

2014.7.3@「金融市場パネル」5周年記念コンファレンス

「非伝統的金融政策」 — 日本の経験と米欧の実績

池尾 和人

慶應義塾大学経済学部

金融危機と非伝統的金融政策

- 金融危機の発生が「非伝統的金融政策」を不可避なものとした。
 - 日本：1997-98年の金融危機
 - 欧米：2007-09年のグローバル金融危機
- 金融危機がもたらした経済環境、あるいは金融危機をもたらした経済環境はいかなるものか、その中で金融政策にできることとできないことの確認。
 - 長期停滞（Secular Stagnation）への対応

非伝統的金融政策の手段（1）

● バランスシート政策

- 狭義の量的緩和（負債サイド）
- 信用緩和（いかなる資産を購入するか）
- 満期延長（Maturity Extension）

* 植田和男教授に習って、順にQE0、QE1、QE2と呼ぶことにする。

● 金融革新：準備預金への付利（Interest on Reserves）

- バランスシート規模と緩和程度は別問題に。

非伝統的金融政策の手段（2）

● 時間軸政策／Forward Guidance

- 時間非整合なもの（Credible Irresponsibility）
- 時間整合的なもの

● コミュニケーション・ポリシー ← 中央銀行家のシャーマン（呪術者）化と揶揄される面もある。

- 「期待に働きかける」 **しかない**状況
- Economy of Words

金融危機時

- 金融危機の余波が残り、金融資本市場が機能不全の状態にあるときに、中央銀行が「最後の買い手（Market Maker of Last Resort）」として行動することは、きわめて有効であった。

- FRBのQE1実施 2008/11-2010/6

- ECBの3年ものLTROの実施 2011/12, 12/2
OMTの導入 2012/9

金融危機後

- 他方、金融危機が終息し、金融資本市場が正常化した後に、景気刺激を目的として実施された非伝統的金融政策の効果は、乏しいものではなかったのか。

- 日銀による量的緩和 2001/3-06/3
包括緩和 2010/10-13/3
- FRBのQE2実施 2010/11-11/6
QE3実施 2012/9-

- しかし、量的・質的緩和は効いた！？

量的・質的金融緩和

- 向こう2年間でベースマネーの量を2倍にし（量的）、日銀が購入する国債の満期までの平均残存期間も約7年に延長する（質的）。
 - QE0とQE2の実行。
- 「ベースマネーを増やせば、インフレ期待は高められる。」という主張には、ゼロ金利制約下では論理的根拠がない。
- それでも、マーケットは反応した！？

レジーム・チェンジ？

● レジーム・チェンジが起こった。

- 「気合いをみせた」という精神論ではなく、「**物価水準の財政理論 (FTPL)**」の枠組みで理解可能な変化。
- 要するに、安倍政権の登場は、Monetary Dominance：中央銀行がLeaderで、政府（財政当局）がFollowerであるレジームから、Fiscal Dominance：政府（財政当局）がLeaderで、中央銀行がFollowerであるレジームへの転換として受け止められたのではないか。

量的・質的緩和の実績

- いまのところポートフォリオ・リバランス行動はほとんど起きておらず、長期国債の売却代金は、そのまま準備預金に積み上がっている。

➤ この意味で、いまのところ過去の量的緩和の経験を超えるものとはなっていない。

- しかし、政府の財政政策が中立的（Ricardian）から非中立的（Non-Ricardian）に転換したので、有効化。

金融＋財政政策としてのアベノミクス

- 3本の矢といわれるように、アベノミクスは政策の組み合わせ（policy package）で、fiscal stimulus (tax and spending) with monetary expansionが特徴。
- 結果的に、A helicopter drops of money (money-financed deficit spending) policyを実施しているということではないか。
 - 異次元緩和をA Purely Monetary Storyとして議論するのは正しくない。

金融政策の財政的裏付け

- Sargent and Wallace (1981): “Friedman’s list of the things that monetary policy cannot permanently control may have to be expanded to include inflation” (as well as output and unemployment).
- Cochrane (2014): “Historically, people understood inflation to be more of a fiscal than monetary phenomenon.”

出口戦略

- 金融緩和の必要性がなくなった時点で、同時に財政健全化の目処がつかないと、円滑に出口に向かうことはできない（金利急騰かインフレ高進かを余儀なくされる）。
- デフレ脱却後は、中立的（Ricardian）財政政策に復帰する必要性。
 - 2%インフレーション・ターゲットは、財政政策上のコミットメントでもある。