

アカデミックセミナー要旨

日 時：2015年10月2日 15時30分～17時30分

講 師：一橋大学大学院経済学研究科 塩路悦朗教授

演 題：質的・量的緩和期の信用創造

本研究は質的・量的金融緩和期における邦銀の信用創造、特に貸出行動を実証的に分析する。2013年4月から、黒田日銀総裁の下、マネタリーベースを2年で2倍にする質的・量的金融緩和が実施された。東京大学の植田和男教授によれば、この政策は、短く流動的で安全な資産である短期国債を購入する純粋な量的緩和と、短期国債を売り長期国債を購入するオペレーション・ツイストの2種類の非伝統的金融政策の組み合わせとして理解することができる。本研究では、純粋期待仮説が成立する効率的市場（短期国債と長期国債は等価交換）を仮定し、前者の量的緩和の効果にのみ着目して、質的・量的金融緩和期の信用創造に対する影響を分析する。

量的緩和政策の効果をめぐるには様々な立場があるが、本研究では標準的な経済学者の共通理解である「(貨幣と短期国債が完全代替となる)ゼロ金利下では貨幣乗数は消滅し、量的緩和の効果は存在しない」という予想を出発点とする。実際、1995年以降のゼロ金利近傍では、マネタリーベース増加率が激しく変動する一方で、マネーストック増加率の変動は極めて小さい。すなわちゼロ金利下ではマネタリーベースからマネーストックへの弾力性はゼロになるという理論的予想は経験的にも支持されているように思われる。

しかしながら、金融緩和後一時的とはいえインフレ率の上昇が見られたし、グラフのスケールを変えてマネーストックの幅を拡大すると、マネタリーベースとの間に連動関係が存在するようにも見える。実際、現金をそれぞれ除いたマネタリーベースとマネーストック、すなわち日銀当座預金と銀行預金の共和分関係を調べると、1995年以降では、日銀当座預金の1%の増加が銀行預金の0.15%の増加と関連するという結果が得られており、それ以前(日銀当座預金の1%の増加と銀行預金の1%の増加がほぼ対応)に比べて係数は大幅に縮小したものの、両者には依然として安定的な関係が存在していることが確認できる。そこで本研究では、ゼロ金利の下で、あり得ないはずの政策経路が本当に全くなくなってしまったのか否かを検証する。

実証分析では、個別銀行の財務諸表をもとにパネルデータを構築し、「前期末に大量の超過準備を供給された銀行は今期中にそれを貸出に回す傾向があるのか、もし貸出でなければその準備をどこに回すのか」について検討する。準備に関する情報量の多い連結決算データを中心とするため、本研究のサンプルは主に地銀・第2地銀からなっている点には注意が必要である。年次データ(2時点のみからなる)を用いた分析では、前期に準備が増えた銀行が今期に有意に貸出を増やす傾向はみられない。一方で、国債・地方債の購入が増加する傾向が観察され、ポートフォリオ・リバランス効果の存在が示唆される。半期データによる分析では、固定効果モデルとGMM推定の2種類を行う。固定効果モデルでは、準備が増えた銀行が有意に貸出を増やす傾向はみられず、有価証券(国債・地方債を含む)保有を増やす傾向が再び確認される。動学的なバイアスの排除、説明変数の内生性を排除するために行ったGMM推定では、貸出については固定効果と変わらず、有価証券については有意性が失われる結果となった。暫定的な結論としては、量的緩和の下、超過準備の供給を受けた銀行がそれを貸出に回して信用創造の起点になるという効果は検出されなかった。逆にそれを国債・地方債に回す傾向はある程度観察されたと言える(ただしGMM推定の結果については今後さらなる検証が必要である)。

以上