

《書 評》

宮尾龍蔵 著

『非伝統的金融政策』

1. はじめに

本書は、経済学者である宮尾龍蔵氏が、日本銀行という金融政策立案の現場に入り、2010年3月から2015年3月までの5年間に日本経済を誘導する上で、何に悩み、どう対応してきたかを明らかにするとともに、金融的側面から人々の生活を改善するにはどうすべきかを世に問う書物でもある。これまでにない多くの知見を提供しているが、最も重要な貢献は、「まえがき」で著者が掲げた問題5点の内の「非伝統的金融政策の効果に実証的証拠はあるのか」という課題に対し、効果があるという実証的証拠を提示した点にある。本書のこうした貢献を紹介しつつ、今日の日本の金融政策運営に関わるいくつかの論点を解説したい。

2. 「伝統的金融政策」と「非伝統的金融政策」

アメリカ連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board of Governors; FRB）と連邦政府との間の1951年のアコード以降、一時的な例外期間はあるものの、アメリカの金融政策手段の中心は、短期の市場金利に操作目標を設定し、それを上下に操作することで、市場利子率全般に影響を与え、それらを通じて実体経済に働きかけることであった。こうした金融政策運営方式は、日本を含め、世界の先進国で広く受け入れられており、「伝統的金融政策」と呼ばれる。

日本では無担保オーバーナイト・コールレートに操作目標を定め、政策を運営してきた。しかし、1990年のバブル崩壊以降の景気低迷と日銀の金融緩和により、1999年には短期の市場利子率はほぼ0%に達してしまい、もはや伝統的金融政策で政策運営することができなくなった。伝統的金融政策以外の手段を用いて、実体経済を刺激し、景気低迷から経済を回復させることができるか。これは、当時の日本経済の政策担当者にとって、またリーマン・ブラザーズ倒産後の世界同時不況下におけるアメリカ、ヨーロッパ、日本の政策担当者にとっての喫緊の問題であった。

3. 非伝統的金融政策の効果に関する、2つの相対立する見解

金融政策が実体経済に影響を与えることができるか否かは、政策担当者のみならず実は学問的にも論争の中心にある問題である¹。IS-LM分析においては、利子率が非常に低い水準でほぼ水平になっているLM曲線と、通常のIS曲線が交差する点に経済がある場合には、貨幣供給の増加は生産の増加につながらないという、良く知られた結果（「流動性のわな」と呼ばれている）が生まれる。Hicks（1937）によるIS-LM分析は大恐慌の最中に書かれたものであるが、近年でも、Eggertsson and Woodford（2003）やCurdia and Woodford（2010）は動学一般均衡モデルを用いて、同様の結論を導いている。

これらの議論に対して異なる仮定の下で、Bernanke and Reinhart（2004）、Bernanke et al.（2004）、およびClouse et al.（2003）は、仮に中央銀行が非常に低い利子率に直面していたとしても、中央銀行は

実体経済を刺激する幾つかの代替的な金融緩和手段をもっている、と主張した。具体的には、伝統的な金融政策では購入しない資産の買い入れ（著者にしがたい、以下では「非伝統的な資産の買い入れ」と呼ぶ）であり、いま1つは、市場の「期待（expectations）」への働きかけ（以下では、「フォワードガイダンス」と呼ぶ）である。

前者の「非伝統的な資産の買い入れ」は、2つの波及経路を通じて実体経済に影響を与える。第1の経路は、マネタリーベースの量を拡大することによるものである。中央銀行のバランスシートの負債総額の大きさを拡大することにより、民間に出回る通貨量を増加させ、民間経済主体の保有する資産構成を変化させることを狙っている。この効果は「ポートフォリオ・リバランス効果」と呼ばれる。

第1の経路が中央銀行のバランスシートの負債側に着目した効果であるのに対し、第2の経路は、中央銀行のバランスシートの資産構成の組み換えによって実体経済に働きかけようとするものである。例えば、米FRBが住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Securities: MBS）を購入すれば、市場にマネタリーベースが追加供給される効果（バランスシートの大きさの変化）に加えて、追加資金は主として住宅市場の金融を緩和し（資産の組み換え効果）、住宅借り入れ利率を下げ、住宅投資を活発化させる。

後者の「フォワードガイダンス」は2種類に分けられる。1つは、将来の短期市場利率の「期待」を変化させることによって現在の中長期の利率を変化させ、民間投資を喚起しようとするものである。中央銀行は短期利率を制御することは基本的には可能である。将来の短期利率を制御することも可能であるから、将来にわたっても長期間（色々な形態がありえる）短期市場利率を0%に設定すると中央銀行が今公表し約束することによって、長期・短期金利間の金利裁定を通じ、現在の長期金利を下げようとするものである。

「フォワードガイダンス」の第2の手段は、非伝統的な資産の買い入れを将来にわたり継続することを約束することである。「2%のインフレ率目標を安定的に持続するために必要な時点まで資産買い入れを継続する」といった公表がその例である。

以上説明してきたように、ゼロ（短期市場）金利に直面した中央銀行がさらに金融を緩和し、実体経済に働きかけることが出来るかという問題に関しては学界でも意見が分かれた。

4. 日本における政策判断の違い

学界での意見の不一致はそのまま日本の政策においても反映され、政策判断の違いとなって現れた。「流動性のわな」や生産年齢人口の減少をはじめとした日本経済の潜在成長力の低下の議論を背景に、日本では金融政策の効果を疑問視する考え方が、少なくとも2008年4月から2013年3月までの白川方明総裁の時代には日本銀行を中心に支配的となった（例えば白川（2008））。こうした当時の支配的な考え方に浜田・若田部・勝間（2010）、浜田（2013）、浜田・安達（2015）などの論者は、少数ではあったが、量的緩和（Quantitative Easing; QE）政策の有効性を強く主張し反論した。

日本の政策の現場でこうした考え方の違いが生まれた1つの要因は、2001年3月から2006年3月まで日銀が採用したQE政策の効果に関して評価が分かれたことにある。当時実体経済は極端に低迷していた。また、金融業界も、1997年および1998年の金融危機に続き、不良債権問題で大きく揺らいでいた。銀行貸し出し残高は毎年大きく減少し続けた。そうした逆風に抗する形で、2001年のQE政策は実施された。この政策は、金融市場や資本市場を通じ民間投資に対して緩和効果があったが（Honda（2014）、立花・井上・本多（2017））、それが銀行貸し出し市場や実体経済に十分波及するまでには時間を要した。実際に私達が観察する経済データの多くは、これら2つの相対立する効果が合成された結果であり、それぞれの効果を識別することは簡単ではない²。

合成された最終結果において仮に政策効果が小さいとしても、それをもって政策効果が小さいと結論

付けることは、大きな過ちである。もし政策効果があり、その政策を実施していなかったら、経済収縮は極めて大きなものとなっていたはずだからである。そうした事実誤認は、悲劇を将来において繰り返すことの原因となる。政策の効果があったので最終的な合成された効果が小さくてすんだのか、それとも政策効果が小さいので最終的な合成効果が小さかったのかを判別することは重要である。

5. 非伝統的金融政策の効果に関する実証

本書の第3章は、計量経済学的手法および客観的データを用いて、日本の非伝統的金融政策が实体经济に対し拡張的效果を持ったのか否かを実証的に検証している。これまでの先行研究および最新の日米の実証研究を最初に紹介した上で、量的・質的緩和（Quantitative and Qualitative Easing; QQE）政策の効果について、著者自身の構造ベクトル自己回帰モデル（Vector Autoregression; VAR）を用いて実証している。具体的には、2001年初めからQQEが始まる前までの期間（以下では「小サンプル」と呼ぶ）と、QQE期間を含む全期間（以下では「大サンプル」と呼ぶ）を比較することにより、QQEの政策効果を調べた。VARは5変数モデルで、産出量、インフレ率、マネタリーベース、長期金利、株価（もしくは外国為替レート）の5変数が含まれる。

主な結論は、マネタリーベースの増加が、長期金利の低下と株価の上昇（あるいは外国為替レートの円安）を通じて、実質GDPを持続的に引き上げ、また消費者物価上昇率にも持続的なプラスの効果をもたらしたというものである。

この結論以上に興味深い発見は、「小サンプル」と「大サンプル」の間で、各変数の反応関数推定値が大きく変化している点にある。マネタリーベース・ショックから長期金利、株価（あるいは為替レート）へのそれぞれの効果が「小サンプル」の下では1年以内に減衰するのに対し、「大サンプル」の下では1年を超えて効果が持続している。産出量およびインフレ率についても、「小サンプル」の下では効果が一定期間後減衰するのに対し、「大サンプル」では効果が持続ないしは拡大している。これらの結果は、マネタリーベースに代表された2012年11月以降の拡張的金融政策の効果が、それまでの金融政策よりも強力かつ持続的であったことを示唆している。

2つの推定期間の違いによって生じた反応関数の違いは、「量的・質的金融緩和の実施によって、国債買い入れの規模が大幅に拡大するとともに買い入れ国債の年限が長期化し、かつそうした非伝統的な資産買い入れをオープンエンドで継続するというフォワードガイダンスを公表した」（本書p.109）ことにあると著者は解釈している。

購入国債の平均償還期間を長期化したことは、日銀が将来にわたっても緩和し続けるという約束を保証する具体的証拠であり、将来における緩和へのコミットメントが強化されたとも解釈できる。その結果、マネタリーベースへの緩和ショックが継続的に与えられたのかもしれない。あるいは、QQE緩和政策のパッケージが全体として市場参加者の予想インフレ率を上昇させた可能性もある。正確にどの要因が2つの推定結果の違いをもたらしたのかについては、VARの結果だけでは特定できない。

いま1つの私達の関心は、マネタリーベース注入の効果の量的側面にある。全推定期間の推定値を用いて、例えば10兆円のマネタリーベースの注入がどの程度実質GDPおよび消費者物価指数を押し上げたかの推定値を計算できる。当該モデルのような小さなモデルの推定値それ自体には重要な意味はないかもしれないが、消費者物価指数への影響は有意であっても、実質GDPへの影響に比べ量的に小さいことを示すことができるのではないかと推測する。この点に関しては、著者の今後の仕事に期待する。

本書の最も重要な貢献は、この第3章において日本におけるQE政策が实体经济に対し景気刺激的効果をもつことを、直近までのデータを用いて、実証した点である³。本書のようなしっかりした実証分析を積み重ねることで効果に関するコンセンサスを築き、今後の政策に役立てることは重要である。

6. 「マイナス金利付きQQE」から「長短金利操作付きQQE」へ

「長短金利操作付きQQE」が実施された直後に本書が出版されたこともあり、著者の「マイナス金利政策」に関する評価は定まっていないという全般的な印象を受けた⁴。しかし、本書が刊行されてからほぼ10ヶ月が既に経過しているため、この項では「長短金利操作付きQQE」について少し補足したい。

「長短金利操作付きQQE」は、QQEを実施するとともに、民間銀行の超過準備預金に付与される金利の一部をマイナス0.1%にすることにより、10年ものの国債の長期金利をほぼ0.0%に誘導するというものである。こうした運営方法に関する第1のコメントは、操作目標とインディケータの関係性についてである。インディケータとは、当該市場の、あるいはその背後にある民間経済の動向を知る上で重要な情報を提供する変数（情報変数）のことである。一般的にある特定の変数に操作目標を設定すると、その変数はインディケータ、あるいは情報変数としては機能しなくなる。「長短金利操作付きQQE」に関して極論すると、利率の期間構造全体をもし日銀が厳格に制御すれば、金利の期間構造はインディケータではなくなり、マネタリーベースなどの通貨の量が民間経済の資金需要動向を反映するインディケータとなる。

第2のコメントは、「長短金利操作付きQQE」の「操作」は「固定」ではなく、实体经济からの資金需要に柔軟に対応し、文字通り「操作」することが求められる点である。金利を固定してしまうと、Eichengreen and Garber (1991) が指摘した通り、市場は本質的に不安定な性質を持っている。

第1図：マネタリーベースの需要と供給

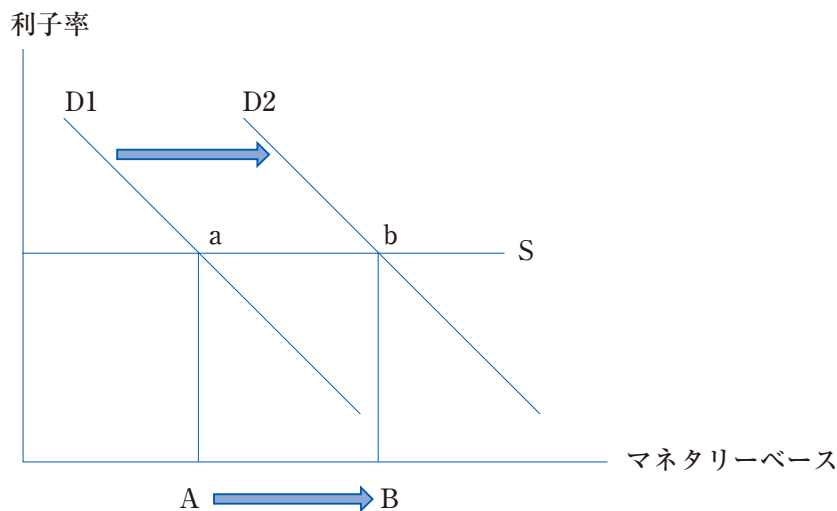


図1におけるD1はマネタリーベースに対する需要を、Sはマネタリーベースに対する供給をそれぞれ表す。中央銀行は利率を固定しているため、供給曲線は水平となっている。当初は、D1とSが交差するa点に均衡点があり、Aだけのマネタリーベースが供給されていたとする。今、实体经济における資金需要が高まり、需要曲線がD2にシフトしたとする。新しい均衡点はb点に移動し、世の中に出回るマネタリーベースはBに拡大する。マネタリーベースが増加すると、通貨の増加により財・サービスの支出が拡大する。その結果、翌期のマネタリーベースへの需要はD2よりさらに拡大することになり、マネタリーベースへの需要曲線は、D2よりさらに右側にシフトすることとなる。したがって、翌期に実現するマネタリーベースの額はBよりさらに大きくなる。以下同様にマネタリーベースと实体经济の拡大は際限なく続くことになる。

以上は経済が拡大発散する場合の論理を説明したが、实体经济が縮小する場合でも、同様の論理が働き、实体经济とマネタリーベースは際限なく縮小する。利率を固定すると以上のような均衡の不安定性を

伴う。こうした不安定性を止めるには供給曲線Sを上方（あるいは下方）に大きく変化させる必要がある。

第2のコメントとして、「固定」ではなく「操作」することが求められると述べたが、何を目安にしてどの程度操作するのは、新しい手法なので、難しい問題であるというのが、第3のコメントである。足元の政策を例にとって考えてみよう。2017年8月現在アメリカは金融引き締め局面に入っており、今後もしばらくの間利上げを繰り返すものとみられる。こうした米FRBの利上げにどう対応すべきであろうか。その場合の目安は何か。米FRB利上げに対する日銀の対応は3通り考えられる。第1は米FRBが利上げしても、長期金利の誘導目標を現在の0.0%に据え置く。この場合には、日米の金利差が拡大するので、他の条件を一定とすれば、円ドルの為替レートは円安ドル高方向に動く。他方、国内金利は据え置かれているので、全体としては拡張的スタンスとなる。

第2は、米FRBの利上げに合わせる形で、ほぼ同じ幅だけ利上げして追随する場合である。日米の金利差が変化しないとすれば、しかも他の条件も変化しないとすると、円ドルレートは変化しない。他方、国内金利は上昇するので、全体としては、利上げの国内への影響分だけ引き締め政策となる。

第3は、第1と第2の間の中間的な場合で、米FRBの利上げに完全に追随するのではなく、ある程度追随する場合である。米FRBによる利上げへの追随の程度次第で、政策スタンスは緩和になったり、引き締めになったりする。どの程度追随するのかという問題に関し、また何を目安したらよいかといった問題に関し経験が少ないので、「操作」の難しさがここにある。米FRBは、引き締め政策の一環として保有資産の売却も検討している。このFRBの政策に対しても同様の検討が必要となっている。

アメリカ発のショックにどう対応するかに関しては、次の2点が重要と考える。第1は、常にその時々国内の実体経済の動向を的確に把握し、それに対応する形で調節することが大切である。第2は、一般的には少しずつ調節するのがよいと考える。実体経済と対話をしながら、政策変数を徐々に変化させるのが安全と思われる。それは、熱いお風呂に入る時に、いきなりドボンと入るのではなく、ゆっくりと湯加減をみながら入るのに似ている。

7. むすび

2012年末からのアベノミックスが開始されるまでは、金融緩和が徹底せず、また遅れたことが、15年間にわたるデフレーションと景気低迷を招いた重要な要因となった。しかし、「失われた15年」といっても、それは4人に1人が失業者といった1930年代のアメリカにおける大恐慌とは異なる。私達は、大恐慌という苦い経験から多くを学び、また、ケインズはマクロ経済学という新しい経済学を生み出した。大恐慌およびケインズ経済学からの経験と教訓を生かし、拡張的財政政策と拡張的金融政策を1990年以降概ね実施してきたと言える。その結果、大恐慌惨事の二の舞は回避できた。

しかし、酷使してきた財政政策手段および金融政策手段は疲弊し、財政・金融の両領域において、今私達は、ケインズが考えていなかった中長期的課題に直面している。金融政策手段においては短期金利が0%に到達し、短期金利操作による伝統的な政策運営が不可能となり、これまでとは異なる非伝統的金融政策によって政策運営がなされている。

これまでの経験・学問的知見に加えて、新しい創意・工夫をこらして、突き付けられた新たな中長期課題を乗り越えることが今私達に求められている。本書はそうした要請に応えようとする貴重な1冊である。

〔本多 佑三〕

書評執筆者

本多 佑三 関西大学教授

1. 浜田・安達（2015）は、「『貨幣が経済に効くか否か』には250年の歴史がある」と述べ、米シカゴ大学系の著名経済学者達とケインジアン考え方の違いを分かりやすく説明している。
2. 2001年から2006年にかけてのQE政策の実体経済への効果に関しては実証分析においても意見が分かれた（例えば、鶴飼（2006）を参照されたい）。
3. Gambacorta et.al.（2014）は、パネルVAR（Panel Vector Autoregression）を用いて、先進8カ国の非伝統的金融政策の効果を分析している。
4. 私自身は、「マイナス金利政策」は、ゼロ金利制約を和らげる重要な政策手段であると考えている。この点については、紙面の都合上、Honda and Inoue（2017）および本多（2017）を参照されたい。

邦語引用文献

- 鶴飼博史, 2006, 「量的緩和政策の効果:実証研究のサーベイ」, 『金融研究』第25巻第3号, 日本銀行金融研究所, pp. 1-45.
- 白川方明, 2008, 『現代の金融政策 理論と実際』, 日本経済新聞出版社.
- 立花実・井上仁・本多佑三, 2017, 「量的緩和策の銀行貸出への効果」, 『経済分析』第193号, 内閣府経済社会総合研究所, pp.161-195.
- 浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代, 2010, 『伝説の教授に学べ』, 東洋経済新報社.
- 浜田宏一, 2013, 『アメリカは日本経済の復活を知っている』, 講談社.
- 浜田宏一・安達誠司, 2015, 『世界が日本経済をうらやむ日』, 幻冬舎.
- 本多佑三, 2017, 「マイナス金利政策の効果」, 『金融経済研究』第39号, 日本金融学会, 3月, pp.67-75.
- 宮尾龍蔵, 2016, 『非伝統的金融政策』, 有斐閣.

英語引用文献

- Bernanke, Ben. S. and V. R. Reinhart, 2004, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review*, Vol.94, No.2, pp.85-90.
- Bernanke, Ben. S., V. R. Reinhart and B. P. Sack, 2004, "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol.35, No.2, pp.1-100.
- Clouse, J., D. Henderson, A. Orphanides, D. H. Small and P. A. Tinsley, 2003, "Monetary Policy When the Nominal Short-term Interest Rate Is Zero", *The B. E. Journal of Macroeconomics*, Vol.3, No.1, pp.1-65.
- Curdia, V. and M. Woodford, 2010, "The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy", NBER Working Paper No.16208, July.
- Eggertsson, G. B. and M. Woodford, 2003, "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol.34, No.1, pp.139-233.
- Eichengreen, B. and P. M. Garber, 1991, "Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy, 1945-51", in G. Hubbard (ed.) *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, pp.175-206.
- Gambacorta, L., B. Hofmann, and G. Peersman, 2014, "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.46, No.4, June, pp.615-642.
- Hicks, J. R. 1937, "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation", *Econometrica*, Vol.5, pp.147-159.
- Honda, Y. and H. Inoue, 2017, "The Effectiveness of the Negative Interest Rate Policy in Japan: An Early Assessment", Discussion Paper No.17-2, Graduate School of Economics and Osaka School of International Public Policy, Osaka University.