

⑤ :外国株式

○ 外国債券と同様に

円ベースの期待リターン = 円のインフレ率 + 円の実質短期金利 + 現地通貨ベースのリスクプレミアム

○ リスクプレミアムは、過去実績で7%程度。但し、3%程度はPER(株価÷1株あたり利益)の上昇、すなわち株価が割高になったことによるもの。将来予想においてはPER上昇が起こらないものと想定し、7% - 3% = 4%と設定。

[直近の外国株式の現地通貨建てのベンチマークリターンとPER変化率]

(1) 超過リターン

	超過リターン
過去25年平均(1982~2006)	7.2%
過去20年平均(1987~2006)	5.9%
過去15年平均(1992~2006)	6.8%
過去10年平均(1997~2006)	5.1%

7% - 3% = 4%

※ 平成16年財政再計算時の現行ポートフォリオ策定時は、3%と設定

(2) 各国のPER変化率(年率幾何平均)

	米	英	独	仏	ウェイト加重平均
過去25年平均(1982~2006)	3.4%	1.9%	2.3%	2.6%	3.1%
過去20年平均(1987~2006)	1.2%	0.0%	0.1%	-1.4%	0.8%
過去15年平均(1992~2006)	-1.3%	-0.9%	0.0%	0.8%	-0.9%
過去10年平均(1997~2006)	-0.8%	-1.1%	-5.9%	-11.5%	-2.3%

注)MSCI KOKUSAIを使用

[外国株式の期待収益率]

	実質短期金利 ①	リスクプレミアム ②	実質金利 (①+②)	名目金利
ケース1 (TFP上昇率1.3%) の場合	0.7~2.0%	4.0%	4.7~6.0%	5.7~7.0%
ケース2 (TFP上昇率1.0%) の場合	0.6~1.8%		4.6~5.8%	5.6~6.8%
ケース3 (TFP上昇率0.7%) の場合	0.6~1.7%		4.6~5.7%	5.6~6.7%

各資産のリスク・相関の検証

[分析に使用した期間]

- 現行のポートフォリオ策定時 : 1973年～2003年(31年間)
- 今回 : 1973年～2006年(34年間)

[使用データ]

- 短期資産 : コールレート(有担保翌日)年次リターン
- 国内債券 : NOMURA-BPI総合指数年次リターン
- 国内株式 : TOPIX(配当込み)年次リターン
- 外国債券 : シティグループ世界(除く日本)国債インデックス(円ベース)年次リターン
- 外国株式 : モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナルKOKUSAIインデックス(配当込み、円ベース)年次リターン

< リスクの推計 >

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
新たに推計したリスク(年率換算)	5.45%	22.25%	13.44%	19.85%	3.71%
基本ポートフォリオ策定時に推計したリスク(年率換算)	5.42%	22.27%	14.05%	20.45%	3.63%

< 相関係数の推計 >

新しく推計した相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.00				
国内株式	0.15	1.00			
外国債券	-0.06	-0.26	1.00		
外国株式	-0.05	0.27	0.55	1.00	
短期資産	0.45	-0.01	-0.05	-0.12	1.00

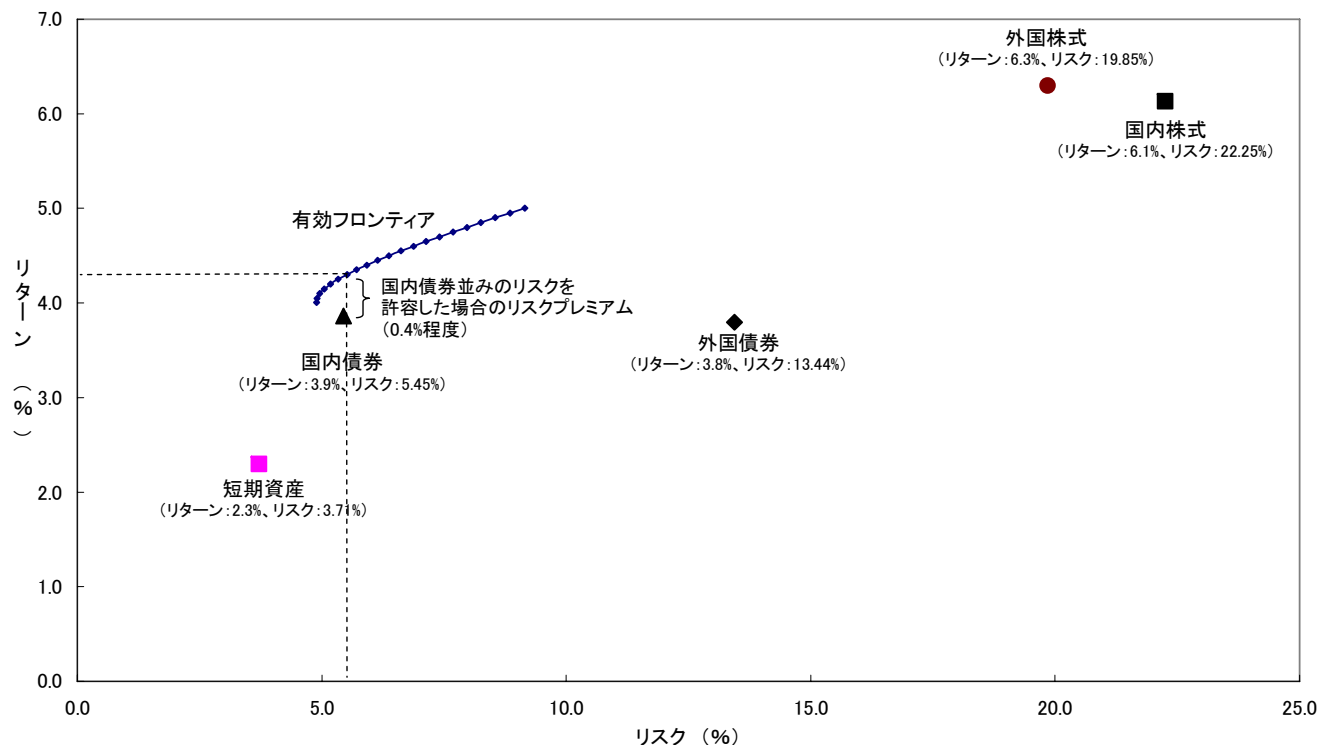
現行の基本ポートフォリオの相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.00				
国内株式	0.22	1.00			
外国債券	-0.05	-0.29	1.00		
外国株式	-0.01	0.25	0.55	1.00	
短期資産	0.39	0.05	-0.03	-0.07	1.00

有効フロンティアの導出

<ケース1 : TFP上昇率=1.3%の場合>

有効フロンティアの導出とリスクプレミアム



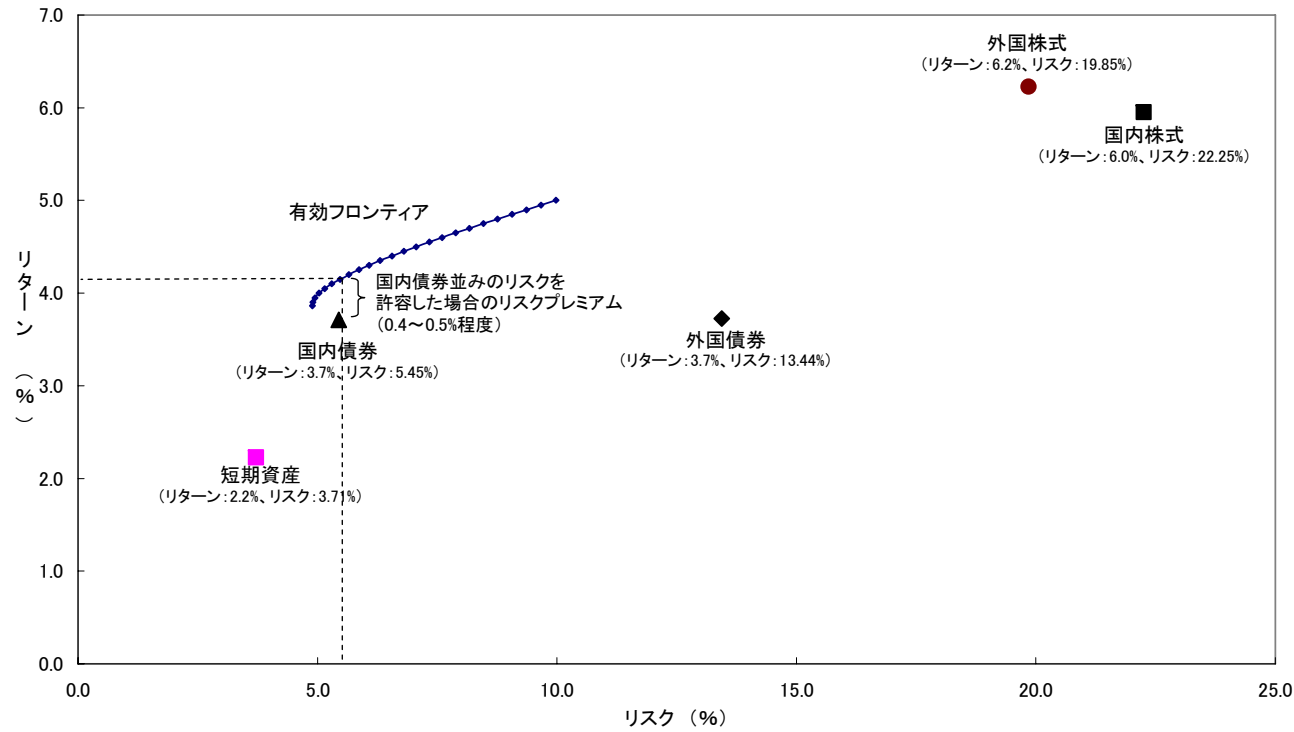
【制約条件】

期待収益率 (年率%)	標準偏差 (年率%)	組入れ比率(%)				
		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
4.01	4.89					
4.05	4.90					
4.10	4.96					
4.15	5.05					
4.20	5.18					
4.25	5.34					
4.30	5.52					
4.35	5.71					
4.40	5.92					
4.45	6.14					
4.50	6.37					
4.55	6.62					
4.60	6.87					
4.65	7.14					
4.70	7.41					
4.75	7.68					
4.80	7.97					
4.85	8.25					
4.90	8.55					
4.95	8.85					
5.00	9.15					

(注) 右表の組入れ比率は、基本ポートフォリオの資産構成割合を決めるものではない。

<ケース2 :TFP上昇率=1.0%の場合>

有効フロンティアの導出とリスクプレミアム



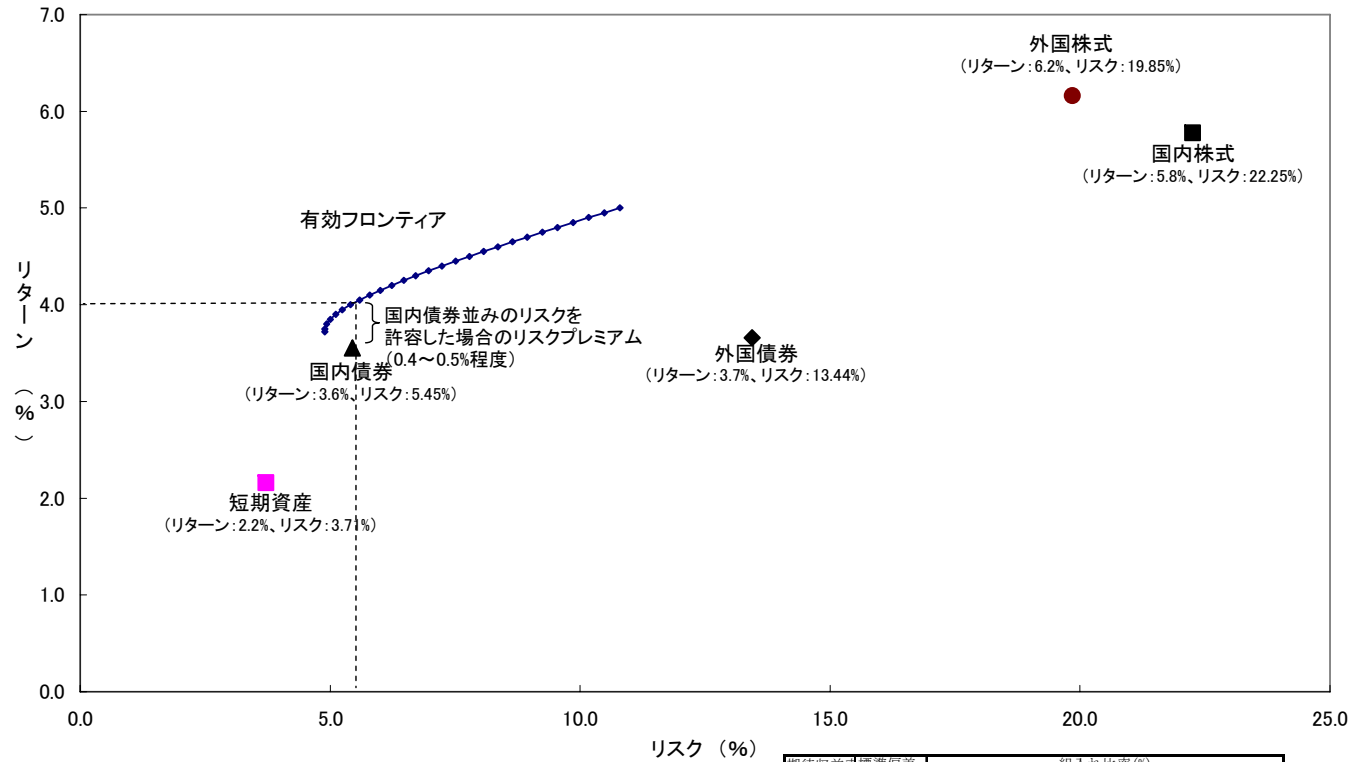
【制約条件】

(注) 右表の組入れ比率は、基本ポートフォリオの資産構成割合を決めるものではない。

期待収益率 (年率%)	標準偏差 (年率%)	組入れ比率(%)				
		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
3.86	4.89					
3.90	4.90					
3.95	4.95					
4.00	5.03					
4.05	5.15					
4.10	5.30					
4.15	5.47					
4.20	5.66					
4.25	5.86					
4.30	6.08					
4.35	6.31					
4.40	6.55					
4.45	6.80					
4.50	7.06					
4.55	7.33					
4.60	7.61					
4.65	7.89					
4.70	8.17					
4.75	8.46					
4.80	8.76					
4.85	9.06					
4.90	9.36					
4.95	9.67					
5.00	9.98					

<ケース3 : TFP上昇率=0.7%の場合>

有効フロンティアの導出とリスクプレミアム



【制約条件】

期待収益率 (年率%)	標準偏差 (年率%)	組入れ比率(%)				
		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
3.72	4.89					
3.75	4.90					
3.80	4.93					
3.85	5.01					
3.90	5.11					
3.95	5.25					
4.00	5.41					
4.05	5.59					
4.10	5.79					
4.15	6.01					
4.20	6.23					
4.25	6.47					
4.30	6.72					
4.35	6.97					
4.40	7.23					
4.45	7.51					
4.50	7.78					
4.55	8.07					
4.60	8.36					
4.65	8.65					
4.70	8.95					
4.75	9.25					
4.80	9.55					
4.85	9.86					
4.90	10.17					
4.95	10.48					
5.00	10.80					

(注) 右表の組入れ比率は、基本ポートフォリオの資産構成割合を決めるものではない。

〔 9. 長期の消費者物価上昇率の前提について 〕

「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」 (2006年3月9日 日本銀行金融政策決定会合議決)

日本銀行法は、金融政策の理念として、「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」と定めている。日本銀行はこの理念に基づいて適切な金融政策運営に努めている。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、新たな金融政策運営の枠組みを導入するとともに、改めて「物価の安定」についての考え方を整理することとした。

1. 新たな金融政策運営の枠組み

(1) 「物価の安定」についての明確化

日本銀行としての物価の安定についての基本的な考え方を整理するとともに、金融政策運営に当たり、現時点において、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率(「中長期的な物価安定の理解」)を示す(後述)。こうした考え方や理解を念頭に置いた上で、金融政策運営を行う。

(2) 2つの「柱」に基づく経済・物価情勢の点検

金融政策の運営方針を決定するに際し、次の2つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

第1の柱では、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のものでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。

第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる。

(3) 当面の金融政策運営の考え方の整理

以上2つの「柱」に基づく点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には「経済・物価情勢の展望」において定期的に公表していく。

2. 「物価の安定」についての考え方

「物価の安定」とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意志決定を行うことができる状況である。

「物価の安定」は持続的な経済成長を実現するための不可欠の前提条件であり、日本銀行は適切な金融政策の運営を通じて「物価の安定」を達成することに責任を有している。その際、金融政策の効果が波及するには長い期間がかかること、また、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとする経済の変動がかえって大きくなることから、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めている。

物価情勢を点検していく際、物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となる。中でも、統計の速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要である。

「物価の安定」とは、概念的には、計測誤差(バイアス)のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態である。現状、我が国の消費者物価指数のバイアスは大きくないとみられる。物価下落と景気悪化の悪循環の可能性がある場合には、それを考慮する程度に応じて、若干の物価上昇を許容したとしても、金融政策運営において「物価の安定」と理解する範囲内にあると考えられる。

我が国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきた。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意志決定が行われている可能性がある。金融政策運営に当たっては、そうした点にも留意する必要がある。

本日の政策委員会・金融政策決定会合では、金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率(「中長期的な物価安定の理解」)について、議論を行った。上述の諸要因のいずれを重視するかで委員間の意見に幅はあったが、現時点では、海外主要国よりも低めという理解であった。消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。「中長期的な物価安定の理解」は、経済構造の変化等に応じて徐々に変化し得る性格のものであるため、今後原則としてほぼ1年毎に点検していくこととする。

以上