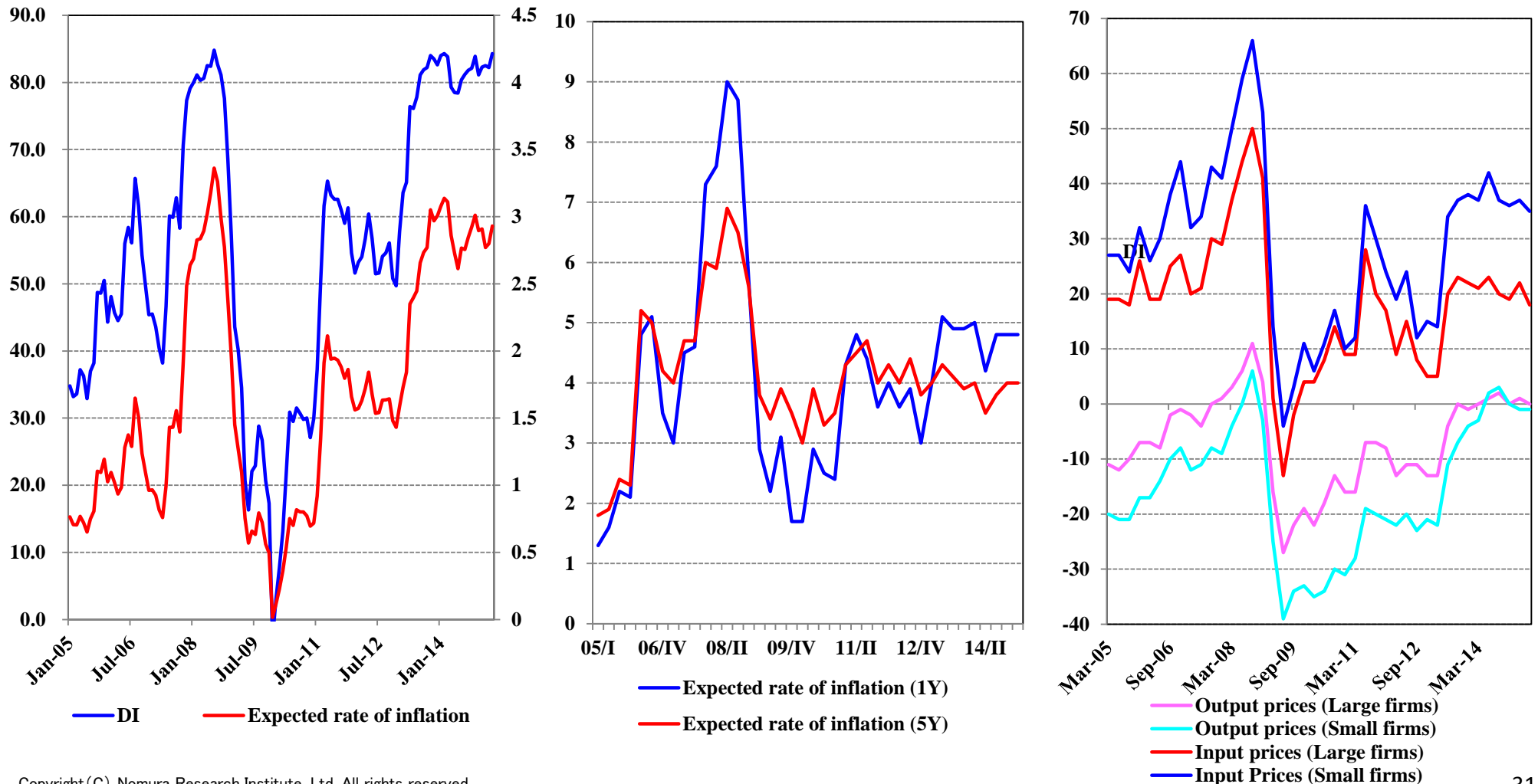


3. 物価目標の達成

資料: 内閣府、日本銀行

■ インフレ期待

<左> 消費態度指数、<中央> 家計動向調査、<右> 短観

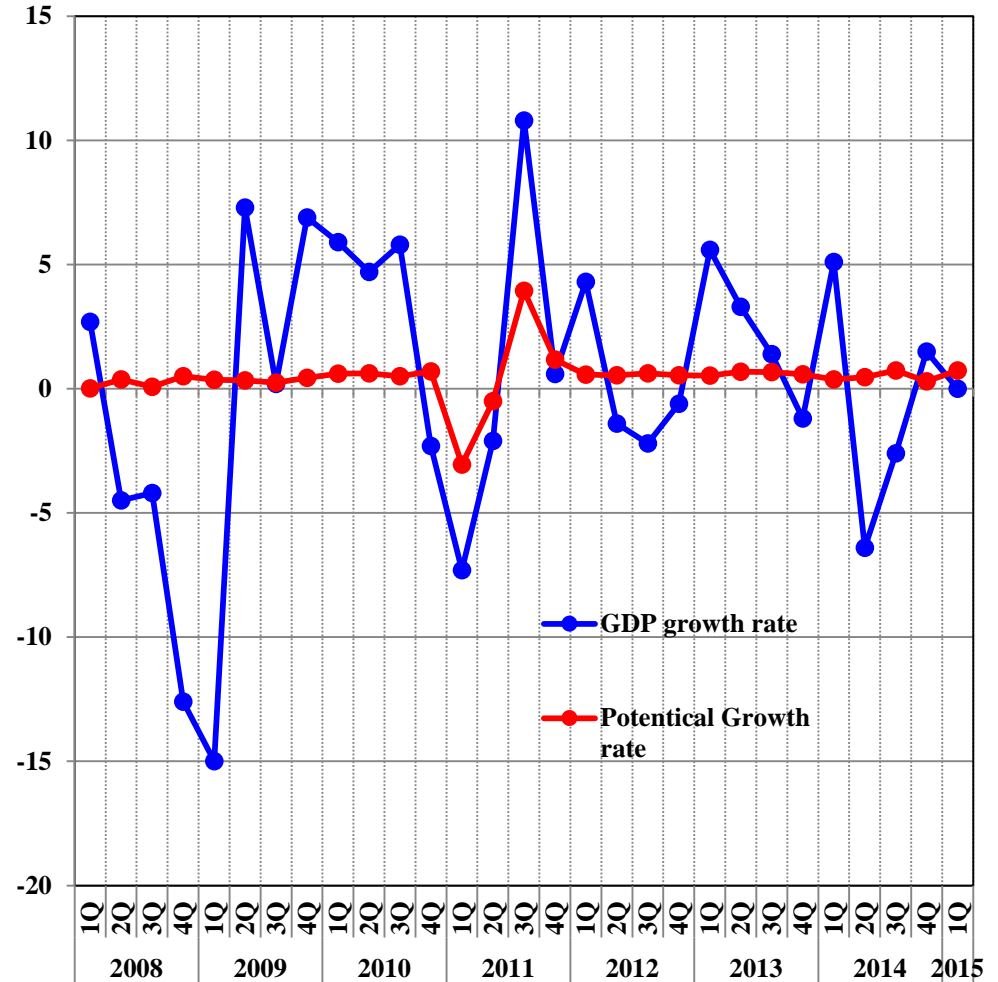
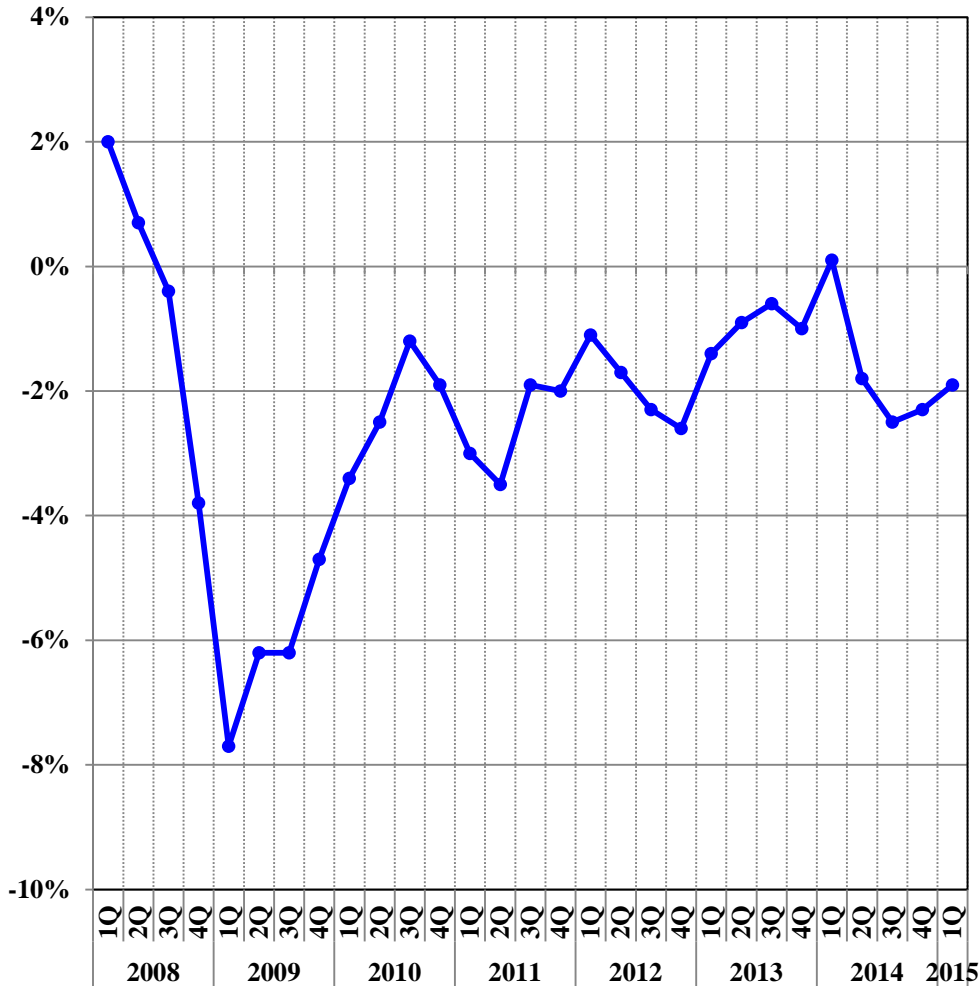


3. 物価目標の達成

資料: 内閣府

■ GDPギャップ

<左>実質GDPギャップの推計値(%)、<右>実際の実質GDP成長率と潜在成長率(前年比%)



1. 政策の波及効果

2. 金融経済の現状

3. 物価目標の達成

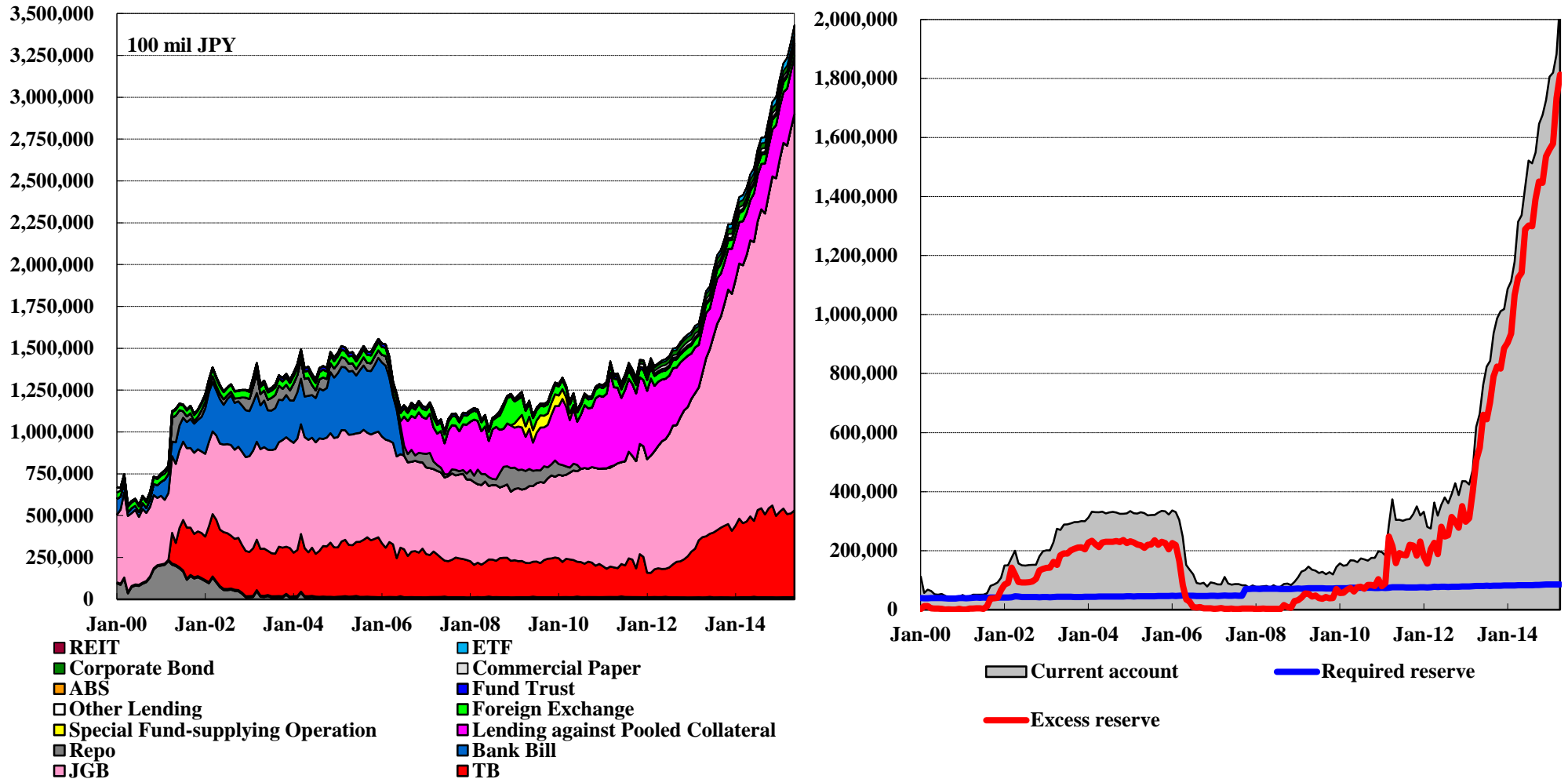
4. 技術的側面

4. 技術的側面

資料: 日本銀行

■ 日本銀行のバランスシート

<左>総資産、<右>当座預金(いずれも億円)



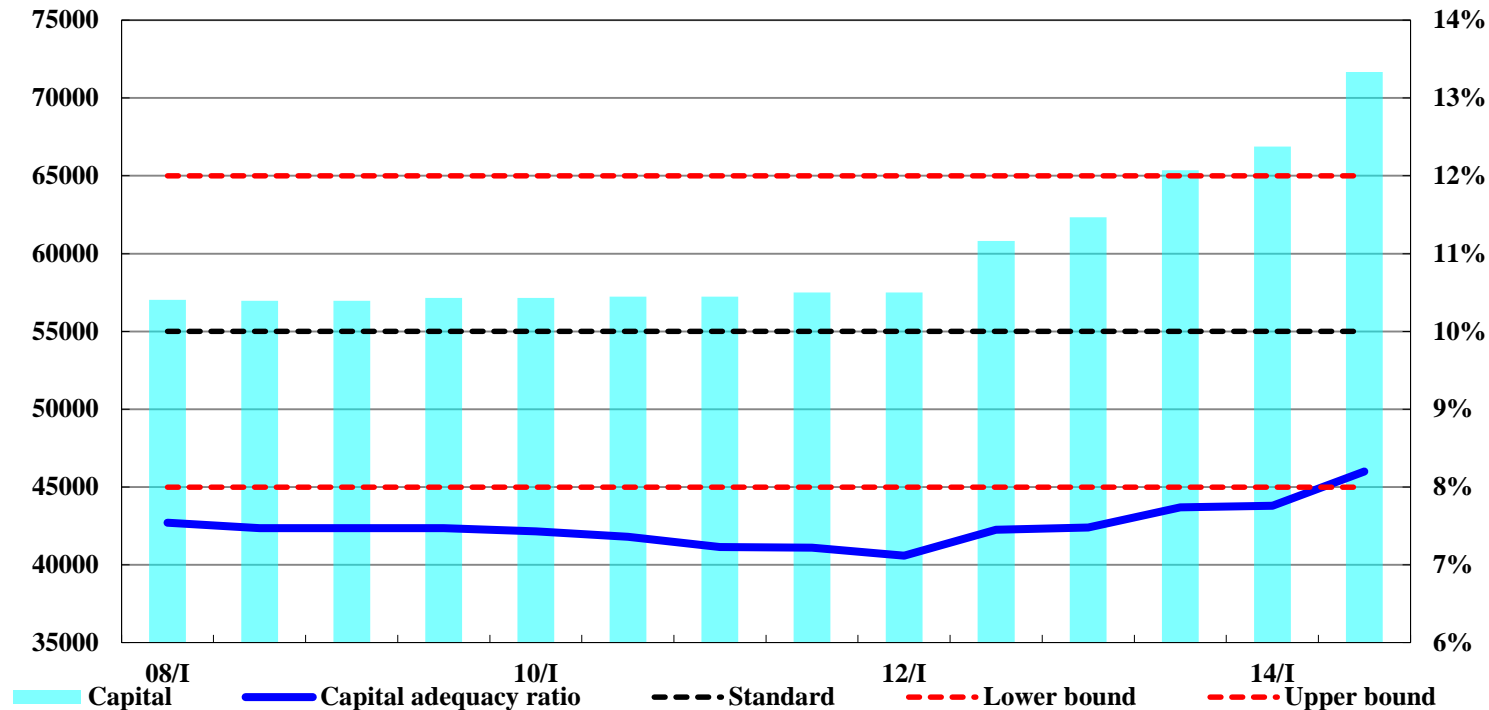
4. 技術的側面

■ 日本銀行の自己資本 (1)

- ・ 原則: 「自己資本比率が10%程度となることを目途として、概ね上下2%の範囲となるよう運営する」(「会計規程」(第18条))

一 自己資本比率は、資本金、法定準備金、特別準備金、貸倒引当金、債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金の合計を日本銀行券の平均発行残高で除した比率。

日銀の自己資本と自己資本比率 (%・億円)



4. 技術的側面

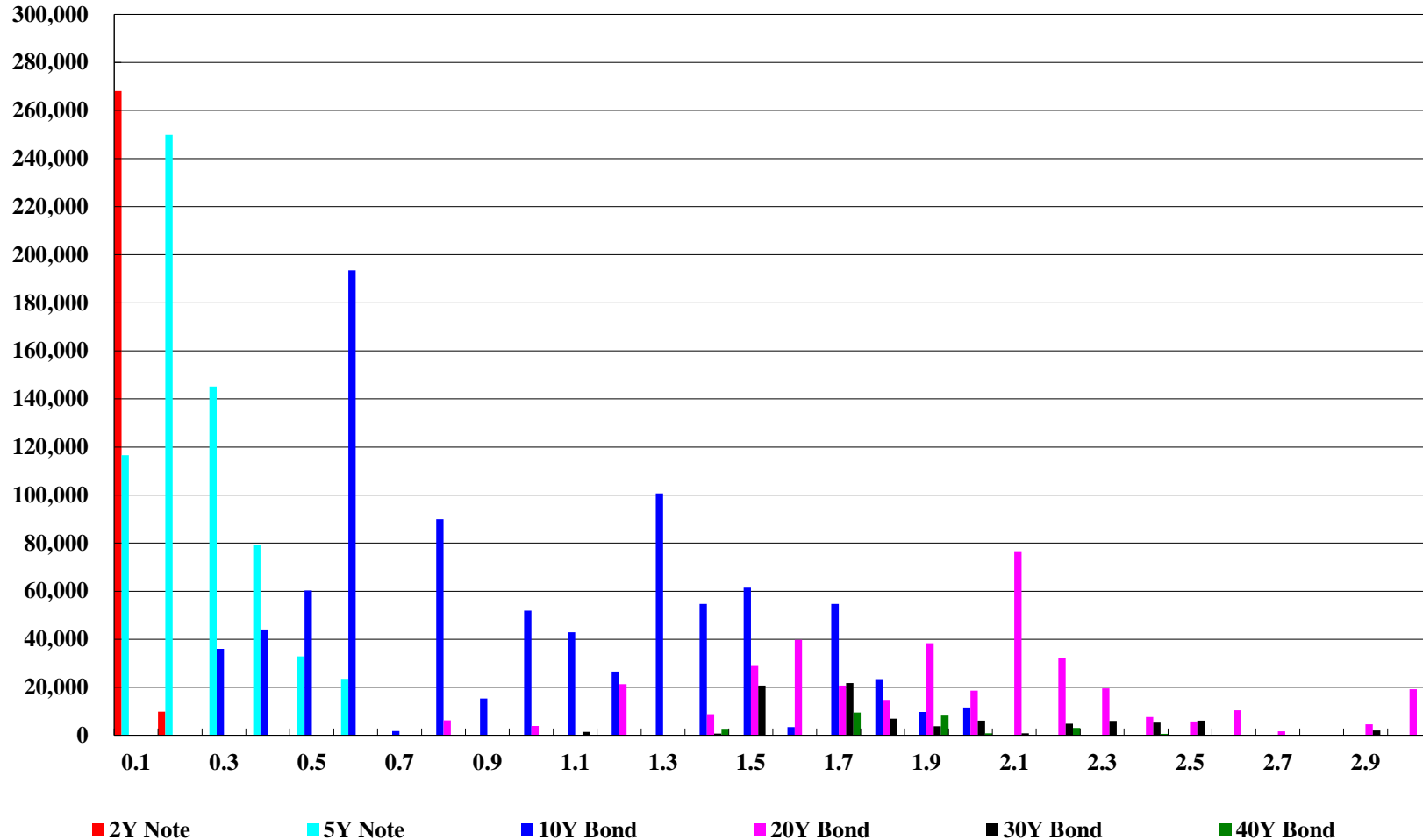
■ 日本銀行の自己資本(2)

対応	近年の実例
<p>「財務大臣の認可を受けて、剰余金の5%相当額を超える金額を準備金として積み立てることができる」 (「日本銀行法」(第53条))</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 平成22年度決算(2011年5月) ー財務の健全性確保の観点から、当期剰余金の5%相当額を超える15%相当額(78億円)を法定準備金として積み立て ■ 平成25年度決算(2014年5月) ー財務の健全性確保の観点から、当期剰余金の5%相当額を超える20%相当額(1448億円)を法定準備金として積み立て ■ 平成26年度決算(2015年5月) ー財務の健全性確保の観点から、当期剰余金の5%相当額を超える25%相当額(2522億円)を法定準備金として積み立て
<p>「債券取引損失引当金及び外国為替等取引損失引当金として積み立て、又は取り崩すべき金額は、債券又は外国為替等に係る損益の50%に相当する金額を目途として、(会計規程第18条)第2項に規定する自己資本比率の水準等を勘案して定める」 (「会計規程」(第18条))</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 平成24年度決算(2013年5月) ー外国為替関係損益が益超となったことを受け、外国為替等取引損失引当金の積立てを実施(3018億円) ■ 平成25年度決算(2014年5月) ー外国為替関係損益が益超となったことを受け、外国為替等取引損失引当金の積立てを実施(3097億円) ■ 平成26年度決算(2014年5月) ー外国為替関係損益が益超となったことを受け、外国為替等取引損失引当金の積立てを実施(3800億円)

4. 技術的側面

■ 日本銀行の自己資本(3)

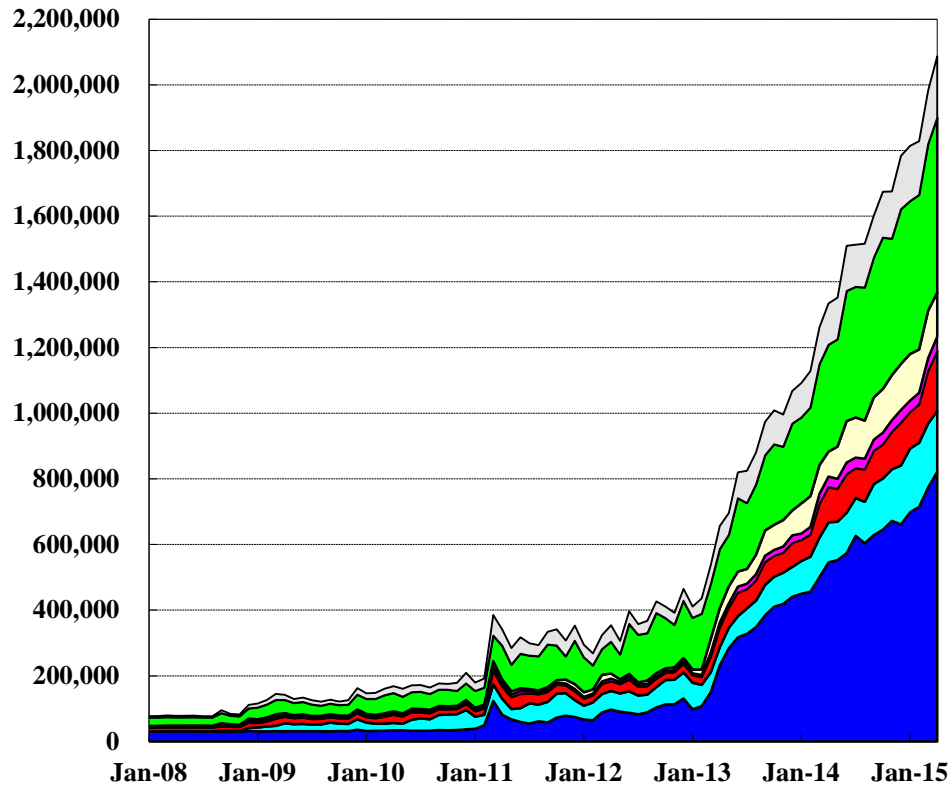
日銀保有国債のクーポンレート別構成(%・億円)



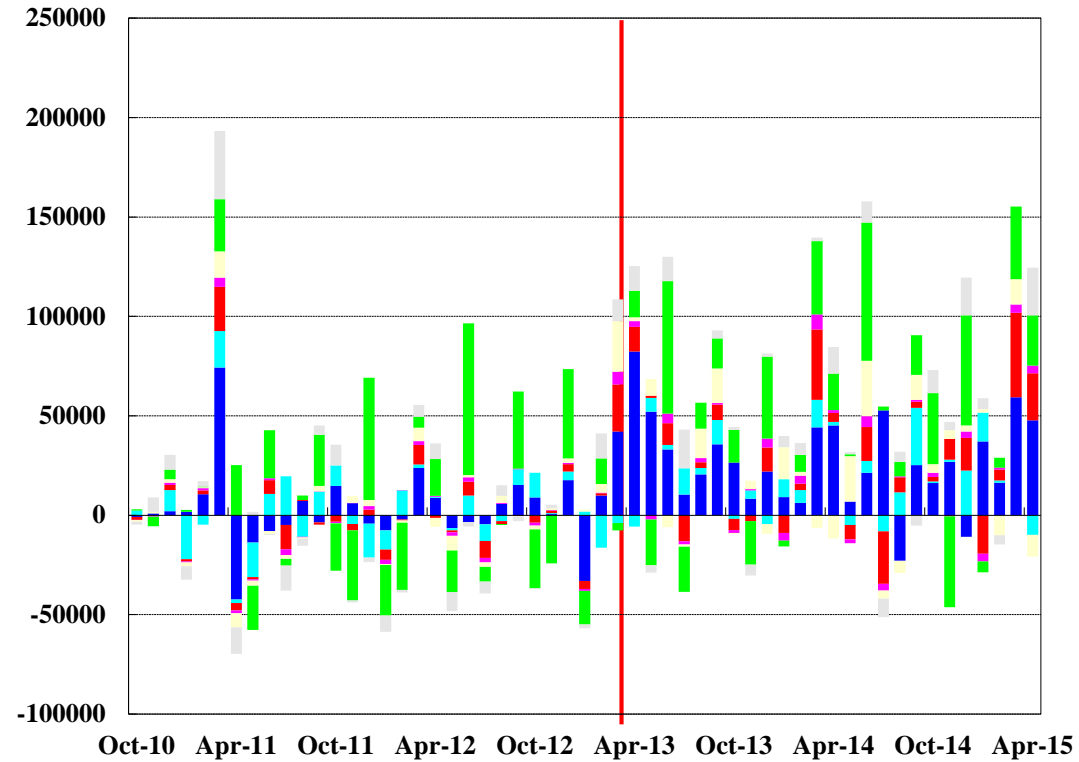
4. 技術的側面

■ 日本銀行の当座預金

<左> 業態別の残高、<右> 業態別の月次増減(いずれも億円)



- Other current accounts
- Trust Banks
- Regional Banks
- City Banks
- Other FI under reserve requirement
- Regional Banks II
- Foreign Banks

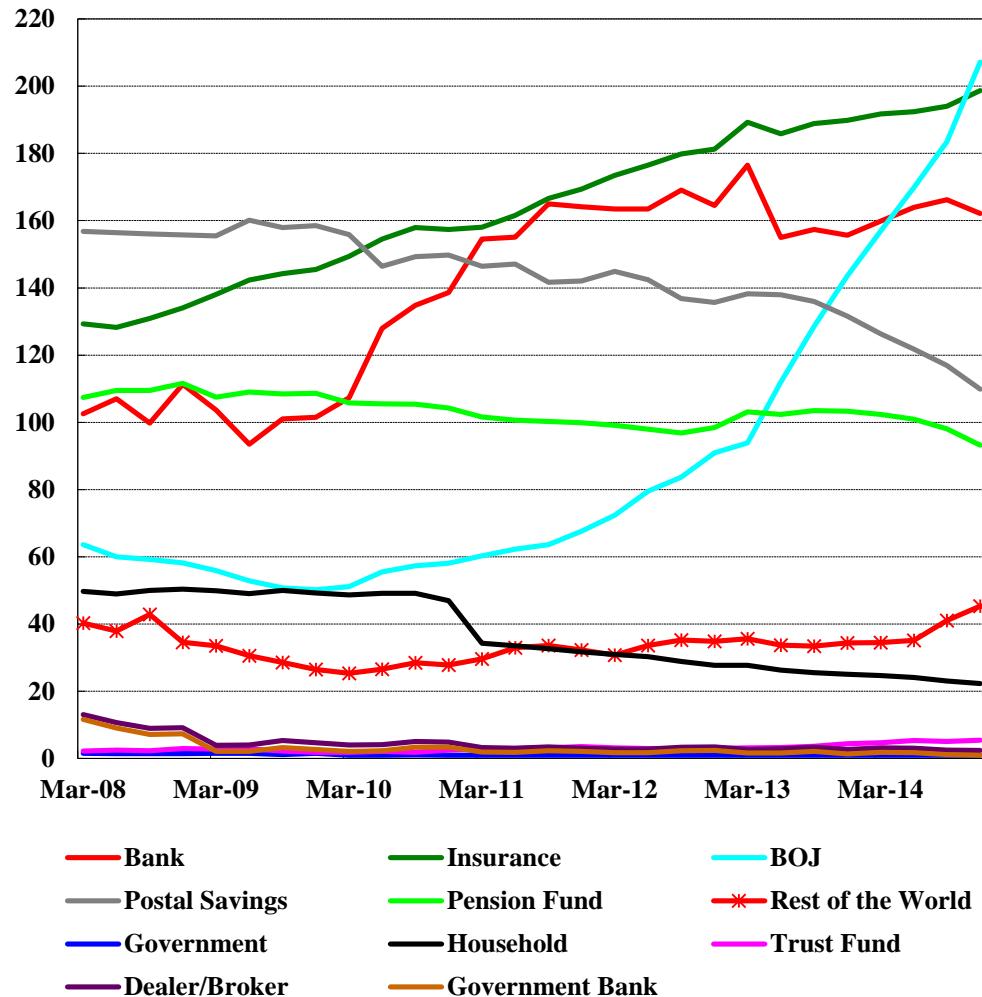


- City Banks
- Regional Banks
- Trust Banks
- Other current accounts
- Foreign Banks
- Regional Banks II
- Other FI under reserve requirement

4. 技術的側面

■ 国債保有の推移

〈左〉主要投資家別の国債保有残高、〈右〉主要投資家別の前期比の国債保有(いずれも兆円)

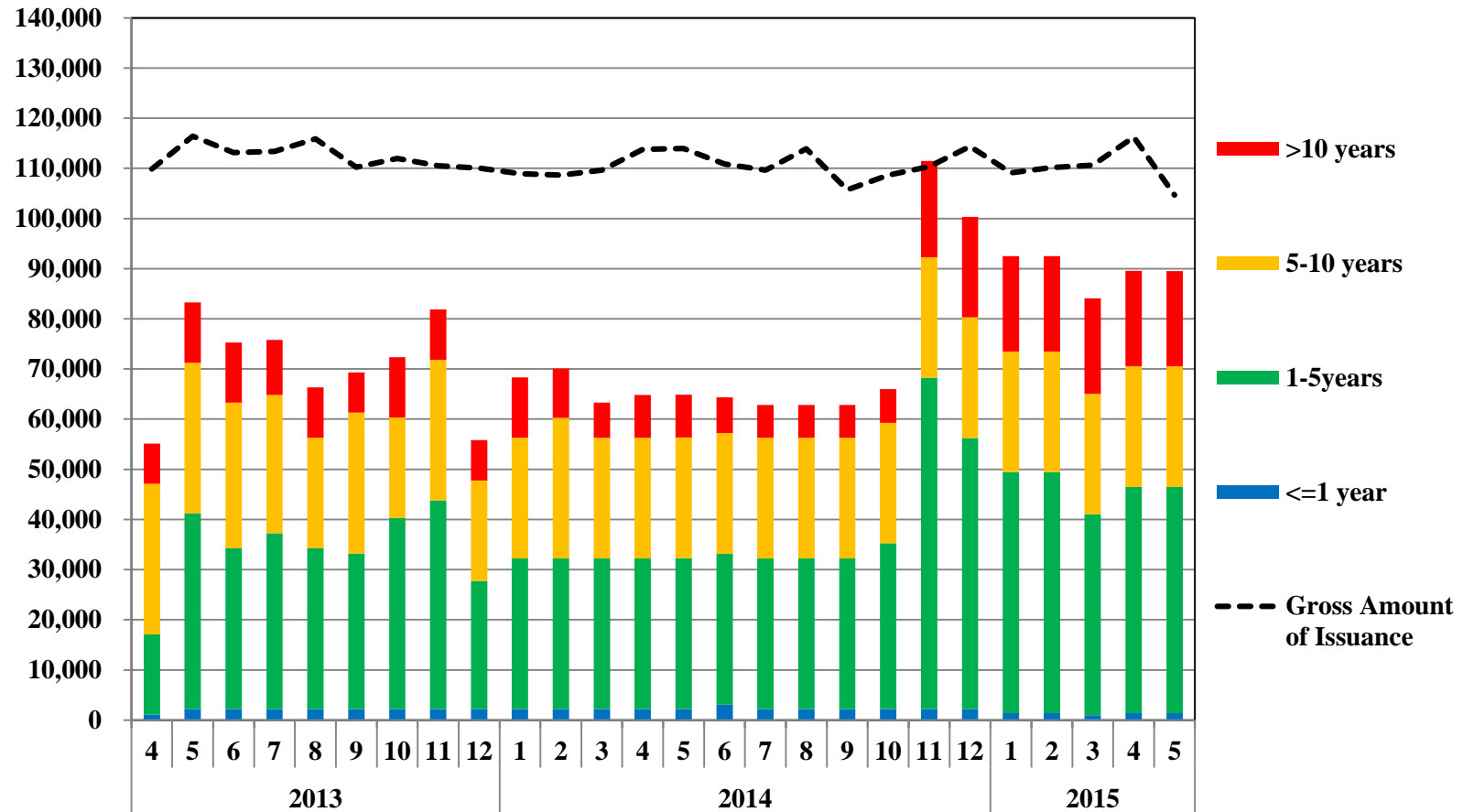


	1H in FY 2013	2H in FY 2013	1H in FY 2014
Postal Savings	-2.19	-9.60	-9.50
Bank	-19.00	+2.46	+6.39
Trust Fund	+0.48	+1.08	+0.35
Insurance	-0.37	+2.80	+2.26
Pension Fund	+0.40	-1.12	-4.27
Non-bank FI	+0.11	-0.22	+0.04
Dealer/Broker	+0.64	-0.17	-0.68
Government Bank	+0.49	-0.33	+1.24
BOJ	+34.62	+28.37	+26.55
Government	-0.01	-0.01	-0.03
Rest of the World	-2.19	+1.08	+6.53
Non-Financial Corporation	+2.04	+0.79	-3.84
Household	-2.19	-0.84	-1.62
Total (= Net Issuance)	+11.96	+22.02	+18.70

4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れの現状(1) <2013年4月～2015年5月>

残存期間別の国債買入れ(グロス)(億円)



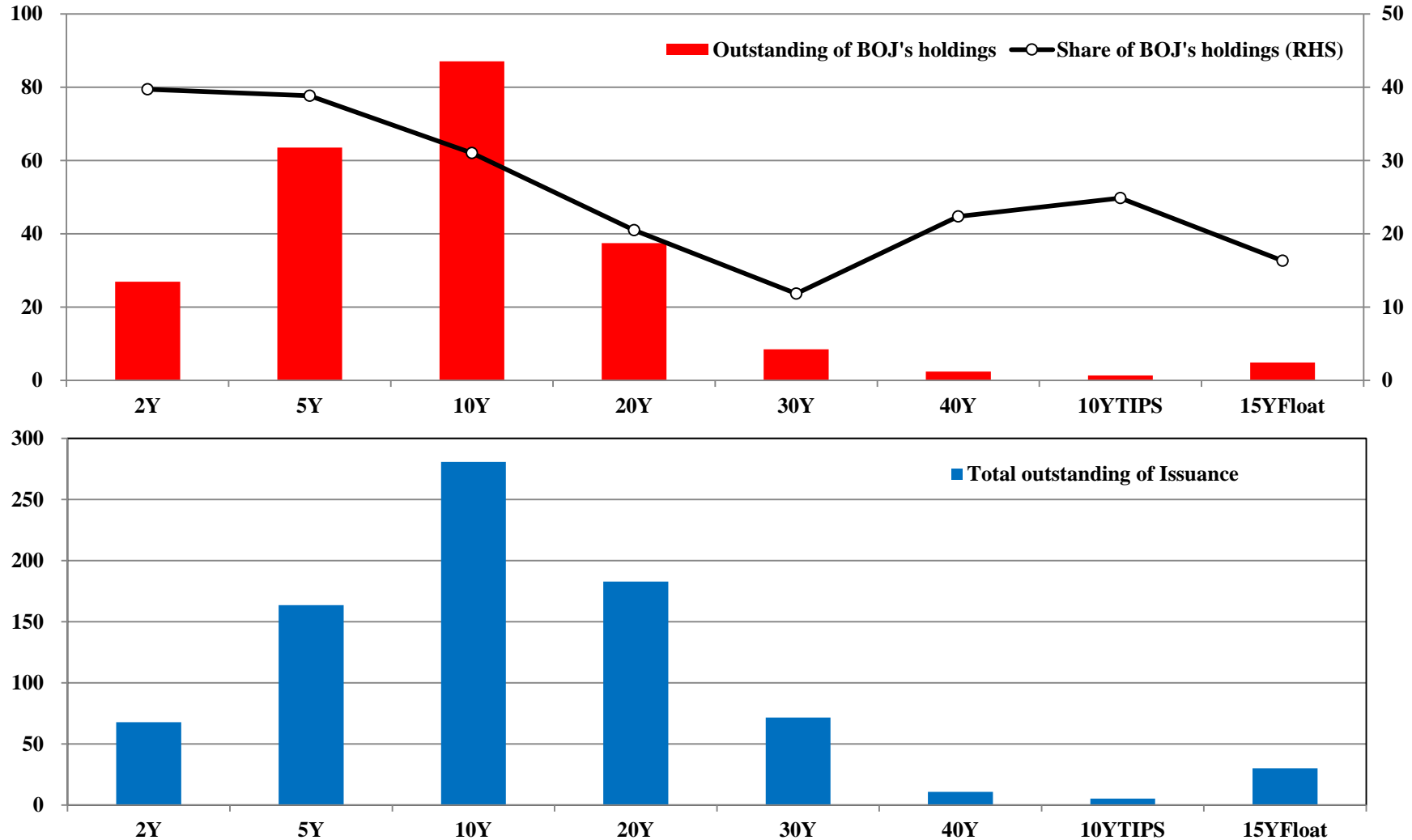
(Fixed-rate notes only)

4. 技術的側面

資料: 財務省、日本銀行

■ 日銀による国債買入れの現状(2) <2015年5月時点>

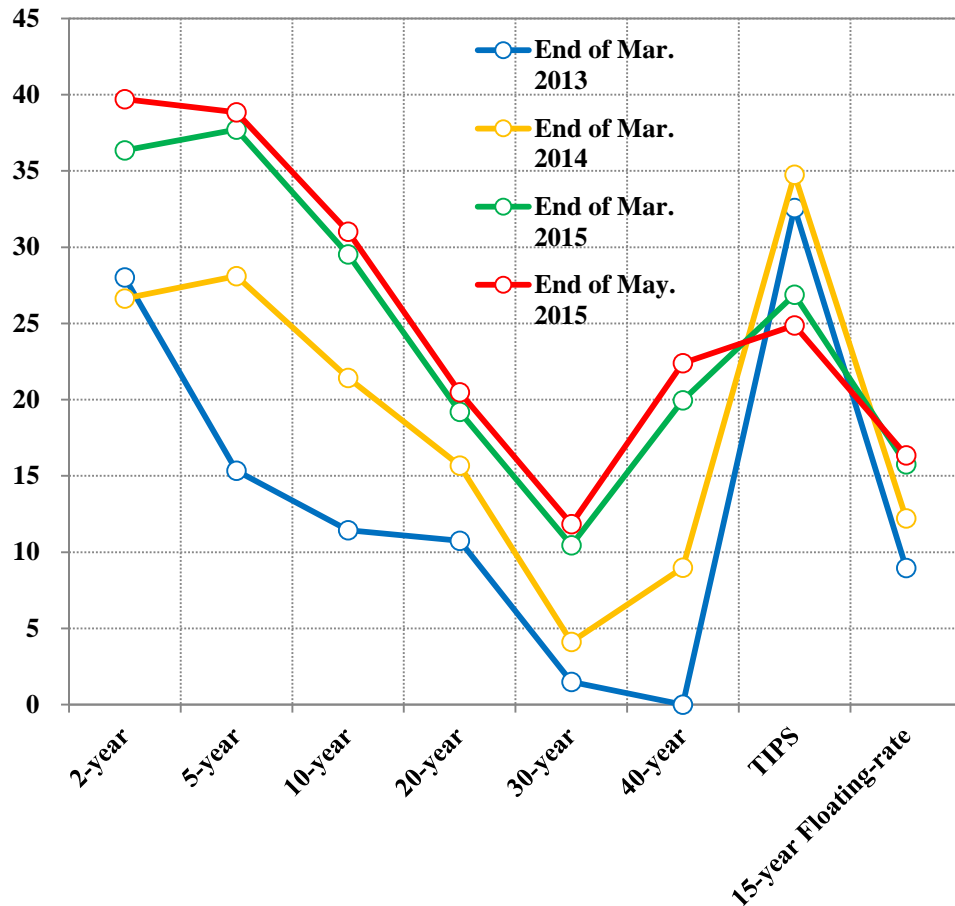
<上>日銀による国債買入れ残高、<下>政府による対市中発行残高(ともに兆円・%)



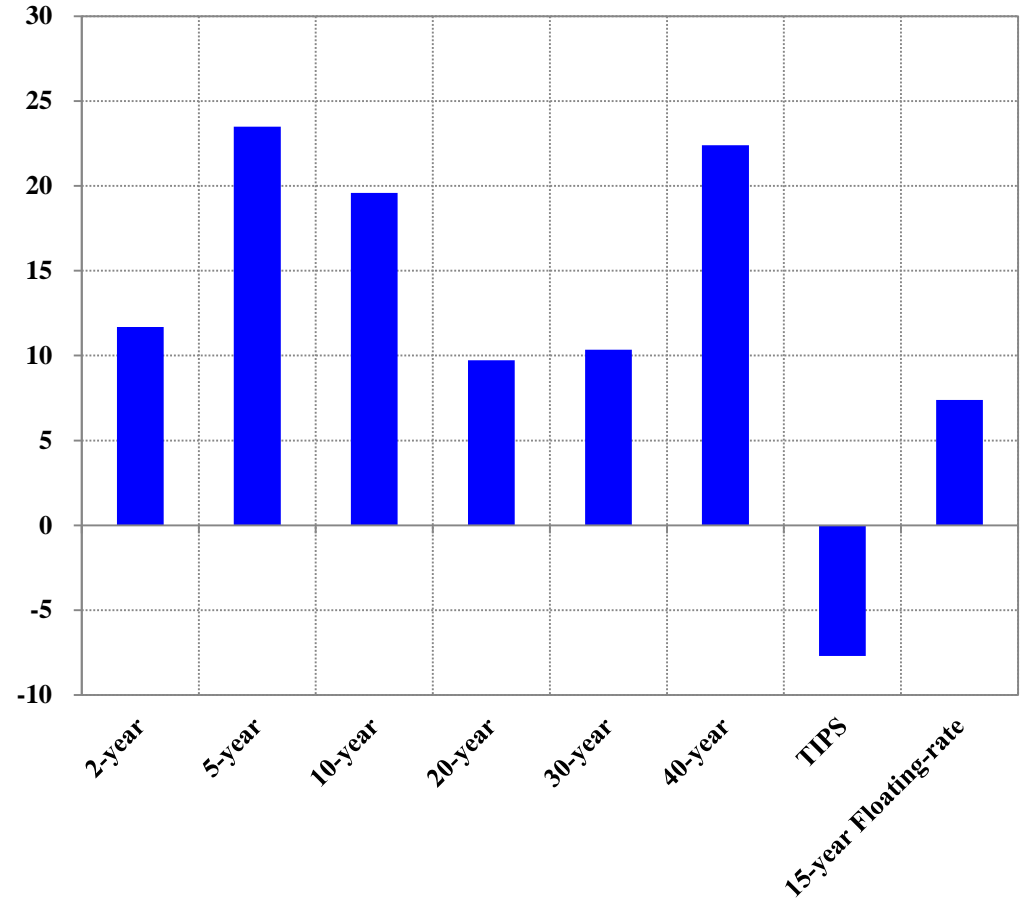
4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れの現状(3) <2013年4月～2015年5月>

時点別および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)

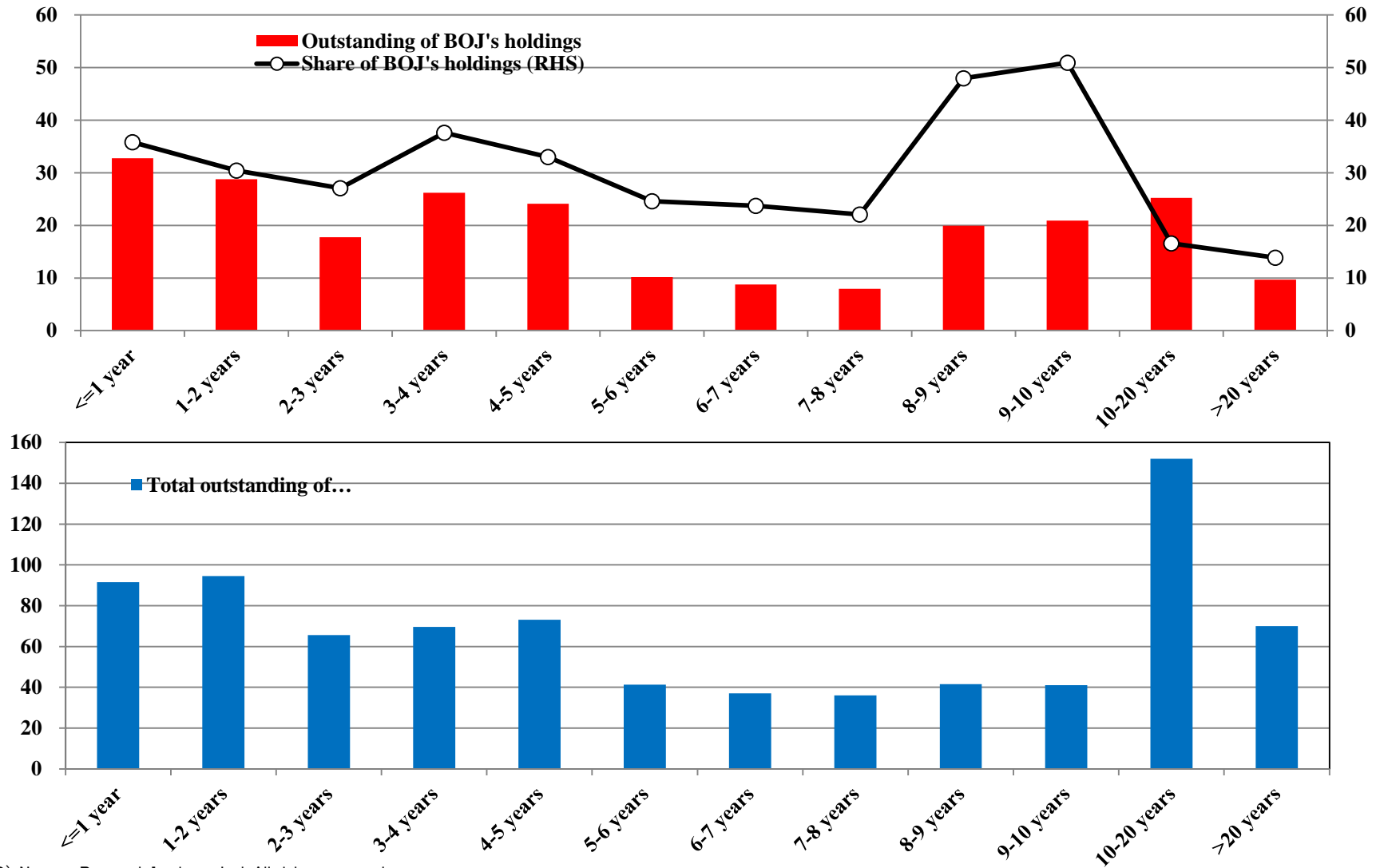


4. 技術的側面

資料: 財務省、日本銀行

■ 日銀による国債買入れの現状(4) <2015年5月時点>

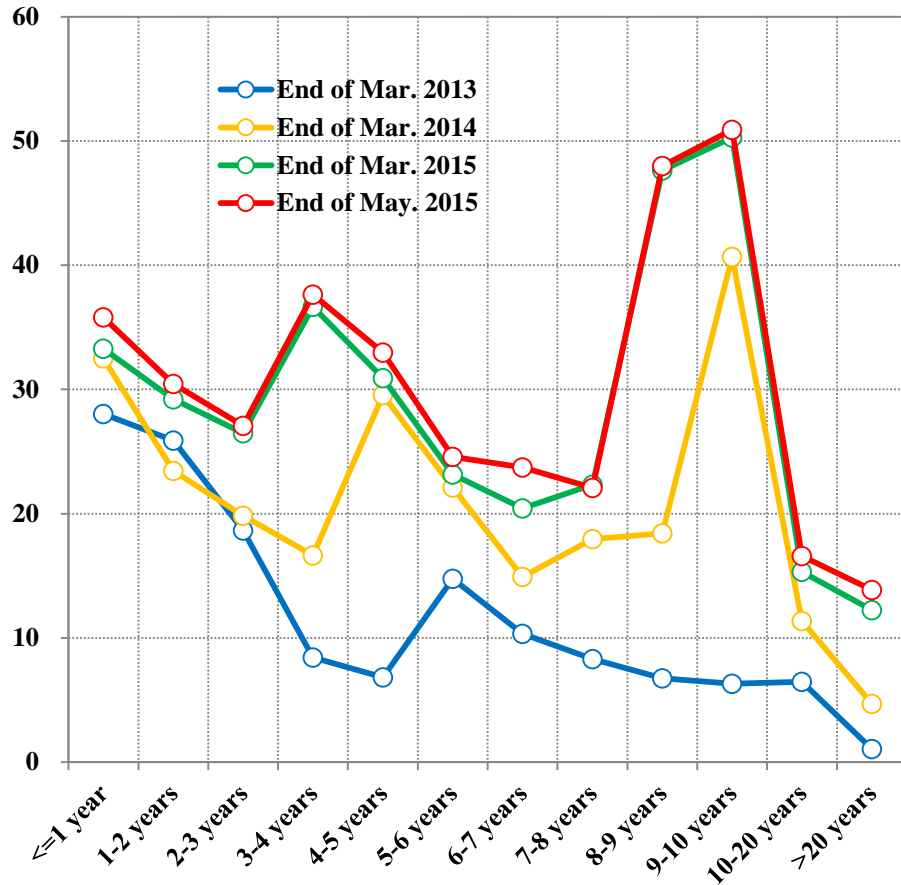
<上> 残存期間別の日銀保有シェア、<右> 残存期間別の国債の市中発行残高(いずれも%、兆円)



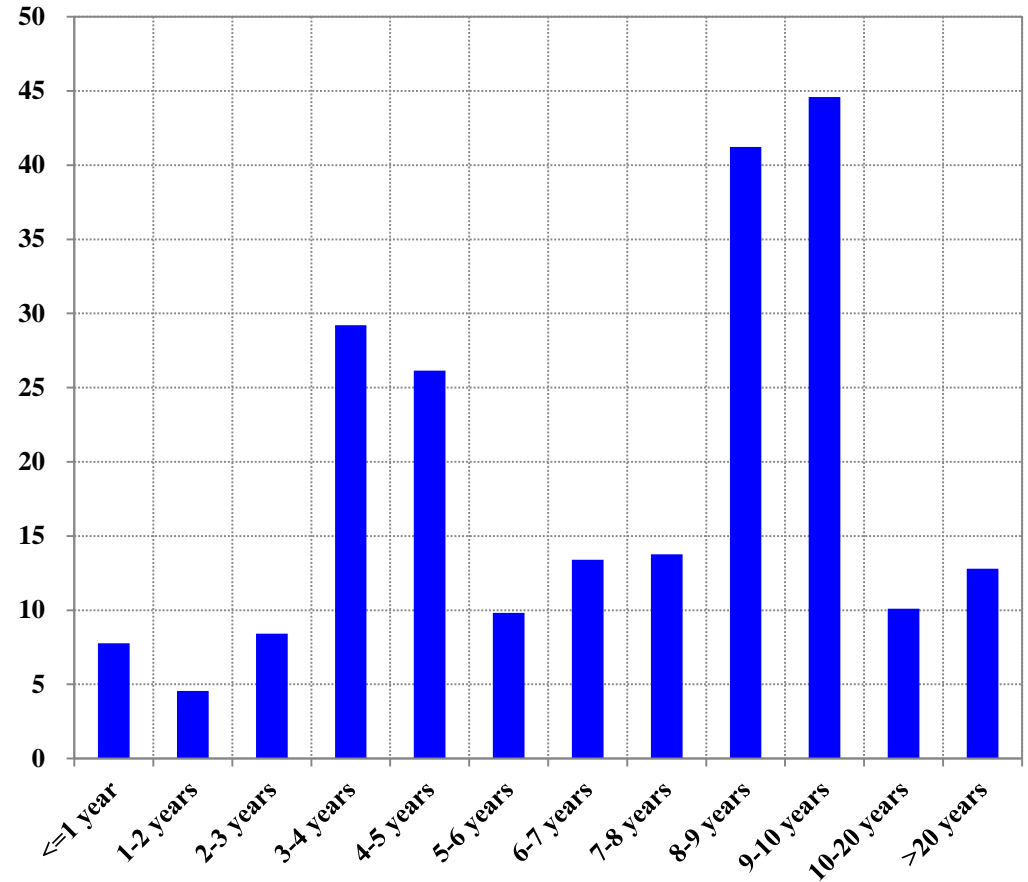
4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れの現状(5) <2013年4月～2015年5月>

残存期間別の日銀保有シェア(%)



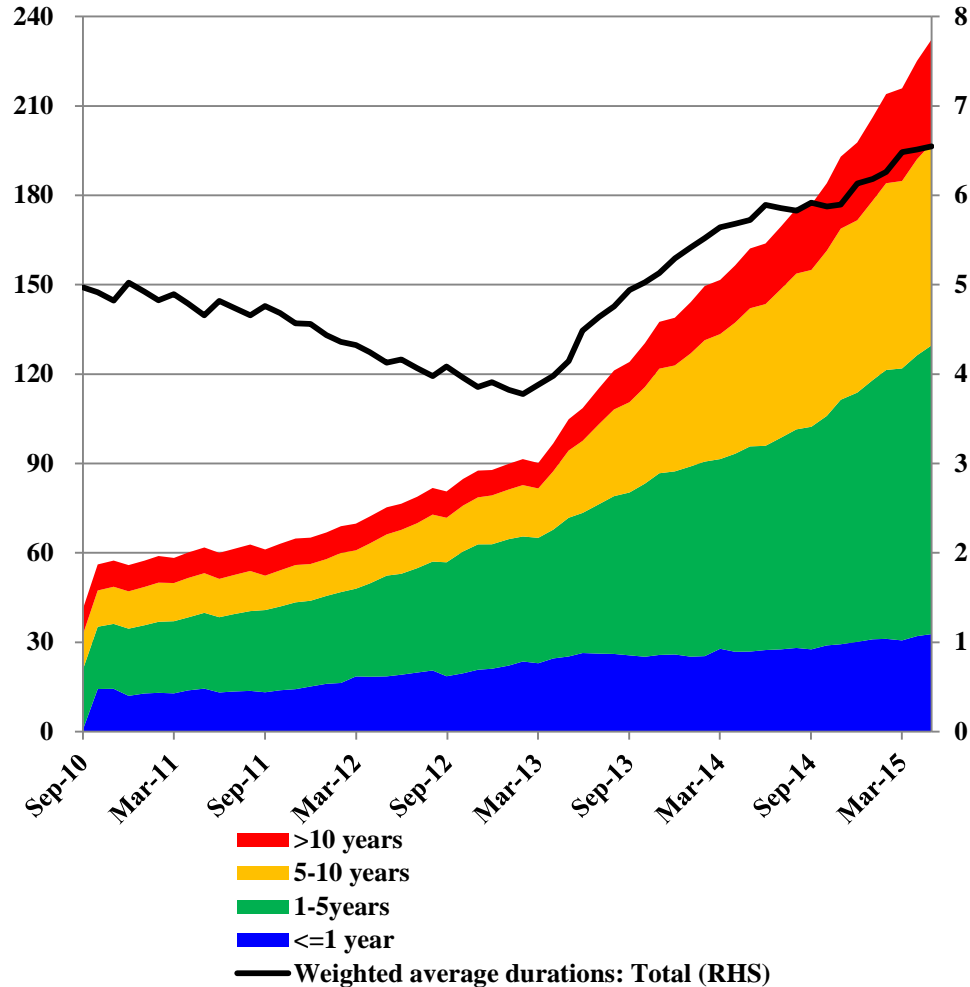
残存期間別の日銀保有シェアの変化(%ポイント)



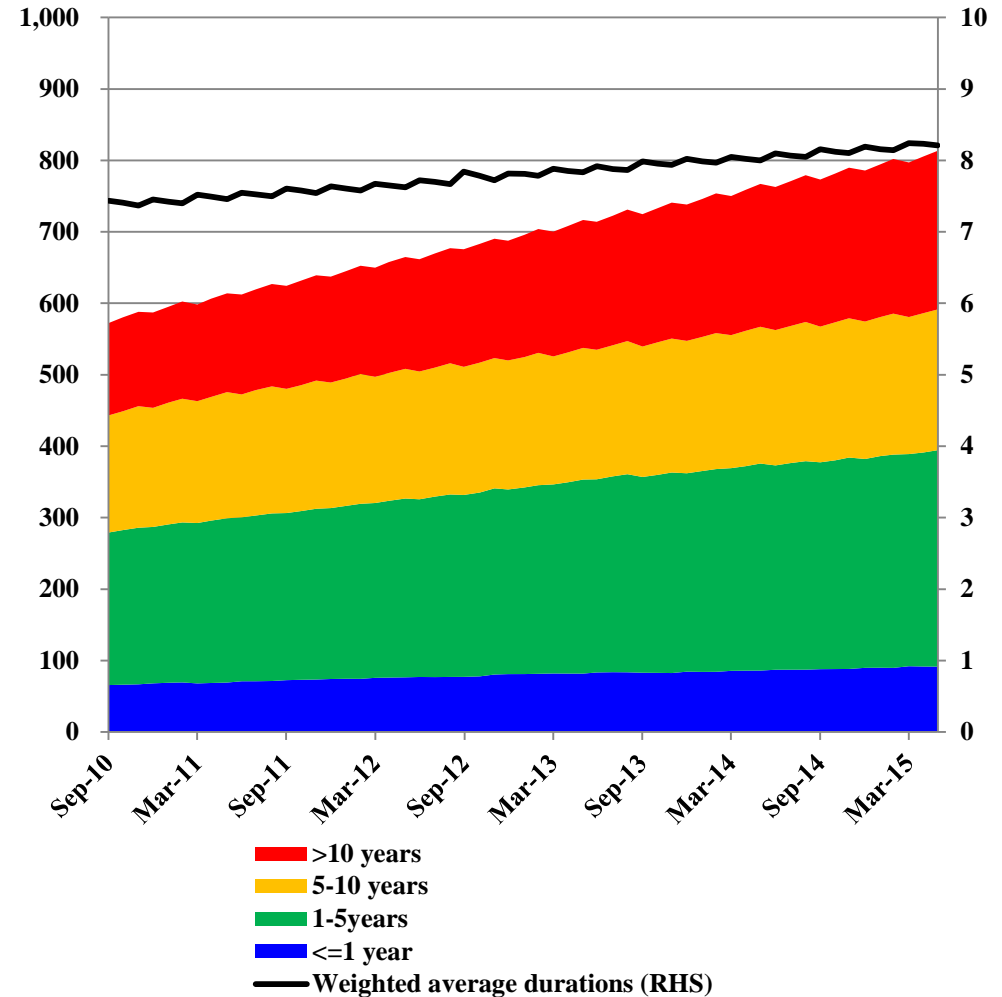
4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れの現状(6) <2010年9月～2015年5月>

日銀による国債保有と平均残存期間(兆円、年)



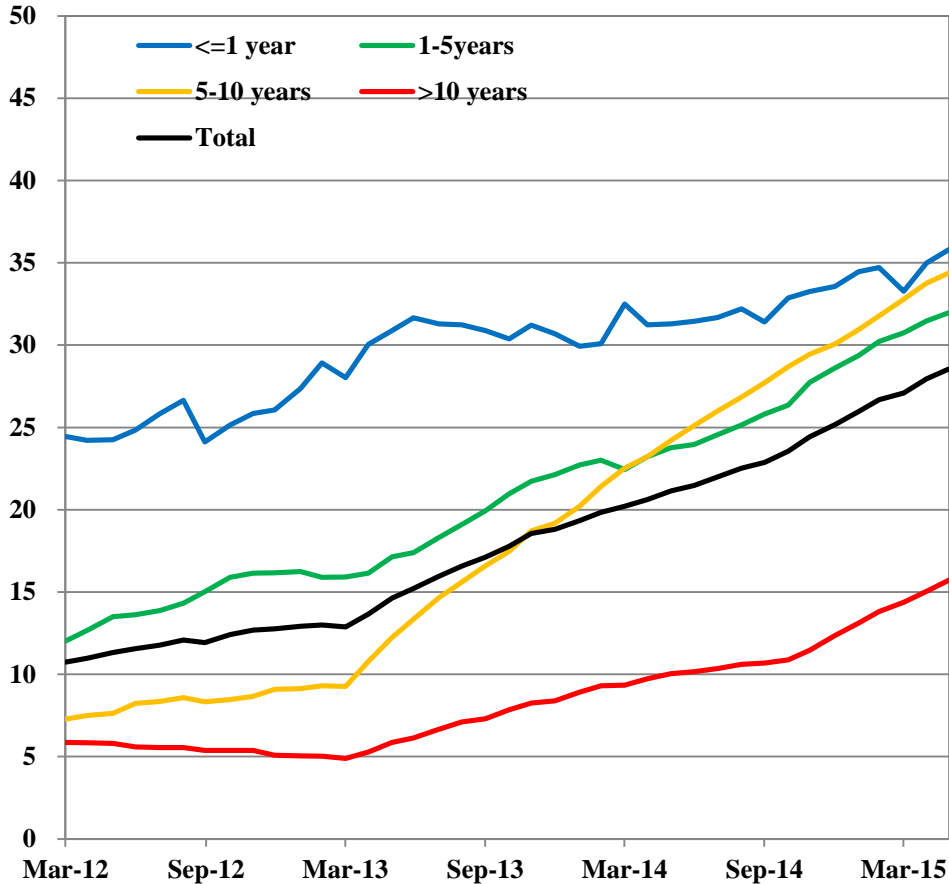
国債の市中発行残高と平均残存期間(兆円、年)



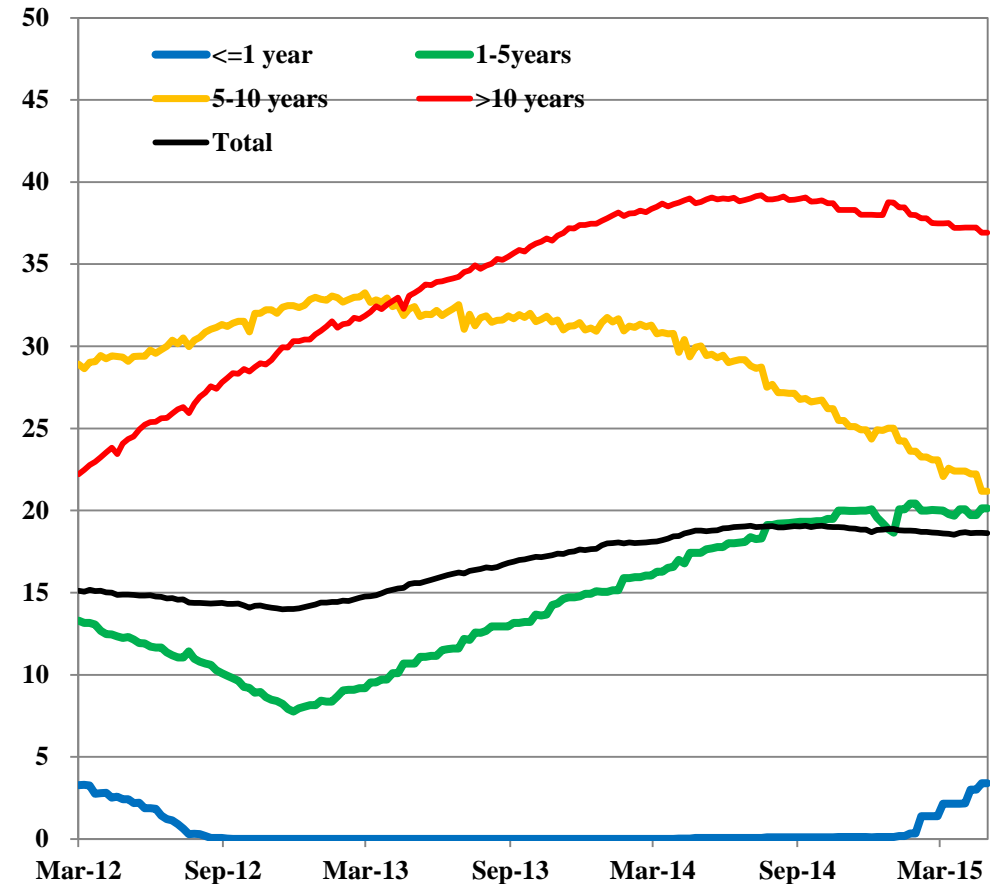
4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れの現状(7) <2012年3月～2015年5月>

日銀による国債保有シェア(%)



FRBによる米国債保有シェア(%)

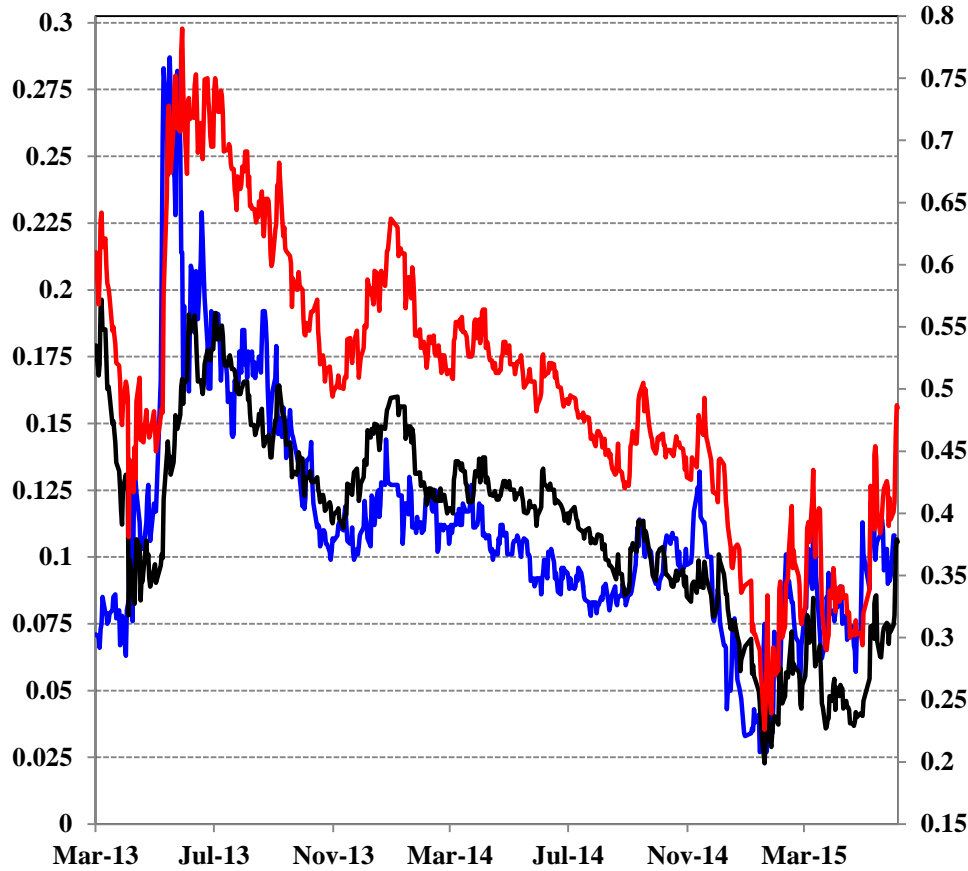


4. 技術的側面

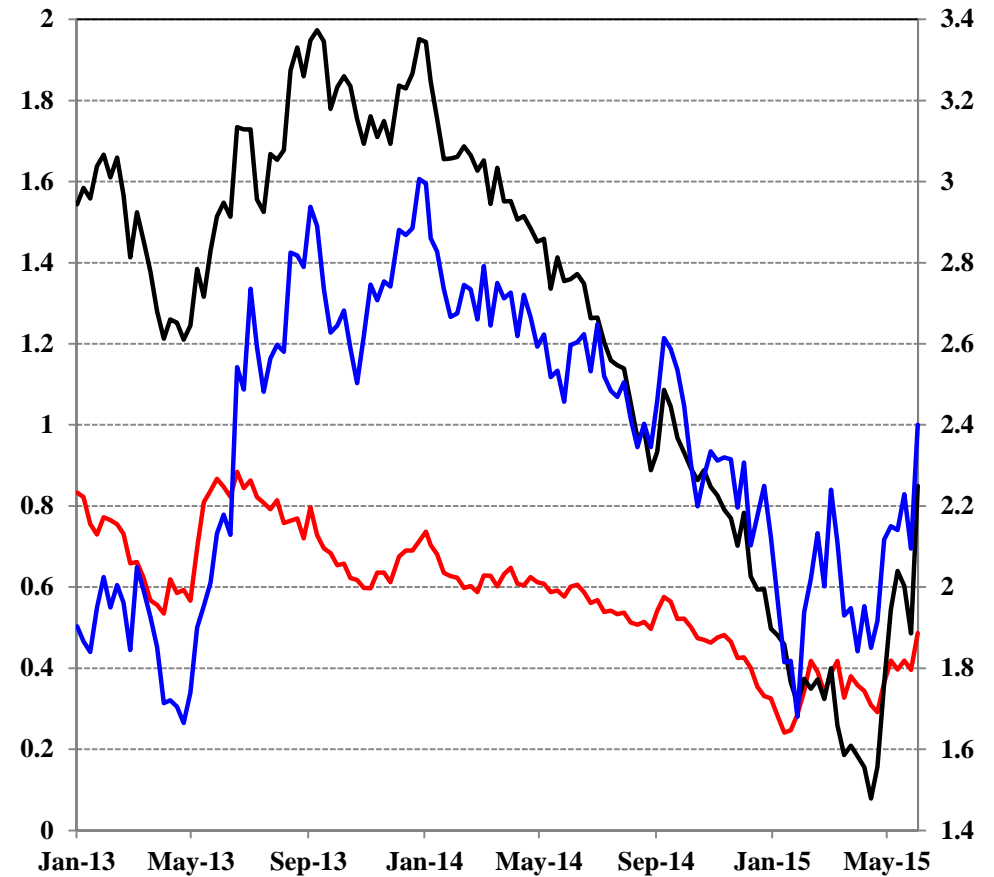
資料: Thomson Reuters

■ 国債市場 (再論)

〈左〉国債のイールド・スプレッド(bp)、〈右〉主要国の10年国債利回り(%)



— 2y vs 5y — 5Y vs 10Y (RHS) — 2y vs 10y (RHS)



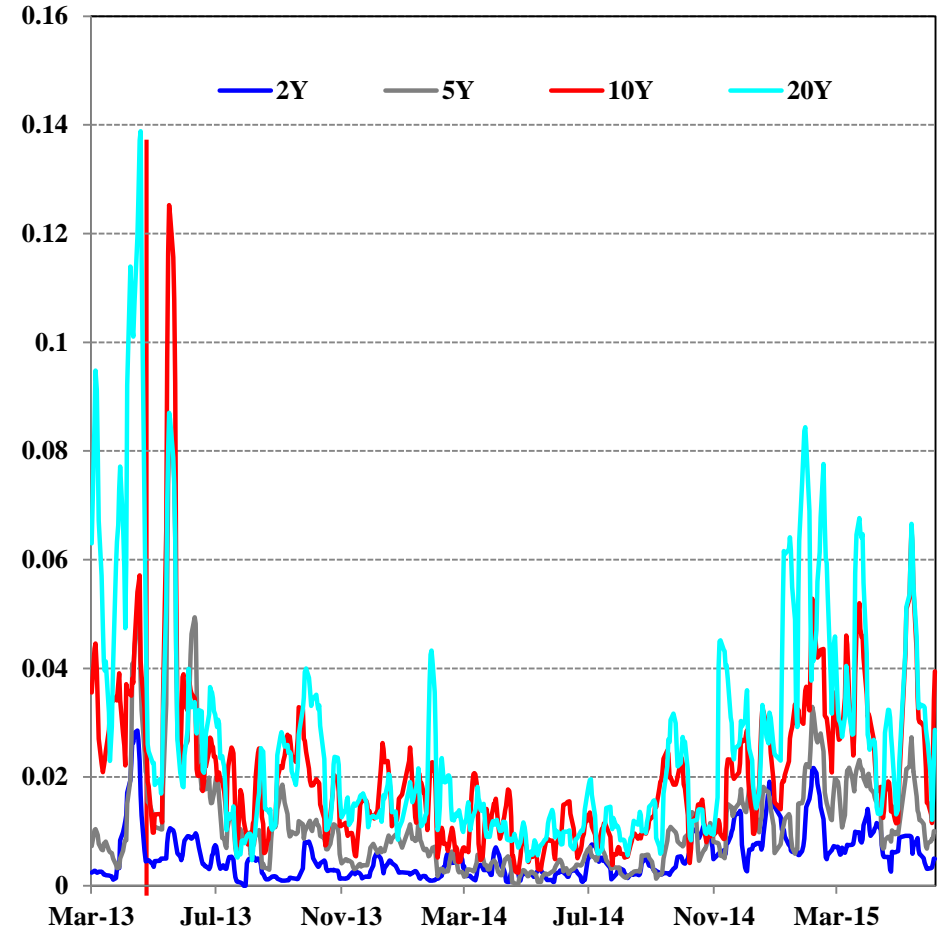
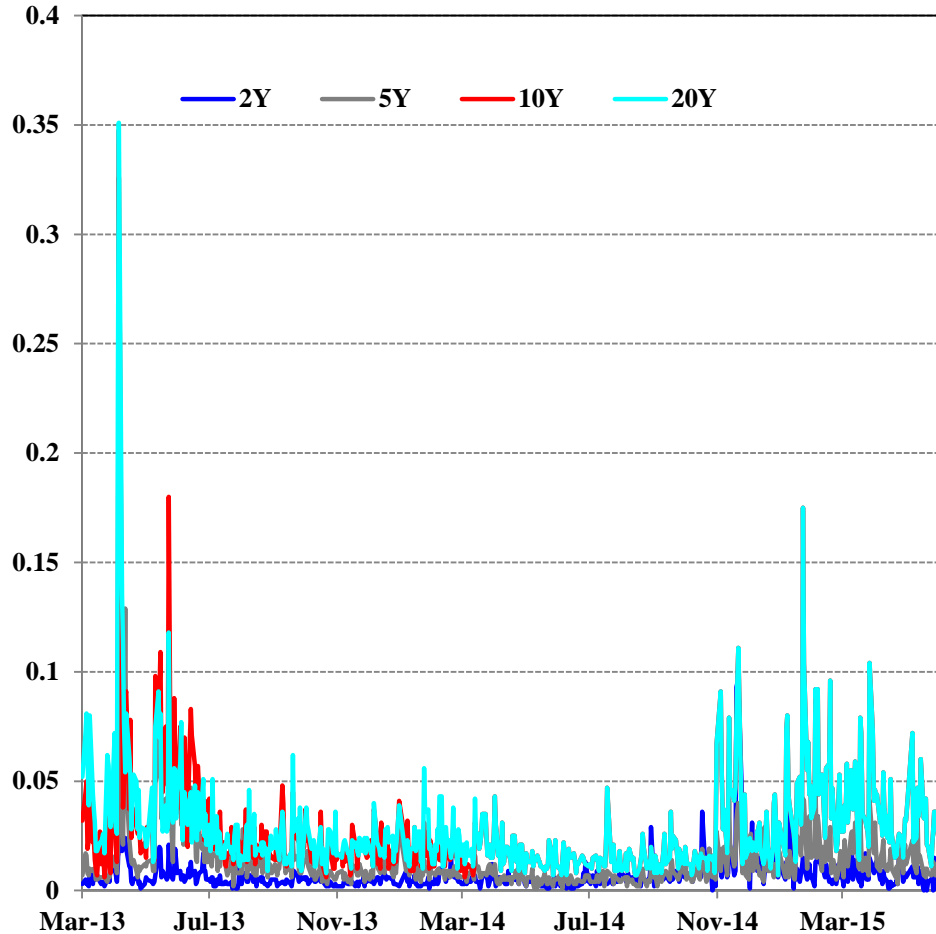
— JGB 10Y — Bunds 10Y — UST 10Y (RHS)

4. 技術的側面

資料: Thomson Reuters

■ 国債市場の機能 (1)

<左> 種類別の国債利回りの変動幅(週次、%ポイント)、<右> 種類別の国債利回りの標準偏差

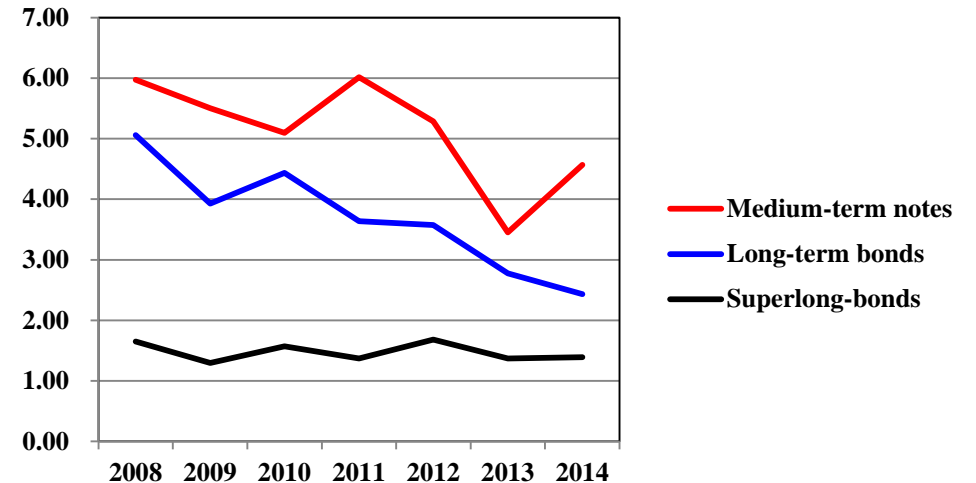
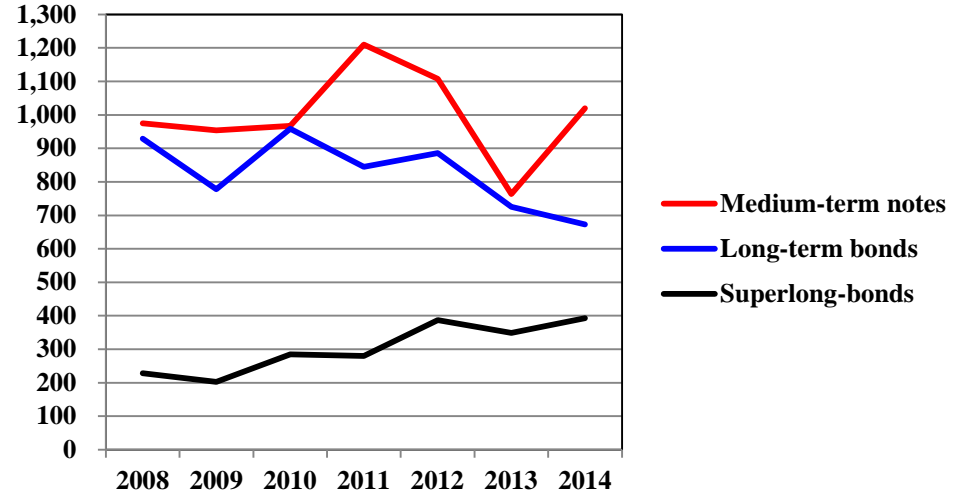
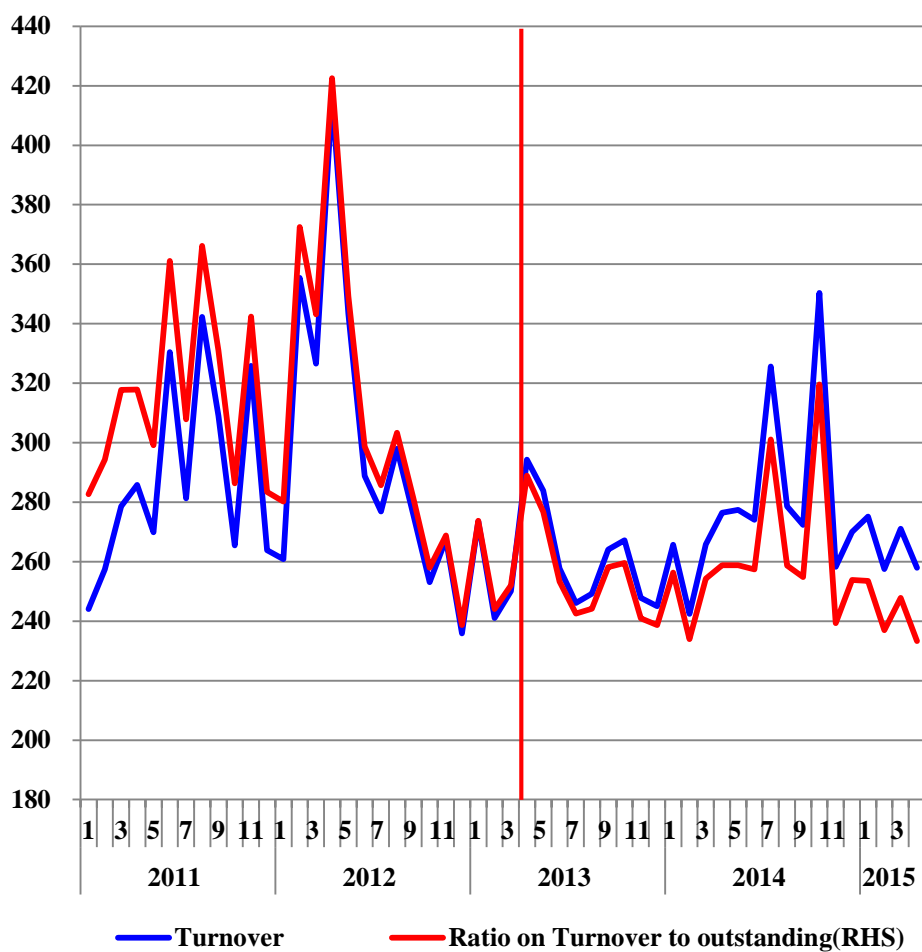


4. 技術的側面

資料: 日本証券業協会、財務省

■ 国債市場の機能 (2)

国債の売買金額(月次、年次)と売買回転率(兆円・回)

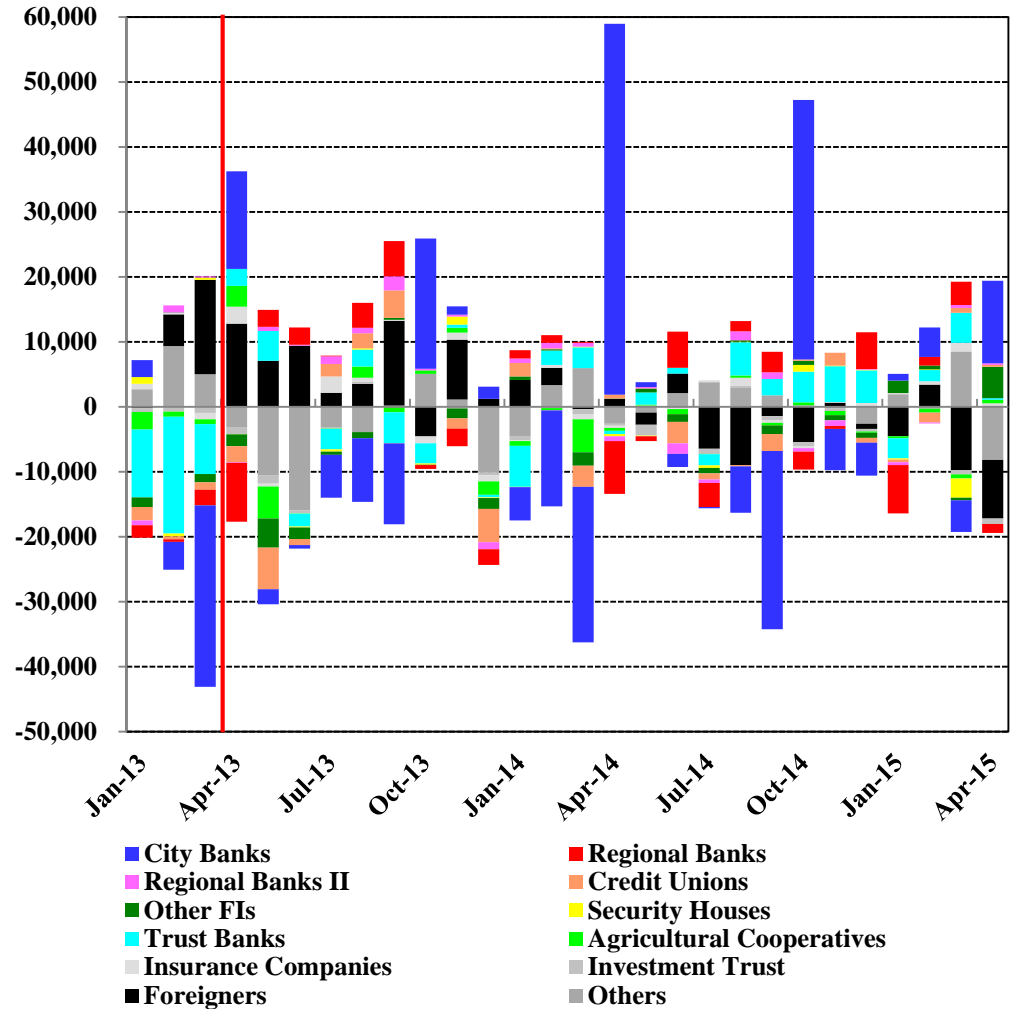
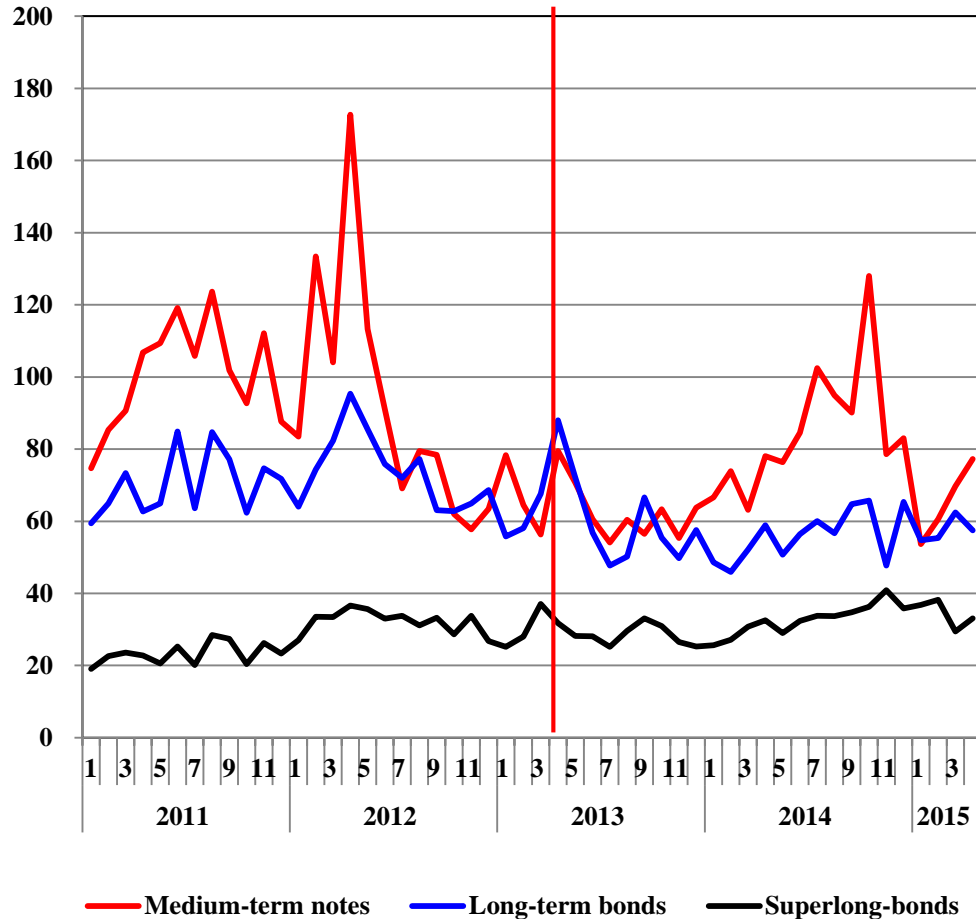


4. 技術的側面

資料: 日本証券業協会

■ 国債市場の機能 (3)

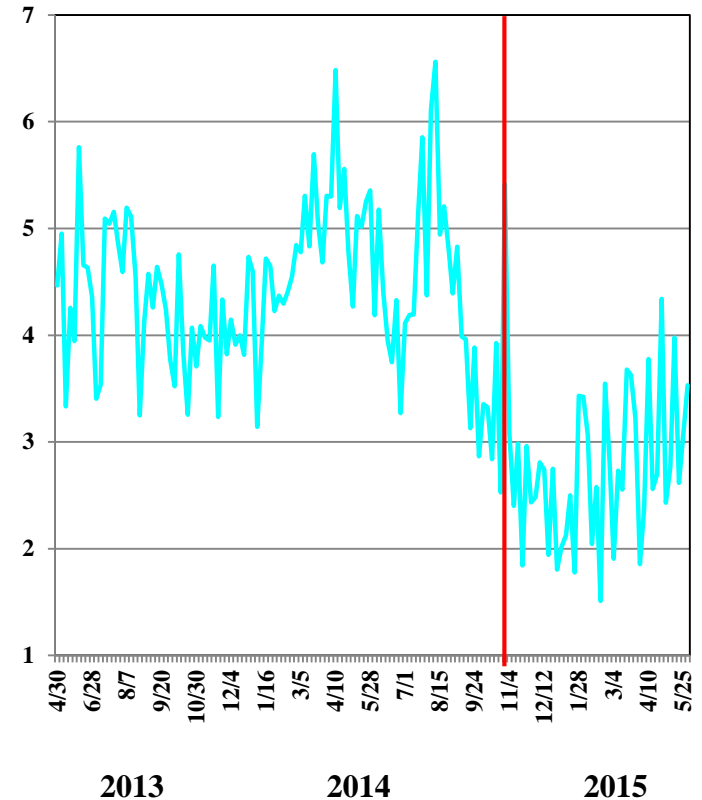
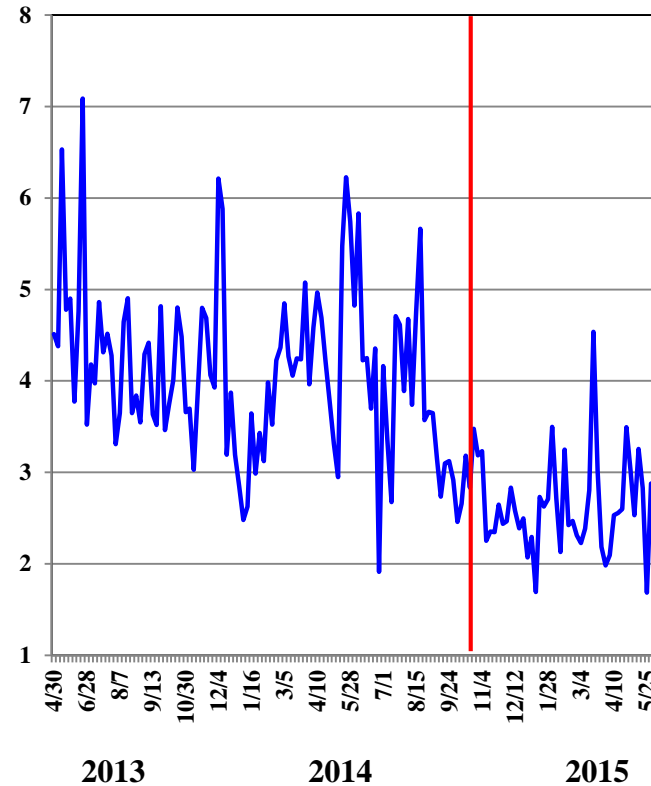
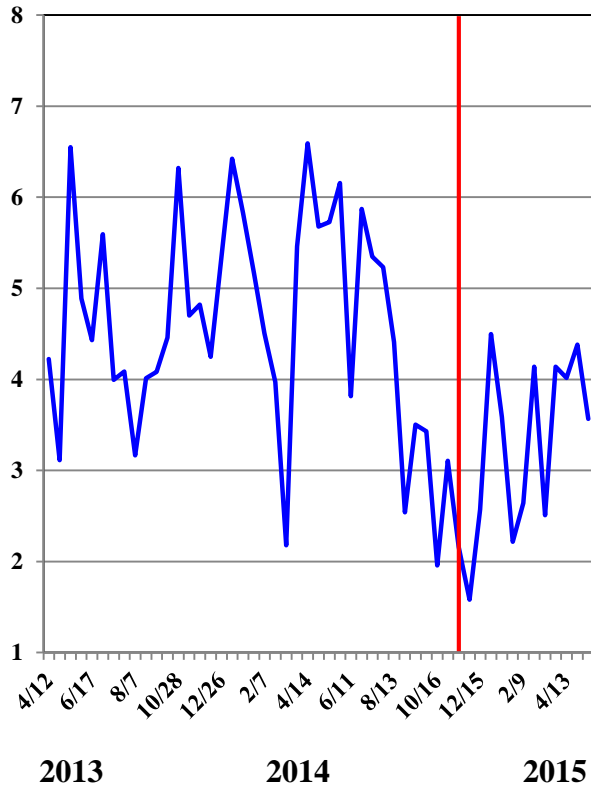
<左> 種類別の国債売買金額(兆円)、<右> 主要投資家別の長期国債のネット買入れ額(億円)



4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れ (1)

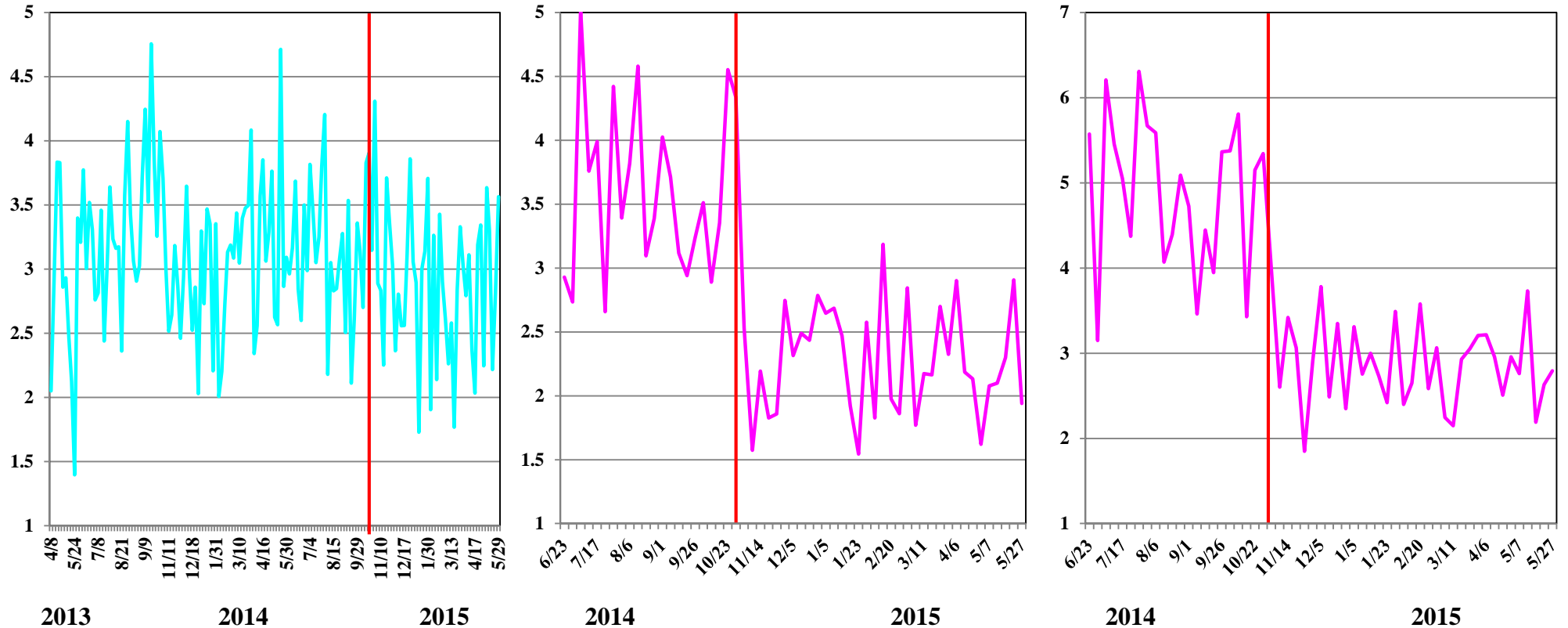
国債買入れの応札倍率 (<左>1年以下、<中央>1年超3年以下、<右>3年超5年以下)



4. 技術的側面

■ 日銀による国債買入れ (2)

国債買入れの応札倍率 (<左>5年超10年以下、<中央>10年超25年以下、<右>25年超)



(「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://www.nri.co.jp/opinion/r_report/kinyu_keizai.html
- 英語版: <http://www.nri.co.jp/english/opinion/index.html>



2015年6月16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