

2014年5月23日アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

日時：2014年5月23日 15:00-17:00

講師：上智大学経済学部 竹田陽介教授

演題：非伝統的金融政策の経済分析

本研究は、日本銀行が1999年に導入したゼロ金利政策にはじまる、いわゆる非伝統的金融政策の効果を、資産価格を通じて分析したものである。分析の基本的な結果は、非伝統的政策は、マクロショックを緩和するために積極的に活用されるべきものである、という主張に繋がる。

伝統的な金融政策においては、三段階アプローチ、最後の貸し手機能、中央銀行の独立性などの論点が存在してきたが、近年の研究では、こうした理論が経済状況に必ずしも十分対応しきれていないことが分かっている。そこで、新たな分析視点から非伝統的金融政策を論じることが必要になる。

まず、ケインズの美人投票的観点から分析する。これは、年度CPI騰落率についての専門家の予想がどのように形成されるかを、相対的エントロピーを計測することによって調べたものである。その結果は、インフレ率-2.4%を記録した2009年8月を含む、デフレが深刻化した時期に、日本の予測専門家は、美人投票に支配されていた、すなわち平均的な予想の分布(コンセンサス)を予想騰落率として当てようとしていた、というものであった。これは、非伝統的金融政策の「期待に働きかける」という部分は機能しないことを示唆している。

次に、アーヴィング＝フィッシャーの負債デフレ論についてみていく。これは、債務者は債権者より消費性向が高いので、デフレはさらに実質負債を拡大させ、さらなるデフレを生む、という理論である。そこで、消費動向調査の個票データを用いて、住宅ローンのある家計(債務者)とない家計(債権者)での期待インフレ率を推定した。その際、通常に用いられるカールソン＝パーキン法ではなく、可変パラメータ＝モデルを使用している。すると、債権者、債務者ともに、不都合なケース(債権者はインフレ、債務者はデフレ)について強い確信を持っている一方、予期せぬデフレがデフレ期待を加速させる効果は顕在化しなかったことがわかった。

この加速化阻止の要因については、資産価格についての期待によるものだったと考えることができる。インフレ期待と資産価値の期待とのあいだのスピアマンの順位相関係数をみると、2001年から2002年にかけて相関係数が負になっている。資産価格に対する期待の好転が、デフレ期待が支配的になるのに歯止めをかけた可能性がある。これは、2001年3月以降の量的緩和政策の一時的効果を示唆したものと思われる。

三番目に、「ルーカスの木」モデルからみた JGB の特殊性に触れておきたい。消費に関するオイラー方程式とフィッシャー方程式から、名目利子率の決定には、消費の伸び率とインフレ率との共分散が影響していることがわかる。これをインフレ＝プレミアムと呼び、負であれば、家計は所得を名目資産の購入に向け、インフレによる実質収益率低下のリスクを考えて高いインフレ＝プレミアムを要求することになる。正の場合は逆である。わが国のデータをみると、正の共分散が発生し、マイナスのインフレ＝プレミアムが生まれていることが分かる。これは、G7 諸国との比較でみると、日本とフランスでしか生じていない特殊な現象である。

最後に、中央銀行は非伝統的金融政策においてどのような資産を買うべきなのであろうか。こうした場合に用いられる VAR モデルでは、ゼロ金利による非線形のテイラー＝ルール¹の定式化や、金融政策と資産価格の同時決定性について分析することが難しい。そこで、Newey (1987)の最小 χ 二乗推定量による二段階推定で、非伝統的金融政策の資産価格への効果をみた。その結果、金融機関への資金流動性の供給は、JGB の長期金利を除く、全ての資産価格、インフレ率、需給ギャップについて効果を有していない。一方、金融資産に市場流動性を付与する政策に関しては、信用スプレッドおよびタームスプレッドの低下に効果がみられる。すなわち、金融資産の市場流動性を高めるような非伝統的金融政策は効果が大きいことがわかる。中央銀行のバランスシートの毀損についてもそうである。

まとめとして、非伝統的金融政策のもとでは、「最後の貸し手」機能よりも「最後の買い手」機能の方が効果は大きいと思われる。また、中央銀行のバランスシートの毀損を通じた効果からは、日銀法における財政補填規定の撤廃が、「最後の買い手」機能が消極的になったことの原因である可能性が示唆される。財政ファイナンスに陥らないという担保のもとで、新たに設置されるべき専門的な公的債務管理と中央銀行が協調し、国債管理と金融政策を行っていくことが必要な時期だと考えられる。

以上