

『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、2005 年 3 月から 5 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。

クレジット市場の発展に関する一考察 ～クレジット・デリバティブ市場を中心に～

2005 年 3 月

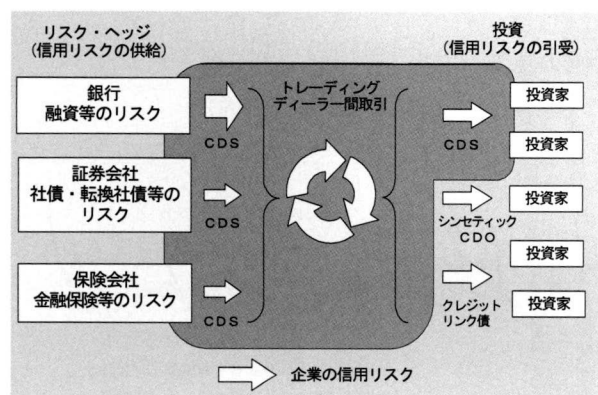
中山貴司*・河合祐子／金融市場局

「市場価格が得られないために、リスク計測の高度化が図れない」、「リスク計測が高度化しないから、銀行からリスクが移転されず市場が育たない」。国際決済銀行（B I S）のグローバル金融システム委員会のある作業部会において、このような議論が交わされた。これは、一見「鶏が先か、卵が先か」と同じく答えの出ない

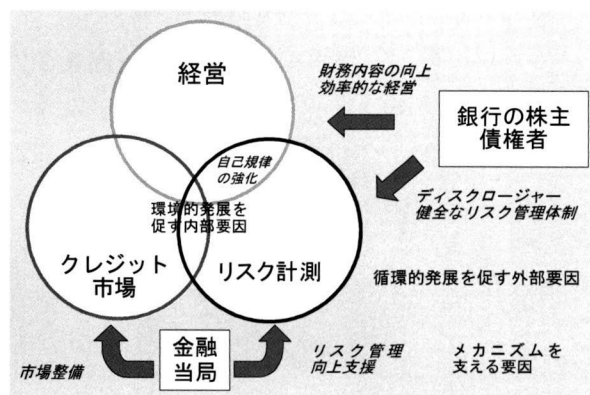
議論のようであるが、クレジット市場の発展に向けて有益な視点を提供している。本稿では、クレジット・デリバティブ市場の構造を調べることによって、市場が持続的に発展していくためのメカニズム、すなわち、信用リスク計測の高度化と、そこから得られる情報に基づいた金融機関による機動的な信用リスクの移転・取得が市場の厚みをもたらすとの考え方を提示する。

*現「総務人事局」

【図表 2】CDS 市場の構造



【図表 7】循環的発展のための要因



(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。

「物価の先行きに対する見方」の指標

2005年3月

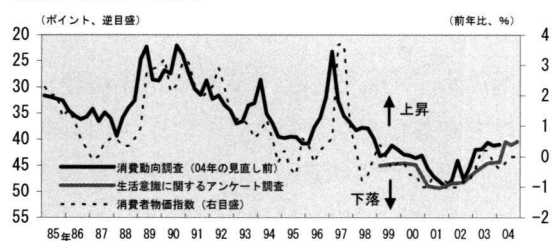
二宮拓人・上口洋司／企画局

近年、わが国では、様々な経済主体が有する「物価の先行きに対する見方」を観察することができる指標が拡充されてきた。こうした指標

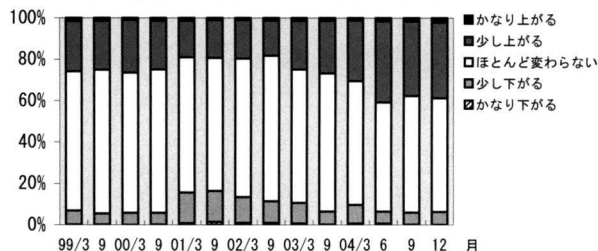
は、まだ十分なデータの蓄積がないものも多いが、今後データの蓄積が進み、これを踏まえた実証分析などが充実していけば、経済・物価情勢を適切に把握し、金融政策を運営していく上でも、その有用性が高まっていくと期待される。

【図表2】家計の見方

《長期時系列の推移》



《定性的選択肢別の回答比率（1年後の物価）》

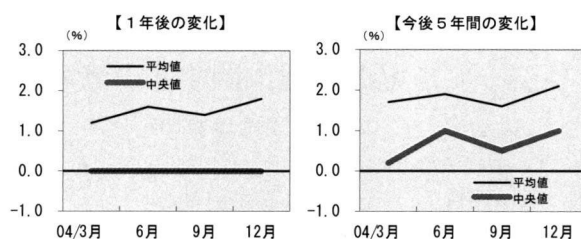


（注1）長期時系列の推移のグラフ（左上）における消費動向調査の意識指標「物価の上がり方」は、「低くなる」+0.75×「やや低くなる」+0.5×「変わらない」+0.25×「やや高くなる」+0×「高くなる」。生活意識に関するアンケート調査の指標「1年後の物価」は、「かなり下がる」+0.75×「少し下がる」+0.5×「変わらない」+0.25×「少し上がる」+0×「かなり上がる」として算出した。消費者物価指数は、全国・生鮮食品を除く総合指数（1991年第2四半期以降は、消費動向調査の調査内容の変更にあわせ、半年前比年率を掲載）。

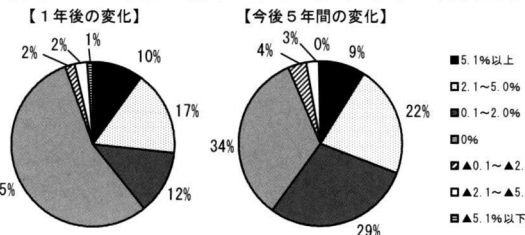
（注2）定性的選択肢別の回答比率および数値による物価上昇率の予想は、いずれも生活意識に関するアンケート調査に基づく。

（資料）内閣府「消費動向調査」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

《数値による物価上昇率の予想の推移》

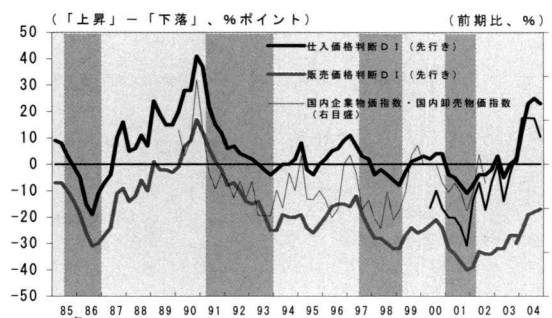


《数値による物価上昇率の予想の分布（04/12月調査）》

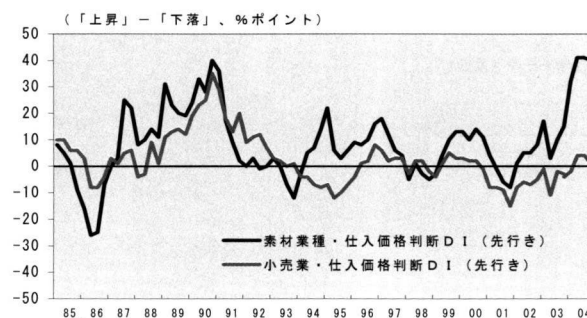


【図表3】企業の見方

《全産業・全規模のD I》



《業種別D Iの例（素材業種と小売業）》



（注）短観は04/3月調査より見直しを実施したため、計数は連続していない（旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から）。国内企業物価指数・国内卸売物価指数は、毎年7～9月に適用されている夏季割増電力料金と、消費税の影響を除いた計数。シャドウ部分は景気後退局面。

（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

ニューケインジアン・フィリップス曲線：

粘着価格モデルにおけるインフレ率の決定メカニズム

2005年4月

加藤 涼／国際局

川本卓司／金融研究所

近年、マクロ経済学者や中央銀行エコノミストの間で、「ニューケインジアン・モデル」が景気循環・金融政策分析を行う際の標準ツールとして急速に普及しつつある。その基本モデルは、（１）総需要の実物的側面を表す「新しいIS」曲線、（２）総需要の金融的側面を表すLM曲線ないし金融政策ルール、（３）経済の総供給サイドを集約するフィリップス曲線という３つの要素から構成される（日銀レビュー2004-J-8）。本稿では、その３番目の構成要素である「ニューケインジアン・フィリップス曲線(New Keynesian Phillips Curve、以下NKPC)」

について、より掘り下げた考察を行う。

伝統的フィリップス曲線は、インフレ率とGDPギャップの間に観察される経験則に過ぎず、背後に理論モデルを想定したものではなかった。これに対し、NKPCにおけるインフレ率とGDPギャップの関係は、不完全競争市場において自社製品の価格を頻繁には変更できない企業の利潤最大化行動の結果として導出される。こうしたミクロ的基礎を持つNKPCによれば、インフレ率は過去のGDPギャップではなく、将来のGDPギャップに依存する。

NKPCの登場により、インフレ率と実体経済の関係や金融政策に関する研究は大きく進展したもの、NKPCには現実には観察されるインフレ率の緩慢な動きを捉え切れない弱点がある。今後は、このNKPCの弱点の克服を当面の課題として、インフレ率の決定メカニズムを巡る理論的・実証的研究を更に推し進めていくことが望まれる。

わが国企業による有利子負債の圧縮と利益配分策

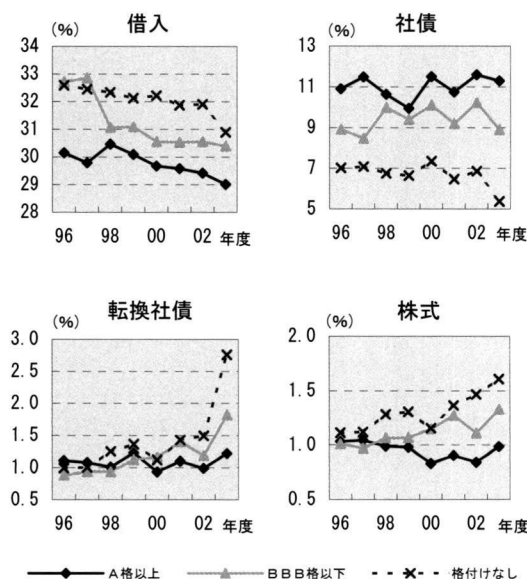
2005 年 5 月

嶋谷毅・中嶋基晴・上野陽一・馬場直彦
／金融市場局

1990 年代以降、わが国企業の資金調達行動は大きく変化した。東証 1 部上場企業を対象に行った実証分析の結果を総合すると、以下の姿がみえてくる。①比較的格付けの高い企業の負債・資本比率は、借入の抑制などを通じて適正な水準へと近づきつつある。②一方、比較的格付けの低い企業は、依然として過剰負債の状態にある。こうした企業は、借入の抑制に加えて、自社の株価が上昇する局面で、増資や転換社債を

発行することにより、負債・資本比率の調整を行ってきた。③過剰負債の調整を終えたと考えられる企業の中には、設備投資や配当・自社株消却といった株主に対する利益配分策の実行よりも、内部留保のさらなる積み上げを 선호する企業も多い。この要因として、先行きの業況見通しに関する不確実性が依然として残存していることから、経営者が手元に資金を滞留させておこうとする強いインセンティブを有している可能性を挙げることができる。もっとも、今後、一段と収益が好転する場合には、有利子負債の圧縮が進捗した企業を中心に、各々の財務特性に見合ったかたちで、利益配分を積極的に行っていく可能性がある。

【図表 5】資金調達方法の選択確率の推移



【図表 6】過剰負債解消後の資金使途

	(%, %ポイント)		
	過剰負債を 解消した企業に 占める割合 (a)	過剰負債を 抱える企業に 占める割合 (b)	(a) - (b)
設備投資	54	46	+8
内部留保の増加	66	61	+5
自社株消却	9	6	+3
増配	24	21	+3
有利子負債圧縮	58	65	△7

(注 1) 1996～2003 年度

(注 2) 設備投資は有形固定資産、内部留保は資本合計－資本剰余金－資本金。各項目の前年度との差を増減としている。

米国の長期金利の「謎」を考える： 金融政策との関連を中心に

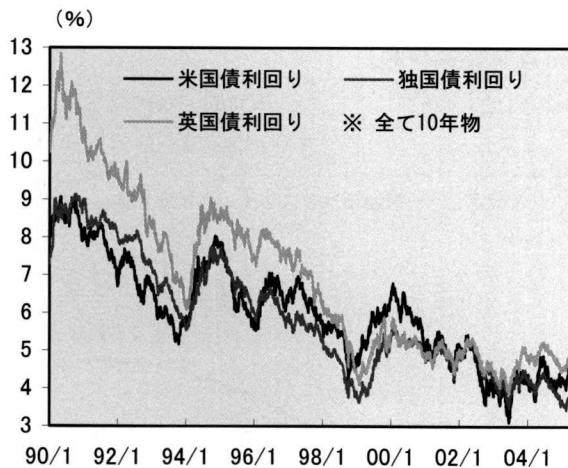
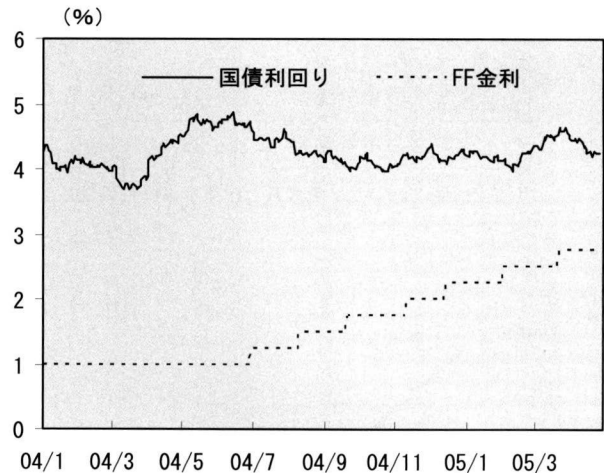
2005年5月

久田祥史・安藤裕康・谷川純子・加藤 涼
／国際局

昨年半ば以降、米国を中心とする多くの国・地域で、それまでの金融緩和を徐々に修正する流れが続いているが、その中で米欧の長期金利は、歴史的な低水準で推移し、時期によってはむしろ低下していた。この現象については、米連邦準備制度（以下FRB）のグリーンズパン議長が「謎（conundrum）」であると発言するなど、国際的に関心が高まった。

本稿では、こうした長期金利の動きに影響を与えていると考えられる様々な要因のうち、とくに金融政策が何らかの影響を与えている可能性について、米国のケースを題材とした分析を紹介する。そこでは、近年、①FRBの金融政策運営に関する不確実性が低下しており、それが米国の長期金利を押し下げる方向で作用している可能性があること、また、②金融政策がより長期的なインフレ率や景気に関する期待形成に与える影響を強めており、その結果として長期金利の安定性を高めている可能性があることを指摘する。

【図表1】米国の政策金利と米欧の長期金利

《米国における最近の政策金利と国債利回り
(10年物)の動き》

社会の経済厚生と金融政策の目的

2005 年 5 月

木村武・藤原一平・黒住卓司／調査統計局

物価の安定が、経済の持続的成長を実現していくうえで不可欠の前提条件であることは、幅広くコンセンサスを得ている。近年、新しいケインズ経済学は、「価格の粘着性」を軸にしながら、物価の安定がどのようなルートを通して、社会の経済厚生を改善をもたらすかについて、理論分析の枠組みを構築してきている。本レビューでは、そうした最近の理論展開を参考にしながら、社会の経済厚生と金融政策の目的と

の関係について整理する。そのうえで、中央銀行が安定化させるべき物価とは、どのような性質を持ったものか——例えば、総合指数かコアインフレ指数か、あるいは、輸入品価格を含めるべきか控除すべきか——といった点などについても、経済厚生観点から考察を加える。また、最近における経済のグローバル化の進展は、市場の競争環境の激化をもたらすことで、企業の価格設定行動にも影響を及ぼしてきているが、そうしたもとで物価の安定を達成することは、経済厚生上どのような意味を持つのかについても整理する。

	前期	今期	
		ケース 1	ケース 2
企業 A の製品価格	100	100	100
企業 B の製品価格	100	150	200
一般物価	100	125 (インフレ率 25%)	150 (インフレ率 50%)
企業 A の相対価格	1 (=100/100)	0.8 (=100/125)	0.66 (=100/150)
企業 B の相対価格	1 (=100/100)	1.2 (=150/125)	1.33 (=200/150)

(注) 前期において、企業 A と企業 B は同量の生産を行っていたと仮定し、一般物価はラスパイレス指数で算出。

