

講義録レポート

講義録コード

11-14-B-103-02

講 座	証券アナリスト	科目①	市場と経済の分析
目標年	2014年合格目標	科目②	
コース	2次対策・基本講義	回 数	2 回
用 途	☒ 個別DVD ☒ テープレクチャー ☐ 集合ビデオ ☒ WEB ☐ 衛星 ☒ カセット通信 ☒ DVD通信 ☐ 資料通信		

収録日	2013 年 9 月 19 日		
講師名	高久保 先生	講義録 枚数	5 枚 ※レポート 含まず
		補助レジュメ 枚数	25 枚 (サイズ)

講義構成	講義 (72) 分 → 講義 (75) 分		
使用教材	① 基本テキスト P. 37 ~ P. 58		
	② 問題集 P. ~ P.		
	③ 例題集 P. ~ P.		
	④		
配布物	有 . ☒ 無		
	①		
	②		
正誤表	有 . ☒ 無 枚		
備考			

証券アナリスト講義録	科目	市場経済	コース	2次基本	回数	2
------------	----	------	-----	------	----	---

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師	高久保 先生
-----	--	--------------------------------------	----	--------

テキスト ページ	黒板内容
-------------	------

レジュメ
3ページ

1. 投機的需要量

	現在	将来 (予想)
金利 i	$\uparrow$	$\downarrow$
コンソル 債の 価格 $= \frac{C}{i}$	$\downarrow$	$\uparrow$
債券需要	$\uparrow$	
投機的 需要	$\downarrow$	

レジュメ
4ページ

2. 貨幣市場の均衡と金利の決定

貨幣供給
マネー
サプライ $\rightarrow M$
物価 $\rightarrow P \uparrow$

貨幣需要
(+) (-)
 $L(Y, i)$
GDP金利
 $\uparrow \uparrow$
 $L_1 L_2$

均衡
安定

$M \uparrow$
 $i \downarrow$
 $P \uparrow$
OR
 $Y \uparrow$

$\frac{M}{P} > L$
 $\frac{M}{P} < L$

調整役 i

$\Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \\ P \uparrow \Rightarrow i \uparrow \\ Y \uparrow \Rightarrow i \uparrow \end{array} \right.$

証券アナリスト講義録		科目	市場経済	コース	2次基本	回数	2
------------	--	----	------	-----	------	----	---

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師	高久保 先生
-----	--	--------------------------------------	----	--------

テキスト ページ	黒板 内 容								
レジュメ 5ページ	3. 信用創造 信用創造 民間銀行 <table><tr><td>貸出 800</td><td>預金 1000</td></tr><tr><td>準備 200</td><td></td></tr></table> 民間銀行 <table><tr><td>貸出 640</td><td>預金 800</td></tr><tr><td>準備 160</td><td></td></tr></table> 預金 640 ⇒... $\text{準備率} = \frac{\text{準備}}{\text{預金}} = 0.2 \text{ とすると } (20\%)$	貸出 800	預金 1000	準備 200		貸出 640	預金 800	準備 160	
貸出 800	預金 1000								
準備 200									
貸出 640	預金 800								
準備 160									
レジュメ 7ページ	4. 日銀の B/S とマネタリーベース 日銀 B/S <table><tr><td rowspan="3">日銀 信用</td><td>現金通貨 C</td></tr><tr><td>日銀当預 R</td></tr><tr><td>政府預金</td></tr></table> マネタリーベース 現金通貨 + 日銀当預 (流通現金)	日銀 信用	現金通貨 C	日銀当預 R	政府預金				
日銀 信用	現金通貨 C								
	日銀当預 R								
	政府預金								

証券アナリスト講義録	科目	市場経済	コース	2次基本	回数	2
------------	----	------	-----	------	----	---

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師	高久保 先生
-----	--	--------------------------------------	----	--------

テキスト ページ	黒板 内容										
レジュメ 7ページ	5. 日銀による買いオペとマネーストック 買いオペ <table border="1"> <tr> <td>日 銀</td><td>民間銀行</td></tr> <tr> <td>国債 +100</td><td>国債 -100</td></tr> <tr> <td>日銀当預 +100</td><td>日銀当預 +100</td></tr> <tr> <td>↓ 支払い</td><td>↓ 貸出 +100</td></tr> <tr> <td>↓ マネタリーベース増加</td><td>預金 +100</td></tr> </table> ⇒ 信用創造によりマネーストックが増加	日 銀	民間銀行	国債 +100	国債 -100	日銀当預 +100	日銀当預 +100	↓ 支払い	↓ 貸出 +100	↓ マネタリーベース増加	預金 +100
日 銀	民間銀行										
国債 +100	国債 -100										
日銀当預 +100	日銀当預 +100										
↓ 支払い	↓ 貸出 +100										
↓ マネタリーベース増加	預金 +100										
レジュメ 8ページ	6. 貨幣乗数 $M = m \times H$ マネーストック マネタリーベース 貨幣乗数 ⇒ 信用創造の目安 $m = \frac{M}{H}$										

証券アナリスト講義録	科目 市場経済	コース 2次基本	回数 2
------------	------------	-------------	---------

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師 高久保 先生
-----	--	--------------------------------------	--------------

テキスト ページ	黒板 内容
132X (13A2-3)	7. 金融調節と日銀当預 $\begin{matrix} \text{日銀} & \text{日銀} & \text{現金} & \text{政府} \\ \text{当預} & = & \text{信用} & - \\ \text{増減} & & \text{増減} & - \text{通貨} - \text{預金} \\ & & & \text{増減} \end{matrix}$ 日銀 による コントロール 可能 日銀の コントロール外 8. 金利期間構造 2年物金利 ${}_0R_2$ (年率)

証券アナリスト講義録	科目 市場経済	コース 2次基本	回数 2
------------	------------	-------------	---------

配布物 ★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師 高久保 先生
---	--------------------------------------	--------------

テキスト ページ	黒板 内容
レジュマ (9ページ)	9. 純粋期待仮説 $\left. \begin{array}{l} r_1 \leq R_2 \\ (1+r_1)^2 \leq (1+R_2)^2 \\ (1+r_1)(1+r_1) \leq (1+r_1)(1+r_2^e) \\ r_1 \leq r_2^e \end{array} \right\} \Rightarrow (1+r_1)(1+r_2^e) \times \dots \times (1+r_{n-1}^e) \leq (1+R_n)^n$ 拡張 上昇予想 ↓ $r_n \uparrow$
レジュマ (20ページ)	10. イールドカーブの描き方 金利 短期 長期 金融政策 長期債の利回り 景気など 政策変更前 長期債の買い↑ ↓ 長期金利↓ 買いオペ 期間

証券アナリスト・2次レベル試験対策

市場と経済の分析

—基本講義・第2回—

2013年9月19日（木曜日）

今回の学習のポイント

第3章 貨幣供給と金融政策

- ☑ 貨幣市場と金利の決定
- ☑ 信用創造と貨幣供給
- ☑ 金融政策の枠組みと効果

この補助資料は、講師が個人的に製作したものですので、欠席時などの資料請求は、講師に直接お申し付けください。各校舎の受付では、対応していませんのでご注意ください。

第3章 貨幣供給と金融政策

第1節 貨幣市場と金利の決定

1. 貨幣の機能：テキスト・30 ページ

- **貨幣の機能**：貨幣には、つぎの3つの機能がある。
 - ① **価値尺度**：貨幣（単位）によって、財・サービスなどの価値が示される。
 - ② **交換手段（支払手段）**：貨幣は、財・サービスの交換の仲立ちをする。
 - ③ **価値の保蔵手段**：貨幣によって、価値（名目価値）を蓄えることができる。このため、貨幣は「資産」の役割もはたしている。
- **デフレと貨幣の実質価値**：名目価値が固定されている貨幣の実質価値は、デフレ（＝物価の持続的下落）により増加するため、貨幣保有の機会費用（＝貨幣を保有することによる逸失利益）を減少させる。

2. マネー・サプライと貨幣の定義：テキスト・39 ページ

- **マネー・サプライ（＝マネー・ストック）**：民間の非金融部門（＝銀行以外の個人や企業や地方政府など）が保有する通貨量（＝貨幣残高）のこと。
- **マネー・ストック統計での貨幣の定義**：マネー・サプライ（＝マネー・ストック）の指標の定義は、つぎのとおりである。
 - ⊕ $M1 = \text{現金通貨} + \text{預金通貨（要求払い預金など）}$
 - ⊕ $M2 = \text{現金通貨} + \text{国内銀行（ゆうちょ銀行を除く）等に預けられた預金}$
 - ⊕ $M3 = M1 + \text{準通貨（定期性預金）} + \text{譲渡性預金（CD）}$ ：（標準的指標）
 - ⊕ $\text{広義流動性} = M3 + \text{投資信託・国債など}$
- ☑ **注目点！**：「M2」には、「ゆうちょ銀行」の預金が含まれていないが、「M1」、「M3」、「広義流動性」には、「ゆうちょ銀行」の預金も含まれている。

M3 1135.9 兆円 (100%)	M1 545.7 兆円 (48.0%)	現金通貨 79.7 兆円 (7.0%)
		預金通貨 466.0 兆円 (41.0%)
	準通貨 557.3 兆円 (49.1%)	
	譲渡性預金 32.9 兆円 (2.9%)	

M3 の内訳（2012 年 12 月末残高，単位：兆円）
（資料）日本銀行・ホームページ

3. 貨幣保有の動機と貨幣需要：テキスト・31～33 ページ

- **貨幣保有の動機**：ケインズは、貨幣保有の動機を、つぎの 3 つに分類した。
 - ① **取引動機**：取引のために貨幣を保有する動機のこと。ケインズは、「取引動機」をさらに、「所得動機（＝所得の受取と支出のあいだの時間差のために貨幣を保有する動機のこと）」と「営業動機（＝営業上の費用の発生時点と売上の受取時点とのあいだをつなぐために貨幣を保有する動機のこと）」に分類している。
 - ② **予備的動機**：将来の不測の事態に備えて貨幣を保有する動機のこと。
 - ③ **投機的動機（資産動機）**：資産として貨幣を保有する動機のこと。

- **取引需要量： L_1** ：「取引動機にもとづく貨幣需要量」と「予備的動機にもとづく貨幣需要量」とを合計した貨幣需要量のこと。マクロ的な取引量を GDP（国民所得）でとらえて、GDP（国民所得） Y が増大すると、取引需要量 L_1 も増大すると考える。

- **投機的需要量： L_2** ：「投機的動機にもとづく貨幣需要量」のこと。余裕資金のうち「貨幣」のまま資産として残す分が投機的需要量となる。「流動性選好」の考え方により、投機的需要量は金利（利子率）に依存し、金利（利子率） i が上昇すると、投機的需要量 L_2 は減少すると考える。

- ⊕ **コンソル債（永久債）**：満期がなく、クーポンが永久に支払われる債券のこと。1 年間の安全資産の金利（リスクフリーレート）が i 、毎年のクーポンの額が c 円、とそれぞれ一定の場合、コンソル債の価格 P_F は、つぎのように示される。

$$P_F = \frac{c}{i} \text{ 円}$$

- ⊕ **流動性選好**：手許の余裕資金で「債券（コンソル債）」を買う（＝債券需要）か、「貨幣」のままにしておく（＝投機的需要）かの選択を考える。ただし、「債券」には「貨幣」と違って、キャピタル・ゲイン（＝安く買って高く売ることから得られる利益）が得られる可能性がある。キャピタル・ゲインを得る可能性が高まるほど、債券を需要する分、貨幣の需要量は減少する。

	現在	将来（予想）
金利（利子率）： i	↑	↓
コンソル債の価格： $P_F = \frac{c}{i}$	↓	↑
債券需要	↑	
投機的需要量： L_2	↓	

- **貨幣需要**：貨幣需要量 L は、取引需要量 L_1 と投機的需要量 L_2 との合計を考える。

$$\text{（実質）貨幣需要量} : L \left(\begin{matrix} (+) \\ Y, \end{matrix} \begin{matrix} (-) \\ i \end{matrix} \right) = L_1 + L_2$$

4. 貨幣市場の均衡と金利の決定：テキスト・34 ページ

- **貨幣供給**：マネー・サプライ M を物価 P で割った実質貨幣供給量（＝実質貨幣残高）で捉える。

$$\text{実質貨幣供給量（実質貨幣残高）} : \frac{M}{P}$$

- ⊕ マネー・サプライが増加すると実質貨幣供給量は増加し、物価が上昇すると実質貨幣供給量は減少する。

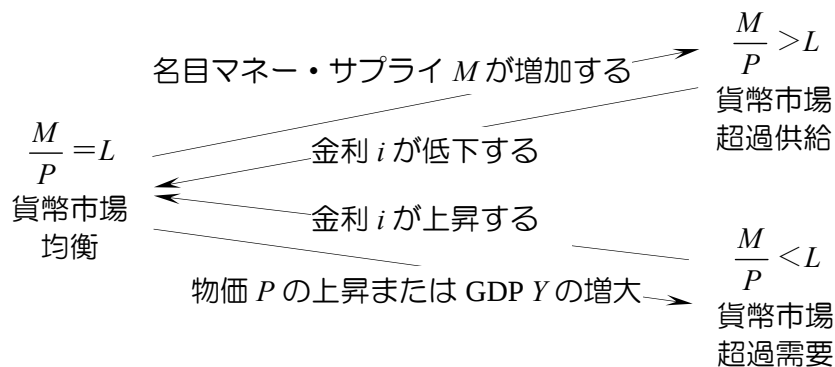
- **貨幣市場の均衡**：貨幣供給量と貨幣需要量とが等しい状態のこと。

$$\text{貨幣市場の均衡} : \frac{M}{P} = L \left(\begin{matrix} (+) \\ Y, \end{matrix} \begin{matrix} (-) \\ i \end{matrix} \right)$$

〔 M ：マネー・サプライ， P ：物価， L ：貨幣需要， Y ：GDP， i ：金利〕

貨幣市場では、均衡が安定するように、金利が変化する

- **流動性選好理論**：ケインズの「**流動性選好理論**」では、金利（利子率）による調整メカニズムを通して貨幣市場の均衡が達成され、これにより金利（利子率） i が決定されると考える。貨幣供給量が貨幣需要量を上回るとき、金利 i は低下する。一方、貨幣需要量が貨幣供給量を上回るとき、金利 i は上昇する。



金利の変化についてまとめると…

- **金利の変動要因**：金利の決定に関して、つぎの3つの関係が重要となる。

$$\begin{aligned} M \uparrow (\text{金融緩和}) &\Rightarrow i \downarrow (\text{金利低下}) \\ P \uparrow (\text{インフレ}) &\Rightarrow i \uparrow (\text{金利上昇}) \\ Y \uparrow (\text{景気拡大}) &\Rightarrow i \uparrow (\text{金利上昇}) \end{aligned}$$

第 2 節 信用創造と貨幣供給

1. 信用創造とマネー・サプライ：テキスト・40 ページ

- **信用創造**：民間銀行による企業や個人などに対する「貸出」が、あらたな「預金」（貨幣）を創造し、それによりマネー・サプライも増大するしくみのこと。本源的預金をもとに、追加的な銀行貸出によって、派生預金（貨幣）がつつぎに創造され、マネー・サプライが増大していく。

民間銀行		民間銀行		民間銀行		
資産	負債	資産	負債	資産	負債	
銀行貸出	本源的 預金 1000	銀行貸出	派生 預金 800	銀行貸出	派生 預金 640	派生預金 512 預金の創造 がつづく
準備 200		準備 160		準備 128		

(注) 預金準備率 = $\frac{\text{準備}}{\text{預金}} = 0.2$ (20%) としている。

マネー・サプライを増加させる要因は？

- **信用創造とマネー・サプライの増加要因**：信用創造が促進されるほど、マネー・サプライは増加する。信用創造が促進される要因としては、つぎのようなものがある。
 - ① **本源的預金の増加**：日銀からの資金供給（＝金融緩和政策）による日銀当預（準備預金）の増加や、民間の現金選好の低下（＝民間が現金よりも預金を選択すること）が本源的預金を増加させる。
 - ② **貸出の増加**：民間の資金需要の増加や銀行の貸出姿勢が上向くと銀行貸出が増加し、信用創造が促進される。
 - ③ **準備率の低下**：本源的預金が変化しなくても準備率が低下すれば、銀行貸出が増加し、信用創造が促進される。

2. 日銀のバランスシートと金融政策の手段：テキスト・45 ページ

- **日銀のバランスシート**：平成 24 年度末（平成 25 年 3 月 31 日現在）のバランスシート（貸借対照表）は、つぎのとおりである。

単位：億円

資産		負債および純資産	
科目	金額	科目	金額
金地金	4,413	発行銀行券	833,783
現金	3,235	預金	583,201
国債	1,253,556	政府預金	14,941
コマーシャル・ペーパー等	12,457	売現先勘定	145,055
社債	28,873	その他負債	2,867
金銭の信託（信託財産株式）	13,780	退職給付与引当金	1,996
金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）	15,440	債券取引損失引当金	22,433
金銭の信託（信託財産不動産投資信託）	1,190	外国為替等取引損失引当金	10,963
貸出金	254,871	負債の部合計	1,615,240
外国為替	55,265	資本金	1
代理店勘定	228	法定準備金	27,126
その他資産	2,768	特別準備金	0.1
有形固定資産	2,050	当期剰余金	5,760
無形固定資産（権利金）	1	純資産の部合計	32,888
資産合計	1,648,127	負債および資本合計	1,648,127

- **資産：現金**：支払元貨幣（金融機関等の求めに応じて払いだされる貨幣）である。
- **資産：金銭の信託（信託財産株式）**：信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式などである。
- **資産：金銭の信託（信託財産指数連動型上場投資信託）**：信託銀行を通じて買い入れた指数連動型上場投資信託受益権などである。
- **資産：金銭の信託（信託財産不動産投資信託）**：信託銀行を通じて買い入れた不動産投資法人投資口などである。
- **資産：外国為替**：外国中央銀行、国際決済銀行等への預け金、外国政府等の発行する国債等、外貨投資信託、外貨金銭の信託および米ドル資金供給オペレーションによる貸付金である。
- **負債：売現先**：国債などを買い戻し条件つきで売却すること。

3. 日銀のバランス・シートとマネタリー・ベース：テキスト・38・44 ページ

- **日銀の簡略化したバランス・シート**：資産項目には，日銀信用（＝日銀貸出，債券など）があり，負債項目には，現金通貨，日銀当座預金（＝民間金融機関が中央銀行に預けている当座預金のこと，「日銀当預」と略する。また，簡略的には，民間金融機関が日銀に法定準備をする「準備預金」ともいう。），政府預金がある。
- ⊕ **参考：日銀の役割**：中央銀行である日銀には，①発券銀行，②銀行の銀行，③政府の銀行，という 3 つの役割がある。

資産	負債	
日銀信用 〔日銀貸出 債券 など〕	現金通貨	この部分が，マネタリー・ベースに相当する。
	日銀当預 (準備預金)	
	政府預金	

- **マネタリー・ベース**：日本銀行が供給する通貨のこと，具体的には，流通現金（＝日本銀行券発行高＋貨幣流通高）と日銀当座預金（＝準備預金）との合計と定義される。「ベース・マネー」，または，「ハイパワード・マネー」ともいう。
- **日銀による買いオペ**：日本銀行が民間銀行から国債 100 を購入（＝国債買入れオペレーションを 100 実施）するとき，民間銀行の日銀当預が 100 増加するため，マネタリー・ベースが増加する。

日銀		民間銀行	
国債	+100	国債	-100
	日銀当預+100		日銀当預+100

買いオペが信用創造につながれば，マネー・ストックが増加する

- **民間銀行による貸出の増加**：民間銀行の日銀当預（＝準備預金）が増加すると，民間銀行は，貸出を増加させて預金をふやすことができる。この融資による預金の増加によりマネー・ストックは増加する。

民間銀行		民間企業	
銀行貸出+100	預金 +100	預金 +100	銀行借入+100

4. マネタリー・ベースと貨幣乗数：テキスト・41 ページ

- **マネタリー・ベース**：現金通貨を C 、日銀当座預金（＝準備預金）を R とすると、マネタリー・ベース H は、つぎのように示される。

$$H = C + R$$

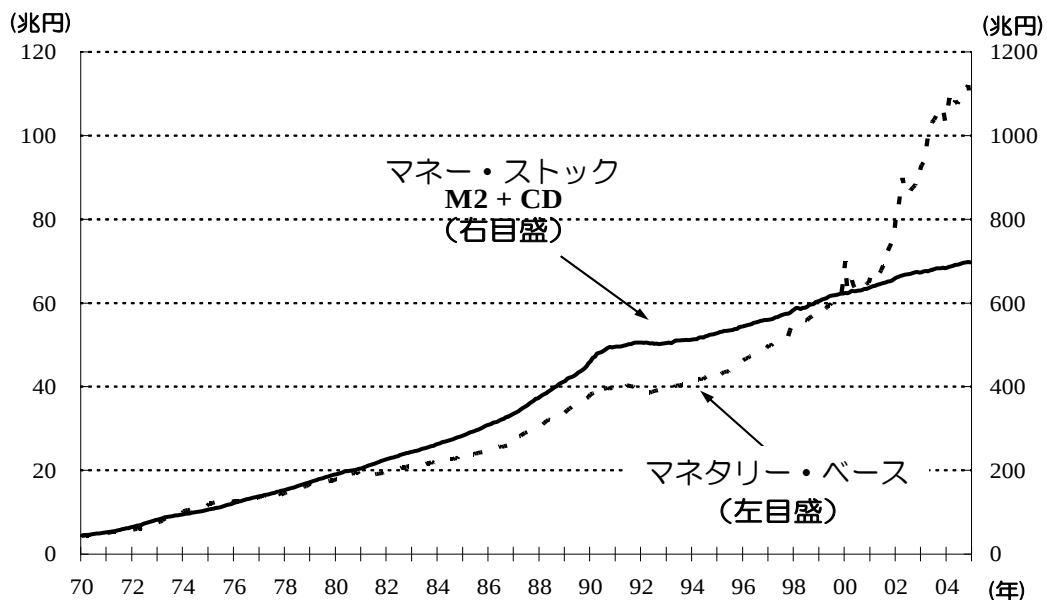
- **マネー・ストック**：一般的に、現金通貨 C と預金 D との合計ととらえられる。マネー・ストック（＝マネー・サプライ） M は、つぎのように示される。

$$M = C + D$$

- **貨幣乗数： m** ：マネタリー・ベースとマネー・ストックとの間の比例関係を示す。さらに、貨幣乗数は、信用創造がどの程度機能しているかを示す指標ともなる。

$$M = m \times H \quad \Leftrightarrow \quad m = \frac{M}{H} = \frac{\frac{C}{D} + \frac{D}{D}}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}}$$

$\left(\frac{C}{D} : \text{現金預金比率}, \frac{R}{D} : \text{預金準備率} \right)$



マネタリー・ベースとマネー・ストック ($M2 + CD$) の関係

- ★ 1970年代から1990年代までは、マネタリー・ベースとマネー・ストックには、比例関係があったが、2000年以降、金融政策などの影響でその比例関係がみられなくなっている。

(資料) 日本銀行・ホームページ

平成 23 年・第 1 時限・第 1 問：(例題・問題 4・問 1(1))：金融政策において日本銀行が直接コントロールできるのは、マネタリー・ベースとマネー・ストックのどちらですか。

協会解答例：マネタリー・ベース

- ☑ **論点チェック**：中央銀行は、日銀当座預金（準備預金）の増減を通じて、直接的に「マネタリー・ベース（＝ハイパワード・マネー）」の供給量をコントロールする。

平成 23 年・第 1 時限・第 1 問：(例題・問題 4・問 1(2))：マネタリー・ベースとは何ですか。

協会解答例：マネタリー・ベースとは、市中に出回っている流通現金（現金通貨、「日本銀行券発行高」＋「貨幣流通高」）と「日銀当座預金」の合計値。

- ☑ **論点チェック**：「マネタリー・ベース（＝ハイパワード・マネー）」は、現金通貨と日銀当座預金（準備預金）の合計のこと。また、日銀（中央銀行）の民間に対する債務でもある。

平成 23 年・第 1 時限・第 1 問：(例題・問題 4・問 1(3))：マネー・ストックのうちの M2 とは何ですか。

協会解答例：民間（金融機関、中央政府を除く）が保有する現金通貨と要求払預金（普通預金、当座預金等）の合計（M1）に、準通貨（定期性預金等）加えたものがマネー・ストックの M2 である。

- ☑ **論点チェック**：「M2」は、「現金通貨」と「国内銀行（ゆうちょ銀行を除く）等に預けられた預金」の合計である。

平成 23 年・第 1 時限・第 1 問：(例題・問題 4・問 1(4))：マネタリー・ベースの供給がどのようにしてマネー・ストックの増加をもたらすかについて、金融機関の役割に言及しながら述べなさい。また、一般にマネタリー・ベースとマネー・ストックの間にどのような数量的関係があるかについても述べなさい。

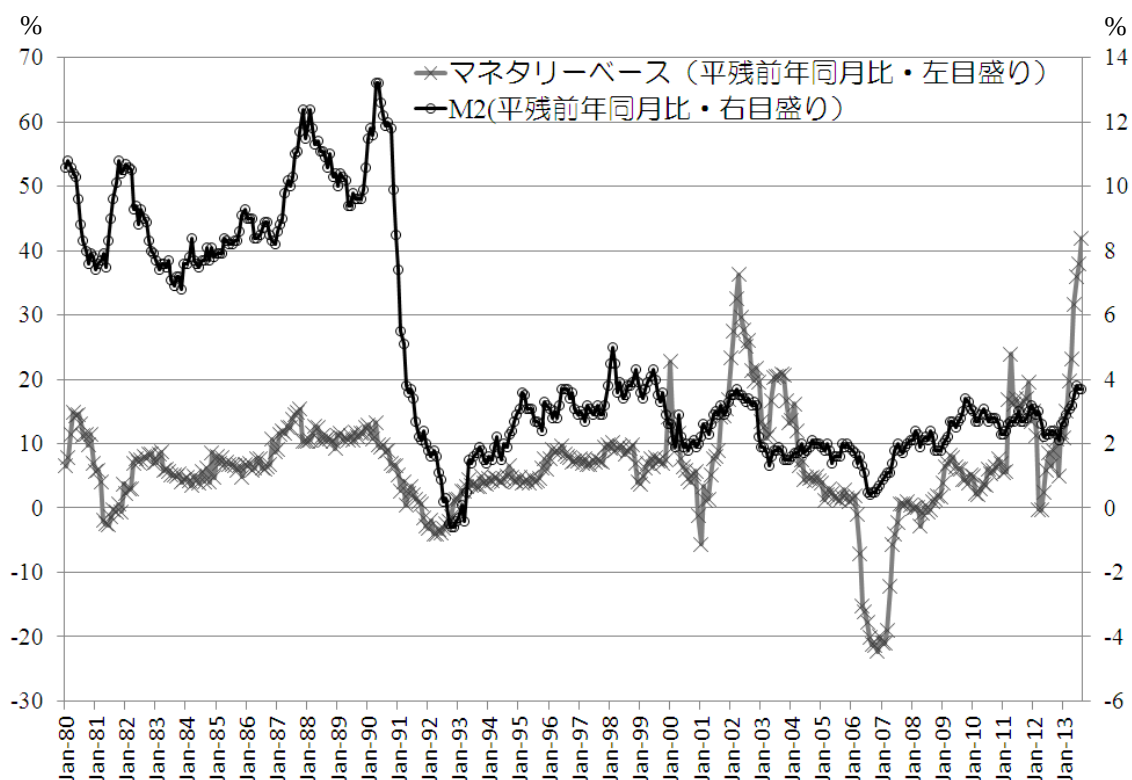
協会解答例：新たに市中銀行に供給されたマネタリー・ベースは民間に貸し出され、それを民間は現金、銀行預金、国債などの形態で保有する。銀行預金の形態で銀行に戻った資金は再度民間に貸し出される（信用創造される）。このため、新たに供給されたマネタリー・ベースの金額以上にマネー・ストックの金額が増加する。

- ☑ **論点チェック**：マネタリー・ベースの供給は、銀行貸出による信用創造を通して、マネー・ストックの増加をもたらす。また、マネタリー・ベースとマネー・ストックの間には、一般的に、

$\text{マネー・ストック} = \text{貨幣乗数} \times \text{マネタリー・ベース}$

という比例関係がある。

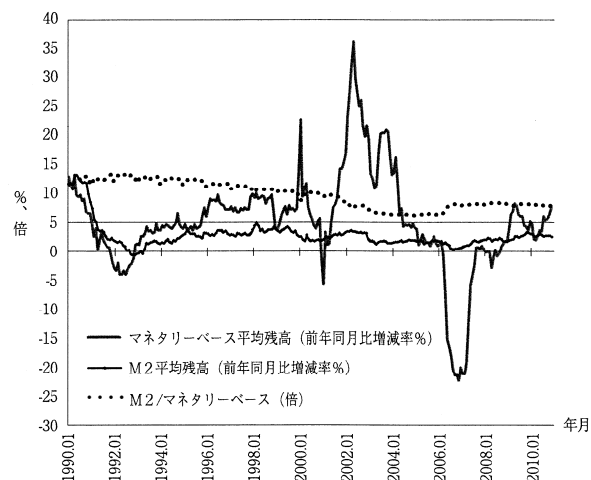
- ☑ **関連問題**：例題・問題 4・問 2(3)



マネタリーベース（前年同月比）とマネーストック（前年同月比）の推移
(資料) 日本銀行ホームページ

平成 23 年・第 1 時限・第 1 問：(例題・問題 6・問 2(3))：図表は 1990 年以降の日本のマネタリーベースとマネーストック（代表的な指標である M2）の推移を示している。

図表 マネタリーベースとマネーストックの推移



出所：日本銀行の資料に基づいて作成。

- (3) 図表の「M2／マネタリー・ベース」をみると、1990 年代初頭には 10 倍を超えていたが、その後は 2005 年頃まで低下を続けている。2005 年以降、少し上昇したものの、現在も 8 倍前後の水準で推移している。また、M2 の平均残高（前年同月比増減率%）も、1990 年代初頭に急速に低下した後、現在は 2%台で推移している。

以上のマネタリーベースとマネーストックの推移に大きな影響を与えているこの間の金融政策と実体経済の動きを 4 点、指摘しなさい。なお、ポイントだけを簡潔に箇条書きすること。

協会解答例：以下のような内容から 4 点を指摘すればよい。

- ⊕ 日銀が豊富なマネタリーベースの供給を続けた（長期間の金融緩和を続けてきた）。
- ⊕ マネーの回転率が低下している。
- ⊕ 1990 年代初頭（1980 年代後半）と現在を比べると、名目成長率が低下している。
- ⊕ 経済がデフレの状態にあった。
- ⊕ 金融緩和政策によって実体経済の活発化を図っているものの、効果は限定的だった。
- ⊕ 量的金融緩和政策がマネーストックに与えた効果は限定的だった。

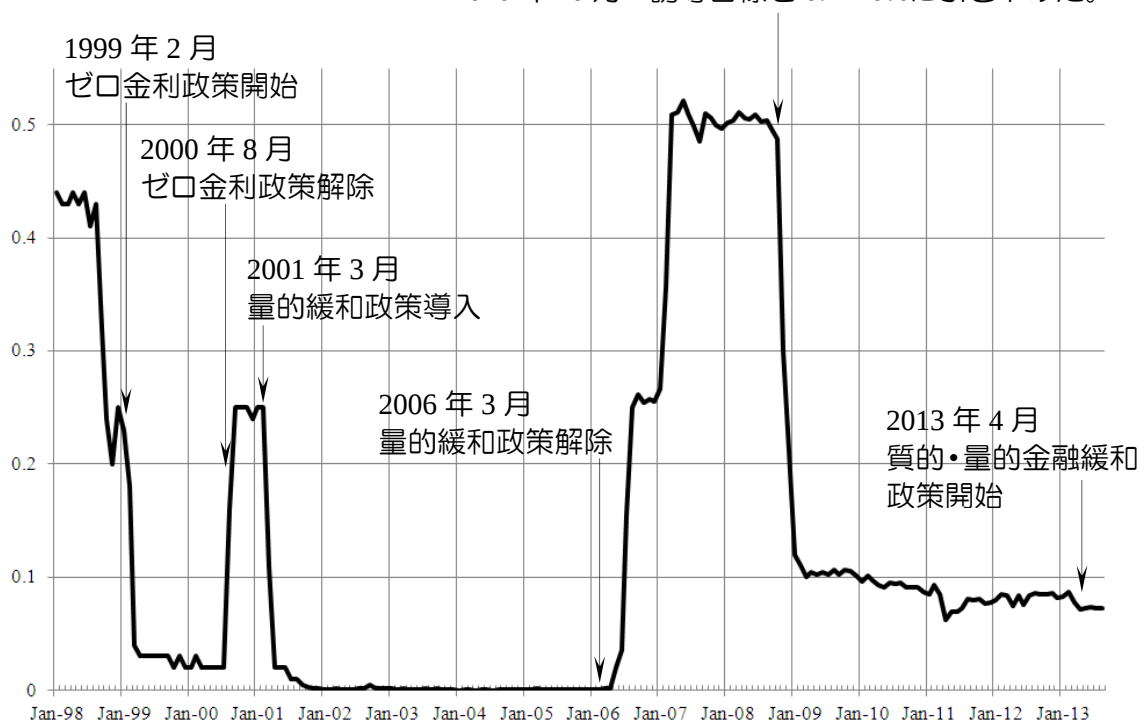
- ☑ **論点チェック**：「M2／マネタリー・ベース」は、貨幣乗数を示している。貨幣乗数は信用創造の目安となるため、貨幣乗数の低下は、信用創造の抑制を意味する。このため、「この間の金融政策と実体経済の動き」としては、量的緩和政策の実施にもかかわらず信用創造が停滞している状況をもとに、①量的緩和政策が実施された。②M2 の増減率は低い水準で推移した。③銀行貸出が顕著に増加しなかった。④設備投資が顕著に増加しなかった。といった 4 点を解答すればよい。

第4節 金融政策の枠組みと効果

1. 金融政策の目標と運営：テキスト・44 ページ

- **金融政策の最終目標**：中央銀行がおこなう金融政策の最終目標としては、一般的に、
①通貨価値の安定（＝国内的には物価の安定，対外的には為替レートの安定）と、
②信用秩序の維持（＝金融システムが安定するような制度の整備や資金供給など）
があげられる。とくに、日銀法第2条では、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。」と規定されており、日本銀行は、物価の安定化を最終目標として、金融政策の決定と実行をおこなっている。
- **金融政策の運営**：中央銀行は、公開市場操作（オペレーション）による短期金融市場における資金の総量を調整する「金融調節」により、操作目標としている無担保コールレート（オーバーナイト物）や日銀当預残高に影響をおよぼし、こうした指標をあらかじめ定められた目標値へと誘導することにより、政策課題を達成しようとする。

2008 年 10 月：誘導目標を 0.3%に引き下げた。
2008 年 12 月：誘導目標を 0.1%に引き下げた。
2010 年 10 月：誘導目標を 0.1～0%に引き下げた。



無担保コールレート（オーバーナイト物・月中平均）の推移
（資料）日本銀行ホームページ

2. 日銀の金融調節と日銀当預：テキスト・44 ページ

- **金融調節**：公開市場操作（オペレーション）により，中央銀行が，短期金融市場における資金の総量を調整することを「金融調節」という。中央銀行（日本銀行）による金融政策は，「金融調節」を中心としておこなわれている。
- **日銀のバランスシートと日銀当預**：日本銀行の簡略化したバランスシートをもとにすると，日銀当預（＝準備預金）は，つぎのように示される。

$$\text{日銀信用（資産）} = \text{現金通貨（負債）} + \text{日銀当預（負債）} + \text{政府預金（負債）}$$

日銀当預についての関係式を求めると…

$$\text{日銀当預} = \text{日銀信用} - \text{現金通貨} - \text{政府預金}$$

- **資金需給式**：バランスシートからみた日銀当預（＝準備預金）についての関係を，フロー・ベースにすると，つぎの「資金需給式」が得られる。

$$\text{日銀当預の増減} = \underbrace{\text{日銀信用の増減}}_{\text{日銀によるコントロールが可能}} - \underbrace{\text{現金通貨の増減} - \text{政府預金の増減}}_{\text{民間や政府の行動により変動する要因のため，日銀によるコントロールが不可能}}$$

- **日銀当預の増加要因**：資金需給式をもとにすると，日銀当預（＝準備預金）が増加するのは，①日銀信用の供与（＝日銀信用の増加），②日銀券の還流（＝発行した現金通貨の減少），③財政資金の支払い（＝政府預金の減少），のいずれかによることがわかる。なお，日銀当預が増加する場合，民間金融機関にとっては流動性の高い資金の保有量が増加することになるので，日々の資金繰りを調節するためのコール市場から資金を調達する必要がなくなる。このため，日銀当預の増加は，コールレート（コール市場の金利）を低下させる。
- **資金需給式と日銀の金融調節**：資金需給式のうち，現金通貨の増減と政府預金の増減は，日銀にとって外生的な要因であり，日銀はコントロールできない。このため，日銀の金融調節の目的が日銀当預（＝準備預金）の増減の安定化（＝コールレートを安定的に推移させること）にあるとすると，日銀は，日銀信用の増減を外生的におこなうことができなくなる。

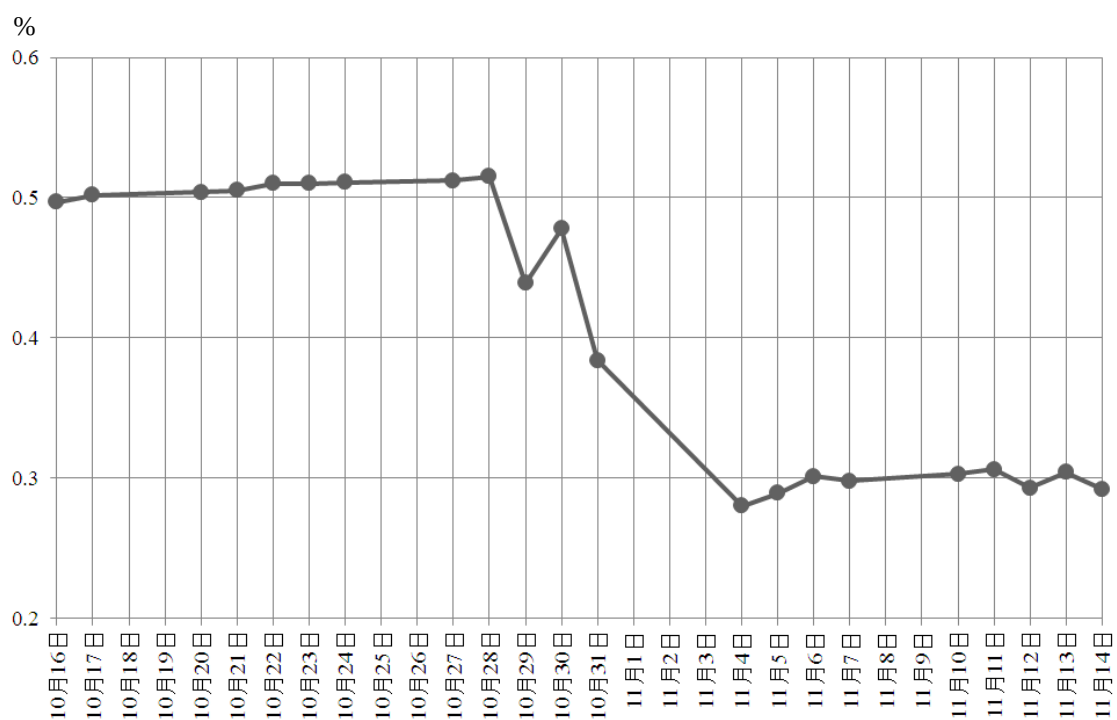
日銀当座預金増減要因と金融調節（確報）：2008 年 10 月 16 日～11 月 14 日

（単位：億円）

日付	銀行券要因	財政等要因	資金過不足	金融調節	当座預金増減	当座預金残高
10 月 16 日(木)	－400	－2800	－3200	11400	8200	91200
10 月 17 日(金)	－1000	2400	1400	－4600	－3200	88000
10 月 20 日(月)	－200	－10000	－10200	15300	5100	93100
10 月 21 日(火)	0	－14600	－14600	8200	－6400	86700
10 月 22 日(水)	－1900	700	－1200	800	－400	86300
10 月 23 日(木)	－3000	2300	－700	8000	7300	93600
10 月 24 日(金)	－2300	－5000	－7300	9800	2500	96100
10 月 27 日(月)	－100	－4600	－4700	8600	3900	100000
10 月 28 日(火)	－200	2800	2600	－11300	－8700	91300
10 月 29 日(水)	－800	1300	500	－5200	－4700	86600
10 月 30 日(木)	－2200	1400	－800	－4400	－5200	81400
10 月 31 日(金)	－1500	－10900	－12400	28200	15800	97200
11 月 4 日(火)	1500	4700	6200	－4500	1700	98900
11 月 5 日(水)	2700	2600	5300	－37700	－32400	66500
11 月 6 日(木)	1300	－2100	－800	5700	4900	71400
11 月 7 日(金)	800	2400	3200	－600	2600	74000
11 月 10 日(月)	2000	－21300	－19300	19800	500	74500
11 月 11 日(火)	2300	－18300	－16000	9300	－6700	67800
11 月 12 日(水)	600	300	900	－3400	－2500	65300
11 月 13 日(木)	－200	4100	3900	－5400	－1500	63800
11 月 14 日(金)	－100	－15300	－15400	13600	－1800	62000

（資料）日本銀行ホームページ

- **銀行券要因**：発行超は資金不足要因であるため、マイナスで示される。
- **財政等要因**：受け超は資金不足要因であるため、マイナスで示される。
- **資金過不足**：銀行券要因と財政等要因の合計となる。
- **金融調節**：日銀が買いオペにより日銀信用を供与すれば、プラスで示される。
- **当座預金増減**：資金過不足と金融調節の合計となる。
- **参考：金融政策の変更**：2008 年 10 月 31 日に、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を 0.2%引き下げ、0.3%前後で推移するようにうながすと変更した。
- **参考：2008 年 10 月 16 日～11 月 15 日の所要準備額**：積数では、1,498,100 億円であり、1 日平均では 48,300 億円であった。



2008 年 10 月の積み期間における無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

2008 年 10 月 16 日～11 月 15 日

（資料）日本銀行ホームページ

3. 裁量かルールか？：テキスト・48 ページ

- **裁量的金融政策**：景気が悪化しているときには金融緩和政策をおこない、景気が過熱しているときには金融引き締め政策をおこなうというように、経済の状態に応じて裁量的に金融政策を実施することを意味する。ケインズ理論的な景気安定化政策としてとらえられる。
- **k%ルール**：ミルトン・フリードマンにより提唱されたルールで、貨幣供給量（マネー・サプライ）が一定の増加率（k%）で推移するように金融政策を運営するというものである。このルールにおいて、貨幣供給量は金融政策によって間接的に操作可能な変数と位置付けられている。「k%ルール」では、経済の状態にかかわらず、つねに操作対象を一定にコントロールすることを意味している。
- **テイラー・ルール**：1993年にスタンフォード大学のジョン・テイラーにより提唱された金融政策ルールであり、経済状態に応じて、貨幣供給量ではなく政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）を変化させる金融政策ルールである。
 - ⊕ 現在のインフレ率が長期的な目標値からどれだけ乖離しているかと、景気変動に対応する需給ギャップ（＝現実の GDP－潜在 GDP）が均衡値からどれだけ乖離しているかに応じて、政策金利の変更をおこなっていく金融政策ルールである。

$$\begin{aligned}
 \text{政策金利} &= \underbrace{\text{均衡実質金利} + \text{目標インフレ率}}_{\text{均衡名目金利}} \\
 &\quad + \alpha \times \underbrace{(\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率})}_{\text{物価要因}} + \beta \times \underbrace{\text{需給ギャップ}}_{\substack{\text{(現実の GDP－潜在 GDP)} \\ \text{景気要因}}}
 \end{aligned}$$

（ α , β ：政策反応パラメータと呼ばれる正の定数であり、この値が大きいほど経済の振れに対して積極的に金利を上下させる金融政策を表す。）

テイラー・ルールによる政策金利

- **政策金利の変更要因**：物価が上昇したり、景気が好況となれば、テイラー・ルールにより、政策金利を上昇させ、インフレや景気過熱を防ぐこととなる。

平成 18 年・第 2 時限・第 9 問：(例題・問題 5・問 1)：アメリカでは 1970 年代にインフレが昂進したが、当時、金融政策は FF (Federal Funds) レートを一定の水準に保つことを目標としていたため、金利上げが遅れ、インフレが促進されたのではないかという批判があった。FF レートを一定に保つという政策がなぜインフレを促進することになったのか、説明しなさい。

解法のポイント

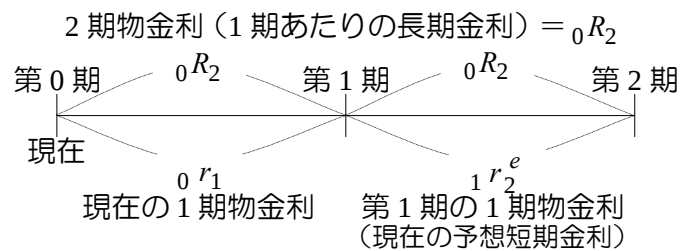
- ☑ インフレを抑制するために、政策金利を引き上げるのはなぜか？

協会解答例：FF レート（名目金利）を一定に保っていると、インフレの昂進によって実質金利が低下し、資金需要が増大する。そして、それはマネー・サプライの増加につながって、さらにインフレを促進することになる。

- ☑ **論点チェック**：テイラー・ルールにもとづけば、インフレの促進のもとでは、政策金利（FF レート）を引上げることになる。このとき、政策金利（FF レート）を一定に保つと、適切な金利水準よりも政策金利が低すぎ、貨幣量が多すぎる状態になるため、インフレが促進する。なお、このとき、実質金利が低下するため、資金調達コストが低下し、設備投資や住宅投資などが増加し、景気が過熱し、インフレを促進させる。という関係も考えられる。

4. 金利期間構造：テキスト・50 ページ

- **短期金利と長期金利**：現在（第0期）の1期物金利（1期あたりの短期金利）を ${}_0r_1$ ，2期物金利（1期あたりの長期金利）を ${}_0R_2$ ，第1期の1期物金利（＝将来の短期金利の期待値）を ${}_1r_2^e$ としたとき，これらの金利の間に，つぎのような金利裁定が成立すると考える。ただし，金利はすべて各期間の無リスク資産の利回りとする。



金利裁定の成立

$$(1 + {}_0R_2)^2 = (1 + {}_0r_1) \times (1 + {}_1r_2^e)$$

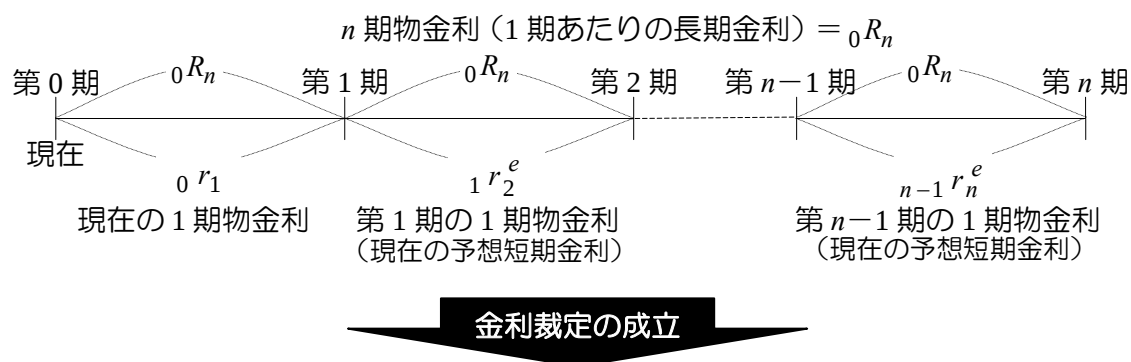
- **長期金利と短期金利の予想**：現在（第0期）の1期物金利（短期金利） ${}_0r_1$ と，2期物金利（長期金利） ${}_0R_2$ とを比較したとき， ${}_0r_1 < {}_0R_2$ であれば，金利裁定が成立しているもとで，つぎの関係が成立する。ただし，金利はマイナスにならない。

$$\begin{aligned} {}_0r_1 < {}_0R_2 &\Leftrightarrow (1 + {}_0r_1)^2 < (1 + {}_0R_2)^2 \\ &\Leftrightarrow (1 + {}_0r_1)^2 < (1 + {}_0r_1) \times (1 + {}_1r_2^e) \\ &\Leftrightarrow {}_0r_1 < {}_1r_2^e \end{aligned}$$

短期金利と長期金利

- ⊕ 金利裁定が成立している場合，「現在において1期物金利（短期金利） ${}_0r_1$ よりも2期物金利（長期金利） ${}_0R_2$ が高くなっている」ということと，「市場参加者が将来の1期物金利 ${}_1r_2^e$ は現在の1期物金利 ${}_0r_1$ よりも上昇すると予想している」ことは，同じことを意味する。

- **長期金利と将来の短期金利の予想の幾何平均**：現在（第 0 期）の n 期物金利（1 期あたりの長期金利）を ${}_0R_n$ ，第 i 期物金利（1 期あたりの短期金利）を ${}_i r_{i+1}^e$ とすると，金利裁定が成立しているもとで，つぎの関係が成立する。



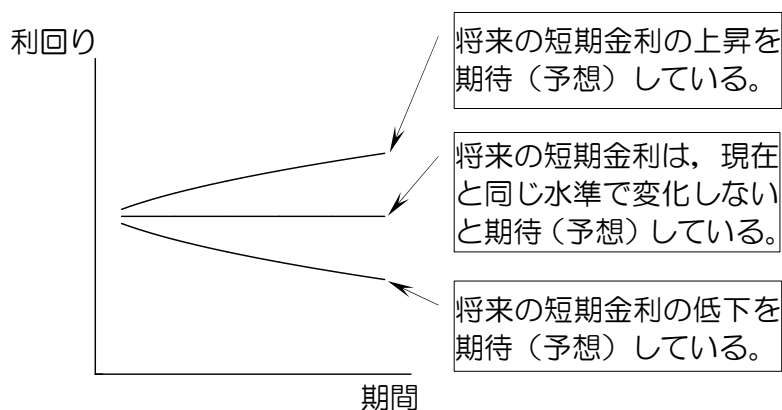
$$(1 + {}_0R_n)^n = (1 + {}_0r_1) \times (1 + {}_1r_2^e) \times \cdots \times (1 + {}_{n-1}r_n^e)$$

これより，長期金利 ${}_0R_n$ は，つぎのように，現在の短期金利 ${}_0r_n$ と将来の短期金利 ${}_i r_{i+1}^e$ ($i=1, \dots, n-1$) の幾何平均として示される。

$$1 + {}_0R_n = \sqrt[n]{(1 + {}_0R_n)^n} = \sqrt[n]{(1 + {}_0r_1) \times (1 + {}_1r_2^e) \times \cdots \times (1 + {}_{n-1}r_n^e)}$$

この関係式は，現在の長期金利が，現在の短期金利と期待短期金利（将来の短期金利の予想値）によって決定されることを意味する。

- **純粋期待仮説**：市場金利の決定はすべて「期待」によって説明できると考える。このとき，イールド・カーブの形状は，将来の短期金利が上昇（低下）すると期待される場合には右上がり（右下がり），将来の短期金利が変わらないと期待される場合には水平，となる。

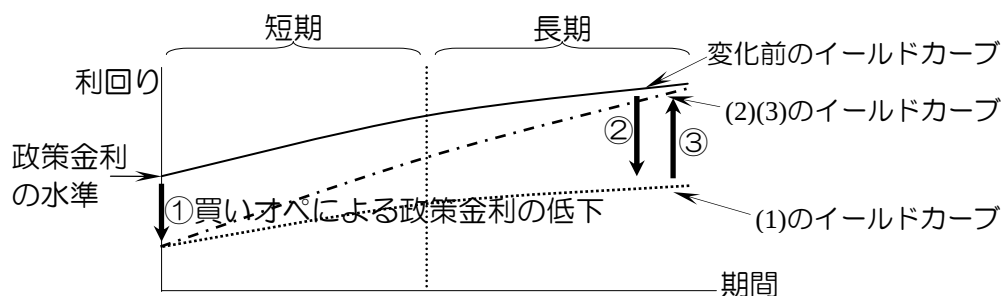


5. イールドカーブの描き方

- **短期金利と長期金利**：期間を「短期」と「長期」に区別して描くとよい。「短期」は金融政策による政策金利（短期金利）の動向の影響を受け、「長期」は、長期債利回りの動向、景気動向の予想、リスク・プレミアムの変化の影響を受ける。

平成 14 年・第 2 時限・第 8 問：（参考問題）：あなたは、FRB（連邦準備制度）が Treasury Bond（長期国債）の買いオペを行うと予想しているが、その場合、金利はどのように変化するか。ただし、FF レートは操作せず、買いオペの影響をそのまま放置すると想定する。

- (1) 金利水準およびイールドカーブの傾きは、当面どのように変化するか、理由を添えて答えなさい。
- (2) 買いオペは景気に対し有効に作用すると予想されるが、もしそうになったら、その後、金利およびイールドカーブはどのように変化するか、理由を添えて答えなさい。
- (3) 市場にはまだ買いオペの行われる可能性は織り込まれていないと判断しているが、万一すでに織り込まれていたとすると、金利水準およびイールドカーブはどのような反応を示すと予想されるか、理由を添えて答えなさい。



- (1) 長期国債の買いオペにより、政策金利（短期金利）が低下する（①の低下）とともに、長期国債が買われることで、長期金利も低下し（②の低下）、イールドカーブはフラットニング化する。
- (2) 買いオペ（金融緩和政策）により政策金利（短期金利）が低下する（①の低下）とともに、長期国債が買われることで、長期金利も低下するが（②の低下）、景気の回復予想により長期金利が上昇し（③の上昇）、イールドカーブはスティーピング化する。
- (3) 買いオペ（金融緩和政策）により政策金利（短期金利）が低下する（①の低下）が、現在の長期金利には、長期国債の買いオペにより長期金利が低下することが織り込まれているので、長期金利はほとんど変化しない。このため、①の低下だけが起こり、イールドカーブはスティーピング化する。

平成 20 年・第 1 時限・第 7 問：(例題・問題 2・問 2)：A 社では、今後の金融政策と金利水準の変化を考えた債券の運用戦略を検討している。A 社は、B 国中央銀行が以下のような式（テイラー・ルールと呼ばれている）に基づいて政策金利（短期金利）を決めていくと考えている。

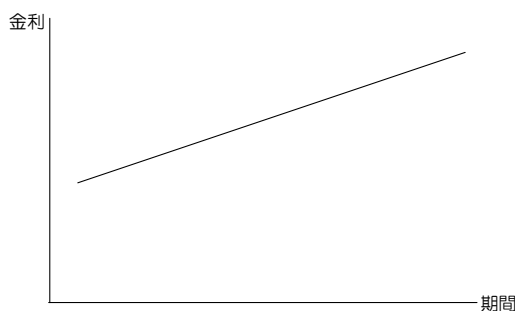
$$\text{政策金利} = \text{均衡実質金利} + 0.5 \times (\text{実績インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{需給ギャップ} + \text{実績インフレ率}$$

B 国の中央銀行の目標インフレ率は 2% であるが、これは将来も変わらないと想定する。均衡実質金利としては、実質 GDP の潜在成長率が利用されることが多いので、これを採用することにした。A 社のエコノミストは長期金利について純粋期待仮説が成り立つと仮定して、イールドカーブの形状を予想することにした。

今後 10 年間の潜在成長率が徐々に高まっていくとき、B 国の政策金利の変化方向を説明し、純粋期待仮説に基づけば現在のイールドカーブはどのような形をしているか、答案用紙の解答欄の図に実線で示しなさい。ただし、需給ギャップはほぼゼロのまま一定で推移し、実績インフレ率は目標インフレ率にほぼ一致するので、実績インフレ率と目標インフレ率の差の変化も無視できるはずである。

協会解答例：需給ギャップがほぼゼロで、実績インフレ率が目標インフレ率にほぼ近いものになるという条件では、政策金利は均衡実質金利の動きに沿ったものになる。均衡実質金利として使われる潜在成長率が高まっていくので、テイラー・ルールに従って金融政策を決めれば、政策金利は上昇していくことになる。純粋期待仮説に基づけば長期金利は将来の期待短期金利の（幾何）平均となっているので、金利は長期間になるほど将来の短期金利上昇を織り込むことになり、イールドカーブは右上がりとなる。

- ☑ **論点チェック**：B 国の中央銀行の目標インフレ率が 2% で将来も変わらず、実績インフレ率が目標インフレ率にほぼ一致し、需給ギャップもほぼゼロのまま推移すると想定するとき、均衡実質金利として実質 GDP の潜在成長率を利用すれば、この潜在成長率が徐々に上昇することは、テイラー・ルールにより、政策金利（短期金利）を将来的に上昇させる。このとき、純粋期待仮説にもとづけば、イールドカーブは右上がりとなる。



6. 量的緩和政策：テキスト・54 ページ

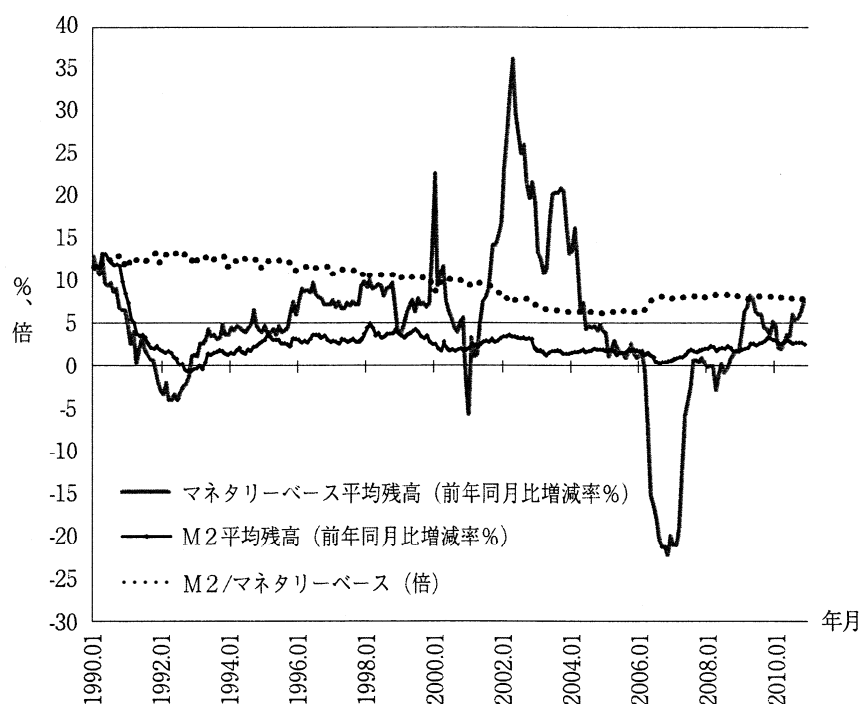
- **量的緩和政策とは？**：日銀は、2001 年 3 月に、金融調節の操作目標を、それまでの「無担保コールレート（オーバーナイト物）」から「日銀当預残高」に変更した。当初は、「日銀当預残高が 5 兆円程度となるよう金融調節をおこなう」とした。その後、日銀当預残高の目標は段階的に引き上げられ、04 年 1 月には 30～35 兆円程度となった。このような金融の量的な指標に目標値を定め、それが達成されるように金融緩和をおこなうため、量的緩和政策という。
- ✦ この政策の導入にあたり、日銀は、量的緩和政策を「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」というコミットメント（約束）をおこなった。

どのような効果があったのか？

- ① **金利低下効果（時間軸効果）**：潤沢な流動性供給によって、短期金利は総じて低位安定することとなり、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、ほぼゼロ%の状態となった。また、デフレが継続するなかで、「量的緩和政策継続のコミットメント」は、量的緩和が長期化すると市場の期待を強め、短期・中期金利を低位安定させるいわゆる「時間軸効果」を生み出した。
- ② **ポートフォリオ・リバランス効果**：ポートフォリオ・リバランス効果とは、所要準備額を大幅に超える資金を供給することにより、金融機関にとって、利子ゼロの安全資産（日銀当預）が積み上がることとなるため、金融機関が収益機会を求めて、よりリスクがある資産（＝貸出、社債、株式、外債など）への投資・運用を積極化させることを期待する効果のことをいう。
- ③ **期待効果**：期待効果とは、日銀が資金供給を増加させることで物価上昇や景気回復につながるという予想が人々の間に生じ、企業や家計の景気に対する見方が改善され、ひいては設備投資や消費への意欲が改善することを期待する効果のことをいう。

平成 23 年・第 1 時限・第 1 問：(例題・問題 4・問 2(1))：図表は 1990 年以降の日本のマネタリーベースとマネーストック（その代表的な指標である M2）の推移を示している。

図表 マネタリーベースとマネーストックの推移



出所：日本銀行の資料に基づいて作成。

マネタリーベースは 2000 年 1 月、2002 年 4 月に非常に高い増加率を示し、その前後においてマネーストック（M2）の増加率を大きく上回っている。経済政策の一環として、当時の金融政策は何を意図していたのかを説明しなさい。説明に際しては、日本銀行から資金調達者への資金の流れに沿って述べること。

協会解答例：マネタリーベースを大幅に増加させることで（量的金融緩和政策を採用することで）、銀行に潤沢な資金が流れること、それによって銀行から民間企業に貸出の形態で潤沢な資金が流れることと、民間の経済活動が活発化することを意図していた。

- ☑ **論点チェック**：問題文に「日本銀行から資金調達者への資金の流れに沿って述べること。」との指示があるので、金融機関が収益機会を求めて、よりリスクがある資産（＝貸出、社債、株式、外債など）への投資・運用を積極化させることを期待する「ポートフォリオ・リバランス効果」を指摘する。

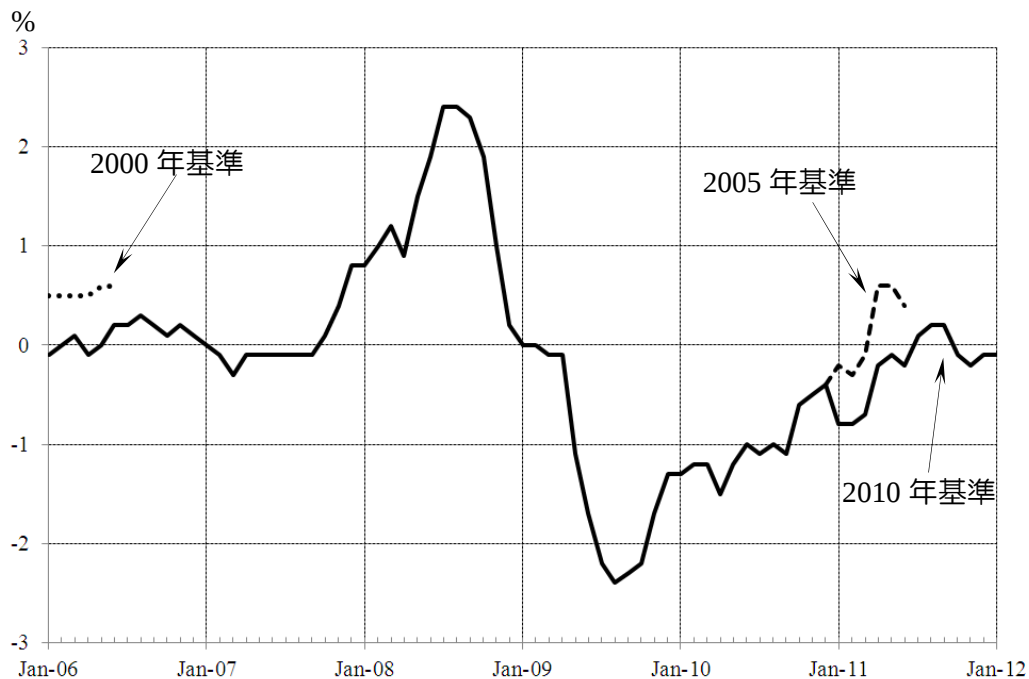
7. インフレ・ターゲット政策：テキスト・57 ページ

- **インフレ・ターゲット政策とは？**：金融政策の透明性を高めるための金融政策の枠組み 1 つで、つぎのような内容をもつ。

- ⊕ 中央銀行の目的である「物価の安定」を，具体的な物価上昇率（消費者物価指数などによる物価上昇率）の「数値」で示す。
- ⊕ 中央銀行は，先行きの物価上昇率の「見通し」を公表し，それと上記目的がずれそうな場合に政策対応をおこなう。
- ⊕ 目標の達成がむずかしい場合には，それを説明するためのしくみ（政府向けのレターなど）を整備する。

利点や問題点は？

- ⊕ 金融政策を運営する中央銀行として，国民のインフレ期待に影響をあたえ，「物価の安定」がはかりやすくなると考えられる。
- ⊕ 物価のみをターゲットとして金融政策運営をおこなうため，機械的にインフレ目標が適用された場合，経済状況に必ずしもそぐわない金融政策運営がおこなわれるおそれがある。たとえば，市場の予想するインフレ率よりも高い目標が設定された場合，期待インフレ率の上昇により，経済実態から乖離した長期金利の上昇をもたらし，景気回復に逆効果になるおそれもある。
- **日銀によるインフレ・ターゲット政策の導入**：2013 年 1 月に「物価安定の目標（消費者物価の前年比上昇率で 2%）」を導入した。



消費者物価指数（生鮮食品を除く総合・前年同月比）

（資料）総務省統計局ホームページ

平成 15 年・第 1 時限・第 2 問：(参考問題)：インフレ・ターゲットが議論されている。そこで、日銀がインフレ・ターゲット政策を採用し、それが目的どおりの効果をもたらしつつあると想定しよう。このとき、日銀がハイパワード・マネーの供給量を潜在的な経済成長率達成のために必要な量に戻し始めたとする。

金利水準はどのように変化するだろうか。短期金利と長期金利への影響を述べなさい。

協会解答例：(いろいろな事態が想定されるので、下の解答は一例である)

日銀の政策に対する信任が崩れないとの前提に立てば、金融政策が超緩和から通常の状態に戻り始めるので、短期金利が徐々に上昇する。長期金利は将来の短期金利の一層の上昇（景気回復や将来の金融引締めの可能性）を予想し、短期金利以上に上昇する。

- ☑ **論点チェック**：デフレ経済のもとでのインフレ・ターゲット政策では、物価上昇・景気回復をもたらすために、短期金融市場の資金量を増加させるような金融緩和政策が実施される。このため、この政策が「目的どおりの効果をもたらしつつあると想定」する場合、金融緩和の縮小（または、金融引締め政策）が実施される。この政策により、短期金利が上昇する。一方、長期金利は、将来の短期金利の予想の影響をうけるため、物価上昇・景気回復により将来の短期金利がさらに上昇すると予想されれば、現在の長期金利は短期金利よりも上昇すると考えられる。