

# 金融市場パネル(Financial Markets Panel)

## 第42回会合参考資料



2017年08月08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 上級研究員

竹端 克利

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

石川 純子

1. 日銀の金融政策を巡る環境

2. 日銀による金融政策の「正常化」の展望

3. 「量的・質的金融緩和」の効果とコスト

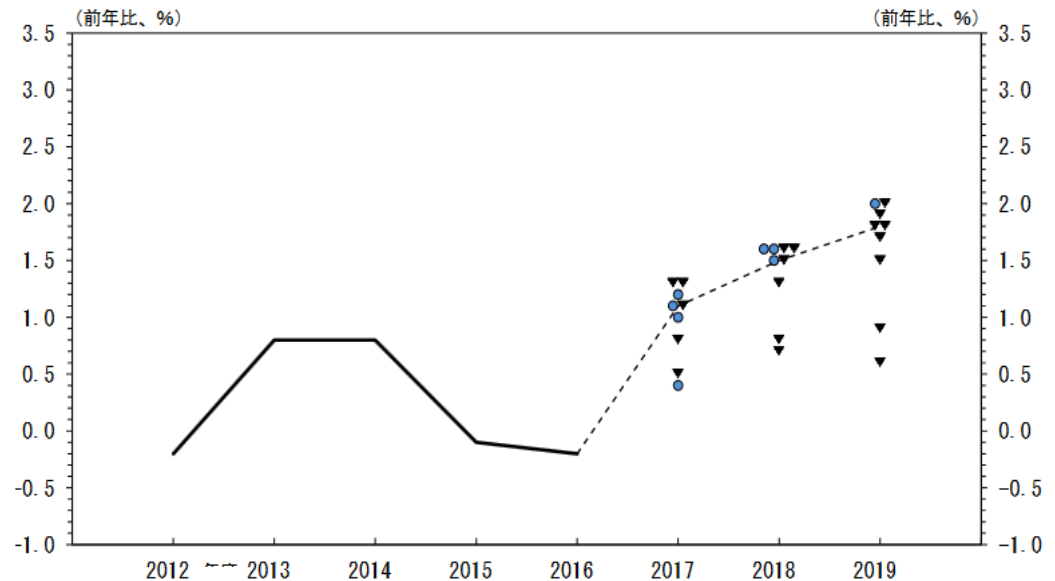
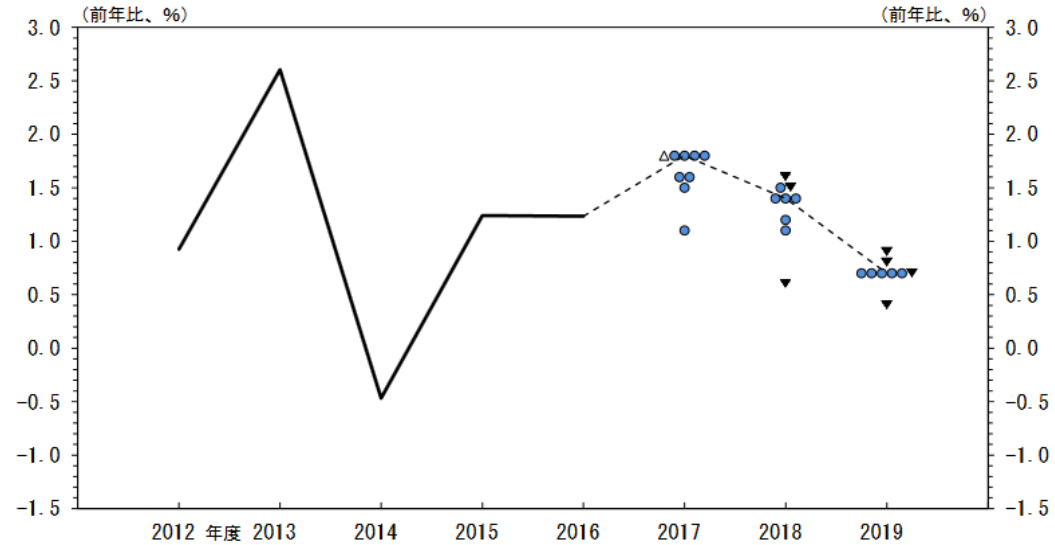
# 1-1. 日銀による景気と物価の見通し(7月の展望レポート)

政策委員の中心の見通し(カッコ内は4月時点)

	実質GDP成長率 (前年比)	コアCPIインフレ率 (前年比)
2017年度	+1.5% ~ +1.8% <+1.4% ~ +1.6%>	+0.5% ~ +1.3% <+0.6% ~ +1.6%>
2018年度	+1.1% ~ +1.5% <+1.1% ~ +1.3%>	+0.8% ~ +1.6% <+0.8% ~ +1.9%>
2019年度	+0.7% ~ +0.8% <+0.6% ~ +0.7%>	+0.9% ~ +2.0% <+0.9% ~ +2.0%>

- 日銀の政策委員会は、2018年度までは潜在成長率を大きく上回る成長を続けた後、2019年度は設備投資を中心とする調整や、消費税率引き上げの影響等により、成長率が減速すると予想している。
- この間、物価については、需給ギャップの縮小とそれにもなうインフレ期待の改善によって、見通し期間を通じて緩やかに加速し、2019年度頃に2%目標に到達するとみている。
- もっとも、景気は主として海外要因、物価はインフレ期待の改善の遅延を主因に、ともに下方リスクが大きいと判断している。

リスクバランス(＜上＞実質GDP成長率、＜下＞コアCPIインフレ率)



## 1-2. 日銀による景気と物価のリスク要因(7月の展望レポート)

### 景気

- 1) 海外経済の動向に関する不確実性
  - 米国の経済政策運営や国際金融市場に及ぼす影響、新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開や影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開、地政学的リスクが下振れをもたらす可能性
  - 市場や経済主体がある程度意識していることを踏まえると、展開によって上振れにつながる可能性
- 2) 企業や家計の中長期的な成長期待
  - 少子高齢化など中長期的な課題への取組みや労働市場をはじめとする規制・制度改革の動向、企業のイノベーション、雇用・所得環境などにより、上下双方向に変化する可能性
- 3) 財政の中長期的な持続可能性
  - 信認が低下する場合、将来不安の強まりや長期金利の上昇などを通じ、経済の下振れにつながる恐れ
  - 財政再建の道筋に対する信認が高まり、将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性

### 物価

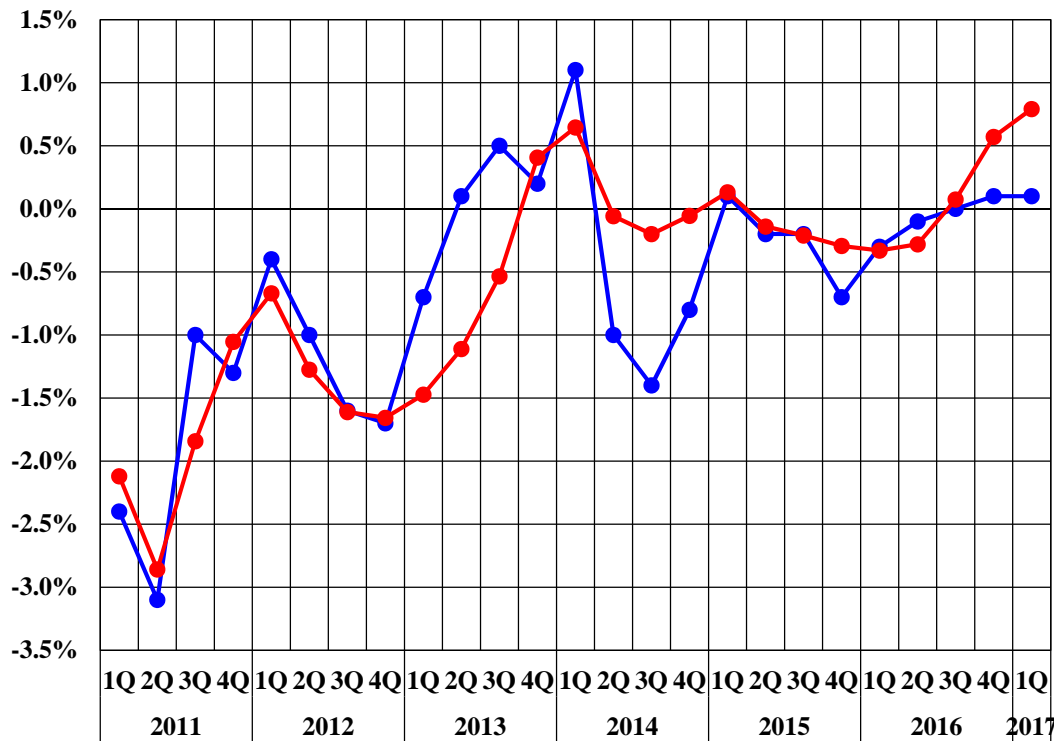
- 1) 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向
  - 企業の賃金・価格設定スタンスの積極化に時間がかかり、物価が弱めの推移を続ける場合、予想物価上昇率の高まりがさらに遅れるリスク
- 2) マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が低い品目の存在
  - 公共料金や一部のサービス価格、家賃などは依然鈍い動きを続けており、消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性
- 3) 今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向
  - 輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の可能性

### 1-3. GDPギャップとインフレ率

資料：内閣府、日銀

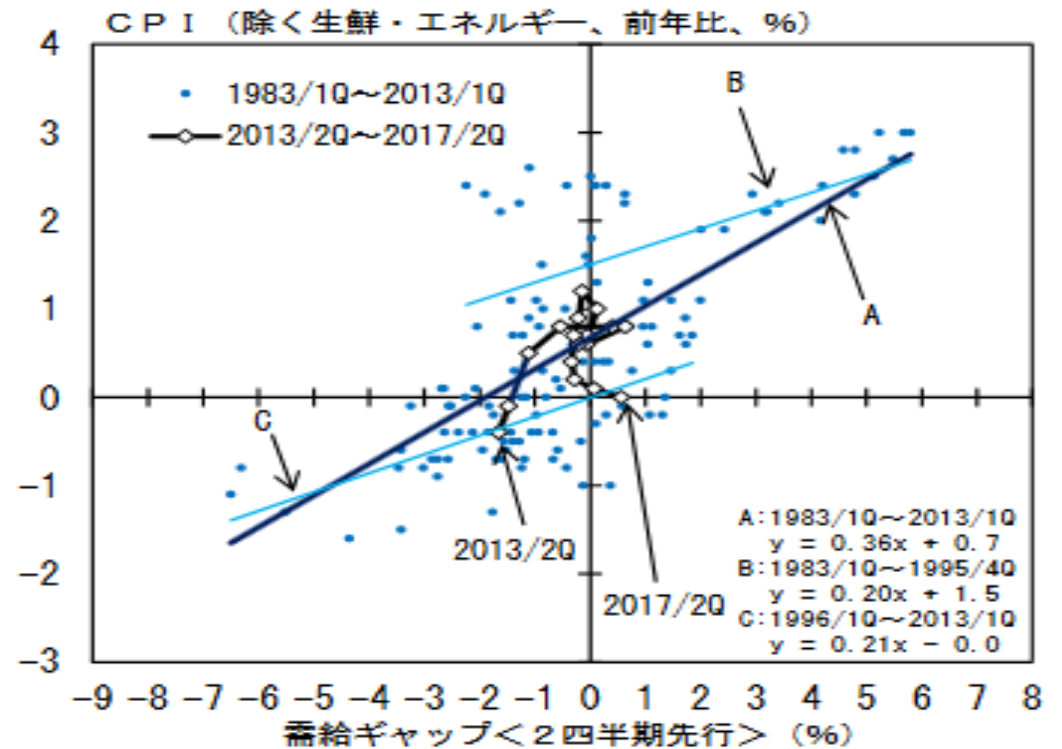
- GDPギャップは、日銀による推計だけでなく、内閣府の推計でも足許でわずかながらプラスに転じている。もっとも、日銀自身による推計を前提としても、需給ギャップのタイト化だけで2%のインフレ目標を達成するには、大幅にプラスのギャップが必要であり、インフレ期待の改善によるシフトアップが不可欠とみられる。

GDPギャップの推計値



● GDPギャップ(内閣府) ● GDPギャップ(日銀)

フィリップスカーブ(日銀推計)

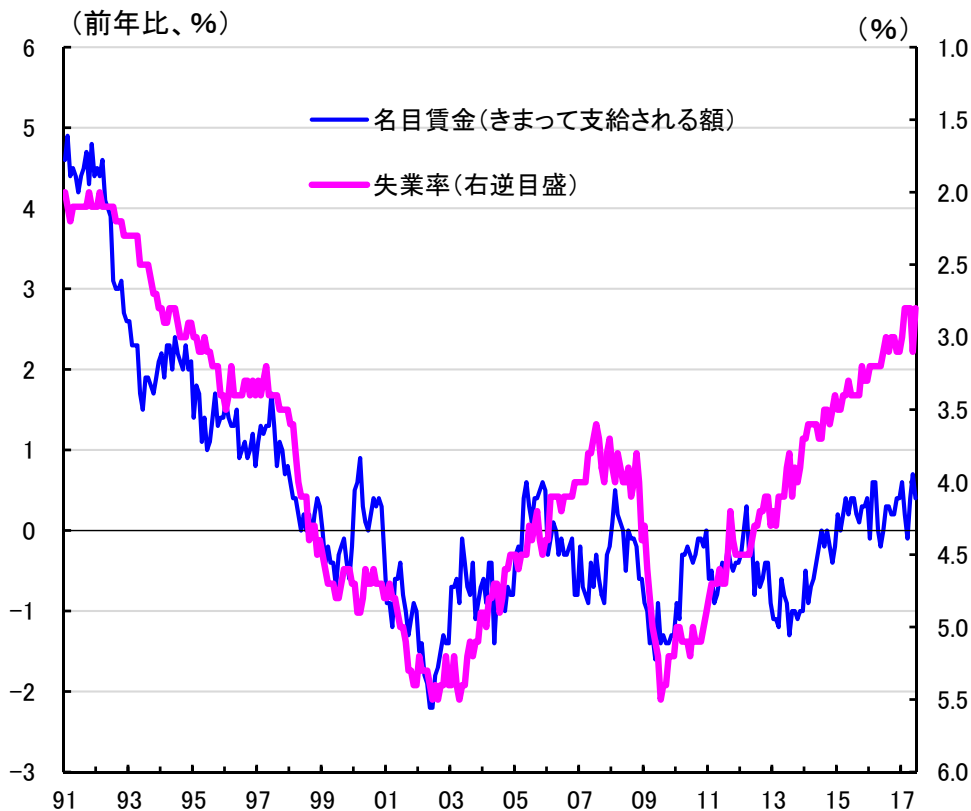


## 1-4. 失業率と名目賃金

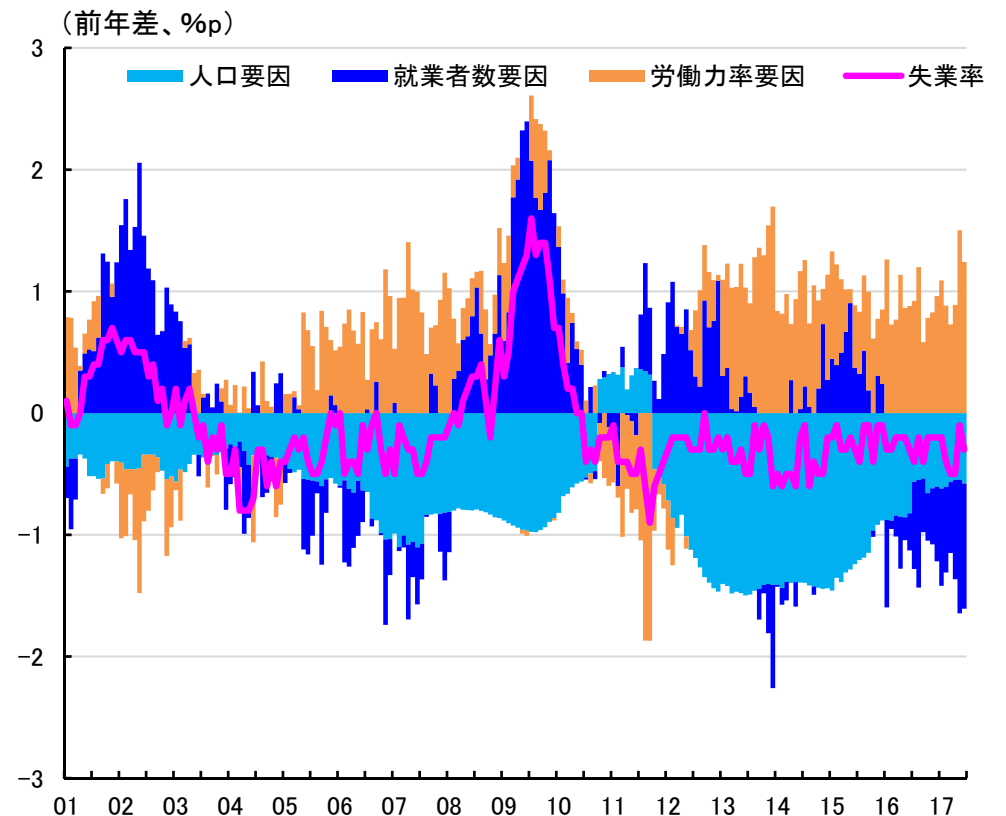
資料：厚生労働省、総務省

- 労働市場では失業率の低下と名目賃金上昇率の抑制が続いている。もともと、足もとの失業率の低下は主に就業者数の増加によってもたらされており、高齢者や女性の労働参加率上昇による影響を打ち消してなお余りある。したがって、労働市場は徐々に逼迫しつつあると考えられる。

名目賃金と失業率

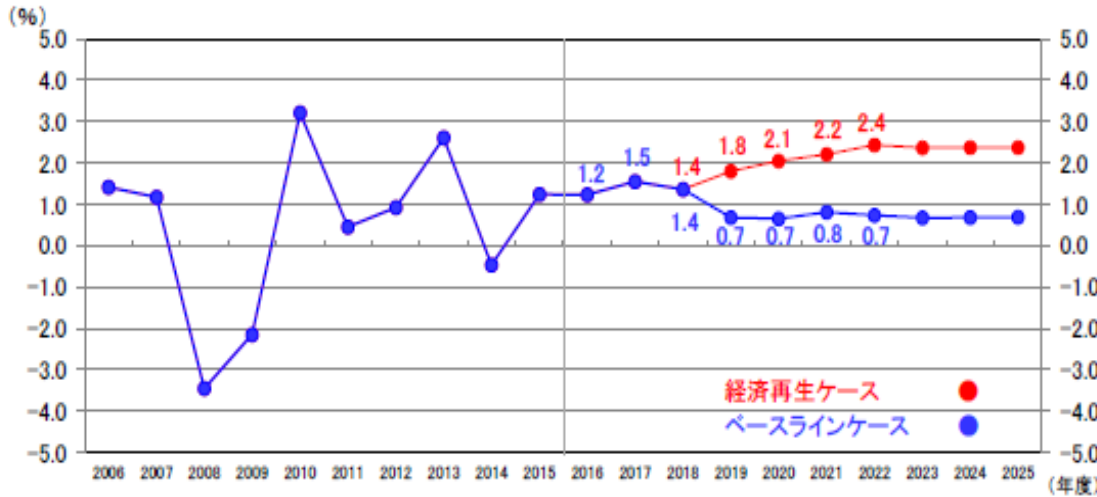


失業率の変化要因



## 1-5. 中期の経済見通し(内閣府)

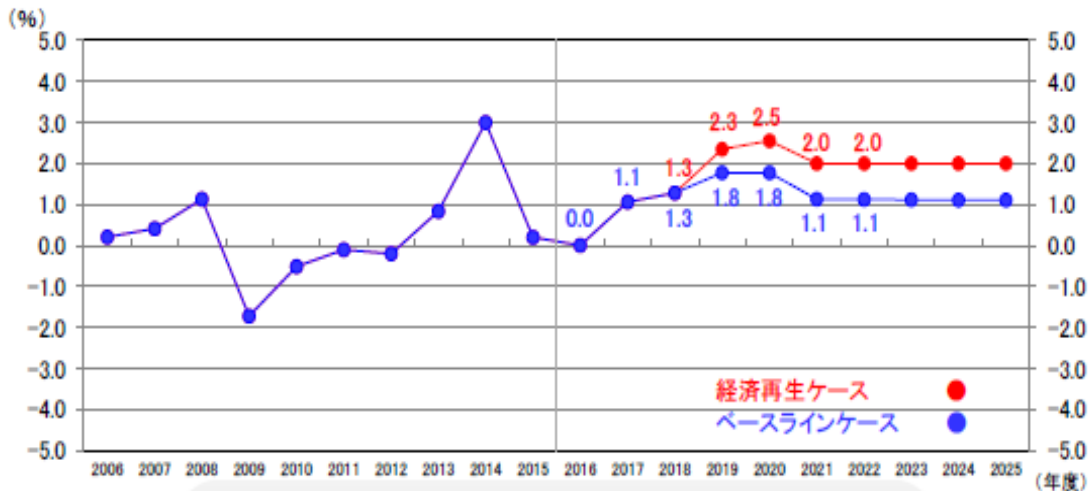
○GDP成長率  
〔実質GDP成長率〕



### ＜経済再生ケースの前提＞

- ・全要素生産性(TFP)上昇率が足元の水準(2016年度:0.6%)から2020年代初頭にかけて2.2%程度まで上昇する(この数値は、日本経済がデフレ状況に入る前の1983年から1993年<sup>2</sup>の全要素生産性(TFP)上昇率の平均)。
- ・「平成27年度雇用政策研究会報告書」の労働力需給推計を踏まえ、女性、高齢者を中心に労働参加率が2016年度から2025年度にかけて徐々に高まっていく。
- ・世界経済成長率<sup>3</sup>については、2019年度から2022年度の間は、IMFの世界経済見通し(2017年4月公表)に基づく成長率(年率3.3~3.4%程度)で推移し、それ以降は3.3%程度で推移する。

○消費者物価上昇率



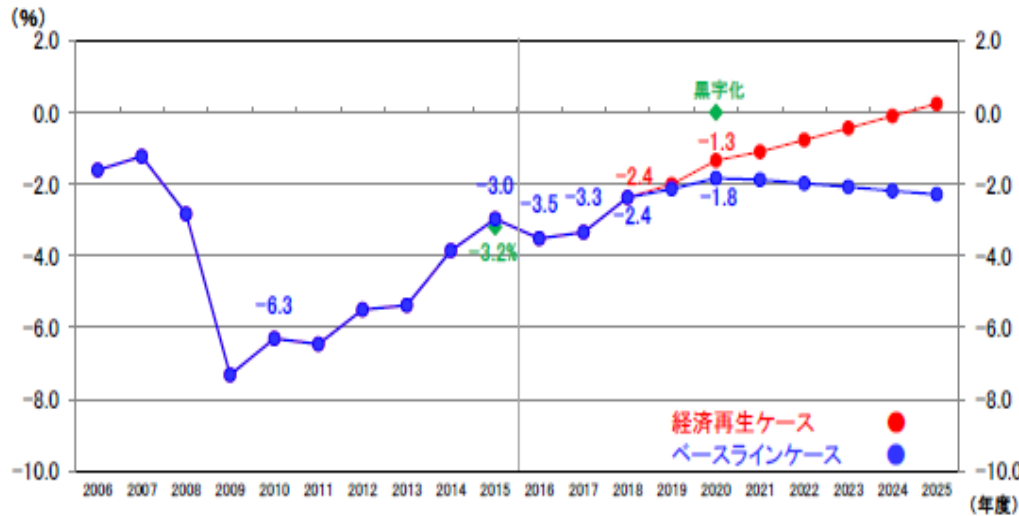
### ＜ベースラインケースの前提＞

- ・全要素生産性(TFP)上昇率については、2020年代初頭にかけて1.0%程度に収束する。
- ・労働参加率は足元の水準から横ばいで推移する。
- ・2019年度以降は、IMFの世界経済見通し(2017年4月)に基づく成長率(年率3.3~3.4%程度)を年率0.6%pt程度<sup>4</sup>下回る成長率(年率2.7%程度)で推移する。



## 1-6. 中期の財政見通し(内閣府)

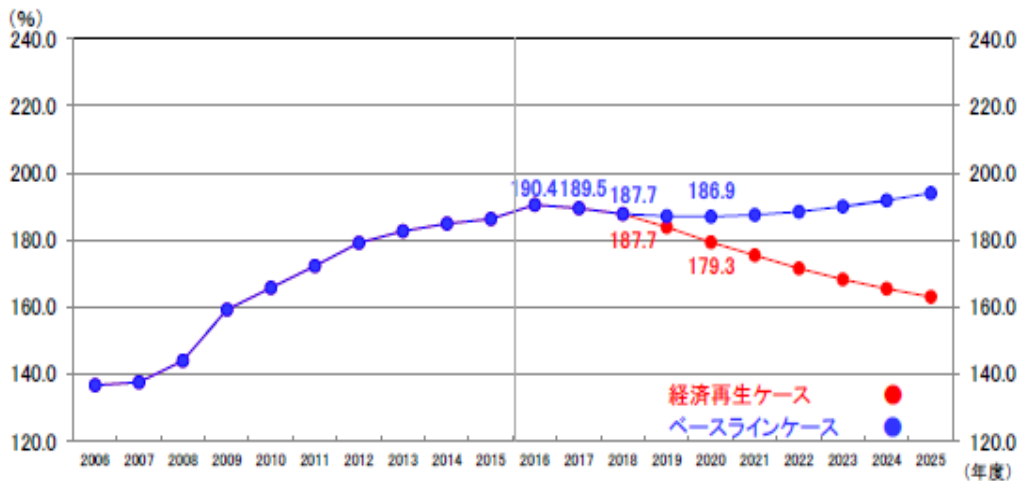
○国・地方の基礎的財政収支\*(対GDP比)



### <内閣府による評価>

財政面では、前回試算と比べた2018年度の経済成長率の見込みの低下等により、2020年度にかけて税収の見込みが減少した一方で、これまでも夏の試算に織り込んでいる次年度の歳出改革等を勘案したことで、経済再生ケースの2020年度のPB赤字は前回試算と同程度の▲8.2兆円程度(対GDP比▲1.3%)となる。公債等残高対GDP比は、経済再生ケースでは2017年度以降、2025年度にかけて低下していく。ただし、2024年度以降長期金利が名目GDP成長率を上回り、低金利で発行した既発債のより高い金利による借換えが進んでいくことに留意が必要である。一方で、ベースラインケースでは2021年度以降に緩やかに上昇していく。このため、引き続き、経済・財政一体改革を着実に推進していくことが重要である。

○国・地方の公債等残高\*(対GDP比)



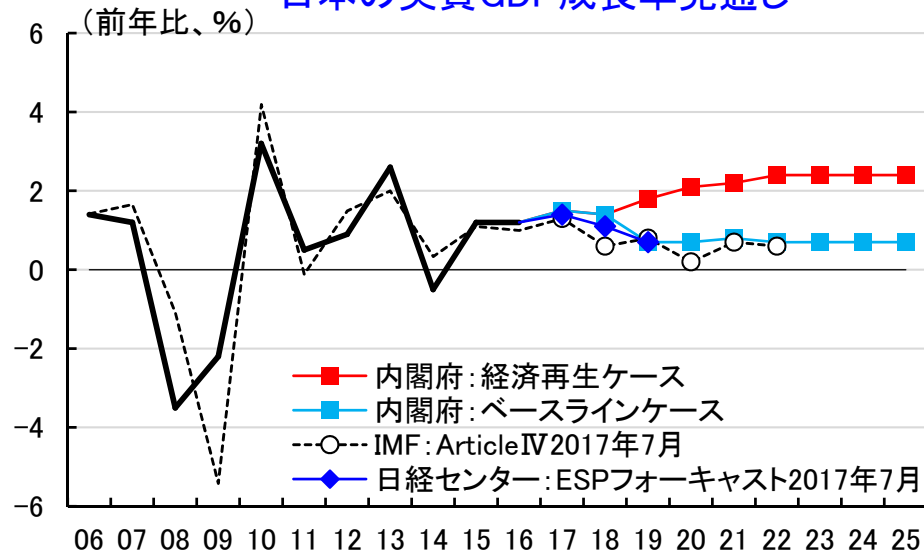


# 1-7. 中期の日本経済の見通し(IMF)

資料: IMF、内閣府、日経センター

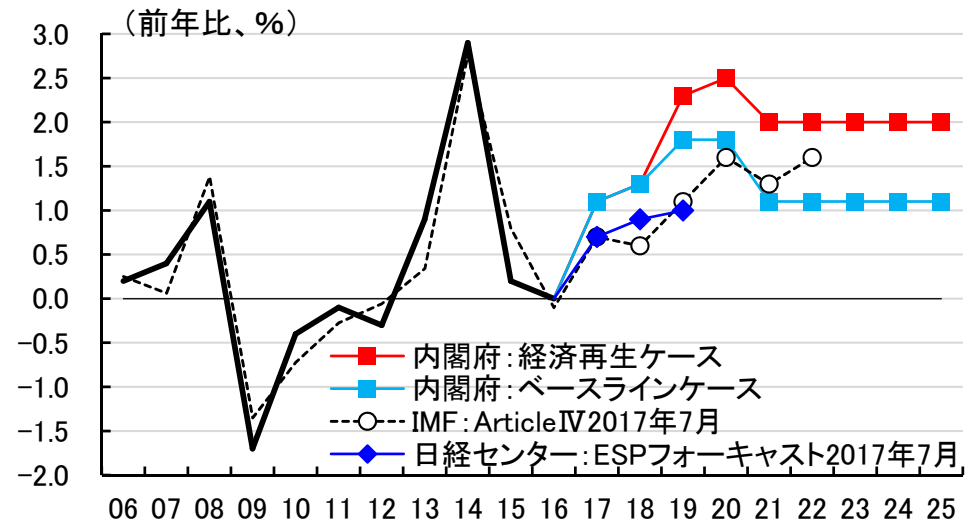
	2015 実績	2016 実績	2017	2018	2019	2020	2021	2022
実質GDP(前年比、%)	1.2	1.0	1.2	0.6	0.8	0.2	0.7	0.6
(Update、7月)	1.1	1.0	1.3	0.6	0.8	0.2	0.7	0.6
CPI(前年比、%)	0.8	-0.1	1.0	0.6	1.1	1.6	1.3	1.6
(Update、7月)	0.8	-0.1	0.7	0.6	1.1	1.6	1.3	1.6
失業率(%)	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
(Update、7月)	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
プライマリー財政収支(GDP比、%)	-3.1	-4.0	-3.9	-3.3	-2.8	-2.2	-2.1	-2.0
(Update、7月)	-3.1	-4.0	-4.0	-3.3	-2.9	-2.3	-2.1	-2.1
政府債務(GDP比、%)	238.0	239.2	239.2	239.4	237.7	236.1	234.4	232.4
(Update、7月)	238.2	239.4	240.7	240.3	238.7	237.1	235.5	233.6
経常収支(GDP比、%)	3.1	3.9	4.2	4.3	4.2	4.4	4.5	4.3
(Update、7月)	3.1	3.8	3.9	4.2	4.1	4.4	4.4	4.3

日本の実質GDP成長率見通し



(注)日経センターのみ年度。

日本の消費者物価上昇率見通し



(注)日経センターのみ総合除く生鮮食品。年度。19年度は消費増税の影響を除いたベース。

## 1-8. 中期の海外経済見通し(IMF)

資料: IMF

世界	2015 実績	2016 実績	2017	2018	2019	2020	2021	2022
実質GDP(前年比、%)	2.7	2.4	2.9	3.0	3.0	2.9	2.9	3.0
CPI(前年比、%)	2.8	2.8	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3

米国	2015 実績	2016 実績	2017	2018	2019	2020	2021	2022
実質GDP(前年比、%)	2.6	1.6	2.3	2.5	2.1	1.8	1.7	1.7
(Update、7月)			2.1	2.1				
CPI(前年比、%)	0.1	1.3	2.7	2.4	2.6	2.3	2.2	2.3
失業率(%)	5.3	4.9	4.7	4.6	4.4	4.5	4.7	5.0
プライマリー財政収支(GDP比、%)	-1.6	-2.3	-1.9	-2.2	-2.8	-2.7	-2.7	-2.6
政府債務(GDP比、%)	105.6	107.4	108.3	108.9	110.6	112.7	115.1	117.4
経常収支(GDP比、%)	-2.6	-2.6	-2.7	-3.3	-3.5	-3.6	-3.4	-3.2

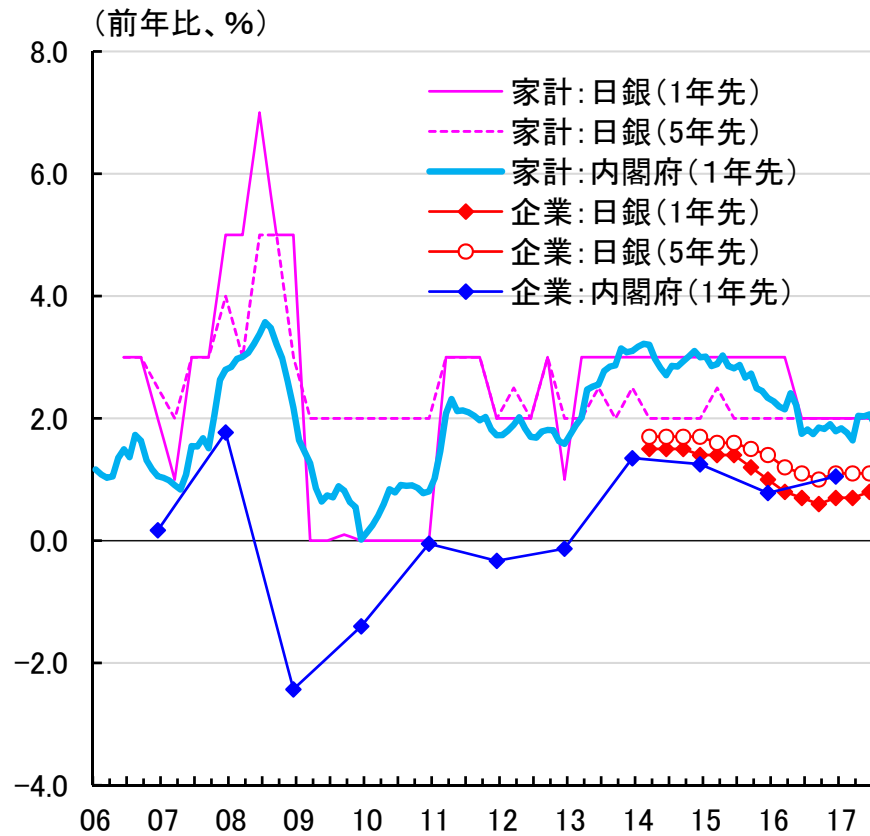
ユーロエリア	2015 実績	2016 実績	2017	2018	2019	2020	2021	2022
実質GDP(前年比、%)	2.0	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
CPI(前年比、%)	0.0	0.2	1.7	1.5	1.6	1.8	1.9	1.9
失業率(%)	10.9	10.0	9.4	9.1	8.8	8.5	8.3	8.1
プライマリー財政収支(GDP比、%)	0.1	0.3	0.3	0.5	0.9	1.2	1.3	1.5
政府債務(GDP比、%)	92.6	91.3	90.1	88.6	86.6	84.5	82.2	79.9
経常収支(GDP比、%)	3.0	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8

中国	2015 実績	2016 実績	2017	2018	2019	2020	2021	2022
実質GDP(前年比、%)	6.9	6.7	6.6	6.2	6.0	5.9	5.8	5.7
(Update、7月)			6.7	6.4				
CPI(前年比、%)	1.4	2.0	2.4	2.3	2.6	3.0	3.0	3.0
失業率(%)	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
プライマリー財政収支(GDP比、%)	-2.2	-3.0	-2.7	-2.3	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1
政府債務(GDP比、%)	105.6	107.4	108.3	108.9	110.6	112.7	115.1	117.4
経常収支(GDP比、%)	8.3	8.5	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	7.4

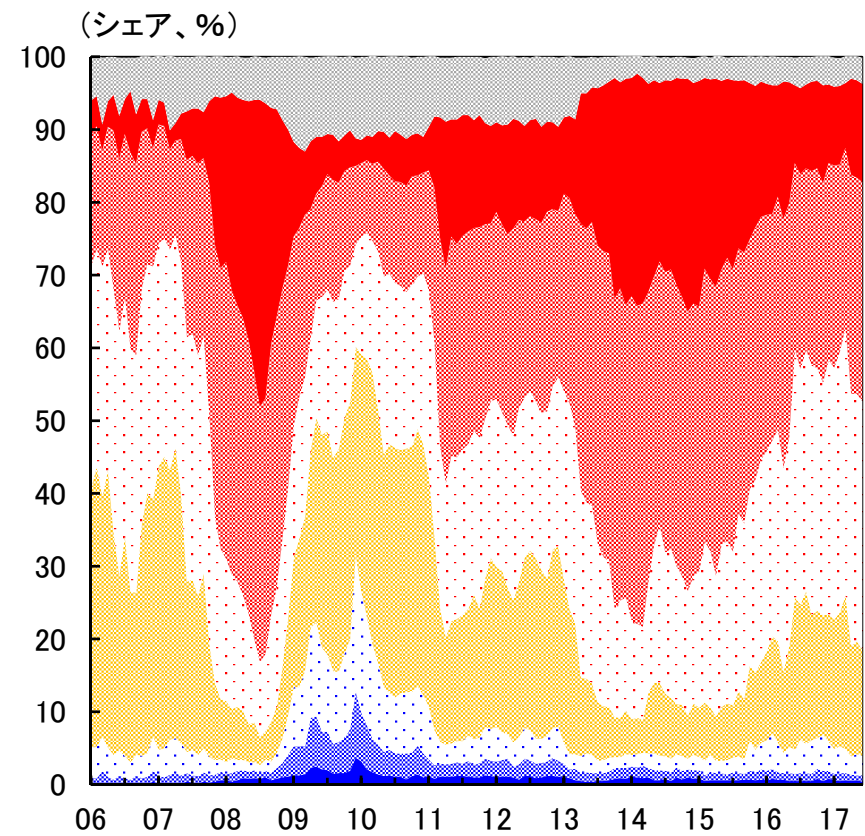
# 1-9. 民間のインフレ期待

資料: 内閣府、日銀

### 家計と企業のインフレ期待



### 家計のインフレ期待分布(内閣府)



- ▲5%以上
- ▲2%未満
- 2%未満
- 5%以上
- ▲5%未満～▲2%以上
- 0%程度
- 2%以上～5%未満
- 分からない

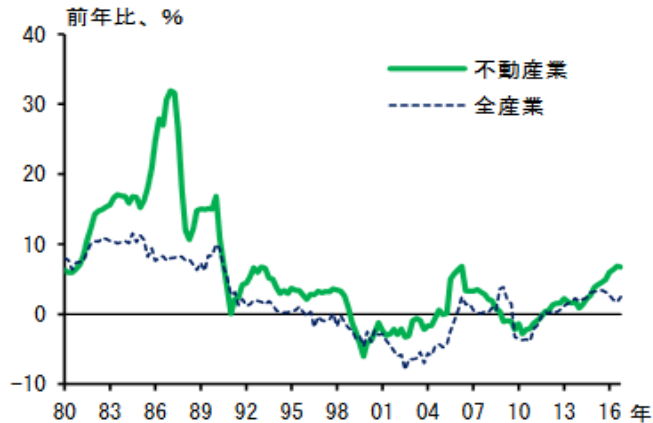
(注)家計のインフレ期待は、日銀は「生活意識に関するアンケート調査」の中央値を使用、内閣府は「消費動向調査」よりNRI作成。

## 1-10. 金融システムのリスク(金融システムレポート)＜その1＞

<p>金融仲介活動</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・低金利環境が継続するも、<u>銀行の貸出姿勢はバブル期以来の積極性を示している。</u></li> <li>・また、不動産市場は、全体として過熱の状況にはないと考えられるが、<u>J-REIT等の物件取得が都市圏から地方圏に広がっている</u>ほか、<u>金融機関の不動産業向け投融資も増加</u>している。</li> <li>・今後、リスクプレミアムの過度な縮小や過度に強気な賃料見通しが生じることがないか、注意深く点検していく必要がある。</li> </ul>
<p>金融機関のストレス耐性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(マクロ・ストレステストの)<u>ストレス付与後の当期利益や自己資本については金融機関の間でばらつきがあり、ストレス耐性にもばらつきが確認される。</u></li> </ul>
<p>金融機関の収益力低下</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・わが国の金融機関が提供する金融仲介サービスは比較的均質で代替性が高く、競合する金融機関数も多い。このため、人口減少などを背景に<u>伝統的な金融仲介サービスに対する需要が減少すると、金融機関間の競争が激化しやすい</u>と考えられる。</li> <li>・金融機関間の<u>過度な競争は、金融機関の収益力を弱め、経営を不安定化させる</u>要因となり得る。すなわち、預貸利鞘の低下傾向が続くなかで、金融機関が収益維持の観点から、過度なリスクテイクに向かうことになれば、金融面での不均衡が蓄積し、金融システムの安定性が損なわれる可能性がある。</li> <li>・一方、<u>収益力の低迷が続き損失吸収力の低下した金融機関が増えれば、金融機関全体でみた金融仲介機能が低下し、实体经济に悪影響を及ぼす</u>可能性も考えられる</li> </ul>

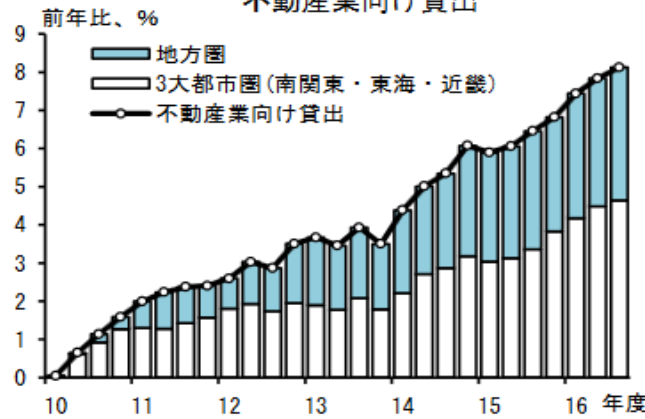
# 1-11. 金融システムのリスク(金融システムレポート) <その2>

図表Ⅲ-1-11 金融機関の不動産業向け貸出



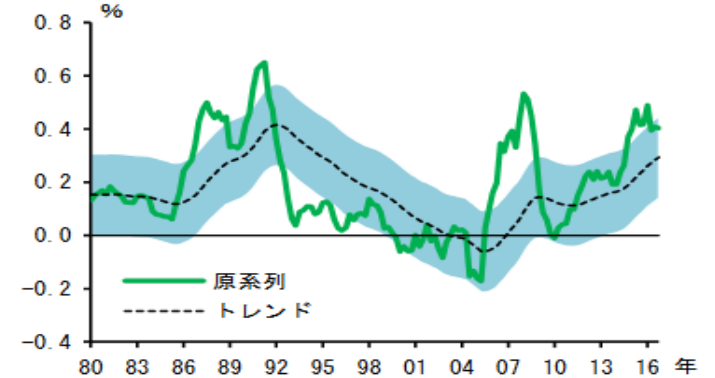
(注) 直近は16年12月末。  
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-12 地域金融機関による地域別の不動産業向け貸出



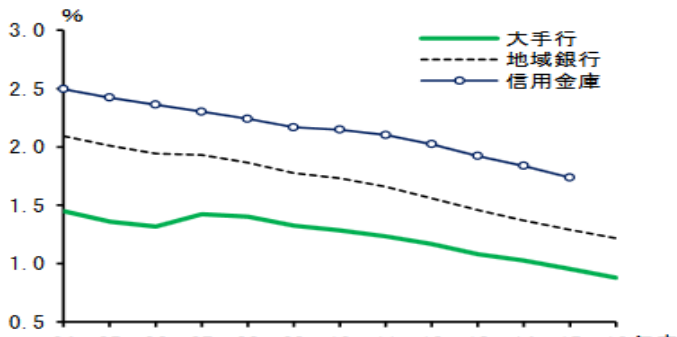
(注) 1. 直近は16年12月末。  
2. 地域区分は本店所在地ベース。3大都市圏は南関東、東海、近畿。地方圏はそれ以外の地域。  
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-5-3 不動産業実物投資のGDP比率



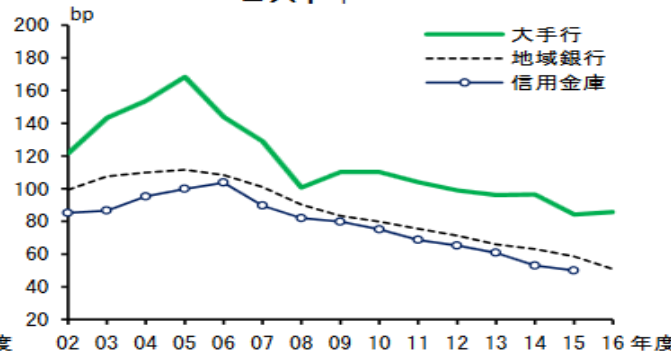
(注) 1. 集計対象は不動産業大企業。直近は16年10~12月。後方4期移動平均。  
2. 原系列=(設備投資(土地投資を含む)+在庫投資)/名目GDP  
3. トレンドは片側HPフィルターにより算出。シャドローはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

図表Ⅳ-5-3 金融機関の貸出利鞘



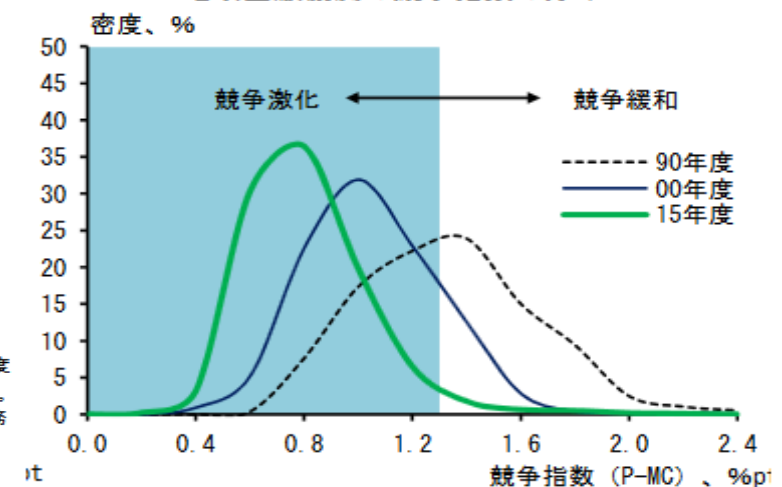
(注) 1. 直近は、銀行は16年度上期、信用金庫は15年度。  
2. 銀行は国内業務部門、信用金庫は全店ベース。  
3. 資金調達費用からは金利スワップ支払利息を除いている。  
(資料) 日本銀行

図表Ⅳ-5-4 金融機関の損益分岐点信用コスト率



(注) 1. 直近は、銀行は16年度上期、信用金庫は15年度。  
2. 損益分岐点信用コスト率は、信用コストがコア業務純益と一致する信用コスト率。業態平均。  
3. 12年度以降は投資信託の解約等を除いたベース。  
(資料) 日本銀行

地域金融機関の競争指数の分布



## 2-1. 米欧における金融政策の「正常化」の順序

資料: FRB, ECB

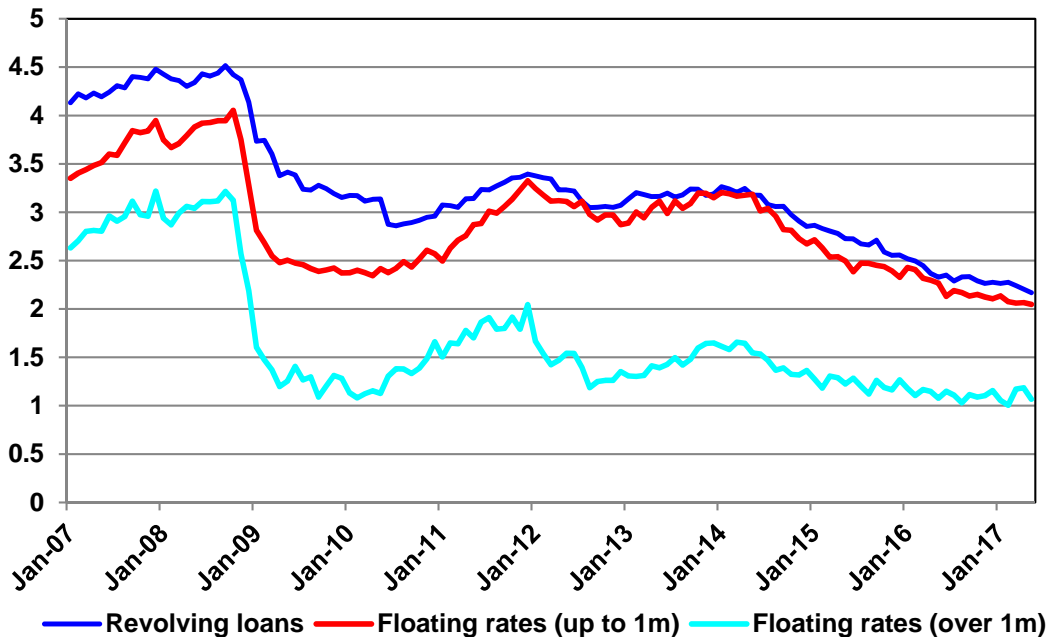
主な要素	米欧の例	検討
量的緩和の縮小・停止	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ FRB: 2014年12月～2015年6月</li> <li>■ ECB: 2018年1月～初夏ごろ(?)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 量的緩和は政策金利の名目ゼロ制約の下での「非伝統的政策」であるため、金融経済が回復すれば、最初に取りやめる</li> <li>■ 金融市場や金融システムへの副作用が相対的に大きいので、必要性が低下したら停止する</li> <li>■ 財政規律への影響もあるので、必要性が低下したら停止する</li> </ul>
政策金利の引上げ	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ FRB: 2015年12月～</li> <li>■ ECB: 2018年初夏以降(?)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策効果の予測可能性や操作可能性の高さの面で、再び主たる政策手段と位置づける</li> <li>■ 長期に亘る金融緩和やその間の金融経済構造の変化を考慮して、慎重な利上げを行う</li> <li>■ 次の景気後退に備えて、利下げの余地の確保を目指す</li> </ul>
バランスシートの規模縮小	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ FRB: 2017年秋以降(?)</li> <li>■ ECB: 2019年以降(?)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融市場や金融システム、財政規律などに関する副作用を考慮し、規模を適切な水準に戻す</li> <li>■ 政策金利を中心とした政策運営の支障となるため、超過準備の大幅な圧縮を図る</li> <li>■ 中央銀行の財務の健全性に対するリスクを軽減するため、規模を適切な水準に戻す</li> </ul>



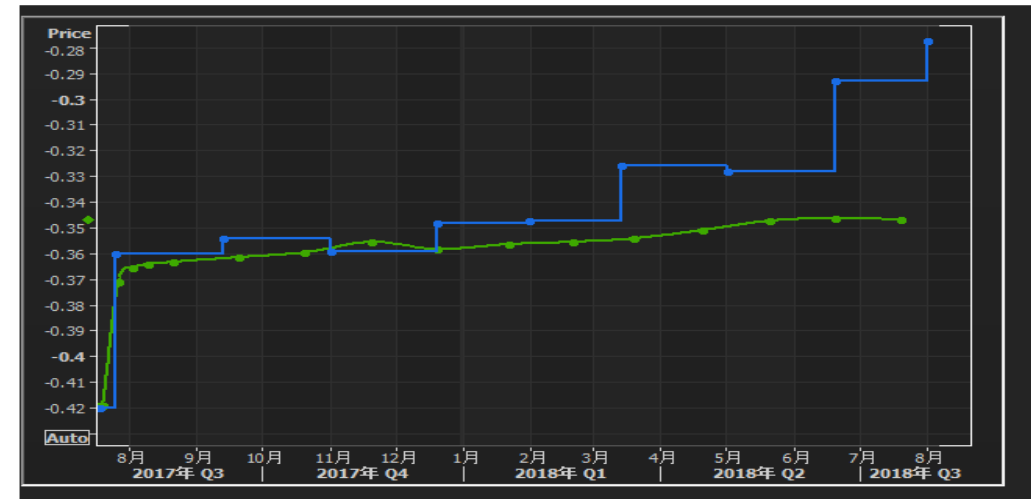
## 2-2. ECBによる「正常化」を巡る思惑

- ・EONIAスワップの利回りをみると、市場は来年6月の政策理事会で利上げ(10bp)に着手することを織り込んでいる。つまり、「量的緩和」の終了後直ちに利上げに移行するとみている。
- ・その理由として、マイナス金利政策による副作用が次第に強く意識されていることが関連している可能性がある。

ユーロ圏銀行の預金貸出利鞘 (法人向け:%)



EONIA Swapと政策金利の推計(7/18時点・%)



マイナス金利政策への対応(BLSの回答:%)

Feeを引上げる	2016年1月調査	2017年1月調査
企業向け貸出	12%	7%
住宅貸出	20%	4%
消費者ローン	19%	6%



## 2-3. 「総括的検証」による「正常化」への意味合い

### コミットメントの運営

- 「量的・質的金融緩和」に関するコミットメントには、ある種の柔軟性がある
  - 「量的・質的金融緩和」を2%のインフレ目標の安定的な実現まで継続する一方、イールドカーブ・コントロールに係る金利目標は毎回のMPMで決定している
  - マネタリーベースも、コアCPIインフレ率が安定的に2%を超えるまで拡大方針を継続するとしているが、金額に関する明示的なコミットはない(80兆円の目途はイールドカーブ・コントロールの一部として設定)

### 政策手段の運営

- 「量的・質的金融緩和」では、既に政策金利が主たる手段になっている
  - イールドカーブ・コントロールの導入の際には、金融政策のサステナビリティが意識されたとみられる
  - 黒田総裁は国債の買入れ額が「内生変数」となったことを認めている
  - TBの買入れ減少もあって、マネタリーベースの増加ペースは実際に低下している。これに対し、市場や経済に目立った影響は生じていない

## 2-4. 日銀による「量的・質的金融緩和」の運営 (「金融緩和強化のための新しい枠組み」<2016年9月>より抜粋)

資料：日銀

### <イールドカーブ・コントロール導入の背景>

・...実質金利低下の効果を長短金利の操作により追求する「イールドカーブ・コントロール」を、新たな枠組みの中心に据えることとした。その手段としては、マイナス金利導入以降の経験により、日本銀行当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買入れの組み合わせが有効であることが明らかになった。これに加えて、長短金利操作を円滑に行うための新しいオペレーション手段を導入することとした

・「適合的な期待形成」の要素が強い予想物価上昇率を引き上げていくことには不確実性があり、時間がかかる可能性もある。こうした点を踏まえ、枠組みの中心にイールドカーブ・コントロールを据えることで、経済・物価・金融情勢に応じたより柔軟な対応を可能とし、政策の持続性を高めることが適当であると判断した。

### <オーバーシュート・コミットメント導入の背景>

・...「フォワード・ルッキングな期待形成」を強めるため、オーバーシュート型コミットメントを採用することとした...現在の実績および予想の物価上昇率が2%よりも低いことを考えれば、「物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」と約束することで、「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることが適当であると判断した

### <金融市場調節方針>

・...次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

### <オーバーシュート・コミットメントの運営>

・...2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する

## 2-5. 日銀による「量的・質的金融緩和」の運営 (黒田総裁の説明とマネタリーベースの推移)

資料：日銀

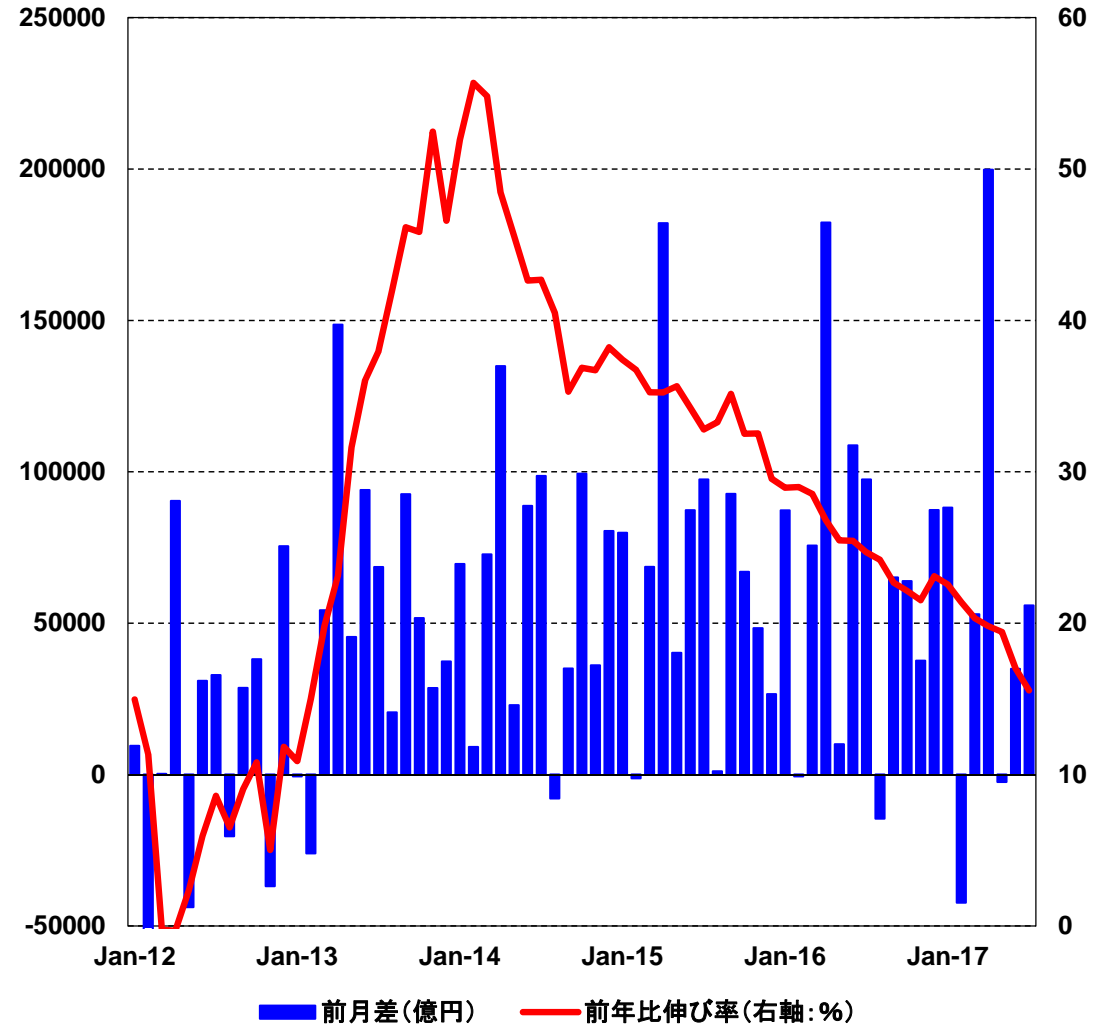
### 黒田総裁の記者会見(6/16日:抜粋)

・...80兆円というのはあくまでもめどでして、金融市場調節方針は「イールドカーブ・コントロール」という形で政策金利残高に-0.1%のマイナス金利を適用すると同時に、長期金利について、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように国債の買入れを進めるということです。

・...国債の買入れ額は、一応のめどはありますが、そのもとで、めどを上回ったり下回ったりすることは、ある程度の幅をもって考えていくべきものだと思います。あくまでもこれは、「イールドカーブ・コントロール」という形で金利をターゲットにしてやっています。購入額はいわば内生変数として出てくるわけですので、様々な状況によって上下に変動するものです。

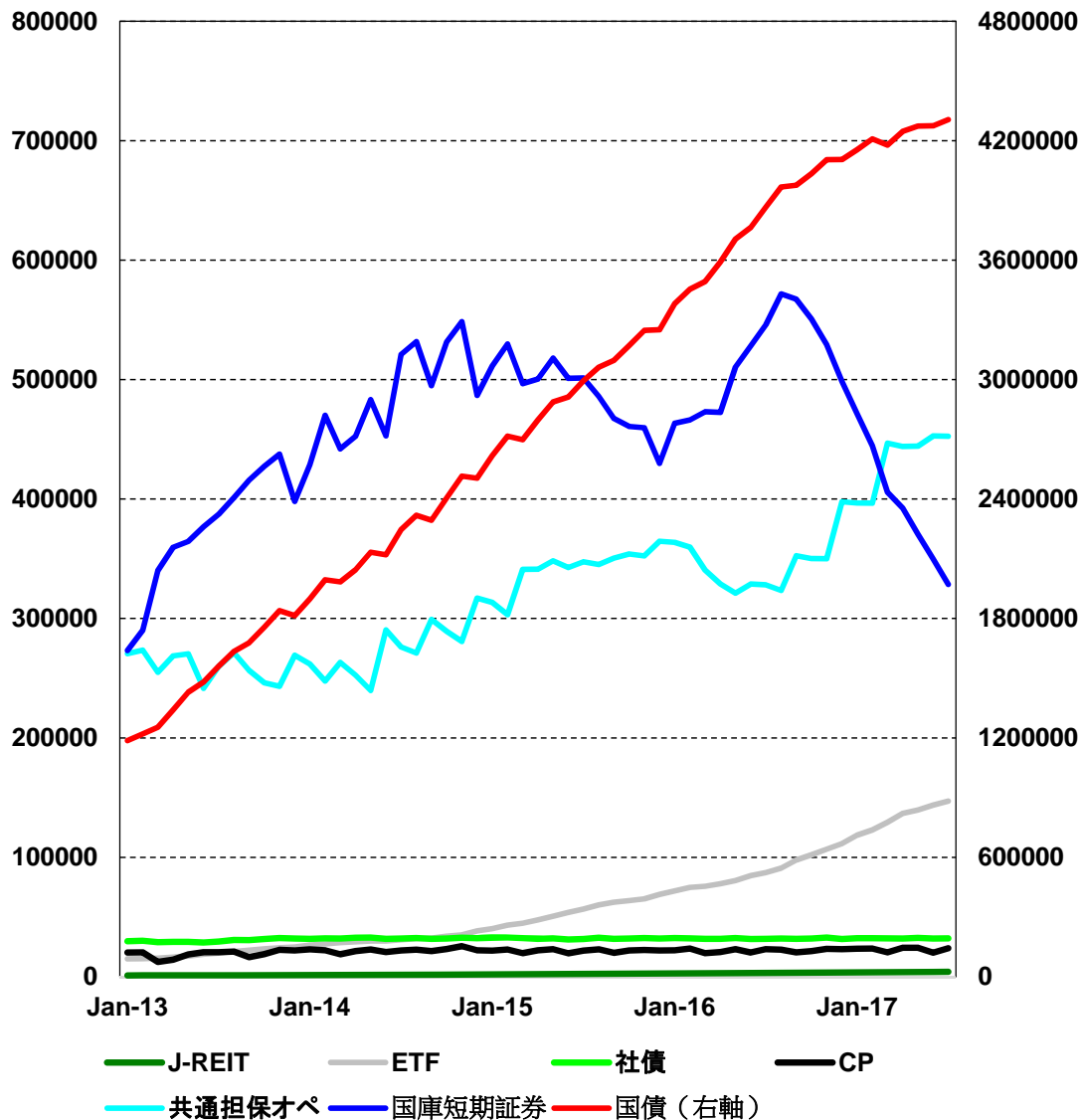
・ただ、これまでの「量的・質的金融緩和」の経験、あるいは「イールドカーブ・コントロール」のもとでの「量的・質的金融緩和」の経験のもとでも、やはりこの程度の国債買入れは必要であったのは事実ですので、めどはめどとして十分機能しているのではないかと思います。

### マネタリーベースの推移(兆円)

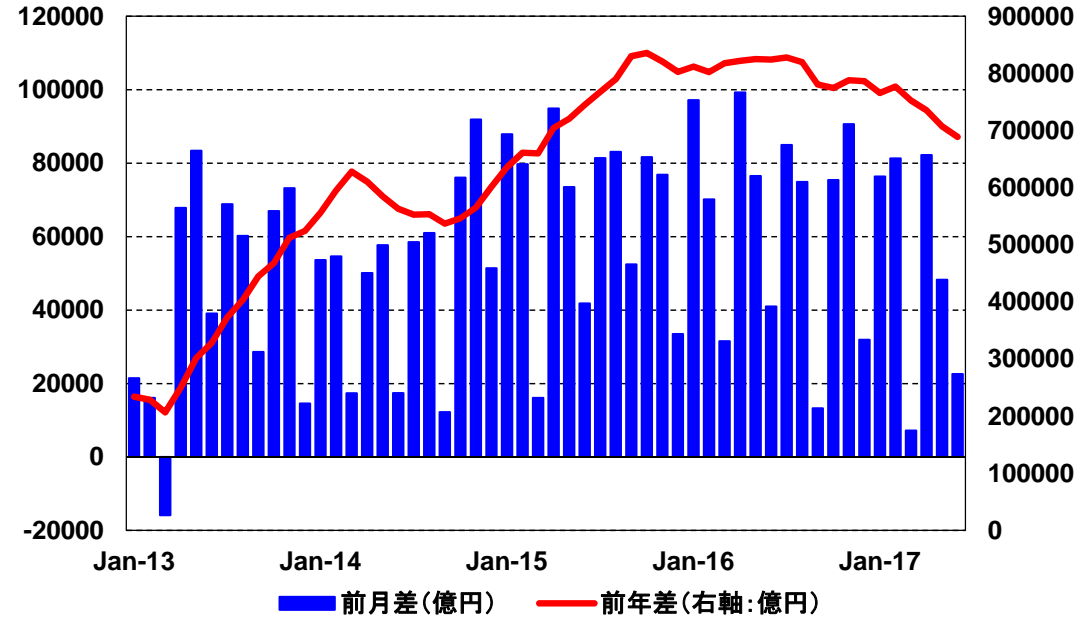


## 2-6. 日銀による資産買入れの運営

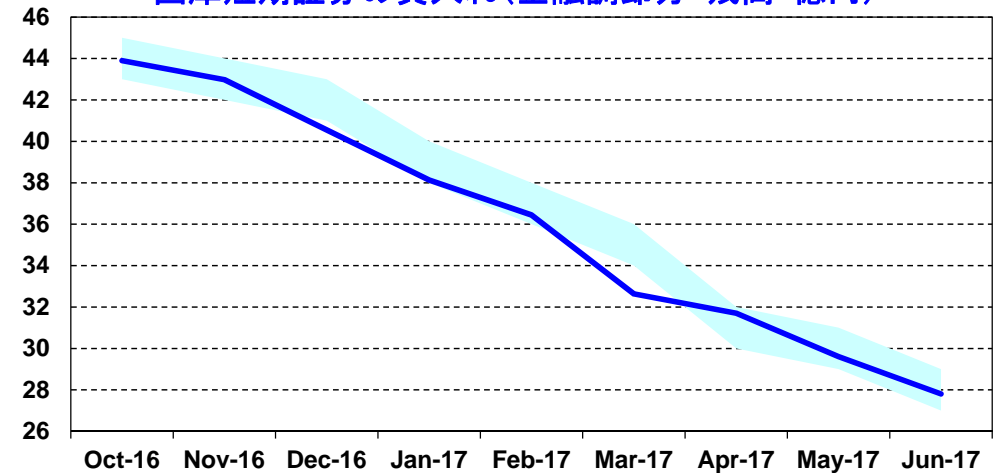
種類別の資産買入れ残高(グロス・億円)



国債買入れ(億円)



国庫短期証券の買入れ(金融調節分・残高・億円)



## 2-7. イールドカーブ・コントロールの運営に関する論点

### 目標水準の基準

- ▶ 日銀は、O/Nと10年の各々の目標水準について、少なくともイールドカーブ・コントロールの導入時点ではファンダメンタルな説明を行っていた
  - すなわち、各々について自然利子率と均衡イールドカーブを用いた説明を行った
  - その上で、日銀は景気や物価の推移による自然利子率や均衡イールドカーブの変化への対応を必ずしも明らかにしていない

### 水準調整の可能性

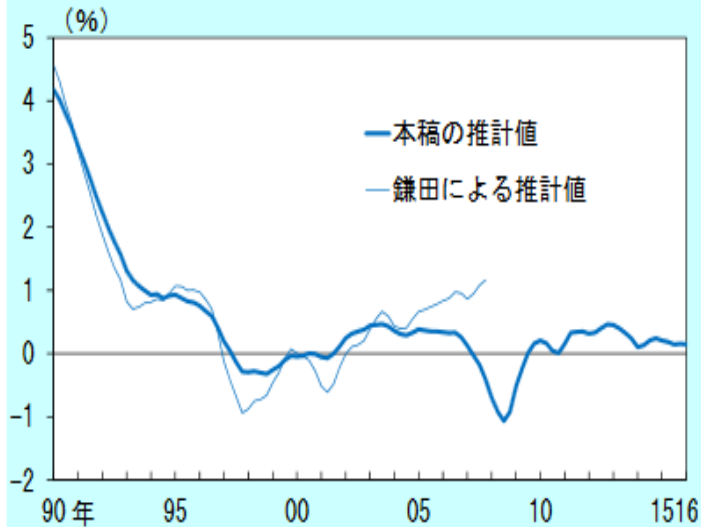
- ▶ 日銀は、イールドカーブ・コントロールの目標を修正するのは、ファンダメンタルな理由に限ると説明している
  - 実際に、海外市場に起因する長期金利の上昇圧力は、指値オペの活用などを通じて抑制してきた
  - また、日銀は、O/Nに係るマイナス金利政策を維持することのコスト・ベネフィットが相対的に変化した可能性にも否定的な見方を示している

## 2-8. 自然利子率と均衡イールドカーブの推計例 (「総括的検証」捕捉ペーパー②による)

資料：日銀

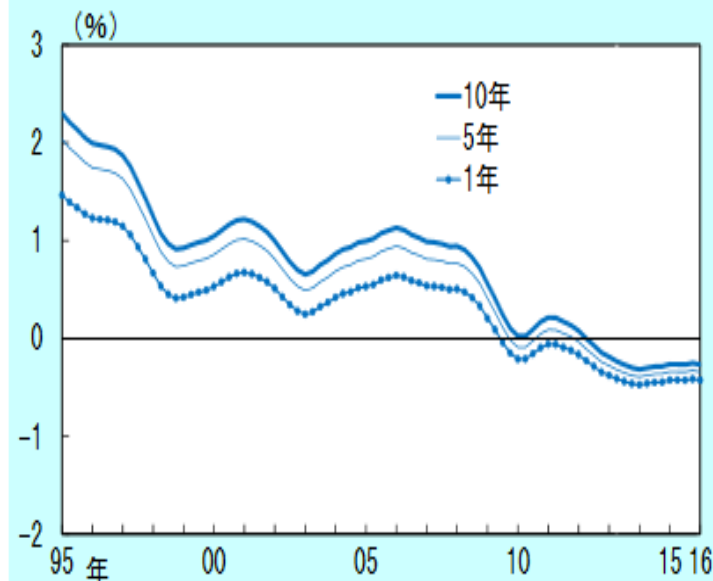
- 日銀が、「総括的検証」に関する議論をもとに公表したペーパーによると、Laubach and Williams (2003) の手法を応用した場合、2016年第1四半期時点の自然利子率はわずかにプラスであったとみられる。一方、今久保・小島・中島の手法による均衡イールドカーブの推計法を応用した場合、1年から10年の自然利子率は全て小幅なマイナスで、しかもカーブは極めてフラットであったとみられる。
- ただし、その後のSNAの改定により、推計に使用する需給ギャップや潜在成長率の推計値が変わっていることには注意が必要。

【図表5】 Laubach と Williams の方法による自然利子率

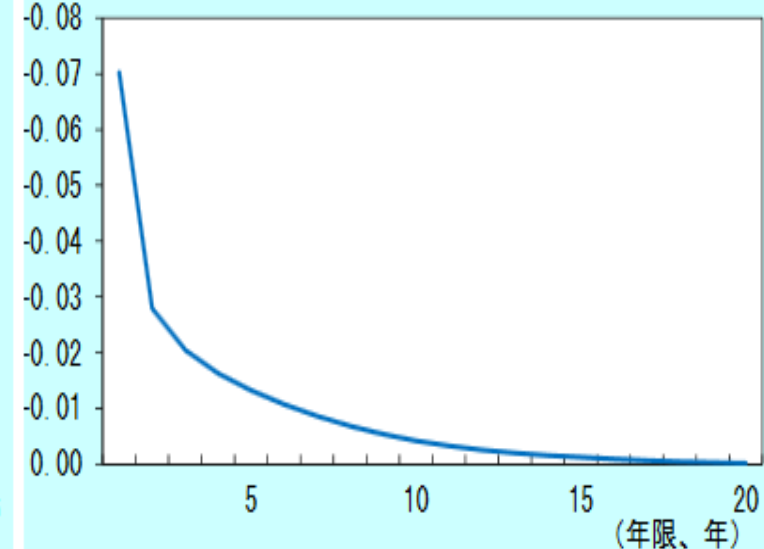


(出所) 鎌田康一郎[2009]「わが国の均衡実質金利」、深尾京司編『マクロ経済と産業構造』12章、慶應義塾大学出版会

【図表9】 均衡イールドカーブの推計による自然利子率



【図表8】 需給ギャップの各年限の実質金利ギャップに対する反応係数  
(ギャップにかかる係数)



## 2-9. 金利の期間構造による経済・物価への影響 （「総括的検証」(背景説明)より抜粋）

資料：日銀

### <見出し>

・イールドカーブの形状に応じた経済・物価への効果や金融面への影響については、以下の点に留意する必要がある。

① 経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい

② ただし、マイナス金利を含む現在の金融緩和のもとで、超長期社債の発行など企業金融面の新しい動きが生じており、こうした関係は変化する可能性がある

③ イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

### <解説>

・実質金利の低下は、経済・物価にプラスの影響をもたらす。

・もっとも、その度合いは、金利の年限によって異なる。一般的には、短期～中期の金利の低下による効果がより大きいと考えられる。企業や家計の資金調達に占めるこのゾーンのウエイトが大きいためである。

・この点について、自然利子率の概念を、特定年限の金利ではなくイールドカーブ全体に拡張した「均衡イールドカーブ」の概念を用いて、年限ごとに実質金利の低下が需給ギャップを改善させる効果について分析を実施した。その結果、実質金利1単位の低下が需給ギャップに与える影響については、1～2年がはつきりと大きく、年限が長くなるにつれて小さくなることが分かった。

（→前々ページの図表8を参照）



## 2-10. イールドカーブ・コントロールのサステナビリティ

- ・ イールドカーブ・コントロールの下で、日銀は既に2回に亘って長期金利の上昇圧力に直面した(初回はトランプ政権成立後の財政運営に関する思惑、2回目はトランプ大統領による日本の「通貨安政策」批判が各々トリガーとなった)。
- ・ いずれのケースでも、日銀は指値オペを発動するとともに、通常のおペを増額してオファーすることで、金利上昇圧力の抑制を図った。

### <2016年11月～12月のケース>

指値オペ	・11/17日、残存1～3年および3～5年について、指値オペをオファー －前者は市場利回り+0.02%、後者は市場利回り+0.019%	・市場利回りとの乖離が大きく、応札はなかった ・もっとも、中期ゾーンの市場利回りは4bp程度低下し、アナウンスメント効果を発揮した
おペの増額	・12/14日、残存10～25年および25年超について、オファーを増額 －ともに100億円ずつ引上げ	・長期ゾーンの市場利回りは3～5bp低下した。日銀は次回(12/28日)にはオファー額を元に戻した

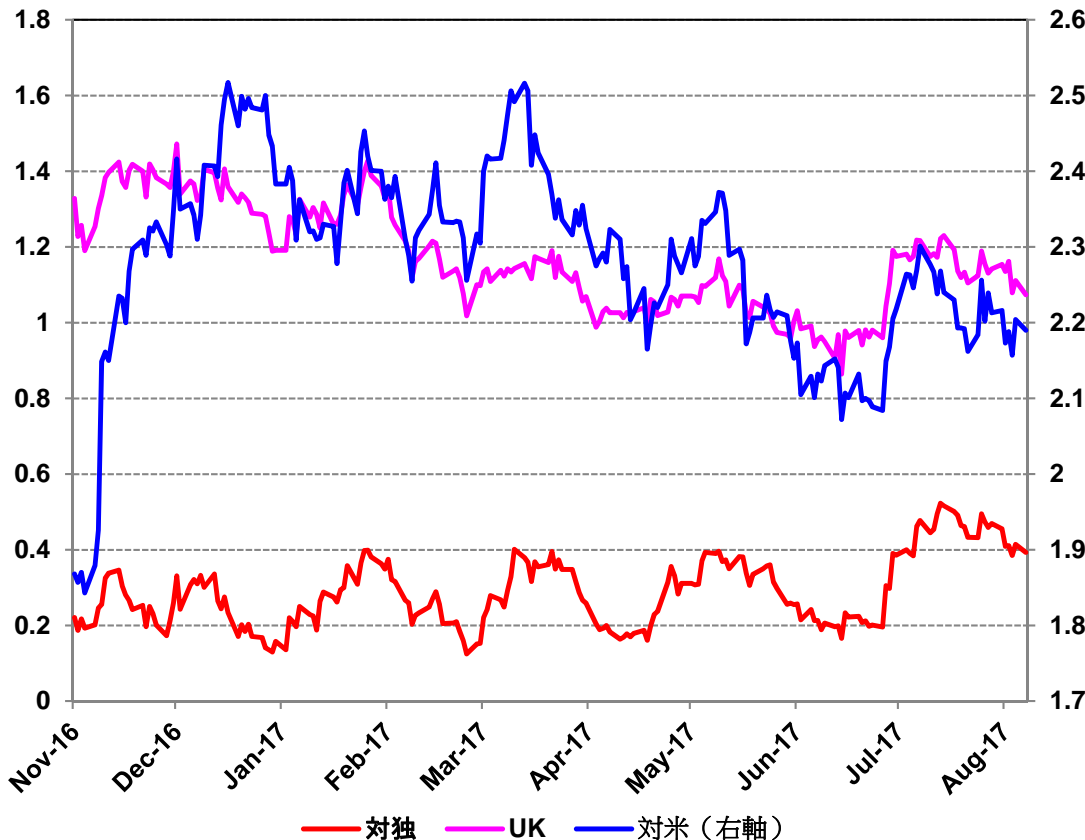
### <2017年2月のケース>

おペの増額	・2/3日、残存5～10年について、オファーを増額 －400億円引上げ	・おペの増額は高い応札比率(3.64倍)となったが、市場利回りへの影響は限定的であった
指値オペ	・2/3日、残存5～10年について、指値オペをオファー －市場利回り+0.006%	・指値オペは高水準の応札を招いた(約7230億円)だけでなく、市場利回りの上昇も抑制した。なお、当日発行された国債を指値オペで日銀に売却した場合は、capital lossを蒙った可能性もある

## 2-11. 内外長期金利差と黒田総裁の方針

- ・ 総じて見れば、日本と海外の長期金利差は緩やかに拡大している。また、黒田総裁もイールドカーブ・コントロールの目標を調整するのは日本のファンダメンタルズに変化が生じた場合のみであることを示唆している。ただし、本年2月以降にストレスが生じないのも、海外の長期金利(特に米国)が軟化していることを反映しているのに過ぎない可能性もある。

日本と主要国の長期金利差(10年国債:%ポイント)



黒田総裁の記者会見(3/16日:抜粋)

- ・ ...10年物国債金利の操作目標についても、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することとの関連で、議論しなければならないと思います。
- ・ ...具体的には、エネルギー価格を除いた指標を含めて、様々な物価指標を点検するとともに、物価の基調を決定する要因である需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率の動向、更にはそれらの背後にある経済の動きもあわせて判断する必要があると思います。
- ・ 外国の金利が上がったからといって、日本の金利を上げなければならないとか、上げる必要があるとは考えていません。そうしたもて為替に影響が出るのではないかというのを言われているのかもしれませんが、為替は金利差だけでなく、色々な要素で動きます。

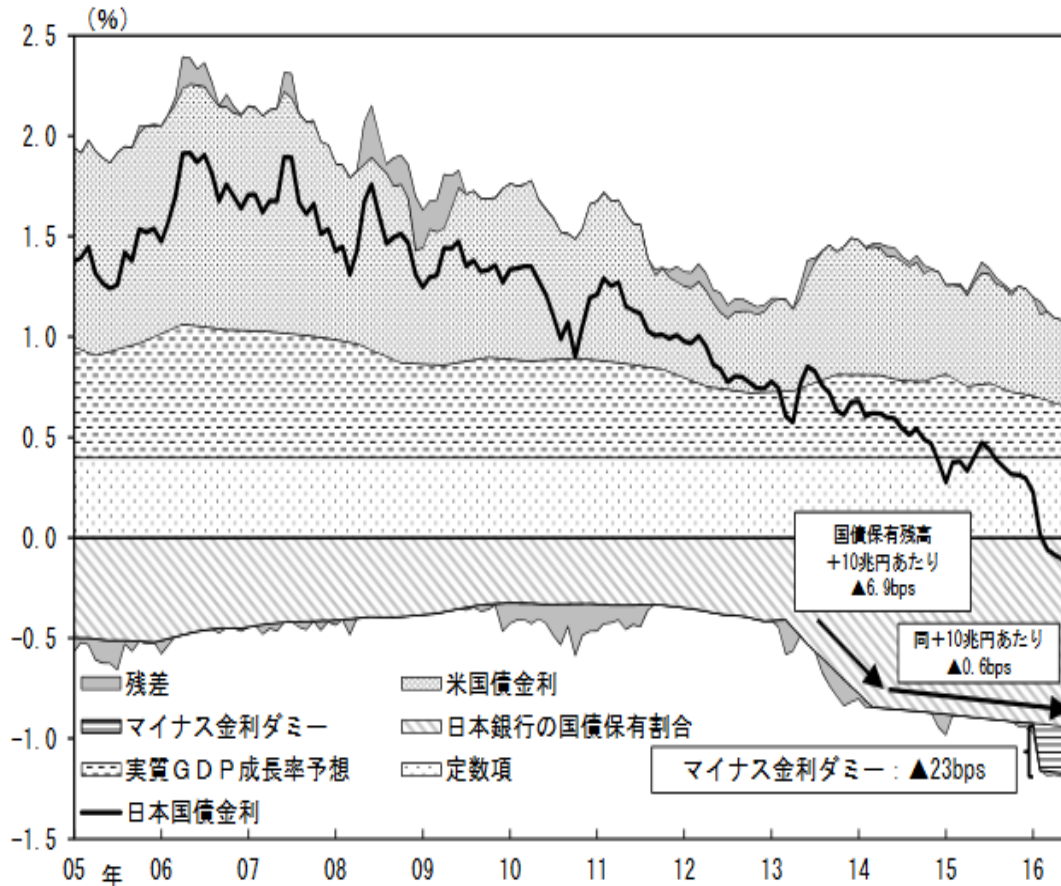
## 2-12. 長期金利のコントロールが可能である理由(仮説)

仮説	理由	検討
<p>国債買入れに対するコミットメント</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 長期金利目標の維持のために、必要な買入れを行うコミットメントを示しているため</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 既に大量の国債を買い入れたことに加え、金利上昇局面で指値オペなどを活用したことが「信認」を高めた可能性がある</li> <li>■ もっとも、今後は、実際の買入れが目標を下回っていることなどが「信認」に影響する可能性もある</li> </ul>
<p>自然利子率との整合性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策目標が自然利子率(均衡イールドカーブ)と概ね整合的であるため</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 低位な政策目標は、中長期の期待成長率や期待インフレ率が低いことを反映しているだけになる</li> <li>■ 自然利子率とのギャップが小さいだけに、金融緩和の効果も小さいことになる</li> </ul>
<p>日本市場の構造</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 国内投資家のシェアの高さが、日銀によるmoral suasionの効果を高めているため</li> <li>■ そうした構造の下で、市場の安定維持が共通利益になっているため</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 財務省も含めて、「三位一体」の共通利益が存在することは事実である</li> <li>■ 財政健全化の展開と貯蓄率の推移等によっては、長期的に海外投資家のウェイト上昇などによる構造変化も考えられる</li> </ul>

## 2-13. 国債買入れおよびマイナス金利政策による長期金利の押し下げ効果 (「総括的検証」(背景説明)より抜粋)

資料：日銀

(1) 長期金利(10年物)の要因分解



(2) 推計結果

$$\begin{aligned}
 & \text{日本国債金利 (10年物、\%)} \\
 & = 0.398 \\
 & \quad (***) \\
 & + 0.235 \times \text{米国債金利 (10年物、\%)} \\
 & \quad (***) \\
 & + 0.341 \times \text{実質GDP成長率予想 (\%)} \\
 & \quad (***) \\
 & - 0.043 \times \text{日銀の国債保有割合 (\%)} \\
 & \quad (***) \\
 & + 0.039 \times (\text{日銀の国債保有割合 (\%)} - 14/3\text{月時点の保有割合 (\%)} ) \times \text{係数ダメージ} \\
 & \quad (***) \\
 & - 0.232 \times \text{マイナス金利ダメージ} \\
 & \quad (***)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{係数ダメージ} & = \begin{cases} 0 & 14/3\text{月以前} \\ 1 & 14/4\text{月以降} \end{cases} \\
 \text{マイナス金利ダメージ} & = \begin{cases} 0 & 16/1\text{月以前} \\ 1 & 16/2\text{月以降} \end{cases}
 \end{aligned}$$

推計期間は2005/1月~2016/6月。R<sup>2</sup>は0.965。標準誤差は、Newey-Westにより算出。

(\*\*\*)は1%有意、(\*\*)は5%有意、(\*)は10%有意であることを示す。

- (注) 1. 日本銀行の国債保有割合は、日本銀行の保有国債の平均残存期間の変化を勘案して算出。  
 2. 実質GDP成長率予想および日本銀行の国債保有割合は、四半期データ等をもとに月次化。  
 3. 実質GDP成長率予想は、今後10年間の平均。

## 2-14. マイナス金利政策の考え方 （「総括的検証」(背景説明)より抜粋）

資料：日銀

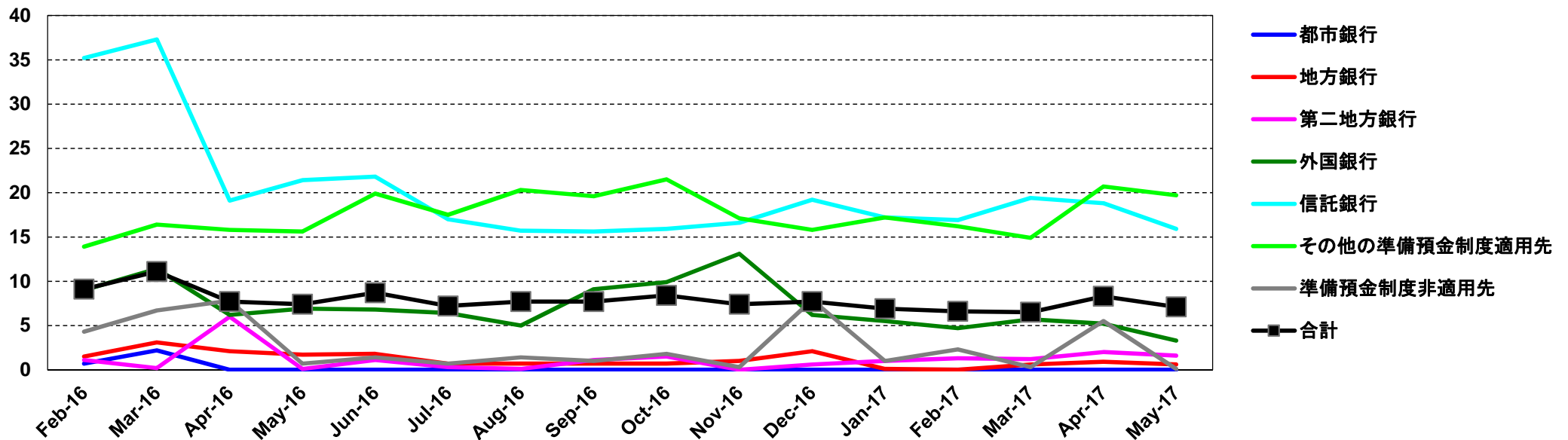
### <効果>

- ・マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げた。中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえで、この組み合わせが有効であることが明らかになった。
- ・①日本銀行当座預金へのマイナス金利適用は、短期金利の低下をもたらした
- ・②金融機関が国債を売却して日本銀行当座預金を持つインセンティブを減じ、長期国債買入れによるリスクプレミアムの低下とともに、長期金利を押し下げた
- ・③プラスの金利のついている資産への需要を高め、超長期の国債金利を大幅に引き下げた
- ・マイナス金利が長期金利低下に与える効果は...▲0.2～▲0.3%程度と考えられる。また...金融政策による長期金利押し下げ効果は、マイナス金利導入以降、強まっているが、こうした傾向は、長い年限ほど顕著であり、マイナス金利の導入がイールドカーブのフラット化をもたらしたことを示している。
- ・国債金利の低下は、貸出・社債・CP金利の低下にしっかりとつながっている。金融機関の貸出態度は引き続き積極的である。これまでのところ、マイナス金利のもとで、金融環境は一段と緩和的になっている。
- ・もっとも、貸出金利の低下は金融機関の利鞘を縮小させることで実現しているため、さらなる金利低下に伴う貸出金利への波及については、金融機関の貸出運営方針にも依存する。

資料：日銀

## 2-15. マイナス金利の適用状況(6月の積み期間)

	当座預金残高				マイナス金利適用残高ウェイト
		プラス金利適用残高	ゼロ金利適用残高	マイナス金利適用残高	
都市銀行	1315080	809650	505430	0	0.0%
地方銀行	305780	151160	152780	1850	0.6%
第二地方銀行	59540	39790	18820	920	1.5%
外国銀行	260680	216560	24600	19520	7.5%
信託銀行	411640	160270	191540	59830	14.5%
その他の準備預金制度適用先	866400	522600	178520	165280	19.1%
準備預金制度非適用先	255110	188630	62010	410	0.2%
合計	3470220	2088720	1133700	247800	7.1%

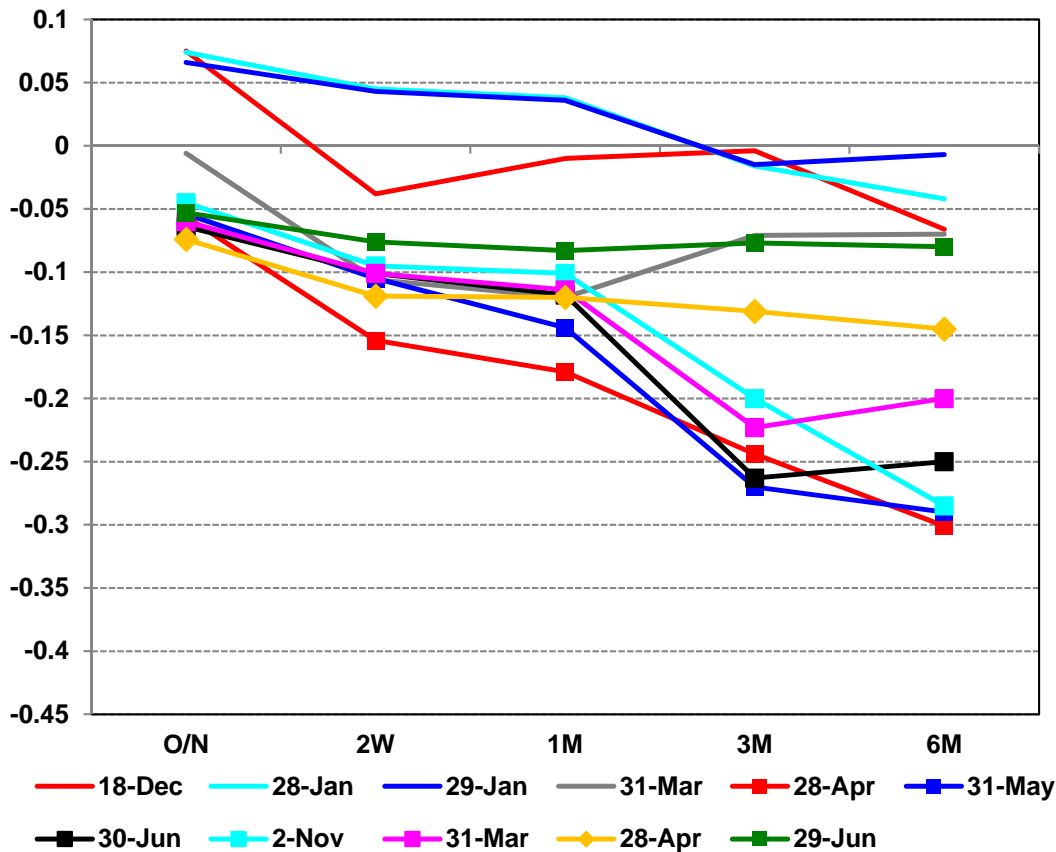




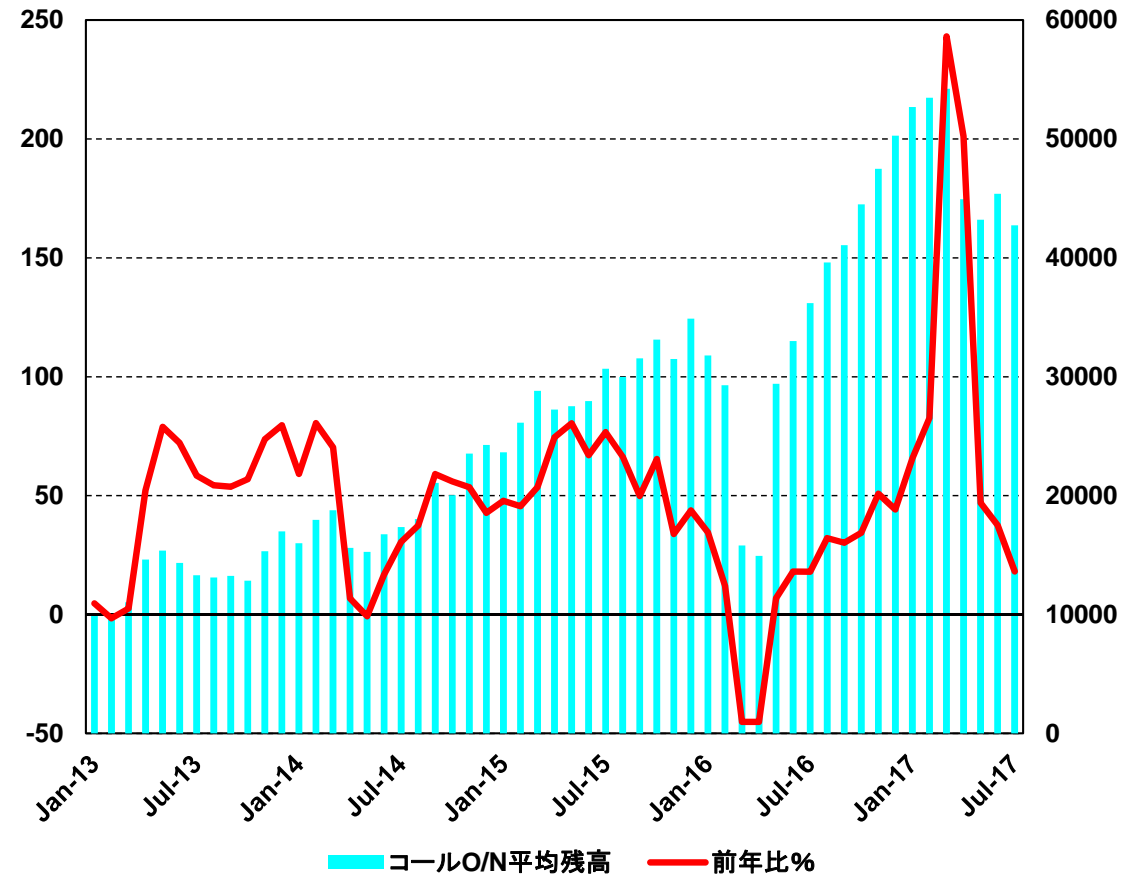
## 2-16. 短期金融市場の機能

- 主として短期国債の利回りが「正常化」したことで、短期金融市場のイールドカーブも足許で概ねフラットになっている。この間、無担保コール市場の取引残高も、特にO/Nについては、大きな振れを伴いつつも回復をみせている。

短期金融市場のイールドカーブ(%)



無担保コール市場の残高(億円)

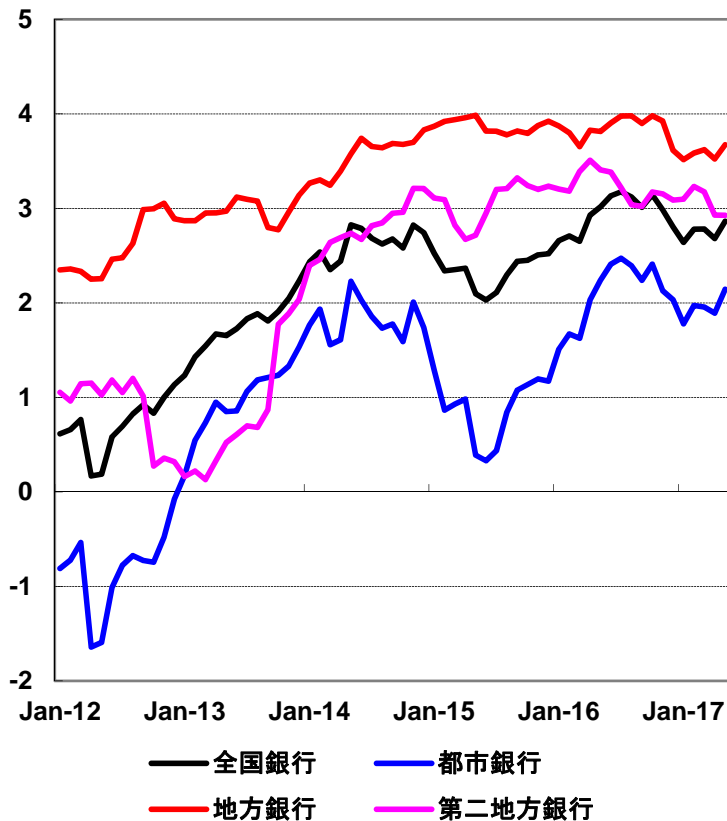




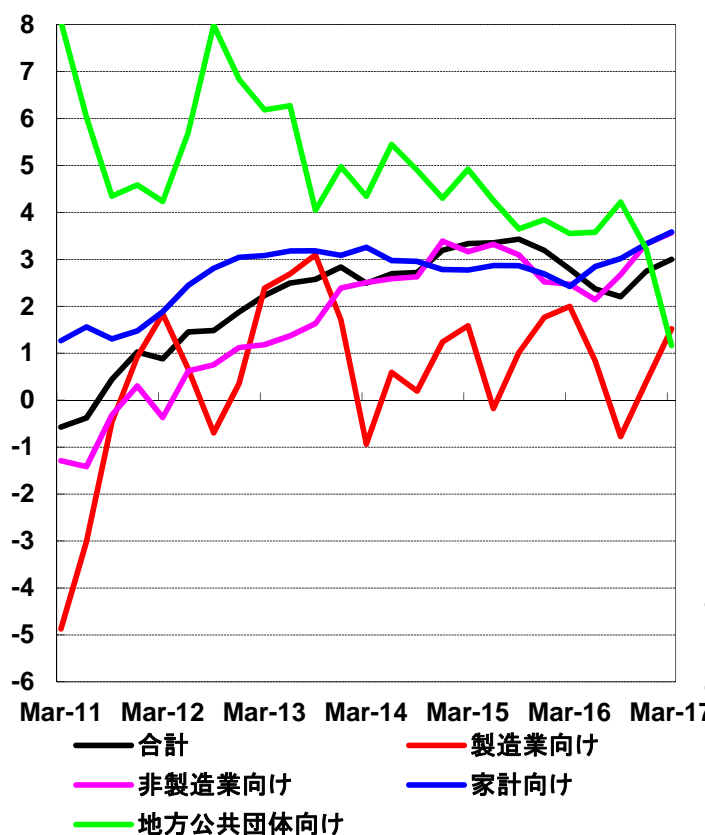
## 2-17. 銀行貸出の動向(その1)

- 銀行貸出は、「量的・質的金融緩和」の導入当初は顕著に伸び率を高めた。もともと2015年ごろからは増加ペースが概ね横這いになっている。貸出先別には、この間に地方公共団体向けが減速を続けたほか、製造業向けも大きく振れているが、それ以外は概ね安定的に増加した。なお、銀行側もこの間は貸出スタンスを緩和する傾向が見られた。

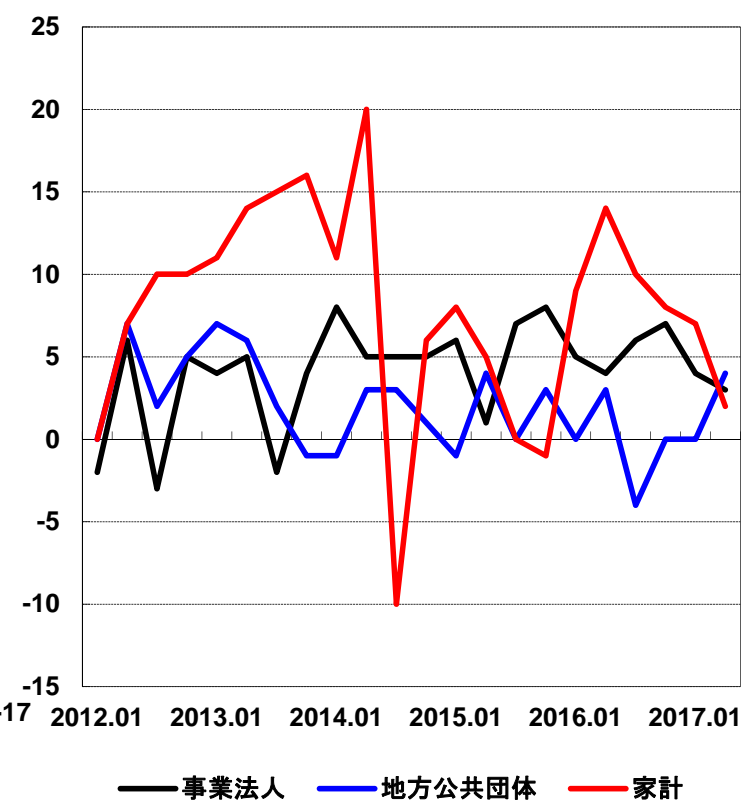
業態別の貸出残高(前年比%)



貸出先別の貸出残高(前年比%)



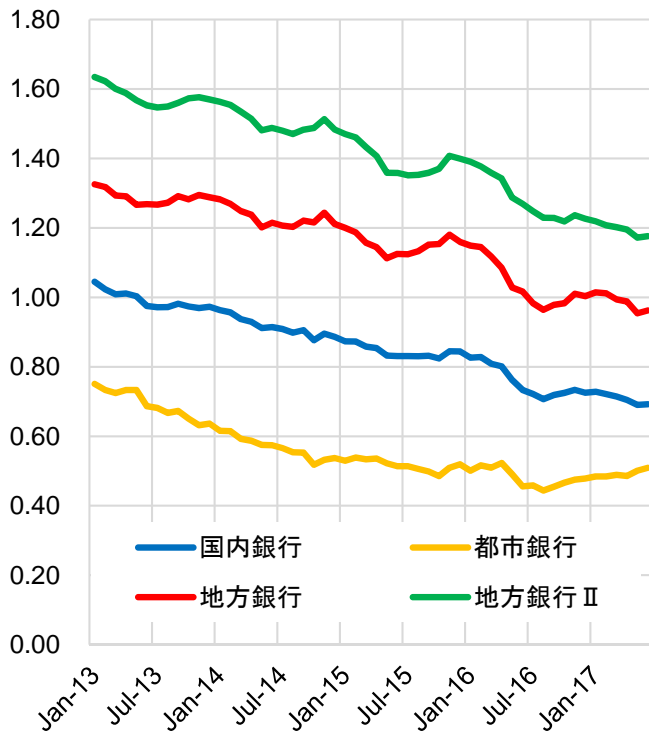
貸出先別の貸出スタンス(DI)



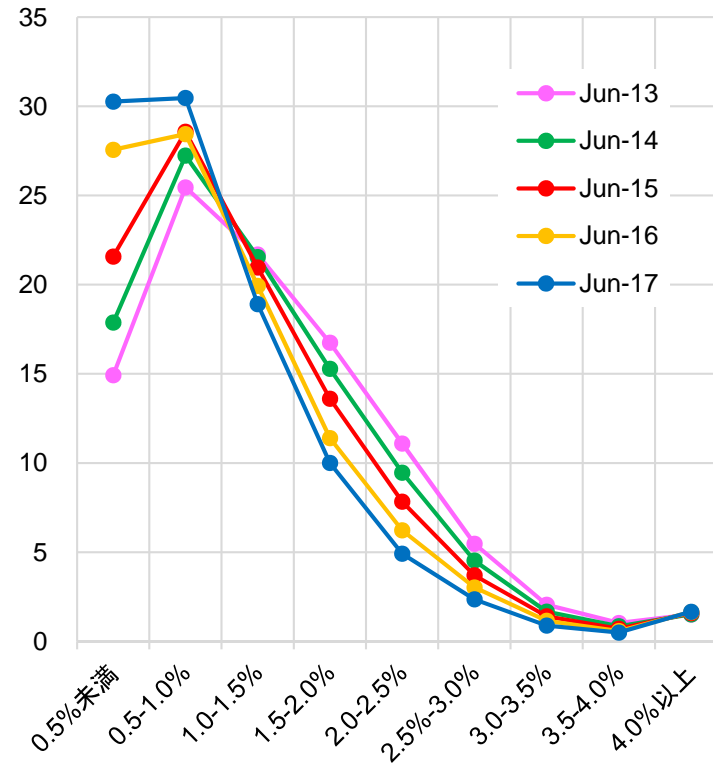
## 2-18. 銀行貸出の動向(その2)

- 国内銀行ベースで見ると、貸出金利は引き続き低下トレンドにある。ストックで見ると、全貸出に占める1.0%未満の構成比は2017年6月末時点で60%にまで達した(金利1.5%未満の貸出の構成比は80%)。
- 尤も、業態別にみると、都市銀行においては貸出金利の反転がみられるほか、預貸利ざやも改善傾向を示している。

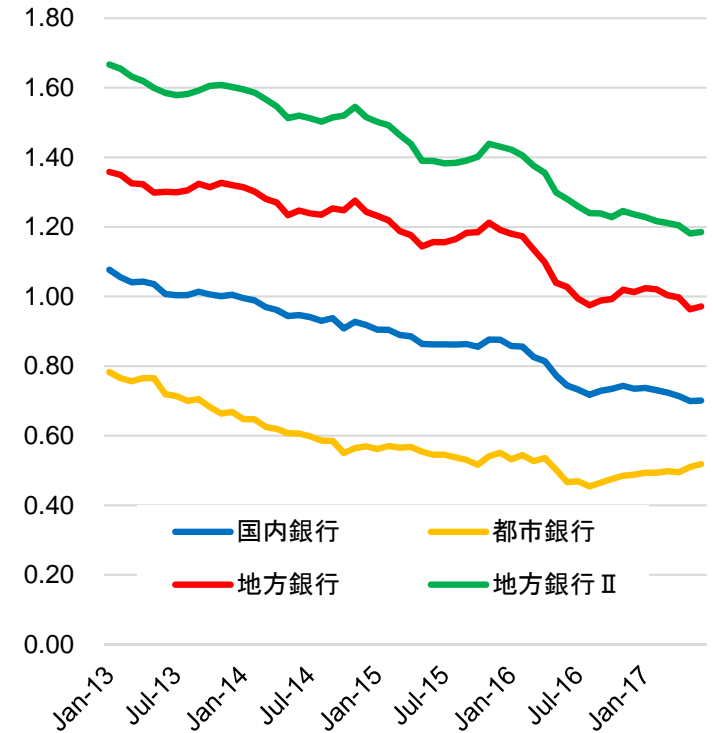
貸出約定平均金利(新規・MA(6M))%



金利別の貸出残高(シェア%)



預金貸出利ざや(%)



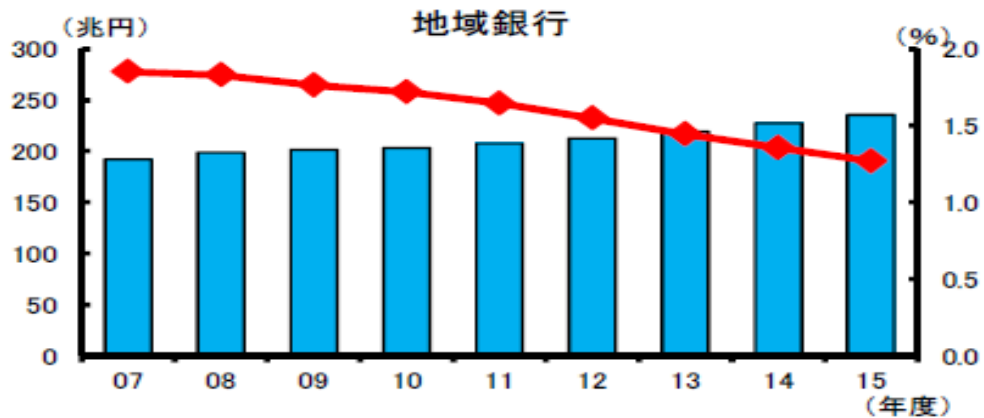
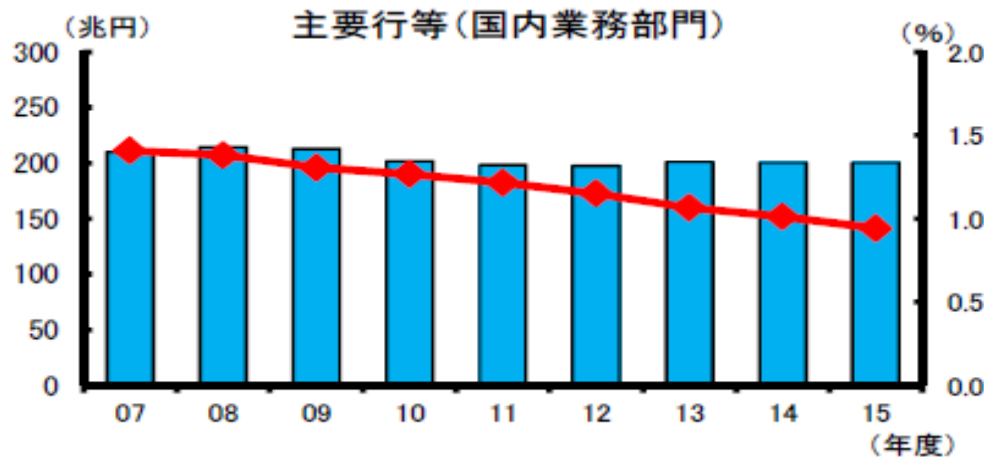
注) 利ざやは貸出約定平均金利から預金金利(定期預金金利と普通預金金利の平均を差し引いて計算。データの制約により、預金金利は各業態で共通。

## 2-19. 銀行による金融仲介 (「金融レポート」平成27年度より)

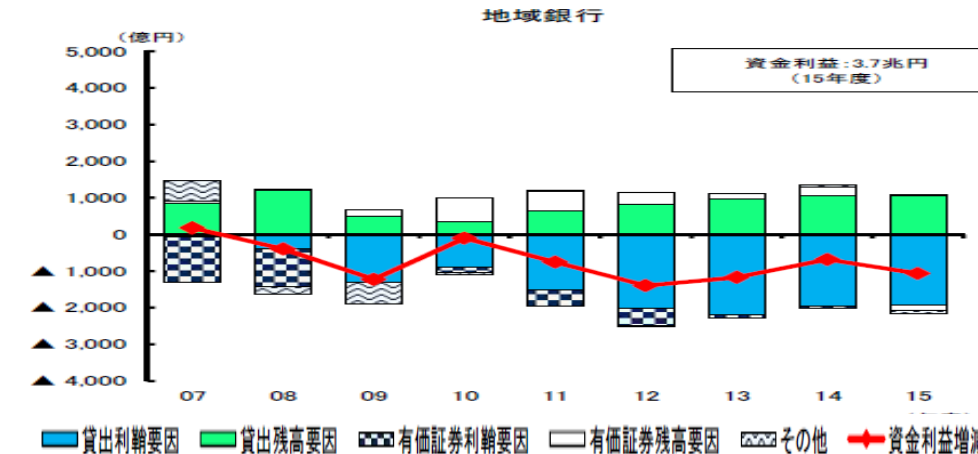
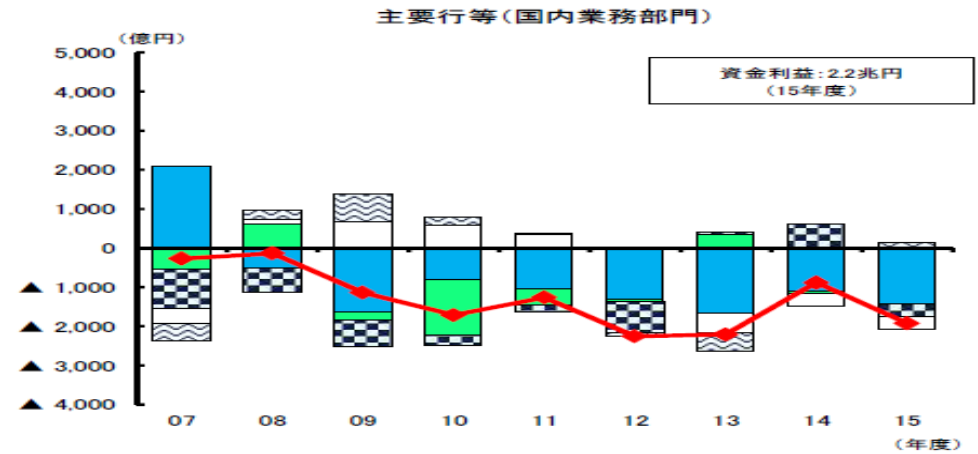
資料：金融庁

- 金融庁は、人口減少の下で期待低下率が低下するとともに、金利水準が低下したことが貸出利鞘の趨勢的な減少に繋がったとしている。このため、地域銀行では貸出の増加に関わらず資金利益の減少が続いている。また、主要行等でも、国際部門でも外貨資金コストの上昇等が生じたため、同様に資金利益は減少に転じた。

貸出利鞘と貸出金(兆円・%)



資金利益の増減要因(億円)



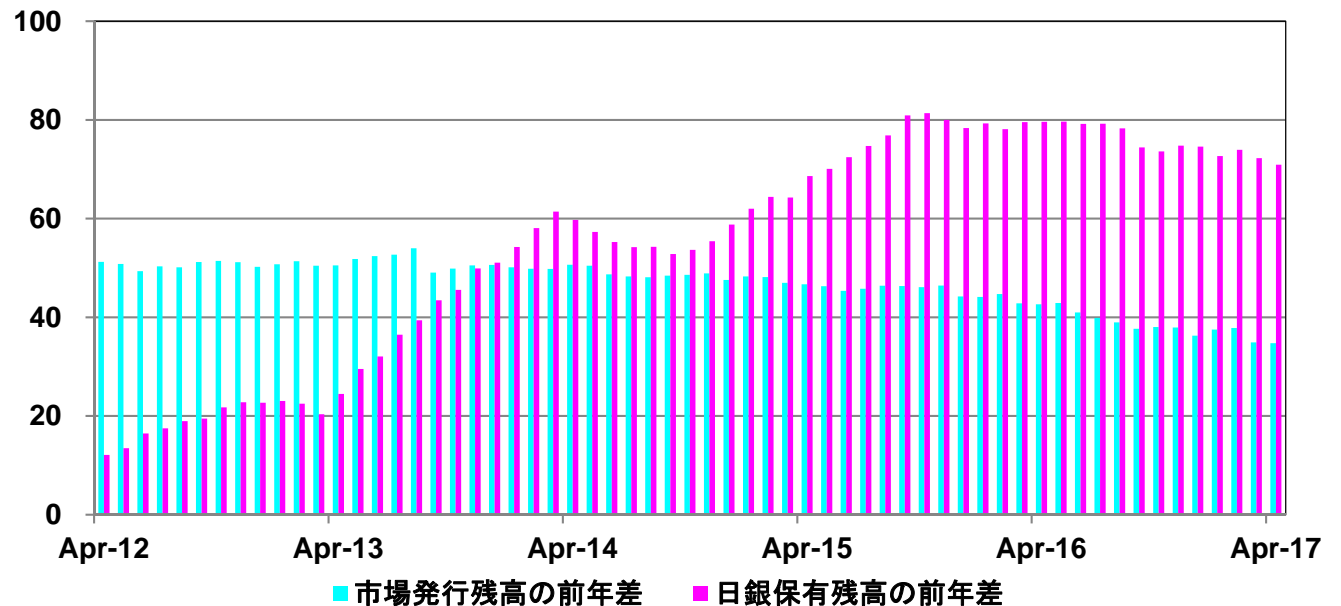
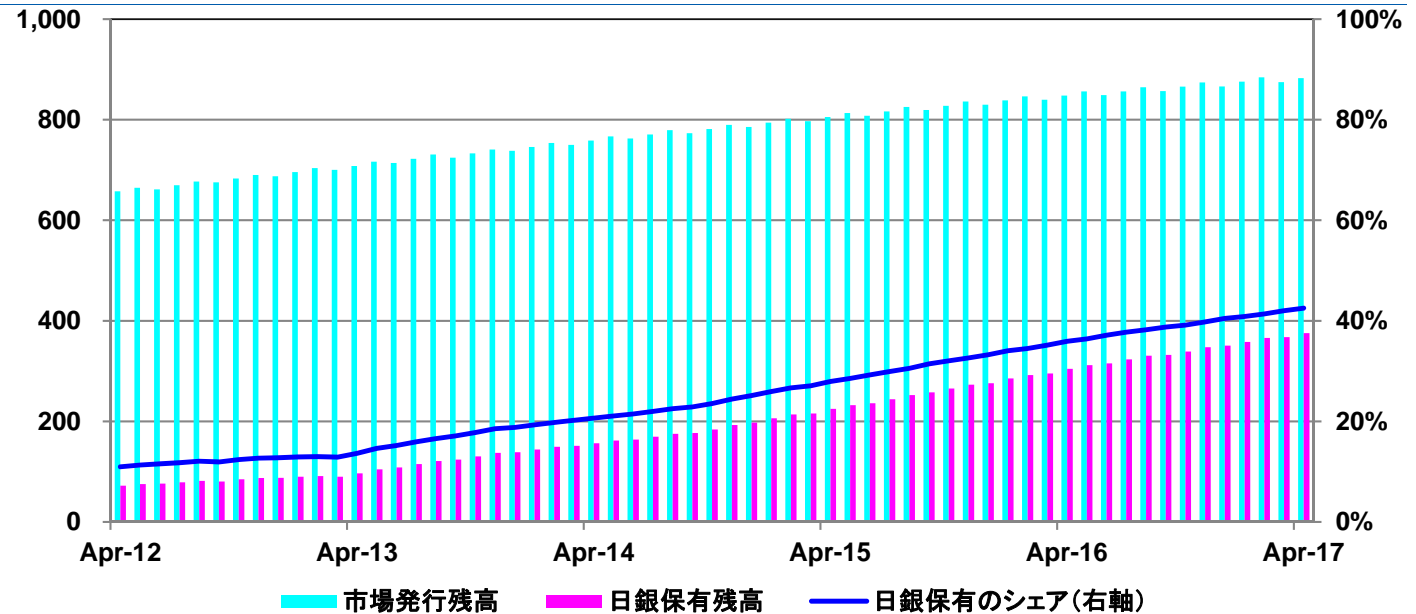
資料：日銀、財務省

## 2-20. 日銀による国債買入れ

・ストックに着目すると、日銀の国債保有残高のシェアは、「量的・質的金融緩和」の導入以降、概ね3倍に増加した。

・フローの面では、2014年以降、日銀の買入れ額は市場残高のネット増加額を上回っており、現在は2倍程度で推移している。

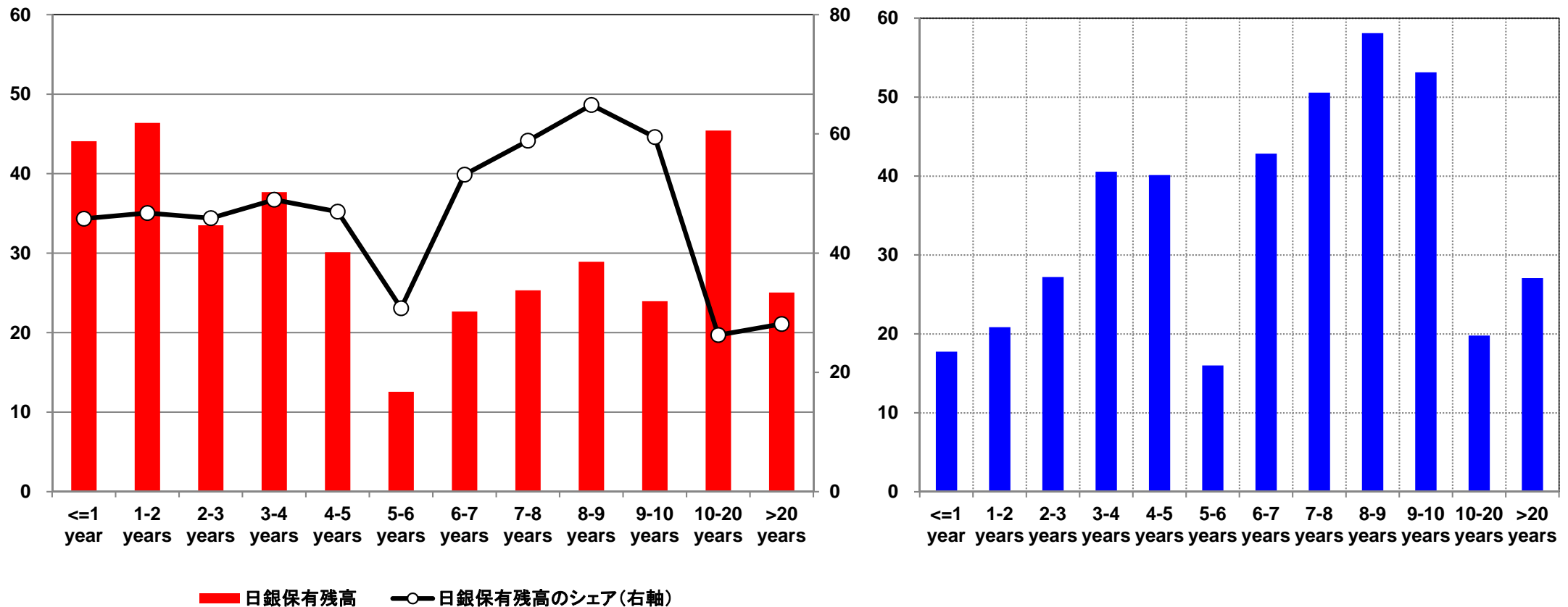
(上)ストックで見た日銀買入れのシェア(兆円:%)、(下)フローで見た日銀買入れ(兆円)



## 2-21. 日銀による国債保有(その1)

- 日銀が保有する国債(本年4月末)をみると、絶対額では依然として中短期ゾーンが大きいものの、対市場シェアは長期ゾーンがむしろ高い。しかも、このゾーンの対市場シェアは、「量的・質的金融緩和」の実施に伴って顕著に上昇した。

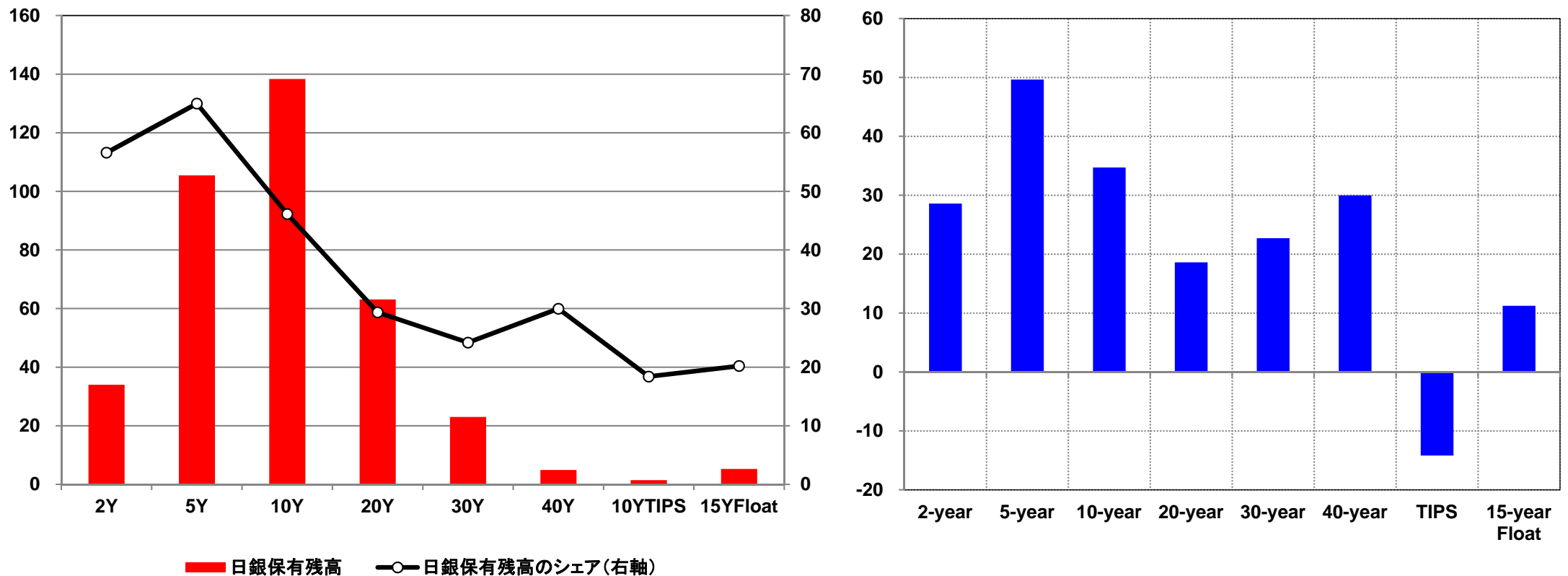
(左):残存年限別の国債保有残高と対市場シェア(兆円:%)、(右)「量的・質的金融緩和」導入後の対市場シェアの変化(%ポイント)



## 2-22. 日銀による国債保有(その2)

- 日銀が保有する国債(本年4月末)をみると、絶対額では10年債が大きいものの、対市場シェアは中短期債がむしろ高い。しかも、このゾーンの対市場シェアは、「量的・質的金融緩和」の実施に伴って顕著に上昇した。

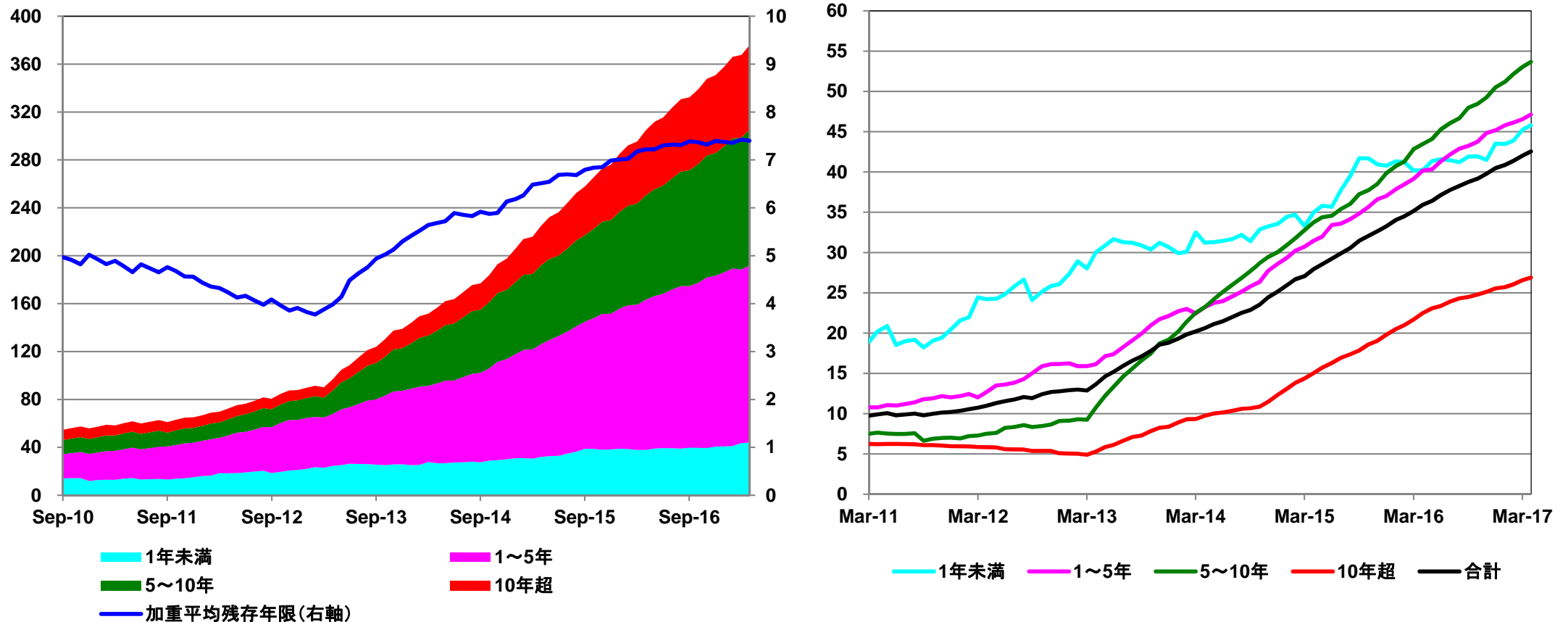
(左):種類別の国債保有残高と対市場シェア(兆円:%)、(右)「量的・質的金融緩和」導入後の対市場シェアの変化(%ポイント)



## 2-23. 日銀による国債保有(その3)

- 日銀が保有する国債(本年4月末)をみると、加重平均残存年限は緩やかな伸びを続けており、足許では7年強になっている。また、残存年限別の対市場シェアは、全体では4割強となっているほか、5~10年のゾーンのシェア上昇のペースが速い。

(左):残存年限別の国債保有残高と加重平均残存年限(兆円:年)、(右)残存年限別の対市場シェア(%)



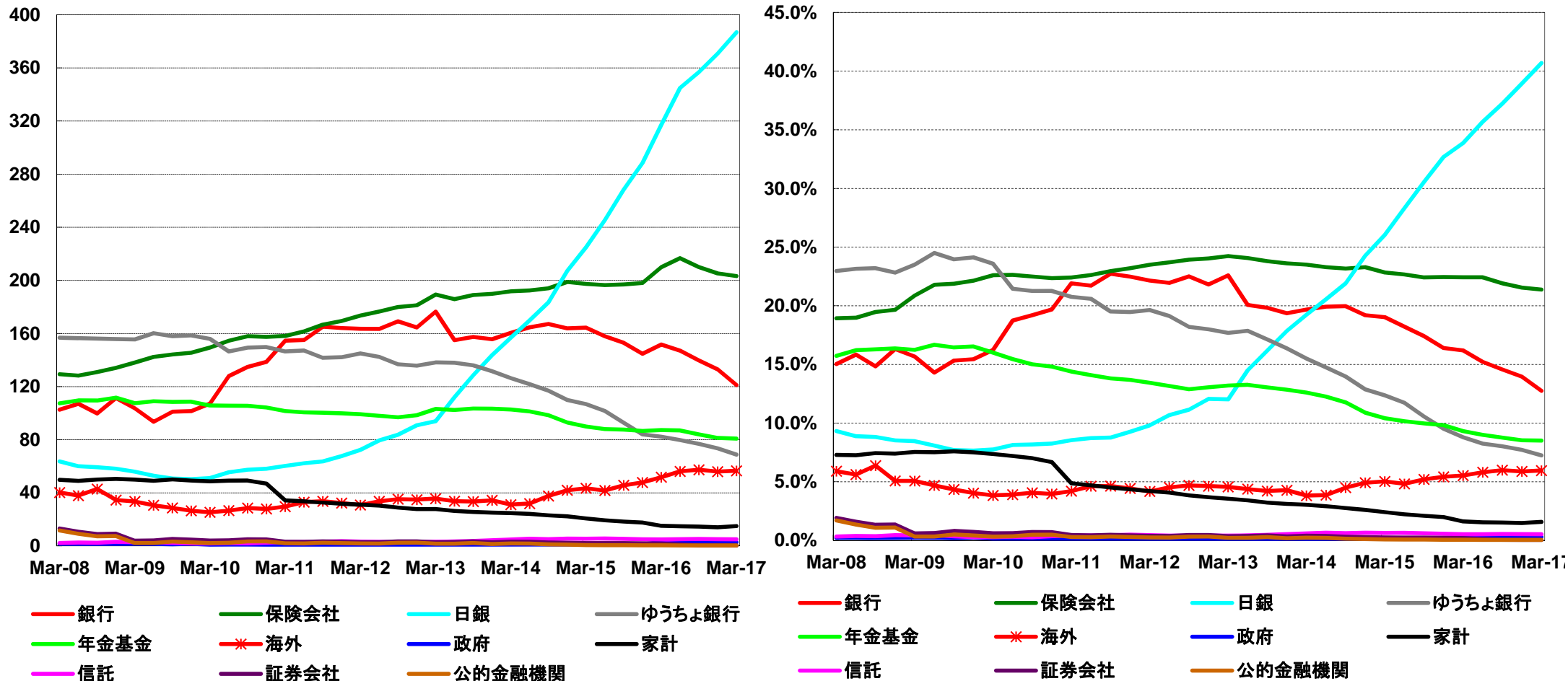


## 2-24. 投資家別の国債保有(その1)

資料: 日銀

- 「量的・質的金融緩和」の開始から現在に至るまでに、日銀の国債保有残高は約292兆円増加し、対市場シェアも4割を超えた。この間、ゆうちょ銀行は約69兆円、銀行は約55兆円、年金基金も約22兆円、各々が保有残高を減らした。

(左): 投資家別の国債保有残高(兆円)、(右) 残存年限別の対市場シェア(%)



## 2-25. 投資家別の国債保有(その2)

資料: 日銀

- 2016年度下期には、日銀の国債保有残高の増加ペースが明確に減速した。同時に、ゆうちょ銀行や銀行、保険会社の保有残高も減少した。この間、家計は、「量的・質的金融緩和」の導入以降初めて、国債保有残高を前期比で増加させた。

投資家別の半年ごとの国債保有残高の増減(兆円)

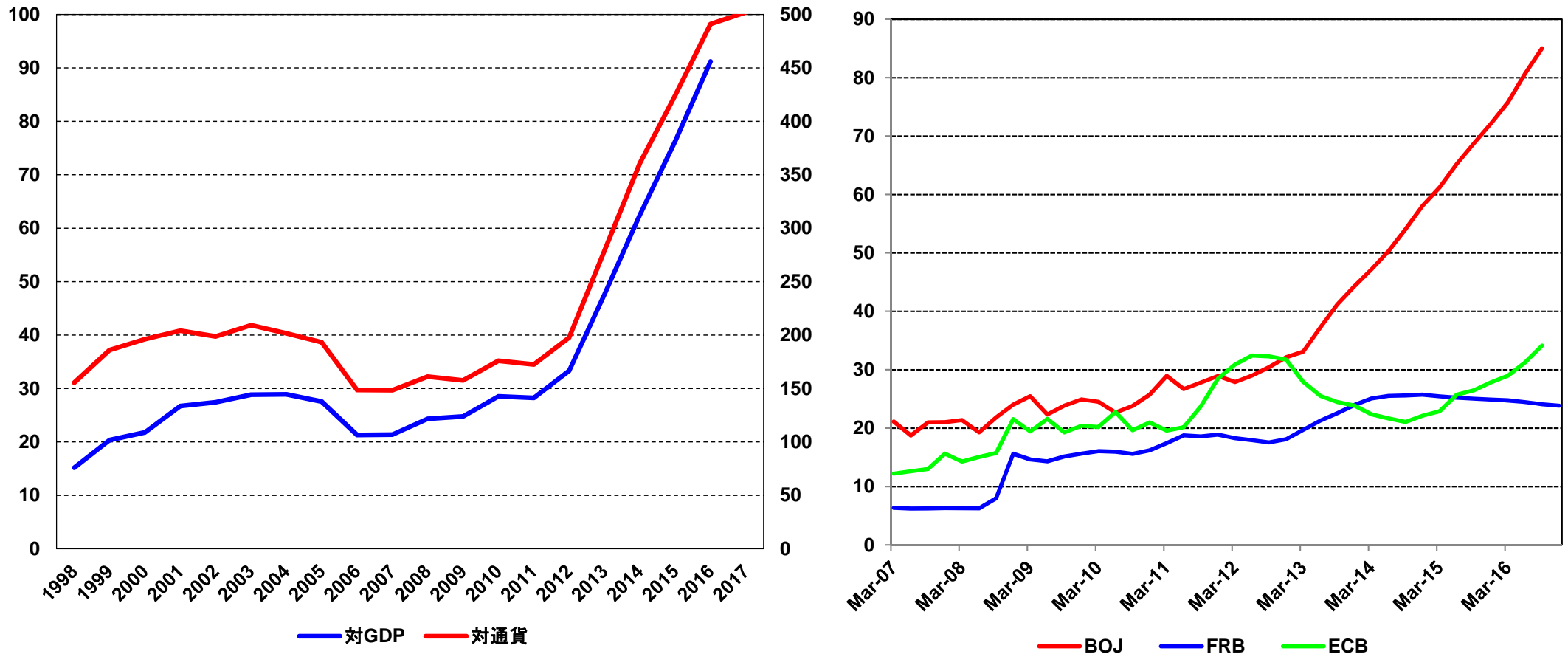
	2013年度 上期	2013年度 下期	2014年度 上期	2014年度 下期	2015年度 上期	2015年度 下期	2016年度 上期	2016年度 下期
ゆうちょ銀行	-2.19	-9.60	-9.50	-10.11	-13.99	-10.52	-5.41	-8.04
銀行	-19.12	+3.12	+6.61	-3.97	-11.83	-2.92	-12.55	-18.45
信託	+0.48	+1.08	+0.36	+0.32	-0.12	-0.55	+0.34	-0.25
保険会社	-0.37	+2.77	+2.26	+2.66	-0.32	+13.35	-0.16	-6.74
年金基金	+0.40	-0.78	-4.25	-6.65	-2.08	+0.79	-3.22	-3.18
ノンバンク	+0.11	-0.22	+0.04	-0.01	-0.12	+0.04	-0.30	-0.10
証券会社	+0.64	-0.17	-0.64	-0.34	-0.06	-0.06	-1.29	-0.02
公的金融機関	+0.49	-0.33	-0.68	-0.35	-0.10	-0.09	-0.04	-0.02
日銀	+34.62	+28.37	+26.55	+41.52	+43.33	+48.83	+39.65	+30.00
政府	-0.01	+0.02	-0.03	+0.05	+0.01	+0.05	-0.02	-0.08
海外	-2.19	-2.33	+6.51	+5.59	+2.37	+5.14	+4.14	-0.80
非金融法人	+2.04	+1.04	-0.98	-0.77	-0.00	-0.19	+0.09	-0.60
家計	-2.19	-0.85	-1.62	-2.32	-2.34	-0.46	-0.39	+0.42
合計 (=ネット発行額)	+12.72	+22.15	+24.61	+25.58	+14.71	+53.41	+20.85	-7.91

資料：FRB, BEA, 日本銀行、内閣府、  
ECB, Eurostat

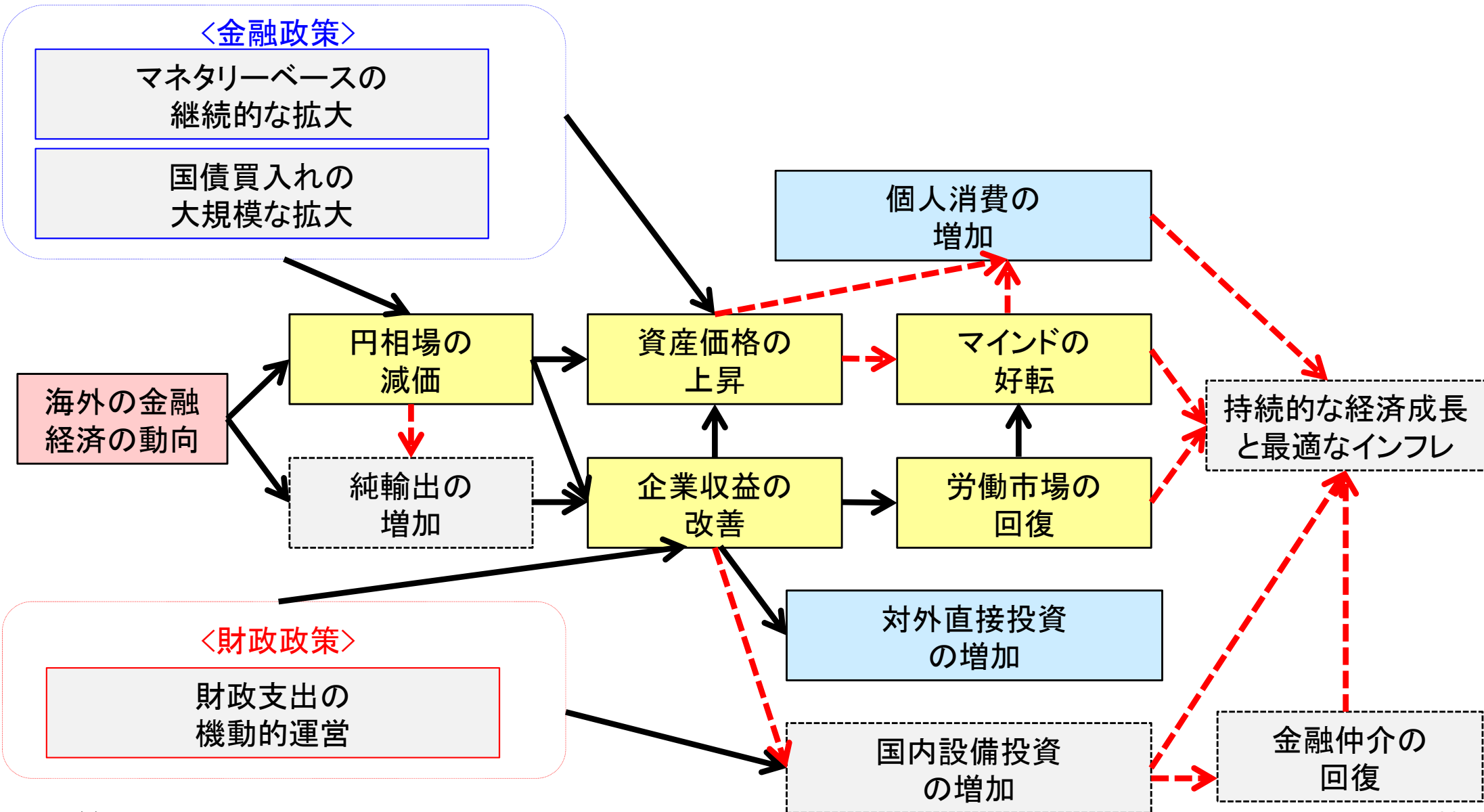
## 2-26. 日銀の資産規模(目途)

- 日銀が、資産規模を「量的緩和」解除の直後に戻す場合、対GDPで20%程度、対通貨では150%程度が大まかな目安となる。2016年の実績をベースに計算すると、これらは、望ましい総資産が110～150兆円程度となり、現在の実績(約500兆円)に比べて相当に小さい。

(左)：日銀の総資産の相対規模(%)、(右)各国中央銀行の資産規模(対GDP%)



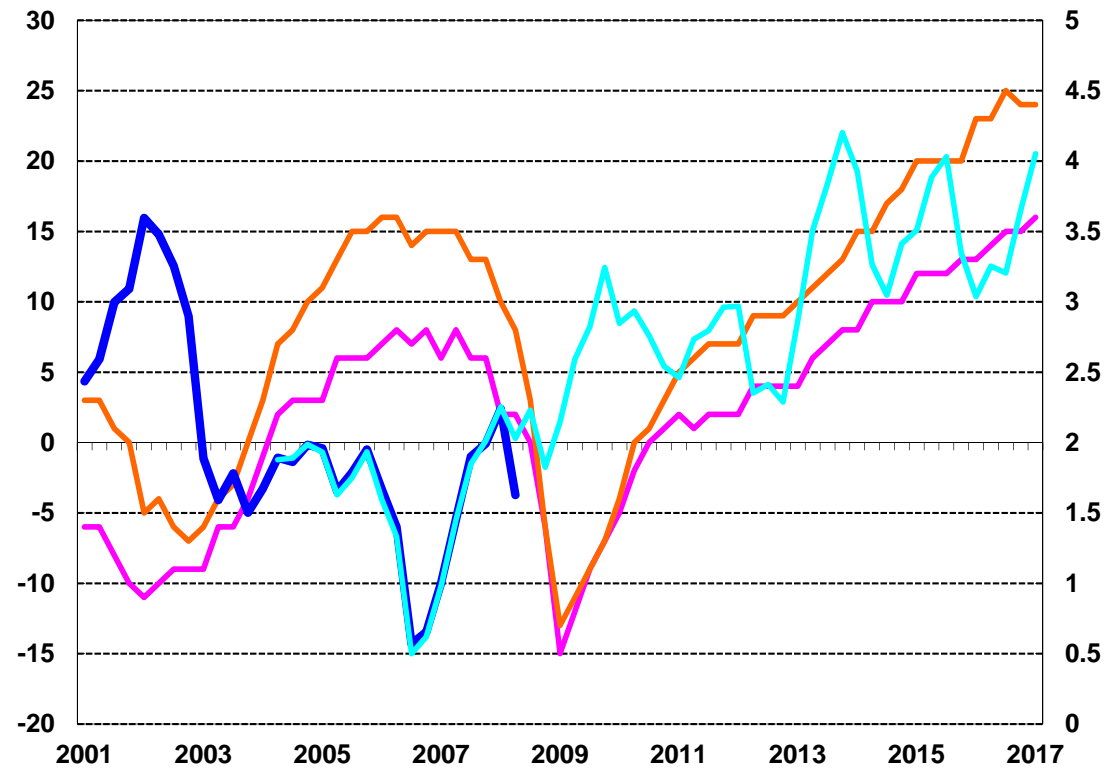
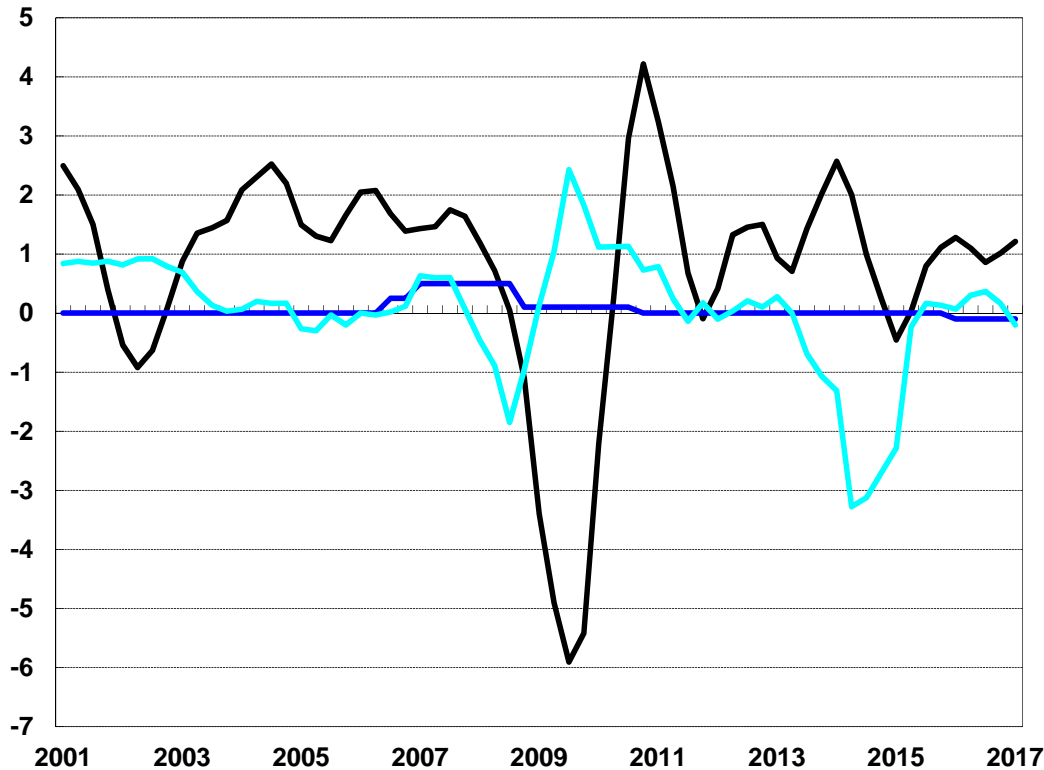
### 3-1. 政策効果の波及メカニズム



### 3-2. Financial condition(その1)

- Financial conditionのうち、实体经济に関連の深い部分には相応の効果がみられる。つまり、実質政策金利は「量的・質的金融緩和」の前半には大きくマイナス領域に低下した。また、マネーの伸び率が高まる中で、銀行の貸出態度と企業の資金繰りはともに好転を続けた。

〈左〉実質GDP成長率と政策金利(%)、〈右〉企業の流動性とマネー(DI, %)



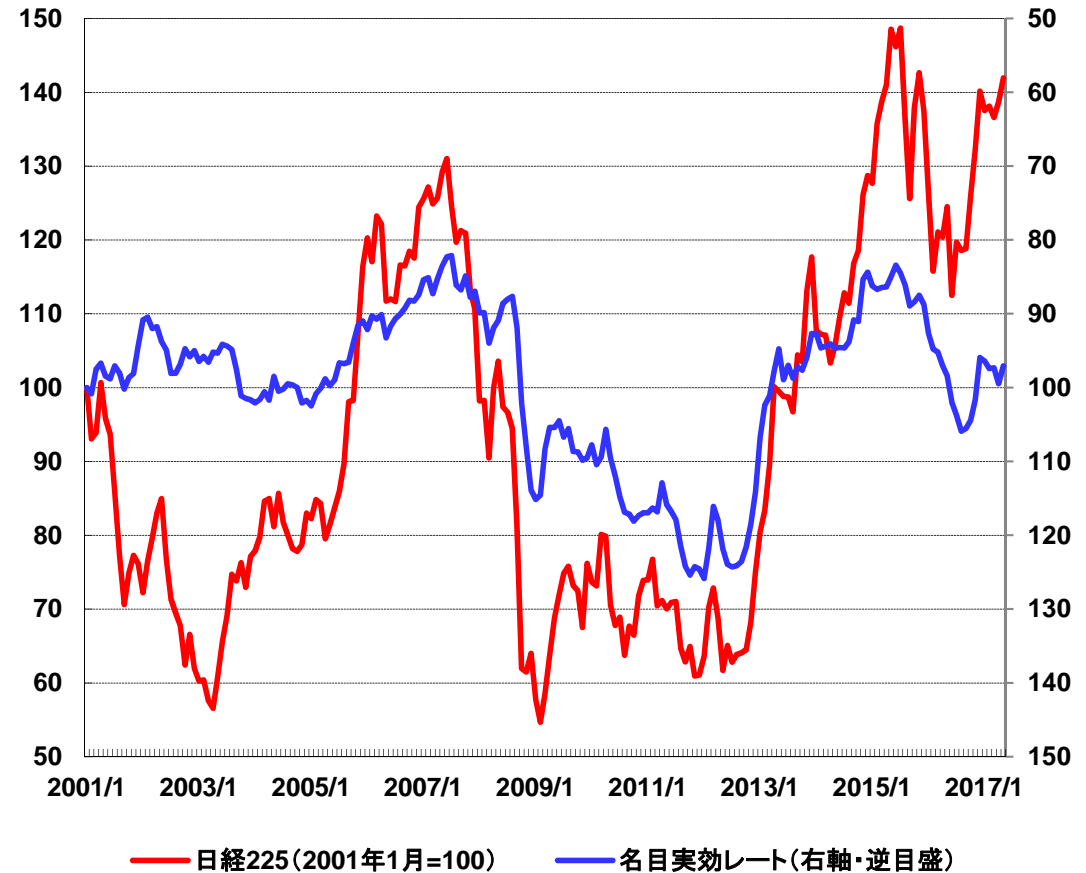
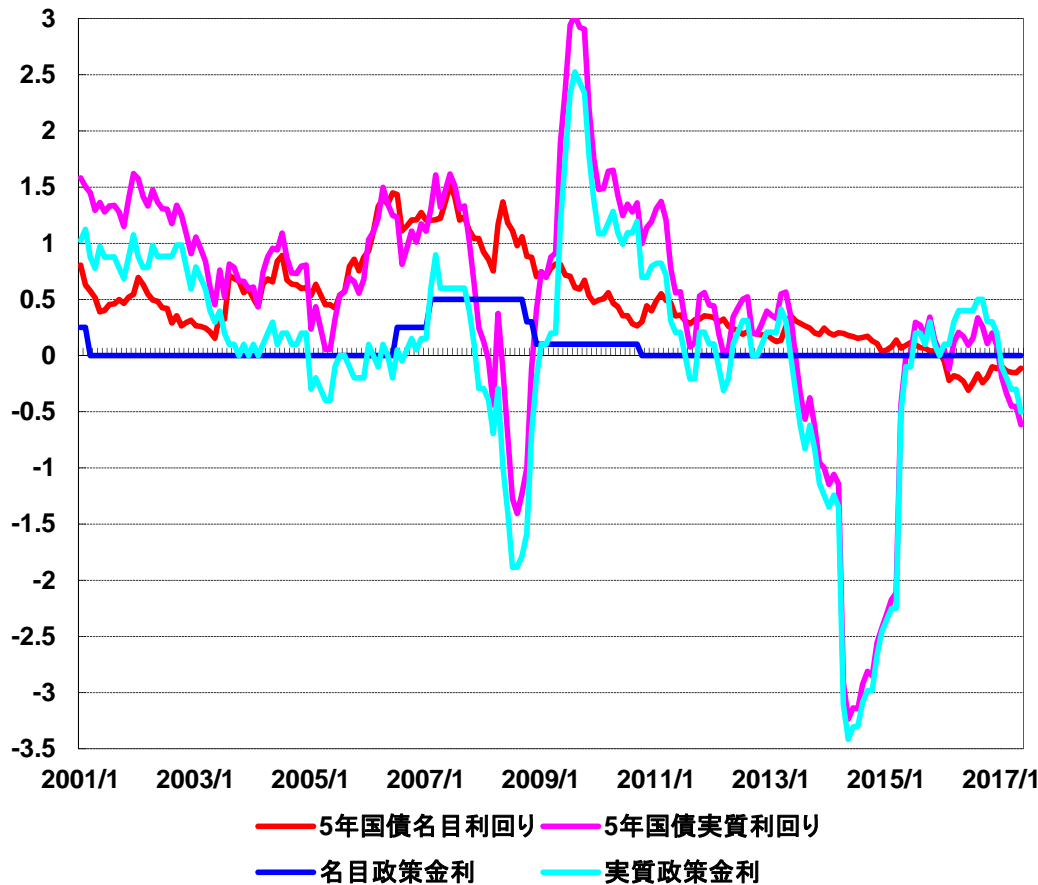
— 実質GDP成長率(年率:4期MA)    — 名目政策金利    — 実質政策金利

— 企業の資金繰り(DI: LHS)    — 銀行の貸出態度(DI: LHS)  
 — マネーサプライ(M2+CD, 前年比)    — マネーストック(M2, 年率)

### 3-3. Financial condition(その2)

・ Financial conditionのうち、金融市場に近い部分の効果には不安定な部分もあった。国債の実質利回り(5年)は一時的に大きく低下した局面も含めて抑制されたが、為替や株価は結果的には円安と株高を招来したが、海外情勢等を映じて逆方向に動く局面もみられた。

〈左〉国債利回りと政策金利(%)、〈右〉名目実効レートと株価指数(2001年初=100)

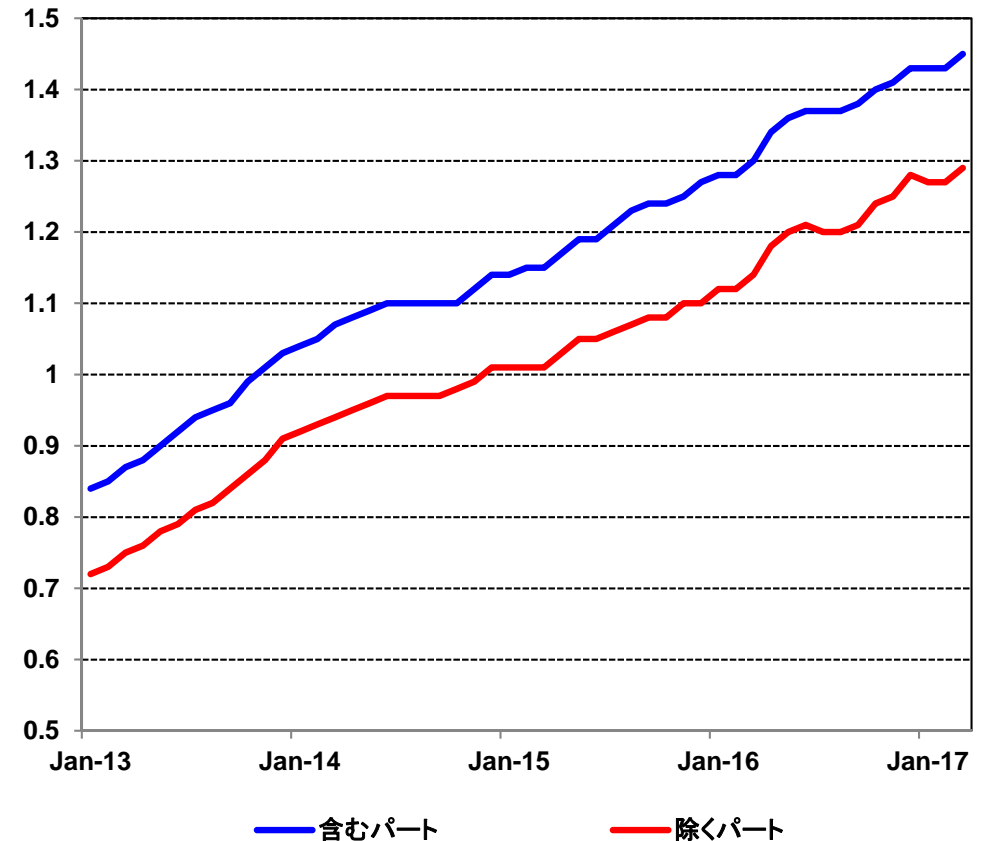
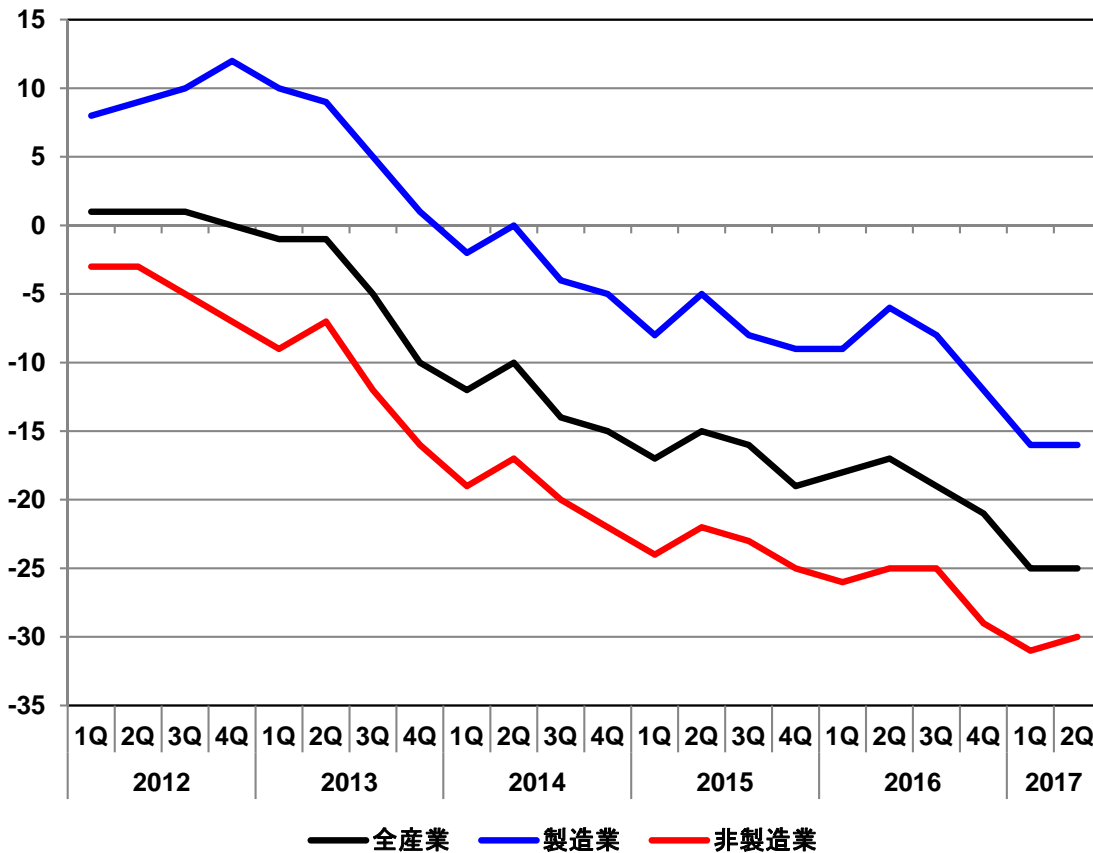




### 3-4. 雇用の動向

- 短観の雇用人員DIは、「量的・質的金融緩和」の実施期間を通じて、ほぼ一貫して不足方向へ推移した。ただし、特に非製造業における不足感が目立つなど業種別のばらつきが残る点は、構造的な要因の影響を示唆している。この間、有効求人倍率もほぼ一貫して上昇を続けている。

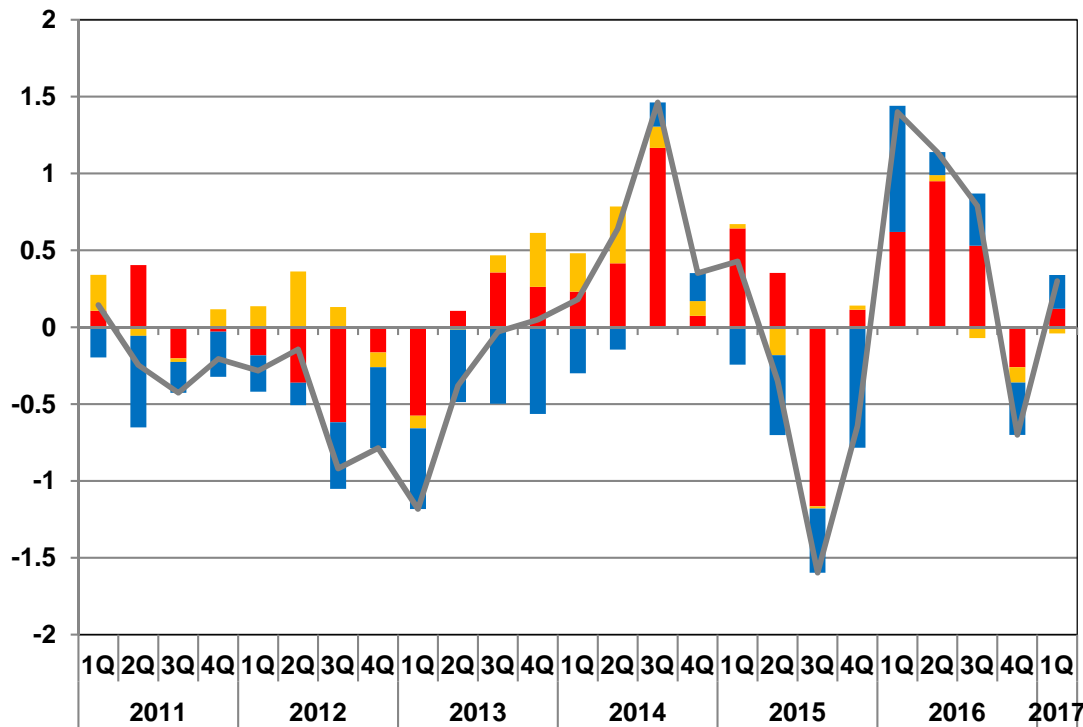
〈左〉短観の雇用人員DI, 〈右〉有効求人倍率



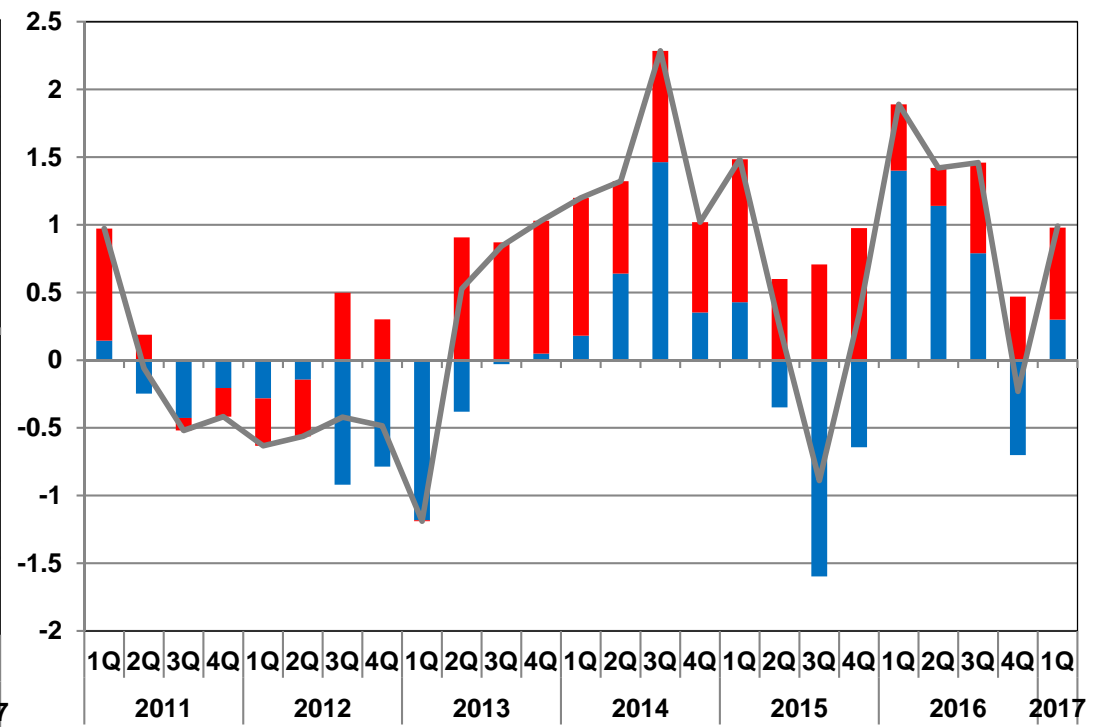
### 3-5. 賃金所得の動向

- 賃金や所得の動きも一進一退であった。つまり、2014年にかけては顕著に好転したが、その後といったん失速し、2016年以降に回復をみせている。ただし、昨年後半には再び不安定化した。
- 構成をみると、賃金に関しては、総じて特別給与や所定外給与の寄与が大きい。また、雇用者所得に関して、雇用者数の寄与が大きかったが、2016年からは現金給与の寄与も目立つようになってきた。

名目賃金の動き(前年比・%)



雇用者所得の動き(前年比・%)



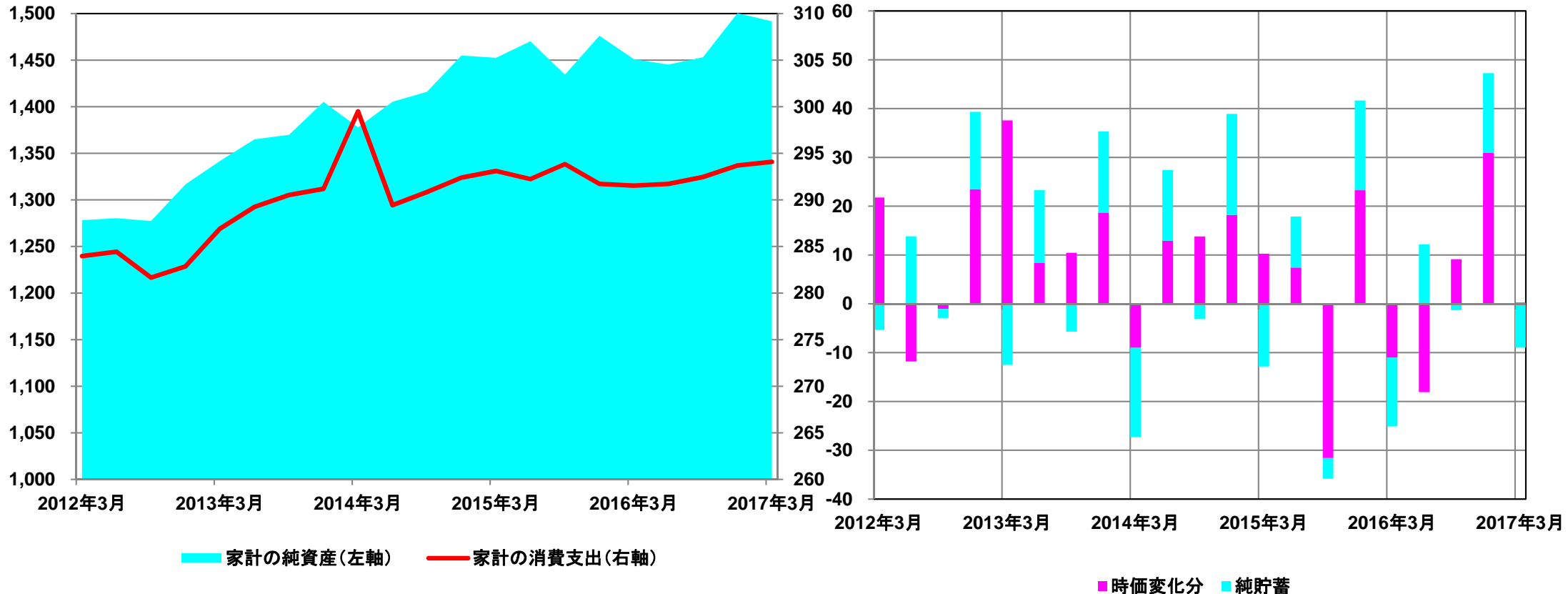
■ 特別給与 ■ 所定外給与 ■ 所定内給与 — 現金給与総額

■ 現金所得 ■ 雇用者数 — 雇用者所得

### 3-6. 家計の純資産

- ・ 家計の純資産は、「量的・質的金融緩和」の期間を通じ、ほぼ一貫して増加を続けた。本年3月末には約1492兆円に達し、2012年末に比べて13%程度大きい。
- ・ この間の増加要因をみると、評価損益による寄与が目立つが、全体の増加が比較的大きかった局面では、純貯蓄の寄与もみられた。

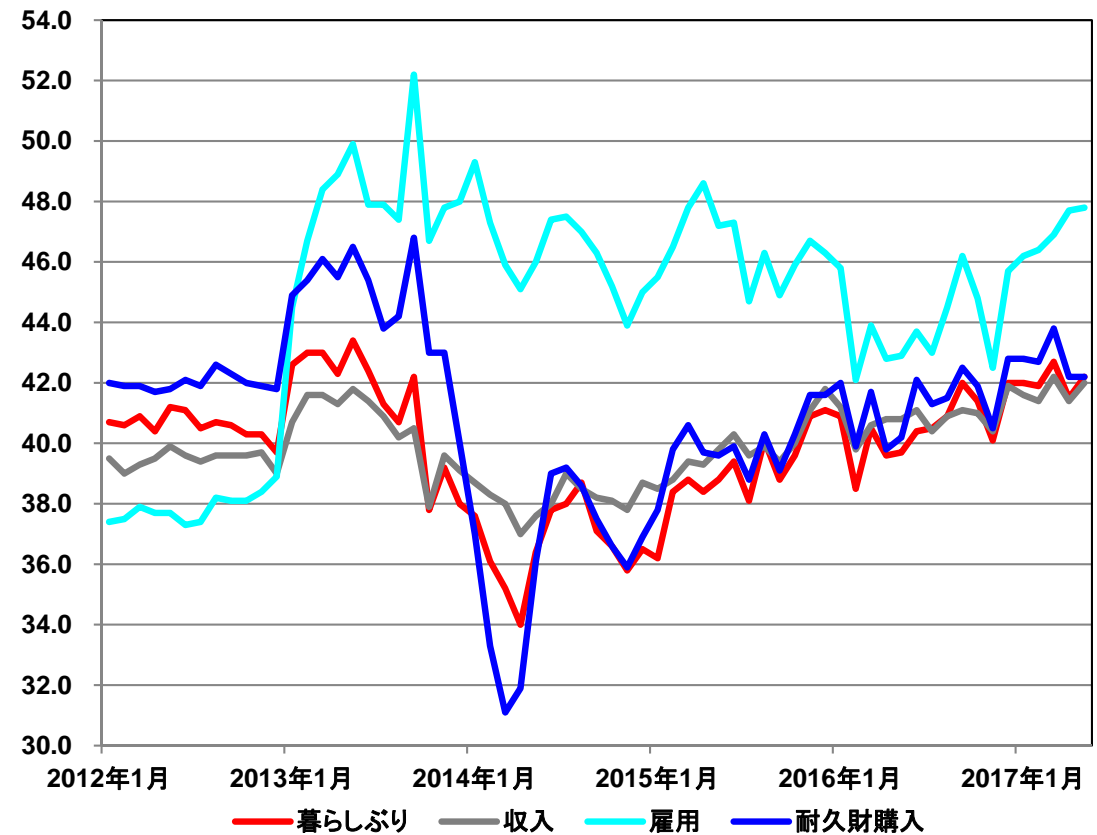
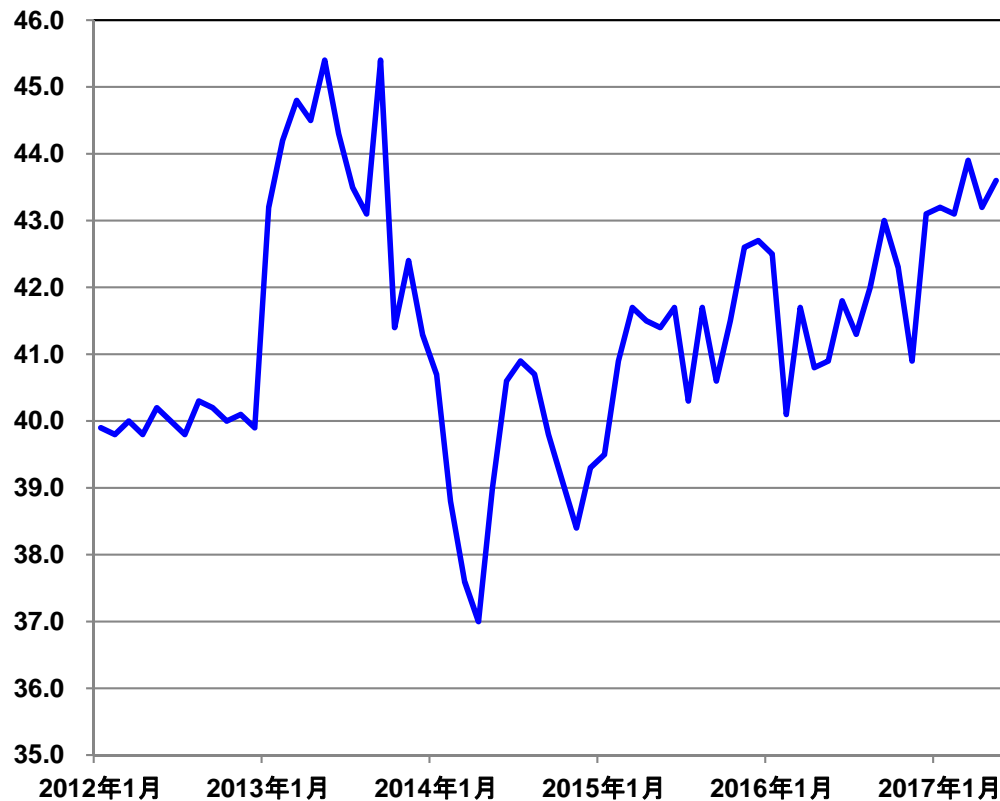
〈左〉家計の純資産(兆円), 〈右〉四半期の増加額(兆円)



### 3-7. 家計のセンチメント

- ・ 家計のセンチメントは「量的・質的金融緩和」の導入前後に急激に改善したが、2014年に入って急落した。その後は、振れを伴いつつも緩やかな回復を辿っている。
- ・ 項目別には、雇用が比較的安定していることが目立つ。その他の項目は総合指数と同様なパターンを辿って推移し、足許にかけて緩やかな回復を続けている。

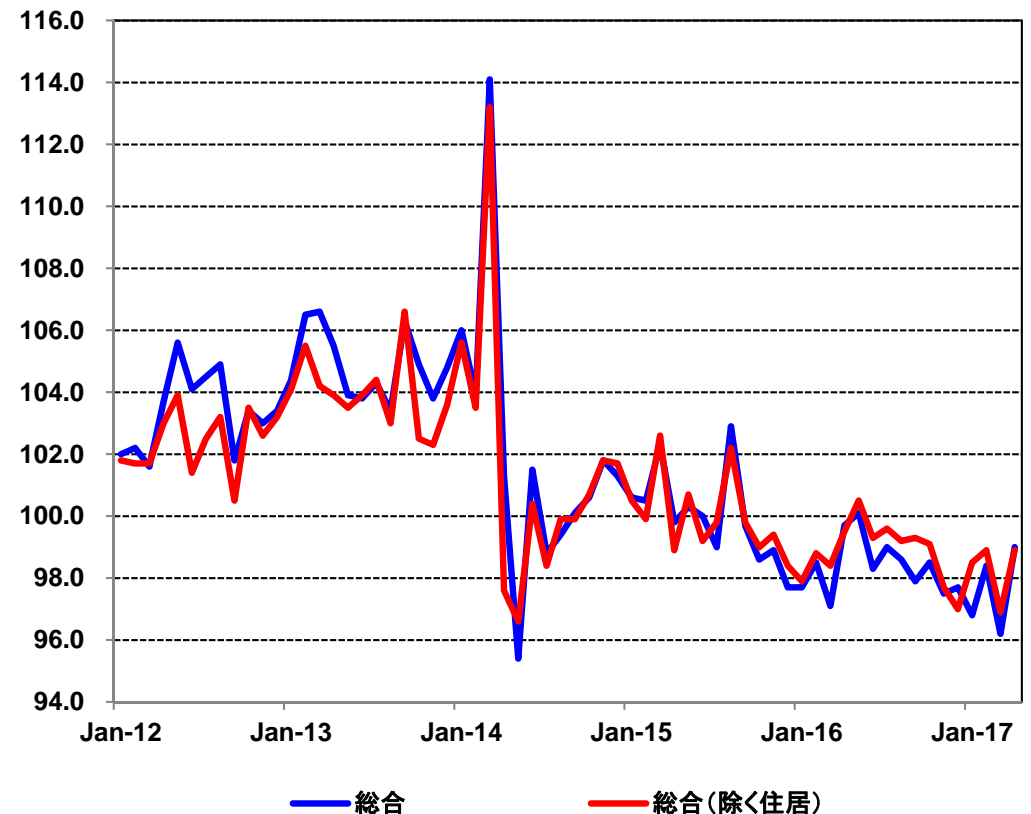
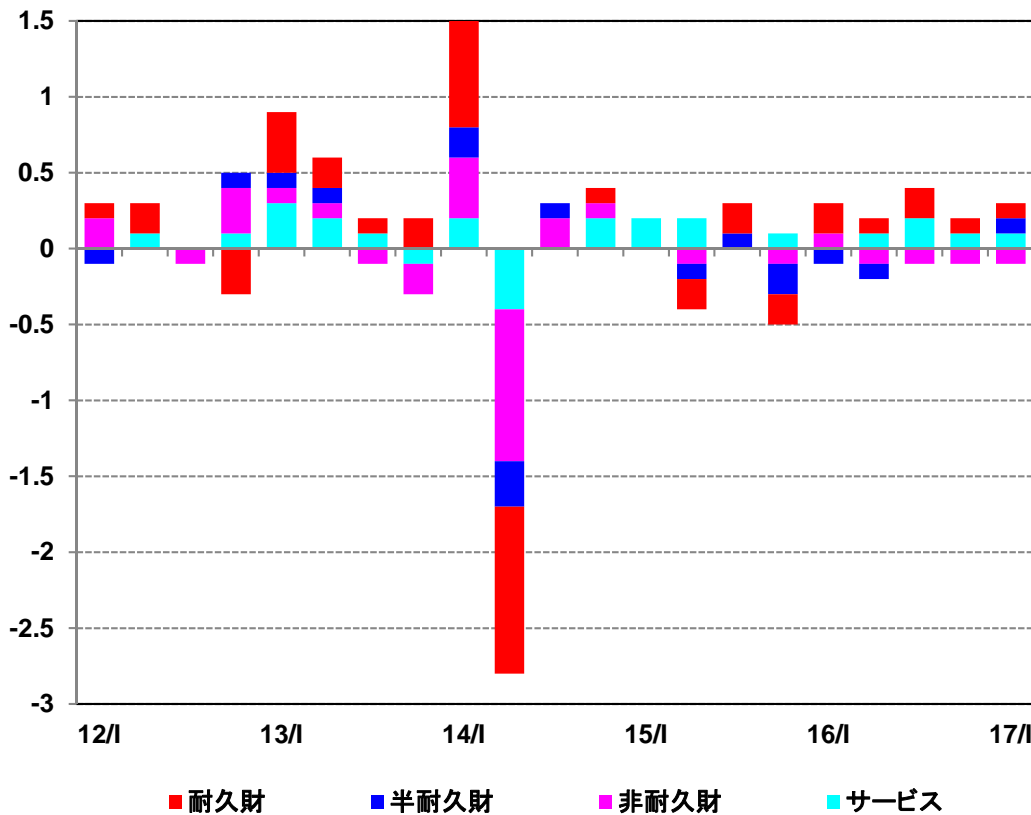
消費者態度指数



### 3-8. 家計の消費

- ・ 実質GDPとの対比で見た家計消費も、「量的・質的金融緩和」の導入当初に伸び率を高めたが、消費税増税に伴う上下方向への大きな振れの後、概ね安定しているが緩やかな増加に止まっている。内容的には、耐久財やサービスが健闘している一方で、半耐久財や非耐久財の低迷が目立つ。
- ・ 一方、消費水準指数は、消費税増税を機に大きく低下した後にはいったんは回復したが、2015年後半からは振れを伴いつつも緩やかに低下している。

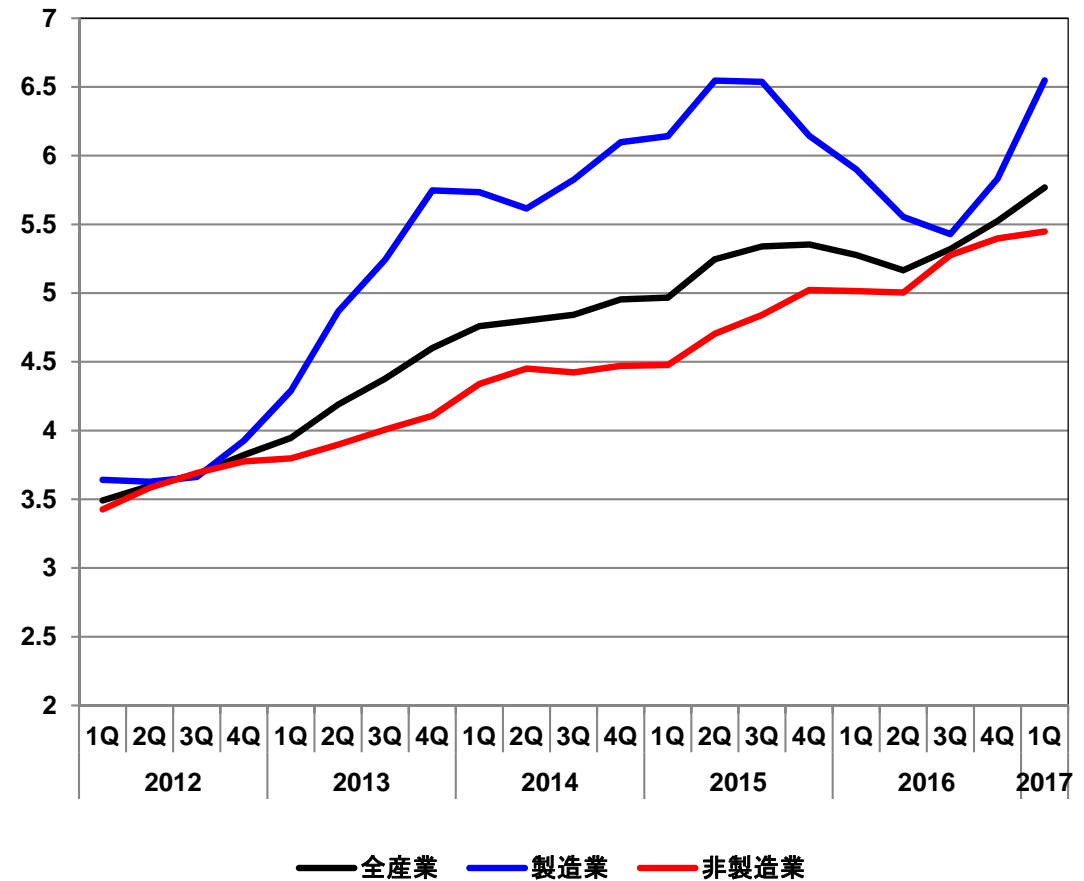
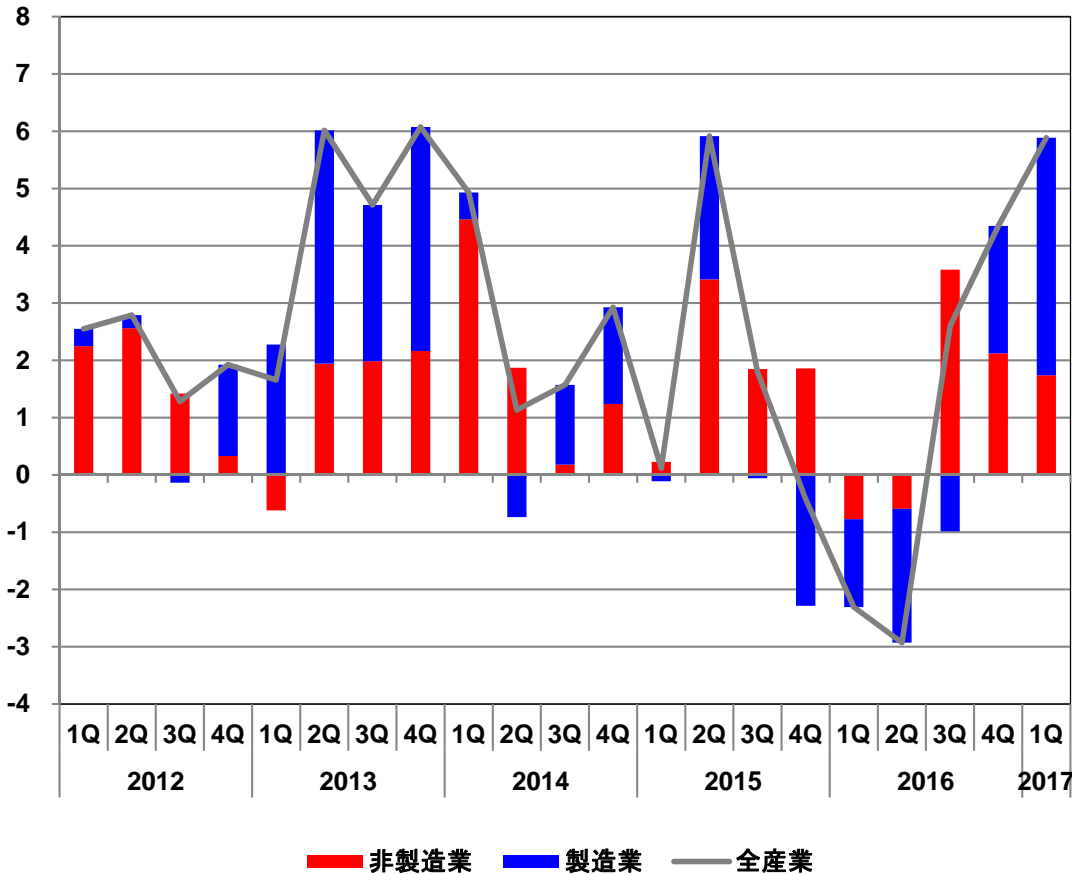
＜左＞ 内容別の消費支出 (実質GDPに対する寄与度、%)、＜右＞ 消費水準指数



### 3-9. 企業収益

- 企業収益は、2015年後半から2016年前半を除いては、概ね一貫して増加を続けており、足許にかけて伸び率が高まっている。当初は製造業の寄与が大きかったが、その後は非製造業の寄与がむしろ目立っている。この間、売上高計上利益率も製造業で減速する局面はあったが、総じてみれば上昇を続けている。

〈左〉 経常利益の増加率 (四半期移動平均、%)、〈右〉 売上高経常利益率 (四半期移動平均、%)

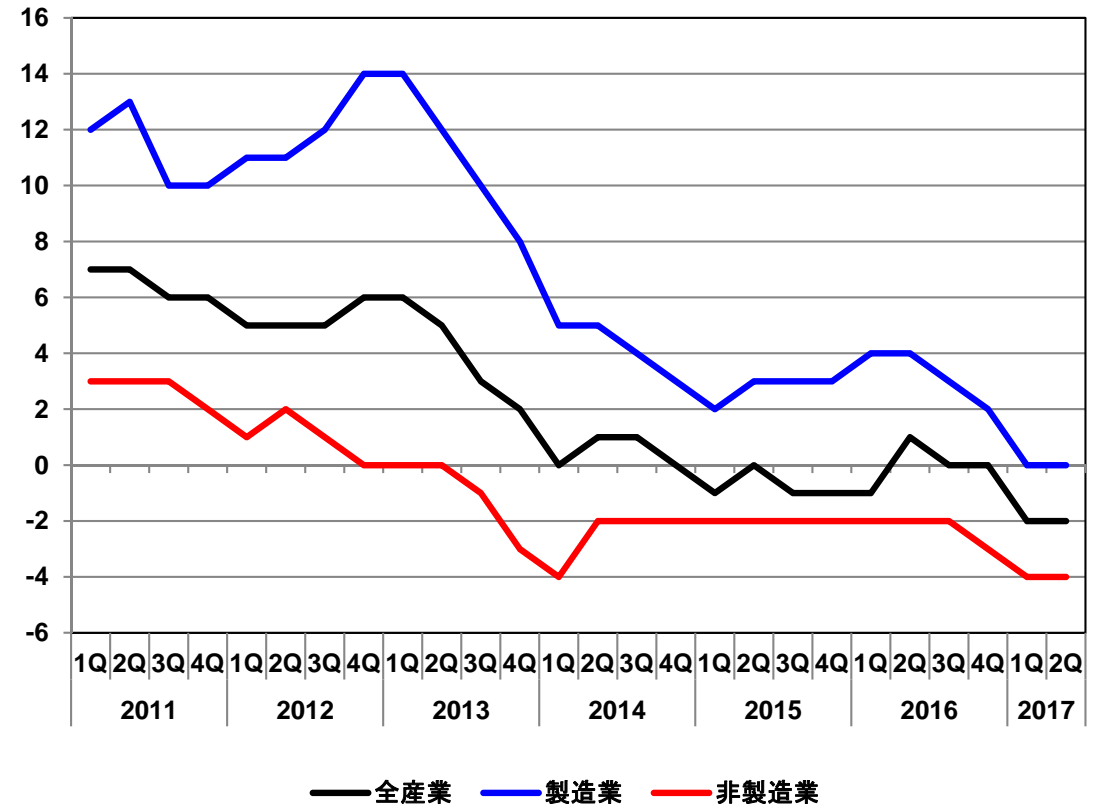
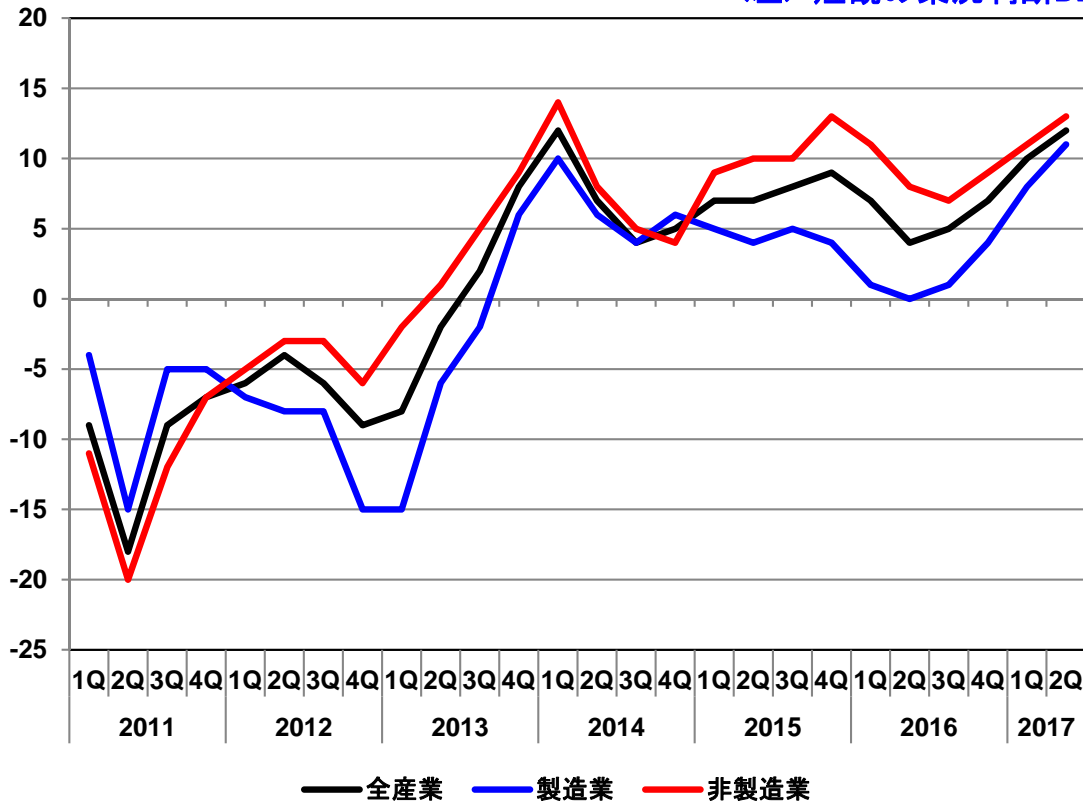




### 3-10. 企業のセンチメント

- ・企業のセンチメントも、「量的・質的金融緩和」の導入当初に顕著に改善した後、停滞と回復を繰り返したが足許にかけて改善し、2014年初の直近でのピークにまで回復している。この間、非製造業の業況判断の好調さが目立つ。
- ・生産設備の判断も、当初に顕著に改善した後、2014年からは横這いで推移してきたが、足許で再び改善の兆しがみられる。ここでも非製造業の不足感が目立つ。

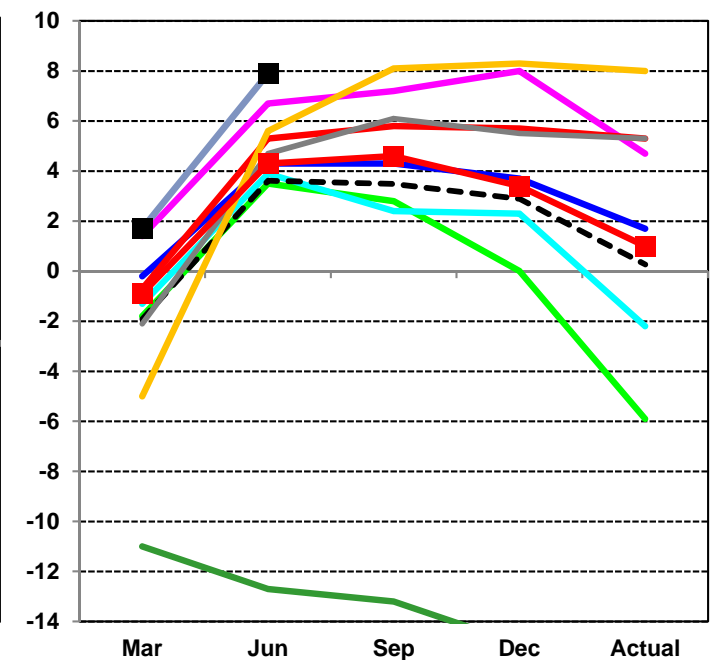
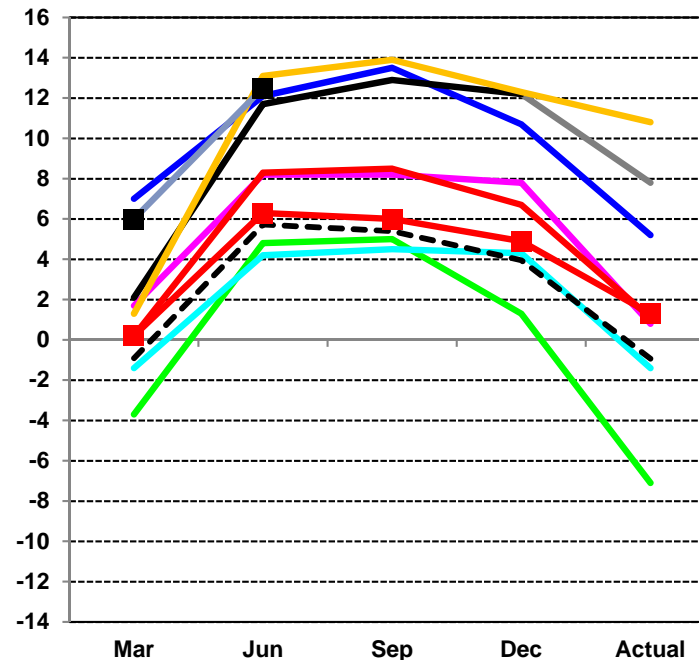
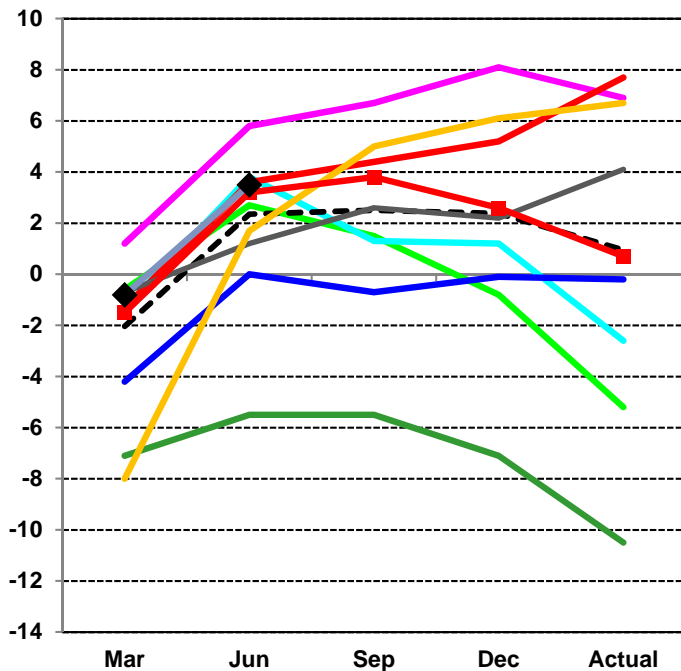
〈左〉短観の業況判断DI、〈右〉短観の生産設備判断DI



### 3-11. 企業の設備投資

- 短観によれば、企業の設備投資計画は、非製造業と非製造業ともに2015年度までは増勢を維持したが、2016年度はやや慎重化した。もっとも、本年度は比較的高めのスタートをみせており、どこまで維持し得るかが注目される。

〈左〉非製造業、〈中央〉製造業、〈右〉全産業(前年比・%)

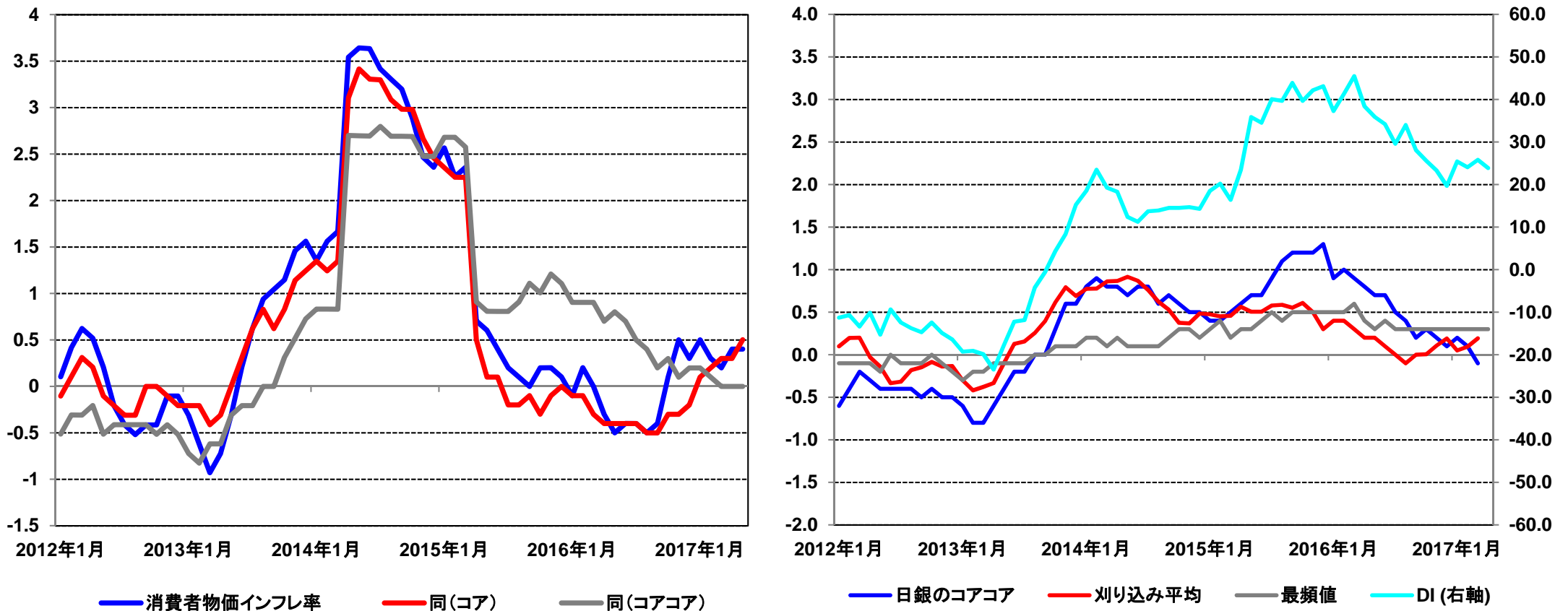


Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

### 3-12. 消費者物価インフレ率(その1)

- 「量的・質的金融緩和」の導入後の消費者物価インフレ率は、顕著に加速した後で大きく減速し、2016年には概ね2012年と変わらない状況になっていた。足許では回復の動きもみられる一方、コアコアの減速傾向には歯止めが掛かっていない。この間、日銀自身による基調的なインフレ指標も昨年以降にむしろ停滞感を強めている。

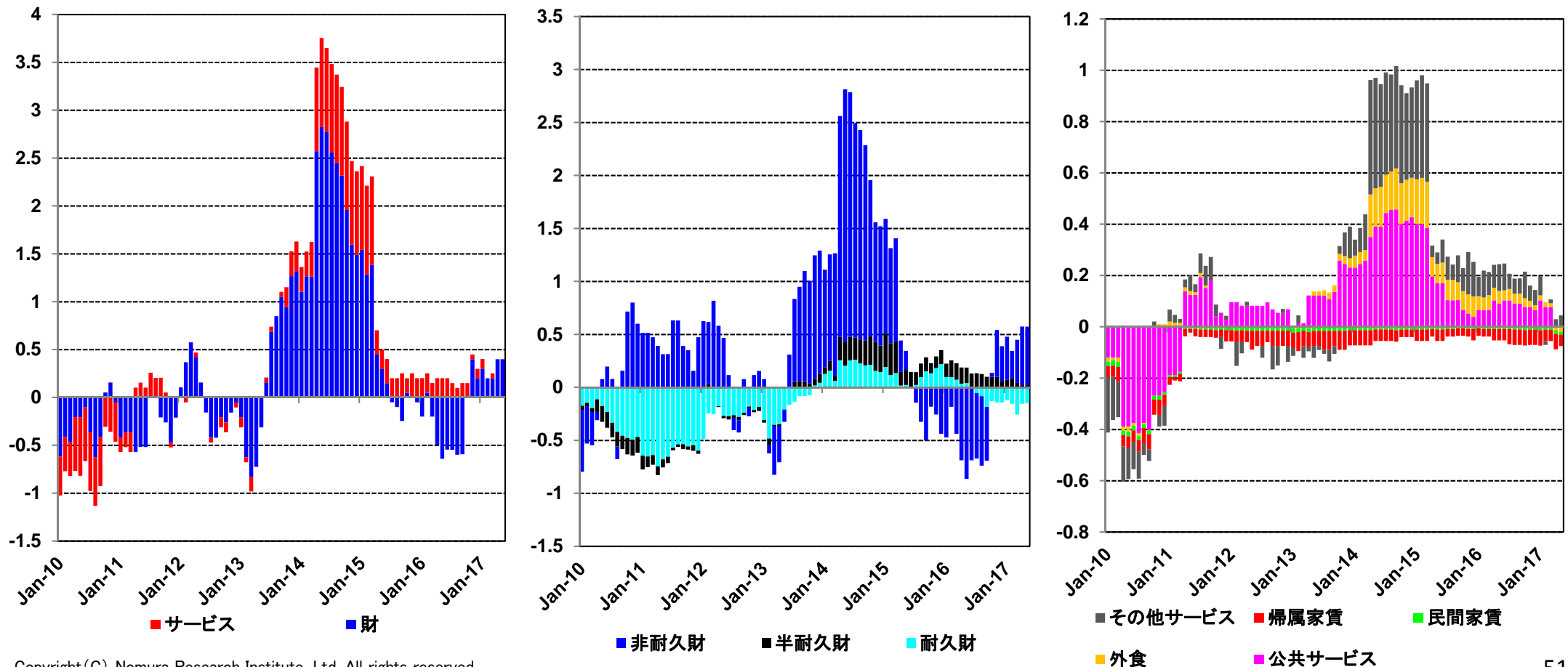
<左> コアインフレ(前年比・%)、<右> 日銀による基調的インフレ指標 (前年比%・DI)



### 3-13. 消費者物価インフレ率(その2)

- 「量的・質的金融緩和」の導入後にインフレ率が加速した局面とその後の減速局面では、自明ではあるが財の寄与が大きかった。財の中では、上下双方の動きにおいて非耐久財の寄与が目立つ。一方、サービスは、公共サービスの寄与が目立つ局面がみられたが、足許ではいずれの要素も寄与が小さくなっている。

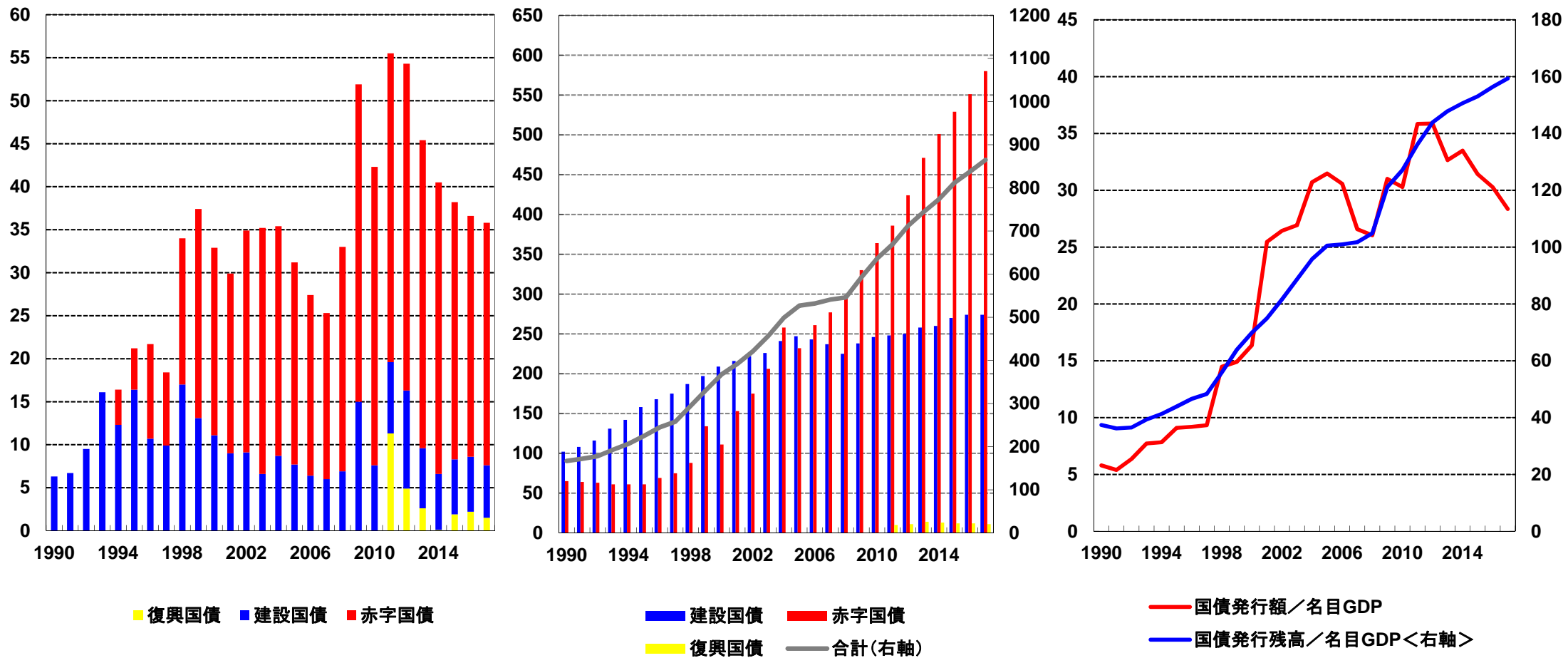
〈左〉財・サービス別の寄与度, 〈中央〉財の内容別の寄与度, 〈右〉サービスの内容別の寄与度 (いずれも前年比・%)



### 3-14. 財務省による国債管理政策(その1)

- ・ 税収の増加などもあって国債発行額は減少傾向にあり、概ね2000年代前半の水準に戻っている。もっとも、残高は着実に増加を続けており、市場性国債だけでみても名目GDPの160%に達する状況になっている。

(左)種類別の国債発行額(兆円)、(中央)種類別の国債発行額(兆円)、(右)対GDP比率(%)



### 3-15. 財務省による国債管理政策(その2)

	2016年度	2017年度
市中発行分	152.2	148.0
市中発行額	147.0	141.2
非競争入札等	2.2	6.8
個人向け販売分	2.0	3.0
日本銀行	8.0	3.0
合計	162.2	154.0

- ・ 2017年度の国債発行計画によれば、財務省は約141兆円の国債を入札で発行することとなっている。
- ・ 前年度対比で減少した主因は、金利見通しの低下と、好環境下での前倒し発行の効果による。
- ・ 種類別には、40年債が増額された一方、20年債、10年債、5年債、2年債、割引短期国債、物価連動国債が各々減額された。

	2016年度	2017年度
40年債	2.4 (0.4 x 6)	3.0 (0.5 x 6)
30年債	9.6 (0.8 x 12)	9.6 (0.8 x 12)
20年債	13.2 (1.1 x 12)	12.0 (1.0 x 12)
10年債	28.8 (2.4 x 12)	27.6 (2.3 x 12)
5年債	28.8 (2.4 x 12)	26.4 (2.2 x 12)
2年債	30.0 (2.5 x 12)	26.4 (2.2 x 12)
割引短期国債(1年)	25.0	23.8
変動利付国債(15年)	0	0
物価連動国債(10年)	2.0 (0.5 x 4)	1.6 (0.4 x 4)
流動性供給入札	9.6	10.8
合計	147.0	141.2



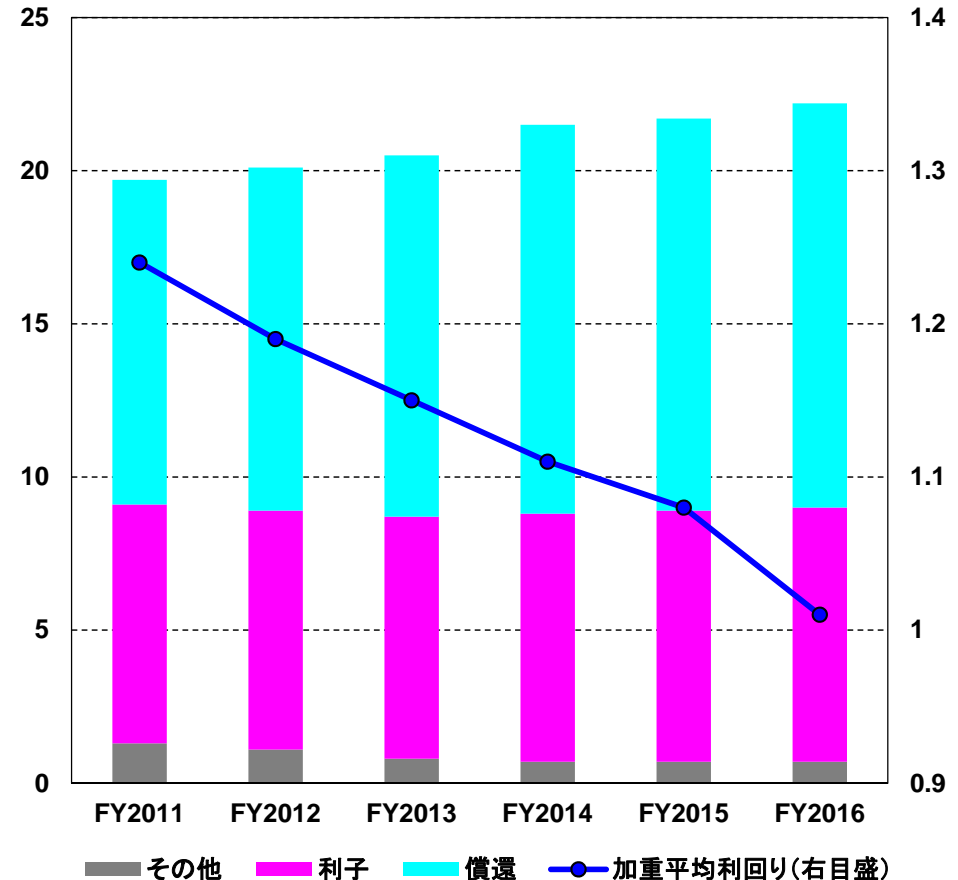
### 3-16. 国債費の推移

- 国債費は、残存国債の平均利回りの低下に関わらず、償還費が漸増しているほか、利払いも(残高の増加によって)横這いとなっているため、緩やかな増加を辿っている。

(左)普通国債の利率別分布(2017年3月末・億円)、(右)国債費と国債の加重平均利回り(兆円・%)

普通国債の利率別現在額と残高合計に占める割合(平成29年3月末)及び利率加重平均

利率(%)	現在額(億円)	割合(%)	利率(%)	現在額(億円)	割合(%)
-	243,364	2.93	1.30	321,117	3.87
0.05	92,884	1.12	1.40	294,677	3.55
0.06	12,989	0.16	1.50	358,947	4.32
0.07	628	0.01	1.60	129,798	1.56
0.08	790	0.01	1.70	417,908	5.03
0.09	259	0.00	1.80	238,391	2.87
0.10	1,556,753	18.74	1.90	259,952	3.13
0.11	482	0.01	2.00	243,856	2.94
0.12	953	0.01	2.10	369,764	4.45
0.13	423	0.01	2.20	275,178	3.31
0.14	1,221	0.01	2.30	171,279	2.06
0.15	1,521	0.02	2.40	118,608	1.43
0.17	1,043	0.01	2.50	120,991	1.46
0.19	659	0.01	2.60	27,428	0.33
0.20	494,886	5.96	2.70	5,040	0.06
0.24	1,162	0.01	2.80	2,061	0.02
0.27	846	0.01	2.90	18,102	0.22
0.30	257,192	3.10	3.00	4,459	0.05
0.40	338,523	4.08	3.10	4,697	0.06
0.50	145,264	1.75	無利子	329,740	3.97
0.60	370,841	4.46	合計	8,305,733	100.00
0.70	34,608	0.42			
0.80	355,145	4.28			
0.90	42,668	0.51			
1.00	239,130	2.88			
1.10	149,393	1.80			
1.20	250,113	3.01			



### 3-17. 金融政策の「正常化」における財務面の影響

・「量的緩和」によって膨張したバランスシートの下で、中央銀行が金融政策の「正常化」を進める場合には、財務面での様々な負担が生じる。具体的には、以下の要因が影響を与える。

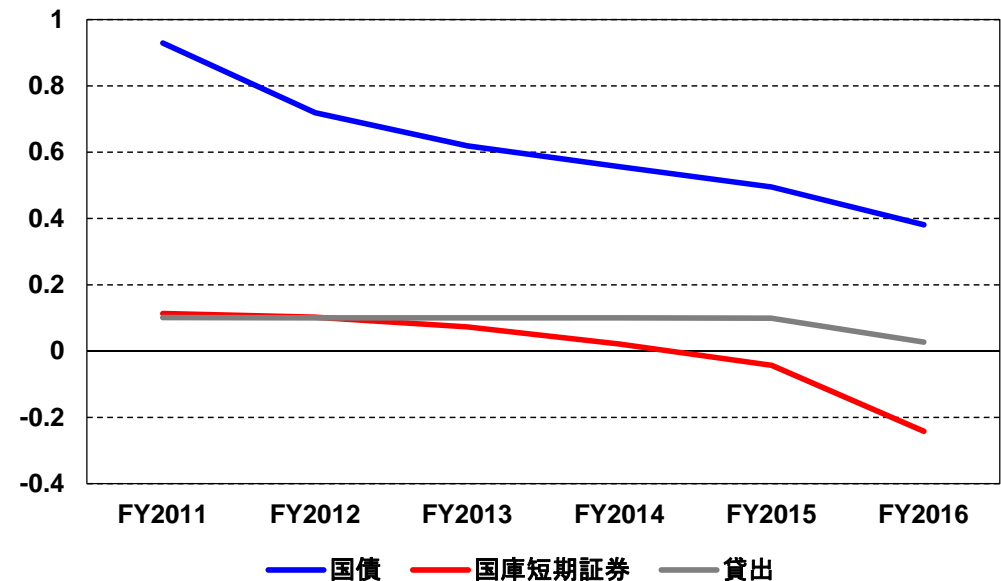
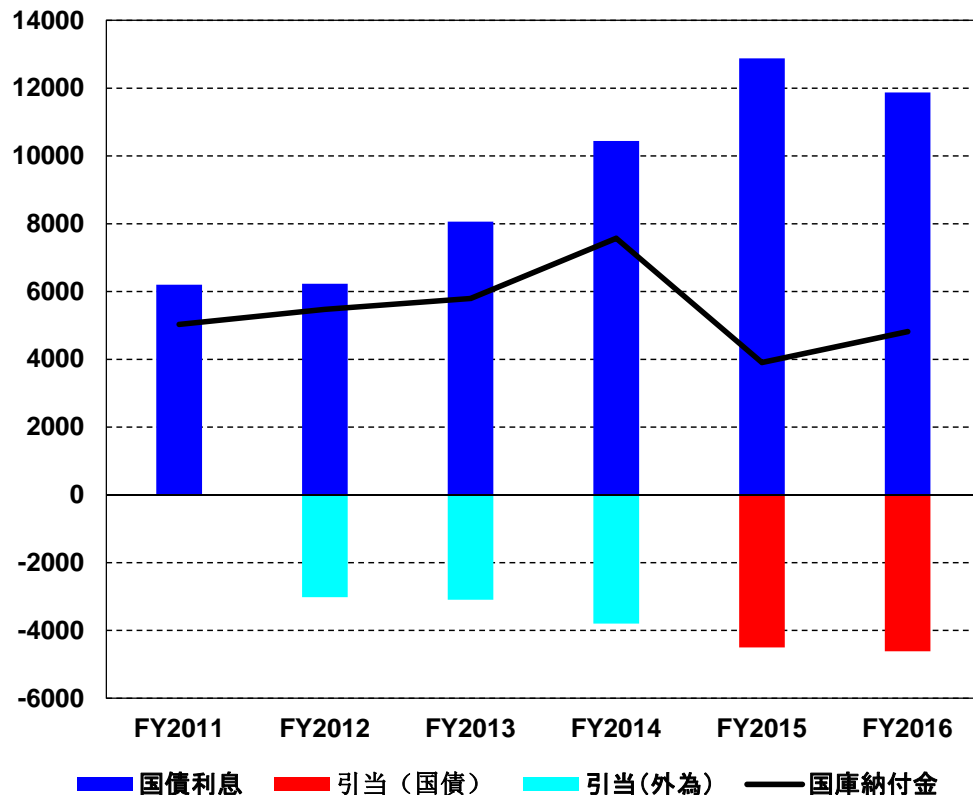
要因	内容	留意点
保有資産の キャピタルロス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場金利の上昇によって、保有する国債等の債券の価格が下落することによる損失</li> <li>－ETF等の場合は、価格の上昇によってキャピタルゲインを生ずる可能性もある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・償却原価法を採用しているので、市場価格の大きな変動が生じない限り、評価損益となる</li> <li>－ただし、ある程度正確な推計は可能である</li> <li>－低クーポンかつオーバーパーの債券では、償却原価法でも受取利息がマイナスとなりうる</li> </ul>
当座預金の 付利コスト	<ul style="list-style-type: none"> <li>・巨額の超過準備の下で市場金利を誘導するため、当座預金に支払う利子のコスト</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・元本部分の大きさは、金融機関による超過準備への需要に依存する</li> <li>・また、預金準備率の調整によっても変化しうる</li> </ul>
保有資産の 利息	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「正常化」の過程で保有資産が入れ替わる結果として生ずる利息の増減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中央銀行による資産運用の方針だけでなく、「正常化」後の金融経済環境や国債管理政策にも大きく依存する</li> </ul>

資料：日銀

### 3-18. 日銀の利益と国庫納付

- ・「量的・質的金融緩和」の導入後の国庫納付金は、利息収入の増加に関わらず、引当の増加（最初は外為関連、近年は国債関連）もあって、いったん増加した後減少している。
- ・この間、日銀の運用資産利回り（利息／平均残高）は大きく低下しており、特に国債の低下が目立つ。

(左)日銀の利益と国庫納付(億円)、(右)運用資産利回り(%)



運用資産に占めるシェア(億円)

国債	国庫短期証券	貸出
83.4%	12.3%	8.6%

(「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>

2017年08月08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 上級研究員

竹端 克利

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

石川 純子

