

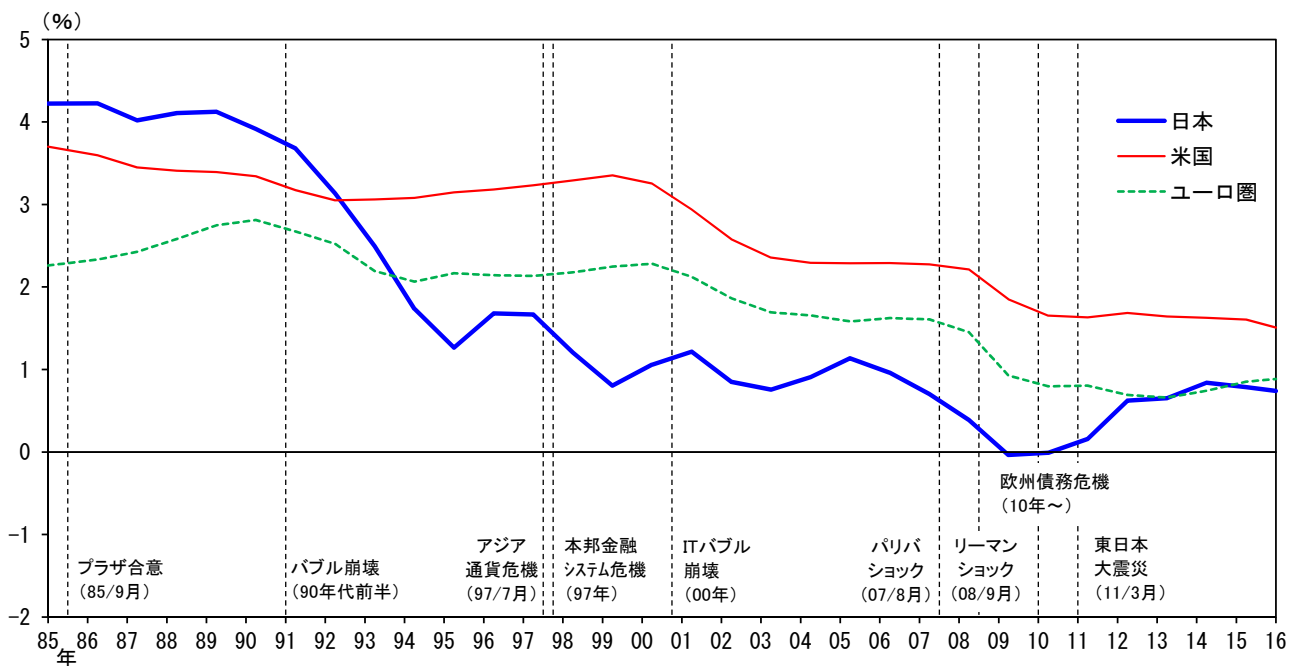
進化する金融政策：日本銀行の経験

— 米国ニューヨーク連邦準備銀行主催セントラルバンキングセミナーにおける講演 —

2017年10月18日
日本銀行副総裁
中曾 宏

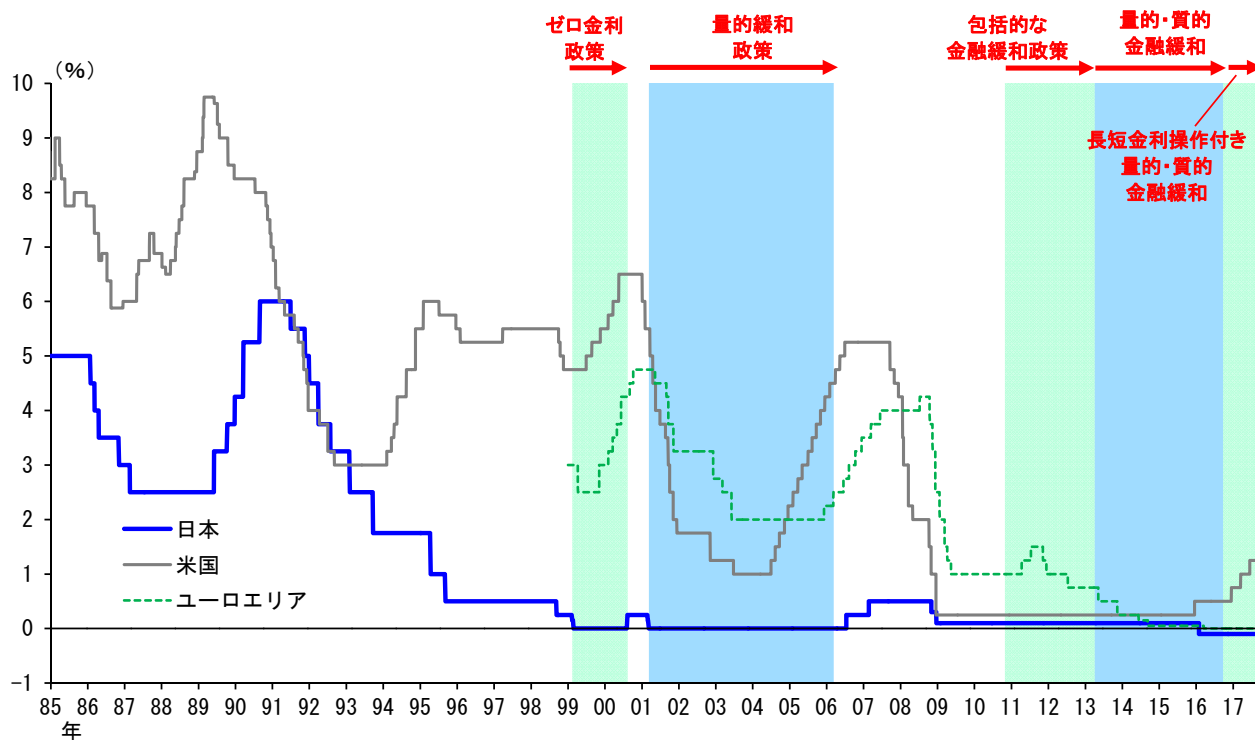
図表 1

潜在成長率



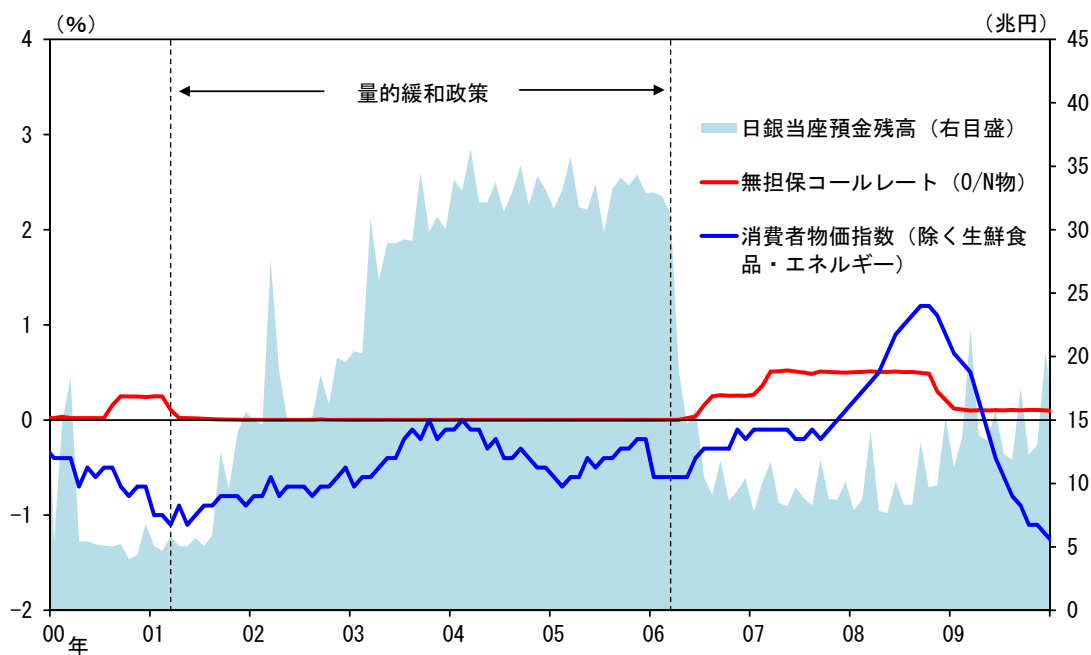
(注) 日本は日本銀行スタッフ、米国とユーロ圏はOECDによる推計値。日本は年度の値。
(出所) 日本銀行、OECD

政策金利



(注) 政策金利がない場合は、当座預金への付利金利。
 (出所) 日本銀行、FRB、ECB、Haver、Bloomberg

量的緩和政策 (2001~2006年)



(注) 1. 無担保コールレート (0/N物) は、月中平均。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み。
 (出所) 日本銀行、総務省、Bloomberg

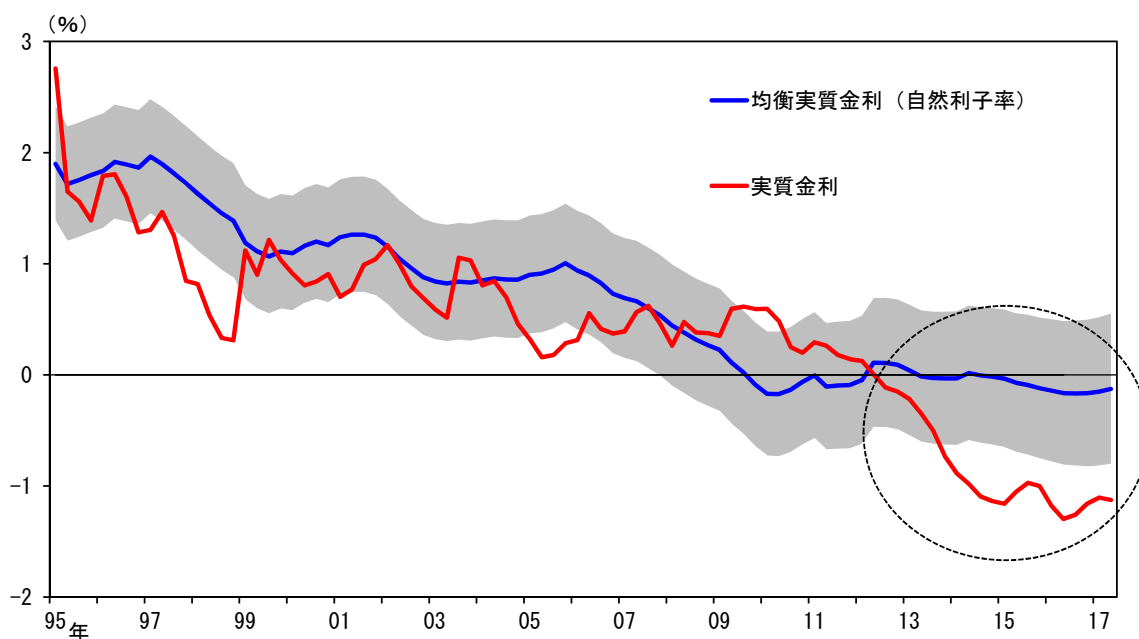
日本銀行の金融政策の変遷

	操作目標	短期金利誘導目標	① 長めの金利 への働きかけ	② リスク・プレミアム への働きかけ	③ マイナス金利の適用 (当座預金への付利)	④ インフレ期待 への働きかけ
1999/2月	無担保 コールレート (0/N物)	「できるだけ低め」 (事実上ゼロ%)	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)			
2000/8月						
2001/3月	量的緩和政策 日銀当座預金	ゼロ%程度 で推移	時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)			
2006/3月						
2010/10月	包括的な 金融緩和政策 無担保 コールレート (0/N物)	0~0.1% (実質ゼロ金利)	長期国債の買入れ 固定金利オペ 時間軸効果 (フォワード・ガイダンス)	リスク性資産 買入れ (CP、社債、ETF、 J-REIT)		2%の 「物価安定の目標」 (2013/1月導入)
2013/4月						
2013/4月	量的・質的 金融緩和 マネタリー ベース	ゼロ%程度で推移 ↓ マイナス圏で推移 (2016/1月~)	大規模な 長期国債買入れ	リスク性資産 買入れ	マイナス金利 (2016/1月導入)	強く明確な コミットメント
2016/9月	長短金利操作付き 量的・質的 金融緩和 長短金利 短期政策金利 10年物国債金利	マイナス圏 で推移	イールドカーブ・ コントロール (10年物国債金利操作)	リスク性資産 買入れ	マイナス金利	オーバーシュート型 コミットメント

4

図表 5

日本の自然利子率と実質金利

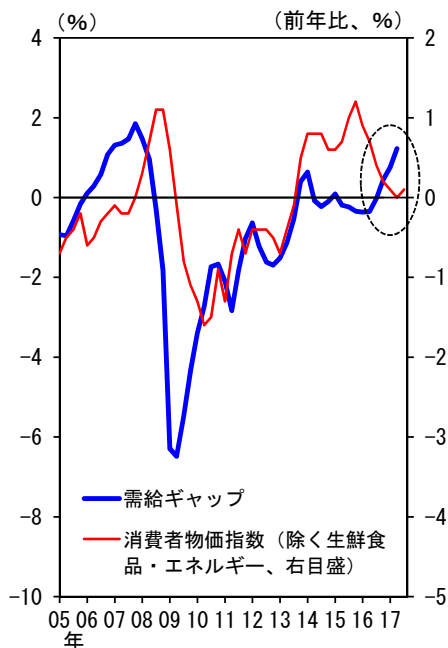


(注) 日本銀行スタッフによる推計値 (10年物国債利回り等をもとに算出)。
 均衡実質金利 (自然利子率) の推計方法は、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ「均衡イールドカーブの概念と計測」
 (2015年6月) を参照。シャドーは推計値の95%信頼区間を示す。
 (出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg、日本銀行等

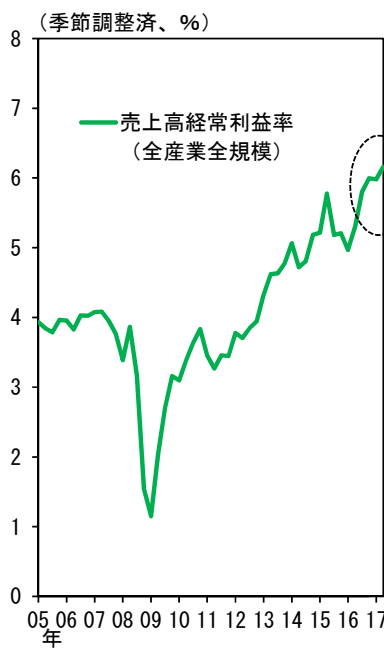
5

日本経済

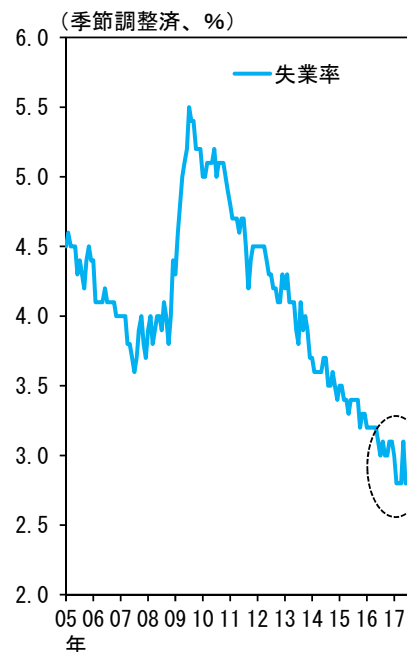
需給ギャップと物価



企業収益



失業率



(注) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み。消費者物価の2017/3Qは、7~8月の値。
 3. 企業収益は、法人季報ベース。金融業・保険業を除く。
 (出所) 日本銀行、総務省、財務省

図表 7

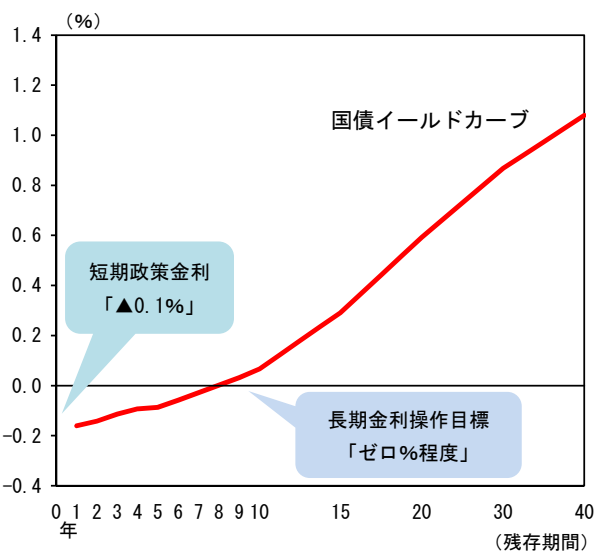
長短金利操作付き量的・質的金融緩和

イールドカーブ・コントロール

経済・物価・金融情勢を踏まえて、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促す。

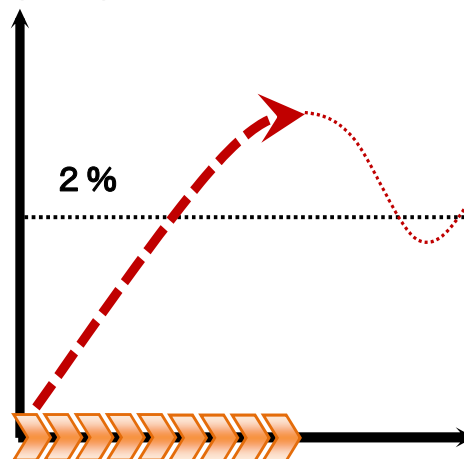
オーバーシュート型コミットメント

消費者物価（除く生鮮食品）前年比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。



(出所) Bloomberg

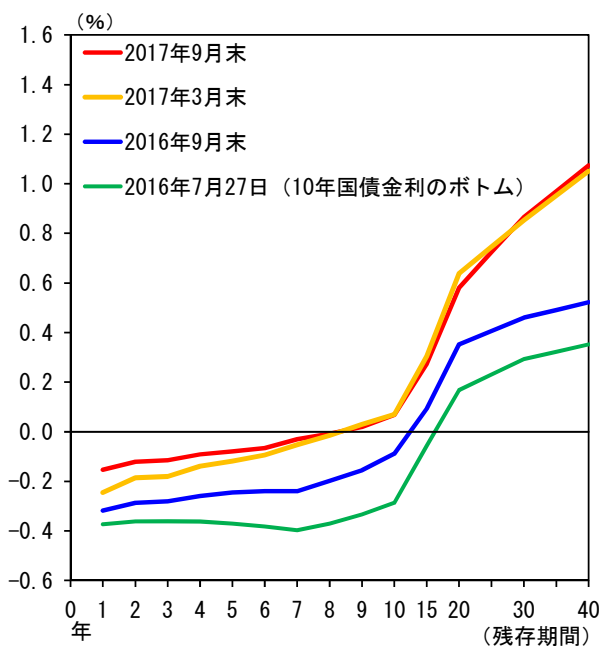
物価上昇率



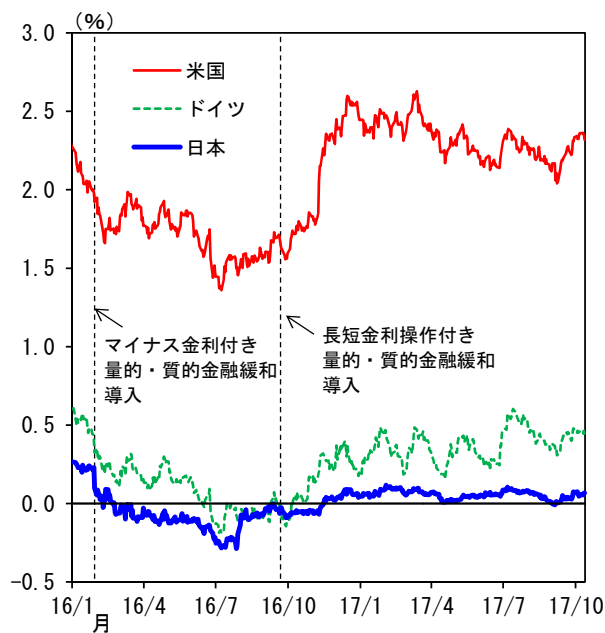
マネタリーベースの拡大方針を継続

金利動向

日本のイールドカーブ

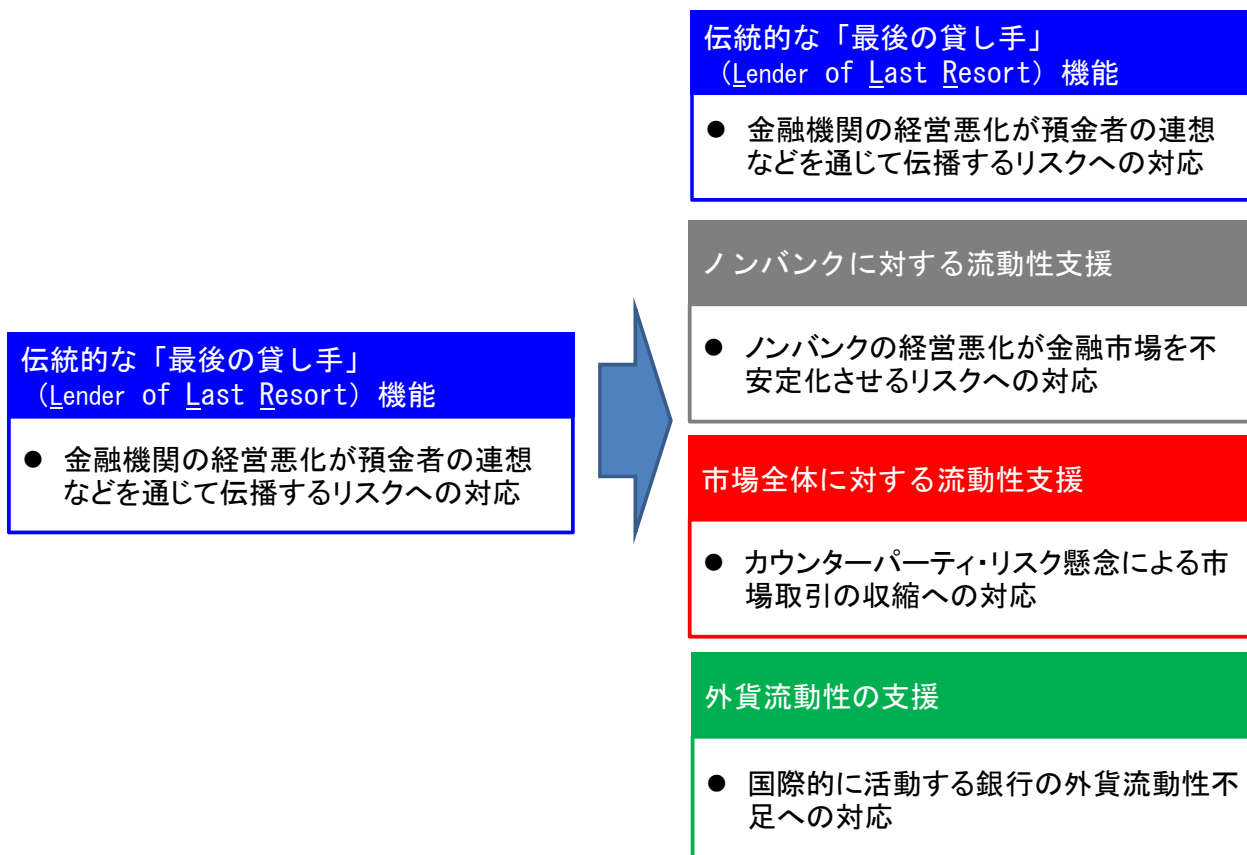


主要国の10年国債利回り

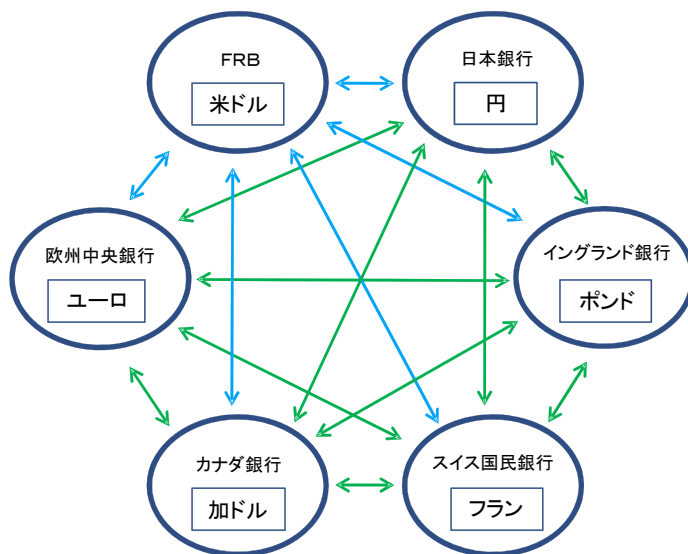


(出所) Bloomberg

「最後の貸し手」機能の進化



中央銀行間スワップ網



図表11

「中央銀行による流動性支援の枠組みのデザイン」（抜粋）

中央銀行を取り巻く環境の変化

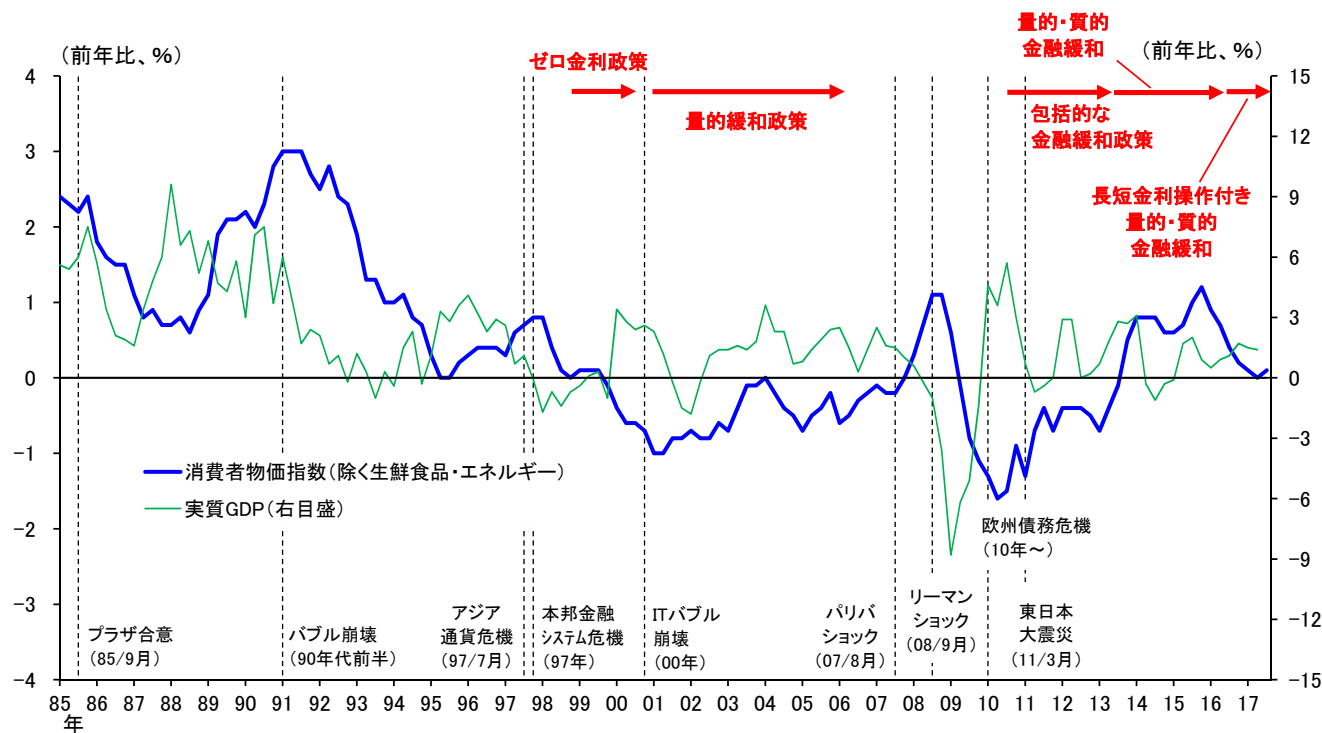
- 国際的に活動する金融機関への流動性支援（Liquidity Assistance）の必要性の高まり
 - 金融機関の国際的活動の拡大、市場間の結びつきの強まり等
- 中央銀行の流動性支援策の透明性、説明責任向上への要請の高まり
 - 金融危機後、中央銀行が実施した流動性支援の詳細を対外非公表とすることが困難に
- 市場型金融仲介（資本市場を通じた資金調達）のウェイトの高まり
 - 市場機能の維持、市場流動性の確保が重要に



中央銀行の流動性支援の原則

相対型流動性支援	
◆ 中銀間協力に関する原則	原則 1 : 中銀間の役割分担
	原則 2 : 中銀間の情報交換
◆ 実務上の論点に関する原則	原則 3 : 流動性支援の対象主体
	原則 4 : 流動性支援の対象主体の信用力
	原則 5 : 担保の所在地とその影響
	原則 6 : 外貨の確保
	原則 7 : 対外公表
市場全体に対する流動性支援	
原則 8 :	市場型金融仲介に対する理解深耕 中銀間の情報交換

日本経済と日本銀行の金融政策



(注) 消費者物価指数は、消費税調整済み。
(出所) 総務省、内閣府