

# 『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<sup>(注)</sup>。以下は、2006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(<http://www.boj.or.jp/>)「論文・レポート」コーナーに掲載されている。

## 金利の期間構造と金融政策

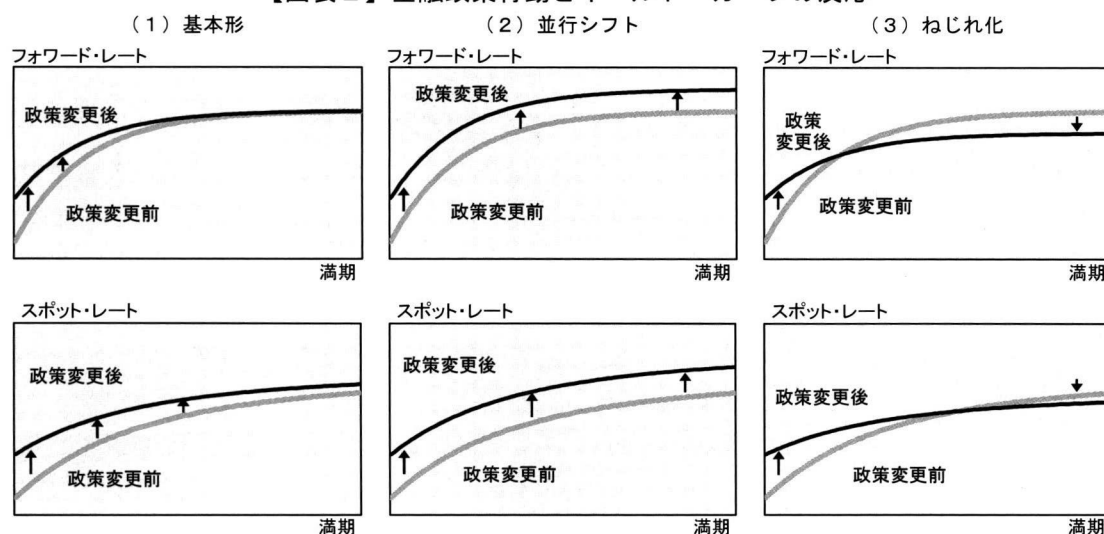
2006年4月

白塚重典／企画局

最近のマクロ経済理論の中では、金融政策とマクロ経済変動の関係について、金融政策の操作目標となる短期金利に注目して解説されることが多い。しかし、実際には、中央銀行の金融政策の運営においては、短期金利と長期金利をつなぐ金利の期間構造が重要な役割を果たしている。まず、金融政策の波及メカニズムの中で、総需要の変動は中長期金利の変動と密接な関係

があるため、短期金利の調節は、中長期金利を変化させることを通じて経済全体に影響を及ぼす。また、金利の期間構造は、経済主体が予想する短期金利の将来経路やインフレ予想に関する情報を包含しており、金融政策の運営上の重要な情報変数となっている。本稿では、金利の期間構造を介した金融政策と短期・長期の金利の関係を、期待仮説とフィッシャー方程式という2つの理論的基礎に即して説明し、最近のマクロ経済理論における金融政策とマクロ経済変動の関係について、金利の期間構造を軸に整理する。

【図表2】金融政策行動とイールド・カーブの反応



(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。

## 市場リスク・モニタリングに関する 新たな試み

～「日米欧共催コンファレンス」における議論  
を踏まえて～

2006 年 4 月

馬場直彦／金融研究所兼金融市場局

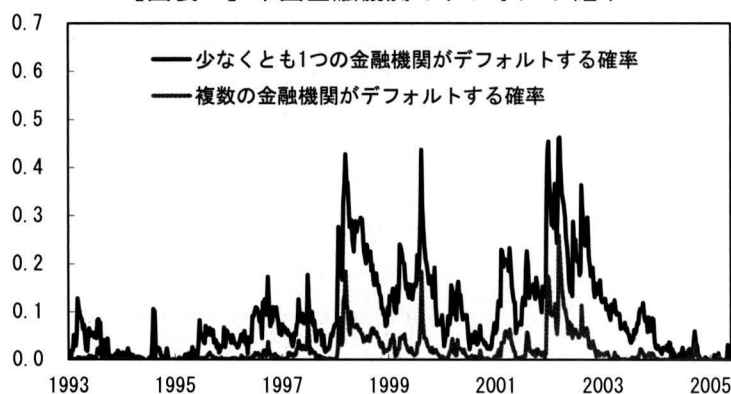
竹田憲史／金融研究所

清水季子／金融市場局

F R B、E C B、B I Sと日本銀行は、1995  
年から「リサーチと政策と市場」を一体として  
議論する場として、『共催リサーチ・コンファ

レンス』を3年毎に開催している。2005 年 11  
月にE C Bで開催された第4回会合では、市場  
リスク・モニタリングに関連して、ヘッジファン  
ド、信用リスク、システミック・リスクといっ  
た、各国中央銀行にとって関心の高いテーマが  
取り上げられ、中央銀行と学界関係者、実務家  
の間で活発な議論が展開された。本稿では、金  
融政策運営に資する市場モニタリングという観  
点から、これら3つの論点についての議論の概  
要や各国中央銀行の問題意識とともに、F R B  
や日本銀行における取組みの一端を紹介する。

【図表 9】米国金融機関のデフォルト確率



(注) 対象金融機関数は40。推計は構造モデルによる。

(出所) Nelson and Perli [2005]

## クレジット・スプレッドに影響を及ぼす マクロ要因

2006 年 4 月

大岡英興・上野陽一・一上 響／金融市場局

クレジット・スプレッドは、企業の資金調達  
コストを変化させ、設備投資やM&Aなどの企  
業行動に影響を及ぼしうることから、金融政策  
の波及効果を考えるうえでも、重要な指標であ  
る。クレジット・スプレッドは、2002 年春以降、  
概ね縮小基調を辿ってきた後、足許では、金融  
経済環境の様々な変化を受けて、拡大に転じる  
のではないかといった声も聞かれる。クレジッ

ト・スプレッドには、企業の信用力だけでなく、  
金利水準や投資家の資産配分など市場の環境変  
化に伴う複数の要因が影響するため、今後の方  
向性を考えていくうえでは、それぞれの要因の  
影響の大きさを把握し、どちらの方向への圧力  
が強いかに見極めることが重要となる。本稿では、  
格付ごとに社債のクレジット・スプレッドにつ  
いて回帰分析を用い、各要因の影響を定量的に  
分析した。これによると、高格付債では国債金  
利、中程度の格付では金利の不確実性、低格付  
債では企業収益の影響を受けやすいとの分析結  
果が得られた。

【図表6】回帰分析の結果

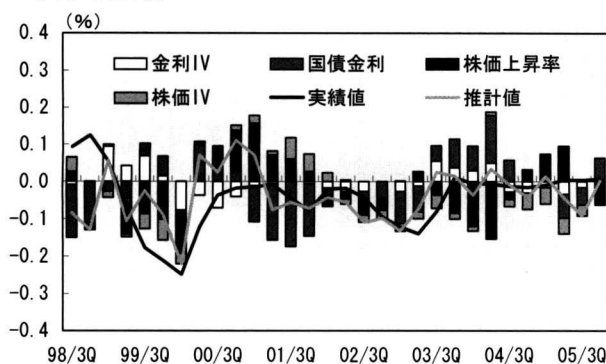
	国債金利 (a)	金利 I V (b)	株価上昇率 (c)	株価 I V (d)	Adj R <sup>2</sup>
A A	0.252 (0.015)	0.021 (0.004)	-0.002 (0.000)	0.005 (0.001)	0.649
A	0.291 (0.040)	0.064 (0.009)	-0.004 (0.001)	0.010 (0.002)	0.519
B B B	0.116 (0.049)	0.080 (0.011)	-0.004 (0.001)	0.015 (0.003)	0.401
B B	-0.007 (0.094)	0.037 (0.019)	-0.013 (0.001)	0.034 (0.008)	0.352

- (注) 1. 上記の各計数は、以下の推計式の係数 a、b、c、d の推計値と標準誤差（上図括弧内）、および、自由度修正済み決定係数（Adj R<sup>2</sup>）。
- クレジット・スプレッド＝定数＋a×国債金利＋b×金利 I V＋c×株価上昇率＋d×株価 I V＋推計誤差
2. 国債金利は年限5年、金利 I Vは長期国債先物オプションのインプライド・ボラティリティ（プットとコールの平均値）、株価上昇率は日経平均株価の年間上昇率、株価 I Vは日経平均先物オプションのインプライド・ボラティリティ（プットとコールの平均値）。
3. 標準誤差は、Newey-West の推計方法により算出。シャドーは5%有意。
4. 標本期間は、1997年7月1日～2005年12月30日。
5. 社債スプレッドの格付は、ムーディーズによる。ただし、本稿では、便宜上、Aa 格、A 格、Baa 格、Ba 格をそれぞれ A A 格、A 格、B B B 格、B B 格と表示。

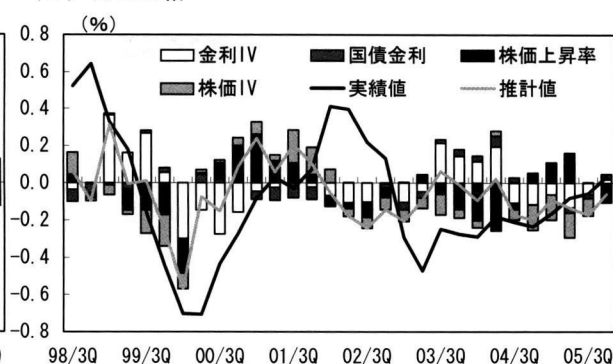
(出所) 日本証券業協会、Bloomberg、日本銀行

【図表7】クレジット・スプレッド前年差の寄与度分解

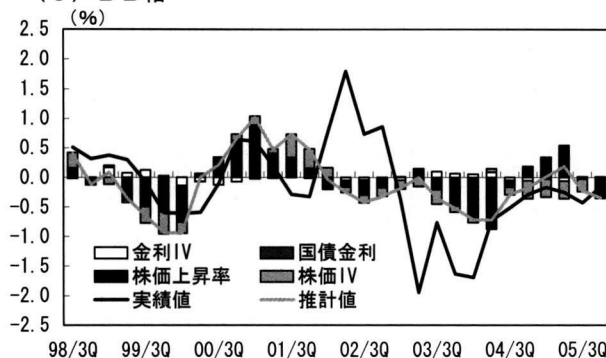
(1) A A 格



(2) B B B 格



(3) B B 格



- (注) 1. 図表6の回帰結果から算出。
2. 各四半期に属する日次の結果の平均。
3. 社債スプレッドの格付は、ムーディーズによる。ただし本稿では、便宜上、Aa 格、Baa 格、Ba 格をそれぞれ A A 格、B B B 格、B B 格と表示。

(出所) 日本証券業協会、Bloomberg、日本銀行

## 消費者物価指数のコア指標

2006 年 4 月

白塚重典／企画局

日本銀行は、物価の安定を達成することを通じ、持続的な経済成長に貢献していくことを、金融政策運営上の理念としている。その場合、達成すべき物価の安定とは、短期的・一時的な物価安定ではなく、中長期的に持続可能な物価安定であることは、主要国中央銀行の共通の認識となっている。この使命を達成するために、観測される物価指数の変動から、様々な一時的な攪乱要因の影響を取り除き、物価の基調的な変動を的確に見極めていく必要がある。本稿では、わが国の消費者物価指数について、一時的

な攪乱要因の影響を検討した上で、物価の基調的な変動を捕捉するためのコア指標をいくつか計算し、そのパフォーマンスを比較する。基調的な物価変動の捕捉力、将来の総合指標の変化の方向性の予測力について、統計的な手法で比較すると、総合的にみて、除く生鮮食品、10% 刈込平均のパフォーマンスが幾分高いと判断できる。消費者物価の動向を点検していくに当たっては、これまでも重視されてきた除く生鮮食品を含め、消費者物価指数の複数の指標をみていくことで、消費者物価変動に対する様々な一時的な攪乱要因の性質や規模を把握し、基調的な変動を見極めていくことが重要と考えられる。

【図表 3】各国中央銀行が利用している代表的なコア指標

国・経済圏	コア指標		目標指標	備 考
		ウェイト		
日本	CPI 除く生鮮食品	95.5%	—	
米国	PCEデフレータ・除く食料・エネルギー	80.2%	—	2000年2月にCPI除く食料・エネルギーから移行。
ユーロ圏	HICP除く非加工食品・エネルギー等	83.4%	HICP総合	
英国	RPIX	—	CPI総合	2003年12月に目標指標をRPIX（小売物価除く住宅ローン金利支払い）からCPI総合に変更。
カナダ	CPI除くボラティリティ上位8分類・間接税調整後	82.8%	CPI総合	2001年にCPI除く食料・エネルギーから移行。
ニュージーランド	CPI除くエネルギー・燃料、CPI貿易財・非貿易財、刈込平均等	—	CPI総合	1999年以降、総合指標から金利・住宅地価格が控除される扱いに変更。
オーストラリア	CPI除く果物・野菜・ガソリン、刈込平均等	—	CPI総合	
スウェーデン	CPI除く住宅ローン金利支払い、間接税・補助金調整後	94.4%	CPI総合	
ノルウェー	CPI除く税金・エネルギー、税金調整後	n.a.	CPI総合	
スイス	CPI15%刈込平均	70.0%	CPI総合	除く食料・飲料・タバコ・季節商品・エネルギー、並びに、そこからさらに公共性料金を除いたものも作成。

- (注) 1. コア指標のウェイト欄は、コア指標の対総合ウェイト。  
 2. 目標指標欄は、インフレーション・ターゲティングの目標値や物価安定の数値的定義の対象としている物価指標。  
 3. カナダのコア指標での除外対象は、果物・野菜・ガソリン・燃料油・天然ガス・住宅ローン金利支払い・都市間交通費・タバコの8分類。

## GDPギャップと潜在成長率の新推計

2006年5月

伊藤 智・猪又裕輔・川本卓司・黒住卓司  
・高川 泉・原 尚子・平形尚久・峯岸 誠  
／調査統計局

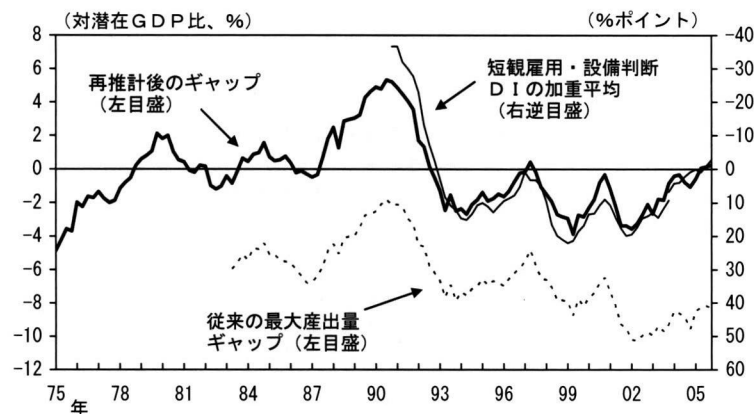
日本銀行は、GDPギャップや潜在成長率を推計し、経済・物価情勢の判断に利用している。今回、GDP統計が昨年末の基準年変更によって遡及改定されたことに伴い、GDPギャップと潜在成長率の再推計を行なった。その際に、過去数年間に明確化した労働市場の構造変化を織り込むとともに、資本ストック統計など推計に利用するデータの改善、潜在GDPの概念の変更など、作成方法を全般的に見直した。

新しいGDPギャップは、資本や労働の稼働

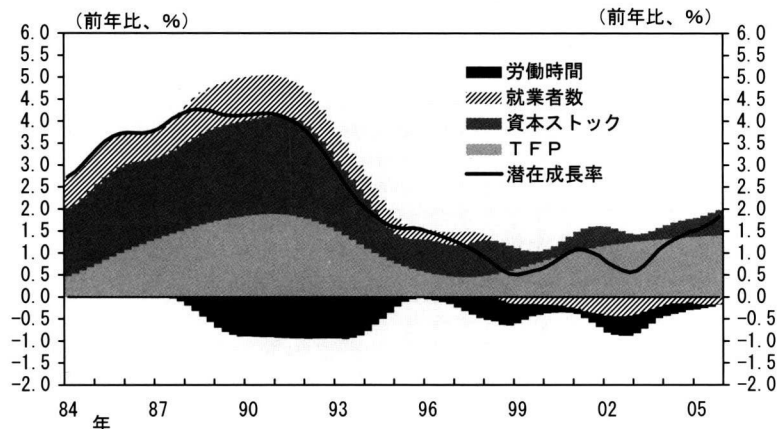
率が過去の平均的な水準にある状態を境に、プラス、マイナス双方の値をとる。最近の動きをみると、今次景気回復が始まった時点では大幅なマイナスであったが、順調に改善を続け、足もとはゼロ近傍での動きとなっている。この水準は、2000年の景気のピークを上回り、1997年のピークに概ね並んでいる。また、新しい潜在成長率は、1990年代末頃から1%程度ないしそれをやや下回って推移してきたが、最近は1%台後半まで回復してきている。

ただし、GDPギャップや潜在成長率の推計値は、データの追加などによって事後的に変わる可能性があるため、十分な幅を持ってしておく必要がある。

【図表 18】 GDPギャップ（2）



【図表 19】 潜在成長率



## 経済見通しの作成における政策金利の前提

2006年5月

原 尚子・木村 武／調査統計局

長野哲平・上原博人・清水季子／金融市場局

フォワード・ルッキングな金融政策運営を行

うためには、先行きの経済についての的確な見通しをもつことが不可欠である。一方、経済動向と政策金利は相互に影響し合うため、経済見通しを作成するには先行きの政策金利について何らかの前提が必要となる。この前提の置き方に関しては、先行きの金利が可変か不変か、可変の場合に市場予想を用いるかどうかなどを巡って多様な考え方が存在し得る。どの方法が優れているかは、一概に決めることが困難であり、

現に海外の中央銀行においても様々な取組みが行われている。日本銀行は、昨年10月末に公表した展望レポートまでは、先行きの金融政策運営について不変を前提としていたが、4月末に公表した展望レポートにおいては、「各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ」経済見通しを作成している。実際に観察される市場金利から先行きの金利見通しに関する情報を得るには、先物金利が参考になる。その際、先物金利には、平均的な金利水準の予想と将来の不確実性に起因するリスクプレミアムの両方が反映されており、それぞれの変動を的確に見極めることが必要となる。

【概念図2】フォワードレートの分解

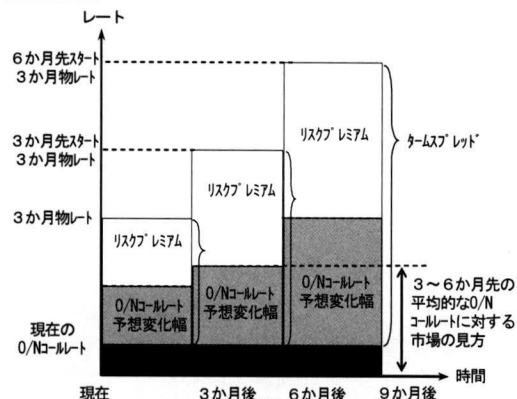
### ステップ1 フォワードレートを算出（例：3か月先スタート）

① 複数のターム物レートから計算

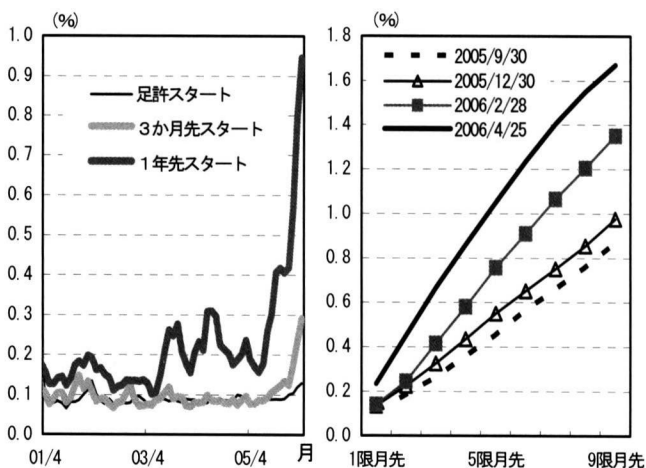
6か月物金利  
3か月物金利  
3か月先スタート3か月物金利

② 3か月先スタートの先物金利を利用

### ステップ2



【図表2】フォワードレート（3か月物）の推移、ユーロ円金利先物のフォワードレートカーブ



(出所) Bloomberg、東京金融先物取引所、日本銀行