

『日銀レビュー・シリーズ』の紹介

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説したものである^(注)。以下は、2004年12月から2005年2月にかけて公表された日銀レビューの要旨と図表等の抜粋である。なお、全文は、日本銀行ホームページ「論文・レポート」コーナー (http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm) に掲載されている。

マネタリー・エコノミクスの新しい展開： 金融政策分析の入門的解説

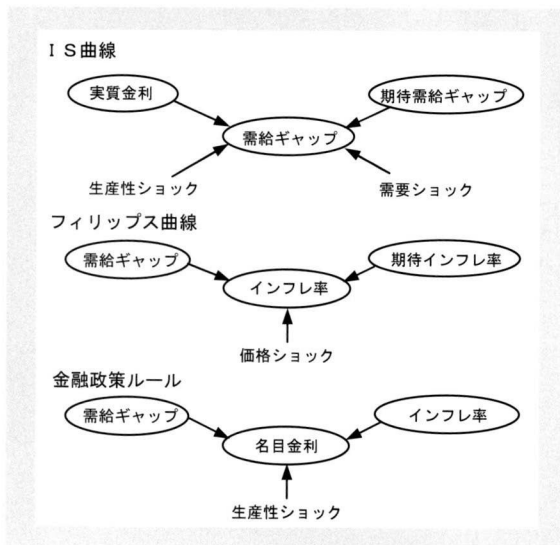
2004年12月

鶴飼博史・鎌田康一郎／企画局

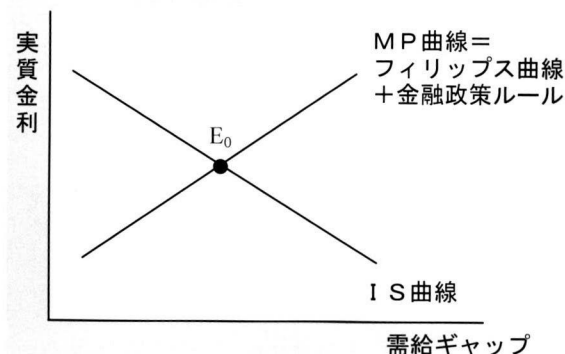
中央銀行が金融政策を行う際には、先行きの経済・物価情勢に関する正確な予測と金融政策が経済活動や物価に与える影響についての的確な分析が不可欠である。後者の分析を行う経済学の分野はマネタリー・エコノミクスと呼ばれる。この分野では、長い間、ケインズ経済学に基づくIS-LM分析が標準的な分析手法として教科書に記述されてきた。しか

し、近年、「新しいケインズ経済学 (New Keynesian Economics)」と呼ばれるマネタリー・エコノミクスの一分野が欧米の学界を中心に急速な発展を遂げており、政策の波及経路、不確実性下の最適金融政策、金融市場とのコミュニケーション等、金融政策に関する様々な重要なテーマについて興味ある分析が行われるようになってきている。現実の金融政策運営を考える際には、理論には組み入れられていない様々な要素も考慮する必要があるが、本稿は、現実の経済との関係も意識しながら、「新しいケインズ経済学」に関して平易に解説することを目的としている。

【図表3】新しいケインズ経済学



【図表4】IS-MP分析
(金融政策分析の枠組み)



(注) 『日銀レビュー・シリーズ』で示された意見や解釈に当たる部分は、執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではない。

わが国の外為・デリバティブ市場の最近の動向

～ BISサーベイの特徴点 ～

2005年1月

種村知樹・末松幸子・柳 宏樹・森 成城

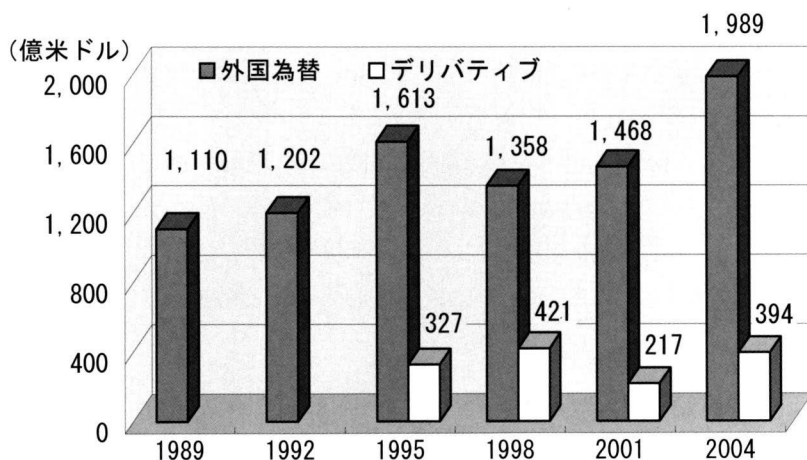
／金融市場局

2004年4月のわが国の外為・デリバティブ市場の取引高は、3年前に比べて、外為取引が4割弱、デリバティブ取引が8割強増加し

た。世界的な景気回復を反映した市場環境の好転に加え、わが国市場における外資系金融機関のプレゼンスの増大や外為取引における取引通貨の多様化といった、市場のグローバル化も取引高の増加に寄与していると考えられる。また、わが国企業や金融機関の信用力の改善、市場取引慣行の整備、さらには金融テクノロジーの向上を背景とする商品の開発等の寄与も見逃せない。

【図表1】外為・デリバティブ取引高の推移

(日本市場、1営業日平均)



(注) デリバティブ取引高は、1995年に調査開始。

経済変動と3つのギャップ

—— GDPギャップ、実質金利ギャップ、実質賃金ギャップ ——

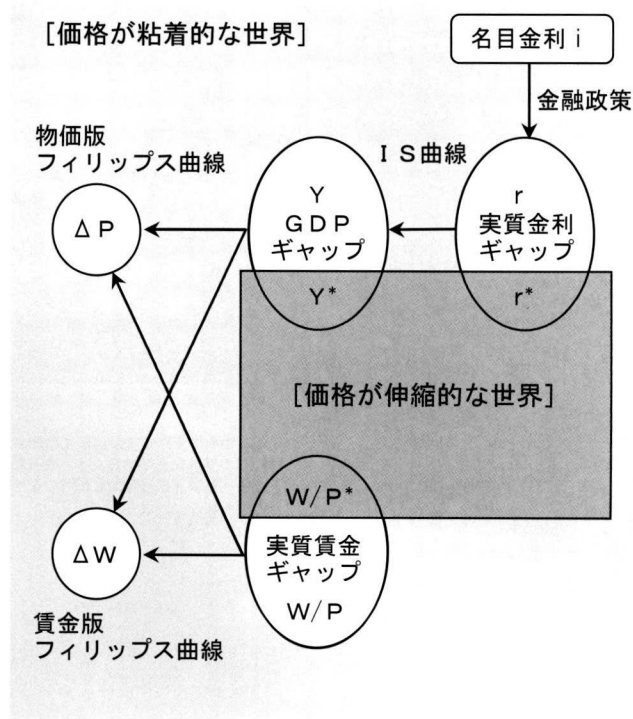
2005年2月

木村 武・古賀麻衣子／調査統計局

マクロ経済学の入門書では、まず価格調整が終了した「長期均衡」の説明をした後で、価格調整が完了していない「短期の経済変動」の説明へと進むのが一般的である。価格調整が終了した「長期均衡」とは、価格が完全に伸縮的なもとで達成される経済と言い換えることができる。一方、価格に粘着性が存在する場合、経済は一時的に長期均衡から乖離し得るが、価格の

調整が進むにつれて、次第に長期均衡に収束していく。近年、新しいケインズ経済学において、価格が伸縮的なもとで達成される経済の長期均衡と、価格粘着性に伴う短期の経済変動 —— すなわち、経済の長期均衡からの乖離 —— について説明する理論的かつ統一的な枠組みが構築されてきている。本稿は、その枠組みについて、GDPギャップと実質金利ギャップ、実質賃金ギャップという3つのギャップを軸に、考え方の整理を行ったものである。この枠組みは、様々な経済現象を理論的に解釈するうえで有益なツールとなるばかりでなく、金融政策ルール分析の基礎にもなるものである。

【図表7】経済変動と3つのギャップ



低金利下における資本コストの動向

～ EBOモデルに基づく観察 ～

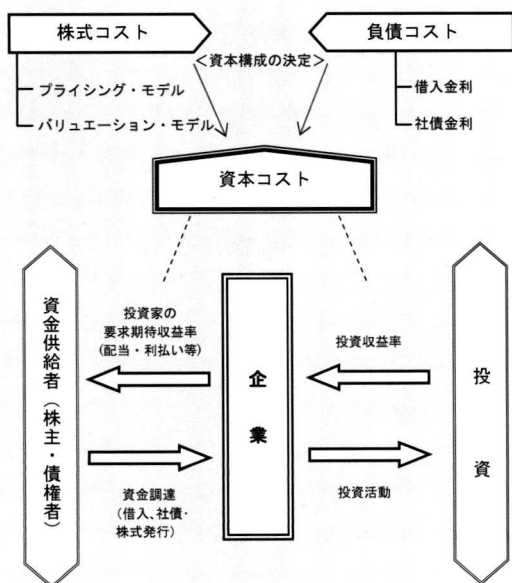
2005 年 2 月

中嶋基晴・馬場直彦／金融市場局

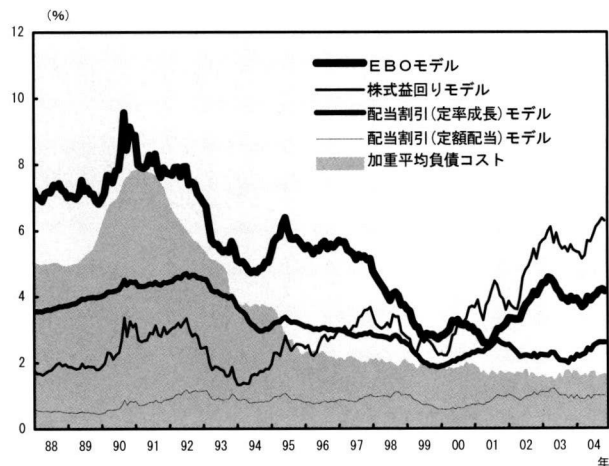
金融緩和効果の浸透とともに、借入や社債発行による企業の資金調達コスト（負債コスト）は、1990 年代半に掛けて大きく低下した。もっとも近年では、負債の資本コストの低下は限界に達しつつある。一方、株式発行による資金調達コスト（株式コスト）は、1990 年代後半以降、企業業績に対する見方が幾分好転し、株式の期待収益率が上昇したことから、小幅上昇に転じ

ている。その結果、負債と株式双方による調達コストの加重平均値（資本コスト）も、1990 年代後半以降は、横這いないし小幅上昇の方向で推移している。こうした金融緩和局面における株式コストの上昇と、それに起因する資本コストの上昇は、米国でも近年観察された現象である。このような株式・負債コストおよび資本コストの推移が、収益環境改善に伴うキャッシュフローの改善と相まって、企業が進める最適資本構成に向けた調整や前向きの支出活動を下支えしていくものとなるか、今後も注目される。

【図表 1】資本コストの概念図



【図表 5】株式コストの推移



(注) 配当割引モデルの推計に必要な配当性向は、法人年報より算出。また、配当の期待成長率としては、内閣府アンケート調査による今後5年間の期待成長率を線形補間したものを用いた。その他のデータの出所は大和総研資料。