
金融市場パネル2018年コンファレンス (参考資料)

2018年3月

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

Share the Next Values!

主催者挨拶(井上哲也)

本日はご多用の中をご来場いただき、大変ありがとうございます。今年で10年目を迎える「金融市場パネル」の活動は、毎回の会合にご参加いただいている常任メンバーの皆様に加え、折に触れて意見交換に応じていただいている政策当局、金融機関、研究機関の皆様、議論の成果を発信していただいているメディアの皆様のご支援によって成り立っております。この場を借りて、改めて厚く御礼申し上げます。

今回のコンファレンスは、日米欧の中央銀行による政策を議論するという「金融市場パネル」の趣旨に照らして、現在の日本銀行法の施行20周年をテーマとして開催します。ただし、それは日本銀行法の再改正が直ちに必要であるといった差し迫った問題意識に基づくものではありません。まずは、20年前の法改正の当時に目指した「21世紀の中央銀行像」はどのようなものであったかを振り返りつつ、現在まで通用する議論と現在まで未決着となっている議論に整理したいと思います。その上で、その後の20年に生じた金融危機を含む金融経済の変化と、その対応を通じて変化した欧米の中央銀行の機能や役割を踏まえながら、将来に向かって日本銀行ないし欧米の中央銀行の新たな姿を探りたいと思います。もちろん、現時点で「22世紀の中央銀行像」を考えることにはやや無理があるので、時間軸としては10～20年といった期間を念頭に置くこととします。

「金融市場パネル」もそろそろ纏まった成果を残すべき時期に差し掛かっておりますので、今後は、本日のコンファレンスでご登壇者の皆様に取り上げていただく様々な論点を取り上げ、構造的な視点も加えて議論を深めて参りたいと思います。その意味で、本日のコンファレンスは今後の「金融市場パネル」にとってのキックオフでもあります。なお、こうした議論の最終的な取り纏めまでには、「金融市場パネル」がこれまで歩んできた9年よりもはるかに短い期間を想定しておりますが、米欧の中央銀行のフォワードガイダンスによる「extended period of time」が念頭においている期間よりは長い期間を要するものと思っております。また、機動的なテーマ設定とそれに関わる議論という「金融市場パネル」の従来からの長所についても、新たな枠組みの下でも損なわれることがないよう、メンバーの皆様のご負担に配慮しつつ、会合運営の面で様々な工夫を取り込んで参ります。

最後にお問い合わせいただきたいことがございます。メンバーの皆様や聴衆の皆様、金融メディアの皆様が、本日のコンファレンスでの議論について今後様々な形で言及される際には、野村総合研究所の「金融市場パネル」における議論であることを是非とも付言していただくようお願いいたします。それが本プロジェクトのサステナビリティにとって大きな支えになるからです。

1. パネルディスカッション(第1部)の論点案

テーマ	想定される論点とキーワード
米欧の中央銀行の政策課題と対応	<p>〈論点1〉</p> <ul style="list-style-type: none">•米欧の中央銀行が世界金融危機後に直面した政策課題の変化はどう総括されるか。それらは日本と比較してどのような共通点と相違点を有しているか。 →システミックリスク、低成長・低インフレ、日本に対する相対的なインパクト <p>〈論点2〉</p> <ul style="list-style-type: none">•米欧の中央銀行が世界金融危機後に拡大した機能や役割はどう整理されるか。それらは日本と比較してどのような共通点と相違点を有しているか。 →金融システム安定の役割、財政政策との関係、中長期的なコスト <p>〈論点3〉</p> <ul style="list-style-type: none">•米欧の中央銀行が果たした役割や機能、その後に付与されたマンデートは、これまで、ないし将来に亘ってどのような効果と副作用をもたらすのか。 →金融政策と金融システム安定策、長期金利コントロールの効果と副作用、日本におけるポリシーミックスへの意味合い

2. 鼎談(その1)の論点案

テーマ	想定される論点とキーワード
日本銀行法 改正と その問題意識	<p>〈論点1〉</p> <ul style="list-style-type: none">•日本銀行法の改正の際には、米欧の影響も含めてどのような問題意識があったのか。法改正によって日本銀行に求められたものは何であったか。 <p>→独立性の背景、欧州での動き、インフレと成長率のトレードオフ</p> <p>〈論点2〉</p> <ul style="list-style-type: none">•改正から今日までの間に、日本銀行法の改正やその問題意識は政策運営に対してどのような点で影響を与えてきたか。 <p>→「開かれた独立性」、透明性の強化、説明責任</p> <p>〈論点3〉</p> <ul style="list-style-type: none">•その後新たに浮上した課題は何か。海外の中央銀行による役割や機能に照らし、日本銀行が果たすべき役割にはどのような変化が展望されるか。 <p>→物価と資産価格、経済構造の変化、政策手段のイノベーション</p>

3. 鼎談(その1)参考資料(論点1-1:独立性の背景)

ポイント	内容
ゲームのルール の変化	<ul style="list-style-type: none">・先進諸国の中央銀行による金融政策は、1970年代初頭までの金ドル平価の下では、貿易収支の赤字(または黒字)に伴う為替レートの変動からの乖離を一定の範囲内に抑制するという制約にあった。日本についても、少なくとも国際収支の黒字が定着する1960年代末までは、そうした制約が有効であったとみられる。・その後、先進諸国の中央銀行はマネーと実体経済の関係に着目し、マネーサプライを中間目標とする政策運営に移行した。ただし、日本銀行がマネーサプライ重視を明確に打ち出したのは1970年代後半であった。また、先進諸国の中央銀行も、マネーと実体経済の関係が不安定化する中で、次第にマネーサプライ目標を放棄したほか、日本銀行の政策運営に対する影響も低下した。
経済理論の展開	<ul style="list-style-type: none">・1980年代後半から1990年代前半には、AlisinaやCukiermanらにより、中央銀行の政府ないし議会からの「独立性」に関する国際比較が行われ、しかも「独立性」の高い中央銀行の下にある経済では、インフレ率が時系列的ないし相対的に抑制されるとの実証研究が中央銀行関係者を中心に受け入れられるようになった。・同様に1980年代後半からは、先進諸国の間でインフレ率と失業率がともに低下する状況が出現する中で、物価と経済成長とのトレードオフについても、LucasやBarroらの主張に基づき経済主体による期待形成を明示的に取り込んだ場合、少なくとも中期的には、裁量的に活用する余地の存在に関して否定的な考え方が支配的となった。

4. 鼎談(その1)参考資料(論点1-2:欧州での動き)

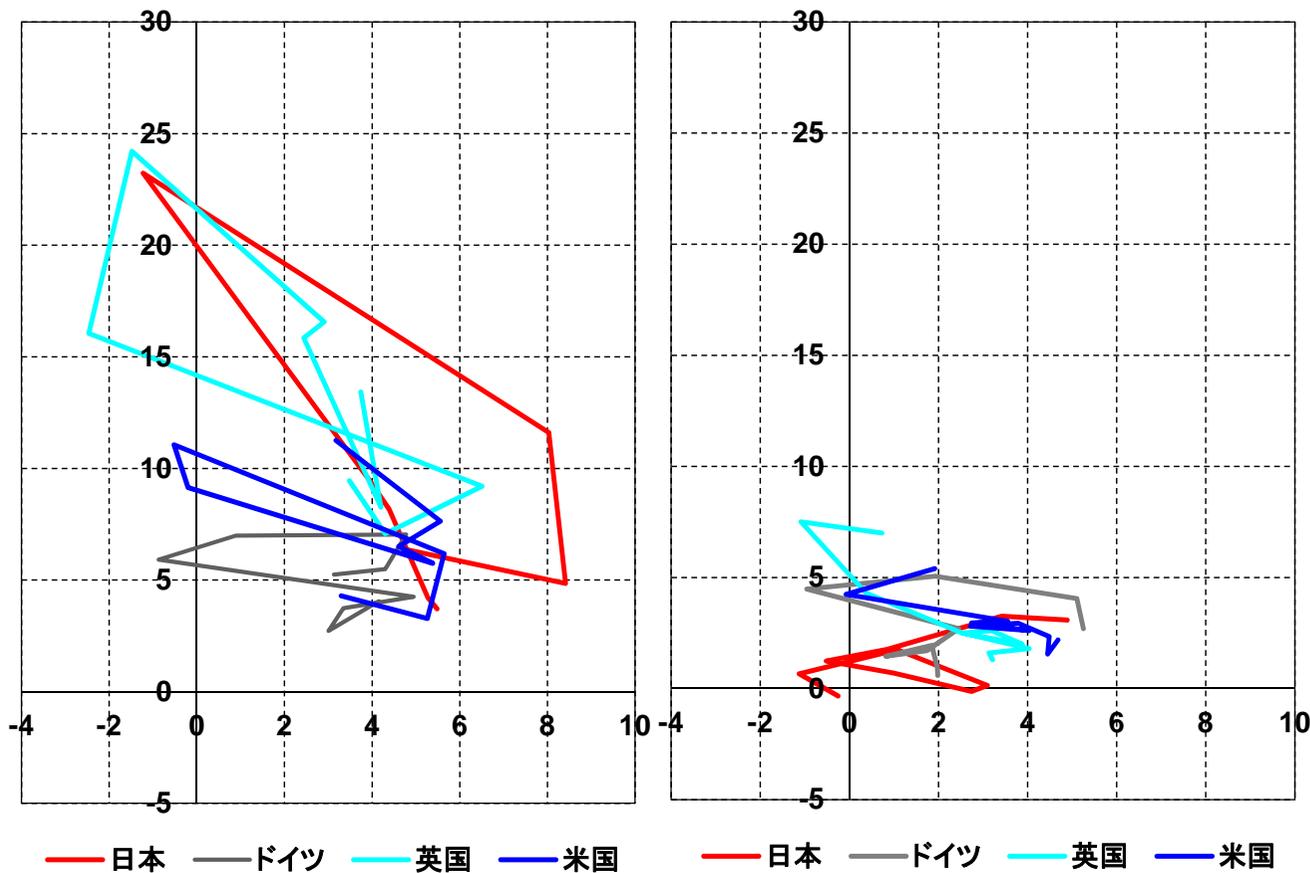
資料: ECB, Deutsche Bundesbank, BOE, FRB

ポイント	時期	目的	独立性
欧州中央銀行の設立	1998年	<ul style="list-style-type: none"> ・「物価安定の維持」と規定(欧州連合の機能に関する条約第127条1) －旧ブンデスバンクの目的は「通貨の防衛」(1957年ブンデスバンク法第3条) －上記を侵害しない範囲で、政府の経済政策を支援することも目的(同法第127条1) 	<ul style="list-style-type: none"> ・職務の遂行に際し、外部のいかなる主体からも指示を受けることを禁止(欧州連合の機能に関する条約第130条) ・金融政策の定義と遂行を職務として規定(同127条2)
イングランド銀行法の改正	1998年	<ul style="list-style-type: none"> ・金融政策に関して「物価安定の維持」と規定(1998年イングランド銀行法第11条(a)) －金融安定に関する目的と並立 －目的の達成を条件として、政府の経済政策を支援することも目的(同法第11条(b)) 	<ul style="list-style-type: none"> ・旧法(1946年イングランド銀行法第4条(1))に存在した財務省の業務命令権から金融政策を除外(1998年イングランド銀行法第10条)
(参考) 連邦準備理事会	-----	<ul style="list-style-type: none"> ・目標を「最大雇用と物価安定、長期金利の安定」と規定(1977年連邦準備改革法第2条A) －そのための手段となる通貨と信用の目標について議会への報告と説明を義務付け －翌年の「最大雇用・均衡成長法(いわゆるハンフリー・ホーキンス法)」が政府の経済政策との協調を確認 	<ul style="list-style-type: none"> ・超過需要の増大によるインフレ圧力の高まりに対し、FRBによる国債買い支えの義務を事実上撤廃(1951年のいわゆるAccord) －もともと、当時はその意味合いが十分理解されなかったとの見方も存在

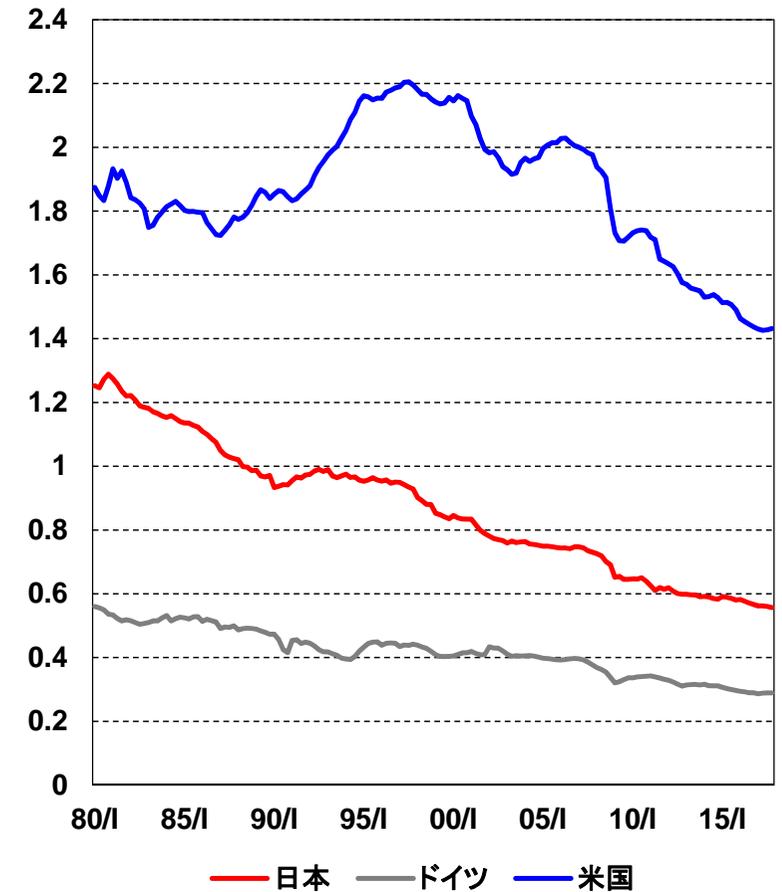
5. 鼎談(その1)参考資料(論点1-3:インフレと成長率のトレードオフ)

資料: OECD, CEIC

日米英独の実質GDP成長率(X軸)とCPIインフレ率(Y軸)
 <左は1970年代、右は1990年代>



日米英独の信用乗数
 <名目GDP/M2>



6. 鼎談(その1)参考資料(論点2-1:「開かれた独立性」)

資料: 首相官邸, 金融庁, 内閣府

ポイント	内容
「開かれた独立性」	<ul style="list-style-type: none"> ・インフレ的な経済運営を求める外部からの圧力を排し、物価の安定を達成するためには、中央銀行に独立性を付与する必要がある。 ・日本銀行は同時に、透明な政策運営を通じ、国民・国会に対して説明責任を負っており、これらをあわせて考えると、日本銀行に望まれるのは、透明性を伴った独立性、すなわち「開かれた独立性」というべきである。 (「中央銀行制度の改革 3.」<「中央銀行研究会」(総理の私的研究会)>による)
「独立性」と「自主性」	<ul style="list-style-type: none"> ・日本銀行法改正において、日本銀行の金融政策の独立性を高めるため、日本銀行の金融政策の自主性が尊重されなければならないことを、基本的考え方として明確にすることが適当である。 (「日本銀行法の改正に関する答申理由書 第一 2」<金融制度調査会>による) ・今後、中央銀行に対する民主的なコントロールのあり方という重要な問題について中央銀行の独立性の憲法上の位置づけを含め、国民的合意が形成されることが望まれる。 (「日本銀行法の改正に関する答申理由書 第六 参考」<金融制度調査会>による)
(参考) 日本銀行法の規定	<p>(日本銀行の自主性の尊重及び透明性の確保)</p> <p>第三条 日本銀行の通貨および金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。</p> <p>2 日本銀行は、通貨および金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない。</p> <p>(役員の任命)</p> <p>第二十三条 総裁および副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する。</p> <p>(経費の予算)</p> <p>第五十一条 日本銀行は、毎事業年度、経費(通貨及び金融の調節に支障を生じさせないものとして政令で定める経費に限る。)に関する予算(以下「経費の予算」という。)を作成し、当該事業年度開始前に、財務大臣に提出して、その認可を受けなければならない。これを変更しようとするときも、同様とする。</p>

7. 鼎談(その1)参考資料(論点2-2:透明性の強化)

資料: FRB, ECB, BOE

ポイント	政策決定の説明	議会への報告	経済見通しの公表
連邦準備制度	<ul style="list-style-type: none"> ・声明文の公表(1994年～) ・議事要旨の公表(1993年～) ・議長会見の実施(2011年～) 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融政策報告の提出と議会証言(年2回:1978年～) (連邦準備法第2条B) 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融政策報告(年2回:1979年～) ・経済予測サマリー(年4回:2007年～)
欧州中央銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・声明文の公表(1998年～) ・議事要旨の公表(2015年～) ・総裁会見の実施(1998年～) 	<ul style="list-style-type: none"> ・議会証言(年4回:1998年～) (欧州連合の機能に関する条約第284条3による) 	<ul style="list-style-type: none"> ・スタッフ見通し(年4回:2004年～)
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・声明文の公表(1998年～) ・議事要旨の公表(1998年～) ・総裁会見の実施(1998年～) 	<ul style="list-style-type: none"> ・通貨および金融の調節に関する報告書の提出と説明(年2回:1998年～) (日本銀行法第54条による) 	<ul style="list-style-type: none"> ・展望レポート(年4回:2000年～<2015年までは年2回>)

8. 鼎談(その1)参考資料(論点2-3:説明責任)

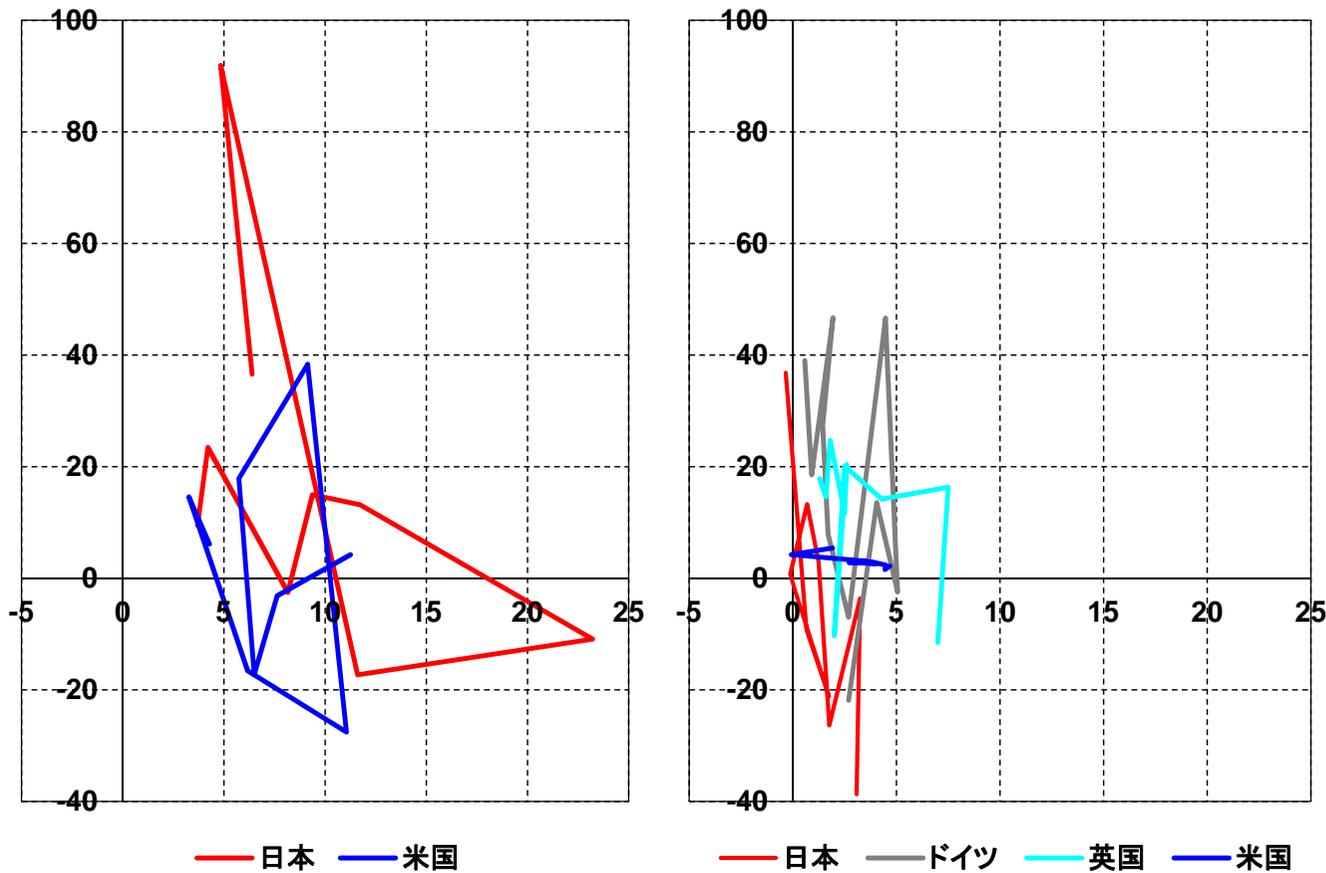
資料: 首相官邸, 金融庁

ポイント	内容
Accountable の意味	<ul style="list-style-type: none"> ・“responsible for the effects of your actions and willing to explain or to be criticized for them” (Longman Dictionary of Contemporary Englishによる)
日本銀行法 の改正に おける議論	<ul style="list-style-type: none"> ・21世紀の日本銀行に期待されるのは「開かれた独立性」であり、政策決定の透明性確保により、アカウンタビリティ(説明責任)を果たしていくことが極めて重要である。 (「中央銀行制度の改革 4.」<「中央銀行研究会」(総理の私的研究会)>による) ・日本銀行の金融政策の独立性の強化が国民の支持を得るためには、政策の決定主体を明確にするとともに、その決定過程の透明性を高め、国民や国会に対するアカウンタビリティ(説明責任)を伴ったものとする必要がある。 (「日本銀行法の改正に関する答申理由書 第一 2」<金融制度調査会>による)
金融市場との関係	<ul style="list-style-type: none"> ・政策決定の具体的な内容を、各種メディアを通じて世界に発信するなど、グローバル・マーケットに対するタイムリーな情報提供により、マーケットからの信認を確保することが不可欠である。 (「中央銀行制度の改革 4.」<「中央銀行研究会」(総理の私的研究会)>による) ・日本銀行の金融政策決定が不透明な状況では、グローバル・マーケットの信認を得ることは難しく、ひいては、日本銀行の金融政策の円滑な遂行にも支障をきたすものと考えられる。 (「日本銀行法の改正に関する答申理由書 第一 2」<金融制度調査会>による)

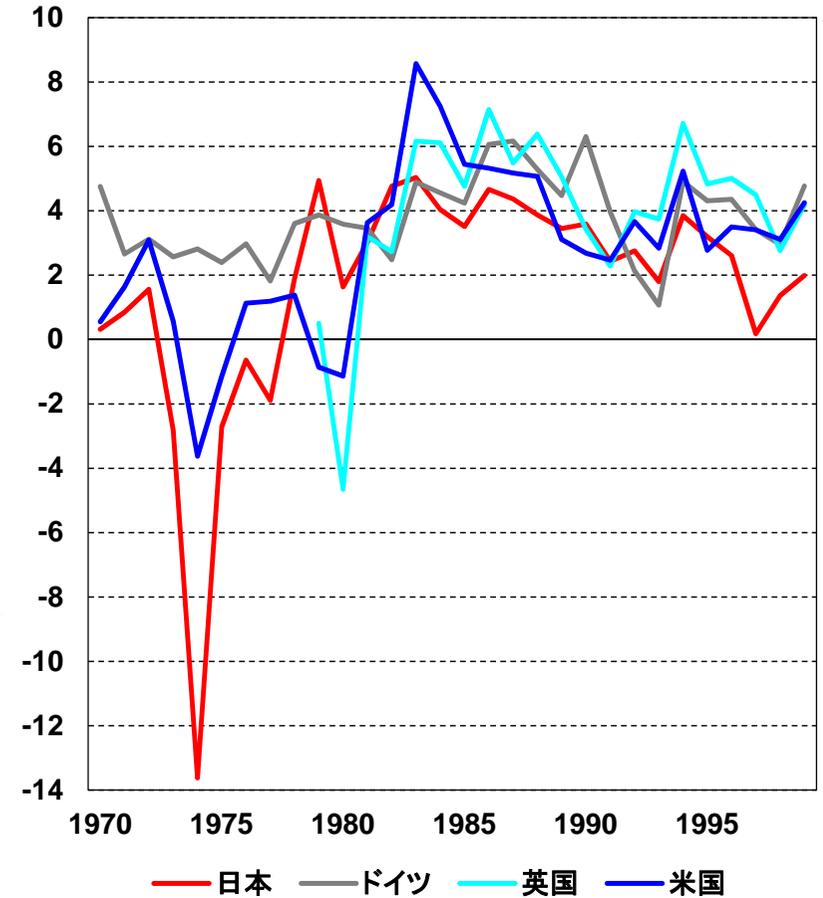
9. 鼎談(その1)参考資料(論点3-1:物価と資産価格)

資料: OECD, Thomson Reuters

日米英独のCPIインフレ率(X軸)と株価指数上昇率(Y軸)
 <左は1970年代、右は1990年代>



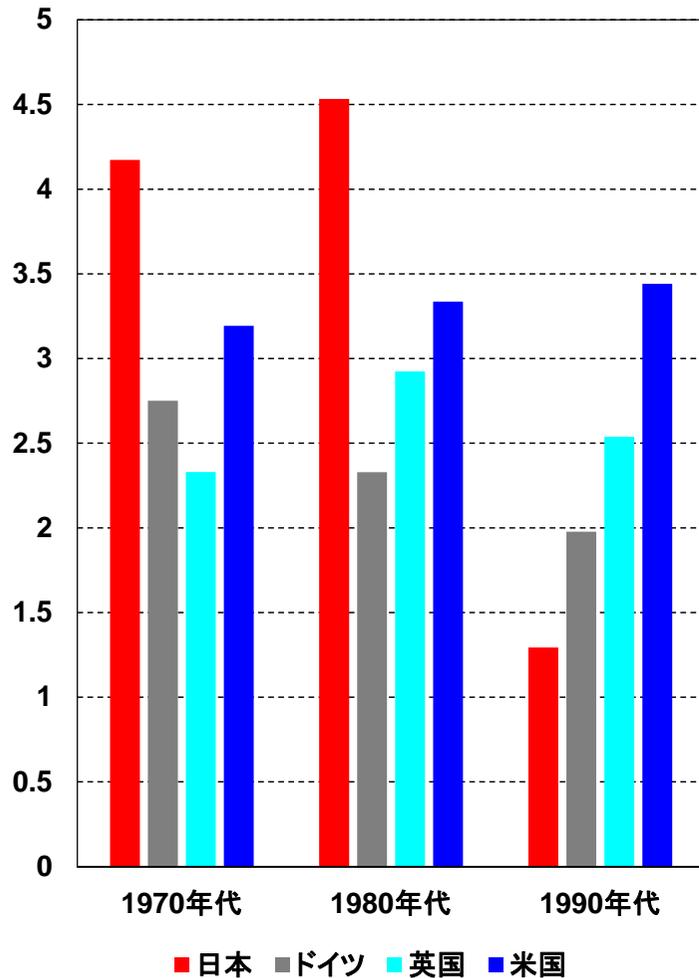
日米英独の実質長期金利
 <10年国債利回り・1990年代まで>



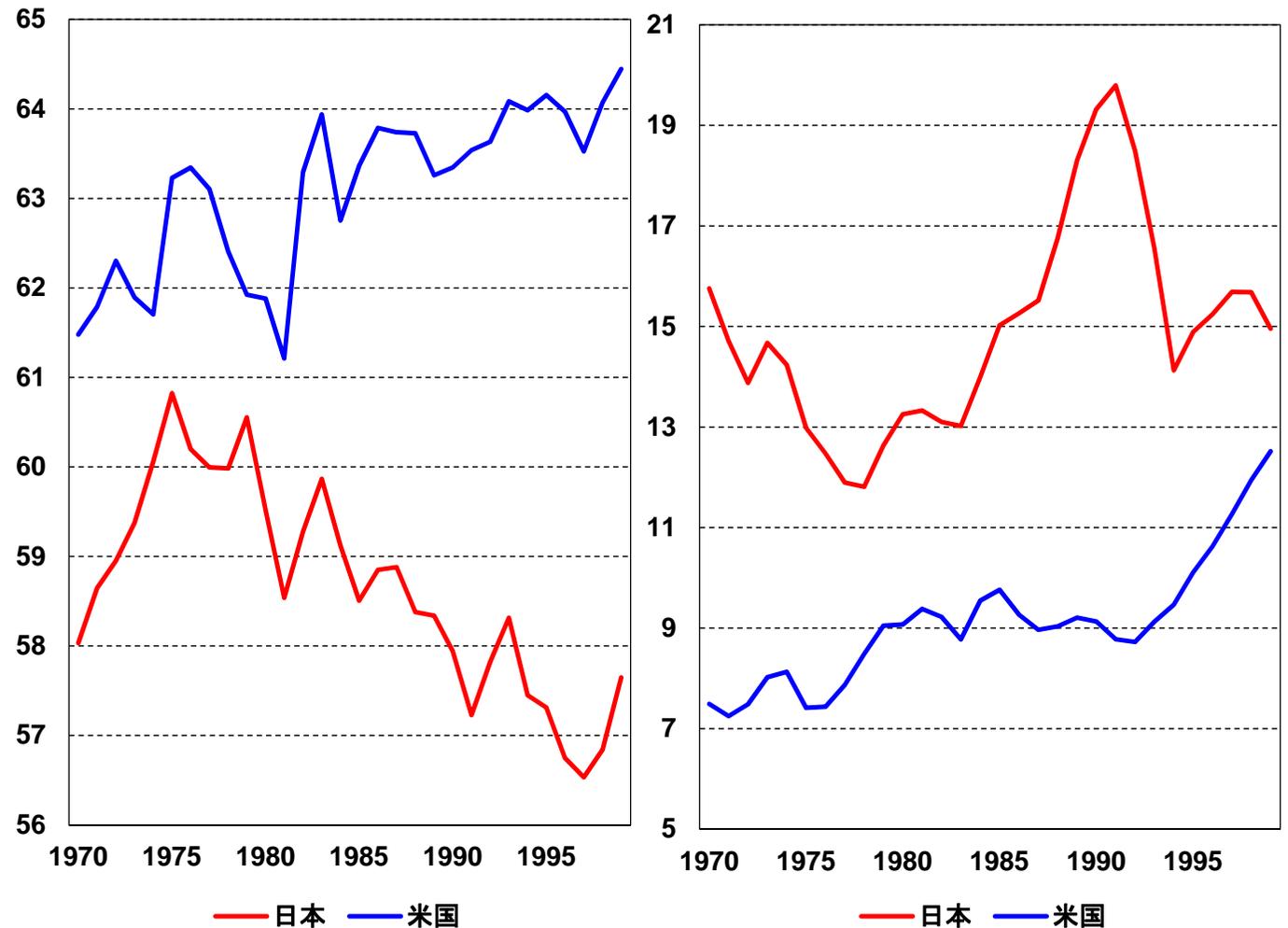
10. 鼎談(その1)参考資料(論点3-2:経済構造の変化)

資料: OECD, 内閣府, BEA, NSO

日米英独の实质GDP成長率
(1971~1999年)



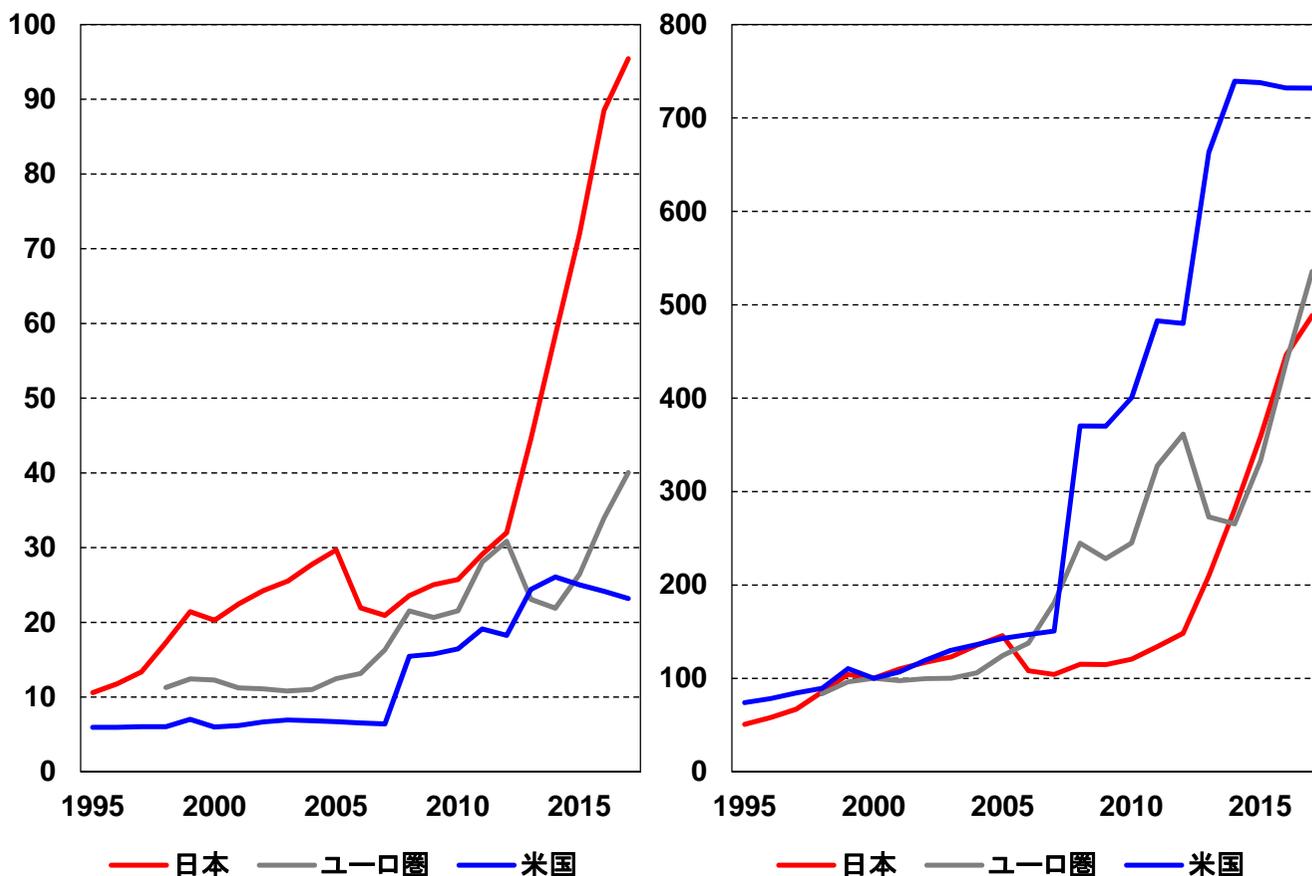
日米の個人消費(左)と設備投資(右)
＜対实质GDPシェア・1970年代~1990年代＞



11. 鼎談(その1)参考資料(論点3-3:政策手段のイノベーション)

資料: 日銀, 内閣府, ECB, Eurostat, FRB, BEA

日米欧の中央銀行の資産規模
 <(左)対GDP比・(右)2000年末を100とする指数>



日本銀行による最初の「量的緩和」

内容
(2001年3月に導入)
・操作目標をコールレートから当座預金残高に変更し増額
・CPI(コア)の上昇率が安定的にゼロ以上になるまで継続
・長期国債の買入れ増額
→2006年3月に操作目標をコールレートへ回帰
→当座預金残高目標の最高値は30~35兆円 (2004年1月~2006年3月)

11. パネルディスカッション(第2部)の論点案

テーマ	想定される論点とキーワード
日本銀行の 政策課題と 対応	<p>〈論点1〉</p> <ul style="list-style-type: none">•日本銀行が過去20年に直面した政策課題はどう総括されるか。当時の金融経済環境に固有なものと時間を超えて存続するものにどう整理されるか。 <p>→金融システムと市場機能、低成長と低インフレの原因、海外環境と為替レート</p> <p>〈論点2〉</p> <ul style="list-style-type: none">•日本銀行はこうした課題に対して適切な政策手段を備えていたか。そうでなければ、その理由は何か。 <p>→金融システムと効率性、「非伝統的金融政策」、政府の為替政策との関係</p> <p>〈論点3〉</p> <ul style="list-style-type: none">•景気の拡大と物価の抑制が共存する現在の日本経済に対して、日本銀行の金融政策はどのように貢献しているか。 <p>→量的・質的金融緩和の波及メカニズム、インフレ形成のメカニズムと金融政策の貢献、金融緩和の長期的なコスト</p>

12. 鼎談(その2)の論点案

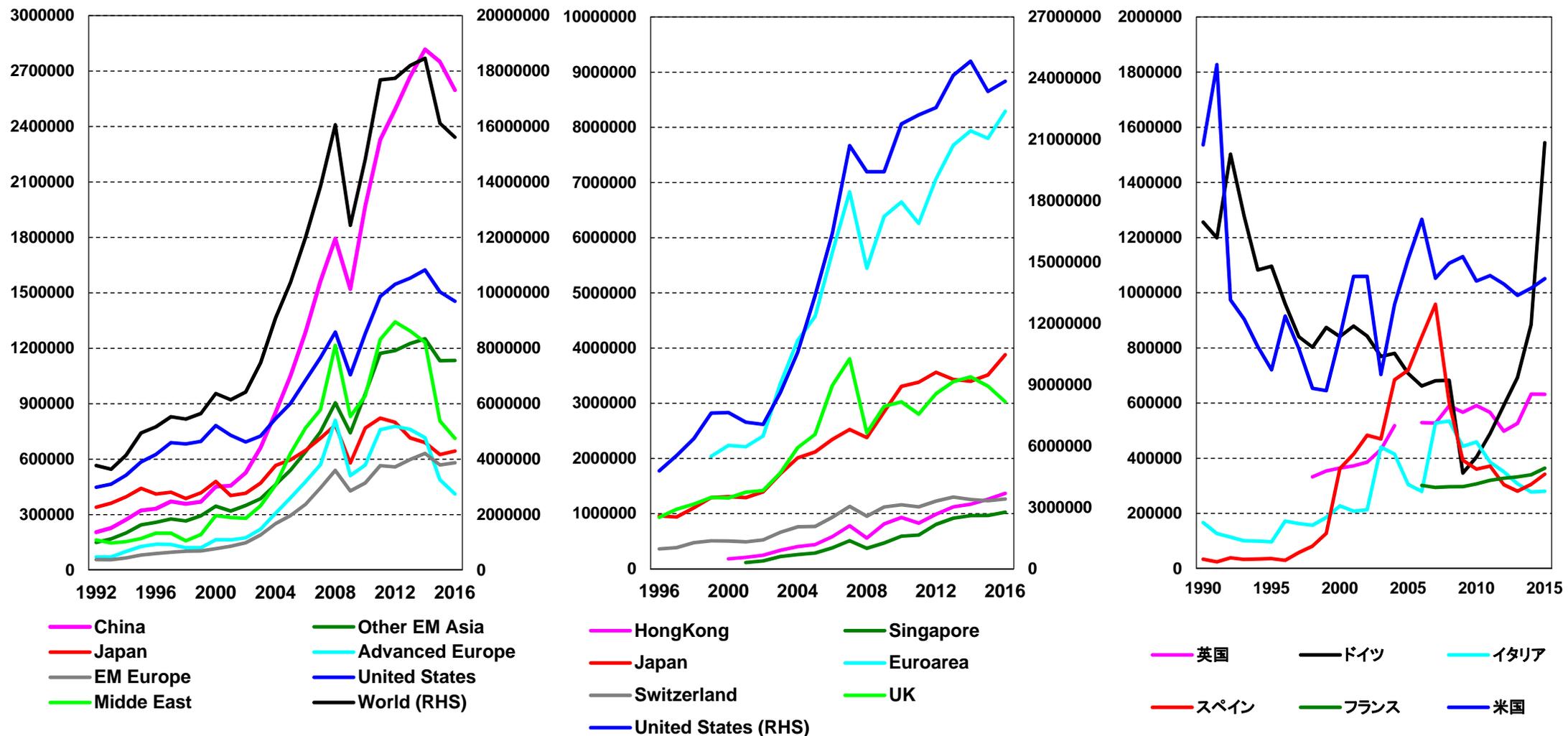
テーマ	想定される論点とキーワード
新たな金融経済の下の中央銀行像	<p>〈論点1〉</p> <ul style="list-style-type: none">•金融経済を取り巻く環境が大きく変化する中で、マクロ経済変数の関係はどう変化するか。その下で金融経済の安定はどのように再定義されるか。 <p>→金融経済のグローバル化、資産の価格と量、政策の連動と調整</p> <p>〈論点2〉</p> <ul style="list-style-type: none">•世界金融危機以降に拡大した中央銀行の役割は、定常状態の下でどのように見直されていくか。また、財政当局や金融監督当局との関係はどう変化するか。 <p>→危機対策と非伝統的政策、長期金利への介入、新たなトレードオフ</p> <p>〈論点3〉</p> <ul style="list-style-type: none">•中央銀行が新たな政策課題に対応する上では、政策手段やその運営に関するイノベーションとして何が想定されるか。それらの課題はどのようなものか。 <p>→物価の形成、政策の波及メカニズム、コミュニケーション</p>

13. 鼎談(その2)参考資料(論点1-1:金融経済のグローバル化)

資料: IMF, 国連

世界の輸出(左)と証券投資残高(右)
 <百万ドル>

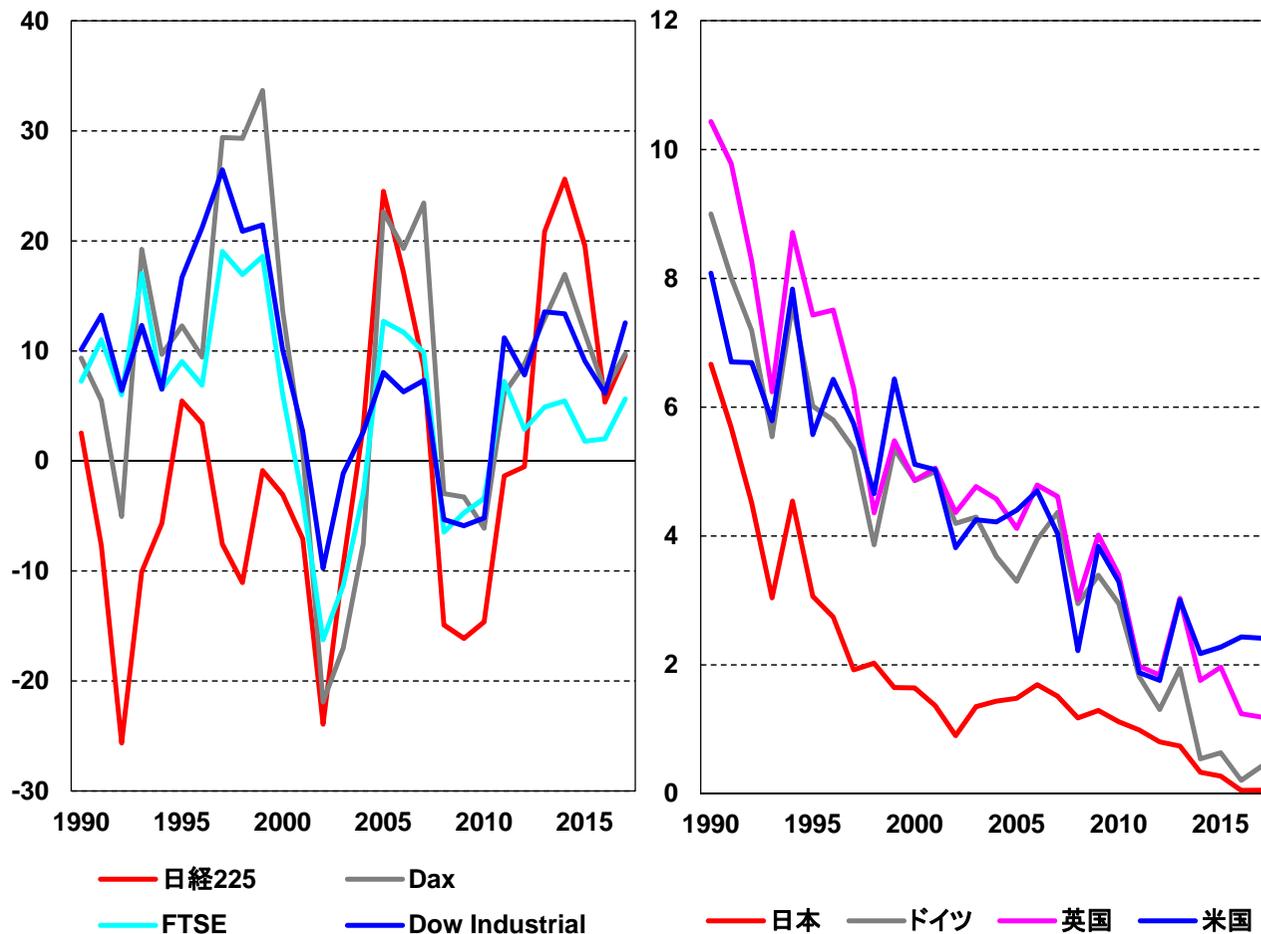
主要国への移民流入
 <人>



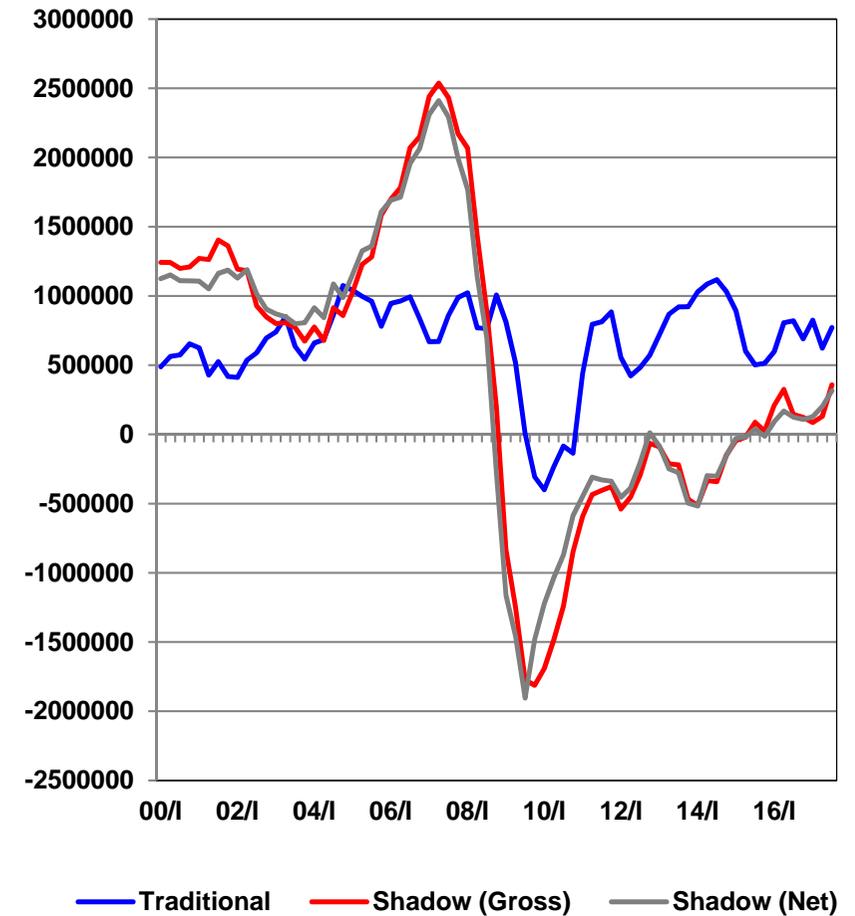
14. 鼎談(その2)参考資料(論点1-2:資産の価格と量)

資料: Thomson Reuters, FRB

日米英欧の株価上昇率<前年比%>(左)
と10年国債利回り<%>(右)



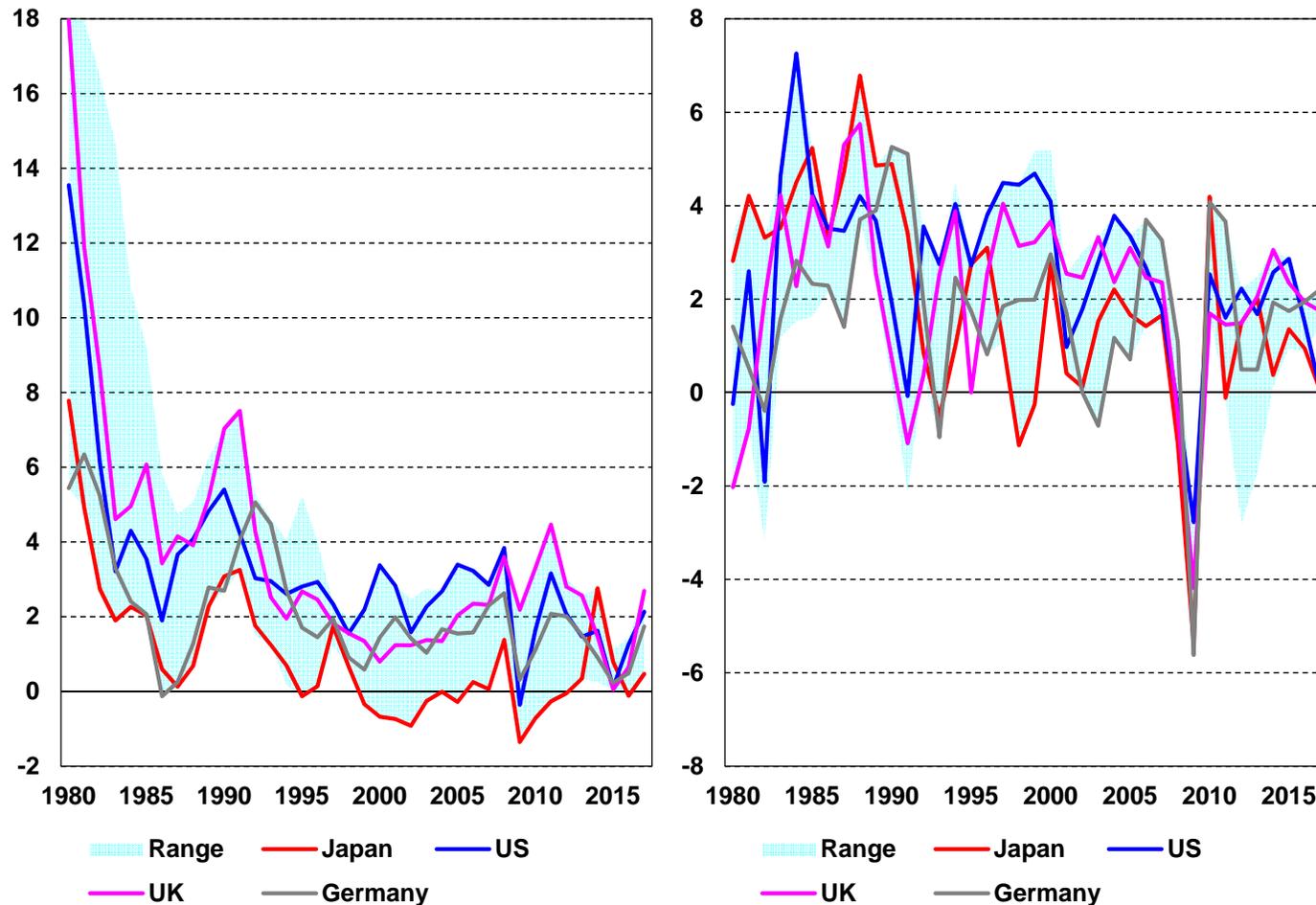
米国の銀行貸出とシャドーバンキング
<増加額・百万ドル>



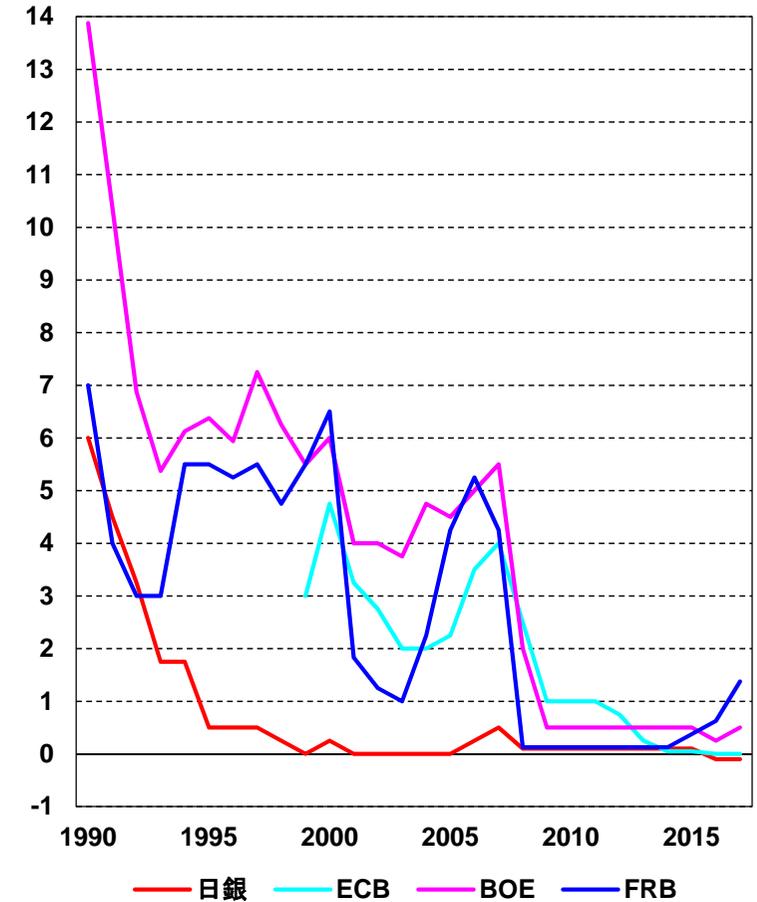
15. 鼎談(その2)参考資料(論点1-3:政策の連動と調整)

資料: OECD, FRB, ECB, BOE, FRB

G7のCPIインフレ率(左)
と実質GDP成長率(右)〈前年比%〉



日米英欧の政策金利
〈%〉



16. 鼎談(その2)参考資料(論点2-1:危機対策と非伝統的政策)

資料: 日銀, FRB, ECB

	過小評価となった 資産の買入れ	市場機能回復の ための介入	ゼロ金利制約の 下での資産買入れ
考え方	・パニックや市場機能の毀損等のために過小評価となった資産を買入れ	・過度なリスク回避などによって機能の低下した市場で資産を買入れ	・ゼロ金利の下で大量の均質な資産を買入れ
位置づけ	・金融システム安定策 －資産を保有する金融機関のリスクの削減	・金融システム安定策と金融政策 －資産価格の過小評価の防止と金融政策の波及経路の確保	・金融政策 －資産の絶対価格ないし相対価格への影響を通じた金融緩和
代表例	・日銀: 金融機関保有株の買入れ ・FRB: 特定金融機関からのクレジット商品買入れ(SPVの設立) ・ECB: 資本市場プログラム(SMP)	・日銀: 社債, CP, ETF, REITの買入れ ・FRB: 住宅ローン担保債券(MBS)買入れ(QE1) ・ECB: カバードボンド買入れプログラム(CBPP)、資産担保証券買入れプログラム(ABSPP)	・日銀: 国債買入れ(量的・質的金融緩和) ・FRB: 国債やMBSの買入れ(QE2, QE3) ・ECB: 公共債と社債の買入れプログラム(PSPP, CSPP)
課題	・対象となる資産や金融機関に関する恣意性のリスク －FRBはその後の法改正で制限	・長期化に伴う市場機能低下のリスク －ベンチマークの設定が重要	・長期化に伴う過剰介入のリスク －政策目的による条件付けが重要 ・「正常化」に伴う中央銀行の財務リスク(金利リスク)

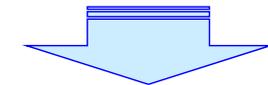
17. 鼎談(その2)参考資料(論点2-2:長期金利への介入)

資料: 日銀, FRB, ECB

	論点
政策手段	<ul style="list-style-type: none"> ・長期資産(国債が中心)の買入れ －日銀のように目標とする金利水準を明示するケースも
政策効果	<ul style="list-style-type: none"> ・下記のメカニズムを通じた長期金利の引下げ －安定的な主体が買入れることによるタームプレミアムの削減 －大量の長期資産を保有することによる暗黙のコミットメント ・大量の国債を買入れることによる資産の相対価格の変化
代表例	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀: 量的・質的金融緩和の下での国債買入れとイールドカーブ・コントロール ・FRB: 量的緩和(QE2, QE3) ・ECB: 公共債買入れプログラム(PSPP)、社債買入れプログラム(CSPP)
課題	<ul style="list-style-type: none"> ・資源配分に関する効果と副作用のバランス ・国債管理政策や財政政策との一体化 ・中長期的な中央銀行リスク

FRB: QE2からQE3による累積的な効果として、10年金利を約50bp～100bp引下げたとの実証結果が多い(Fischer元副議長の講演(2015)による)

日銀: 国債の保有比率の上昇によって、10年国債の利回りを60bp程度引下げたとの実証結果がみられる(日銀による「総括的検証」(2016年)による)

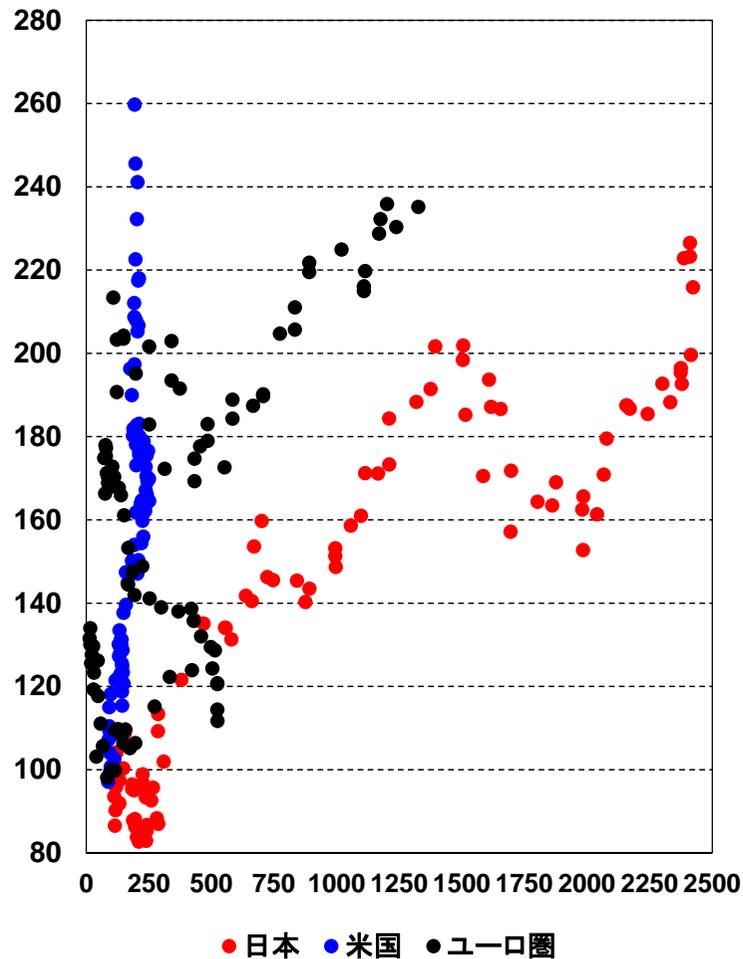


・もともと、こうした長期金利の引下げによって、総需要がどの程度喚起され、結果としてどの程度の物価上昇を招いたのかという点は必ずしも明確ではない

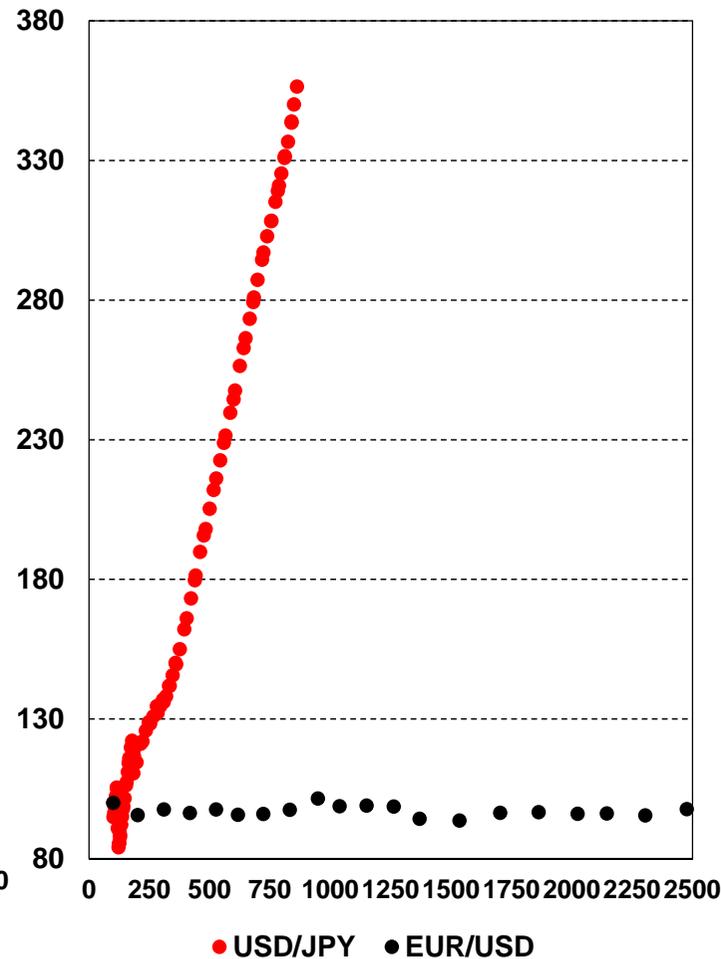
・また、副作用の定量的な計測にも難しい面が残る

18. 鼎談(その2)参考資料(論点2-3:新たなトレードオフ<その1>) 資料: 日銀, FRB, ECB, Thomson Reuters

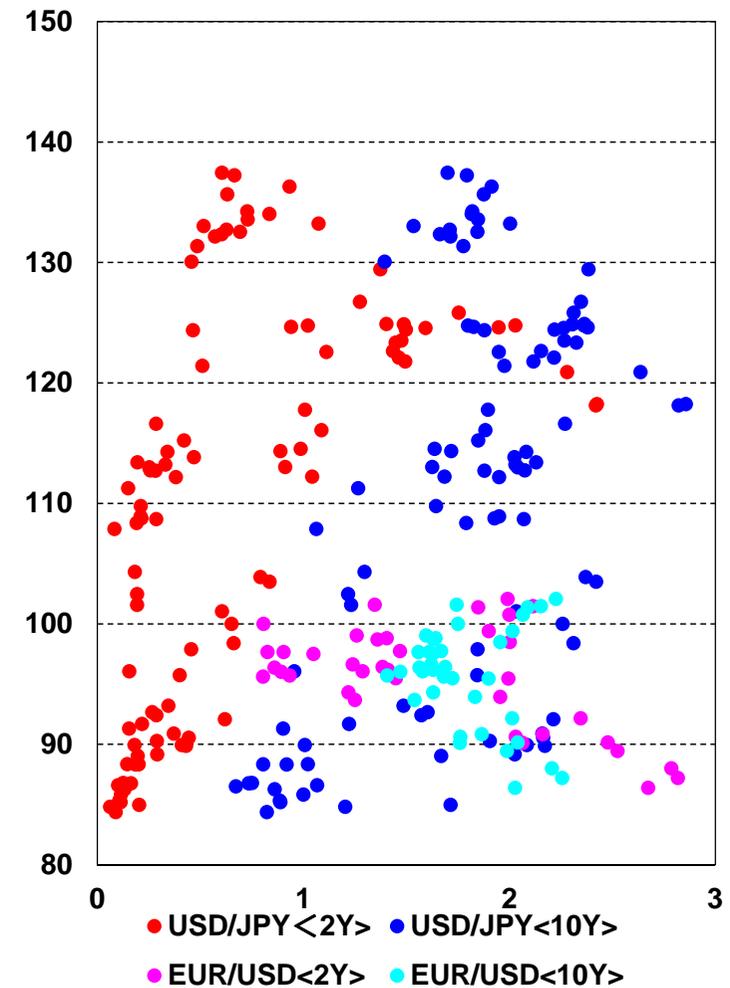
中央銀行の当座預金残高(X軸)
と株価(Y軸) <2010年1月~>



中央銀行の国債保有残高比率(X軸)
と為替レート(Y軸)
<USD/JPYは2010年1月~>
<EUR/USDは2015年3月~>



国債の利回り格差(X軸)
と為替レート(Y軸)
<USD/JPYは2010年1月~>
<EUR/USDは2015年3月~>



世界金融危機後における中央銀行の役割の変化

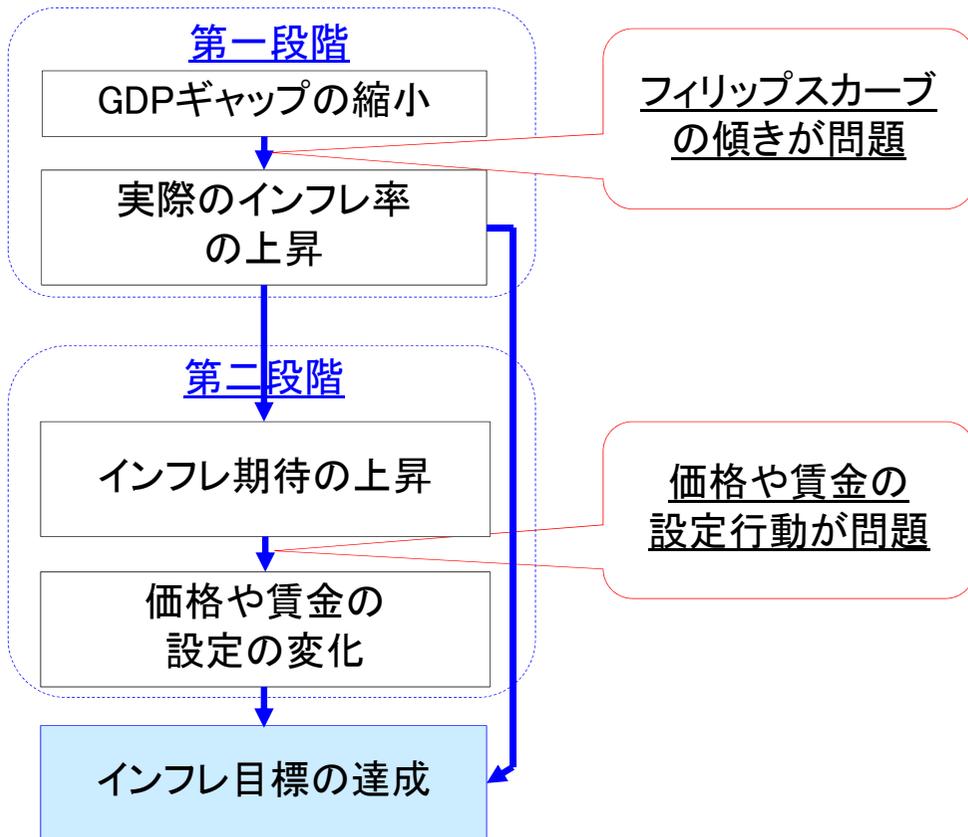
	マクロ・プルーデンス	金融機関監督
FRB	・金融安定監督評議会(FSOC)によるシステムミック・リスクの監視と顕現化の防止への関与(2010年)	・システム上重要な金融機関(SIFI)に対する第一義的な監督 ・金融市場ユティリティー(FMU)に対する監督 ・貯蓄貸付組合(S&L)に対する第一義的な監督 (いずれも2010年)
ECB	・欧州システムミックリスク理事会(ESRB)の実質的運営を通じた(欧州連合内の)システムミック・リスクの監視と顕現化の防止(2010年)	・域内の金融機関に対する監督 ・域内の主要金融機関に対する第一義的な監督 (域内国の金融機関監督を「単一監督メカニズム(SSM)」(2014年)に一元化)
BOE	・金融政策安定委員会(FPC)の運営を通じたシステムミック・リスクと顕現化の防止(2013年)	・健全性規制機構(PRA)を通じた監督(旧金融サービス機構(FSA)の役割を継承・FPCは提言または指示を行う(2013年))

日本銀行の考え方(「日本銀行のマクロプルーデンス面での取り組み」(2011年8月・抜粋))

・・・金融政策と金融システムの安定の間には、相互に密接な関係がある。例えば、これまでの内外の金融危機の経験では、金融緩和の長期化が様々な経路を通じて、危機前のバブル生成・拡大をもたらすひとつの要因になったとみられている。また、バブル崩壊に伴いいったん金融システムの機能が大きく低下すると、金融政策の効果は大きく制約される。

・・・こうしたことを踏まえ、日本銀行は金融政策運営において、マクロプルーデンスの視点も重視している。日本銀行は、金融政策の運営方針を決定するに際し、「2つの柱」により経済・物価情勢を点検している・・・金融システム面のリスクは、上記の「第2の柱」において、先行きの中長期的なリスク要因のひとつとして点検を行っている。

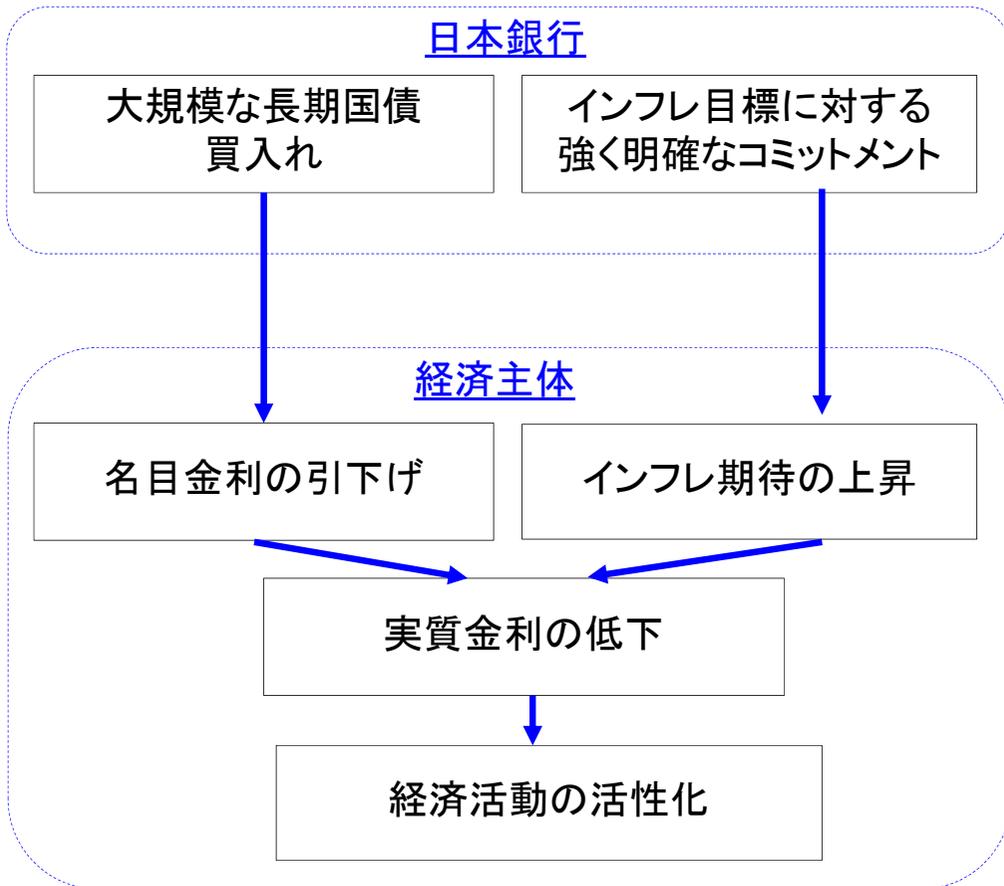
日銀によるインフレ目標達成のメカニズムと課題



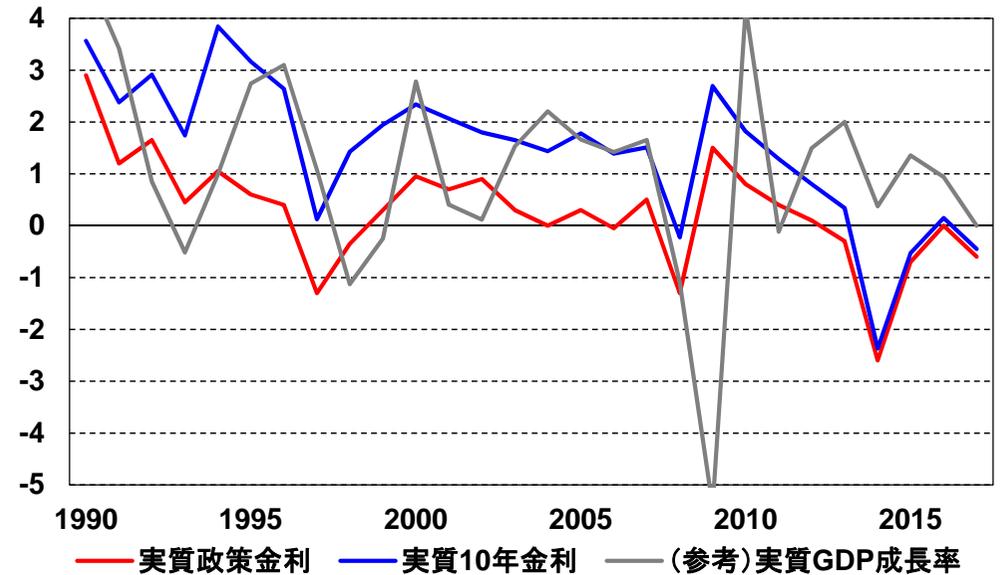
物価が抑制されている背景に関する議論

	論点
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・賃金や物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行の残存 ・省力化投資やビジネスプロセスの見直し ・需給ギャップに対する価格感応度の低い品目の存在 (経済物価情勢の展望<2018年1月>)
FRB	<ul style="list-style-type: none"> ・経済資源の需給に対する価格感応度の低下 ・自然失業率の低下 ・労働のslackに関する計測誤差 ・労働需給のタイト化に対する賃金上昇のラグ ・IT化やグローバル化に伴う価格決定力の低下 (FOMCのMinutes<2017年7月>)
ECB	<ul style="list-style-type: none"> ・海外および域内におけるslackの影響 ・需給の変化に対する賃金や価格のラグ ・雇用の構造変化 ・小売におけるデジタル化 (政策理事会のAccounts<2017年10月>)

量的・質的金融緩和で
想定されたメカニズム



実質金利と波及効果



<実質金利から経済活動への波及の問題>

- ・家計であれば所得・雇用や純資産の状況(これらの期待を含む)
- ・企業であれば、収益・稼働率や需要見通し、技術動向(これらの期待を含む)

などが揃った上で、実際の経済活動に繋がる

- ・また、こうした支出活動に影響する金利のマチュリティにも議論が残る

22. 鼎談(その2)参考資料(論点3-3:コミュニケーション)

	内容・狙い	対象	条件付け	時間的視野
説明責任	<ul style="list-style-type: none"> ・政策運営の考え方や方針を説明する ・政策判断の背景や狙いを説明する 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融市場 ・企業や家計 	・(なし)	・backward
「期待への働きかけ」	<ul style="list-style-type: none"> ・(内容は説明責任と同様) ・金融市場や企業、家計に政策意図に即した行動を促す 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融市場 ・企業や家計 	・(なし)	・forward
Forward Guidance v.1	<ul style="list-style-type: none"> ・金融緩和の継続期間を明示することで、主として資産価格に影響を及ぼす —ゼロ金利以外の場合でも活用しうる —政策金利だけでなく資産買入れについても活用しうる(v.2も同じ) 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融市場 ・(企業や家計) 	<ul style="list-style-type: none"> ・政策金利や資産買入れの変更や停止に関する条件を付与 —state dependentないし time dependent(v.2も同じ) 	・forward
Forward Guidance v.2	<ul style="list-style-type: none"> ・金融政策の「正常化」のステップを明示することで、主として資産価格の過剰な反応を抑制する 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融市場 ・(企業や家計) 	<ul style="list-style-type: none"> ・政策金利や資産買入れの変更や停止に関する条件を付与 	・forward

(本プロジェクトに関する資料は以下のアドレスに掲示されています)

- 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>

