

金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第46回会合:参考資料

2018年9月

株式会社野村総合研究所
金融イノベーション研究部 主席研究員

井上 哲也



1. 政策決定の背景

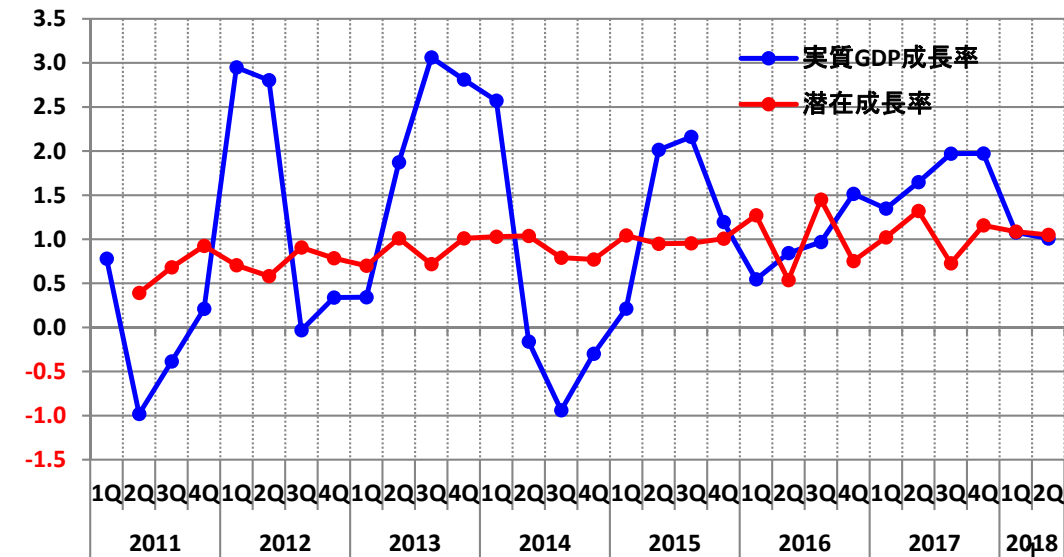
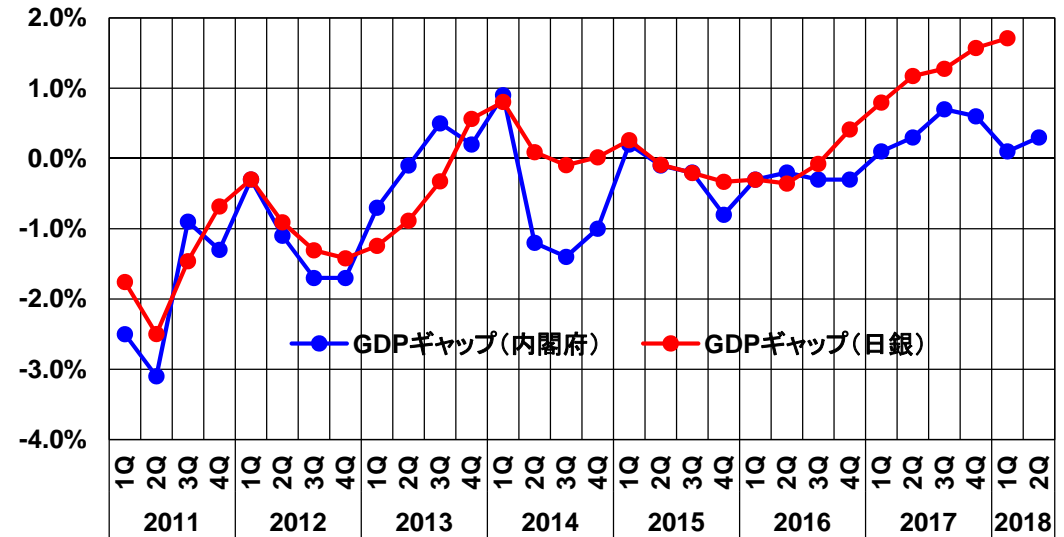
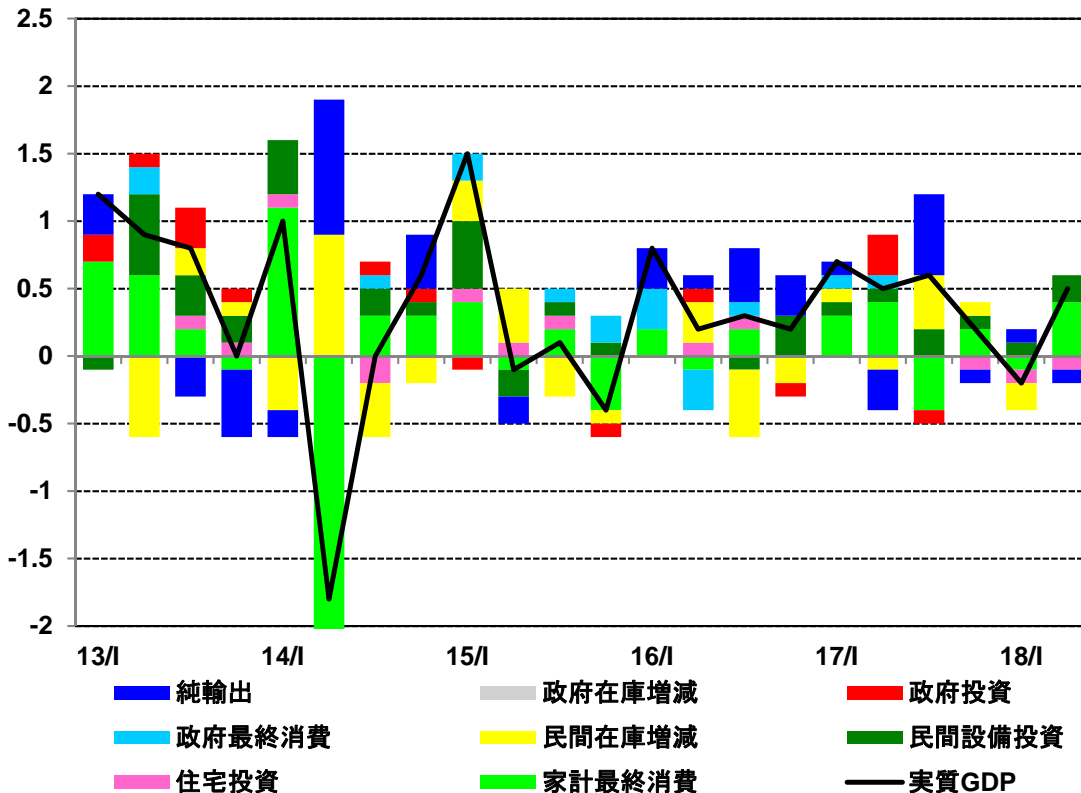
資料：内閣府、日本銀行

■ 需給ギャップ

- 第2四半期の実質GDP成長率は、個人消費と設備投資の貢献によって顕著に回復した。また、雇用者報酬や企業収益、海外経済などのファンダメンタルズも安定している。
- 日本銀行と内閣府はともに、需給ギャップがプラス圏で推移していると推計している。このままの状態が維持されれば、物価上昇圧力に繋がることになる。

〈上〉 需給ギャップの推移 (前年比、%)
 〈下〉 実際の実質GDP成長率と潜在成長率 (年率、%)

主要な需要項目別の実質GDP成長率に対する寄与度 (前期比、%)



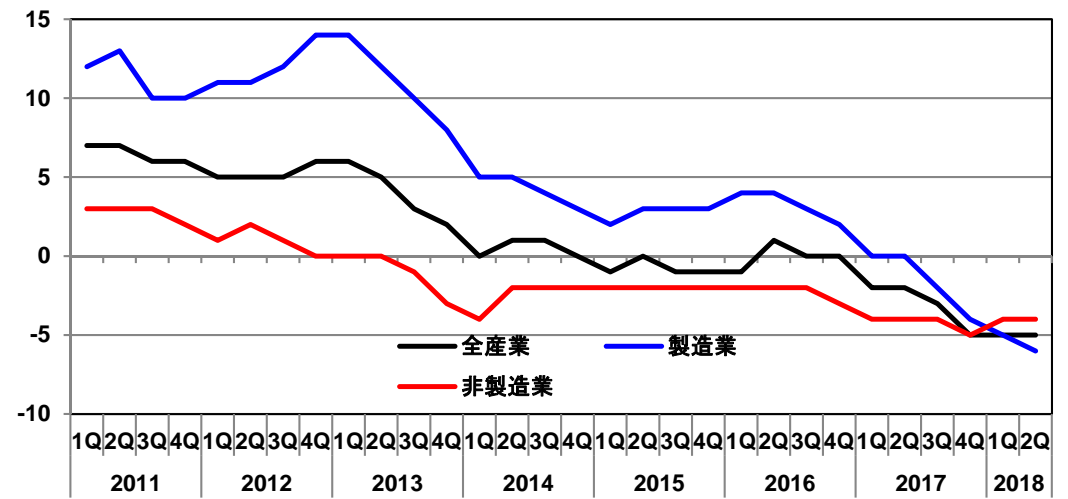
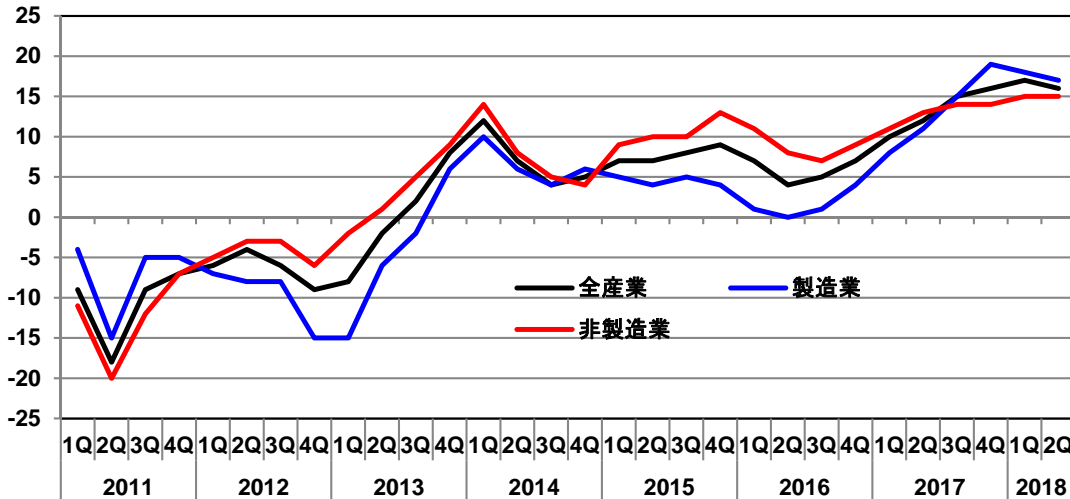
1. 政策決定の背景

■ 企業のマインドと収益

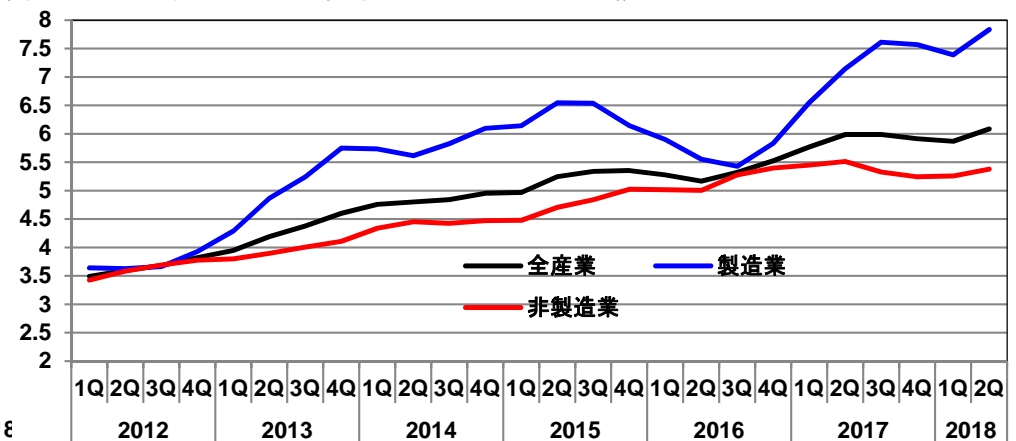
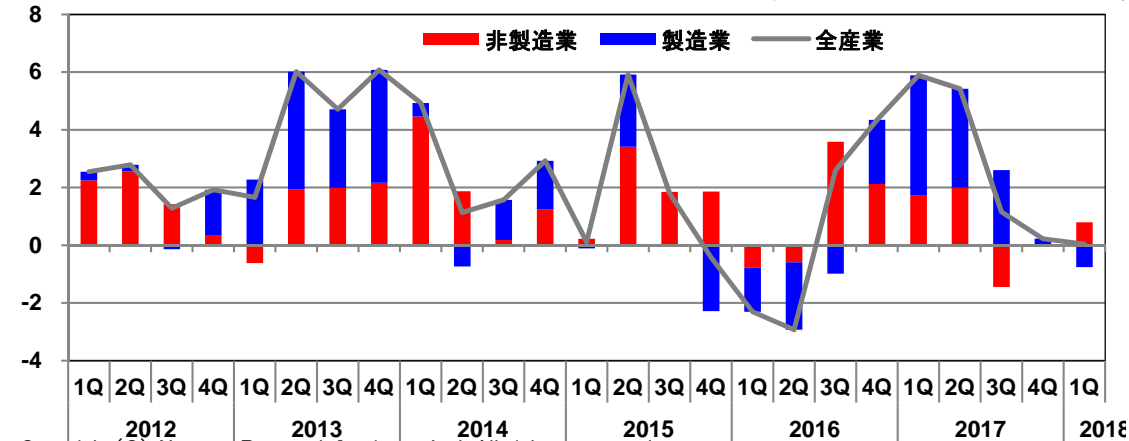
資料: 日本銀行、財務省

- 企業マインドには頭打ち感も窺われるものの、指標は長期的にみて高水準にある。加えて、製造業と非製造業の乖離も極めて小さい。この間、企業収益の増加率は昨年後半以来の減速を続けているが、売上高経常利益率の上昇トレンドには変化がなく、特に製造業は長期的に見て高水準に達している。

〈左〉業況判断DI、〈右〉生産設備判断DI



〈左〉経常利益の伸び率 (4QMA, 前年比%)、〈右〉売上高経常利益率 (4QMA, %)



1. 政策決定の背景

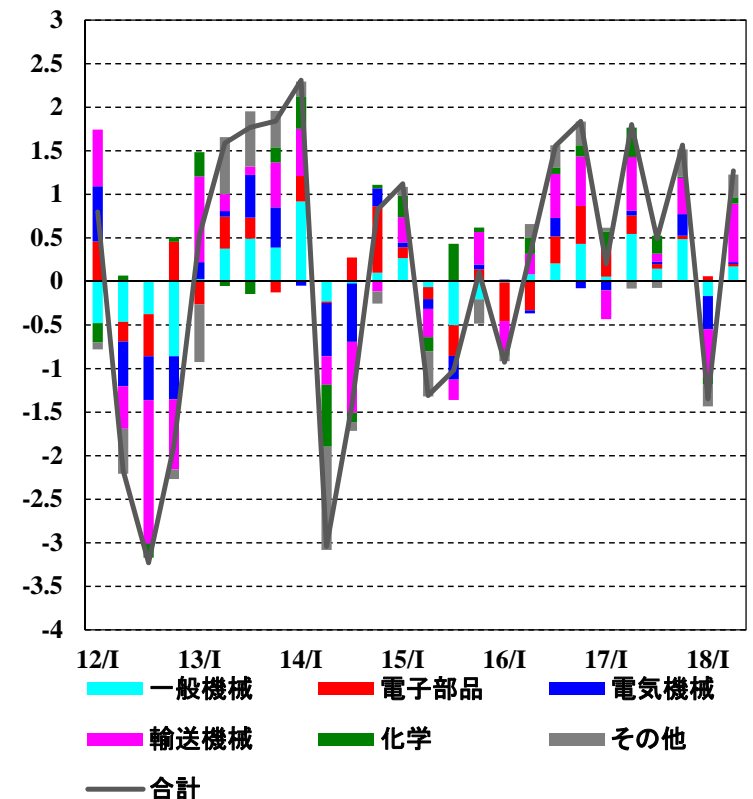
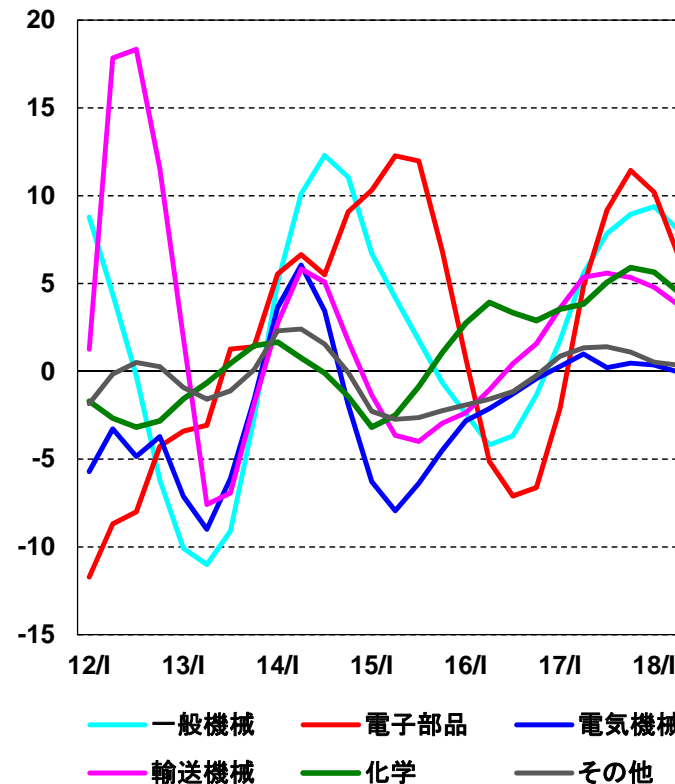
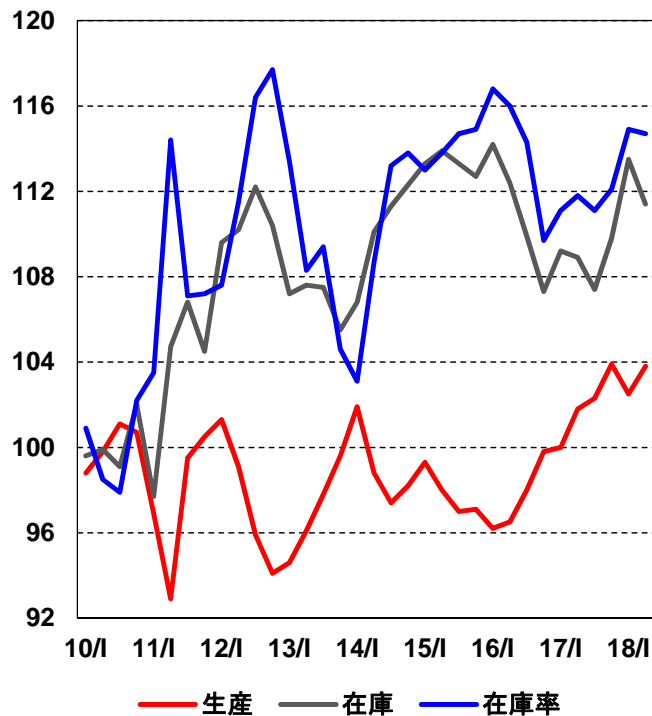
■ 鋳工業生産 (1)

資料: 経済産業省

- ・ 鋳工業生産は足許で回復基調を維持している一方、在庫の増加には歯止めの兆しがみられる。こうした特徴点は、主要産業に概ね共通してみられる(次ページも参照)。
- ・ 本年第1四半期の生産の減速は、米欧にも共通してみられる。もっとも、第2四半期(データは第2四半期まで)になっても、回復のモメンタムはそこまで顕著ではない。

<左> 生産、在庫、在庫率の各指数、<中央> 生産増加率(4QMA, 前年比 %)

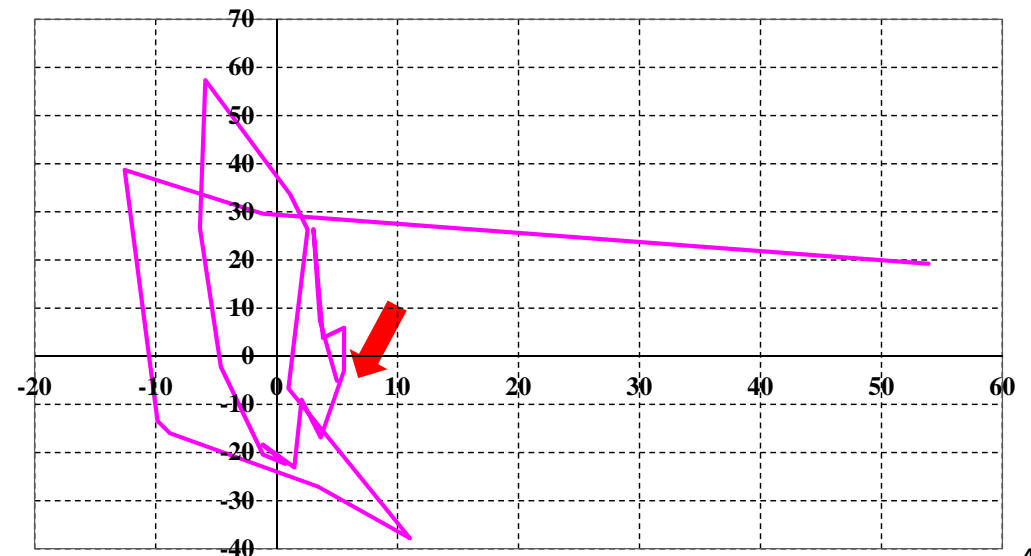
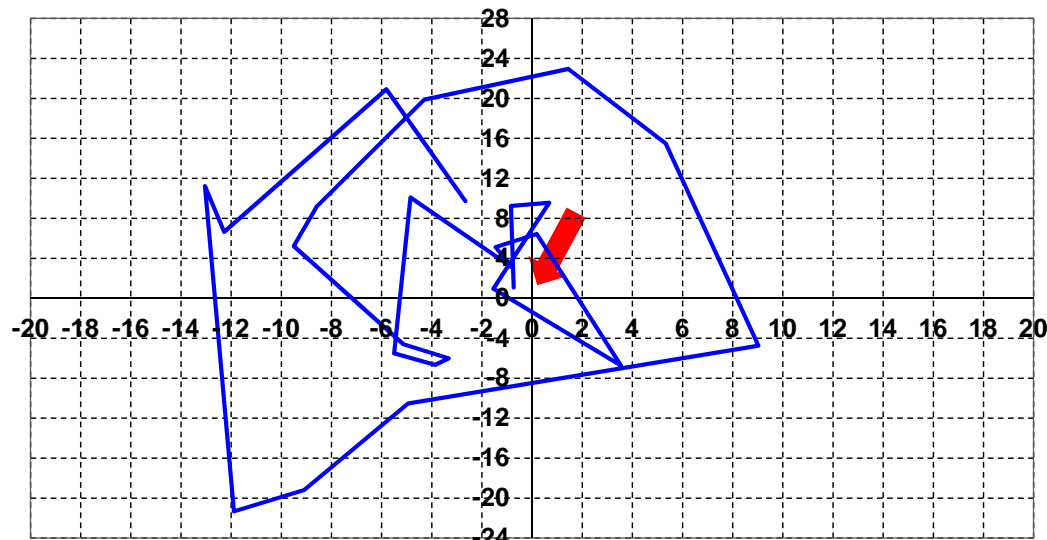
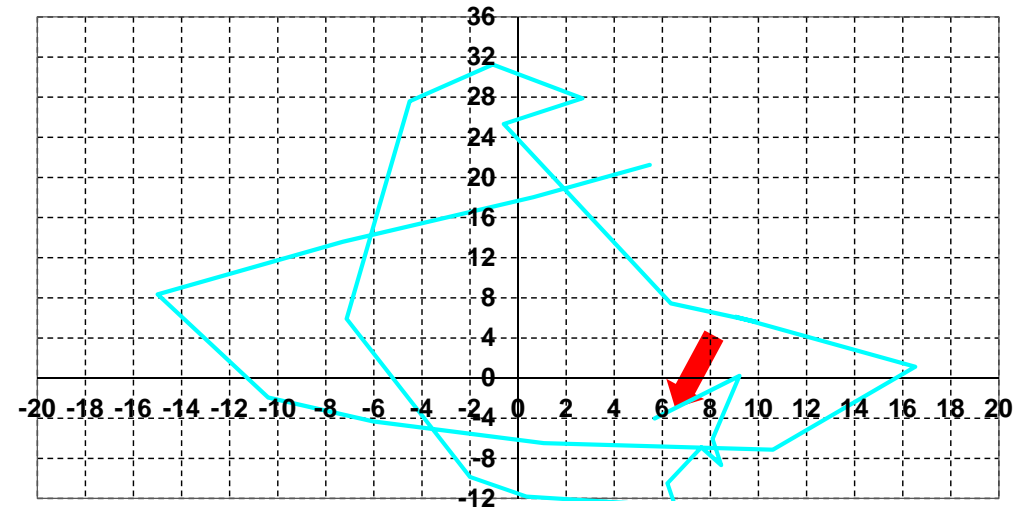
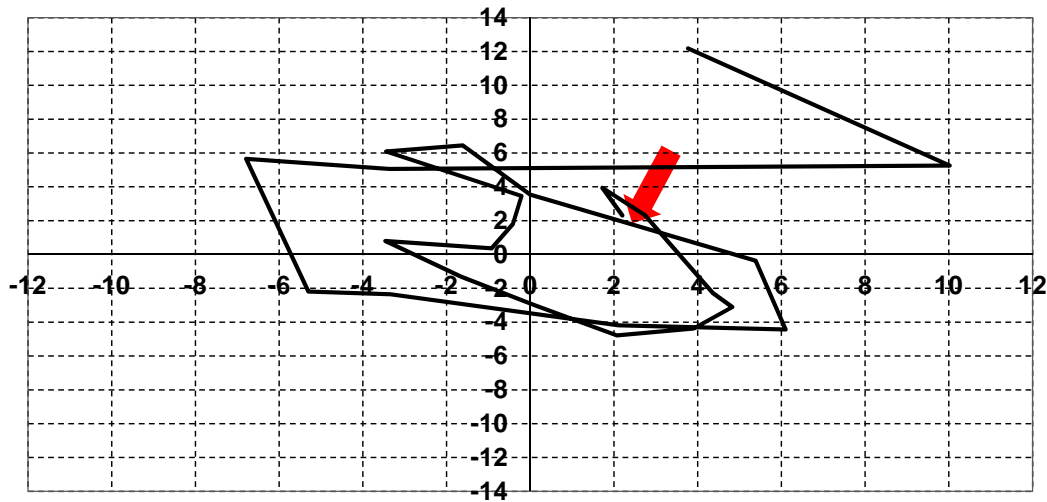
<右> 主要な業種別の生産増加率に対する寄与度(前期比 %)



1. 政策決定の背景

■ 鋳工業生産 (2)

〈X軸〉 売上高 (前年比、%)、 〈Y軸〉 在庫 (前年比、%)
 〈左上〉 製造業全体、〈右上〉 一般機械、〈左下〉 電気機械、〈右下〉 輸送機械



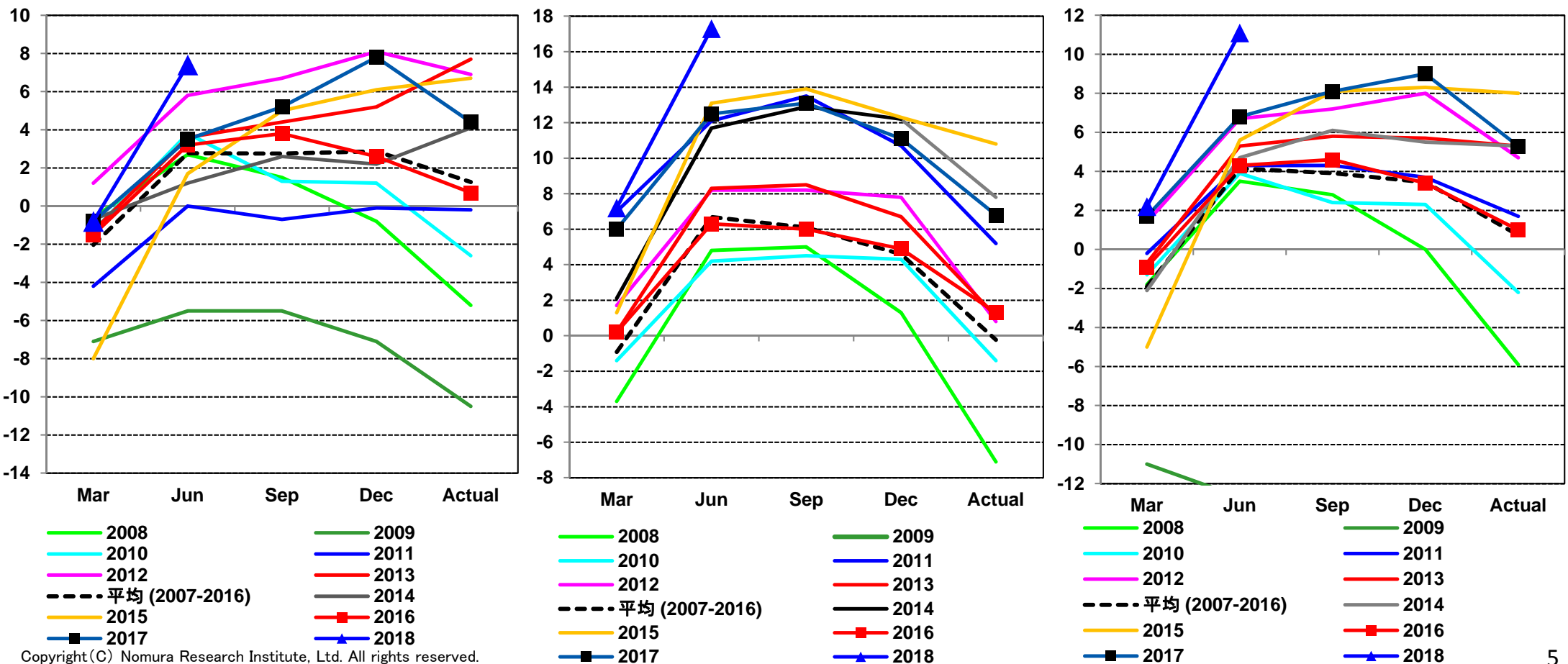
1. 政策決定の背景

■ 設備投資

資料：日本銀行

- ・ 昨年度の設備投資は、例年と同じく年度末にかけての下方修正はみられたものの、結果的には中期的に見ても高い水準の伸びを示した。業種別には、秋以降の減速が目立った製造業に比べて、非製造業が相対的に堅調であった点が目立つ。本年度については、製造業と非製造業ともかなり高めの発射台からスタートしたが、今後については不透明性も小さくない。

〈左〉非製造業、〈中央〉製造業、〈右〉全産業 (前年比, %)



1. 政策決定の背景

■ 貿易収支

資料:財務省、日本銀行

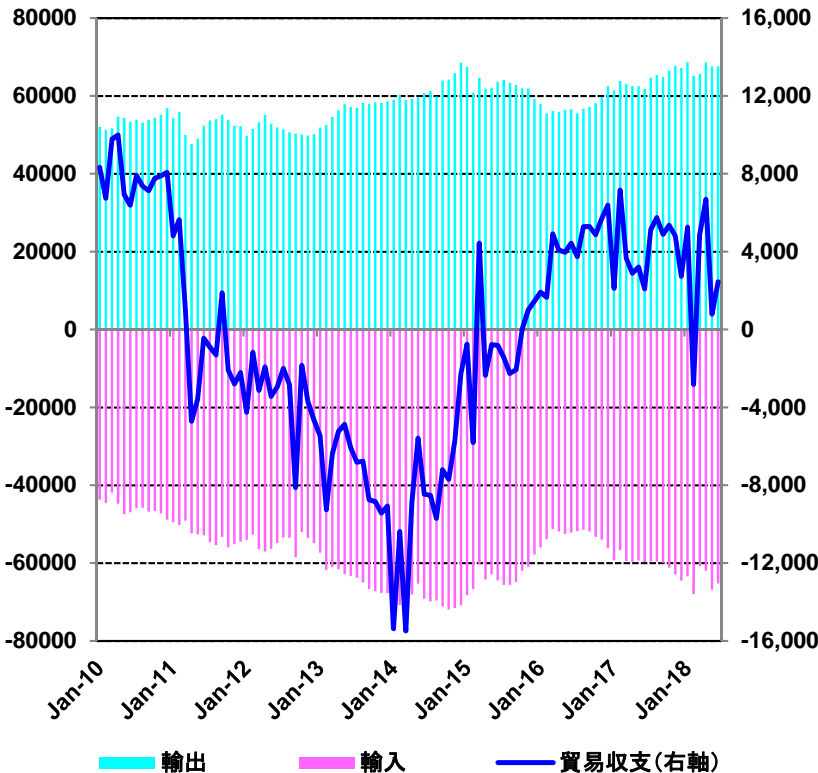
- 貿易収支はこのところ大きな振れを見せている。ただし、その主因は輸入側にあり、輸出は堅調に推移している。輸出を品目別に見ても、中間財を除いては総じてモメンタムが維持されている。

〈左〉 主要地域別の輸出シェア(2017年 %), 〈右〉 主要品目別の輸出シェア(2017年 %)

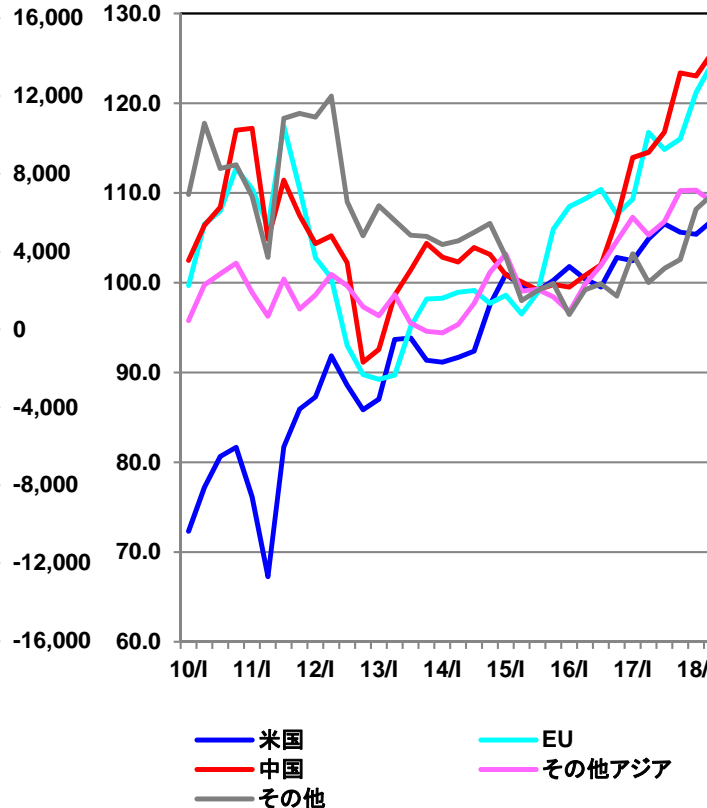
米国	EU	中国	アジアNEEDs ASEAN
19.3	11.1	19.0	35.8

中間財	自動車および部品	IT関連財	資本財
19.1	24.0	21.3	17.5

貿易収支(億円)



〈左〉 主要地域別の輸出、〈右〉 主要品目別の輸出 (2013=100)



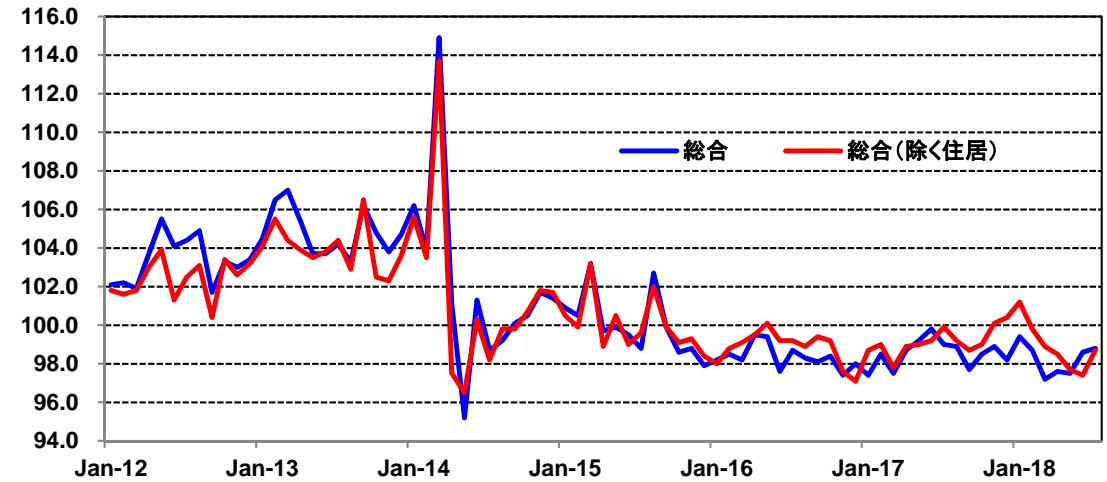
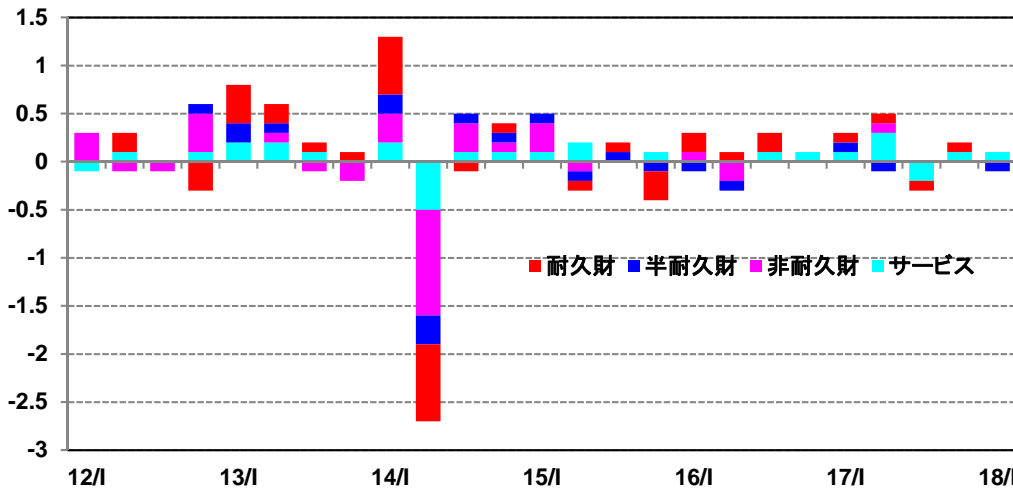
1. 政策決定の背景

■ 個人消費とセンチメント

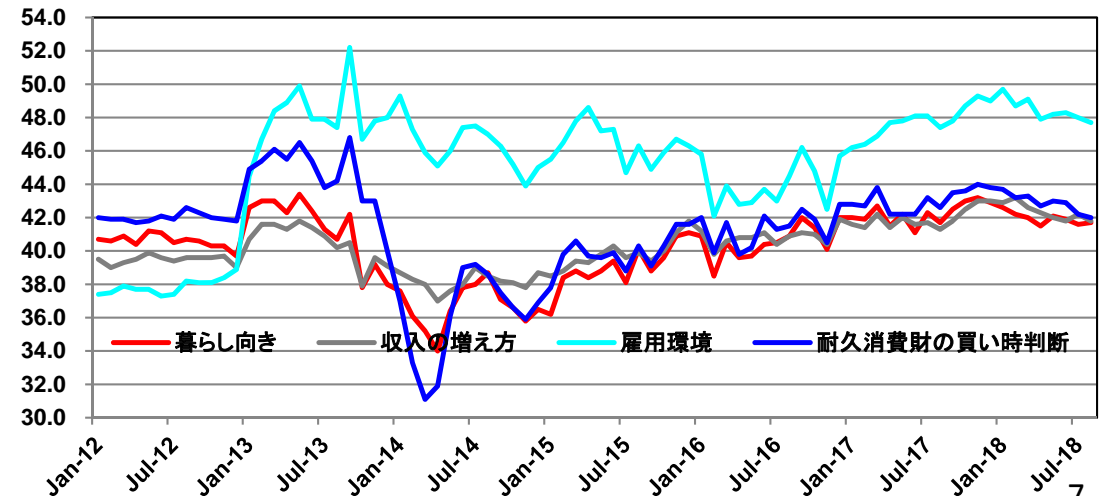
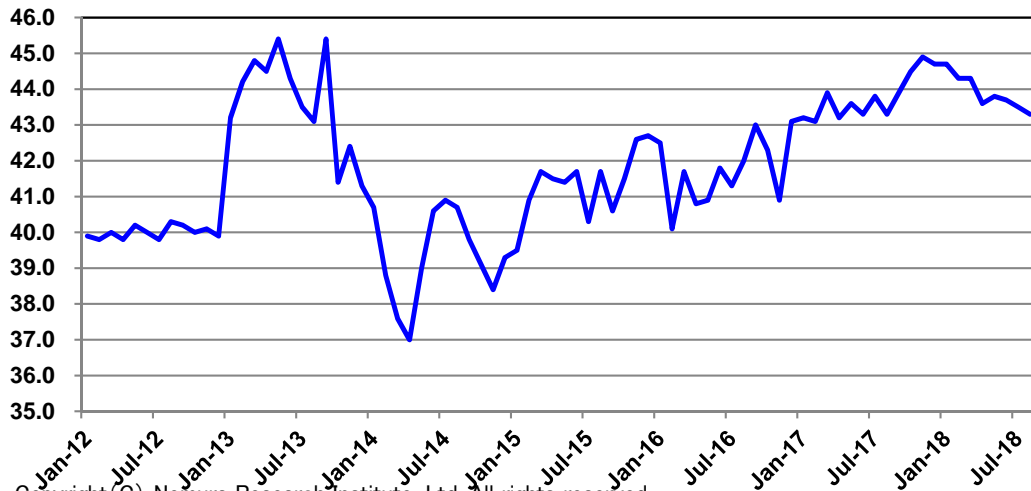
資料:内閣府、総務省

- 個人消費は横ばい圏内で推移しているが、より長めの視点から見ると減速感も窺われる。実際、消費者のコンフィデンスは年初から軟化を続けており、そうした特徴は項目別にも共通している。

<左> 内容別の個人消費 (GDPに対する寄与度, 前期比, %), <右> 消費水準指数



消費態度指数と主要項目の推移



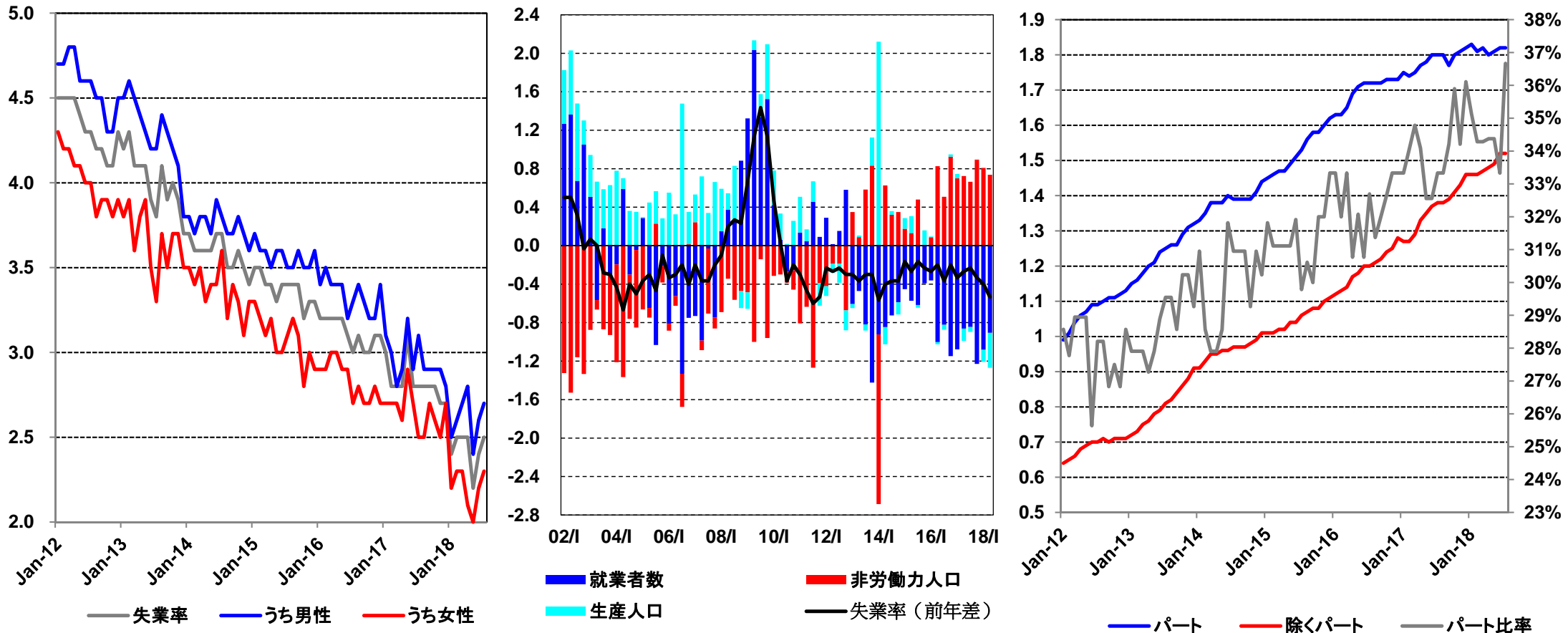
1. 政策決定の背景

■ 雇用 (1)

資料: 厚生労働省、総務省

- 足許で失業率の改善には足踏みがみられるが、長期的にみても極めて低水準であることに変わりはない。この間、有効求人倍率も改善ペースは鈍化したものの、全体としてみれば改善を続けている。失業率の前年差を項目別に分解すると、就業者数の伸びが、非労働力人口の減少を上回っている姿が確認できる。

〈左〉失業率、〈中央〉失業率変化の寄与度別分解、〈右〉有効求人倍率



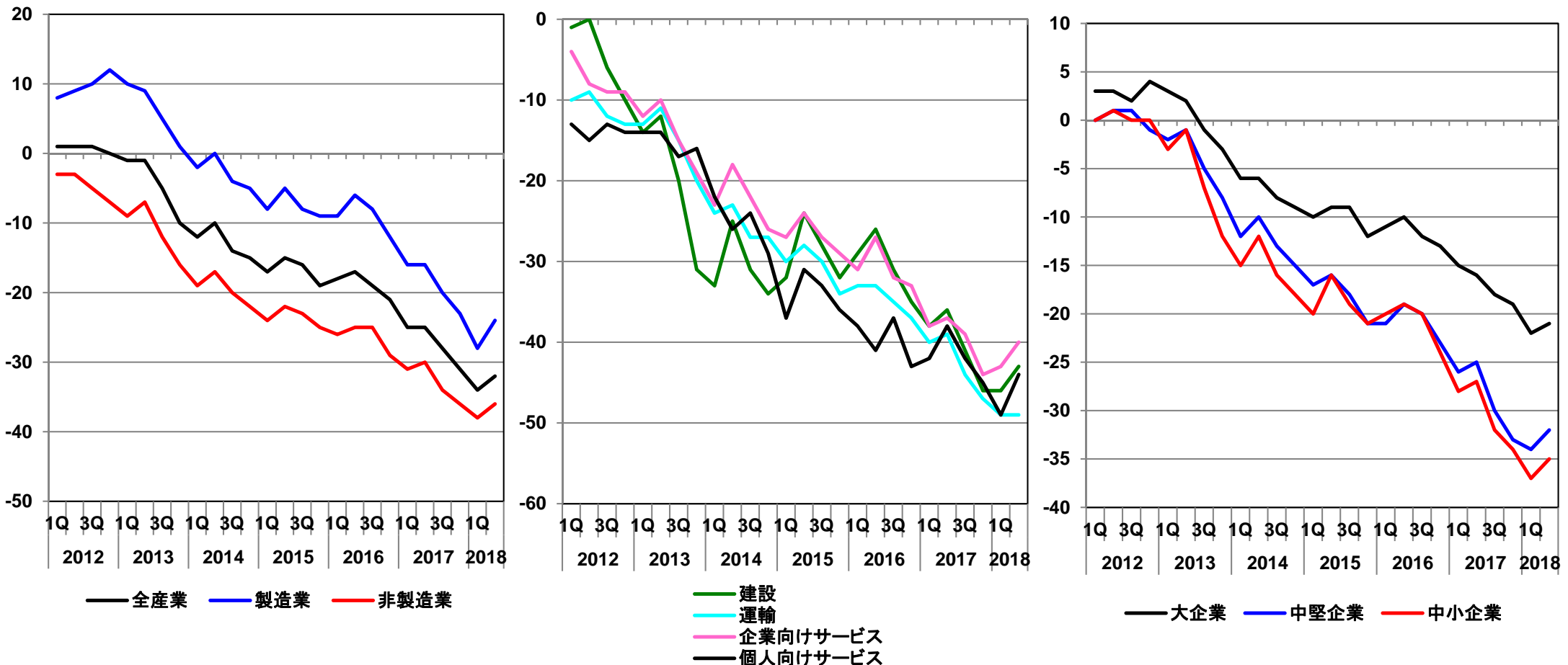
1. 政策決定の背景

■ 雇用 (2)

資料: 日本銀行

- ・ 労働力の不足感が強い状況は続いている。特に非製造業、なかでも建設や運輸の不足感は顕著になっている。また、企業規模別には、中堅および中小企業の不足感が相対的に強い状況が続いている。

雇用人員判断(DI)



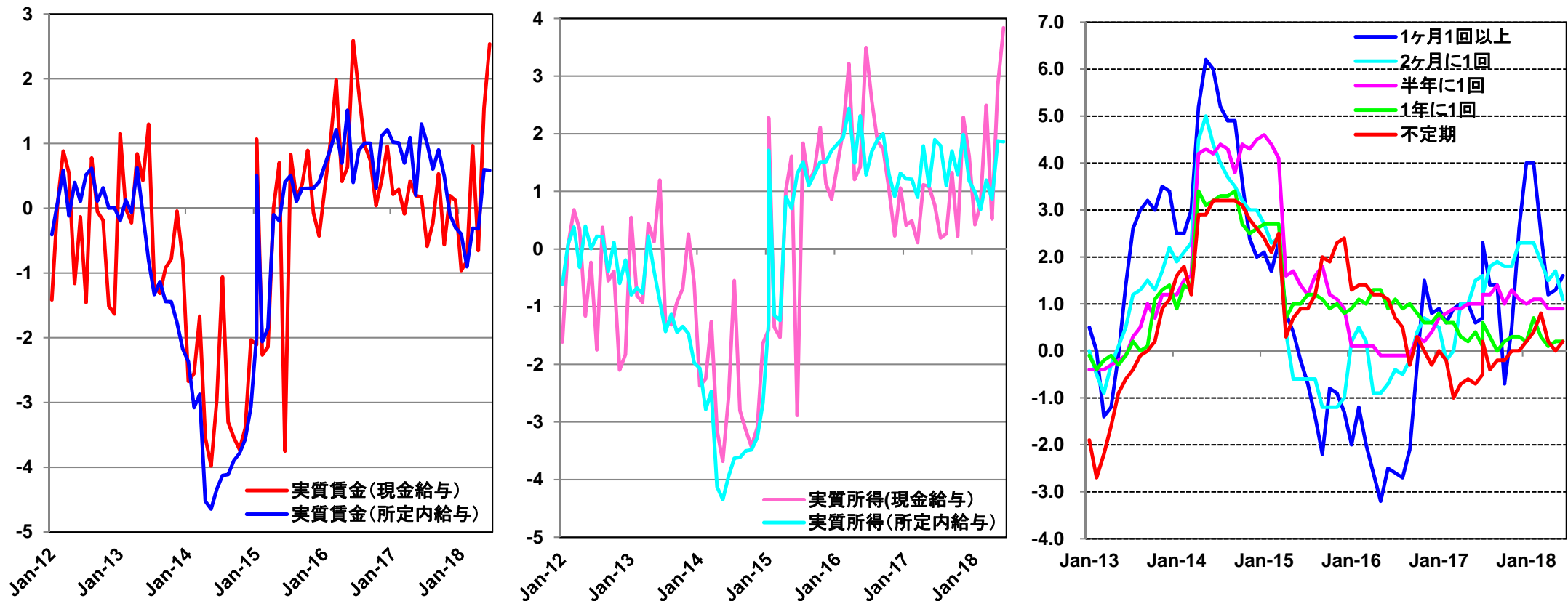
1. 政策決定の背景

■ 実質所得 (1)

資料:総務省、内閣府

- ・ 実質賃金や実質所得には、これまでの停滞に対して足許で回復の動きが見られる。もっとも、その主因は夏季賞与の増加にあり、所定内給与の動きは横ばい圏内にある。
- ・ 購入頻度の高い財の価格上昇率が足許で顕著に高まっているのは、一時的な要因による面が大きいとみられる。この間、低頻度の財の価格上昇率は依然としてゼロ近傍で推移している。

〈左〉 実質賃金 (消費者物価による), 〈中央〉 実質所得 (消費者物価による),
 〈右〉 購入頻度別の消費者物価上昇率 <前年比, %>



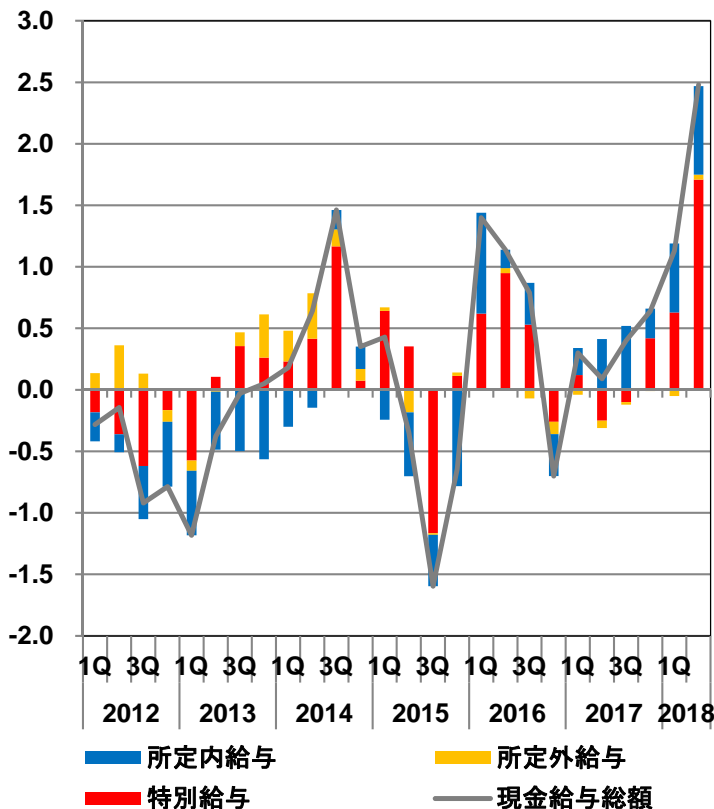
1. 政策決定の背景

■ 実質所得 (2)

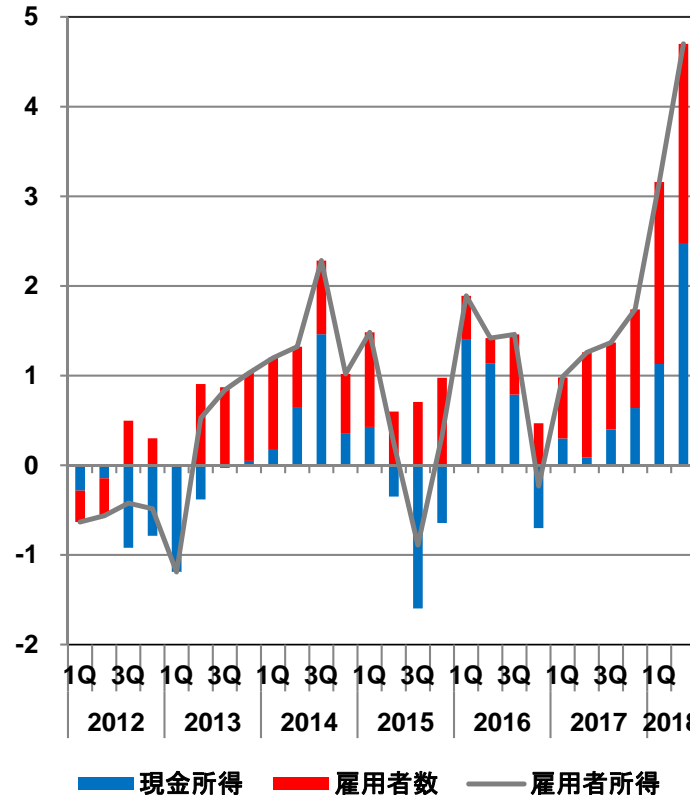
資料:厚生労働省、総務省、日本銀行

- 賃金上昇率は昨年後半から顕著に加速しており、所定内給与の緩やかな伸びがみられるようになったが、寄与度の面では賞与による面が引続き大きい。これに伴って所得の上昇率も高まっているが、雇用者数の増加による寄与も半分近くを占めている。
- 家計の純資産は本年第1四半期にはやや減少して1511兆円となった。この間、家計支出との相関もやや弱まったように見える。

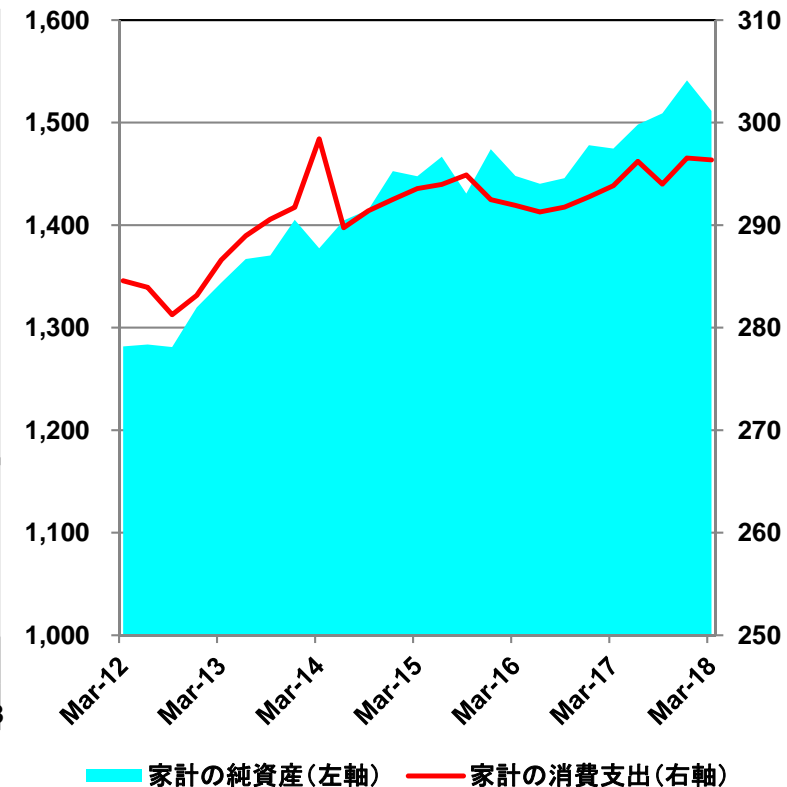
賃金の寄与度分解 (前年比, %)



所得の寄与度分解 (前年比, %)



家計の純資産と消費 (兆円)

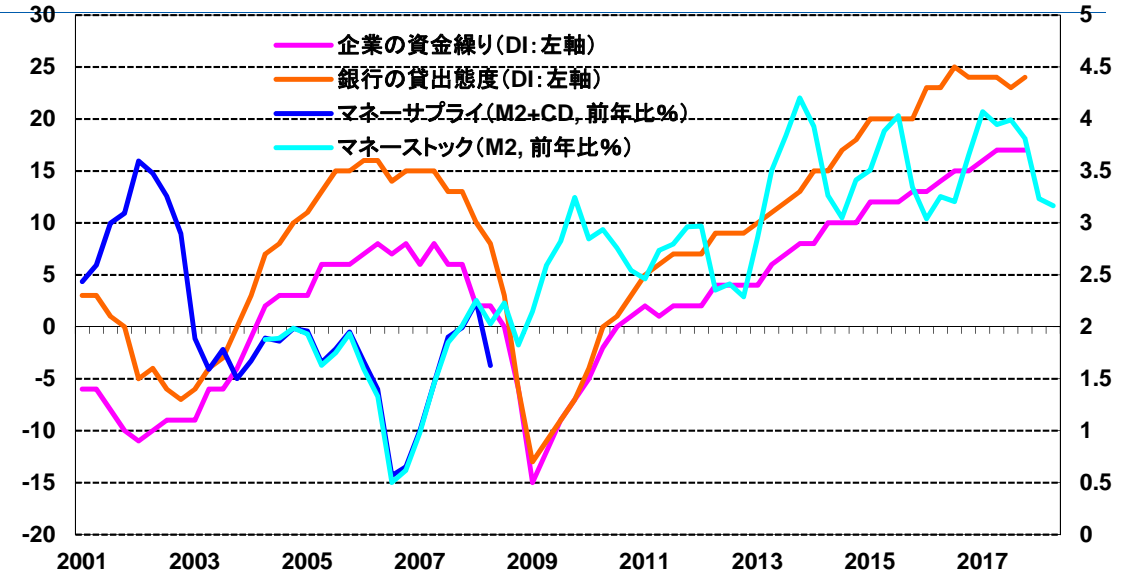
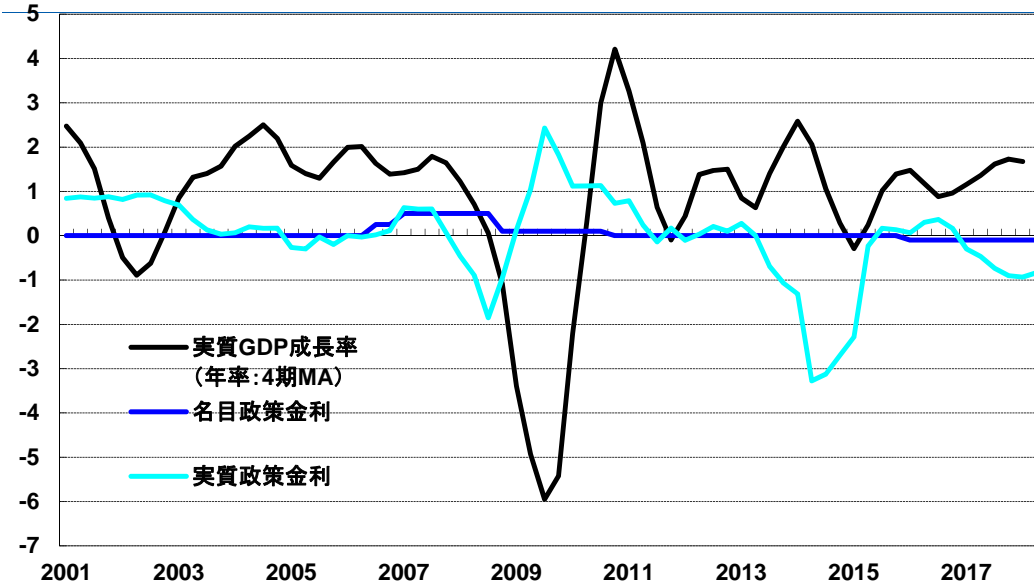


1. 政策決定の背景

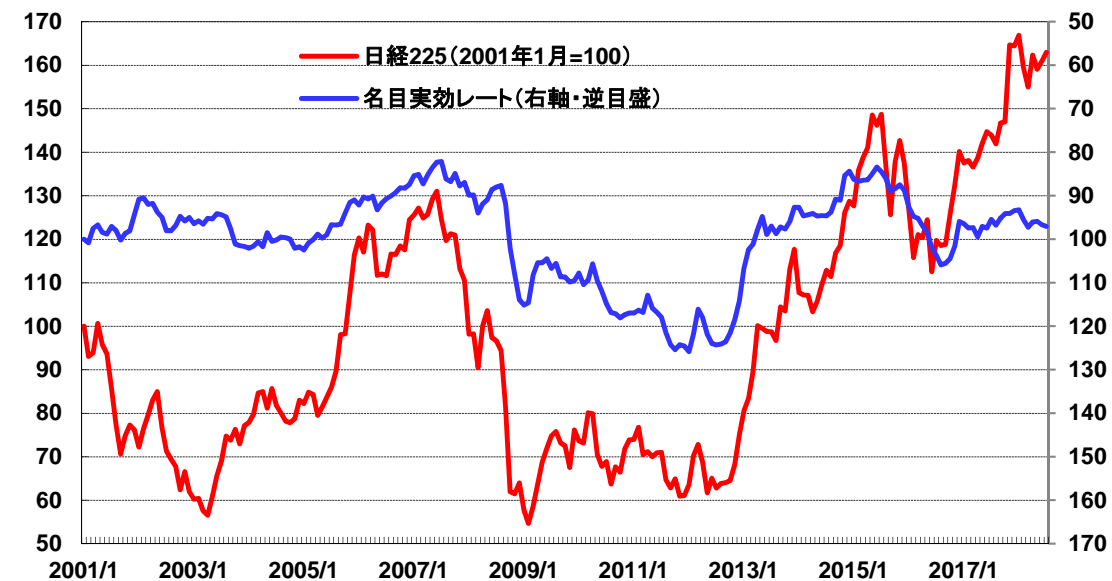
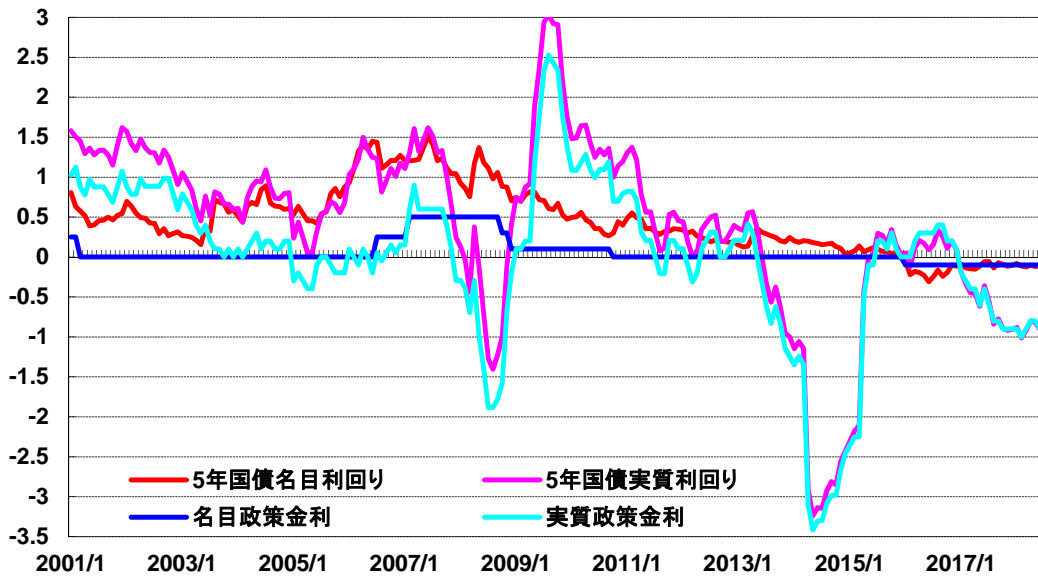
資料：日本銀行、内閣府、総務省、Thomson Reuters

金融環境

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



〈左〉5年国債の利回りと政策金利 (%), 〈右〉円の名目実効レートと日経225指数 (Jan 2001=100)



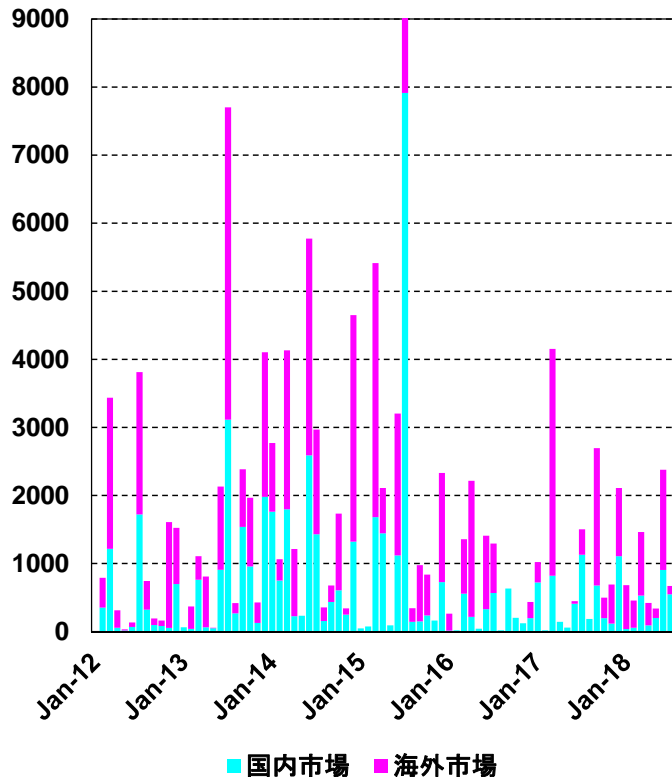
1. 政策決定の背景

■ 資本市場での資金調達

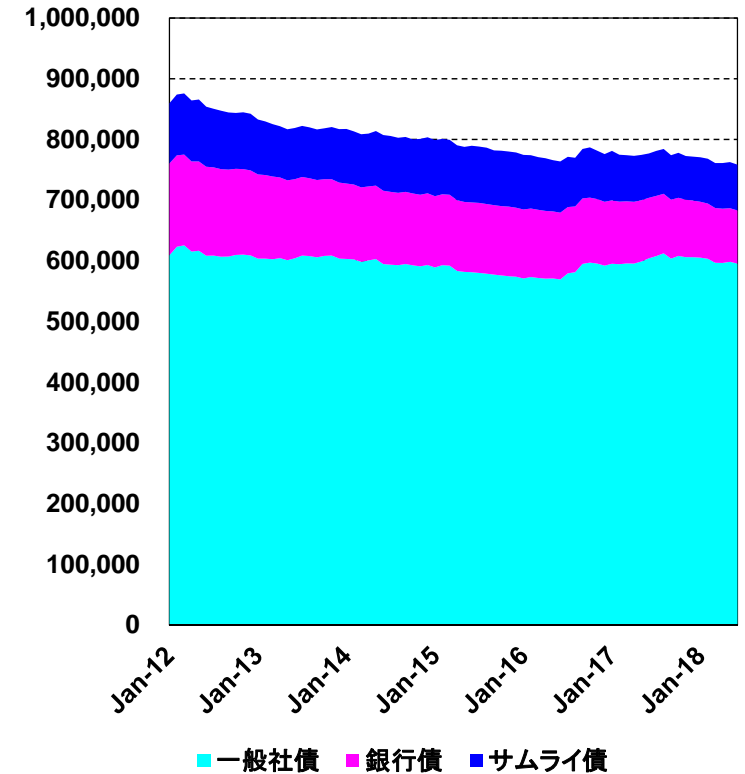
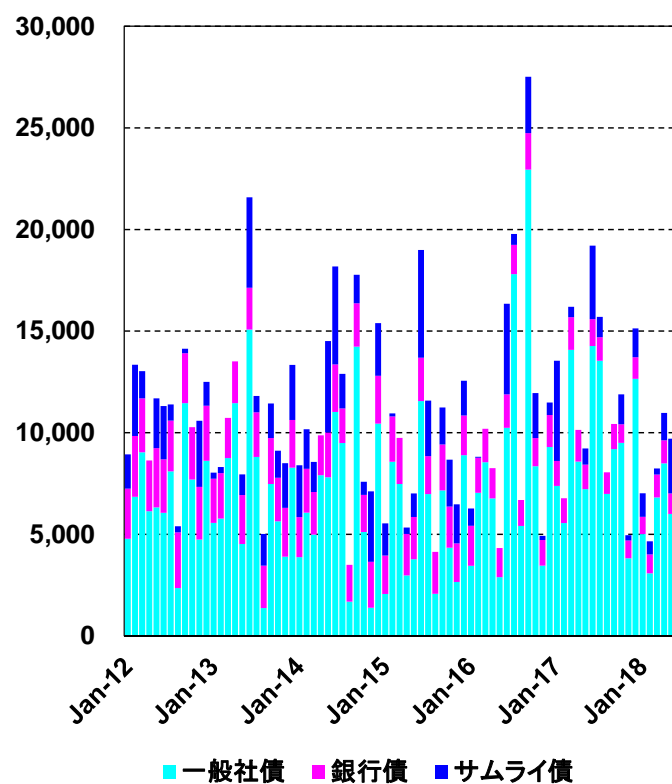
資料: 日本証券業協会

- 2015年の後半以降、上場企業によるエクイティファイナンスは低調に推移している。そうした中では、海外市場での資金調達は相対的に堅調さを維持している。
- これに対し、グロスの社債発行は堅調さを維持しており、発行体別には事業法人による一般社債の発行が相対的に目立っている。もっとも、社債発行残高は漸減しており、事業法人が横ばいである中で、銀行債の減少が寄与している。

上場企業によるエクイティファイナンス(億円)



社債発行と発行残高(億円)

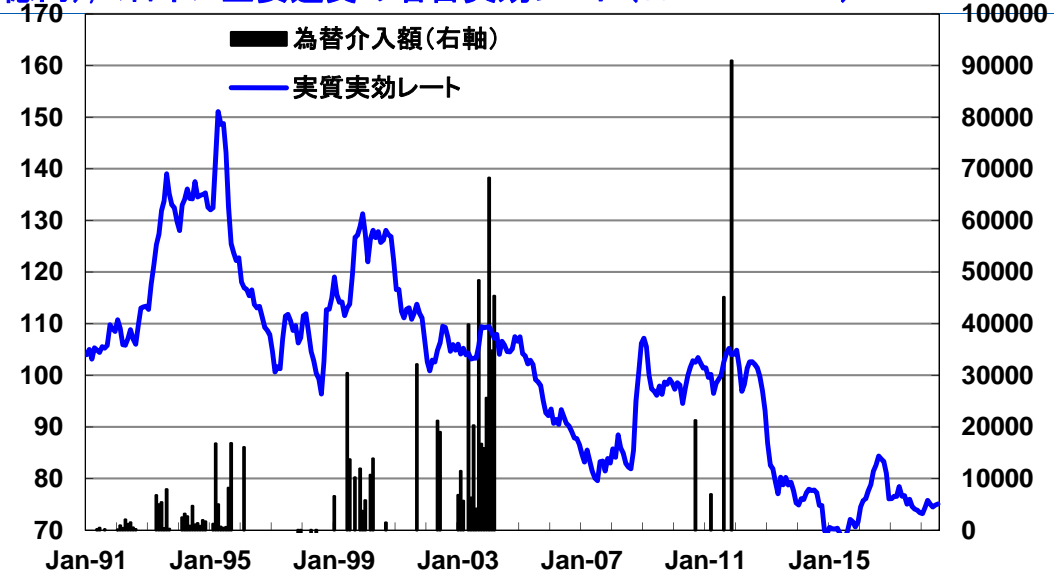
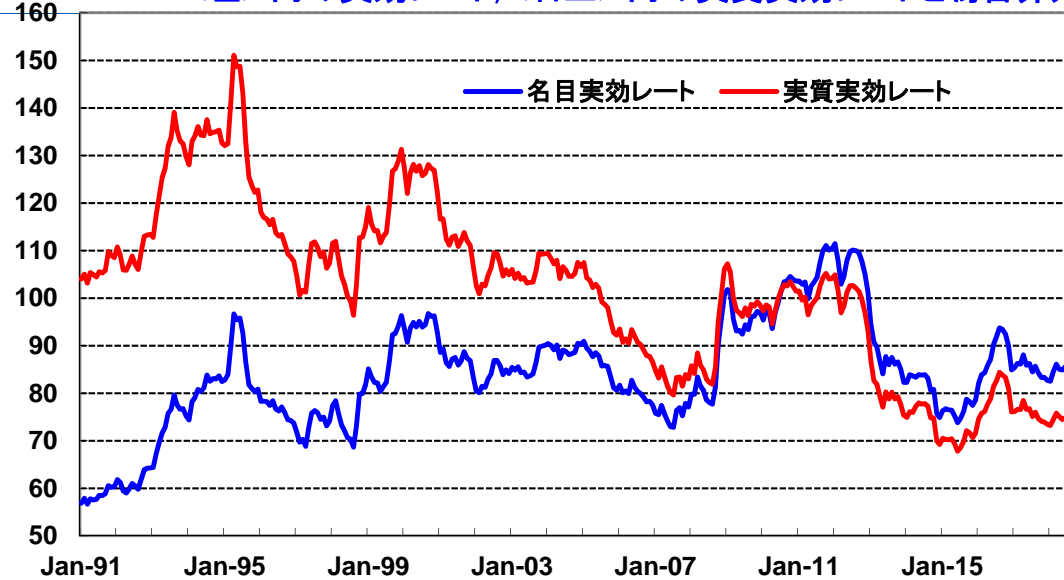


1. 政策決定の背景

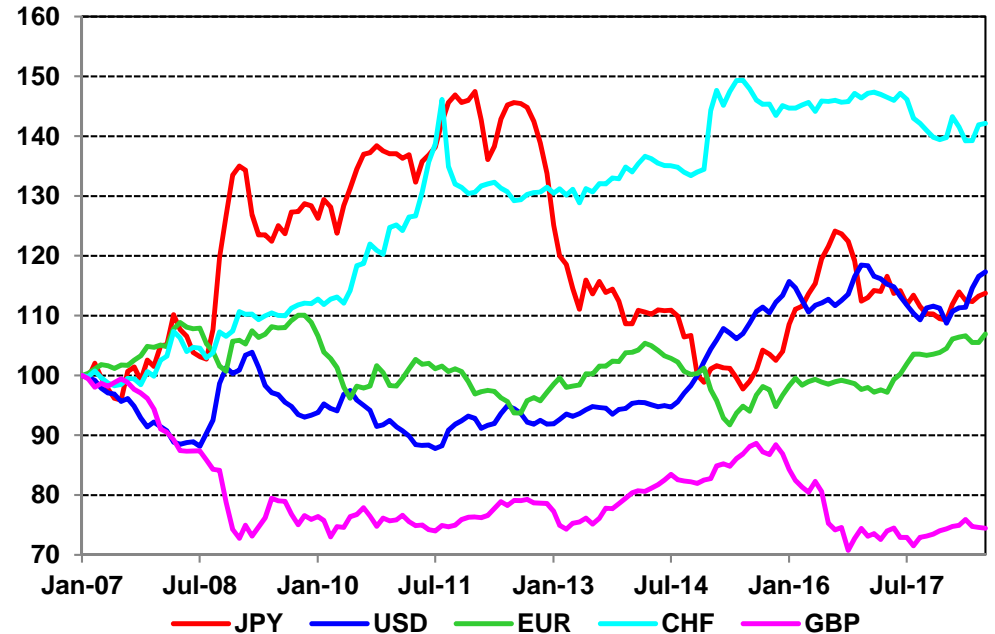
■ 実効為替レート

資料: 日本銀行、財務省、BIS

〈左〉円の実効レート, 〈右上〉円の実質実効レートと為替介入(億円), 〈右下〉主要通貨の名目実効レート (Jan 2007=100)



- ・ 円の実質実効レートと名目実効レートは、ともに足許で横ばい圏内で推移している。また、両者の水準ともに、2015年初のボトムから離れておらず、長期的にも安値圏にある。
- ・ BISの推計による主要通貨の名目実効レート(Broad base)をみると、円は2007年初に比べて約15%高い水準にある。また、昨年後半以降は米ドルと収斂していることも注目される。



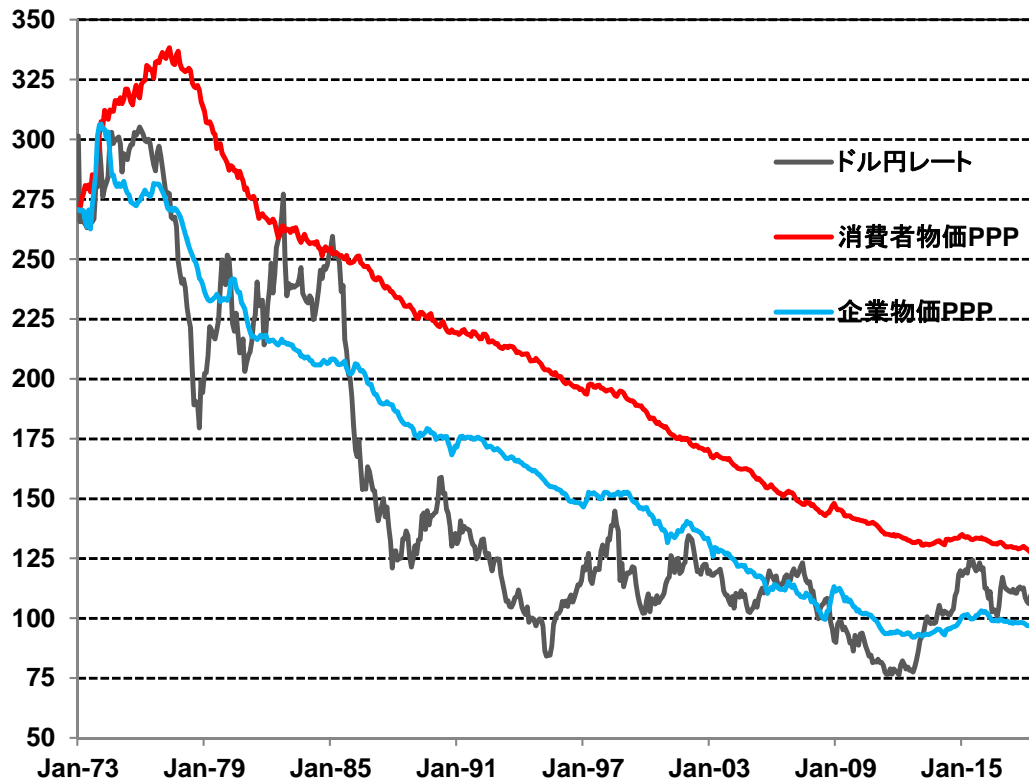
1. 政策決定の背景

■ 購買力平価と採算レート

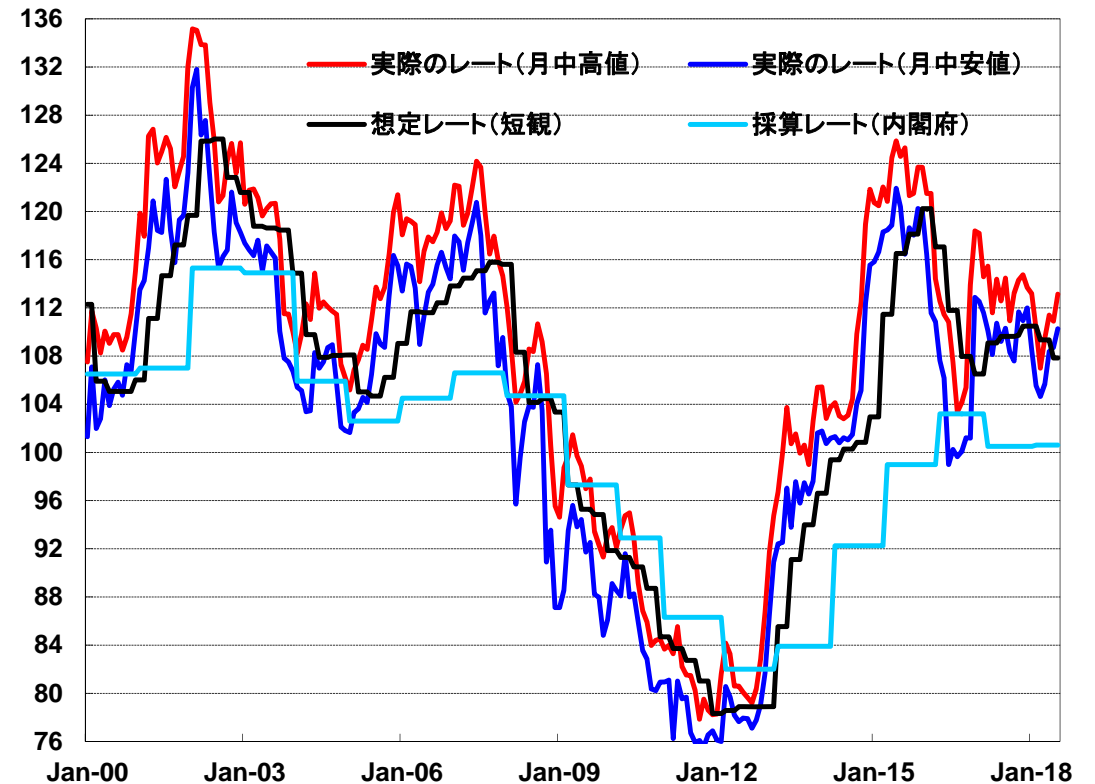
資料：日本銀行、内閣府、米国労働統計局、Thomson Reuters

- ドル円レートは、消費者物価による購買力平価と卸売物価（企業物価）による購買力平価によって形成されるバンドの中を推移しており、足許では双方に対する偏りもみられない。
- 足許のドル円レートは、大企業による短期見通し（短観による）と概ね整合的になっている。また、内閣府が実施する企業行動アンケートによれば、輸出企業の採算レートとの間には相応の乖離が存在する。

購買力平価（消費者物価、卸売物価）



ドル円相場の想定レートと採算レート



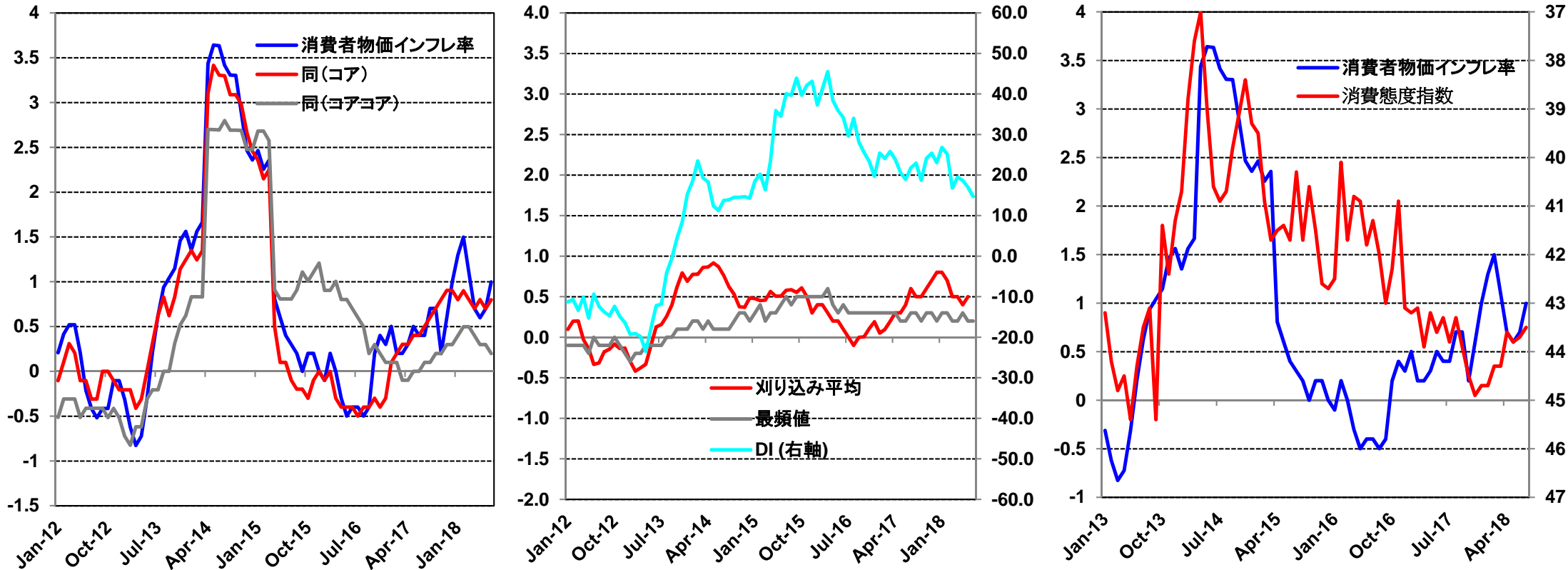
1. 政策決定の背景

■ 物価動向(1)

資料: 総務省、日本銀行

- ・ 基調的なインフレ指標には当面の頭打ちの兆しが見られる。総合インフレ率についても、このところの改善については原油価格や食料品価格の上昇による面が大きいだけに、その継続性には不透明性が高い。
- ・ この間、「量的・質的金融緩和」の導入当初に見られたようなインフレ率と消費者マインドの逆相関については、必ずしも明確ではなくなっている。

<左> 総合インフレ率とコアインフレ率, <中央> 日銀による基調的インフレ指標, <右> 消費者物価インフレ率と消費態度指数 (前年比・%: 指数)



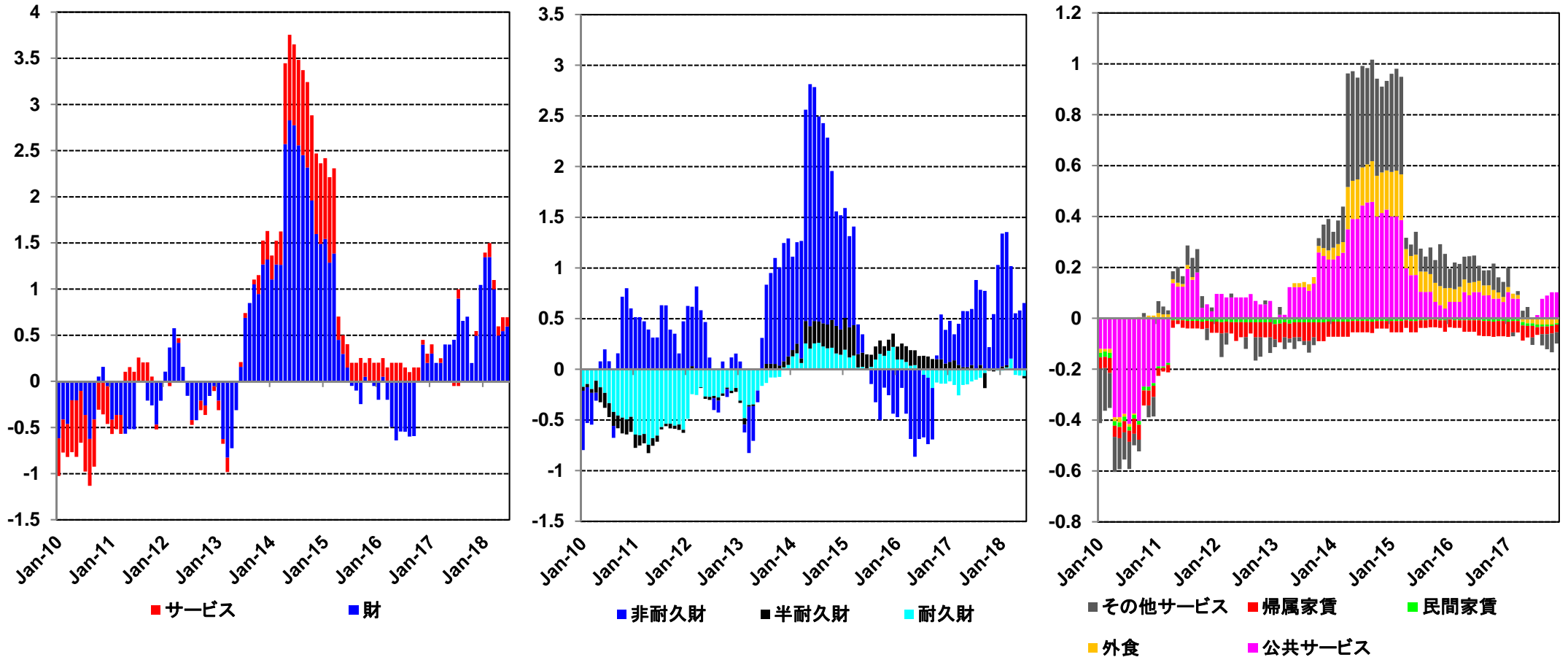
1. 政策決定の背景

■ 物価動向(2)

資料:総務省

- 総合インフレ率は足許で横ばい圏内で推移している。このうち財については、非耐久財、なかでもエネルギー関連の寄与が引続き大きい。サービスについては、公共サービス価格の寄与が緩やかに増加している一方、その他の要素は総じてマイナス寄与であるため、全体としてゼロ近傍の動きとなっている。

〈左〉財とサービスの寄与度, 〈中央〉財の主要項目別寄与度, 〈右〉サービスの主要項目別寄与度 (前年比, %)



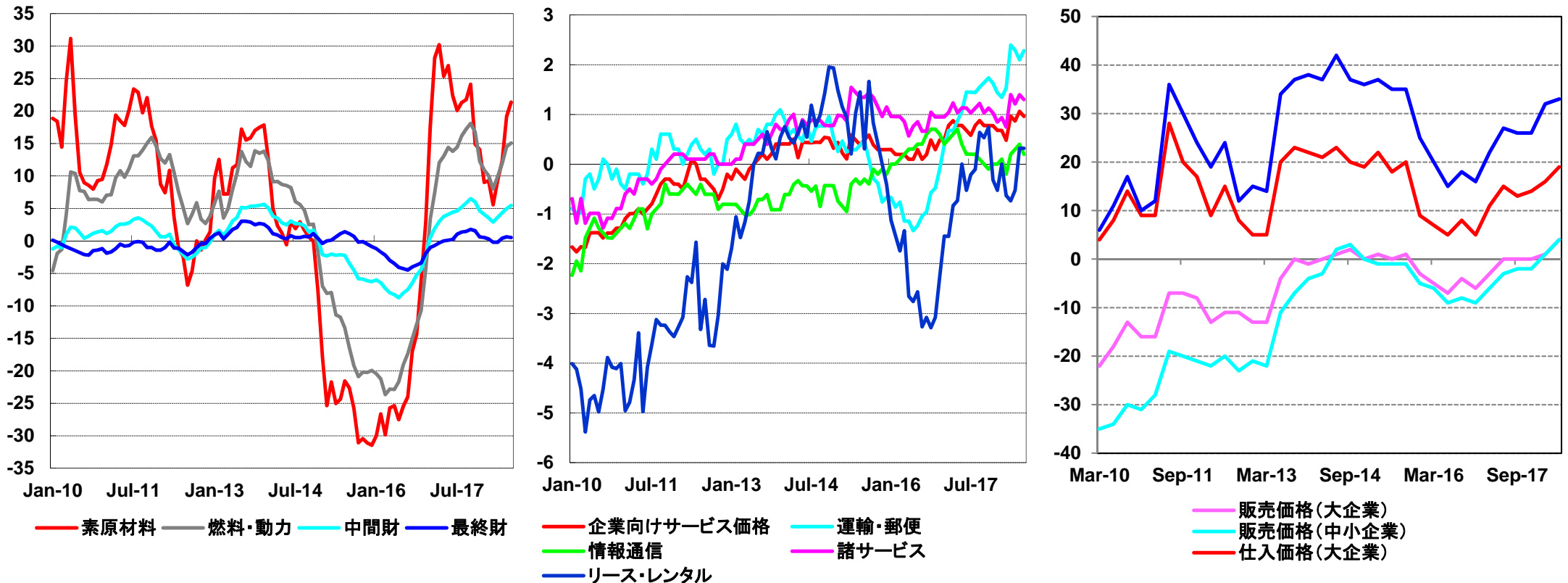
1. 政策決定の背景

■ 物価動向(3)

資料:総務省、日本銀行

- ・ 企業物価指数では素原材料の価格上昇が足許で再び加速している。この間、最終財価格には動意がみられないだけに、投入価格の上昇は交易条件の悪化に直結している。一方、企業向けサービス価格では、幅広い項目で緩やかながら上昇率が高まる兆しがみられる。特に運輸・郵便は、燃料価格と賃金がともに寄与していることが推測される。
- ・ 企業は、販売価格の先行きに対して前向きな見通しを持ちつつあるが、投入価格の上昇により強い懸念を持っている

〈左〉 企業物価指数の上昇率, 〈中央〉 企業向けサービス価格指数の上昇率 (前年比, %), 〈右〉 短観の価格判断DI



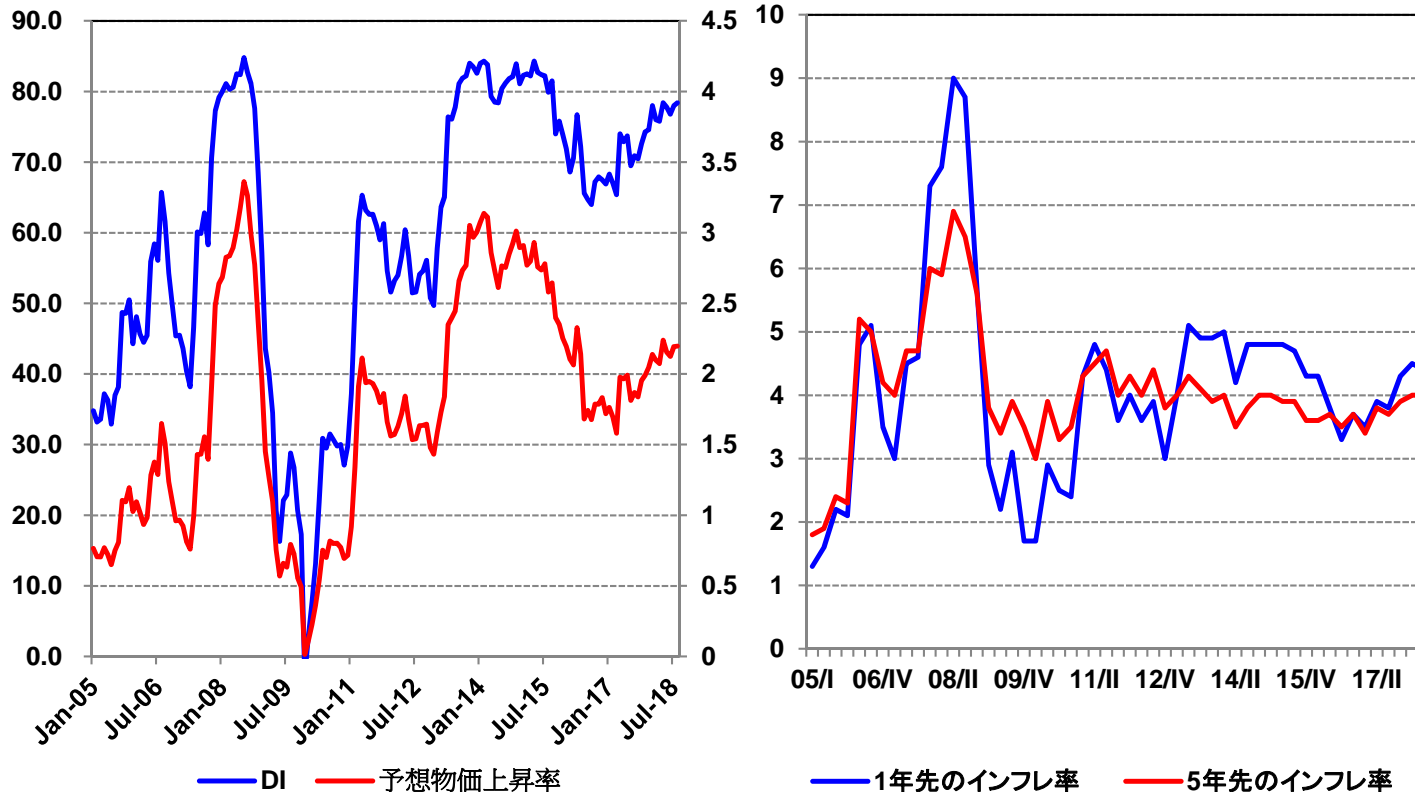
1. 政策決定の背景

■ インフレ期待の動向

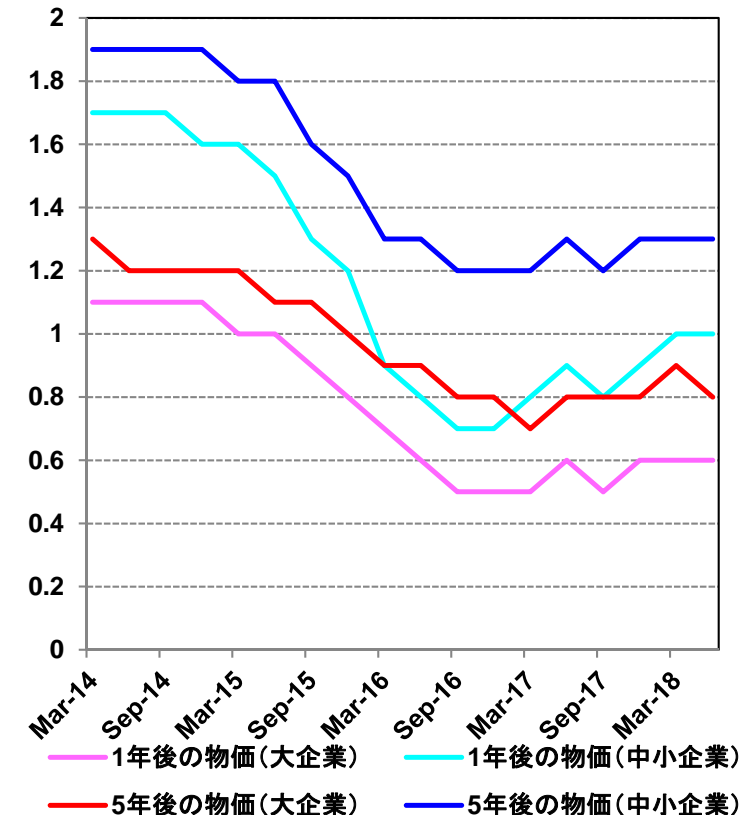
資料: 内閣府、日本銀行

- ・ 家計については、昨年中盤以降にインフレ期待の緩やかな改善が窺われるが、これが単に総合インフレ率の動きにつれたものか、一部でみられた賃金上昇を反映したものかどうかは、現時点で判然としない。
- ・ 企業についても、足許で緩やかながらインフレ期待に改善の兆しもみられる。こうした傾向が特に中小企業で顕著である点も注目される。

〈左〉 消費者態度指数によるインフレ期待, 〈中央〉 生活意識アンケートによるインフレ期待



〈右〉 短観によるインフレ期待



1. 政策決定の背景

(参考) 物価上昇に時間を要する理由(日本銀行による分析)

資料: 日本銀行

- ・ 展望レポートは、次のような仮説を提示している。

<p>経済成長やインフレの履歴効果</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 長期に亘る低成長と低インフレが影響 ・ 企業による価格・賃金の慎重な設定や家計の物価に対する慎重な姿勢は根強い ・ 非製造業を中心とする生産性改善の余地やデジタル化のような技術進歩が、価格引上げに対する慎重姿勢を支持
<p>企業の賃金設定スタンス</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 労働者が雇用安定を優先するため、所定内賃金の伸びが低迷 ・ 企業も成長期待が低いため、賃上げに慎重 ・ 女性や高齢者による労働参加の上昇も、労働供給の弾力性の高さを通じて賃金上昇を抑制
<p>家計による物価上昇の受け入れ</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経済成長や社会保障の先行きに対する不安が、物価上昇の受け入れを慎重化 ・ 企業も価格引上げによる顧客喪失をおそれ、コスト削減にむしろ注力
<p>企業間の競争</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ デジタル技術による広範な価格の引下げは、一般物価に対して長期に作用する可能性 ・ こうした傾向は、家計の低価格志向によって強化される可能性
<p>管理価格の動向</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ CPIでウエイトの高い管理価格や家賃は、一般物価に下方圧力をかけ続ける可能性

1. 政策決定の背景

(参考) 日銀による景気や物価の見通し(7月時点)

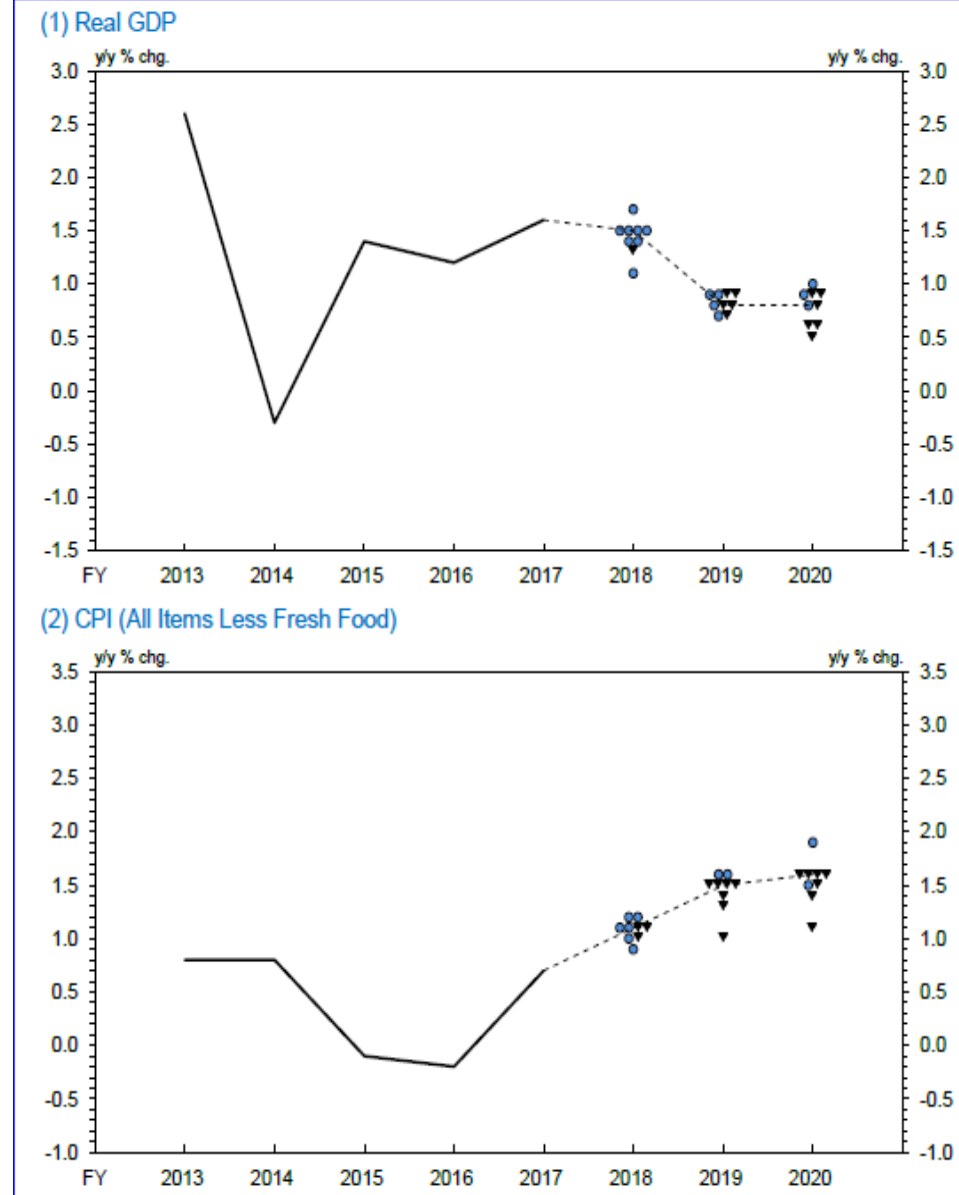
見通し(<>内は2018年4月時点)

資料: 日本銀行

政策委員会メンバーによるリスク評価

	実質GDP (前年比%)	消費者物価上昇率 (除く生鮮)(前年比%)
2018年度	+1.3% ~+1.5% <+1.4%~+1.7%>	+1.0% ~+1.2% <+1.2%~+1.3%>
2019年度	+0.7% ~+0.9% <+0.7%~+0.9%>	+1.3% ~+1.6% <+1.5%~+1.8%>
2020年度	+0.6%~+0.9% <+0.6%~+1.0%>	+1.4%~+1.6% <+1.5%~+1.8%>

- 日銀(金融政策決定会合)は、景気に関する比較的強気な見方を維持した。つまり、2020年度には景気減速のリスクがあるとしつつ、潜在成長率を上回るとの見方を示している。
- しかし、物価の見通しについては再び下方修正した。この結果、今回の景気拡大局面における物価目標の到達が不可能であることを事実上認めた。この点が、「量的・質的金融緩和」の再見直しに繋がったとみられる。



1. 政策決定の背景

■ 中長期の経済環境

資料:IMF、内閣府, 日本経済研究センター

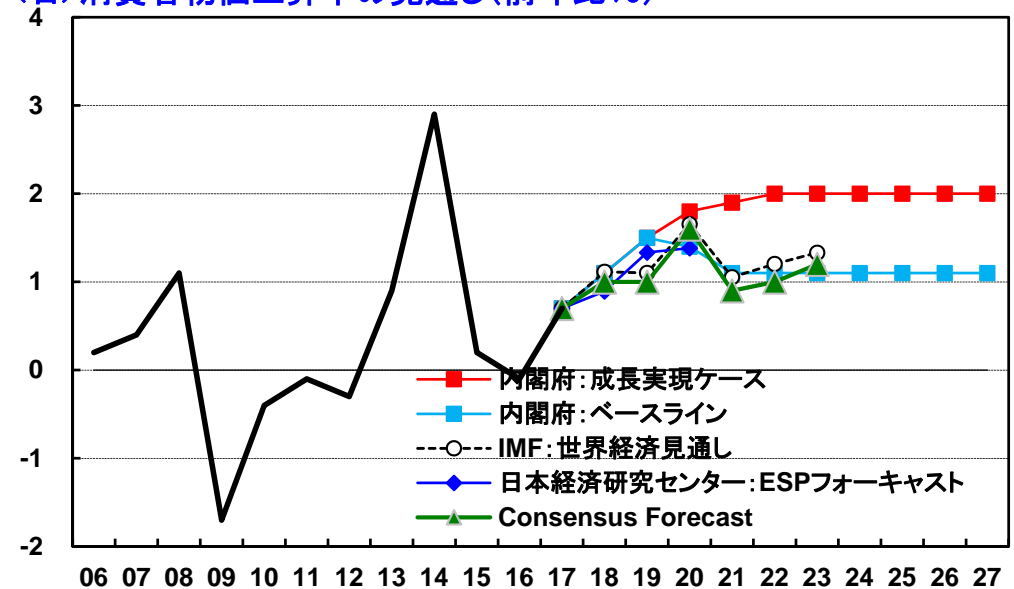
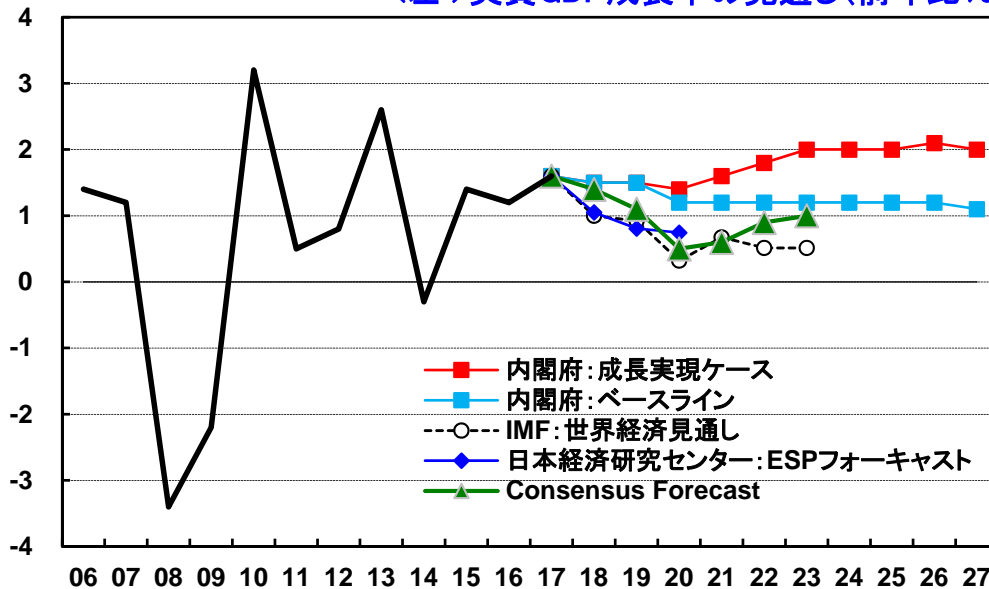
IMFによる中期経済見通し

	2016 実績	2017 実績	2018	2019	2020	2021	2022	2023
実質GDP成長率(前年比%)	1.0	1.7	1.0	0.9	0.3	0.7	0.5	0.5
消費者物価上昇率(前年比%)	-0.1	0.5	1.1	1.1	1.7	1.1	1.2	1.3
失業率(%)	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
プライマリーバランス(GDP比%)	-2.9	-3.7	-3.2	-2.7	-2.1	-2.0	-1.9	-1.9
政府債務(GDP比%)	235.6	236.4	236.0	234.2	232.3	231.4	230.7	229.6
経常収支(GDP比%)	3.8	4.0	3.8	3.7	4.0	4.1	4.0	4.0

(注1) 財政のデータの実績値は2016年まで。

(注2) IMF予測(4月時点)。ただし実質GDPの実績値および2019年までの予測値は7月時点。

〈左〉実質GDP成長率の見通し(前年比%)、〈右〉消費者物価上昇率の見通し(前年比%)



(注1) 内閣府は7月時点。

(注2) IMF(WEO)は4月時点。ただし実質GDPの実績値および2019年までの予測値は7月時点。

(注3) 日経センターのESPフォーキャストは8月時点。年度。

(注4) コンセンサス・フォーキャストは4月時点。

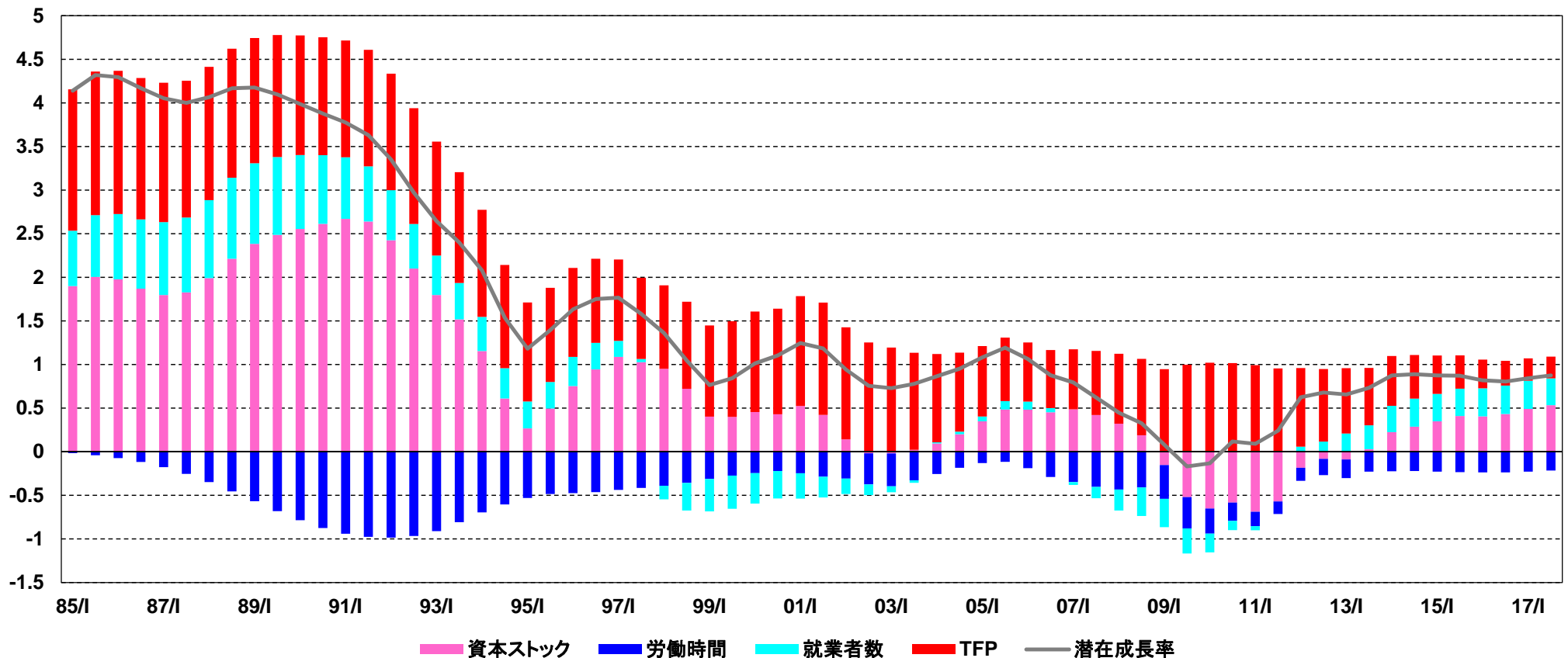
1. 政策決定の背景

(参考) 潜在成長率

資料：日本銀行

- 日銀の推計によれば、昨年度の後半時点の潜在成長率は約0.9%であったとみられる。この水準は2014年度以降概ね変わっておらず、世界金融危機をはさんで、2000年代初頭ともあまり変わらない。
- なお、近年では労働投入と資本ストックの貢献が徐々に増えているにも拘わらず、潜在成長率が上昇しない点も注目される。少なくとも結果的には、TFPの寄与が縮小していることを意味する。

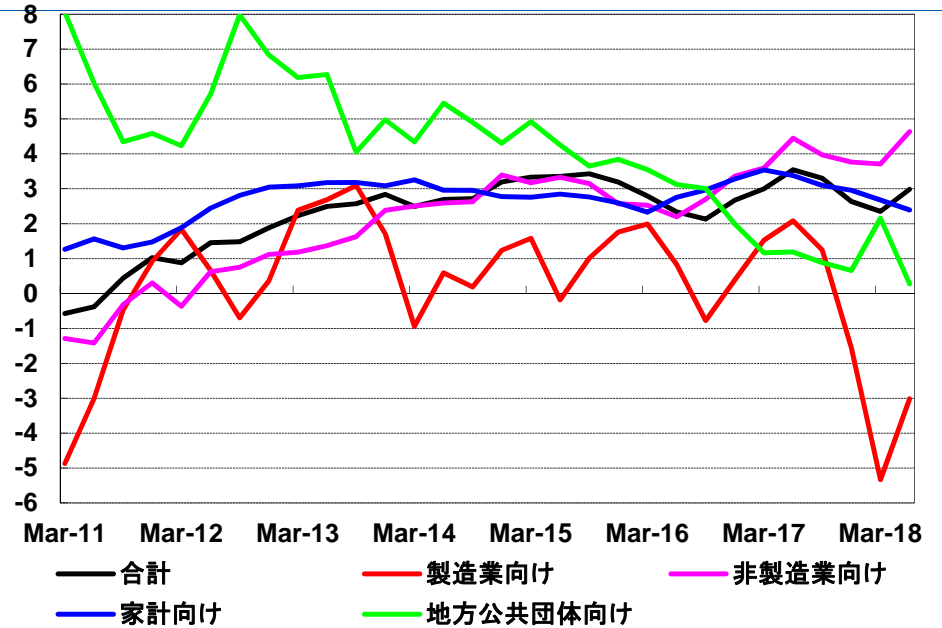
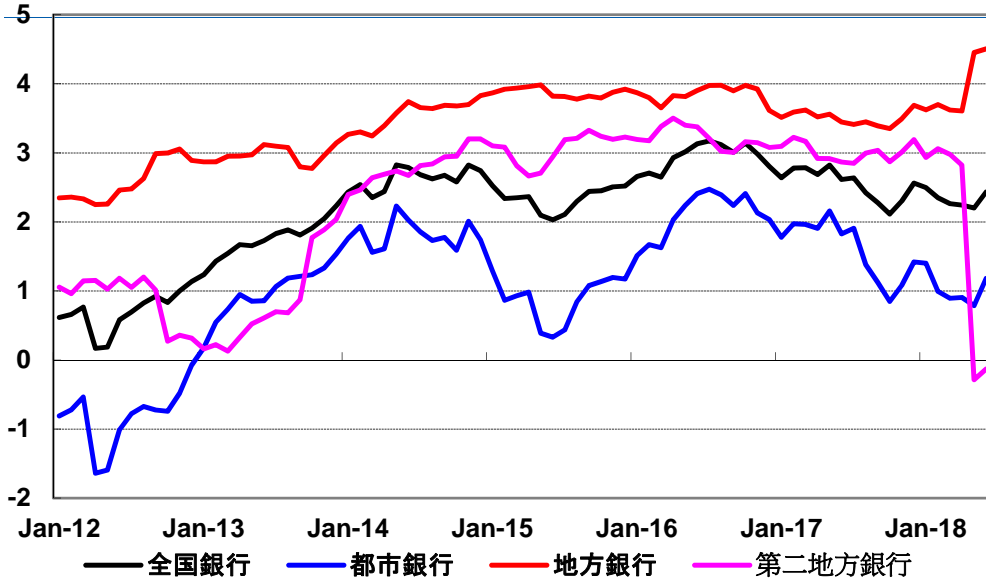
潜在成長率と主要項目別の寄与度 (年率 %)



1. 政策決定の背景

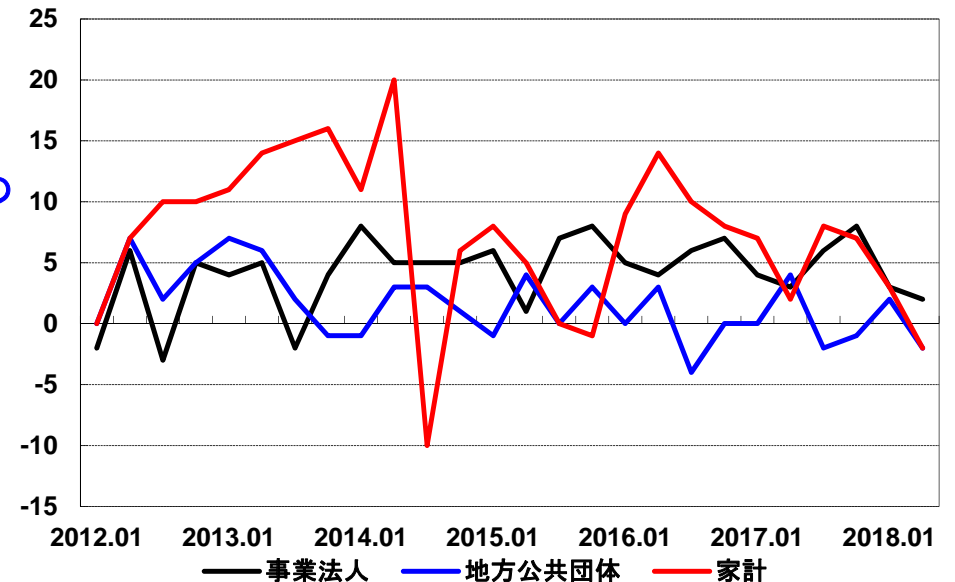
■ 銀行貸出

資料: 日本銀行



- 銀行貸出のモメンタムは、大手行を中心として緩やかに低下している(なお、足許での第二地方銀行の大幅な減速と地方銀行の伸び率上昇は合併に伴う一時的な現象)。内容別には、製造業向けの落ち込みが目立つほか、地方公共団体向けも長期に亘って減速している。
- 日銀による銀行貸出アンケートの結果をみると、これまで相対的に堅調であった家計の需要が低下していることも注目される。

銀行貸出への需要 (DI)



1. 政策決定の背景

■ 金融システムのリスク（金融システムレポート: 2018年4月〈抜粋〉）

資料: 日本銀行

収益力の向上 に向けた経営 方針の具体化

…国内預貸業務の収益性は、国内経済の成長力低下や低金利環境の継続などを背景に、趨勢的に低下している。先行きを展望しても、地域の人口・営業基盤の縮小など経営環境が構造的に変化するなかで、金融機関の低収益性の問題はより厳しいものになると見込まれる。

…地域金融機関は…持続性の高い収益の確保に向けて、自らの強みを活かした取り組みを強化するとともに、業務改革などを通じて人材や設備を有効活用し、経営効率の改善を図っていくことが重要である。

…借入企業とのリレーションシップを強化し、企業の生産性向上を積極的に支援することを通じて、自らの収益基盤である地域経済の底上げに貢献していくことも求められる

リスク対応力の 強化

…金融機関は、貸出では国内のミドルリスク企業や海外向けを、また、有価証券運用では投資信託や外債を中心に増加させてきた。

…全体としてみると、金融機関のリスクは、財務基盤との関係で概ね適切な範囲に維持されているが、個別にみると、リスク管理や収益管理が十分でない金融機関もみられる。

…内外のマクロ経済環境が変化する可能性も念頭に置いて、リスクとリターンの評価を適切に行っていくとともに、信用リスクや市場リスクの管理の実効性を向上させていく必要がある。

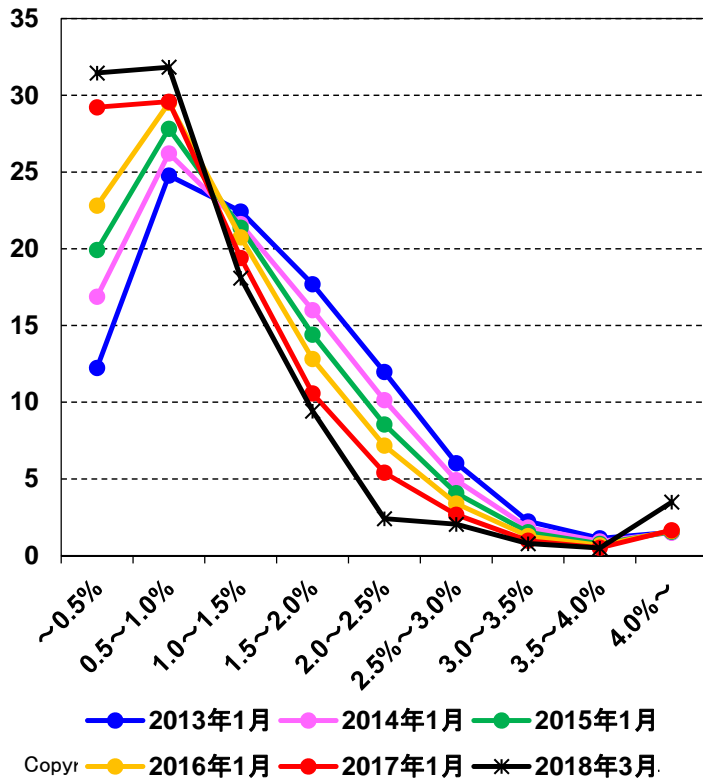
1. 政策決定の背景

■ 銀行の貸出利鞘

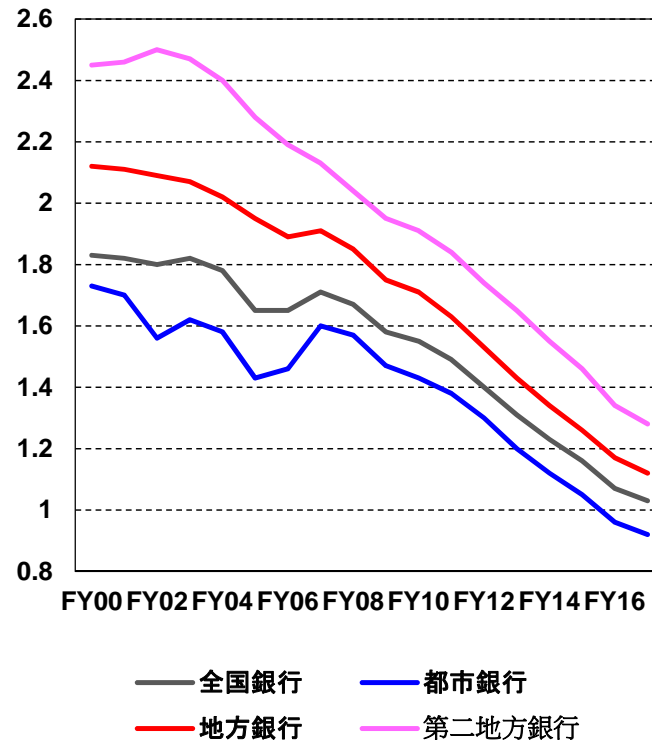
資料: 日本銀行、全国銀行協会

- ・新規貸出に適用される利率の継続的な下落の結果、著しく低利率の貸出が今や支配的となっている。本年3月末時点では、1%未満の利回りの貸出が全体の6割を超えていた。
- ・預金利回りが事実上下限に達した結果、貸出利回りの低下はそのまま預貸利鞘の圧縮に繋がっている。しかも、地域金融機関の相対的な優位性も失われつつある。
- ・銀行は物件費を中心に費用の圧縮を進めているが、貸出金利回りの低下に追いつくことができていない。

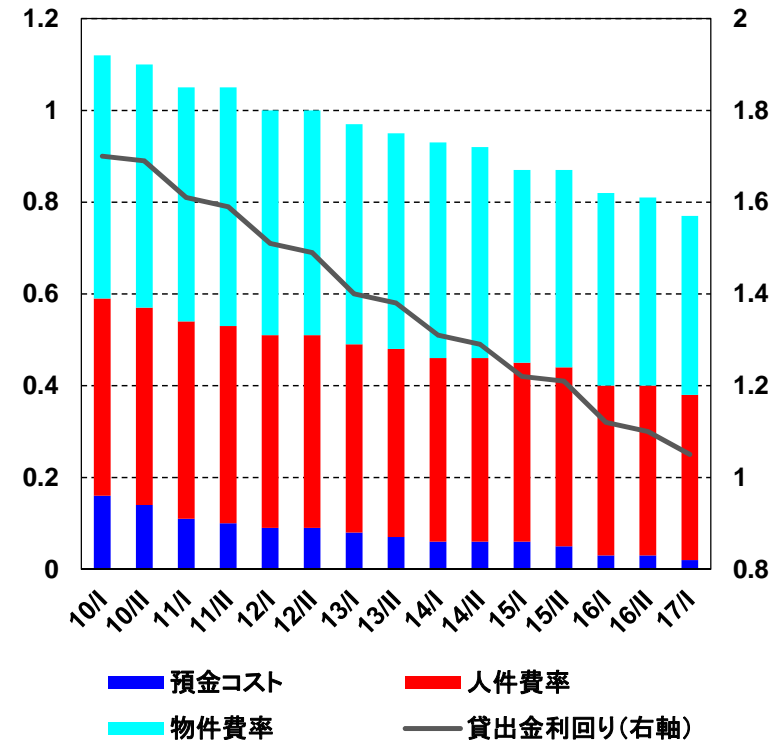
利率別の貸出残高の分布 (%)



預貸利鞘 (%)



諸費用と貸出利回り (%)



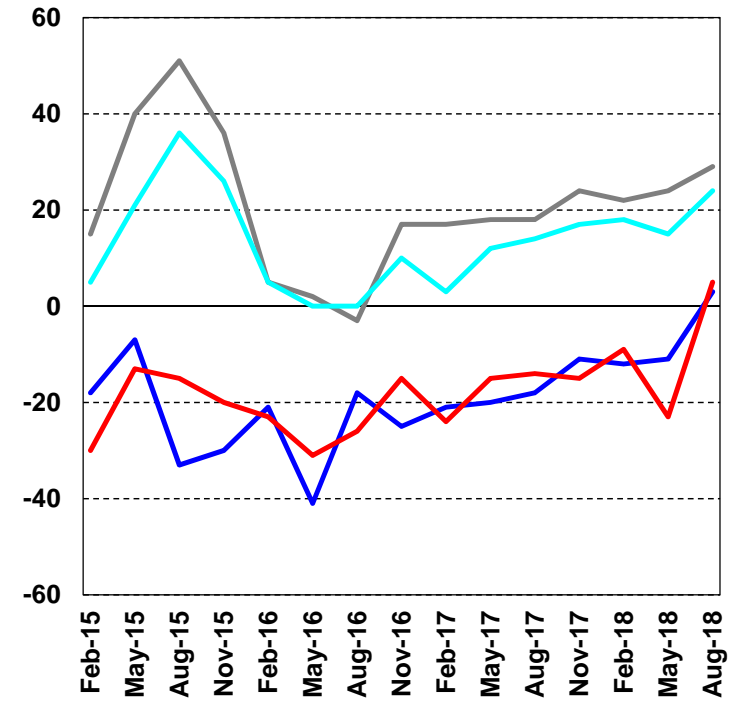
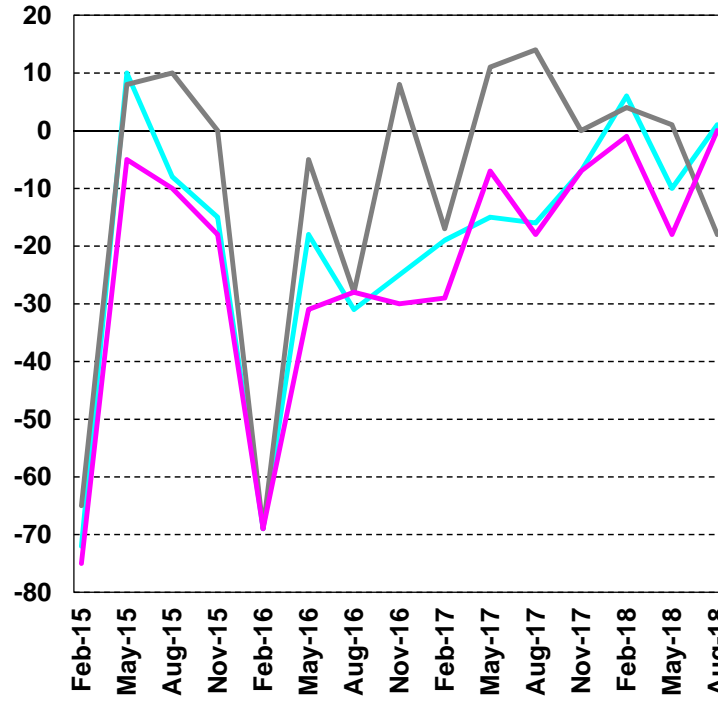
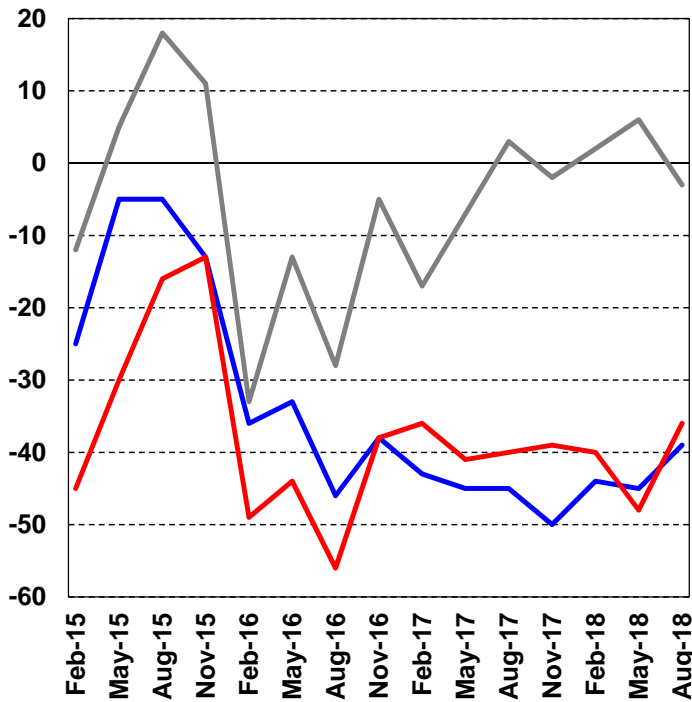
1. 政策決定の背景

■ 国債市場の機能 (1)

資料: 日本銀行

- 日銀の債券市場サーベイによれば、ビッド・アスク・スプレッドの改善がこのところ頭打ちとなっているほか、オーダーの厚みを含めて市場機能全般に関する現状評価は依然として低水準であるものの、足許では市場機能に関する評価に底打ちの兆しもみられる。この間、取引相手の数や取引ロットの面でも緩やかな改善がみられる。

債券市場サーベイの結果 (DI)



— 市場機能 (現状)
 — ビッド・アスク・スプレッド (現状)
 — オーダーの厚み (現状)

— 市場機能 (変化)
 — ビッド・アスク・スプレッド (変化)
 — オーダーの厚み (変化)

— 取引相手の数
 — 取引ロットの規模
 — 期待した価格での取引
 — 期待したロットでの取引

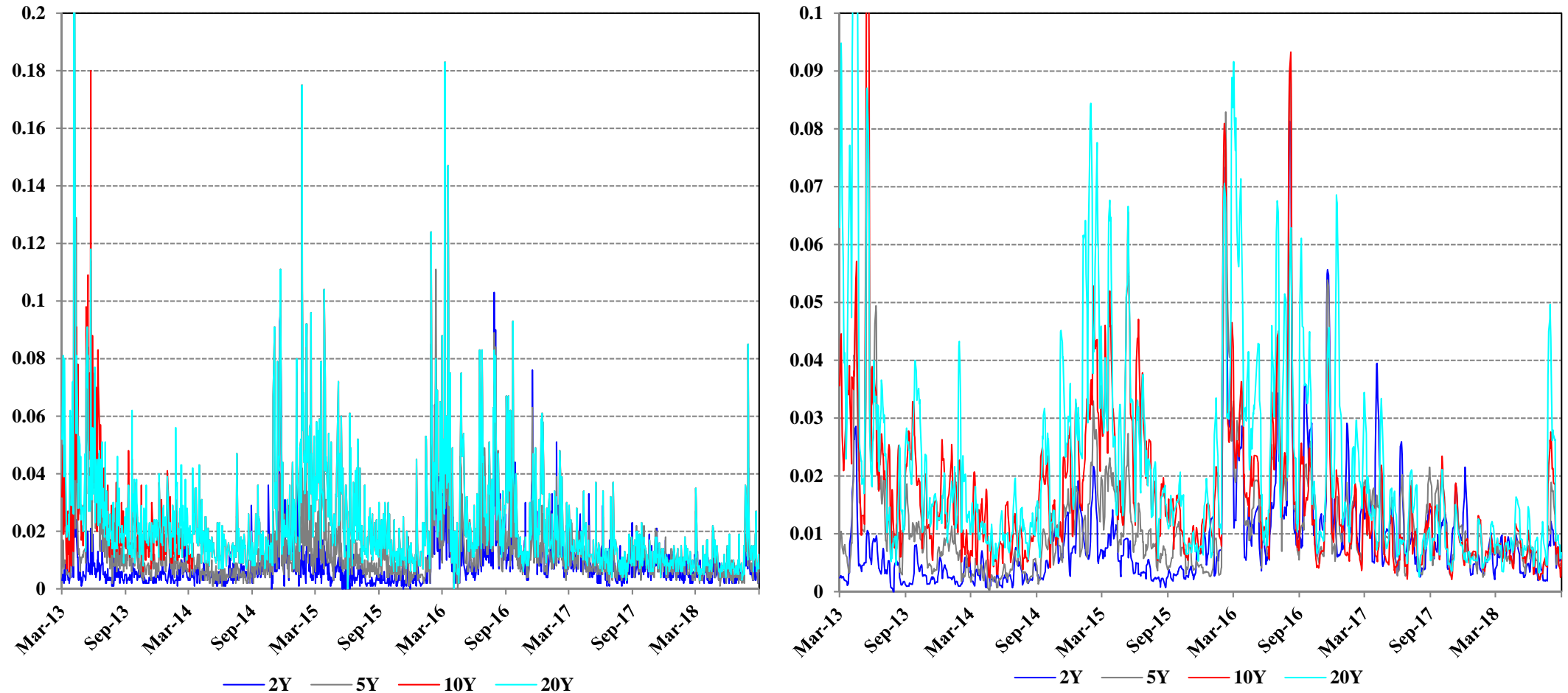
1. 政策決定の背景

■ 国債市場の機能 (2)

資料: Thomson Reuters

- ・ 本年7月の金融政策決定会合に向けては、市場で金融政策の「正常化」に関する思惑がみられたことを背景に、長期債や超長期債の利回りのボラティリティがやや上昇した。もっとも、その大きさは「量的・質的金融緩和」の下で生じたいくつかのボラティリティ上昇のケースに比べて小さかった。

〈左〉日次の利回り変動幅(%), 〈右〉利回りの標準偏差(15営業日)



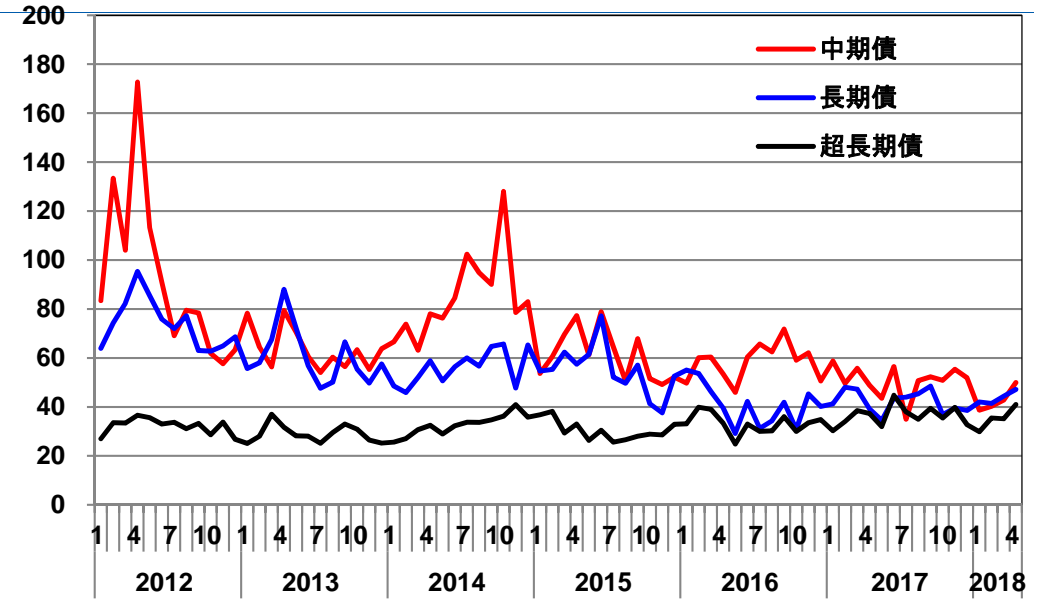
1. 政策決定の背景

資料：日本証券業協会

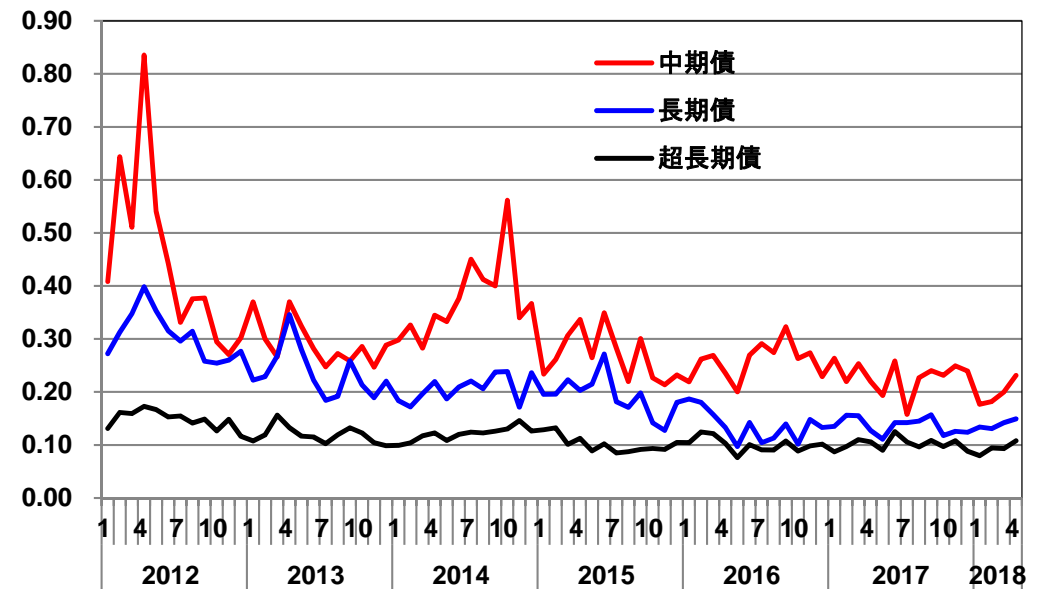
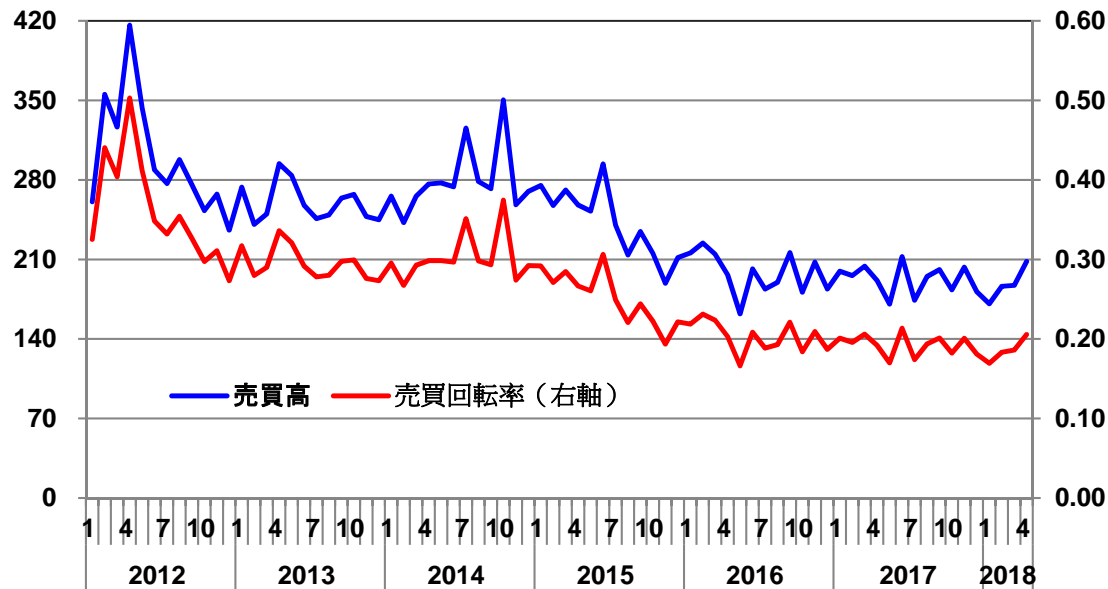
■ 国債市場の機能 (3)

- ・ やや長い目で見た場合、2014年秋に日銀が追加緩和を行って以降、国債の売買高は減少した。ただ、2016年の中盤以降は、売買回転率も含めて、概ね横ばいで推移している。
- ・ これを残存期間別に見ると、中期債や長期債で相対的に変化が大きい一方、超長期債の売買高はむしろ緩やかに増加している。

〈上〉 売買高 (兆円), 〈下〉 売買回転率I



売買高と売買回転率 (兆円, 比率)



2. 政策決定の内容

(参考) 7月の金融政策決定会合における決定内容(概要)

資料: 日本銀行

フォワードガイダンス

- 長期と短期の政策金利を長期に亘って現在の水準に維持することを約束
- 消費税率の引き上げを含めて、今後の経済動向に関する不透明性に言及

イールドカーブ コントロール

- 長期の政策金利(0%)はそのまま維持
- ただし、金利の許容幅を、従来の $\pm 0.1\%$ から $\pm 0.2\%$ に拡大
- 国債の買入れ額についても柔軟な運営に言及

マイナス金利

- 短期の政策金利(-0.1%)はそのまま維持
- ただし、当座預金のうちマイナス金利適用分を一段と縮小

ETF 買入れ

- 買入れペースはそのまま維持
- ただし、TOPIX連動型のシェアをさらに引き上げ

2. 政策決定の内容

(参考) 日本銀行による背景説明

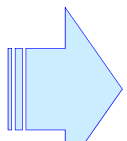
資料: 日本銀行

- 7月の金融政策決定会合の声明文は次の点を強調している。

コミットメント	政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強める
サステナビリティ	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する

雨宮副総裁の講演 (8月2日・抜粋)

- ・私どもとしては、2つの問題に対応する必要があると考えました。
- ・ひとつは、2%の物価安定目標の実現に向けた政策運営スタンスに対する信認をしっかりと確保していくことです。
- ・もうひとつは、金融緩和の継続が見込まれる中にあることは、金融市場への影響などにも配慮しつつ、金融緩和効果を低減させない形で、現在の金融緩和措置の持続性を強化する必要がある、ということです。

- 
- フォワードガイダンスの導入は物価目標に対するコミットメントの強化、その他は「量的・質的金融緩和」の持続力の強化、を各々意図したものと示唆している

2. 政策決定の内容

■ 「量的・質的金融緩和」の下での資金供給

資料: 日本銀行

- マネタリーベースの増加率は顕著に減速している。もともと、日銀によるコミットメントは絶対額でみた増加であるので、残高の膨張に伴って増加率は自然に減速する筋合いにあったが、それ以上に減速しているのは国債買入れの減速による面が大きい。「総括的検証」によるイールドカーブ・コントロールの下では、10年国債利回りが誘導目標であり、国債の買入れ額は「内生変数」となる。

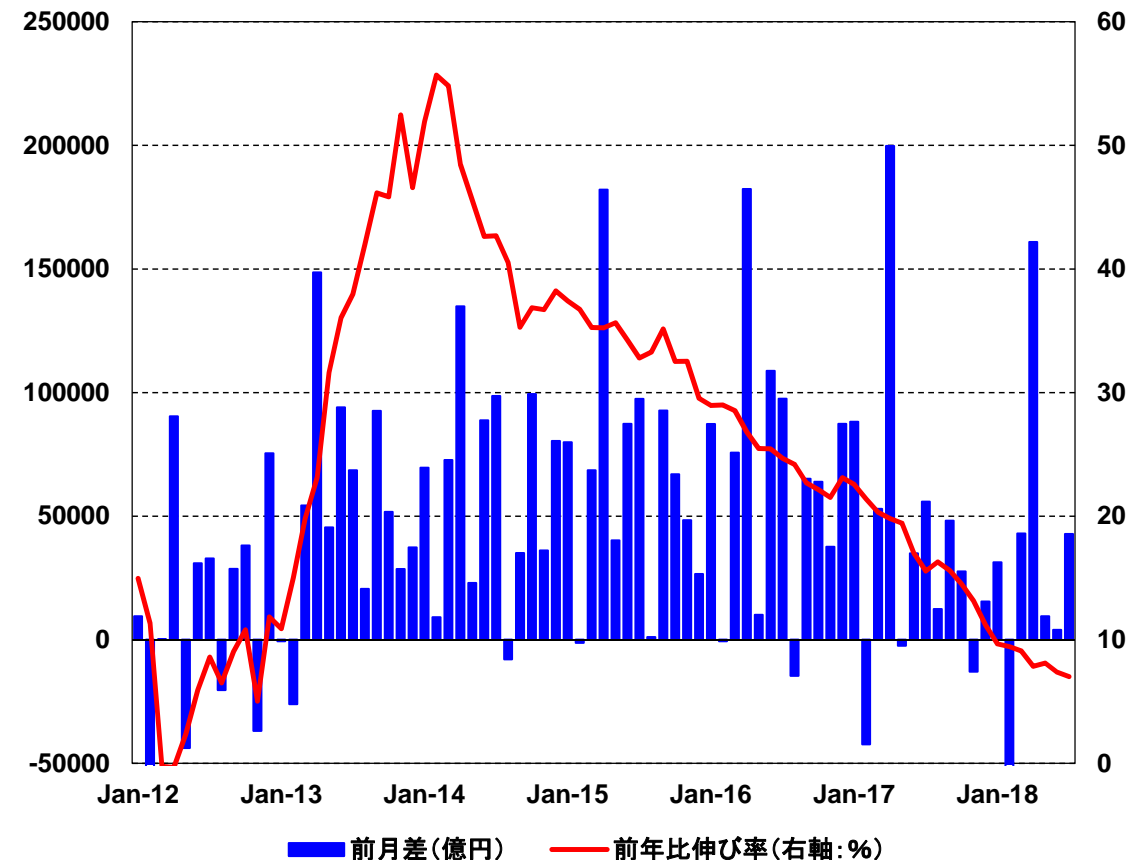
黒田総裁の記者会見(2017年6月16日:抜粋)

・...80兆円というのはあくまでもめどとして、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)



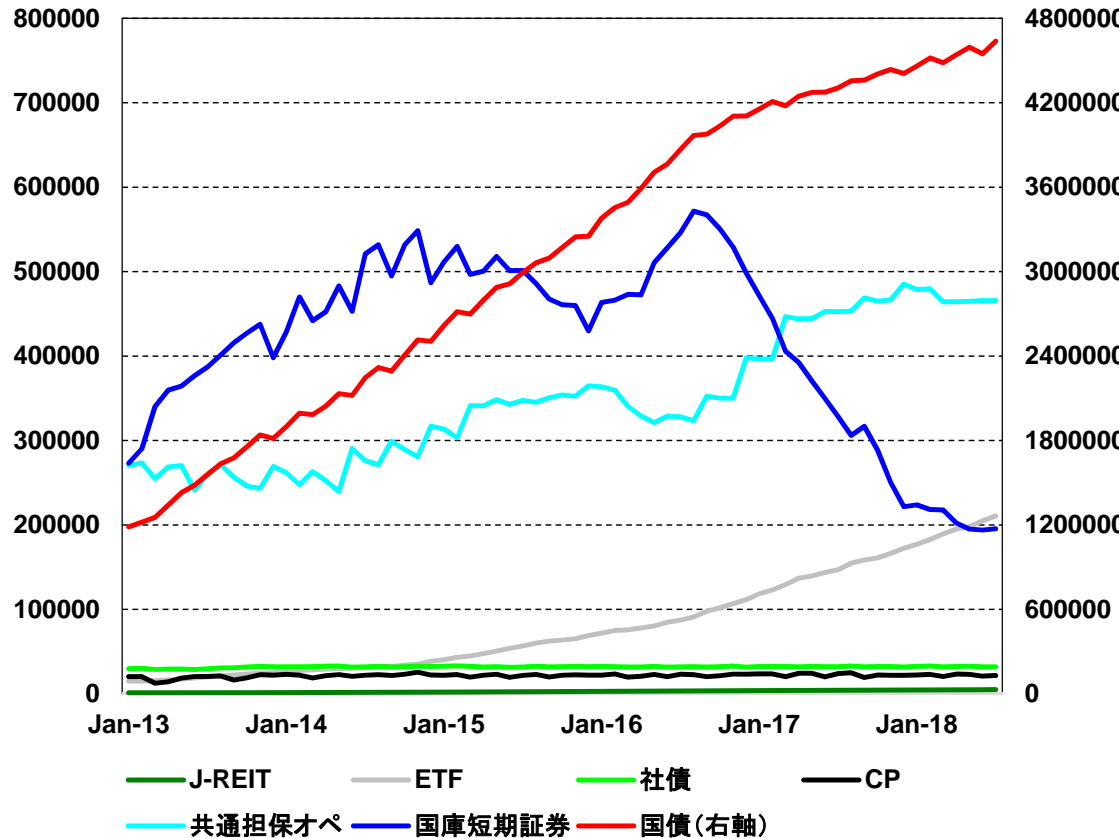
2. 政策決定の内容

■ 「量的・質的金融緩和」の下での資産買入れ (1)

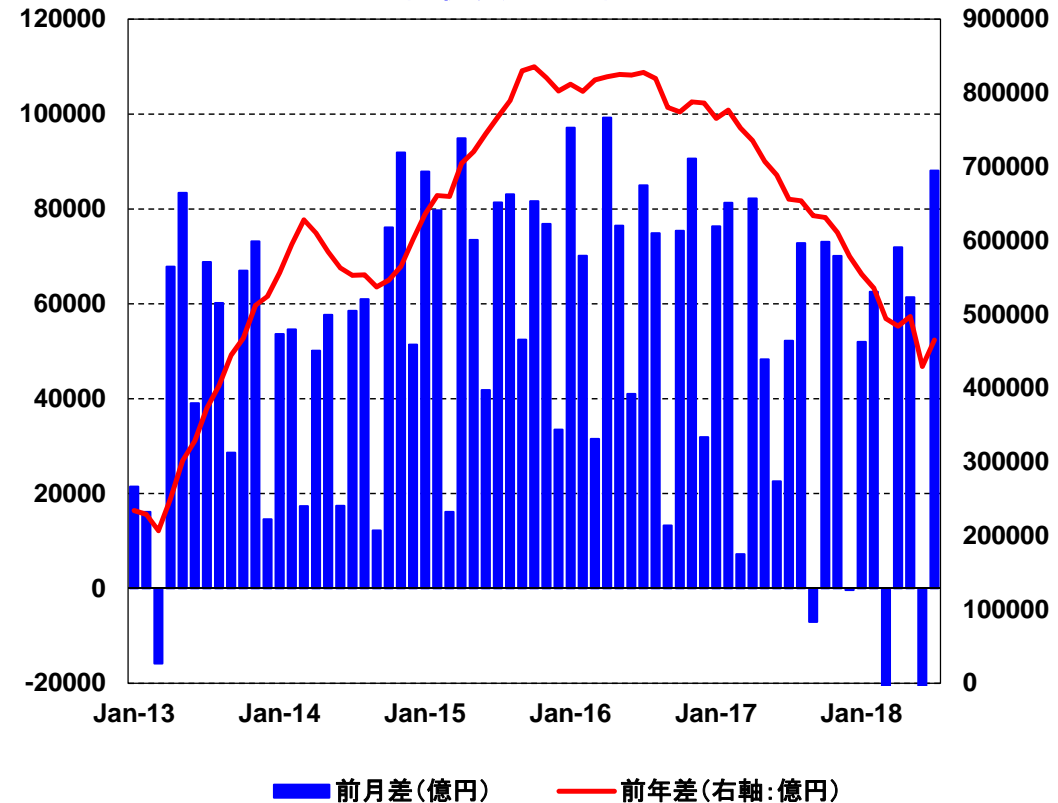
資料: 日本銀行

- 資産別に買入れ状況をみると、国債買入れが顕著に減速した結果、12ヶ月累計での残高増加額も足許で50兆円を割り込んでいることがわかる。同時にTBの買入れも顕著に減速しているだけでなく、満期が短いために残高の大幅な減少に繋がった(ピークの50兆円後半に対し、現在は20兆円割れ)。この間、共通担保オペの残高は2017年初にかけて増加し、その後も40兆円台後半で横ばいとなっている。

金融緩和に伴う主な保有資産の残高(億円)



国債買入れ(億円)



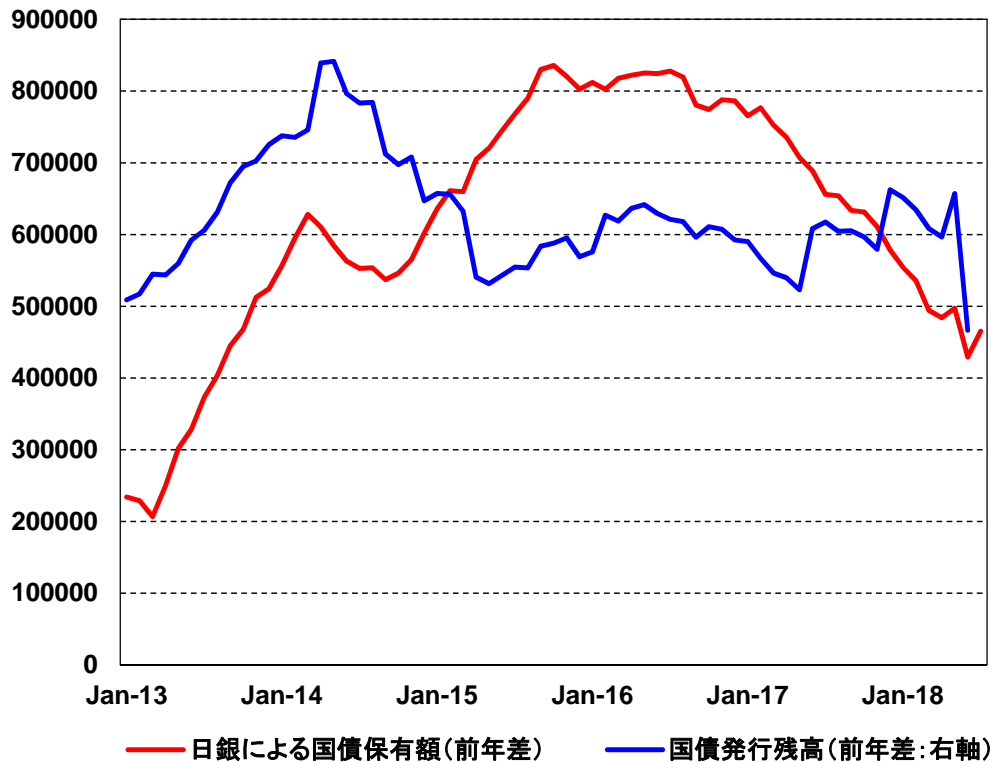
2. 政策決定の内容

■ 「量的・質的金融緩和」の下での資産買入れ (2)

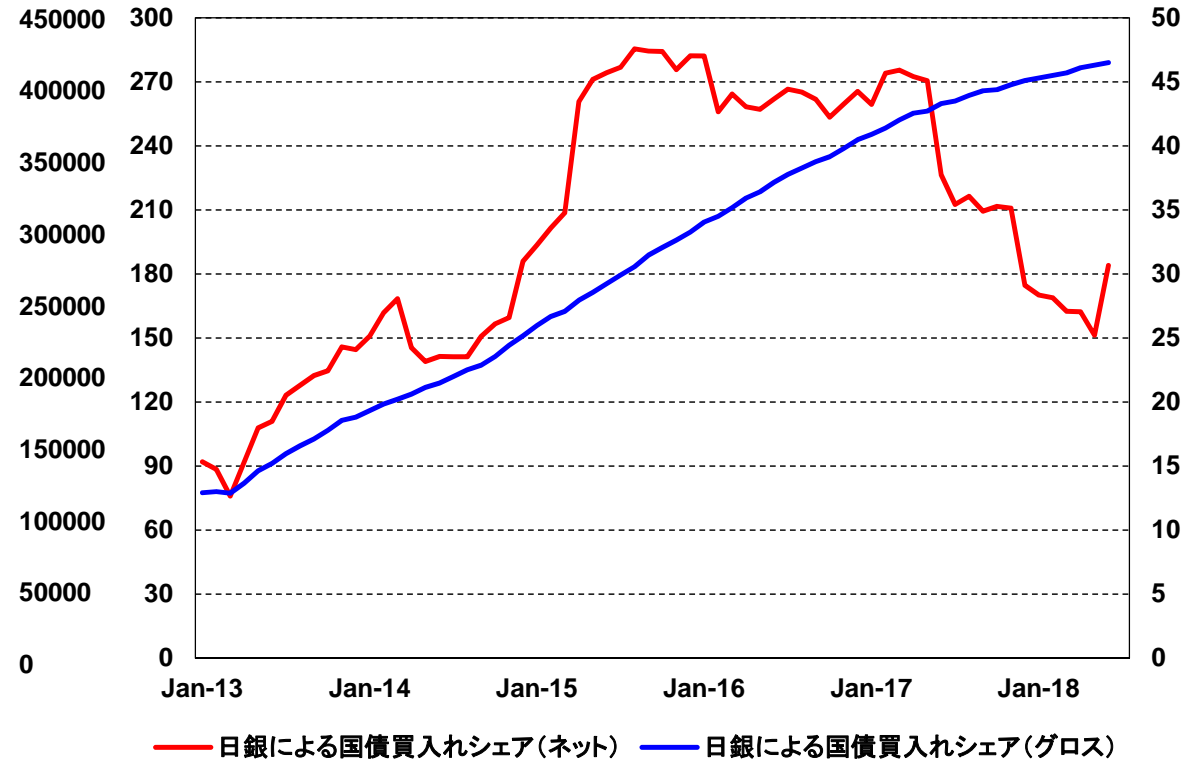
資料: 日本銀行

- 日銀は国債買入れの運営を変化させてきた結果、国債保有残高の前年差増加額は顕著に減速している。もともと、政府の国債発行残高の前年比増加額は概ね横ばいであったため、相対的な比率はかつての80対30から50対30へと低下した。もともと、残高でみた日銀の比率は緩やかながら上昇を続けており、50%に近づいている。

日銀による国債保有残高の増減と
国債発行残高の増減 (億円)



日銀による国債買入れのシェア (%)



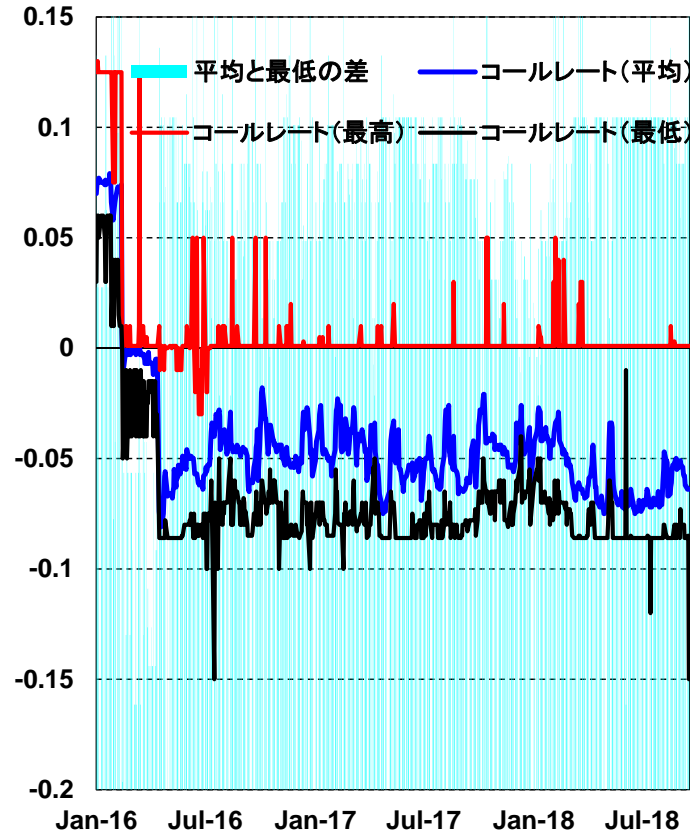
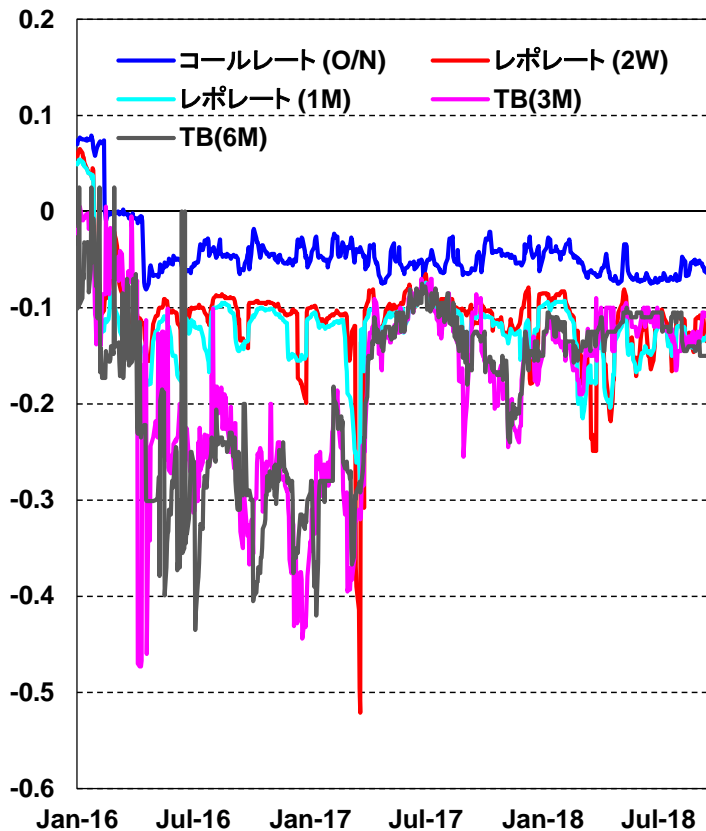
2. 政策決定の内容

■ 短期金融市場の動向

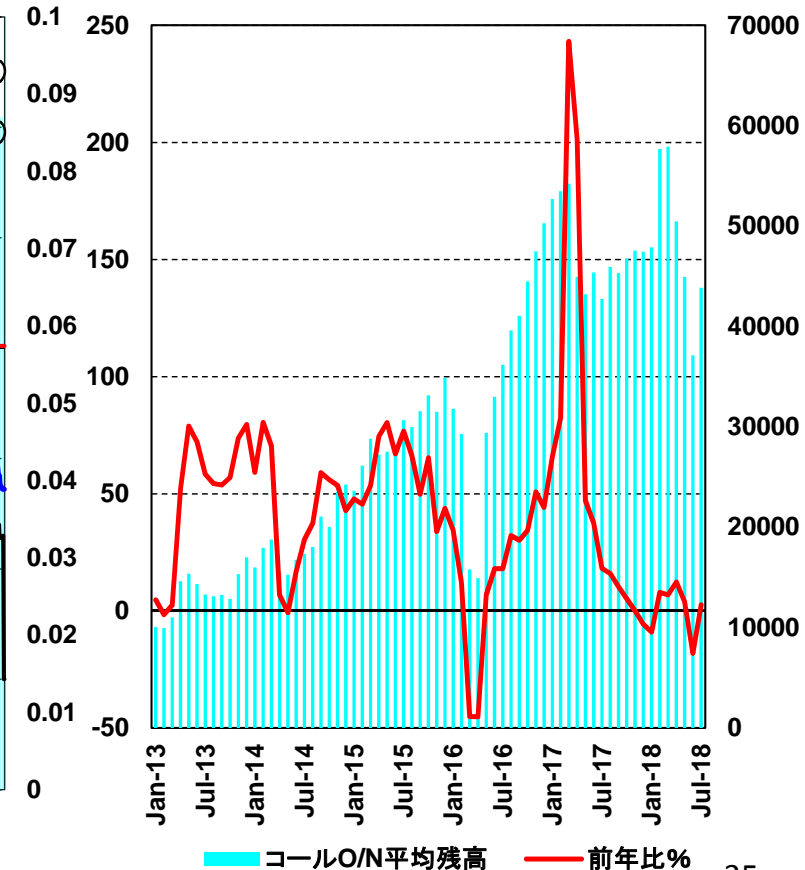
資料: 日本銀行, Thomson Reuters

- ・ コールO/Nレートは引続き狭いレンジで推移している。加えて、長めのターム物金利とのスプレッドも比較的小さくなっており、市場が当面の政策変更の可能性を小さいと見ていることが推察される。
- ・ コールレートの日中でのレンジは概ね0.09%に収斂している。この間、コール市場の取引残高には足許で減速感もみられるが、前年比ではプラスを維持するなど、残高回復の動きは保たれている。

短期金利の推移 (%)



コール市場の残高 (億円)



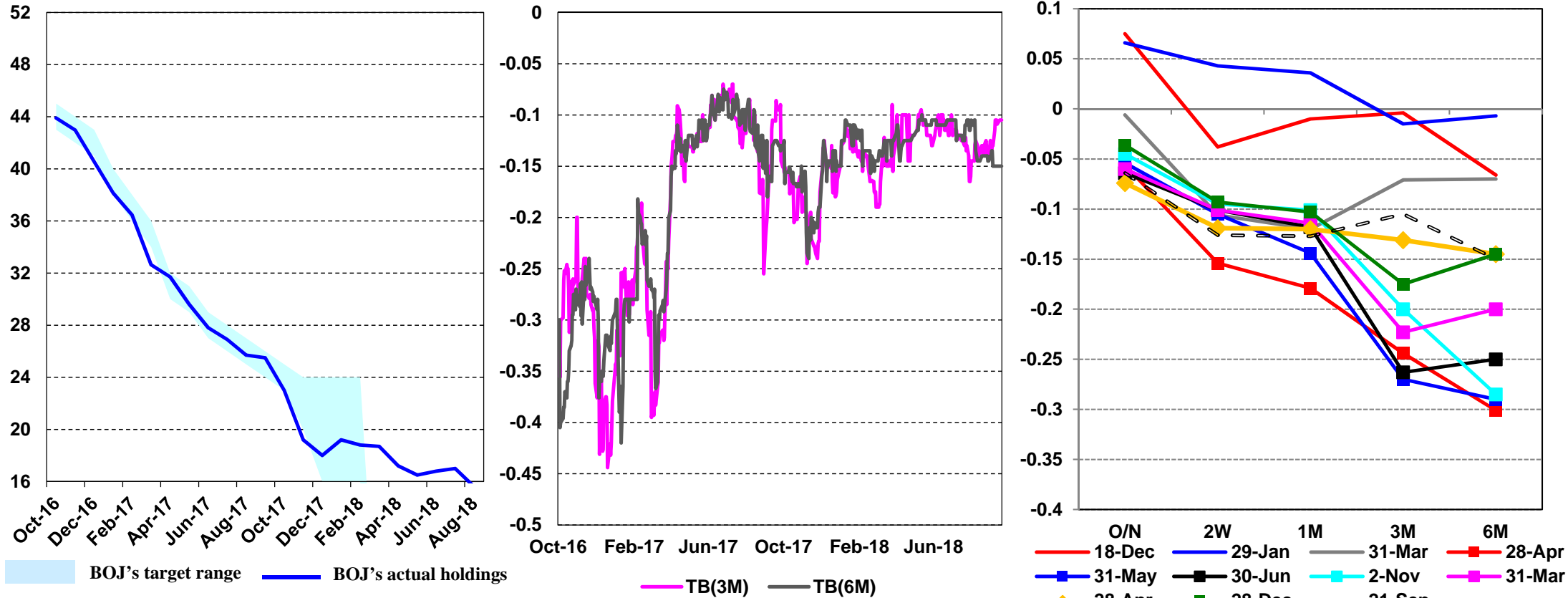
2. 政策決定の内容

■ 日銀によるTB買い入れ

資料: 日本銀行, Thomson Reuters

- 本年3月以降、日銀はTB買い入れのガイドライン公表を停止した。足許の保有残高をみると、日銀はTB保有残高の圧縮を一段落させた可能性もあるが、2016年秋の「総括的検証」当時に比べて半分以下となっている。この間、TBレートは比較的狭いレンジで推移している。
- 短期金融市場の主要なターム物金利をもとにイールドカーブをつくと、現時点は長めの金利が上昇することで比較的フラットな状況にある。

〈左〉日銀によるTBの保有残高(兆円)、〈中央〉TBレート(%), 〈右〉短期金融市場のターム物金利(%)



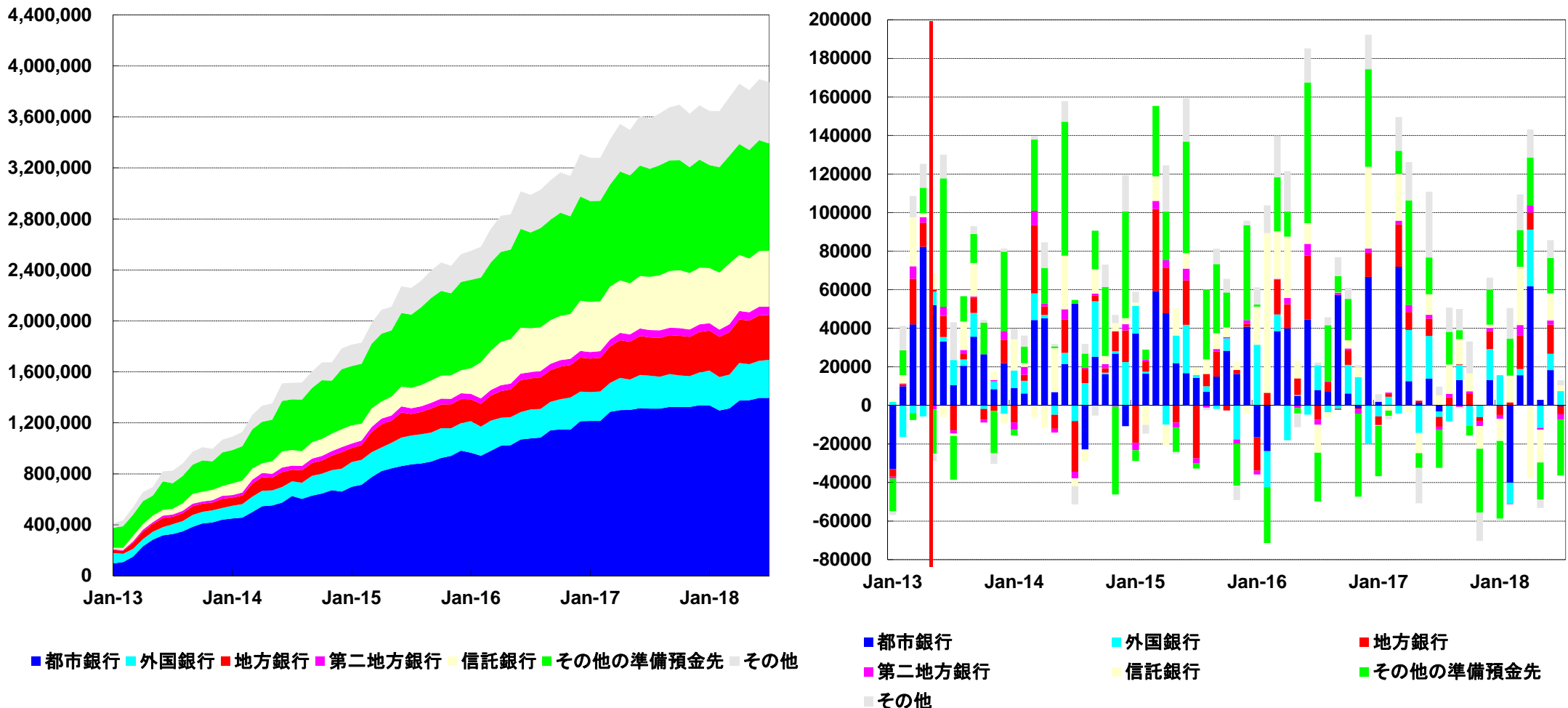
2. 政策決定の内容

■ 業態別の当座預金残高

資料：日本銀行

- 都市銀行とその他の準備預金先による当座預金残高の増加は、全体の増加ペースの減速とともに昨年以降は減速している。この間、外国銀行と信託銀行は、振れを伴いつつも緩やかな増加を続けている。

〈左〉残高, 〈右〉前月比の変化 (億円)



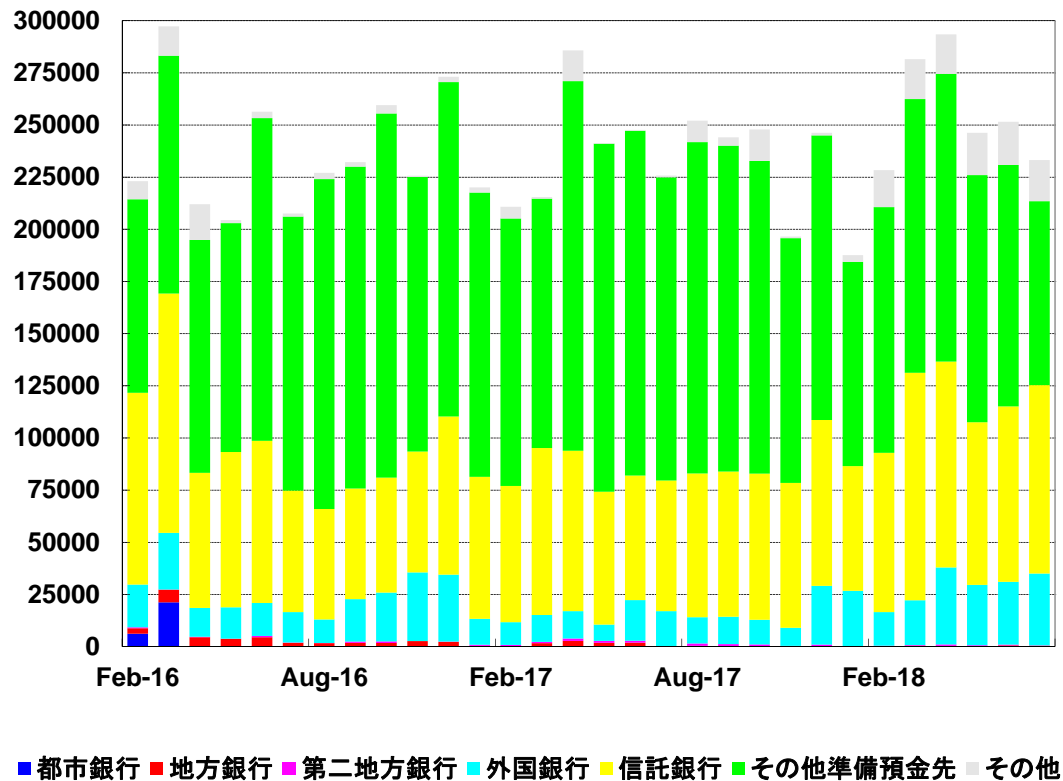
2. 政策決定の内容

■ 日銀当座預金の内容別の推移

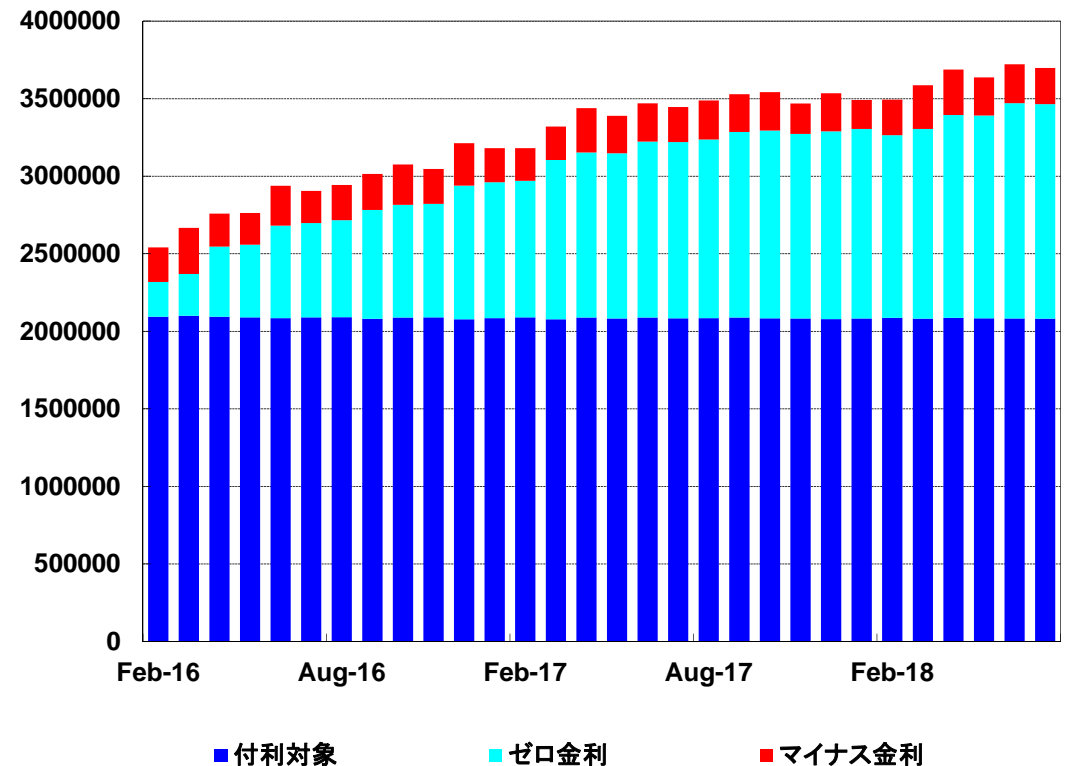
資料：日本銀行

- ・ マイナス金利が適用される当座預金の主要な持ち手は、信託銀行、外国銀行、その他の準備預金先の三つのグループで当初から変わらない。また、信託銀行はコストの少なくとも一部を大口顧客に転嫁しうるほか、外国銀行は円資金調達コストがより低いとみられる。
- ・ この間、日銀は「マクロ・バランス」を調整し続けることによって、マイナス金利の適用残高(総額)を概ね安定的に維持している。

業態別当座預金のマイナス金利の適用残高(億円)



適用金利別の当座預金残高(億円)



2. 政策決定の内容

■ 国債買入れの運営方針

資料：日本銀行

- ・「量的・質的金融緩和」の実施期間を通じて、日銀は国債買入れの運営方針を順次見直してきた。主な改訂点は、①残存期間による枠の細分化、②各々の枠における買入れ額の柔軟化、③買入れ実施日の事前公表などである。

国債買入れの運営方針

	2013年4月（「量的・質的金融緩和」の導入時）	2016年9月（「総括的検証」を踏まえて）	2018年9月（最新）
買入額（月中）	7.5兆円	8～12兆円（柔軟に運営）	（非公表）
買入対象	固定利付債（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	（同じ）	（同じ）
種類および残存期間別の内訳	（固定利付債） 1年以内：0.22兆円（買入れ2回） 1年超～5年以内：3.00兆円（買入れ3回） 5年超～10年以内：3.40兆円（買入れ3回） 10年超：0.80兆円（買入れ3回） （変動利付債）：0.14兆円（買入れ2回） （物価連動債）：0.02兆円（買入れ2回）	（固定利付債） 1年以内：0.10兆円～0.18兆円（買入れ2回） 1年超～3年以内：1.68兆円～3.12兆円（買入れ6回） 3年超～5年以内：1.80兆円～3.24兆円（買入れ6回） 5年超～10年以内：1.74兆円～3.18兆円（買入れ6回） 10年超～25年以内：0.70兆円～1.20兆円（買入れ5回） 25年超：0.30兆円～0.80兆円（買入れ5回） （変動利付債）：0.10兆円（買入れ2回） （物価連動債）：0.025兆円（買入れ2回）	（固定利付債） 1年以内：0.02兆円～0.20兆円（買入れ2回） 1年超～3年以内：1.00兆円～2.00兆円（9月4日、10日、14日、17日、27日に買入れ） 3年超～5年以内：1.25兆円～2.25兆円（9月4日、10日、14日、21日、27日に買入れ） 5年超～10年以内：1.50兆円～3.00兆円（9月6日、10日、12日、18日、25日に買入れ） 10年超～25年以内：0.75兆円～1.25兆円（9月4日、12日、18日、21日、27日に買入れ） 25年超：0.25兆円～0.75兆円（9月4日、12日、18日、21日、27日に買入れ） （同じ） （同じ）
買入回数	買入れ6回	買入れ8回～10回（増加の可能性あり）	（同じ）
買入方法	利回りコンベンショナル方式	（同じ）	（同じ）

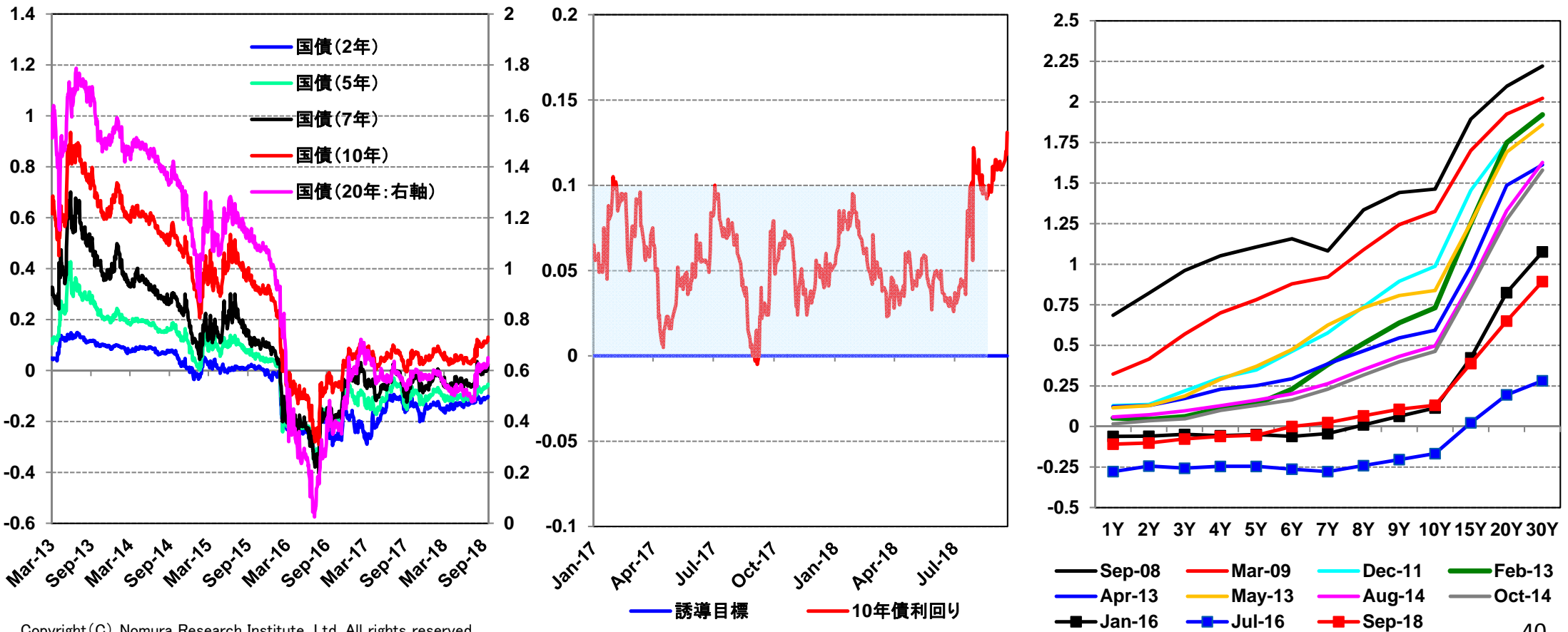
2. 政策決定の内容

■ 国債利回りの推移

資料: Thomson Reuters

- ・ 7月の金融政策決定会合前には、日銀による金融政策の「正常化」を巡る思惑を背景に国債利回りが上昇した。その後、日銀が10年国債利回りの変動レンジを引き上げて以降はモメンタムは低下したが、引続き強含みの動きとなっている。
- ・ 現在のイールドカーブは、2016年初とほぼ同じ位置にある。

<左> 種類別の国債利回り、<中央>10年国債の利回り、<右> 国債のイールドカーブ(いずれも%)



2. 政策決定の内容

■ ETFとJ-REITの買入れ運営

資料：日本銀行

- 日銀は、「量的・質的金融緩和」の導入当初からETFとJ-REITの買入れを行っているが、今回(2017年7月)を含めて数次に亘る見直しを実施している。

ETF買入れ(左) / J-REIT買入れ(右)

	「量的・質的金融緩和」の導入時	2018年9月現在	「量的・質的金融緩和」の導入時	2018年9月現在
買入れ額	・残高ベースで年間1兆円増加	・残高ベースで年間6兆円増加	・残高ベースで年間300億円増加	・残高ベースで年間900億円増加
買入れ対象	・ITOPIXまたは日経225に連動するもの	・TOPIX, 日経225, JPX日経400のいずれかに連動するもの(1.5兆円) ・TOPIXに連動するもの(4.2兆円) ・人的ないし物的資本の形成に積極的に取り組む企業の株価に連動するもの(3000億円)	・買入れ適格先が発行するもの ・実際に200営業日以上、累計200億円以上の売買があったもの	(同じ)
買入れ方法	・日銀が信託銀行に委託する。 ・日銀は予め定めガイドラインに沿った買入れを信託銀行に指示する。 ・信託銀行はガイドラインの範囲内で裁量的に買入れを実施する ・日銀は、種類別に買入れ上限額を設定する(上記参照)。 ・日銀は、株主としての権利行使を信託銀行に委託する。	(同じ)	・日銀が信託銀行に委託する。 ・日銀は予め定めたガイドラインに沿った買入れを信託銀行に指示する。 ・信託銀行はガイドラインの範囲内で裁量的に買入れを実施する。 ・各J-REIT毎の買入れ上限は5%とする。 ・日銀は、出資者としての権利行使を信託銀行に委託する。	(同じ) (同じ) (同じ) ・各J-REIT毎の買入れ上限は10%とする。 (同じ)
買入れ頻度	(非公表)	(同じ)	(非公表)	(同じ)
買入れ価格	・市場価格	(同じ)	・市場価格	(同じ)

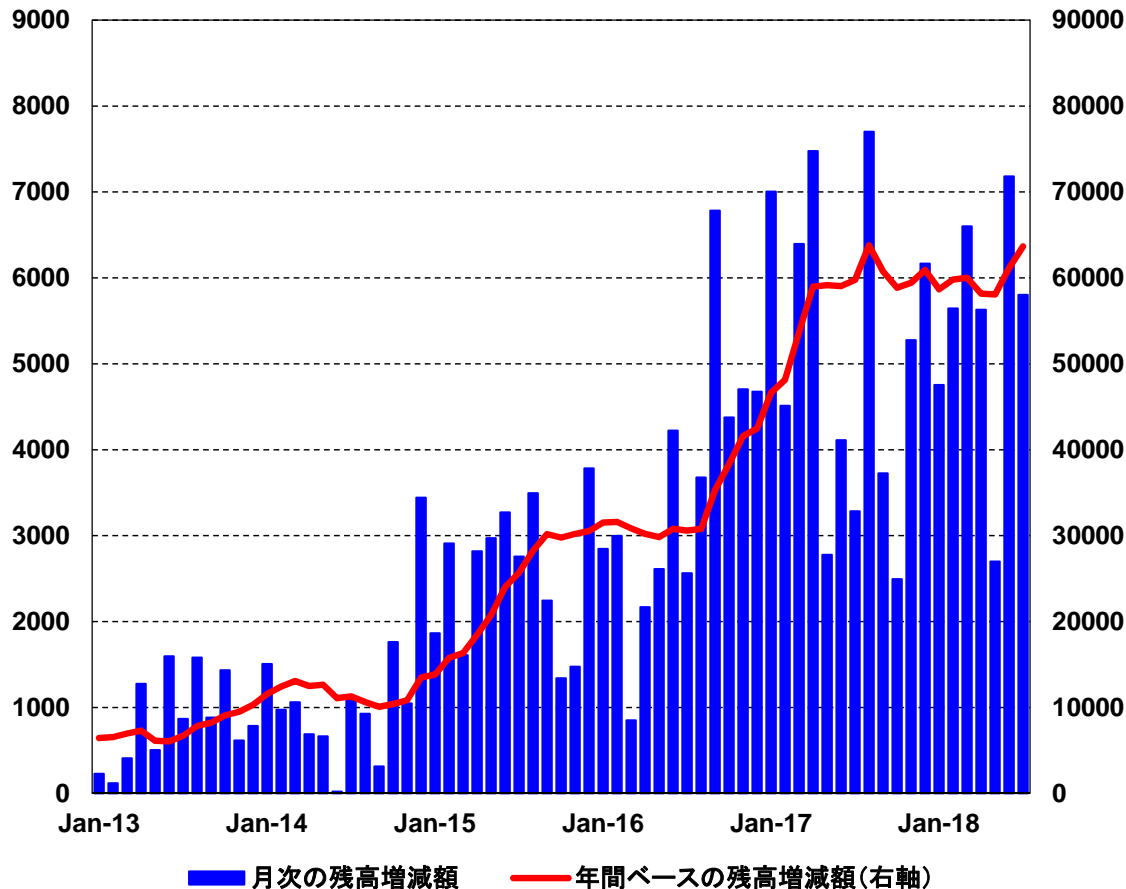
2. 政策決定の内容

(参考)ETF買入れと2018年7月の新ルール

資料: 日本銀行

- ETFの買入れは大きく上下する局面もあるものの、昨年以降は12ヶ月累計でみて6兆円近傍で概ね安定している。また、2018年7月の政策変更の際には、TOPIXに連動するETFの買入れ額を増やす趣旨により、買入れ額の配分を再度見直した。

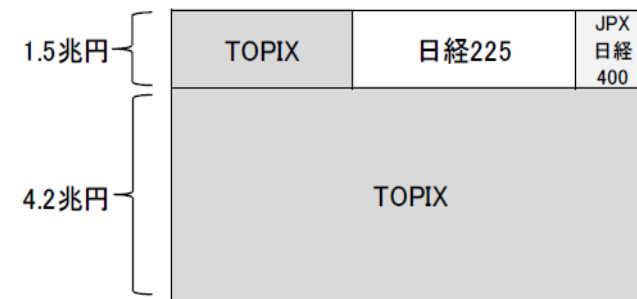
ETF買入れ (億円)



2018年7月の日銀による公表文

	年間買入額 5.7 兆円の配分	
	見直し前	見直し後
3 指数 (TOPIX、日経 225、JPX 日経 400) に連動する ETF を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる額	3 兆円	1.5 兆円
TOPIX に連動する ETF を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる額	2.7 兆円	4.2 兆円

(参考) 見直し後の年間買入額のイメージ



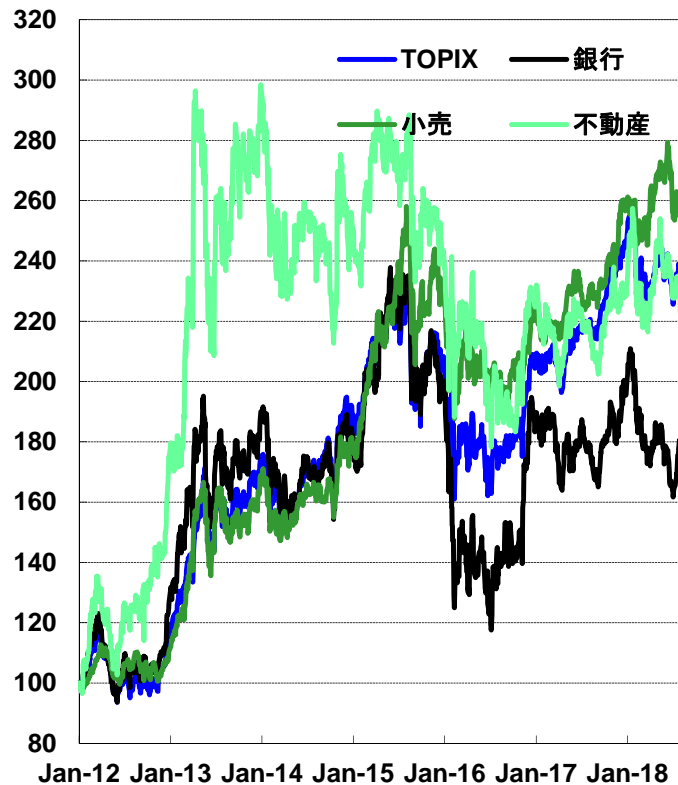
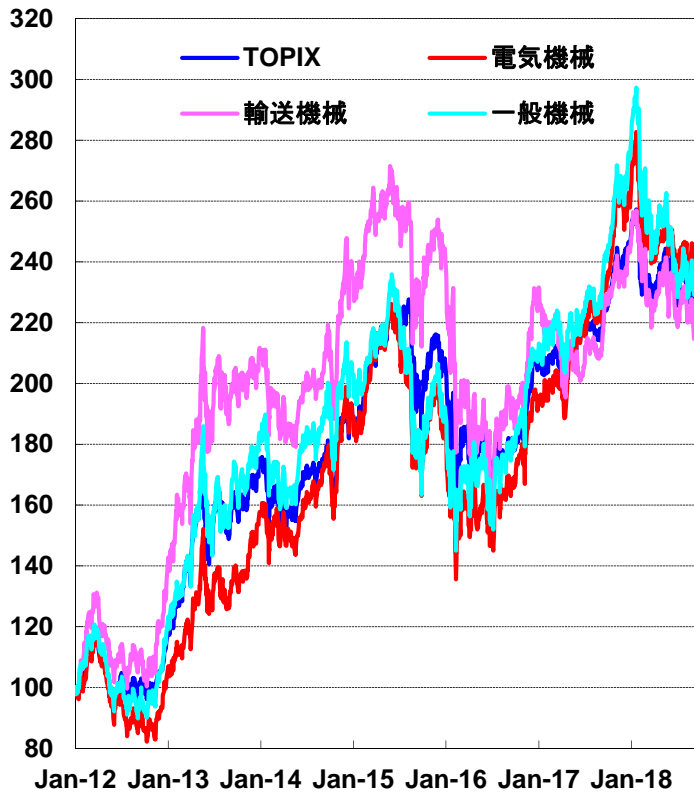
2. 政策決定の内容

■ 株式市場とETF

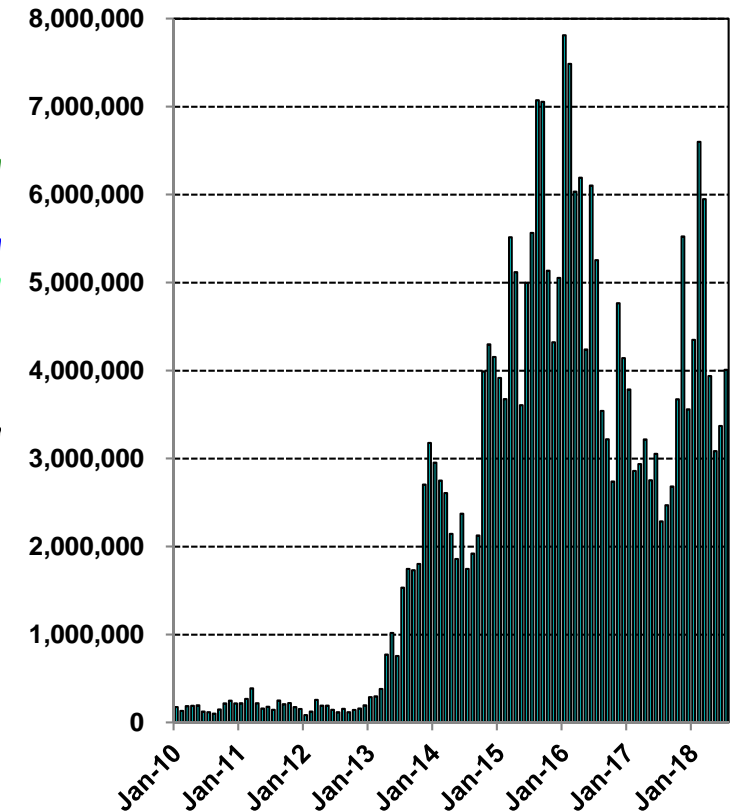
資料: Thomson Reuters、日本証券取引所

- ・ 株価は、やや長い目で見れば年初来の調整局面にあるが、足許では横ばいの動きとなっているほか、水準としては引き続き高い。業種別には、一般機械や電気機械の調整が相対的に大きい一方、輸送機械はピークから遠くない水準にある。また、金融関連セクターの調整幅は相対的に小さいが、銀行株の継続的な低位での推移が目立つ。この間、ETFの売買高には一服感がみられる。

主要な業種別の株価指数 (2012年1月 = 100)



ETFの売買高 (東京証券取引所、億円)



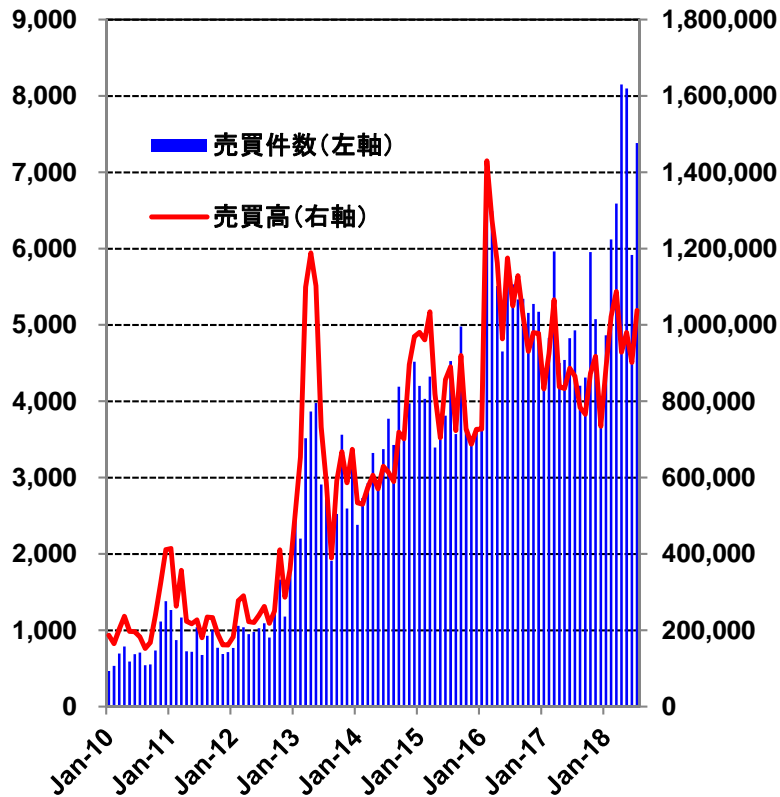
2. 政策決定の内容

■ J-REIT市場

資料：日本証券取引所、日本銀行

- ・ J-REITの売買件数は足許で高水準になっている。投資家としては、引続き、中小金融機関による動意が指摘されている。この間、銀行による不動産向け貸出の伸び率は緩やかに減速しており、監督当局によるスタンスの影響を指摘する向きもみられる。もっとも、建設業向けは低水準ながら伸びを高めている。

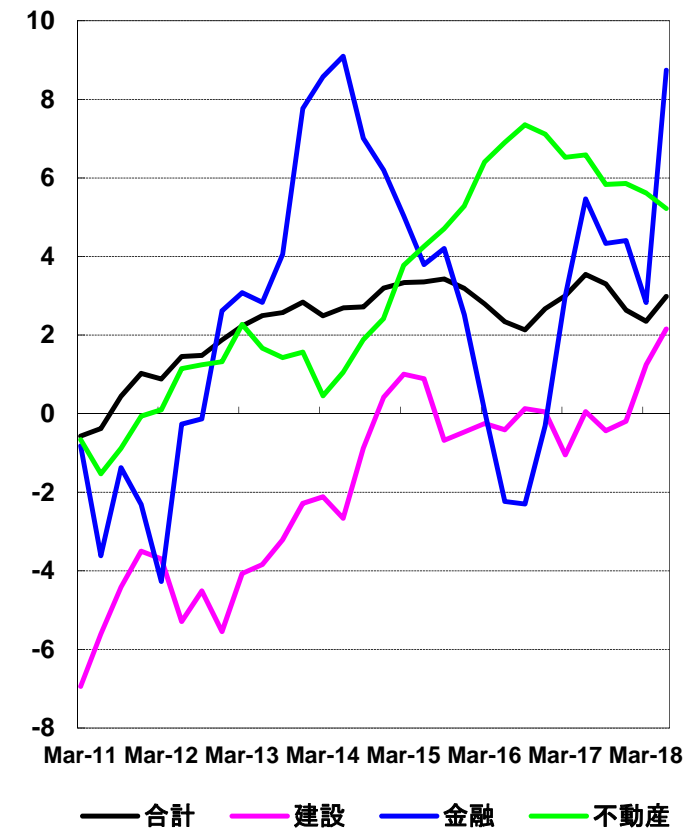
J-REITの売買件数と売買高
(東京証券取引所、千件、億円)



J-REITの価格指数



業種別の銀行貸出残高 (前年比 %)



3. 今後の政策運営

■ 現在のイールドカーブ・コントロール

2018年7月の声明文（抜粋）

- ・ イールドカーブ・コントロールの下で、政策金利はO/Nコールレートと10年国債利回りの二つになっている。それらは毎回の金融政策決定会合で調整しうる枠組みであるが、2018年7月の金融政策決定会合以降は、これらに対するフォワードガイダンスが付与されている。
- ・ また、10年国債利回りの許容変動幅は、これまでは必ずしも明確でなかったが、2018年7月の記者会見で黒田総裁は今後は±20bpを目処とする考えを明らかにした。この間、日銀は金利上昇圧力には指値オペ等で対抗したが、下落圧力への対応の機会は少なかった。
- ・ 日銀が、現在の目標金利（特に10年国債利回りの0%）が最適であることを説得的に示すことは難しい。その意味では、細かな調整はレンジの面で行い、大きな調整が必要になれば目標自体を見直すという現実的な選択肢が存在する。

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンス

日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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。

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年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

3. 今後の政策運営

(参考)イールドカーブ・コントロールの運営(「総括的検証」(背景説明)より抜粋)

資料: 日本銀行

<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)

3. 今後の政策運営

(参考) 10年国債利回りに対する上昇圧力

資料: 日本銀行, Thomson Reuters

- ・ イールドカーブ・コントロールの導入以降、10年国債の利回りが「暗黙の誘導レンジ」の上限である0.1%に接近するケースは数回生じている。そのたびに、日銀は指値オペの発動を含む手段で対応し、結果的には利回りの上昇圧力を抑制した。幸いなことに、こうした上昇圧力の発生はいずれも短期間に止まった。
- ・ 本年7月の金融政策決定会合の直前には、日銀による金融政策の「正常化」に対する思惑を背景に、10年国債の利回りが再びレンジの上限に接近した。その後、日銀はレンジの上限を0.2%まで引き上げたが、少なくとも現時点で長期金利の上昇は緩やかに止まっている。

10年国債利回り（イールドカーブ・コントロールの導入以降, %）



3. 今後の政策運営

資料：日本銀行

(参考) マイナス金利政策の運営(「総括的検証」(背景説明)より抜粋)

<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。

3. 今後の政策運営

(参考) 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) <2013年1月>

資料: 日本銀行

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統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リスク要因を点検し、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。

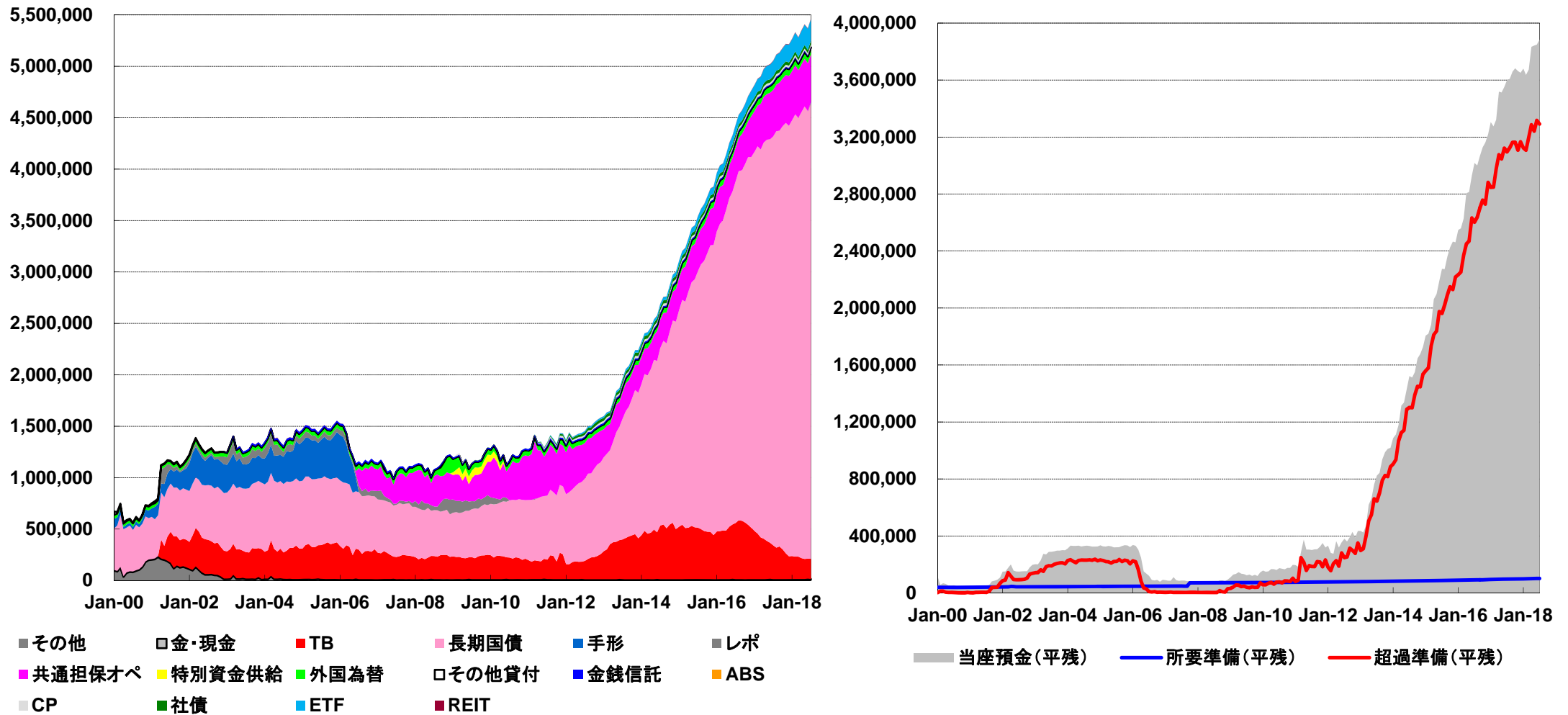
3. 今後の政策運営

■ 日銀のバランスシート

資料: 日本銀行

- ・ 本年7月末時点で、日銀の総資産残高は約546兆円に達し、名目GDPにほぼ肩を並べる水準となった。また、7月の準備預金積み期の平均残高で見て、当座預金は約388兆円となっている。

〈左〉 総資産, 〈右〉 当座預金 (億円)



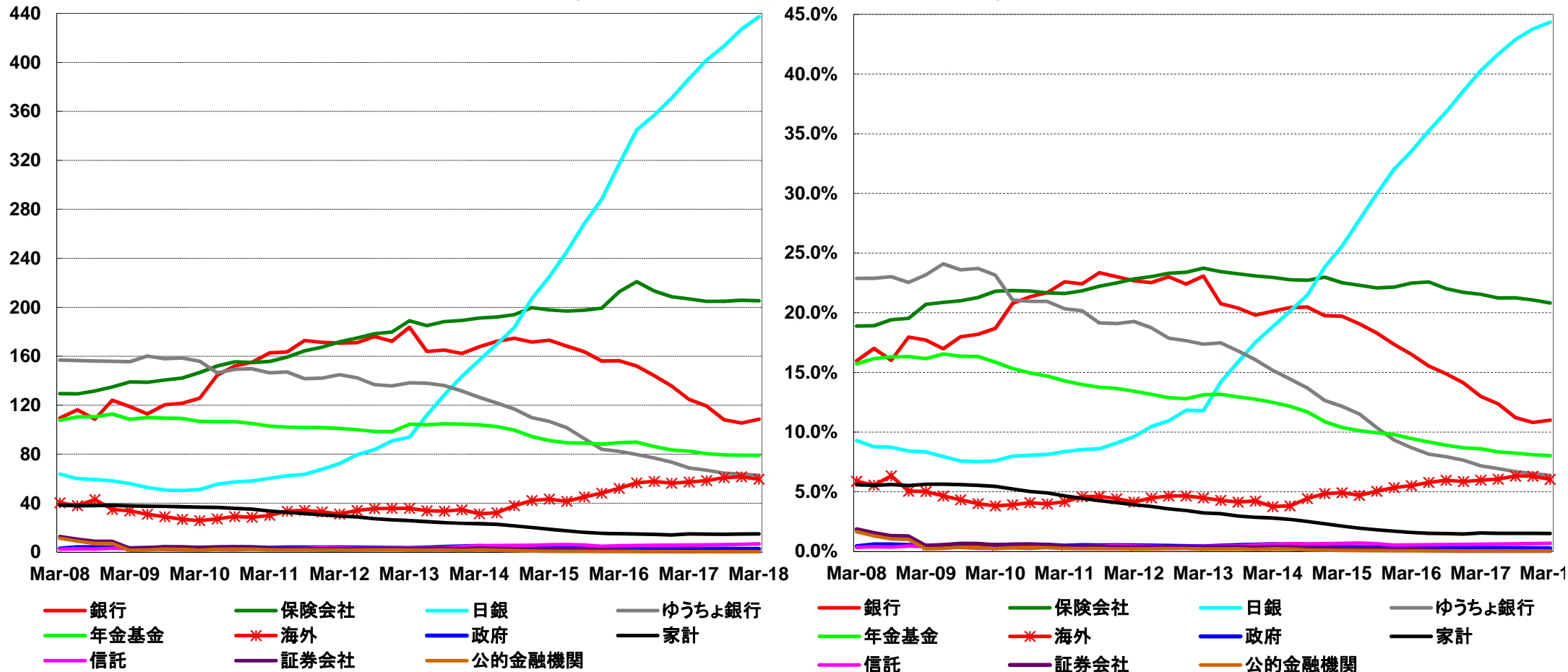
3. 今後の政策運営

■ 主要な投資家による国債保有の変化

資料：日本銀行

- 「量的・質的金融緩和」の開始以降、日銀による国債保有残高は約343兆円増加し、全体に占めるシェアも約30%ポイント上昇した。これに対し、ゆうちょ銀行と銀行が各々約75兆円の残高を削減したほか、年金基金も保有残高を約25兆円減少させた。一方、残高増加方向で目立つのは海外投資家であった(約24兆円の増加)。

〈左〉投資家別の国債保有残高(兆円)、〈右〉投資家別の国債保有シェア(%)



3. 今後の政策運営

資料:財務省

■ 本年度の国債発行計画

(兆円)

	2016年度	2017年度	2018年度
市中発行分	152.2	148.0	144.0
通常の入札分	147.0	141.2	134.2
非価格競争入札等	2.2	6.8	9.8
個人向け	2.0	3.0	3.3
日銀乗換	8.0	3.0	2.5
合計	162.2	154.0	149.8

(兆円)

	2016年度	2017年度	FY2018
40年債	2.4 (0.4 x 6)	<u>3.0 (0.5 x 6)</u>	2.4 (0.4 x 6)
30年債	9.6 (0.8 x 12)	9.6 (0.8 x 12)	8.4 (0.7 x 12)
20年債	13.2 (1.1 x 12)	<u>12.0 (1.0 x 12)</u>	12.0 (1.0 x 12)
10年債	28.8 (2.4 x 12)	<u>27.6 (2.3 x 12)</u>	26.4 (2.2 x 12)
5年債	28.8 (2.4 x 12)	<u>26.4 (2.2 x 12)</u>	24.0 (2.0 x 12)
2年債	30.0 (2.5 x 12)	<u>26.4 (2.2 x 12)</u>	25.2(2.1 x 12)
TB (1年)	25.0	<u>23.8</u>	21.6
TB (6ヶ月)	0	0	0
15年変動利付債	0	0	0
10年物価連動債	2.0 (0.5 x 4)	<u>1.6 (0.4 x 4)</u>	1.6 (0.4 x 4)
流動性入札	9.6	<u>10.8</u>	12.6
合計	147.0	141.2	134.2

- 2018年度(平成30年度)の国債発行計画によれば、通常の入札分(「カレンダーベース市中発行額」)は134.2兆円となっている。前年度からの減少(7兆円)は、主として前倒し発行の効果や税収増加の見通しによるとされている。

- これを種類別にみると、発行予定額の圧縮は幅広く分散されているが、減少率の点では30年債や40年債といった超長期債が目立つ一方、減少額の点では5年債や10年債が相対的に大きい。また、これまでと比べてより大きな額が流動性入札に割り当てられている。

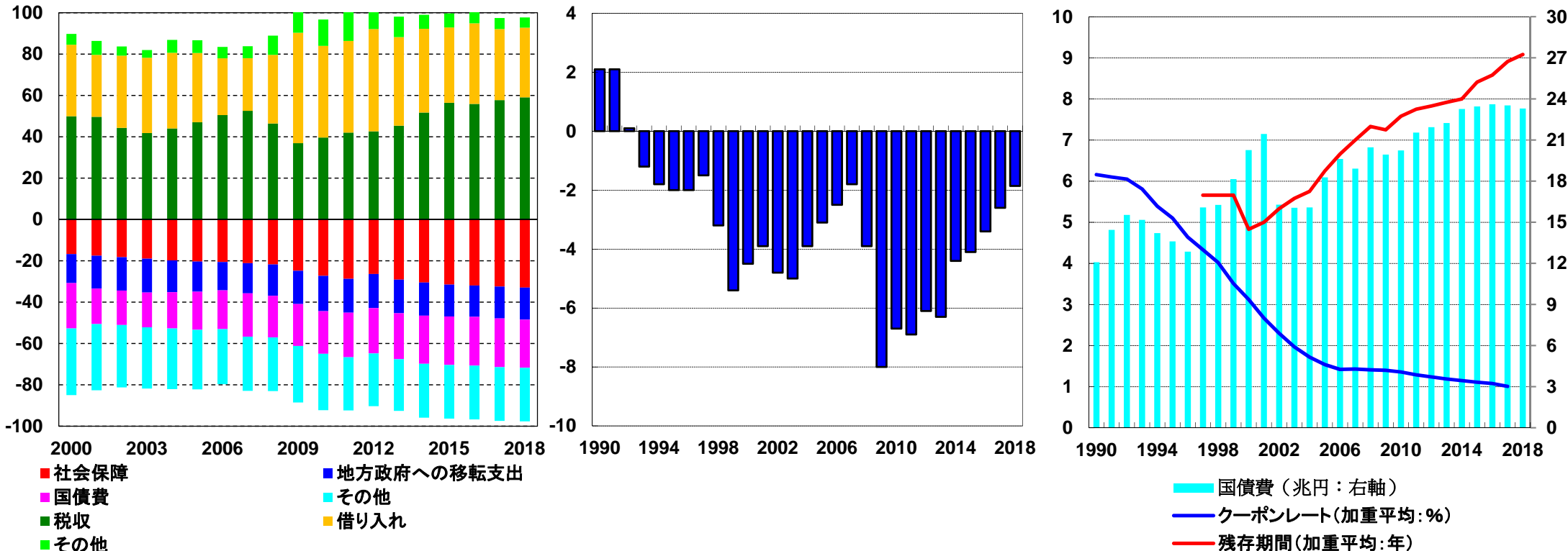
3. 今後の政策運営

■ 2018年度(平成30年度)予算

資料:財務省

- ・ 歳出側では社会保障費の緩やかな増加が続いている。もっとも、近年では税収の増加がそれ以上に目立っており、この結果、プライマリーバランスも顕著に改善している(GDPに対する比率は、金融危機前の2006年や1990年代前半と同じ)。
- ・ この間、国債費についても2014年度以降は頭打ちになっている。残存期間の平均年限は着実に長期化する一方、加重平均クーポンレートが1%近傍まで低下するという特徴的な現象が出現している。

<左> 歳入と歳出の構成 (兆円), <中央> プライマリーバランス (GDP比・%), <右> 債務支払の関連指標 (兆円, %, 年)



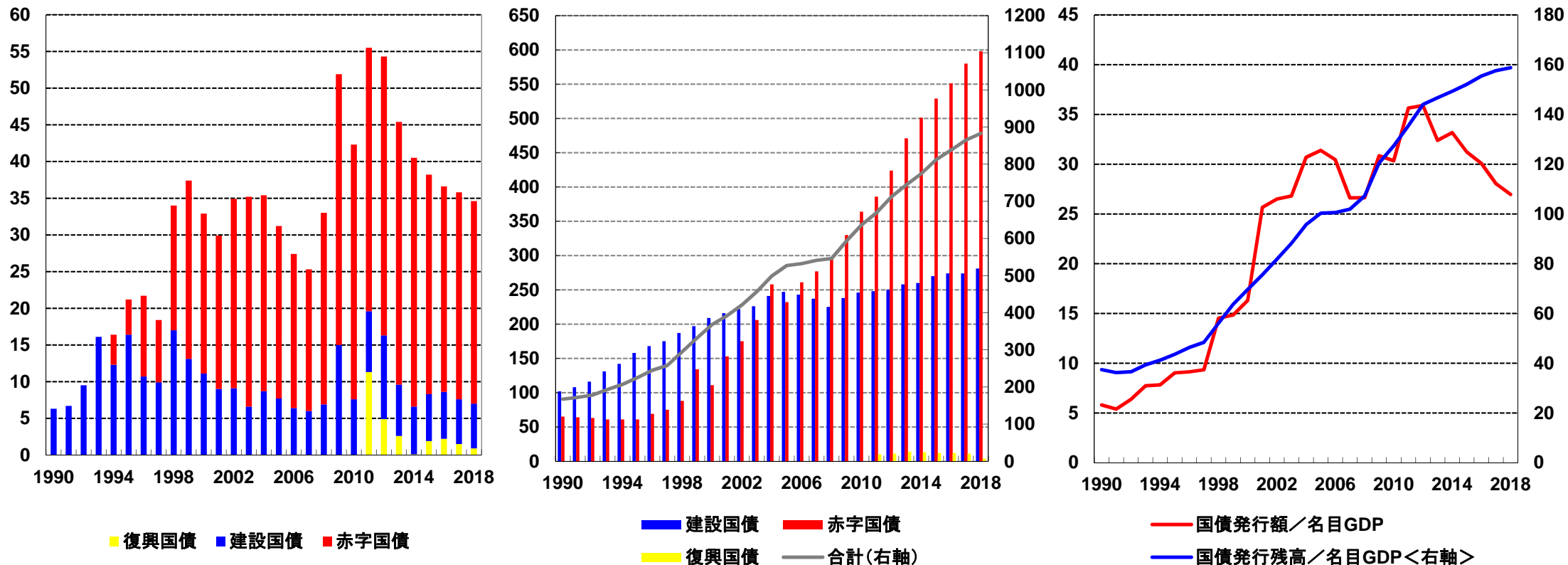
3. 今後の政策運営

■ 国債の運営

資料:財務省

- 財務省は、国債の新規発行額(ネット)を着実に減少させており、2000年代初頭以来となる30兆円台の中盤まで達している。それでも、国債発行残高の増加ペースには目立った変化がみられず、900兆円に達する状況となっている。こうした特徴は対GDPでもみても大きな変化はなく、グロスの国債発行額の対GDP比は30%を割ったが、ストックの国債発行残高の対GDP比や160%に達している。

<左> 国債の新規発行額(兆円), <中央> 国債発行残高(兆円), <右> 国債発行の対GDP比(%)



3. 今後の政策運営

■ 日本銀行による金融政策の「正常化」に伴う損失(推計例)

推計例	焦点	推計	主な仮定
藤木・戸村 (2015)	コストと収入	<ul style="list-style-type: none"> ・2017年度から2032年度にかけて、純利益がマイナスとなる（年間の最大損失は6.2兆円に達する） －2016年度に2%の物価目標が達成されると仮定 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀は物価目標の達成直後から利上げを開始して、2年間で2.75%まで引き上げる ・日銀は同時に国債買入れを停止し、かつ再投資も行わない ・日銀は超過準備に対して政策金利を付利する ・銀行券の残高は名目GDPと同率で増加する
左三川・高野 (2017)	コストと収入	<ul style="list-style-type: none"> ・純利益は2020年度以降はマイナスに転ずる（年間1兆円程度に達する） －2019年度に2%の物価目標が達成されると仮定 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀は2020年度に国債買入れを停止し、再投資を行わない ・日銀は2020年度に政策金利を0.5%に引き上げ、そのまま維持する ・日銀は超過準備に対して政策金利を付利する
深尾 (2016)	保有資産の評価損	<ul style="list-style-type: none"> ・現在価値ベースで48兆円の損失が発生 －デューレーションを8年と想定し、国債残高300兆円と金利上昇幅2%を掛け合わせたもの ・現在価値ベースでシニョレッジは40兆円に止まる 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀による金融政策の「正常化」に伴う長期金利の上昇幅は2%となる ・負債残高の長期平均を40兆円とし、2%の利鞘を生むが、現在価値に引き直す上では同じ2%を適用する ・銀行券残高は、政策金利の上昇に伴い、長期的な関係に沿って縮小する

(「金融市場パネル」の資料: ホームページの掲載場所)

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



2018年9月

株式会社野村総合研究所
金融イノベーション研究部 主席研究員
井上 哲也