

論文の内容の要旨

論文題目 Theoretical and Empirical Analyses of Unconventional Monetary Policy
(非伝統的金融政策の理論・実証分析)

氏名 相馬 尚人

本博士論文では、日本において近年行われている非伝統的金融政策の効果を実証と理論の双方に基づいて検証した。

第1章では、本研究に至る背景紹介として、日本銀行によって行われてきた非伝統的金融政策の変遷が、(i)「ゼロ金利政策」期(1999-2000)、(ii)「量的緩和政策」期(2001-2006)、(iii)「包括的な金融緩和政策」期(2010-2013)(iv)「量的・質的金融緩和(QQE)」期(2013-)という各レジームに分けられ整理されている。ここで強調されているように、2013年4月に開始されたQQEは、政策目標として初めて「2%という明確な物価目標」を置いた、「予想物価上昇率に働きかける」メカニズムを最も重要な政策の波及経路として強調した、という2点において、それまでの政策とは著しく異なる特徴を持っている。これを踏まえた上で、本研究ではQQEが日本の経済主体のインフレ期待に働きかける波及チャンネルに注目し、その効果の実証的な分析(2-3章)と理論的な分析(4章)を行っている。

まず第2章では、QQEが導入されたことにより、日本の経済主体の長期インフレ期待がどのように変化したかが分析されている。具体的には、日本のエコノミストが毎月行っている経済予測を集めた“ESPフォーキャスト調査”のパネルデータに、自己回帰モデルをベースにした年度インフレ率予測モデルを当てはめた上で、一般化モーメント法による推定が行われている。この予測モデルは、第一段階で予測者が将来の月次インフレ率を予測し、第二段階でそれらを集計して年度インフレ率の予測を形成するという構造になっており、さらに不定期な情報更新を行う予測主体を考える情報の粘着性の構造を取り入れられている。このモデルを推定した結果として、“ESPフォーキャスト調査”に参加しているエコノミストの長期インフレ期待はQQE導入前で0.4%程度だったこと、それがQQEの導入によって平均で1.2%程度にまで上昇したことが判明した。また、QQE導入以降ほとんどのエコノミストの長期インフレ期待が1%前後の値を取っていることが確かめられ、QQE導入により人々のインフレ期待がこの1%付近にアンカーされた可能性が示唆された。一方で、推定した数種類のモデルの全てのケースにおいて、QQE導入後の長期インフレ期待の推定値は日本銀行が目標値に掲げている2%に届いておらず、導入直後に一度は大きく上昇したインフレ期待が近年また下がり始めていることも明らかになった。

第3章では、第2章の結果を受け、長期インフレ期待が目標値である2%に達するほどに上昇しなかった原因が検証されている。ここでは、日本の経済主体のインフレ期待の形成が

バックワード・ルッキングであったこと、度重なるコミットメント達成期間の延期・経済予測の下方修正が金融政策コミュニケーションの信頼性を低下させたこと、フィリップス曲線のフラット化の進展、という3つの仮説が取り上げられている。その上で、それぞれの仮説の蓋然性を検証するため、“ESP フォーキャスト調査”のデータを再び用いて期待フィリップス曲線を推定し、その時間変化が観測されている。結果として、期待レベルで見ると近年フィリップス曲線の傾きはむしろ急になっており、特にQQE導入以降は期待GDP成長率と期待インフレ率の関係が強くなっていることが判明した。また、推定された期待フィリップス曲線と日本のGDPギャップ・潜在成長率のデータを組み合わせて計算された中長期的な期待インフレ率は、QQE導入前にマイナスの値を取っており、QQE導入後にはプラスに転じたことが明らかになった。この中長期的な期待インフレ率は、QQE導入後の2013年頃から上昇を始め、2016年頃にピークの1.5%程度に達し、その後緩やかに下降して現在は1.0%程度になっていた。さらに、将来のインフレ期待が直近のインフレ率に影響を受ける度合いは2012年以降では継続して高く、日本の経済主体のインフレ期待はバックワード・ルッキングな性質が強いということが示唆された。

第4章では、日本銀行がQQEの波及メカニズムの強さと経済主体のインフレ期待形成動学について不確実性を抱えていたことが指摘され、そのような不確実性の下で行われる最適金融政策が理論的に分析されている。具体的な手法としては、DSGEモデルのパラメータの真の値を知らない状態で政策を決定しなければならない中央銀行をモデル化し、そのモデルにおける最適な金融政策を導出が行われている。このモデルにおいては、中央銀行が操作する名目短期金利をゼロ以下に下げることができないという設定になっているため、発生する需要ショックの大きさによっては、中央銀行が短期金利をゼロに張り付かせるゼロ金利政策を行うことになる。そのようなゼロ金利政策の長さが、中央銀行の抱える不確実性の種類・大きさによって変化しうる、ということがこのモデルの分析によって明らかになった。具体的には、中央銀行が金融政策の波及メカニズムに不確実性を抱えている場合にはゼロ金利政策の期間をより短くすることが最適となる一方で、インフレ期待の動学的な性質に不確実性を抱えている場合にはゼロ金利政策の期間をより長くすることが最適となる、ということが判明した。

第5章では、本博士論文で得られた知見を基に、日本銀行によって行われてきたQQEの総合評価が行われている。また、本博士論文では取り扱っていないものの、日本の非伝統的金融政策を考える上では重要であると思われる論点がまとめられ、本研究全体の総括がされている。