

## 審査の結果の要旨

氏名 相馬 尚人

博士（学術）相馬尚人の提出論文「Theoretical and Empirical Analyses of Unconventional Monetary Policy（非伝統的金融政策の理論・実証分析）」は近年わが国が直面している低金利、低インフレ、低成長の経済環境の下で、中央銀行が選択可能な、いわゆる非伝統的金融政策の効果を実証面と理論面の双方の視点から検証した研究である。

伝統的な金融政策では、中央銀行が政策金利を操作することで、物価の安定と持続的な経済成長の実現を達成する。ところが、わが国において1990年代後半から、政策金利であるコールレートが0.5%以下となり、短期金利操作による伝統的な金融政策の遂行が困難になった。こうした中で、日本銀行は1999年からゼロ金利政策を導入し、世界に先駆けて非伝統的金融政策を実践することになる。その後、日本銀行は量的緩和政策(QE)や量的・質的金融緩和政策(QQE)等の導入により非伝統的政策を強化した。特に2013年4月に開始されたQQEは、政策目標として初めて2%の物価目標を設定した点と、予想物価上昇率に働きかける点を明示した点が大きな特徴とされる。本研究ではQQE導入の政策効果の実証的な分析(2-3章)とゼロ金利制約下で不確実性が存在する場合の最適金融政策の理論的な分析(4章)が核となっている。

まず第1章では、本論文の研究に至る背景紹介として、これまでの日本銀行の非伝統的金融政策の内容が整理されている。

第2章では、QQEの前後の期間を含むパネルデータである「ESPフォーキャスト調査」を用いて、QQE導入が市場参加者の物価の期待形成動学にどのような変化をもたらしたか、という点が詳細に分析されている。分析手法として、年率のインフレ予測のための自己回帰モデルのパネル推定のため一般化モーメント法が採用されている。モデルで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構造になっている点が特徴的である。また、期待形成のマクロモデルとして近年注目されている粘着的情報構造を導入し、情報更新の頻度が分析の中で考慮されている点も新規性が高い。分析の結果、政策導入のインフレ予想に対する影

響が恒久的であるモデルとその影響が恒久的部分と一時的部分に分離できるモデルでは後者の方が高い説明力を持つことが判明した。恒久的効果と一時的効果を分離した推計モデルによると、QQE 導入後の長期インフレ期待の推定値は日本銀行の目標値である 2%に届かず、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が確認されている。

第 3 章では第 2 章の結果を受け、なぜ長期インフレ期待が目標値に達することができなかったかという理由が検証されている。具体的には第 2 章と同じデータをを用いて、期待フィリップス曲線を推定し、その時間的推移を観測した。その結果として、期待レベルで見ると近年フィリップス曲線の傾きが拡大しており、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確認されている。また推定された期待フィリップス曲線と日本の GDP データを組み合わせると計算された中長期的な期待インフレ率の時間的な変化も推計されている。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 年以降継続して高かったことが確認された。以上の分析から、インフレ率が目標値に達しなかった理由として、フィリップス曲線の傾きが縮小したのではなく、インフレ期待の形成におけるバックワード・ルッキングな期待形成の影響が大きかったことが示唆されている。

第 4 章では、日本銀行が QQE の波及メカニズムの妥当性や経済主体のインフレ期待がどの程度バックワード・ルッキングであるかという不確実性を抱えていたことを指摘し、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。理論モデルでは、中央銀行が操作する名目短期金利の下限がゼロである制約が課されており、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固定するゼロ金利政策を行うことが想定される。解析の結果、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ことが明らかにされている。

第 5 章では 2-4 章で得られた分析結果をもとに、日本銀行によって採用されてきた非伝統的金融政策、特に QQE、の総合評価を行い、将来的な課題も含め総括されている。

本研究は「ESP フォーキャスト調査」パネルデータを用いたインフレ予想の厳密な時系列分析としては初めての試みであり、経済モデルの理論分析の結果も含めて、わが国の非伝統的金融政策を考える上で重要な知見が得られている。

よって本論文は博士（学術）の学位請求論文として合格と認められる。