

『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12月から2006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 (<http://www.boj.or.jp/>) 「論文・レポート」コーナーに掲載されている。

マネーサプライの動向について

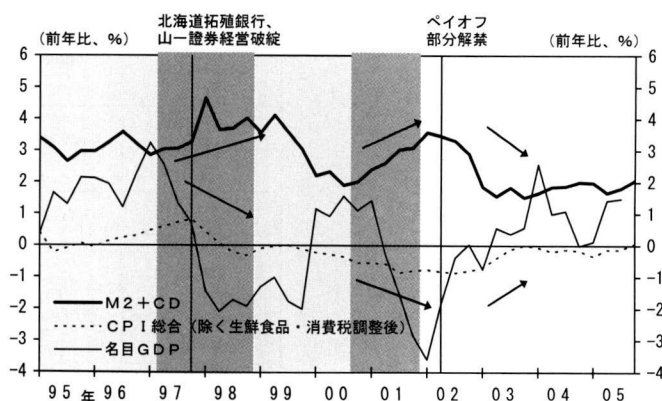
2006年1月

京増絹子・高田英樹／企画局

わが国のマネーサプライ（M2＋CD）の伸び率をみると、1990年代後半以降、わが国経済が総じて低成長を続け物価も緩やかな下落方向にある中で、名目GDP成長率を上回る相応に高い伸びを示している。この結果、マネーサプライの残高は、経済規模（名目GDP）との対比で極めて高い水準にある。その背景としては、（1）預金金利の低下余地が次第に乏しくなる中で、預金以外の金融資産の収益率が大幅に低下したため、銀行預金の利回りが相対的に有利

になったこと、（2）そうした状況のもとで、金融不安が相次いで生じたことから、預金保険による全額保護の対象であった銀行預金へのシフトが大規模で発生したこと、などが挙げられる。足許では、景気が回復を続け、金融機関の貸出姿勢は積極化しているものの、金融システムが安定する中、銀行預金から銀行預金以外への資産選択が進みつつある。このため、当面マネーサプライの伸びが高まるとは予想しにくい、その背後にある要因を踏まえると、そうしたマネーサプライの状況は、緩やかな物価上昇や経済の持続的成長と十分両立可能と考えられる。

【図表2】最近10年間のM2＋CDと経済・物価



(注) シャドーは景気後退局面。

(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。

金融政策の説明に使われている物価指数

2006年2月

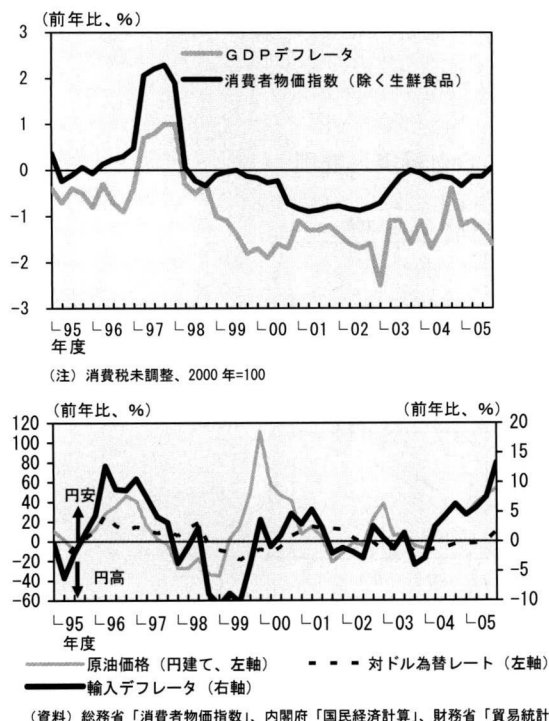
鵜飼博史・園田桂子／企画局

物価の動向を表わす物価指数には、対象とする取引主体や取引段階の違いを反映して様々な種類が存在する。例えば、最終需要の6割を占める家計の消費支出については、消費者物価指数や民間最終消費支出デフレーターがある。最終需要全体については、GDPデフレーターが存在する。さらに、原材料として購入される中間需要まで含めた経済取引全体については、これらの物価指数に加えて、国内企業物価指数や企業向けサービス価格指数なども合わせてみることになる。また、同じ物価指数でも、対象品目を全て含める総合物価指数と、一時的・攪乱的な影響を除くこと等によって物価の基調をみるコア物価指数がある。

物価指数の利用にあたってはそれぞれの特性に留意する必要がある。例えば、GDPデフレーターは、国内で生産された付加価値に対応する需要を捕捉する観点から輸入を控除している。このため、輸入原材料価格が上昇した場合、GDPデフレーターは直接的には低下する。また、公表時期が遅いほか、データの改訂幅が大きいという制約がある。

各種の物価指数は、対象とする取引等の違いを反映して、しばしば異なる動きをする。各国中央銀行は金融政策の運営に当たり、様々な物価指数をモニターし、分析しているが、金融政策スタンスを説明する上では、重視する物価指数を明らかにしている。総じてみると、家計の消費支出を対象としていること、人々に身近であること、速報性があること、改訂幅が小さいことなどを背景に、消費者物価指数が用いられることが多い。

【図表4】消費者物価指数、GDPデフレーター、輸入デフレーターの変化



【図表11】各国中央銀行が金融政策運営の説明に用いている物価指標

日本	量的緩和と政策継続のコミットメントに使用している指標	CPI (除く生鮮食品)
米国	議会提出の半期報告書の中で見通しが示されている指標	PCE (個人消費支出) 連鎖基準物価指数 (食料品・エネルギーを除く)
ユーロエリア	物価安定の数値定義に使用している指標	HICP 総合
スイス		CPI 総合
ニュージーランド		CPI 総合
カナダ		CPI 総合
英国	インフレーション・ターゲティングで使用された指標	HICP 総合
スウェーデン		CPI 総合
オーストラリア		CPI 総合
ノルウェー		CPI 総合

ヘッジファンドのパフォーマンス特性 ～リスク・リターンの背景～

2006年2月

三浦知宏・鉄田義紀・清水季子／金融市場局

近年の為替や株式市場等のボラティリティの低下や歴史的な低金利水準を背景に、わが国投資家によるヘッジファンドや投資信託への投資が拡大している。ヘッジファンド・投資信託とも、投資家が一定の手数料を支払い、運用を外部に委託するものである。ヘッジファンドは投資信託（公募）と比較して、一般に開示されている情報が少なく、リスク特性が分かりにくい

といわれる。一方で、投資家はヘッジファンド投資によって、ベンチマークの動向に左右されないリターンを求めることができる。ヘッジファンド投資のこうした特徴は、自由度の高い運用環境により実現されるが、流動性制約や清算リスクなど投資信託にはないリスクを投資家が負担している点で、リターンとリスクはトレード・オフの関係にあるといえる。2000年以降、ヘッジファンドがベンチマークの動向に左右されずにプラスのリターンを確保した背景には、“絶対収益”を目指す運用哲学や運用制約の低さなどが影響したと考えられる。

【図表5】ヘッジファンド・投資信託のリターン特性（抜粋）

ヘッジファンド・投資信託のパフォーマンス (年率表示)	ヘッジ ファンド	日本資産 特化型	投資信託	国内株式型
ベンチマーク	MSCI World	TOPIX	TOPIX	TOPIX
ベンチマークリターン	-0.97%	0.56%	0.56%	0.56%
リターン	7.14%	9.91%	0.98%	-0.20%
リスク（標準偏差）	5.11%	5.68%	7.38%	18.35%
β （感応度）	0.16	0.24	0.42	1.09
<参考>トラッキング・エラー	13.10%	13.08%	9.56%	4.71%
α （超過収益）	8.01%	9.07%	0.42%	-0.76%
IR（インフォメーション・レシオ）	0.61	0.69	0.04	-0.16

（注1）2000年1月から2005年12月までの月次データを用いて計算。

（注2）トラッキング・エラーはポートフォリオのベンチマークからの乖離を示す指標。

【図表6】ヘッジファンドと投資信託の相違点

		ヘッジファンド	投資信託
運用哲学	リターンの定義	絶対収益	市場ベンチマーク（ β ）＋超過収益（ α ）
	リターンの源泉	マネージャーの運用スキル（大）	ベンチマークの上昇（大）＋マネージャーの運用スキル（小）
	リスクの定義	損失	トラッキング・エラー（ベンチマークからの乖離）
運用制約	規制	オフショアで規制は緩い（投資家層：機関投資家、個人富裕層）	投資家保護の観点から金融当局の規制（投資家層：個人投資家が多く含まれる）
	レバレッジ・空売り	マネージャーの裁量で自由に実施	法令・自主規制により一定の制限
	組入れ資産	マネージャーが自由に決定	法令・自主規制により一定の制限
	流動性制約	ロックアップ・資金化期間などがあり、相対的に低い	原則、即日解約への対応が必要であるため、高い
	市場下落リスクの回避方法	ショート	アンダーウェイト
	ファンドの戦略	マネージャーの得意分野やストラテジーを選択（マネージャーサイドの自由度：大）	販売会社の影響がある（マネージャーサイドの自由度：小）
インセンティブ	マネージャーの報酬	業績連動報酬	—
	マネージャーの個人資産	大部分を投資	—