

**NRI**

**「非伝統的金融政策」の評価  
—「金融市場パネル」での議論に基づくメッセージ**

**(参考図表)**

**(「金融市場パネル」の概要)**



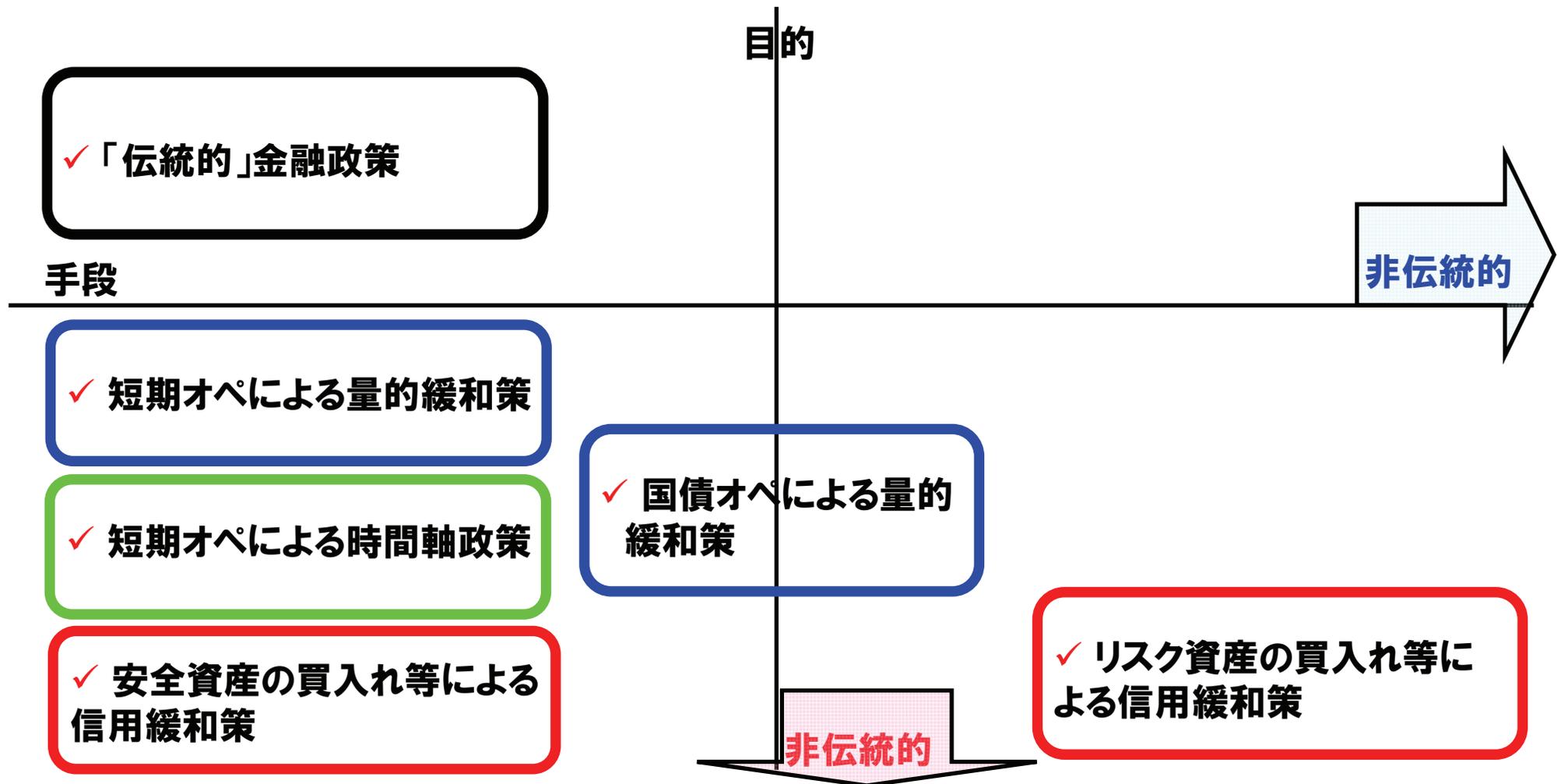
いまを超える、自らを超える。

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## (表1) 非伝統的金融政策のカテゴリーと実例

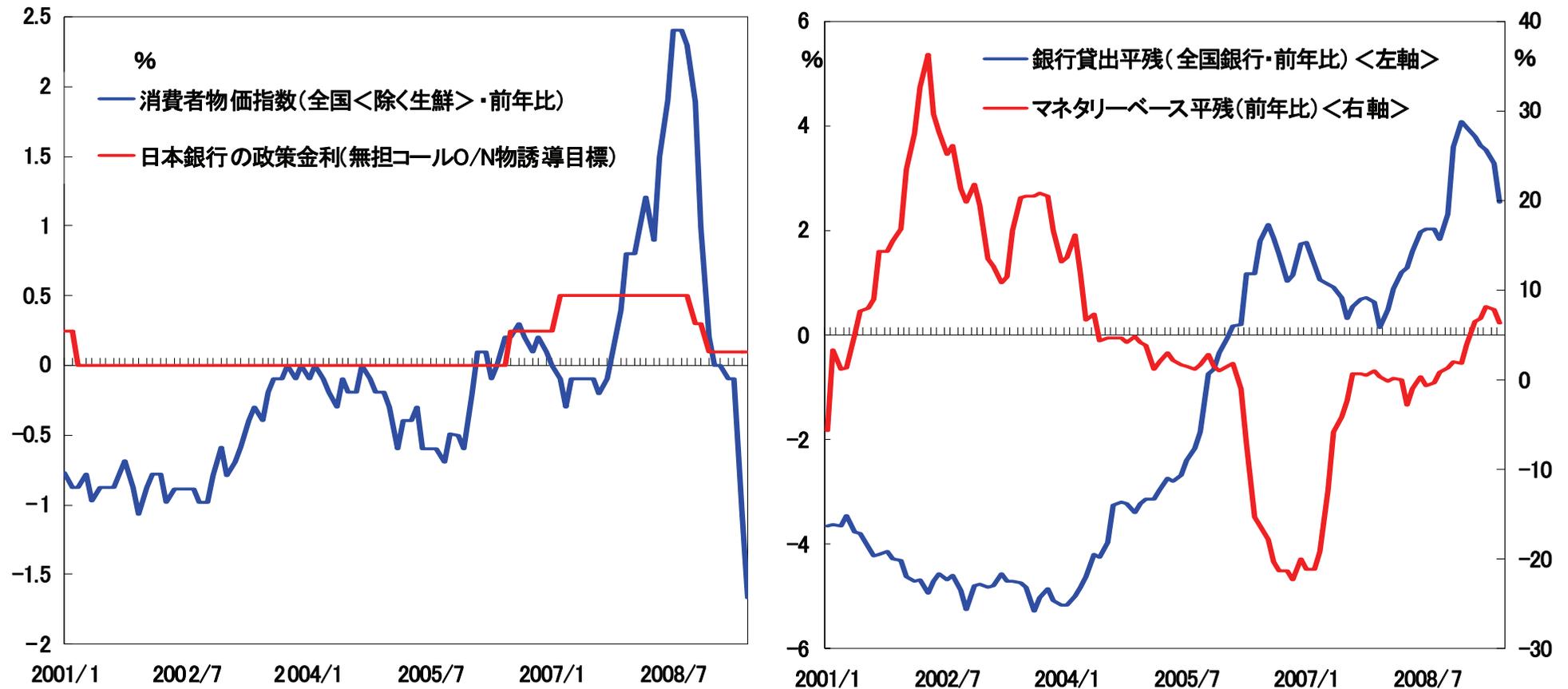
カテゴリー	内容	実例
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産買入れ等の手段によって、金融機関ないし金融市場に大量の資金供給を行うことで、金融機能の回復を図る</li> <li>－通常はゼロ金利政策とともに実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本(2001年3月～2006年3月)</li> <li>・英国(2009年2月～)</li> </ul>
時間軸政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一定の条件を満たすまでは、金融政策スタンスを現行のまま維持することを約束することで、中期までの金利の安定化を図る</li> <li>－対象期間における政策金利を予め固定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本(2001年3月～2006年3月)</li> <li>・米国(2004年5月～2006年1月)</li> <li>&lt;米国(2008年12月～)も一種とみられる&gt;</li> </ul>
信用緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産買入れ等の手段によって、金融市場の機能の回復ないしその代替を図る</li> <li>－対象とする市場により、リスク資産の買入れを含むことがある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国(2009年1月～)</li> <li>・日本(2009年1月～)</li> <li>・欧州(2009年7月～)</li> </ul>

## (図1) 非伝統的金融政策の手段と目的



本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## (図2) 日本の「量的緩和」時の経済状況



(資料) 総務省、日本銀行の資料より作成

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

# (図3) 日本の「時間軸政策」のステートメントとイールドカーブ

**金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について(2001年3月19日)〈抜粋〉**

**(2)実施期間の目処として消費者物価を採用**

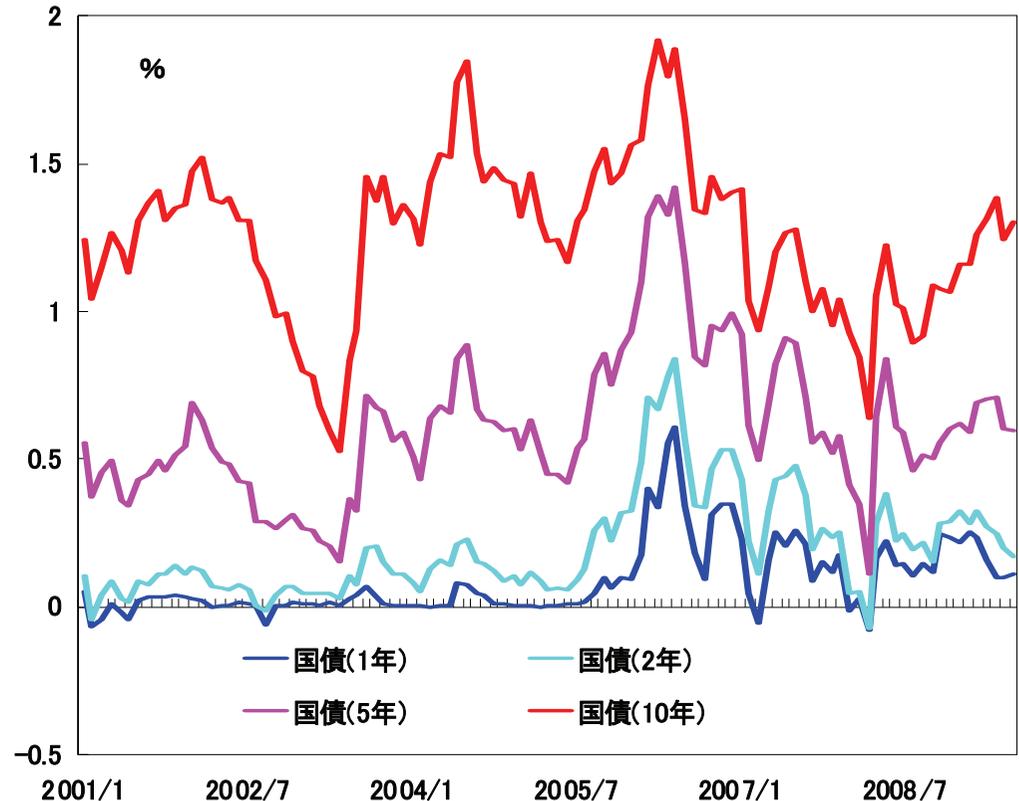
新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする。

**今回の金融緩和措置のポイント(2001年3月19日)〈抜粋〉**

**■ 強力な時間軸効果**

- ・消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続
- ・デフレ予想の是正に貢献
- ・イールドカーブ全体の低下

コールレート(無担0/N)との利回り格差の推移



(出所) 日本銀行

(資料) Thomson Reutersの資料より作成

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## (表2) 今回の危機における主要先進国による「信用緩和」の例

(資料)日本銀行、FRB、BOE、ECBの各種資料より作成

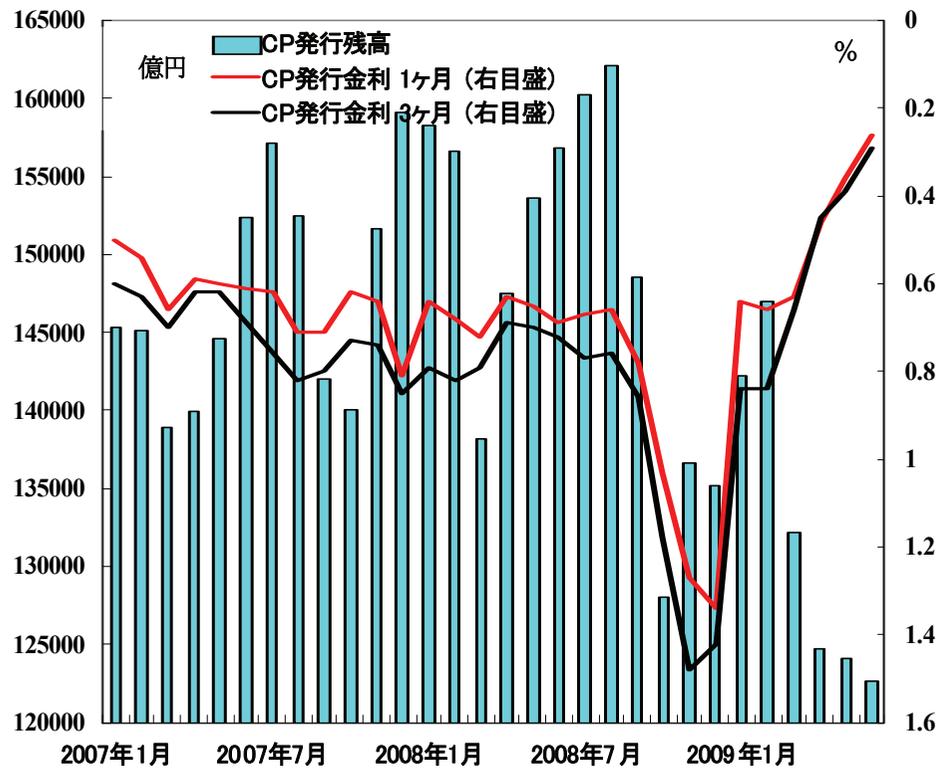
中央銀行	名称	実施時期	内容	取引相手	金利	取引期間	実施規模
日本銀行	CPおよびABCPの買入れ	2009年1月～ 2009年12月末	オペ先よりCPおよびABCP を買入れ	CP現先オペおよび共通担 保オペの対象先	入札による (下限金利あり:例えば、残 存1ヶ月以内の場合、政策 金利+20bp)	(買入れ対象とな るCPおよびABCP は残存3ヶ月以 内)	3兆円(CPおよび ABCPの合計)
	社債買入れ	2009年3月～ 2009年12月末	オペ先より社債を買入れ	共通担保オペの対象先	入札による (下限金利あり:例えば、残 存6ヶ月以内の場合、政策 金利+40bp)	(買入れ対象とな る社債は残存1年 以内)	1兆円
FRB	Term Asset- Backed Securities Loan Facility (TALF)	2009年3月～ 2009年12月末	SPVによる法人からの ABSおよびCMBSの買取り をファイナンス -ABSの裏付資産は、自 動車ローン、クレジットカード 債権、学生ローン、SBA 保証付貸出	全ての米国法人 (ただし、プライマリー・ ディーラーに口座を有する ことが必要)	裏付資産毎にFRBが決定 -例えば、自動車ローンと クレジットカード債権(平均 残存2年以上)、および商 業不動産は、3Y Libor swap +100bp<固定金利 の場合>	3年 -学生ローンABS およびCMBSは最 長5年 (担保債権の平均 残存期間は5年以 内<学生ローンの み7年以内>)	2000億ドル
	MBS買入れ	2009年1月～2009 年12月末	プライマリーディーラーから MBS(固定利付)を買取	プライマリーディーラー	(市場実勢による)	(非公表)	1.25兆ドル
BOE	CPおよび 社債の買入れ	2009年2月～ -金融市場が安定 するまで継続	SPVによるオペ先からの CPおよび社債の買入れを ファイナンス -新発と既発の双方が対 象(社債は既発のみ)	オペ先	・新発分はBOEが決定 -例えば、A1格CPは、OIS +75bp ・既発分は、市場実勢と上 記の低い方	(非公表) (CPは3ヶ月以内)	1250億ポンドの うち、少なくとも 500億ポンド
ECB	カバードボンドの 買入れ	2009年7月～ 2010年6月末	金融機関よりカバードボン ドを買入れ -新発と既発の双方が対 象で、裏付資産も、民間 部門向けと公的部門向け の債権の双方	オペ先(ECBの投資運用に 係る取引先を含む)	(非公表)	(非公表)	600億ユーロ

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

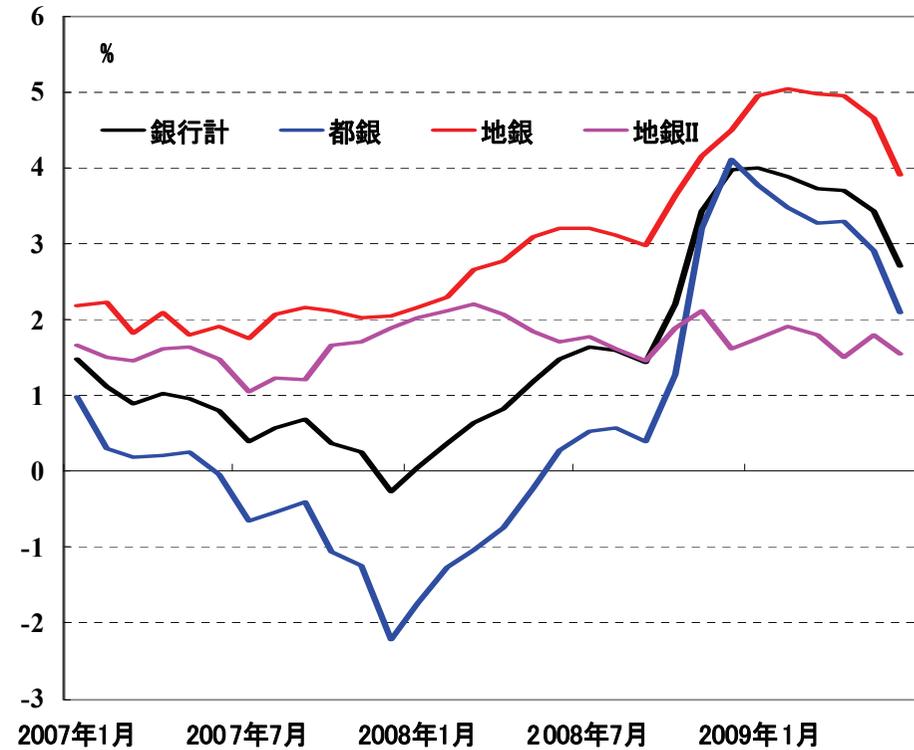
Copyright (C) 2009 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

# (図4-1) 日本のクレジット市場の状況

CPの発行金利と発行残高



銀行貸出平残(業態別・前年比)



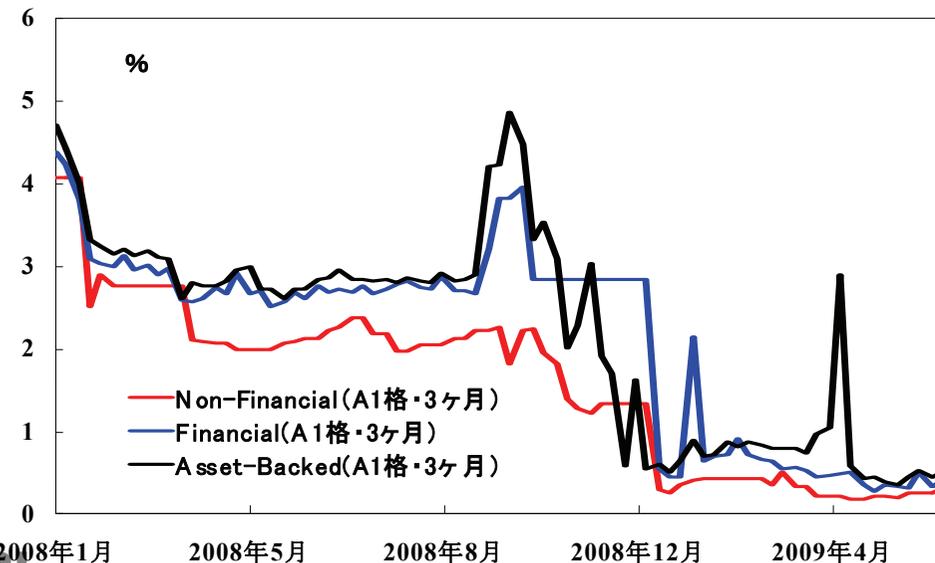
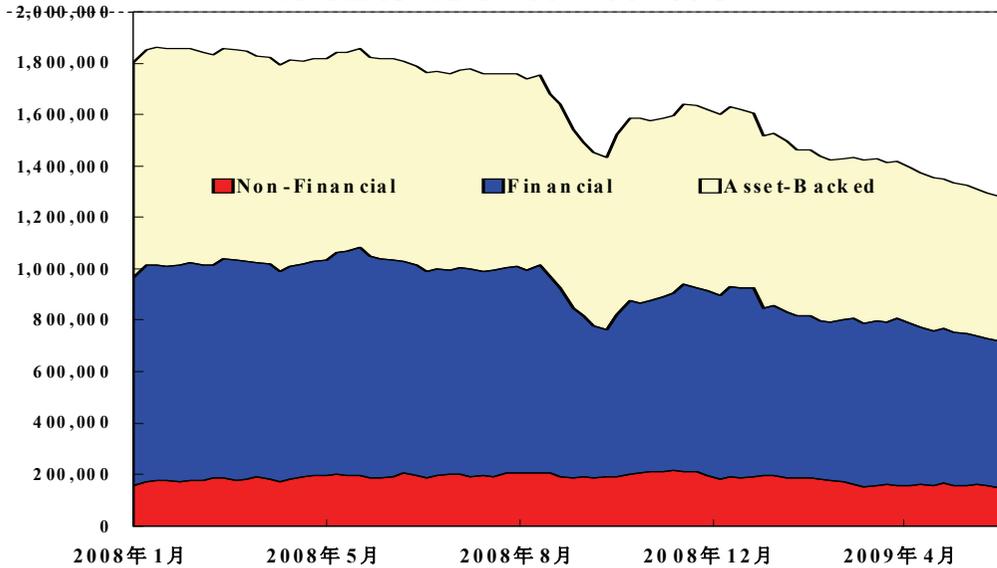
(資料) 日本銀行の資料より作成

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

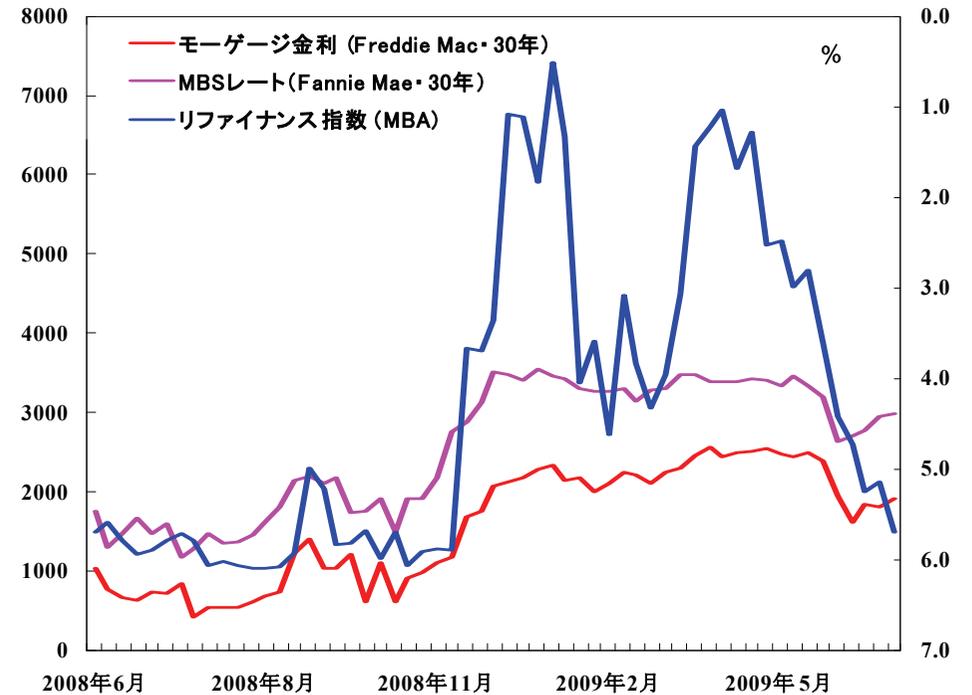
# (図4-2) 米国のクレジット市場の状況

(資料) FRB、Freddie Mac、MBA、Thomson Reutersの各種資料より作成

CPの発行金利と発行残高(残高は百万ドル)



モーゲージ貸出の金利と実行(金利は右軸・逆目盛)

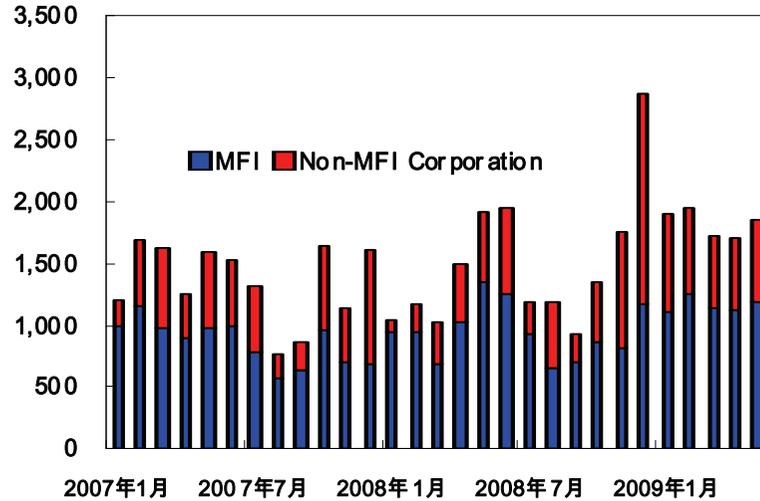


本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

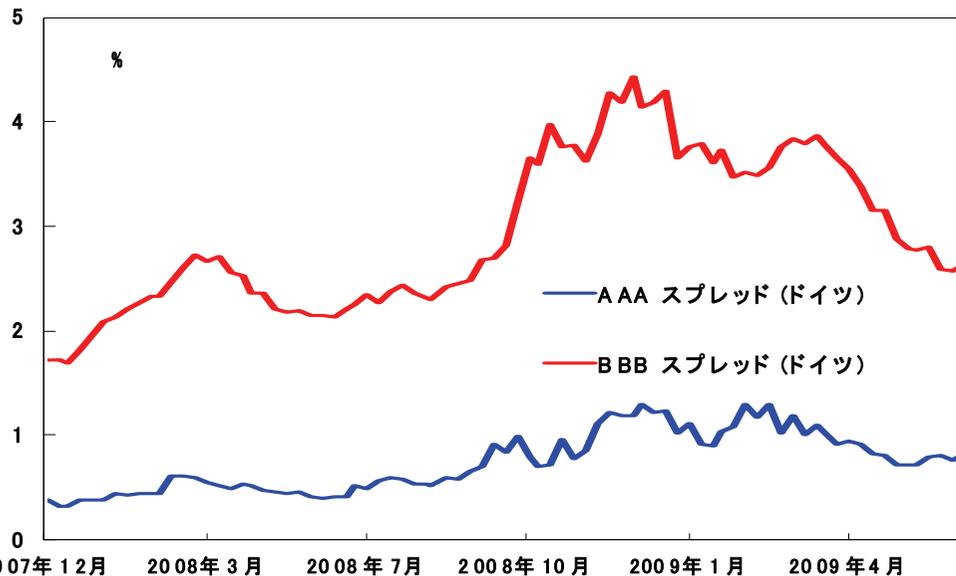
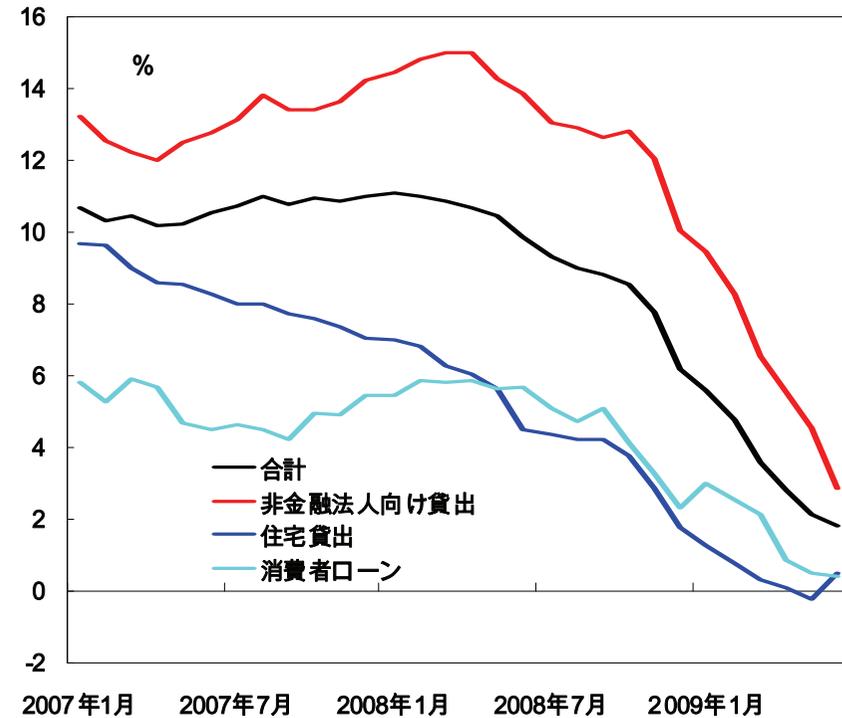
# (図4-3) 欧州のクレジット市場の状況

社債の金利と発行実績(残高は億ユーロ)

(資料) ECB、Thomson Reutersの資料より作成



銀行貸出(前年比・残高)



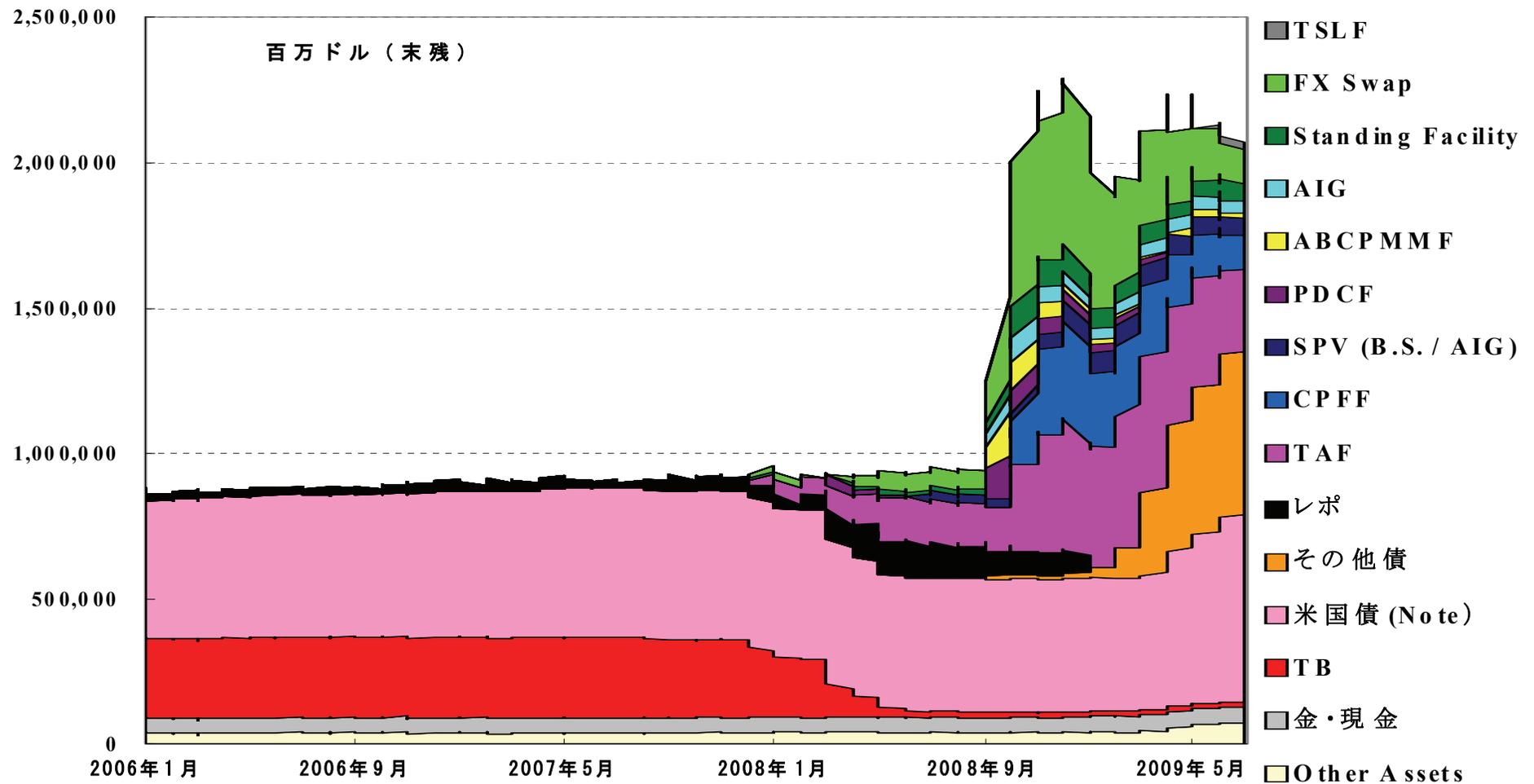
本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

**(表3) 主要先進国の「信用緩和」における与信リスク管理の例**

(資料)日本銀行、FRB、BOE、ECBの各種資料より作成

中央銀行	オペ手段	主な対応策
日本銀行	CPおよびABCPの買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・a-1格相当以上に限定</li> <li>・発行体別の買入残高に上限を設定(1000億円)</li> <li>・落札利回りに下限を設定(例えば、残存1ヶ月以内の場合は、政策金利+20bp)</li> </ul>
	社債買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・A格相当以上に限定</li> <li>・発行体別の買入残高に上限を設定(500億円)</li> <li>・落札利回りに下限を設定(例えば、残存6ヶ月以内の場合は、政策金利+40bp)</li> </ul>
FRB	TALF	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AAA格以上に限定(また、中小企業向けの貸付債権はSBA保証付に限定)</li> <li>・裏付資産の種類と残存期間に応じた掛け目を設定(例えば、自動車ローン&lt;1年以内&gt;は10%、CMBSは15%)</li> <li>・裏付資産の種類と金利方式に応じたスプレッドを設定(例えば、自動車ローン&lt;変動金利&gt;は1MLibor+100bp、CMBSは3Y Libor swap +100bp)</li> <li>・米国財務省がSPVに最大200億ドルの劣後ローンを供与</li> </ul>
	MBS買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・GSEによる保証付に限定</li> </ul>
BOE	CPおよび社債の買入れ	<p>(CP)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・A3格以上に限定</li> <li>・格付に応じてスプレッドを設定(例えば、A1格はOISレート+75bp)</li> <li>・発行体別の買入残高に上限を設定(金額は非公表)</li> </ul> <p>(社債)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・BBB格以上に限定(ただし、政府保証付きの銀行社債は格付条件なし)</li> <li>・スプレッドを設定(詳細は非公表)</li> <li>・発行体別の買入残高に上限を設定(金額は非公表)</li> </ul>
ECB	カバードボンドの買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・原則として、ECBの適格担保かつAA格以上に限定(BBB格まで可)</li> <li>・裏付資産は住宅貸付と公的セクター向け債権に限定</li> </ul>

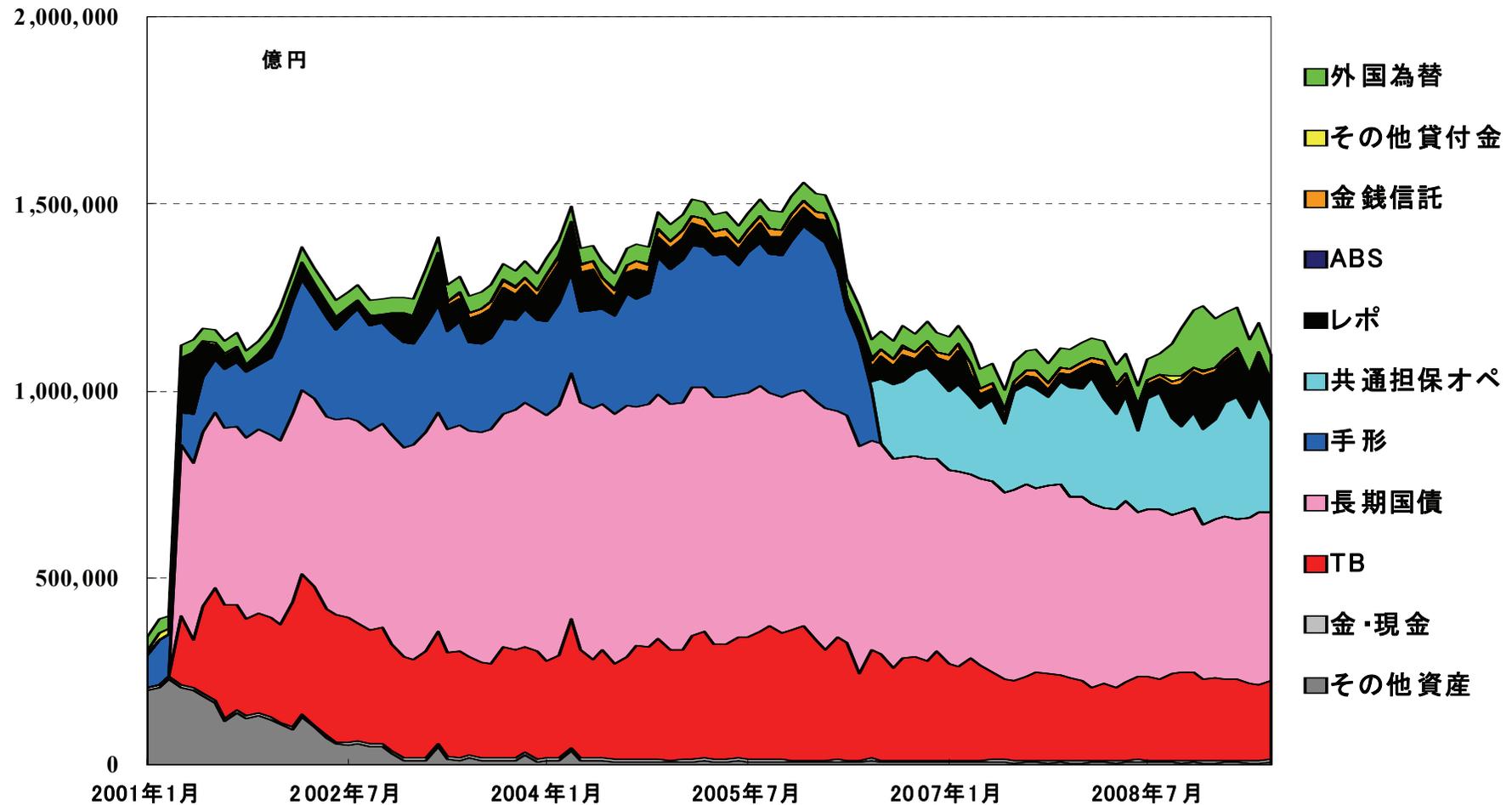
(表4-1) FRBのバランスシートの推移



(資料) FRBの資料より作成

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

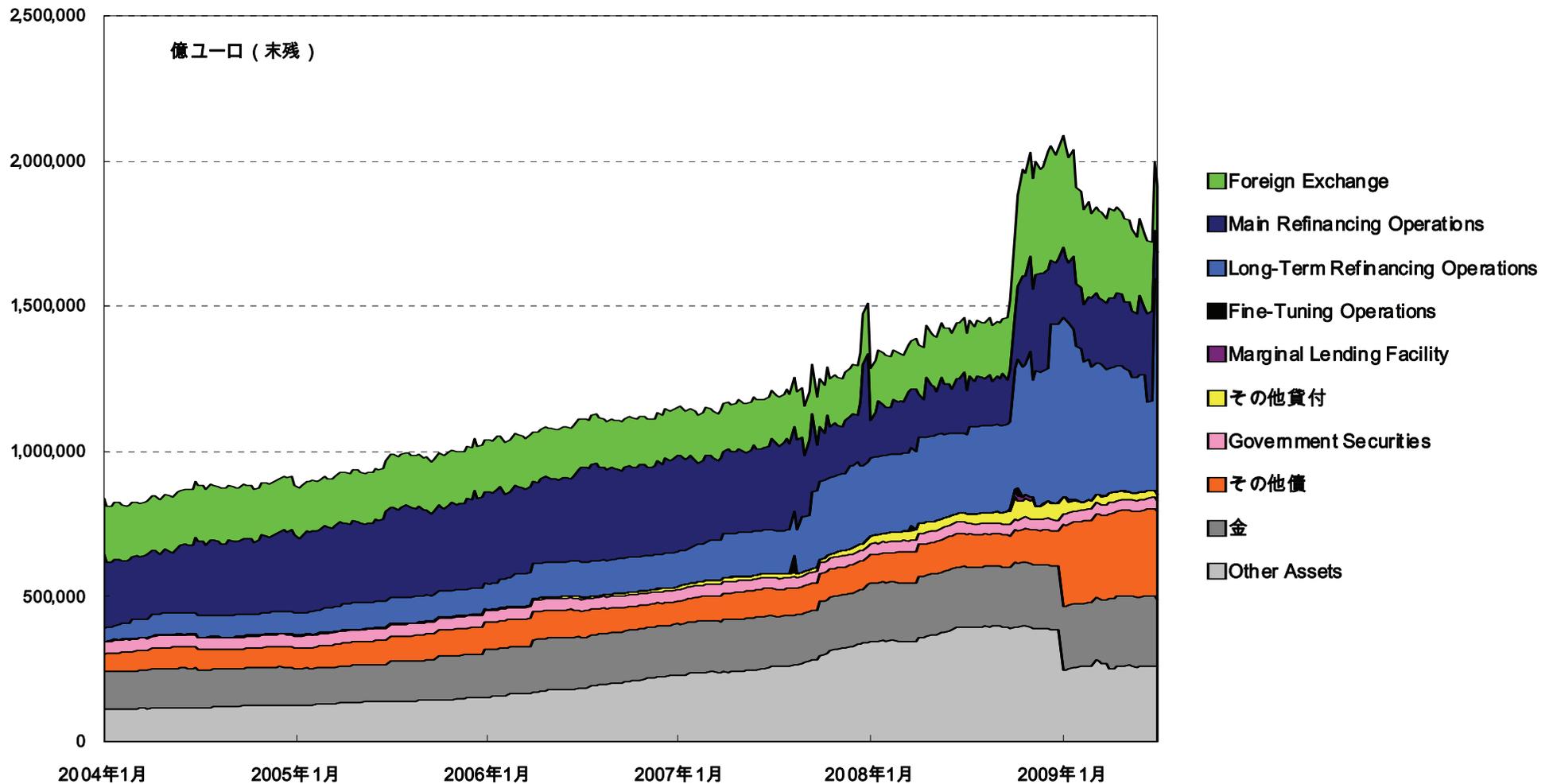
## (表4-2) 日本銀行のバランスシートの推移



(資料) 日本銀行の資料より作成

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## (表4-3) ECBのバランスシートの推移



(資料) ECBの資料より作成

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
 全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## 「金融市場パネル」の概要

### 金融市場パネル (Financial Markets Panel)

金融市場の最新かつ主要な動向を  
適切に把握する

+

金融市場に係る望ましい政策を  
中立的で新たな視点から考える

||

議論の成果を対外的に幅広く  
発信する

・少数の研究者(マクロ経済、ファイナンス)と実務家(エコノミスト)の方々による、定期的な研究会

— 隔月1回程度の開催を予定

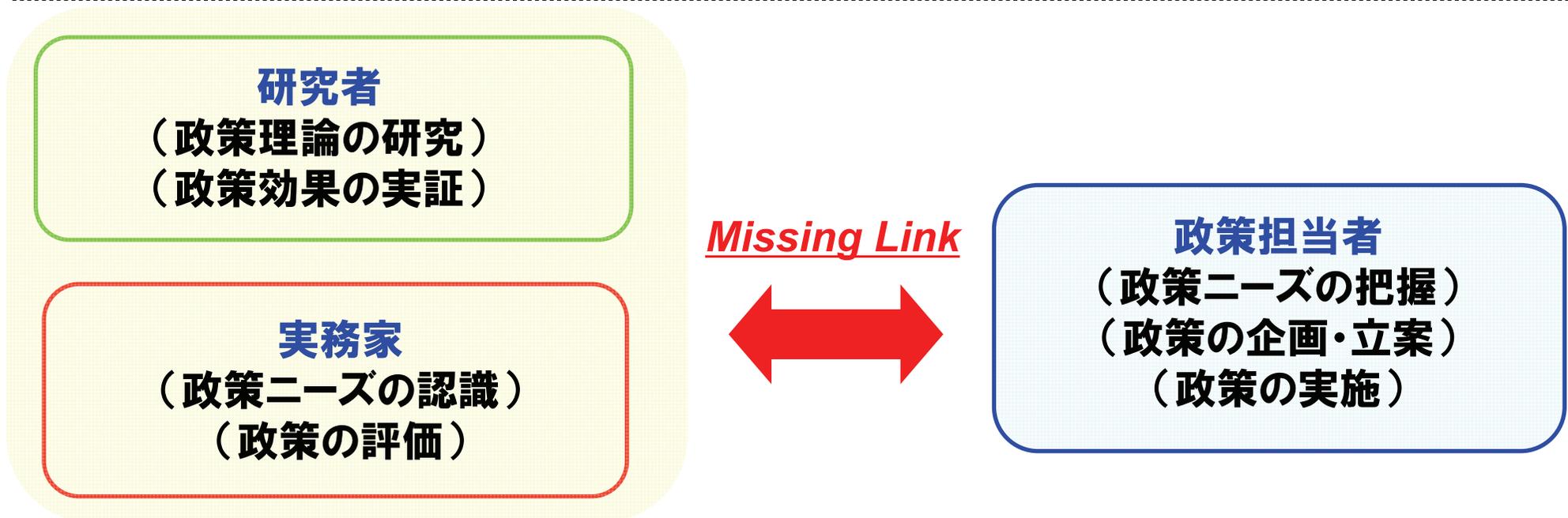
・金融市場に係るトピックにフォーカス  
— 景気動向や実体経済は検討対象外

・政策は、金融市場に関する中から重要なものを、順次、幅広くカバー

— 対象領域も、金融政策や金融規制、あるいは行動規範などを幅広く想定

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## 「金融市場パネル」の概要



### <金融市場パネルの位置付け>

- ・ 研究者と実務家による、中立的で中身のある定期的な検討の「場」の設定  
— 情報面での制約や理論的枠組みの不適切さなどの課題を克服
- ・ 議論の成果に基づく、理論と現実性の双方を備えた政策の提案  
— わが国の政策プロセスにおける *Missing Link* を克服
- ・ 議論の成果を公表し、広く議論を啓発するとともに、政策当局への働きかけを実施

本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。

## 「金融市場パネル」の概要

### 政策運営に対して

中立的で新たな視点による議論の成果(「真に中身のある考え」)を対外的に発信することを通じて、政策運営を巡るより健全な議論に資する。

### メンバーにとって

学者の方々は「最新の市場の動向」  
実務家の方々は「最新の理論の展開」  
を各々効率的にフォローする機会として活用していただける。

### 金融市場にとって

金融市場の動向や政策運営を考える上での、学者と実務家による議論のネットワークづくりに寄与する。

## 「金融市場パネル」の概要

氏名	現職・専門分野
福田慎一	東京大学大学院経済学研究科教授 金融論、マクロ経済学、国際金融
宮尾龍蔵	神戸大学経済経営研究所教授(所長) マクロ経済政策
柳川範之	東京大学大学院経済学研究科 准教授 契約理論、金融契約
渡部敏明	一橋大学経済研究所 教授 ファイナンス、計量経済学
加藤出	東短リサーチチーフエコノミスト 短期金融市場、金融政策
高田創	みずほ証券 金融市場調査部長 チーフストラテジスト 国債市場、金融政策
井上哲也	野村総合研究所 金融市場研究室 主席研究員 「金融市場パネル」事務局

「金融市場パネル」事務局

E-mail: fmp@nri.co.jp



本稿に記載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。  
全ての内容は日本の著作権法および国際条約により保護されています。