

議 題 「非伝統的金融政策」－日本の経験と米欧の実績

開催日時 2014年7月3日<9時5分～9時35分>

出席者 池尾和人氏（慶應義塾大学 経済学部 教授）

基調講演

1. 非伝統的金融政策手段

・「金融市場パネル」が5周年を迎えたことに祝意を申し上げたい。私からは、「非伝統的金融政策」について、日本の経験や米欧の実績についてお話をしたい。

・金融危機が「非伝統的金融政策」を不可避にしたという意味で、両者を切り離して考えることはできない。従って、「非伝統的金融政策」について考える場合は、まず、金融危機をもたらした経済環境、あるいは金融危機後に生じた経済環境を正しく認識することが重要である。結論を先取りすると、経済停滞あるいは低成長が、金融危機の背景でもあり結果でもある。そうだとすると、金融政策に「できること」と「できないこと」との区別、あるいは「すべきこと」と「すべきでないこと」の確認が大切になる。標準的な経済学によれば、潜在成長率を引き上げることは金融政策の守備範囲ではないので、白川総裁までの日本銀行はそう主張してきた。しかし、そのようなスタンスが批判を受けたために、現在の日本銀行執行部は「できる」と言ってしまったのではないかと。そうすると、外部からの批判は回避できても、最終的に「すべきでないこと」までやらざるを得なくなることに懸念される。

・「非伝統的金融政策」の手段の一つは、中央銀行のバランスシート自体を活用することである。具体的にはさらに三つの手段に区別しよう。第一に、日本銀行による最初の「量的緩和」や現在の「量的・質的金融緩和」のように、バランスシートの負債側に着目し、準備預金残高またはベースマネーを拡大するものがある。第二に、バランスシートの負債側ではなく資産側に着目し、従来は買入れなかった資産を買入れるという、しばしば「信用緩和」と呼ばれるものがある。第三に、短期国債でなく長期国債を買入れるというように、資産の maturity を長くする、逆に言えば民間部門が保有する資産の maturity を短縮するものがある。これらを、東京大学の植田先生に倣って、順番に「QE0」、「QE1」、「QE2」と呼ぶことにしたい。中央銀行がこうしたバランスシート政策を活用しようようになった背景として、準備預金への付利という一種のイノベーションがあった。つまり、付利の導入によって、中央銀行のバランスシートの規模と緩和の程度とを独立のものとするができる。ただし、この点に関しては、昔からの固定観念によるものか、依然としてバランスシートの規模と金融緩和の度合いを関連付ける議論がみられるが、両者

は最早関係ないはずである。

・「非伝統的金融政策」の手段のもう一つとしては、「時間軸政策」ないしは「forward guidance」もある。さらに、「forward guidance」には、最初に Krugman が提案した時間非整合的なものと、時間整合的なものが存在する。前者は、市場を含む経済主体に信じてもらえれば有効となるが、時間的に非整合な約束を信じさせること自体が困難という一種の矛盾が存在する。また、時間整合的なものについては、そもそも約束する意味が何かという疑問もある。さらに、最近の中央銀行は、「forward guidance」の領域を超えて、Open Market Operation ならぬ Open Mouth Operation と呼ぶようなコミュニケーション戦略に追い込まれている面もある。加藤さんもコラムに書いておられるように、中央銀行が「お告げを伝えるシャーマン」になっているのではないかと。そうすると、金融政策は、経済学ではなく文化人類学の分析対象になってしまう。

2. 米欧の実績と「量的・質的金融緩和」

・米欧の経験からは、金融危機によって金融資本市場の機能が十全ではない状況では、中央銀行が Market Maker of Last Resort として市場機能を代替することは極めて有効であったことが確認されている。つまり、FRB が 2008 年から 2010 年にかけて実施した「QE1」や、ECB の 3 年物 LTRO の実施や OMT の導入といった中央銀行の政策対応は評価できる。しかし、危機が収束して金融資本市場が正常化した後に、景気刺激を目的に実施された「非伝統的金融政策」の効果は乏しかったというのがコンセンサスであろう。日銀の「量的緩和」や「包括緩和」、FRB の「QE2」や「QE3」に、言われているほどの効果があったかと言えば、私は懐疑的である。

・そこで、今回の「量的・質的金融緩和」が効果を発揮しているとみられることをどう整合的に理解するかという課題が浮上する。この政策には、ETF や J-REIT の買入れという要素もあるが、本質的には 2 年間でベースマネーの量を 2 倍にするとともに、買入れる国債の平均残存期間を市場と同様な 7 年程度へと伸ばすことにある。これは、先程整理したバランスシート政策の種類に即して言えば、「QE0」と「QE2」を同時に実施している訳である。経済学の文脈では、正常時に「QE0」を実施しても殆ど効果がないというのがコンセンサスであり、「QE2」による「maturity extension」もそれほど劇的

な効果があるとは考えがたい。加えて、ゼロ金利制約に直面している状況では、ベースマネーの増加がインフレ期待の上昇につながるメカニズムは—行動経済学的なバイアスで期待が動く可能性はあるかもしれないが—少なくとも論理的に存在しない。したがって、私自身も、当初は「量的・質的金融緩和」にあまり効果がないと思っていた。それでも、現実に市場は反応した訳であり、この点をどう考えるべきかという課題が残ることになる。

3. レジーム・チェンジ

・「量的・質的金融緩和」に市場が反応した理由として、レジーム・チェンジが起こったと説明されることが多い。私自身も、金融政策と財政政策の協調に関するモードが変わったという意味で、レジーム・チェンジが起こったと思っている。「物価水準の財政理論 (FTPL)」の枠組みで言うと、それまでは何とか「monetary dominance」を維持してきたが、安倍政権の登場とともに「fiscal dominance」のレジームに移行し、物価決定のメカニズムが変化し得る可能性を考えてみても良いように思う。こうした点から「量的・質的金融緩和」をみると、民間金融機関のポートフォリオバランスは殆ど生じていない、すなわち民間金融機関は日本銀行に対する長期国債の売却代金をそのまま保持している。従って、平時に「QE0」の効果は乏しいという線を超える効果を生み出している訳ではないが、政府の財政政策のスタンスが従来の中立的なもの (Ricardian) から、非中立的なもの (Non-Ricardian) に転換したことが、ある程度の政策効果を生んでいることが考えられる。

・このように、「量的・質的金融緩和」だけを取り出して、純粋に monetary なストーリーとして考察することでは明らかに不十分であるだけでなく、結論にバイアスを生ずるリスクもある。実際、「アベノミクス」は、「3本の矢」と呼ばれるように policy package として打ち出され、金融緩和を伴う形で財政刺激を行うとか、増税をした上でそれを歳出に回すといった政策が行われている。「金融市場パネル」のメンバーや本日の聴衆の皆様は、金融政策が大好きなので金融政策だけを語る傾向があるが、実際行われている政策をみると、金融政策と財政政策との連関が重要な問題として横たわっている。つまり、先程来述べている「物価水準の財政理論」まで行かなくても、財政ファイナンスあるいは「ヘリコプター・マネー」を実際に行っていること—厳密に言えば、最後まで見極めないと断言できない面もある—を、もう少し率直に議論して良いように思う。経済学としてみた場合、「ヘリコプター・マネー」は、コストを別とすればそれ自体景気刺激的だというコンセンサスがあり、実際に有効であっても不思議ではない訳である。

・FTPL のフレームワークを最初に議論した Sargent と Waller の有名な論文 (1981 年) に立ち返ると、この論文の冒頭では金融政策が長期的にコントロールできないもののリストが議論されている。実は潜在成長率の引上げもこうしたリストに含まれるだけでなく、Sargent と Waller はインフレもこれに含まれるのではないかと議論をした。つまり、財政政策が全く野放図であり続けた場合、政

府が破綻しても構わないと主張するぐらいの勇敢な中央銀行であれば物価をコントロールできるかもしれないが、物価は安定したが政府は破綻したというのでは本末転倒である。従って、金融政策がインフレをコントロールするには、財政スタンスがそれなりに prudent でなければならず、そうでなければ金融政策はインフレもコントロールできないという議論が成り立ちうる。同じような議論として、Cochrane の最近の論文 (2014 年) は、歴史的にみるとインフレは、貨幣的現象と言うより財政的現象であることが明らかであると主張している。

・これらの議論は、「非伝統的金融政策」の出口戦略に大きく関わる。つまり、出口では「fiscal and monetary policy coordination」という本質的な問題に直面する訳である。金融緩和が必要とされる間は、政府と中央銀行の利害はある意味で一致しており、中央銀行は国債を買入れていけば良い。しかし、金融緩和が必要なくなった時点で、財政健全化の目途がついていけば良いが、そうでなければ、金融政策にどのような出口がありうるかが懸念される。財政健全化の目途がついていないのに中央銀行が国債買入れを停止すると、長期金利が高騰することが考えられる。逆に、財政健全化の目途がつかないことを理由に国債買入れを続けると、中央銀行の目標を超えたインフレの高進を招きかねない。中央銀行にとっては「前門の虎と後門の狼」という状況に追い込まれ、円滑な出口の実現は極めて難しい。

・このように、インフレ目標の達成後は、財政政策は少なくとも中立的なスタンスに復帰してもらう必要がある。従って、物価安定目標は、金融政策のコミットメントであると同時に、それと整合的な財政運営スタンスを採る必要があるという意味で、財政政策のコミットメントでもある。実際、我が国の場合は、物価安定目標の設定が政府と日本銀行による共同文書の形で行われており、日本銀行だけでなく政府のコミットメントにもなっている。しかし、実際にはその趣旨が共有されていない懸念があるだけに、我々は、政府が物価安定目標と整合的な財政運営をする必要があるというコミットメントなのだということをきちんと理解すべきである。

ご清聴ありがとうございました。
