

金融緩和と成長戦略の効果発現を期待する日銀シナリオ

～2012年10月日銀展望レポートと金融緩和の強化～

調査情報担当室 鈴木 克洋

2012年10月30日、日本銀行は、先行きの経済と物価情勢を展望した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)¹を公表するとともに、3つの施策(2か月連続での資産買入等基金の買入れ額増額、金融機関への貸出増加支援資金供給の創設、デフレ脱却に向けた取組についての政府との共同文書の公表)による「金融緩和政策の強化」を決定した。

今回の展望レポートでは、前回4月の展望レポート²及び7月の中間評価での明るさの見られる景気見通しから一転し、これまで持ち直すと見込んできた海外経済が減速を強めたこと等により、先行きの我が国の経済・物価情勢についての見方が大幅に下方修正されることとなった。こうした状況を受けて追加的な金融緩和政策が決定された。本稿では、今回公表された展望レポートにおける日銀見通しを見るとともに、今次決定された金融緩和の強化策について整理することとする。

1. 展望レポートにおける日銀の経済・物価の見通し

1-1. 上方修正された経済・物価見通し

今回の展望レポートにおいて示された日銀政策委員の経済と物価の見通しを確認する³(図表1)。先行き見通し期間は、2014年度まで延長され、2012～2014年度までの3年間となった。また、今回の見通しでは、社会保障・税一体改革関連法の成立を受けて⁴、2014年4月1日の消費税率3%ポイントの引上げが前提

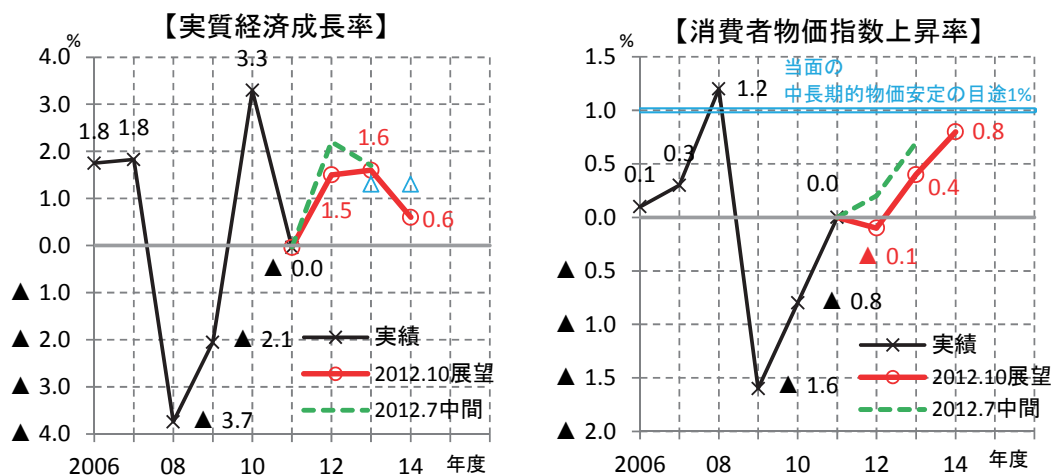
¹ 展望レポートは、日銀の想定する先行き経済・物価情勢の標準的なシナリオやリスク要因とともに、これを踏まえた今後の金融政策運営の考え方が示されており、先行きの金融政策運営を予想する上でのベンチマーク(基準)となる。展望レポートは、毎年4月末及び10月末に公表されるが、展望レポートの公表から3か月後に当たる7月と1月には、中間評価が行われる。

² 前回の展望レポートの詳細は、拙稿「景気改善を見込む中での金融緩和の強化～2012年4月日銀展望レポートと金融緩和政策の整理～」(本誌第101号、平成24年6月)を参照。

³ 本稿では、政策委員全員の見通しから最大値と最小値を1個ずつ取り除いた見通し(大勢見通し)の中央値を日銀の見通しとして扱うこととする。

⁴ 社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税法等の一部を改正する等の法律及び社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための地方税法及び地方交付税法の一部を改正する法律(いずれも2012年8月22日公布)によって、消費税率の引上げ前に経済状況等を総合的に勘案した上で、2014年4月1日に消費税(地方消費税を

図表1 日本銀行政策委員の経済・物価情勢の見通し



(注1) 数値は大勢見通し(各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの)の中央値。実質経済成長率は消費税率引上げの影響が反映され、消費者物価指数上昇率はその影響は除かれている。なお、実質経済成長率の実績は、2012年4-6月期2次速報(2012年9月10日公表)時点の数値。

(注2) 実質経済成長率中の△は、消費税率引上げによる駆け込み需要とその反動の影響(日銀試算)を機械的に控除した場合の筆者算出値。また、消費者物価指数上昇率に消費税率引上げの影響を加味する場合は2014年度の数値に+2.0%ポイント(日銀試算)を加算する。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」、内閣府「国民経済計算」等から作成

とされている。

実質経済成長率の日銀の見通しは、2012年度+1.5%、2013年度+1.6%、2014年度+0.6%とされた。今年7月に公表された中間評価⁵と比較すると2012年度は▲0.7%ポイントの大幅な下方修正であり、今回「弱含み」と判断された足下の景気減速の状況が直接投影された結果となっている。続く2013年度は数値上▲0.1%ポイントの下方修正であるが、日銀が試算する消費税率引上げの駆け込み需要の押上げ効果(+0.3%ポイント、後述)を機械的に控除するならば、下方修正の幅は▲0.4%ポイントとなり上記同様大幅な修正である。さらに、今回初めての公表となった2014年度は、消費税率引上げによる駆け込み需要の反動減という影響もあって1%を下回るが、上記同様に反動減の影響(▲0.7%ポイント)を控除しても+1.3%程度にしかならず、先行き2年先まで1%台前半の成長にとどまる。しかも、これら先行きの見通しは次節(1-2節)で見ると、海外経済の回復という想定に加え、今回の日銀の金融緩和の強化と政府・民間の成長力強化の効果の発現が前提とされている。逆を言えば、これらの効果が

含む。)は現行5%から8%へ、2015年10月1日から10%へ引き上げられることになっている。

⁵ 日本銀行「当面の金融政策運営について」(2012年7月12日)

みられないならば、状況は一段と悪い結果になる可能性がある。

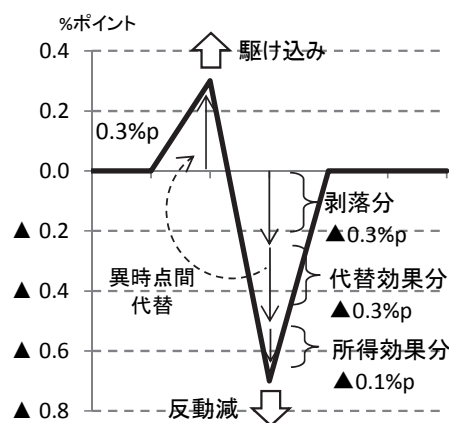
また、物価（消費者物価指数(除く生鮮食品)上昇率）の見通しは、消費税率引上げの影響を除いたベースで、2012年度は▲0.1%、2013年度は+0.4%となり、前回と比較して、2012年度は▲0.3%ポイント、2013年度は▲0.3%ポイントと大幅な下方修正である。2014年度は+0.8%とされたが（消費税率引上げの影響を加えると+2.8%）、前述の経済の見通しが前提となっており、この実現可能性も不確実性は高い。日銀は、「中長期的な物価安定の目途」とする「1%」に近づくとするが、実際にこの目標に達するまでにはしばらく時間がかかるとみることできる。

なお、消費税率引上げの経済への影響については、日銀は、前年度に駆け込み需要として経済を+0.3%ポイント程度を押し上げ、当年度は▲0.7%ポイント程度押し下げると試算している

(図表2)。このうち、反動減の要因を簡易的に分解するならば、押し上げ分が剥落して元に戻る分が▲0.3%ポイント、駆け込み需要として前年度に支出が行われた分（異時点間の代替効果）が▲0.3%ポイントとすると、実質所得が減少することによる需要減少分（所得効果）は▲0.1%ポイントと計算できる。試算は不確実性が大きいいため幅をもってみる必要があるが、所得効果による経済の押し下げはそれほど大きくないとみているということが言えよう⁶。また、物

価への影響については、消費税率引上げ分が商品価格にフル転嫁されると仮定して、物価指数における非課税・免税品目のウェイトを用いた日銀の試算では、非課税等品目のない国内企業物価指数では2.9%ポイント程度、非課税等品目のウェイトが30%弱ある消費者物価指数では2.0%ポイント程度押し上げるとしている。

図表2 消費税率引上げの影響



(注) 消費税率引上げによる経済への影響をイメージ化した。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」等から筆者作成

⁶ これについて日銀は、やや長い目でみて、家計は、我が国の厳しい財政事情を踏まえ将来の消費税率引上げをある程度織り込んで行動しているとみられることを勘案すると、その影響は所得の減少から機械的に計算されるほど大きくはならないとしている。

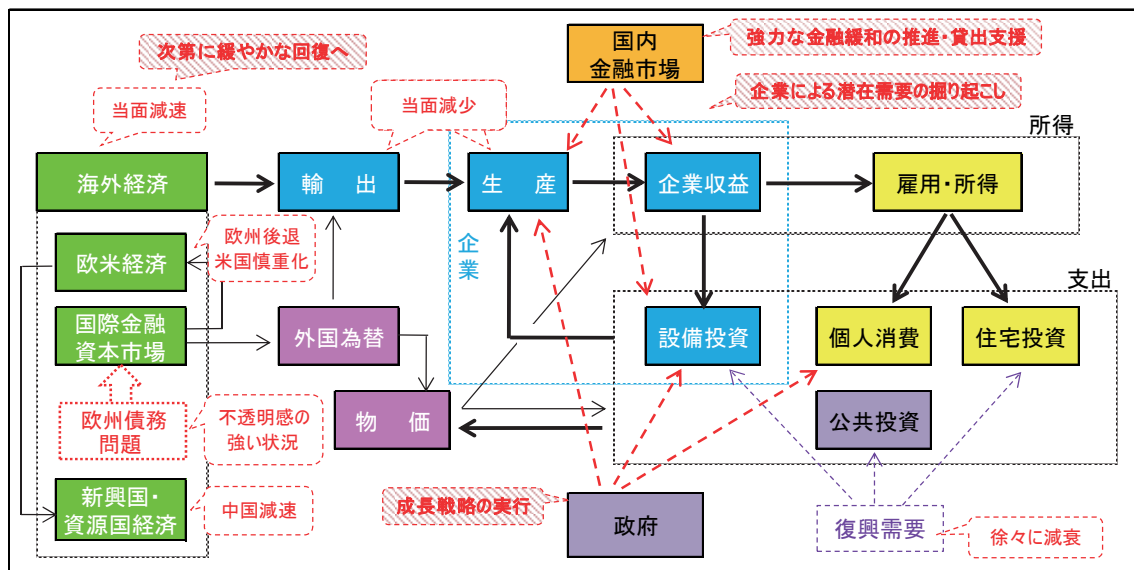
1-2. 先行き経済・物価についての日銀のシナリオとリスク

こうした日銀の見通しの背景となる日銀の経済・物価のシナリオ⁷は、「当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、先行きは、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」というものである。

これを図表3に沿って詳細にみれば、①国際金融資本市場は、欧州債務問題を背景とした投資家のリスク回避姿勢が一頃に比べやや後退したものの、不透明感が強い状態は続き、②海外経済は、欧州債務問題の影響の広がりや中国经济減速が予想以上に長期化していることなど減速状態を強めている状況にあり⁸、③我が国経済は、輸出や鉱工業生産が減少し、堅調に推移してきた内需にも影響が一部及び始めていることから、当面横ばい圏内の動きが続く。

ただし、その後の先行きは、④(a)国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移

図表3 我が国経済の波及経路と日銀シナリオ（イメージ図）



(注) 一般に理解される経済の波及経路をもとに、日銀のシナリオを図示した。

(出所) 筆者作成

⁷ 展望レポートは、日銀の先行き経済・物価のシナリオについて、蓋然性が高いと考えられる中心的なシナリオとともに、そのシナリオに係る上振れ・下振れのリスク要因が説明される。具体的には、前回の展望レポートで示されたシナリオ及びリスク要因について、足下の経済状況等に照らして点検し、修正すべき場合は修正等を行って、新たなシナリオ等を公表している。

⁸ 前回7月の日銀見通しでは、海外経済は減速した状態から脱していくとの展望が示されていたが、夏場以降急速に、先行き海外経済減速の長期化という懸念が国際機関や民間エコノミストの間に広がり始めた。民間エコノミストの予想（日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』）を見ると、海外経済の見通しの下振れに伴い、9月以降、2012年度の我が国の実質経済成長率見通しは大きく下方修正されている。

し、(b)海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて緩やかに持ち直しに転じ、さらに、(c)強力な金融緩和の効果とともに、(d)企業による内外の潜在需要の掘り起こしと(e)政府による成長力強化の取組の成果が上がり、緩やかな回復経路に復していく。

また、⑤物価については、1-1節のとおり消費税率引き上げの影響を除いた経済成長率（1%台前半）が潜在成長率（日銀の推計で0%台半ば）を上回ることによって需給ギャップが改善し、消費者物価指数は緩やかに上昇に転じる。2014年度には、当面の「中長期的な物価安定の目途」（以下「目途」という。）である「1%」に⁹近づいていく、というシナリオを描いている。

このように、「緩やかな回復経路に復する」とする先行き回復を見通す日銀シナリオではあるが、その前提条件を見るならば、①不透明感がいまだ強く残る海外経済について「緩やかな回復に転じていく」という想定をしていることに加え¹⁰、②これまで低成長からの脱却に対して明確な効果が観察されているとはいえない金融緩和の効果や③まだ具現化していない政府・企業の成長力強化の取組による効果が発現するという「期待」までも織り込んだものとなっており、シナリオの描き方にやや強引な部分があることは否定できないだろう。

さらに、以上のシナリオはそれでも中心的な見通しであり、シナリオに係るリスク要因も存在し、不確実性が高い状態にある。日銀はそのリスク要因として実体経済面で4つ、物価面で3つのリスクを挙げている（図表4）。いずれも

図表4 2012年10月の日銀シナリオに対するリスク要因

<p>【実体経済面】</p> <ul style="list-style-type: none">・ 国際金融資本市場と海外経済の動向・ 企業・家計の中長期的な成長期待の動向・ 消費税率引き上げの影響に関する不確実性・ 我が国の財政の持続可能性を巡る様々な問題 <p>【物価面】</p> <ul style="list-style-type: none">・ マクロ的な需給バランスに対する物価感応度に関する不確実性・ 企業・家計の中長期的な予想物価上昇率の動向・ 輸入物価の動向

（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2012.10.30）

⁹ 日銀は「中長期的な物価安定の目途」に示す数値を基に、物価安定が展望できる情勢になったと判断するまで実質ゼロ金利政策を継続するというコミットメント（約束）政策を行っている。

¹⁰ なお、IMFの世界経済成長見通し（10月）でも、2012～14年の世界経済の実質成長率について、過去32年間の平均成長率+3.4%を上回るペースに緩やかに加速するとしている。

上振れ・下振れの両方向のリスクが存在するものであるが、現時点では下振れリスクに対して強く注意が向けられている。特に、我が国経済成長の起点となる「海外経済の動向リスク」については、前回4月の展望レポートでも指摘されたものであるが、現実はこのリスクが一部顕在化してしまったことが今回の下方修正の主な要因である。海外経済は引き続き不透明感が強いことを勘案すれば、今回の日銀シナリオの実現性も予断を許さない。

2. 金融緩和政策の強化の概要と効果

2-1. 金融緩和の強化の概要

1節でみたように、「当面横ばい圏内を続ける」との見通しを受けて、展望レポートの公表とあわせて「我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにする」ことを目指して、金融緩和を一段と強化するため、次の3つの施策からなる金融緩和の強化策が決定された(図表5)。

図表5 金融緩和の強化(2012年10月30日)の概要

①資産買入等の基金の増額

- ・80兆円程度から91兆円程度に11兆円程度増額(2か月連続)
- ・国債のほか、ETF、REIT等のリスク性資産も増額

②貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設

- ・金融機関の貸出増加額を希望に応じて低利・長期で資金供給(無制限)
- ・金融機関の積極的な行動と企業・家計の前向きな資金需要の増加を促進

③政府・日銀で「デフレ脱却に向けた取組について」の公表

- ・デフレ脱却の取組に関する政府・日銀の共有認識を改めて明確化
- ・幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押し
- ・日銀は、強力な金融緩和を推進
- ・政府は、適切なマクロ経済政策運営とデフレを生みやすい経済構造の変革

(出所) 日本銀行「金融緩和の強化について」(2012.10.30)

まず、①基金の増額は、2010年10月「包括的な金融緩和政策¹¹⁾」の一手段として創設された「資産買入等の基金」を増額するものである。日銀は、この基金の総枠の範囲内で流通市場から国債、社債等の資産を買い入れている。当初

¹¹⁾ 包括的な金融緩和政策は、政策金利が実質的にゼロとなり、金利の低下余地がほとんどない中で、更なる緩和効果を追求することを目的として導入された。その内容は、①政策金利の「0～0.1%」への引下げ、②時間軸の明確化、③資産買入れ等の基金の創設である。

総枠 35 兆円から始まった基金は、逐次総枠が拡大され、今回の措置で 91 兆円の規模となり、創設から 2 年で当初の 2.6 倍の規模になる。今回は、国債に加えて、E T F 等のリスク性資産の買入れ枠の増額を行ったことが特筆すべき点である。

次に、②の貸出増加支援資金供給は、既存の「成長基盤強化支援資金供給¹²」（総枠 5.5 兆円）とは別枠で、日銀が民間金融機関に対して、各機関の貸出「増加分」を長期かつ低利でバックファイナンスするというものである（総枠無制限）¹³。成長基盤強化支援は、中央銀行が直接民間金融機関の貸付資金を供給する点で政策金融に近い異例の措置であるが、潜在成長率や生産性の引上げに資する投融資を対象とするという制約が課されたものであった。今回創設される貸出増加支援では、基準時点と比べて貸出が増加した分という量のみが注目され、投融資の目的や内外通貨建てについては問われず、希望に応じて増加額全額を中央銀行が直接資金供給するという従来よりもさらに踏み込んだ制度になる。

最後に、③の政府・日銀の共同文書は、デフレ脱却の取組に関する政府・日銀の共有認識を改めて明確化したものであるが、両者の文書作成の意図に関しては市場では様々な解釈が生じており、説明責任として求められる先行きの政策の予見可能性という視点からすれば不透明感が増した点は否めない。ただし、内容としては、政府・日銀とも従来から実施している政策を改めて整理したものであり、文書の解釈をめぐる市場での思惑による取引の動きを除けば、この文書自体が新たな金融緩和の措置として、直接市場に何かしらの影響を与えることまで想定することは難しいだろう。

2-2. 金融緩和の強化の効果

それでは、今回の金融緩和の強化策は、どのような効果をもつのか。白川日銀総裁の講演¹⁴を元に金融政策の波及経路に沿ってみることにする。

金融緩和政策が経済・物価に波及していく経路については、2 段階に分けると理解しやすい（図表 6）。つまり、「第 1 段階」は、金融緩和政策を行うこと

¹² 2010 年 4 月創設、同年 6 月導入。当初は総枠 3 兆円であったが、総枠の拡大（+0.5 兆円）とともに、A B L（動産・債権担保融資）特則（0.5 兆円）、小口特則（0.5 兆円）、米ドル特則（120 億ドル；約 1 兆円）と拡張し、現在総枠 5.5 兆円の規模である。低利（0.1%。ただし米ドル特則は市場金利）で長期（借換えで最長 4 年間）の資金を民間金融機関に供給するもの。

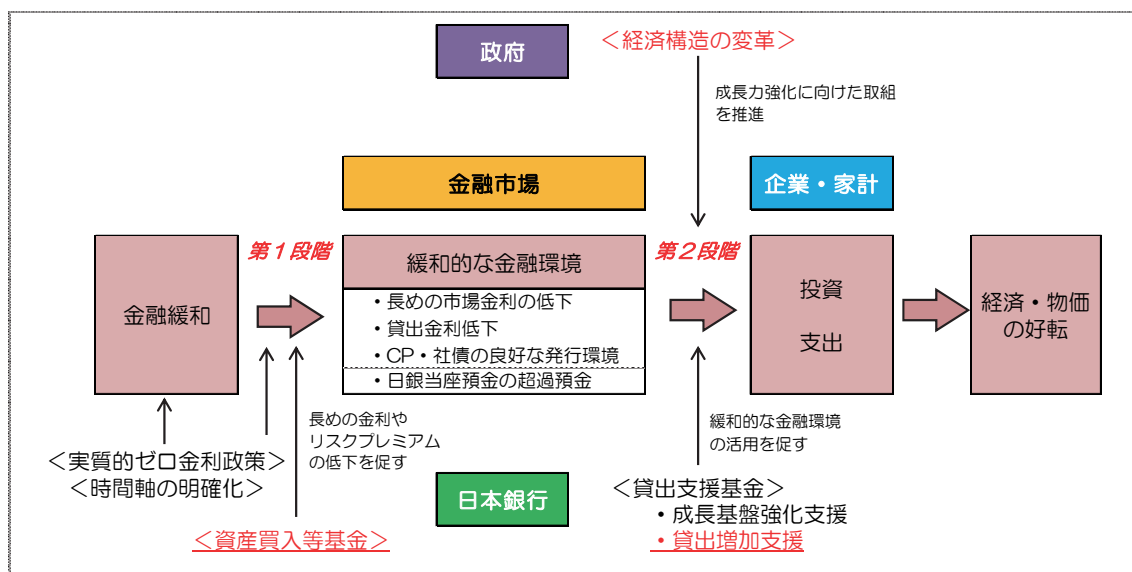
¹³ 両者の資金供給をあわせて「貸出支援基金」とされた。

¹⁴ 白川日銀総裁「物価安定の元での持続的成長に向けてーきさらぎ会における講演ー」（2012 年 11 月）

で、金融市場において緩和的な金融環境を生み出すことであり、「第2段階」は、その緩和的な金融環境下において、企業・家計が資金を調達し、投資や支出を増やすことによって、経済・物価が好転していくというものである¹⁵。

この波及経路のメカニズムに、2-1 節でみた金融緩和強化策を当てはめれば、①資産買入等基金の増加額は第1段階に働きかける施策、②貸出増加支援資金供給は第2段階に働きかける施策として整理される。

図表6 金融緩和政策の経済・物価への波及経路（イメージ）



(出所) 白川 (2012) 等をもとに筆者作成。

第一段階における資産買入等基金の増額は、日銀が国債等を市場から買い入れることで長めの金利を引き下げ、または各リスク性資産のリスクプレミアム低下させることで、金融緩和の状況を作り出そうとするものである。金融市場における価格（金利）決定メカニズムは、基本的には、需要（買い）と供給（売り）のバランスで決まるという教科書的に説明できるもので、通常ならば、需要（買い）が多ければ金利は下がり（価格は上がる）、供給（売り）が多ければ金利は上がる（価格は下がる）ことになる。

中央銀行は、短期金融市場での資金需給動向をコントロールして超短期の政策金利¹⁶を誘導することが本来の機能であるが（伝統的金融政策）、この機能を超えて、資産買入等基金における国債等の買い入れのように、長めの金融商品を取引する債券市場やリスク性の金融商品を扱う証券市場において積極的に行

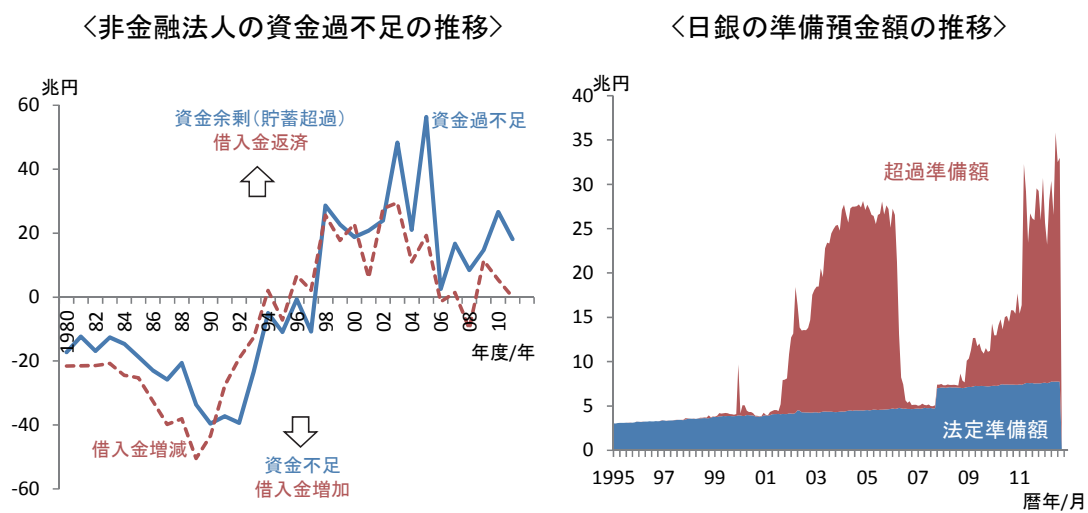
¹⁵ より詳細な金融政策の波及経路については、脚注2掲載の拙稿で解説している。

¹⁶ 短期金融市場のうち民間金融機関間で取引が行われる無担保コールレート翌日物の金利。

動するならば（非伝統的金融政策）、ここで取引される金利は低下することになるだろう。加えて、この大口需要者の行動が予見性できるならば、その市場での金利変動は小さくなり安定的に推移することができるようになる（時間軸政策）。実際に、資産買入等基金はその他の緩和政策とともに、第一段階では効果をあげており、金融市場は、長めの金利の低下、貸出金利の低下、金融機関の貸出態度など非常に緩和した状態になっている。

一方で、こうした緩和的な金融環境にありながら、現時点で、いわゆる「失われた20年」とも言われる経済低迷・低成長からの克服やデフレ脱却に繋がっていない。これについて金融緩和が不足していることを理由に挙げる意見もあるが¹⁷、金融の波及メカニズムの視点からみれば、第一段階での緩和の効果が金融市場内に留まっており、第二段階として企業・家計への貸付という形で必ずしも十分に活用されていないことが大きな要因となっているとみることができる。このことは、民間金融機関が日銀の超過準備預金を累積させるほか、多額の国債等を保有していることや、その背景にあるところの企業がバブル崩壊以降、積極的な設備投資を控え貯蓄超過にある（借入金の返済や預金累積）ことから裏付けられよう（図表7）。

図表7 企業の貯蓄超過と日銀当座預金の積み上がり



(注) 準備預金額の推移は、準備預金積み期間の平均残高
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」、「準備預金額」から作成

¹⁷ こうした意見には、例えば、インフレ率と通貨供給量の関係からみて通貨供給量が足りない（金融緩和不足）ためデフレ脱却できないというもの、金融緩和が不足しているため人々の予想インフレ率を引き上げられずにデフレ脱却できないというもの、他の先進国と比べて金融緩和が足りない（緩和競争に負けている）ため相対的に円高になり輸出や経済が伸び悩んでデフレ脱却できないといったものがあるが、本稿でみる金融波及メカニズムとはアプローチが異なる。

こうした第二段階の目詰まりを解消するためには、金融・実需両面からの施策が必要になる。今回創設される貸出増額支援資金供給制度は、成長基盤強化支援と並んで、金融面からのアプローチの一つとして位置づけられる。この制度の下では、民間金融機関は貸付金の原資を低利かつ長期で調達できるため、企業へ融資の機会があれば積極的に利用することが十分予想できよう¹⁸。

しかし、民間金融機関が、この制度を活用するためには、同時に企業が収益の機会を見つけ投資するために資金を調達するといった実体経済における資金需要が存在しなければならない。つまり、資金需要を生み出すような実需面での対策が必要になる。例えば、政府においては経済構造改革などによる成長力強化の実行であり、企業においては潜在需要の掘り起こしなど積極的な取組である¹⁹。両者の施策が相まってはじめて緩和効果が実体経済に波及し経済を活性化させることになるだろう。

3. 日銀の国債買入れによる国債の需給環境への影響

本稿でみたように今回金融緩和の強化が行われたが、こうした非伝統的政策は、いわば力業に近いものであり、現時点では見えないものの、どこかに歪みや無理を生じさせている可能性は否定できないだろう。最後に、こうしたものの一つとして、今回の資産買入等基金の増額による金融緩和の効果以外の国債の需給環境への影響をみることにする。

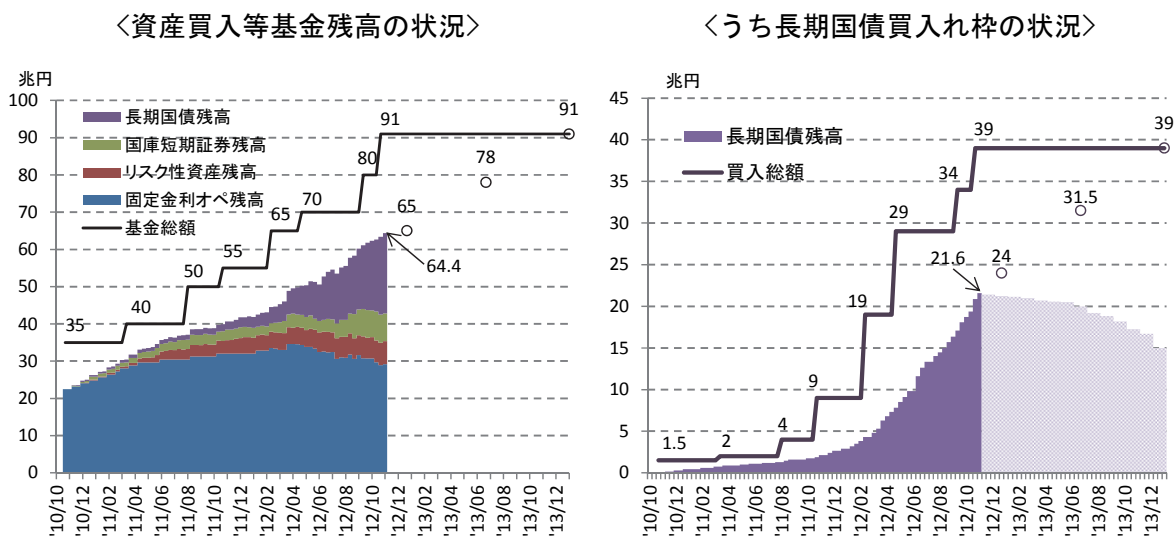
図表8は、資産買入等基金残高での買入れの進捗状況と総枠の引上げの推移をみたものである。2012年11月10日現在、基金全体では最終的な総額（91兆円）に対して64.4兆円（約70.7%）、うち長期国債は買入額（39兆円）に対して21.6兆円（約54.4%）となっている。

このうち、長期国債については、現有額から買入れ総額までの差額17.4兆円（ $=39-21.6$ ）を市場から買い入れることになるが、達成期限2013年12月末までに6.6兆円の満期償還があることから、実際には少なくとも24兆円（ $=17.4$

¹⁸ ただし、通常の資金供給オペレーションである「共通担保資金供給オペ」からの当該施策への付け替えになる可能性も否定できず、実際に経済全体として貸付量がどの程度増加するかは実需面の動向次第となる。

¹⁹ 資金需要が起こりにくい理由としては、(1)新規投資の利益率が低下していること、(2)長期低成長による企業マインドの低下で積極的なリスクテイクが行われないうこと、(3)国内投資よりも海外投資収益率の方が高いことなどが挙げられる（脚注14）。これらを転換するためには、(a)冷戦後の国際経済環境の変化に対応し国際分業の利益を活かすことのできる産業構造への転換、(b)消費抑制や設備投資をためらう一つの要因となっている高齢化進行による財政や社会保障制度の持続可能性の不確実性を払拭できる財政再建や社会保障制度の抜本的な改革といった（いずれも痛みを伴うものであるが）我が国の構造問題の根本的な解決が必要である（池尾(2012)）。

図表 8 資産買入等基金の買入れ進捗状況



(注1) 図表中○はその時点までに達成すると決められた基金の規模。

(注2) 長期国債の2012年11月20日以降の残高(薄い紫)は、11月10日現在の保有国債を保有したまま償還を迎えた場合の残高を試算。なお、国債銘柄は10月末日時点を使用したため数値に若干の誤差が出る可能性があるが、実質的に影響を与えるものではない。

(出所) 日本銀行「営業毎旬報告」、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」等から作成

+6.6) を買入れなければならない²⁰。期限までの14か月で単純平均すれば、毎月1.7兆円強の買入れとなる。日銀は、この基金による長期国債買入れ以外にも、通常の公開市場操作(オペレーション)として、成長通貨供給のための「国債買入オペ」²¹を実施しており、市場から年間21.6兆円(月額1.8兆円)の国債を買入れ続けている。つまり、あわせて毎月3.5兆円の長期国債が日銀によって買われることになる。ここで、平成24年度の国債発行計画(当初予算ベース)を見ると、毎月9.1~9.4兆円(年額111.6兆円²²)の長期国債が市中で発行される予定である。日銀は長期国債を直接政府から引き受けるものではないものの、長期国債の市場における需給量の観点から言えば、発行される1/3強の長期国債が日銀によって買われることを意味する。

このように現在、日銀が国債の消化機関として無視できない規模になっていることは否定できない。基金における国債買入れをもっと積極的にするとの提案もあるが、すでに日銀の存在感が大きいことについても十分認識しておく必

²⁰ その後も基金残高維持のために償還分を買入れる必要がある。

²¹ 国債買入オペ(国債買切りオペ、輪番オペとも呼ばれる。)は、市場から長期国債を買入れて資金供給する伝統的なオペレーションである。経済の成長に伴う銀行券需要の増加トレンドに対応して市場に安定的に資金供給をすることを目的としている。

²² 年間発行計画から、1年以下の国債、10年物価連動債、流動性供給入札を除いて算出。

要があるだろう。

【参考文献】

池尾和人「経済低迷の結果がデフレ症状 労働規制改革など抜本的治療が不可欠」『エコノミスト 2012. 11. 20 号』毎日新聞社、2012 年 11 月

白川方明「物価安定の元での持続的成長に向けてーきさらぎ会における講演ー」日本銀行、2012 年 11 月

(内線 75043)