

## デフレと戦う、金融政策の有効性

日本における 1990 年代以降の長期経済停滞、2000 年代の世界的な金融危機とそれに伴う大収縮はマクロ経済政策をめぐる議論に大きな転換をもたらした。

経済学者・エコノミストは暗黙のうちに、長期的な経済のパフォーマンスはそのファンダメンタルである経済体制や金融・企業システム、狭義の生産性の変化によって決定されると前提して、現実の経済を捉える傾向がある。

その結果、長期にわたる経済停滞(場合によっては経済的繁栄)の原因を考える際には、第一に構造的な要因を想定することになりがちだ。

同様に、マクロ経済政策、なかでも金融政策の効果は限定的で一過性のショックを緩和する補助的な役割にとどまると感じる。

しかし、長期的な経済のトレンドは経済構造から決まり、一時的なショックは次第に経済システムの中で吸収され長期のトレンドには影響を与えないと言う前提は、大いに疑わしいものになっている。

一時的なショックが比較的長期にわたって経済の傾向的成長自体を左右することは十分に考え得ることであり、その場合は、金融政策の影響はかつて考えられた以上に長期の経済を左右する重要な要因となる。

短期的なショック・政策の長期的影響を考える際に注目すべきは、名目値の影響力であろう。

スムーズな価格調整が行われる市場においては物価、名目利子率、名目為替レートといった名目変数は実質経済に影響を与えない。

名目変数は貨幣的に決定される対象であり、一方の実質変数は、経済のファンダメンタルズから決定される。

このようなナイーブな貨幣ベール観に限定せず、価格調整に粘着性のあるモデルにおいても貨幣的要因は、実体経済に一時的な影響を与えるにとどまると仮定・前提した理論化が行われることが多い。

さらに、低金利時代、中でも短期金利が 0 ゼロ(ときにはマイナス)になった状況では、金融政策は名目変数への影響力さえも失ったとの主張も少なくない。

コールレートを操作変数とする教科書的な金融政策スキームの枠にとどまるならば、この主張は一定の合理性を持つであろう。

しかしながら、1999 年の日本銀行によるゼロ金利政策、さらには 2001 年以降の量的緩和政策(QE)は、後に多くの先進国中央銀行においても実施されている。

これらのいわゆる非伝統的金融政策の効果について、その端緒となった日本経済におけるデータを用いた検証を充実させていくことが重要な作業だろう。

本書では、金融政策が物価、為替レート、名目金利等の名目値に大きな影響与えてきたこと、金融政策が実質経済成長率、失業率、実質金利などの実質値にも影響与えてきたこ

とを示す論文が多く登場する。

金融政策の影響力の大小については、各論文によって異なるものの、日本経済の90年代以降の停滞と回復に名目値の問題が大きな影響与えてきたこと、金融政策が実体的な影響力を持ったことについては概ね共通の結論が得られている。

その一方で、現在行われている量的・質的金融緩和政策(QQE)をはじめとする金融政策が当初の想定と全く違う経路とインパクトを持っていると判断することも困難だろう。

例えば、2012年末以降、雇用と言う実質変数が金融政策によって継続的に改善している。だが、そのメカニズムや効果の大きさについて、まだ謎は残っている。

そこで、金融政策の効果について、理論的、実証的に分析し、残る謎を解明することを目指したい。

特に2001年からの量的緩和、2013年からの量的・質的緩和が効果を発揮し、経済を好転させたこと、なかでも当初、量的・質的緩和の効果が大きかったにもかかわらず、2014年以降、弱まっているように見えるのはなぜなのかも重要な論題である。

その理由として、消費税増税、世界的景気の変調などが挙げられるが、その効果はどれほど大きいものかもまた重要な検討事項である。

第1章では、短期金利がゼロとなって以降の、いわゆる非伝統的金融政策局面における政策効果について分析している。

人々の予想・期待を数量化することの難しさから、予想インフレ率を直接的に考慮した研究は少ない。

そこで、予想インフレ率を明示的に考慮し、金融政策と生産の関係を推計した。

結果、マネタリーベースの変動は、予想インフレ率などの変動を通して、生産に大きな影響与えていた。

一方で、QQE導入以後の金融政策はそれ以前より効果が弱っている可能性がある。

なかでも2014年以降の生産の低迷、予想インフレ率の低下は、消費税率引き上げ、原油価格の下落、世界貿易の低迷によってある程度説明できた。

続く第2章では、本書全体を通して分析課題である「物価水準・インフレ率」の決定要因について、代表的な理論を取り上げ、それを踏まえた分析が行われている。

2013年から日本銀行が実施している量的・質的緩和の効果について、5変数(物価・失業率・商品指数・日銀当座預金・円ドルレート)のブロック・リカーシブ型ベクトル自己回帰モデルを用いて分析した。

そこから量的緩和はまたは量的・質的緩和が物価を押し上げてデフレ脱却に貢献し、失業率低下に寄与したとの結論を得ている。

物価から実体経済への影響経路として伝統的に想定されるのがフリップスカーブである。

しかし、フィリックス曲線は平時とデフレ局面とで、その形状が大きく異なることが指

摘される。

第 3 章では、金融政策や為替レート、原油価格、消費税率引き上げによって、フィリップス曲線のレジュームが転換するようなモデルを構築した。

分析により、低位にとどまるインフレ率は、2016 年初めの急激な円高によって、フィリップス曲線がデフレレジュームに逆戻りしたことが大きな理由であるとの結論が得られている。

金融政策と実体経済をつなぐ経路はフィリップス曲線だけではない。

第 4 章では、資産価格とバランスシートに関係に注目したフィナンシャルアクセラレータ(FA)メカニズムに着目した分析を行う。

金融緩和政策によって資産価格が上昇すれば、企業のバランスシートが改善することで、実質投資や実質産出量を増加させる。

逆に言えば、資産価格と言う名目値の低下が、経済の実質変数に長期にわたってマイナスの影響を与えることを示している。

多くの実証研究によれば、金融緩和政策による価格の上昇は、FA を含む様々な経路を通して、経済を刺激していたことがわかる。

第 5 章では、2013 年以降の金融政策の展開において大きな役割を果たした為替に注目する。

ドル円レートの変動を考える手段としての「ソロスチャート」は、金融政策がゼロ金利制約下にある場合は特に重要であろう。

一方で、世界的な金融危機などの「リスクオフ」の局面においては、有効性を失う。「リスクオフ」の局面においてはドル円レートは、「ファンダメンタルズ」よりも、過去の為替レート変動の動きに大きく影響を受ける。

すなわち、為替レートモデルにおいては、平時とリスクオフの局面とでそのレジュームが変わるモデルを構築することが必要である

第 6 章では、金融政策・為替レートの実体経済への影響をよりミクロ的な側面から実証的に検討している。

日本企業約 35 万社のパネルデータを用い、為替変動が日本企業の業績に及ぼす影響を検証することを通じ、円安が日本企業の業績にプラスの影響を及ぼしていること、また予想される通り、輸出を行っている大企業が受けている恩恵が最も大きいことが確認できた。

一方、2013 年以降の円安が輸出企業にもたらしたプラス効果の発現テンポは、何らかの理由で、それ以前の円安時に観察されていたテンポよりも遅れ気味であることが分かった。

ただ、その説明として、輸出企業における事業拠点の海外移転が円安の便益を低下させ

ていると言う説を支持するパターンが検出できなかった。

マクロ経済政策の手段は金融政策だけではない。

財政政策もその主要な手段である。

そのため、マクロ経済政策の全体像を考えるためにはその相互作用を含めた検討が要されるだろう。

なかでも、大きな議論をよんだ物価水準の財政理論(Fiscal Theory of Price Level, FTPL)とは、政府に財政規律が働かない場合、究極的に物価を決定するのは財政であって、金融政策はではないと理解されている。

しかし実際に、FTPLのメカニズムで物価が決定されているのかと考えると、いくつかの疑問がある。

第7章では、FTPLに関する伝統的な検証方法を日本のデータに適用した。

その結果、過去の、そして直近までの日本経済において FTPL 型の物価の決定が行われたとは考えづらいことが示される

さらに、日本においては緊縮的な財政による需要ショックを埋めるために金融緩和が求められる傾向があることを示唆した。

第8章においては同理論のサーベイを行うとともに、政府が財政的に無責任であることと、中央銀行がやむなく政府債務を貨幣化したこととは実証的に識別することの困難性を指摘するとともに、無期限にわたる均衡条件式によって足元の物価変動を説明することの問題点を指摘した。

各章で検討した非伝統的金融政策において、予想・期待に関するパラメーターの果たす役割は大きい。

そのため、必然的に金融政策の実施にあたっては予想インフレ率の動向に大きな関心が寄せられる。

しかし、予想インフレ率は各経済主体の「頭の中」にしか存在しない。

第9章では、各種の予想インフレ指標を比較することで、よりパフォーマンスの良い指標は何かを検討した。

分析を通じて、ESP フォーキャストと BEI(ブレイク・イーブン・インフレ率)による消費者物価指数(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)予想の優位性が示されるとともに、その予想力を変化させる要因について検討している。

デフレから脱却し、経済を成長軌道に乗せるために金融政策を用いると言う考え方は「リフレ派」と言う呼称でまとめられ、特別な考え方であるように紹介されることがある。

しかし、経済停滞化において金融政策が実体経済に影響するという考え方自体は経済学の中で決して新奇な考え方ではない。

さらに、かつて日本国内において一定の影響力を持った金融政策無効論——これは以上の金融政策の実体経済の影響は極めて小さく、構造改革のみが経済成長をもたらすといった議論は、現在では、目にすることが少なくなっている。

その中で今後の金融政策を考える上で求められる議論は、より具体的で数量的なものに移りつつある。

本書では非伝統的言う政策の実体経済に対する影響について、様々な理論的仮説、様々なチャンネルについて定量的な検証を進めることで、平成大停滞期の金融政策の影響力について整理された分析が行われている。

本書から得られた諸結論が今後の政策論争をより実のあるものとする一助となることを望みたい。(はじめにより)