

日本の金融政策

—金融政策の理論と実際—

齊藤 誠

本稿では、短期金融市場の流動性保持を目的とした金融調節と、景気制御を目的とした金融政策を明確に区別しながら、日本銀行の金融政策に関する理論的、実証的な課題を系統的に展望している。短期金融市場の流動性保持に関する金融調節に関しては、1997年、1998年の金融危機における日本銀行の金融調節は、短期金融市場の流動性保持に貢献していたと結論付けられる。一方、景気制御としての金融政策については、インフレ率が労働市場の需給に関する情報を十分に集約しなくなったという点が看過され、実質貨幣需要の金利弾力性の顕著な高まりに起因する物価水準の非決定性には十分に対処していなかった。日本銀行は、予期せざるインフレーションや名目金利の変化による再分配効果について十分に留意した上で、将来の物価水準の経路をアナウンスメントすべきであったと考えられる。

1. はじめに

バブル期と呼ばれる資産価格高騰期を含めた過去15年間に名目短期金利は大きなスイングを示した。わが国の金融政策において重要な指標とされてきた公定歩合は、1983年10月以降年率5%にとどまっていたが、86年1月以降の5回にわたる切り下げで87年2月に2.5%の水準まで低下した。この低水準が2年間ほど続き、89年5月から5回にわたる引き上げで90年8月には6%に達した。

1991年からは、ふたたび金融緩和に転じ、9回にわたる引き下げで公定歩合は0.5%という驚異的な低水準に至っている。それ以来、公定歩合の水準は据え置かれたものの、金利誘導目標となった翌日物コールレートは、98年9月以降0.25%から徐々に引き下げられ、99年2月には事実上0%の金利を実現するゼロ金利政策が実施された。2000年8月にはゼロ金利政策は解除されたものの、誘導目標金利は0.25%にとどまっている。

ほぼ6%の幅でスイングした金利動向は、インフレ率の振幅を反映したものではなかった。過去15年間、消費者物価上昇率は、90年と91年に3%前後の水準にまで高まったことはあったが、総じて2%を下回る水準で推移してきた。99年以降は、物価水準が若干下落傾向さえ示し

ている。また、金融緩和の景気刺激効果がきわめて限定的であったことも1990年代の特徴といえる。1991年以降の相次ぐ金利引下げにもかかわらず、完全失業率は2%初頭の水準から5%に向かって一本調子に上昇していった。

一方では、1997年と1998年に銀行や証券会社の破綻が相次ぐという金融危機に直面し、日本銀行もその対応に迫られた。特に、短期金融市場の流動性保持のために、従来試みられたことがなかったような積極的な金融調節が実施された。

金利政策とインフレ率の連動性が弱まり、金融緩和の景気への波及が限定的であったという事態や、金融危機に対応して積極的な金融調節を実施してきたという経緯は、金融理論にとって大きな試練であったと同時に、さまざまな理論を吟味する機会ともなった。事実、1990年代には、これまでは理論モデルの上だけで取り扱われていたような多くの論点や、実際の金融政策の運営にとって重要な意味を持つことが明らかになってきた。また、それらの論点を検証するために日本の金融市場を対象とした実証研究が蓄積されてきた。

本稿は、1990年代に日本の金融政策が直面した問題を考察する上で必要となってくる理論的な課題を簡潔に整理するとともに、これらの課題と深く結びついている実証研究を系統的に展

望していきたい。なお、本稿では、議論の対象を金融政策の景気制御的な側面と市場流動性管理的な側面に限定していく。したがって、これまで金融政策との関連で議論されてきた構造調整や財政規律の問題には言及しない。また、景気制御における財政政策と金融政策の分担についても、金融政策が景気制御を担うことを前提としていく¹⁾。

2. 市場流動性の管理としての金融調節： 金融危機のケース

本稿では、短期金融市場の流動性保持を目的とした金融調節と、景気制御を目的とした金融政策を明確に区別していく。2つの政策では、政策含意を検討する時に想定される理論モデルも大きく異なっており、政策効果を検証するための実証的な枠組みにも著しい違いがあるからである。日本において金融政策が議論される時には、中央銀行の関係者が前者の操作手法を念頭とし、官庁、企業、大学のエコノミストが後者の政策体系を重視する傾向が強い。残念ながら、そのことが、日本銀行の金融政策をめぐる議論において不必要な、時には不毛な食い違いを生じさせてしまったようである²⁾。

2.1 翌日物コールレートの操作メカニズム

まず、翁(1993)や林(2000)にしたがって、中央銀行が翌日物コールレート(i_t)を操作するメカニズムをモデル化してみよう。代表的銀行は、積み期間($t=1, 2, 3, \dots, T$)に日々 R_t の準備預金を積み立て、所要準備額 S を達する必要がある。準備預金を1日預けることによる機会コストは $i_t R_t$ であるので、この代表的銀行は t 時点で以下のような費用最小化問題を解く。

$$\begin{aligned} \text{Min } E_t \left[\sum_{\tau=t}^T i_{\tau} R_{\tau} \right] \\ \text{s. t. } \sum_{\tau=t}^T R_{\tau} = S - \sum_{\tau=1}^{t-1} R_{\tau} \end{aligned}$$

ただし、 E_t は t 時点に入手可能な情報で評価する期待値オペレーターである。

上の費用最小化問題を前提とすると、均衡では、 $i_t = E_t i_{t+1}$ が成立する。コールレートが積み期間最終日のコールレートの期待値に常に等しく、期待値ベースではいずれのタイミングで準備

預金を積み立てても機会費用に違いがない。したがって、中央銀行が日々のコールレートを誘導するためには、積み期間最終日のコールレートに関する市場参加者の期待に対して働きかければよい。ここで重要なことは、中央銀行のオペレーションで供給される準備預金が日々のコールレートの決定に直接的なインパクトを与えていないという点である。

日本の準備預金制度では、①所要準備額の計算期間の1ヶ月と実際の準備預金期間の1ヶ月との間には半月のずれがあり、後積みの性格が強く、積立を行っている銀行にとっては S がほぼ外生的である、②銀行に準備預金の超過積み立て分の次期への持越しを認めていないことから、現在のコールレートに積み期間最終日よりも遠い将来のコールレートの期待値が反映する余地がない、③日本銀行が金融調節を通じて銀行が積み期間最終日までに積立を完了することにインプリシットな責任を負っている。これらの要因のために、日本銀行は、市場参加者の期待に働きかけることによってかなりの精度を持って日々のコールレートを誘導することができる。

2.2 コール市場の流動性効果

積立にかかる機会費用が積立のタイミングにいったい依存しないような均衡の成立を妨げる要因としては、準備預金の積み立てるタイミングで首尾よく資金を調達することができなくなる可能性である。そのような可能性があるとき、資金が必要になる時点ですでに資金が手許にあると、便益が生じることになる。

Holmström and Tirole(1998)は、上のようなケースをモデル化している。3期間モデルにおいて、2期目にプロジェクトの追加的な資金需要が発生する可能性があり、資金を追加投下できないと3期目でプロジェクト収益が確保できない。さらに、2期目になって市場から資金を調達すると割高になる、もしくは調達できないことが想定されている。このセットアップでは、2期目の流動性制約を回避するために、あらかじめ資金を確保することを動機とした流動性資産への需要が1期目に発生する。彼らのモデルは、こうした流動性資産への需要が資産価

格に影響をもたらすメカニズムや、公的セクターの流動性供与が資産価格に対してインパクトをもたらす可能性を論じている。

準備預金の積立においても、同様のことが起る可能性がある。午後1時(交換)や午後5時(為決)には決済が集中して資金繰りが逼迫し、資金調達コスト(この場合は、コールレート)が上昇するかもしれない。交換や為決のタイミングで追加資金を確保しているということは、高い金利コストを回避できるという意味で便益を生じさせる。

逆にいえば、交換や為決のタイミングで日本銀行が準備預金を追加的に供給すれば、資金繰りの逼迫が和らげられ、それに伴ってコールレートも低下する。準備預金の追加的な供給によってコールレートが低下する効果は、コール市場の流動性効果と呼ばれている。

林(2000)や細野他(2000)は、コール市場のモデルに流動性効果を取り入れるために、日々の準備預金コスト $i_t R_t$ を $[i_t + g(R_t)] R_t$ に置き換えている。ここで関数 g は、 R_t の減少関数である。 $g'(R_t) < 0$ であるかぎり、中央銀行からの準備預金供給は流動性効果を伴う。仮に、 $g'(R_t) = 0$ が成立するまで十分な準備預金供給がなされれば流動性効果は消失する。

金融危機は金融機関の資金繰りを極端に悪化させることから、流動性効果を強める可能性がある。そこで、流動性効果の高まりを抑制することができたかどうかを検証することによって、金融危機における中央銀行の金融調節の有効性を吟味することができるであろう。

その意味で、1997年や1998年の金融危機における金融調節の効果を実証的に検証することは重要な課題である。細野他(2000)は、コールレートの日中加重平均のデータを用いて金融危機前に流動性効果がなく、金融危機で流動性効果が生じているという結果を報告している。

林(2000)は、コールレートの日中間の変化を利用して準備預金供給の内生性を制御した上で、交換時点における流動性効果に関して、細野他(2000)と同様の実証結果を得ている。林は、金融危機時に流動性効果が生じたことを担保不足などの技術的な制約に関連付け、こうした技術

的制約を加味すれば、当時の日本銀行が実施した金融調節は妥当であったと結論付けている。

2.3 ターム物市場の分断化と金融調節

Holmström and Tirole(1998)は、流動性需要の高まりが、金利期間構造にも影響をもたらすことを論じている。具体的には、流動性確保のためにより短いタームの資産に需要が集中することから、金利期間構造の期待仮説の理論予測に比べて、短期金利が相対的に低くなり、長期金利が相対的に高くなる可能性を示している。こうした期待仮説からの乖離現象は、短期資産市場での買い手の集中と長期資産市場での売り手の集中を反映したものであり、ふたつの市場の間を裁定する投資主体が不在である場合に生じると解釈することもできる³⁾。

Saito *et al.*(2000)は、ユーロ円金利のデータを用いながら、年末や年度末などの決済期においては、決済期をエンドにする短めのターム物金利と決済期を越える長めのターム物金利との関係が、金利期間構造の期待仮説から上述と同じ方向に乖離することを検証している。こうした乖離は、国内の短期金融市場には認められないことから、日本銀行の金融調節が期間構造からの乖離を是正している可能性が示唆されている。

同様のモデルに基づきながら、Saito and Shiratsuka(2000)は、1997年と1998年の金融危機時において、ユーロ円市場とユーロドル市場の間に分断が生じて平価関係が崩れるとともに、ユーロ円市場における短めのターム物金利と長めのターム物金利の関係が、金利期間構造の期待仮説から乖離していたことを検証している。

同時に、彼らは、買い手の集中した短期市場(1ヶ月未満の市場)と売り手の集中した長期市場(1ヶ月超の市場)に対して、日本銀行の短期売りと長期買いを組み合わせたオペレーション(オペレーション・ツイスト)を実施したことの妥当性を論じている。

平常時の日本銀行の政策スタンスでは、政策的に誘導された翌日物コールレートが、民間主体の裁定行動を通じてより長いターム物の金利に波及していくことを想定しているので、金融

政策の操作対象は、最短金利(翌日物コールレート)の水準を誘導することによって、金利期間構造に働きかけることを意図していない。上述のケースは、金融調節が金利期間構造に対して影響を与えることを目的としているという点では、非常に異例な政策といえる⁴⁾。

本節で紹介した実証研究は、1997年や1998年の金融危機時における日本銀行の金融調節の妥当性を示唆している。いかえると、短期金融市場の流動性保持という点では、日本銀行の金融政策は優れていた。日本銀行の金融政策に問題があったとすれば、むしろ景気制御の側面であったといえる。次節と次々節でそのことを論じていきたい。

3. 景気制御としての金融政策

3.1 景気制御における前提

金融政策による景気制御が考えられる場合、おおむね次のようなマクロ経済環境が想定されている⁵⁾。

- ①自然失業率、あるいは潜在産出量が一義的に決まっている。
- ②短期的には、インフレ率と失業率の間にトレードオフがある。
- ③与えられた名目貨幣供給の系列に対して一義的に決まる名目価格の系列に、実際の名目価格が収束する傾向がある。すなわち、中・長期的には、名目貨幣供給量の変化は名目価格の変化によって吸収される。

標準的な金融政策の手続きも、上述の3つによって特徴付けられる経済環境と整合的なように定められている。逆にいえば、標準的な金融政策の手続きが有効に働かない場合には、これらの特徴のいずれかが失われている可能性があることになる。

①についていえば、複数の自然失業率が存在していると、自然失業率の高い均衡を覆して自然失業率の低い均衡に移行するためには、通常の金融政策の手続きでは対応できない。最近の金融政策の関連では、こうした可能性の指摘は少なかった⁶⁾。その理由としては、複数均衡の

理論的な可能性は指摘できても、妥当な構造パラメーターのもとで複数均衡が生じにくいこと、複数均衡を伴うことを実証的に検証することが難しいこと、などがあげられる。そこで以下では、②や③の特徴が失われてしまう可能性について考察していきたい。

3.2 金融政策の波及経路の実証手法

まず、金融政策の景気循環への影響を検証するための実証的手法について振り返っておこう。こうした実証的な作業は、景気制御として望ましい金融政策を理論的に検討するための大前提となってきたからである。

金融政策の波及経路を実証的に分析していく上で最も重要なことは、金融政策における外生的なショックを特定することである。この分野の研究の発展が目覚ましい米国では、特定手法として次の3つの方法が提案されてきた。

第1に、さまざまな状況証拠によって外生的な金融政策ショックをもっとも含むと思われる政策変数を選択し、その変数を含むマクロ経済変数のセットについてVARモデルを構築する方法である。当該政策変数をチョレスキー分解の最初の変数と位置付けることで、政策ショックの波及経路を推計していく。この手法を採用したものとして、Bernanke and Blinder(1992)はフェデラル・ファンズ・レートを、Christiano and Eichenbaum(1992)やStrongin(1995)は非借入準備金を、それぞれ外生的な政策変数として選択している。

第2に、中央銀行が実施している金融調節手法から導かれるパラメーターに関する構造的な制約をVARモデルに課すことによって、金融ショックを特定する手法である。Bernanke and Mihov(1998)はこの手法の代表的な研究であり、金利調節や準備金調節などのケースについて構造的な制約を導入している。

第3に、中央銀行関係者の議事録や公演などの非数値的なデータから金融政策の大きな変更を特定していく手法である。Romer and Romer(1988)は、連邦公開市場委員会の議事録から金融引き締めへの転換点を特定している。Beaudry and Saito(1998)は、第1の手法と第3の手法を組み合わせる金融政策ショックを特

定している。すなわち、Romer and Romer (1988)の特定した金融引き締めへの転換点を操作変数として、フェデラル・ファンズ・レートや非借入準備金に含まれている内生的な部分を制御し、純粋に外生的な部分を金融政策ショックとして特定している。

これらの手法によって明らかにされたことは、金融政策ショックが、半年から1年にわたって持続的に、複雑なパターンをもってマクロ経済変数に対して影響をもたらすという点である。逆にいえば、金融政策の実施は、こうした複雑な動学的政策効果を考慮しなければならないことになる。

上述の3つの手法は、日本の金融政策ショックの特定にも用いられてきた⁷⁾。第1の手法としては、畠田(1997)や小川(2000)が政策変数としてコールレートを選択している。第2の手法としては、岩淵(1990)、中島(2000)、Kasa and Popper(1997)、Shioji(2000)が構造VARを用いて構造ショックを特定している。黒木(1999)は、第3の手法に類似した方法によって金融政策を分類している。

3.3 金融政策の手段とスタイル

以下に述べるように、1990年代後半になって、金融政策の手段とスタイルについて従来の枠組みを超えるものが数多く提案され、いくつかは実施されてきた。

第1に、政策操作変数として、翌日物コールレートばかりか、より長めの金利、さまざまな集計度のマネーサプライ、物価水準やインフレ率が提案された。たとえば、インフレーション・ターゲティングの提言はその典型であろう。

第2に、広範な金融資産市場(たとえば、長期国債市場)をオペレーションの対象とし、マネーサプライを拡大させることを意図した量的緩和政策が提案された。量的緩和政策は、第2節で議論した短期金融市場に対して複雑なオペレーションを展開して短期金融市場の流動性を向上させることを意図した政策とはまったく主旨を異にしている。

第3に、現在の政策変数の決定を長期的な政策の一部として位置付けるべきであることが強調された。1999年2月に導入されたゼロ金利

政策は、「デフレ懸念が払拭されるまで」政策継続を宣言しているという意味で、まさに、現在ばかりか、将来の金利水準についても日本銀行がコミットした政策といえる。

これらの提案の中には、一般的な経済環境であっても妥当性を持つものもある。Blinder (1998)が主張するように、3.2節で紹介した多くの実証研究が明らかにしている金融政策効果の動学的な点を考慮すると、第3の提案のように長期的なプランの一部として現在の金利政策を選択する方が、より望ましい政策効果をもたらす可能性が高い。

長期プランへの位置付けを怠ると、政策の波及効果を見定めないうまに追加的な金利変更をすることが助長され、過度の引き締めや過度の緩和を不必要に長く続けてしまいかねない。これまでの日本銀行の金融政策は、こうした理論的に望ましい特性を備えていなかったために、政策金利の大きな振幅が生まれた可能性もある。

一方では、Jinushi *et al.*(2000)のように、インフレ目標は決して新しいものではなく、1980年代後半に日本銀行は暗黙にインフレーション・ターゲティングをすでに実施していたという指摘もある。彼らの実証結果は、インフレ率が安定していたことから、暗黙のインフレ目標がかえって金融引き締めへの転換を遅らせてしまったことを示唆している。

こうしてみると、日本銀行が金融政策の転換のタイミングを誤り、金融緩和の方向にも、金融引き締めの方向にも、行き過ぎがみられたのは、長期プランが欠如していたことと、不完全な形でインフレ目標を導入していたからということになる。確かに、ゼロ金利という極端な金融緩和状態にまで金利政策が至ってしまった要因がそこにある可能性は高い。

しかし、Rotemberg and Woodford(1999)が明らかにしているように、本節冒頭の①から③の特性を備えたマクロ経済においては、Taylor (1993)が提案した適応的な政策ルール(テイラー・ルールと呼ばれている)が、長期プランを考慮したフォーワード・ルッキングな政策ルールとほぼ同等の成果を生み出す。なお、テイラー・ルールは、現在や過去のインフレ率や現在

の産出量の潜在産出量からの乖離に依拠して現在の政策金利を決定するルールである。

また、暗黙のインフレ目標が有効に機能しなかったのも、インフレ目標そのものが妥当性を欠いたというよりも、1980年代後半においてインフレ率が労働市場の需給状況を反映することなく、インフレ率が極度に安定していたことにこそ問題があったのであろう。

日本銀行の金融政策が従来の枠組みからの展開を求められてきた背景には、マクロ経済の構造そのものが標準的な金融政策が想定していた環境から大きく変化してしまった可能性がある。次節では、どのような変化が日本のマクロ経済に生じたのかを検討していこう。

4. 物価安定・低金利下の金融政策

4.1 緩やかなフィリップス曲線

よく知られているように、金融政策の枠組みはフィリップス曲線の形状に大きく依存している。米国でも、形状が線形なのか、非線形なのかについて実証研究が重ねられてきた。Blinder(1998)は、Gordon(1997)の研究を引用しながら、米国ではフィリップス曲線がほぼ線形であるという結果を支持している。

一方、日本では、1980年代後半以降の物価安定下で、フィリップス曲線の形状が大きく変化してきたのではないかという指摘がなされてきた。確かに、貨幣賃金の下方硬直性で実質賃金の調整が遅れ、低インフレ下で失業率が高まると、フィリップス曲線の形状はいっそうフラットになる可能性がある。もし、強固な下方硬直性が存在してフィリップス曲線が完全にフラットになってしまえば、ゼロ・インフレ率に対して無数の失業率が均衡となってしまう非決定性が生じることさえある。

Nishizaki and Watanabe(1999)は、低インフレ下でフィリップス曲線の傾きが緩やかになったのかどうかを検証している。供給ショックや期待インフレ率の変化が実際のインフレ率に与える影響を制御した上で、消費者物価上昇率が年率3%の周辺でフィリップス曲線が傾きの緩やかな方向に屈折しているという結果を報告している。

しかし、日本の労働市場において貨幣賃金の下方硬直性が存在しているという推測については、慎重な態度をとる実証研究もある。たとえば、木村(1999)は、産業別の賃金データに基づき、1997年までのデータと1998年を追加したデータの比較や年齢別の下方硬直性の違いに着目しながら、賃金体系の変化を反映して下方硬直性の要因が弱まっていることを示唆している。現在までのところマクロ経済学的な観点からの労働市場の実証分析が極端に欠如していることから、明確な結論に至ることができないというのがフェアな判断であろう。

それにもかかわらず、低インフレ環境では、インフレ率が労働市場の需給に関する情報を集約する度合が顕著に低下していたことは事実である。Nishizaki and Watanabe(1999)は、金利政策において足下のインフレ率に過度にウェイトを置くことの危険性をしている。先述したJinushi *et al.*(2000)の実証結果と彼らの指摘を重ね合わせてみると、日本銀行の金融政策は、フィリップス曲線の非線形な形状に十分な留意を払わないままに、足下のインフレ率にウェイトを置いた金利政策ルールを継続していた可能性が導き出されるであろう。

4.2 金利弾力的な実質貨幣需要関数

金融政策の効果を左右する要素としては、実質貨幣需要関数の形状がある。特に、貨幣需要関数の金利半弾性値は、名目貨幣供給と物価水準の関係を決定付ける。ここで次のような実質貨幣需要関数を想定してみよう。

$$m_t - p_t = \theta y_t - \frac{1}{\gamma} i_t$$

ただし、 m_t は名目貨幣の対数値、 p_t は物価水準の対数値、 y_t は産出量の対数値、 i_t は名目金利水準をそれぞれ表している。 θ は所得弾性値、 γ は金利半弾性値の逆数を示している。

もし、フィッシャー方程式で名目金利と期待インフレ率($p_{t+1} - p_t$)の関係が決定されるとすると、現在の物価水準 p_t は現在から将来にかけての名目貨幣供給プラン($\{m_t\}_{t=\tau}^{\infty}$)に依存する。ここで金利半弾性値が高いと(γ が小さいと)、現在の物価水準は名目貨幣供給に対する過渡的なショックに反応する度合が低下し

ていく。

もし、金利半弾性値が無限であれば(γ がゼロであれば)、現在の物価水準は名目貨幣供給量にいっさい依存しなくなってしまう。いいかえると、名目貨幣供給量の系列に対して物価水準の系列が一義的に決定されないという非決定性が生じてしまう。無限の金利半弾性値の下では、たとえフィッシャー方程式が成り立っていても、名目金利がゼロのもとで物価水準と名目貨幣供給の関係は失われてしまう。

したがって、金利に関する実質貨幣需要の弾力性が大きく変化する非線型性が存在するかどうかは、金融政策の効果を評価する上で重要になってくる。そうした重要性を反映して、米国では、実質貨幣需要関数のパラメーターの安定性については多くの実証分析が蓄積されてきた。たとえば、Ball(1998)は、最近までのデータを用いながら安定した所得弾性値と金利半弾性値を推計している。

日本の貨幣市場については、Nakashima and Saito(2000)がM1データに基づいて実質貨幣需要関数の推計を行っている。彼らは、ゼロ金利近傍で金利半弾力性が極端に高くなる非線型性の存在を指摘しているとともに、超低金利政策が実施されていた1995年以降のサンプル期間には物価上昇率と名目貨幣上昇率の短期的な関係も失われてしまったことを報告している。彼らは、こうした実証結果から、1990年代後半に名目貨幣供給に対して物価水準が一義的に決まらない非決定性に近い現象が生じていたという推測を行っている。

4.3 物価水準の非決定性とコミットメント

最近になって従来の金融政策の枠組みからの大きな転換の必要性が認識され、新たな金融政策の枠組みが提案されるようになった背景には、フィリップス曲線や実質貨幣重要関数の非線型な形状という現象に底流で対応していたと解釈することができる。

景気制御にはマイルドなインフレーションが必要で、そのために金融政策が対応するべきであるという政策提案の背景には、調整インフレ論などの主張を横に置くとすれば、貨幣賃金の下方硬直性で実質賃金の調整が遅れ、労働市場

の需給バランスが崩れていたという判断があったと考えられる。

しかし、実質貨幣需要関数の非線型な形状に起因して名目貨幣供給と物価水準の一義的な長期関係が崩れていたために、物価の長期経路への収束を前提として名目貨幣供給量を拡大させていくだけでは、直ちに物価上昇に結びつくことがなかった。事実、かなり積極的な金融緩和を実施したのにもかかわらずインフレが起こることもなく、また、量的緩和論の実効性にも疑義が投げかけられた。

物価水準の非決定性は、金融理論でも繰り返し議論されてきた課題でもある。実質貨幣残高の取引外部性(Farmer, 1993)、実質貨幣残高と消費の代替性(Matsuyama, 1990; Woodford, 1994)などが要因となって物価水準が決定されない理論モデルが提起されている。これらのケースでは、ファンダメンタルな攪乱要因がなくても景気変動が生じるサンスポット均衡を構成することもできる。また、Farmer(1993)やBenhabib and Farmer(1999)は、物価水準の非決定性のもとでこそ名目価格の硬直性を正当化することができる」と主張している。

また、金融政策ルールそのものが物価水準の非決定性を生み出してしまう理論的な可能性も検討されてきた。簡単な金融モデルに名目金利を釘付けしてしまう政策を導入すると、物価水準が非決定となってしまふことはよく知られている。Rotemberg and Woodford(1999)は、テイラー・ルールの係数の大きさによっては非決定性が生じることを示している。Bernanke and Woodford(1997)は、金融政策を資産市場価格の動向に関連付けてしまうと非決定性が生じるケースを報告している。

以上のケースに比べると、金利弾力性が著しく高い実質貨幣需要関数で生じる物価水準の非決定性は、理論的なメカニズムとしては単純なものであるが、金融政策の側に難しい問題を投げかけてきた。景気制御を目的としたマイルドなインフレーションを醸成するためには、足下の金利や名目貨幣供給量を制御するという従来の手法は有効に働かないからである。そのことから、現在の政策変数の制御を将来にわたる

政策プランに位置付けるというフォワード・ルッキングな政策の必要性が認識されたのである。

確かに、1999年2月に実施したゼロ金利政策は、将来の誘導金利水準についても日本銀行がコミットするという意味で画期的な金融政策であった。しかし、このようなコミットメントによっては、好ましい景気制御効果を生み出したとはいいがたかった。

その1つの要因として、ゼロ金利政策が名目物価水準の非決定性の問題を解決しなかったことが考えられる。標準的な金融モデルからのインプリケーションに基づくと、金利水準の固定化が非決定性の度合をかえて強めてしまった可能性もある。その結果、ゼロ金利政策によっては、マイルドなインフレーションという物価水準の経路に市場参加者の期待を集約することができず、望まれた金融政策の効果が生じなかったのかもしれない。

一般的に非決定性が生じている場合には、ある特定の均衡経路へ人々の期待を集約させるために公的なセクターが期待形成のアンカー役を果たす余地がある。その意味では、日本銀行は、金利や名目貨幣供給量のコントロールよりも、将来の物価水準の経路について踏み込んだアナウンスメントを行い、その経路に整合的な金融政策を実施することにコミットすることこそが、景気制御としての金融政策にとって必要なことであった。

このような景気制御を目的とした金融政策のコストは、予期せざる形でのインフレーションを織り込んだ名目金利の上昇が、民間セクター内、公的セクター内、民間セクターと公的セクターの間で債権者から債務者への所得再分配を帰結してしまうことである。こうした政策のコストは、事前には金融契約をデュレーションの短い短期契約や変動利付き契約に切り替えることによって、事後的には所得移転措置によって、ある程度緩和することができるであろう。

その意味で、現在の金融政策が直面しているトレード・オフは、景気制御と所得分配の間にあるのであって、短期の景気対策と長期の構造調整の間にあるわけではない。現在の金融政策

を長期の構造問題に関連付けることはできるだけ回避するべきであろう。本稿で金融政策を議論するにあたって、その対象を短期金融市場の流動性管理と景気制御に限定した理由でもあった。

5. おわりに

本稿では、問題の性質の違いを考慮して、短期金融市場の流動性保持を目的とした金融調節と、景気制御を目的とした金融政策を明確に区別しながら、日本銀行の金融政策に関する理論的、実証的な課題を系統的に展望してきた。特に、日本の金融市場を対象とした実証研究に十分な配慮を払ってきた。

前者の短期金融市場の流動性保持に関する金融調節の効果を分析するためには、流動性効果のモデル化と計測が必要となってくる。流動性効果を加味した実証分析の結果に基づけば、1997年、1998年の金融危機における日本銀行の金融調節は、短期金融市場の流動性保持に大きく貢献していたことが結論付けられる。

一方、景気制御としての金融政策については、政策操作変数の拡大やコミットメントの導入が提唱され、1999年2月から実施されたゼロ金利政策では政策コミットメントの考え方が取り入れられた。

しかしながら、日本銀行の金融政策は、インフレ率が労働市場の需給に関する情報を十分に集約しなくなったという点が看過されるとともに、実質貨幣需要の金利弾力性の顕著な高まりに起因する物価水準の非決定性には有効に対処してきたとはいいがたかった。

景気制御として金融政策を考えた場合、日本銀行は、予期せざるインフレーションや名目金利の変化による再分配効果について十分に留意した上で、将来の物価水準の経路に踏み込んだアナウンスメントを行い、その経路に整合的な金融政策を実施することにコミットメントするべきであったと考えられる。

最近の金融政策をめぐる議論からの大きな教訓は、政策の枠組みに大きな転換が求められている時にこそ、金融理論で抽象的に論じられてきたことに十分な配慮を払う必要があるという

ことなのかもしれない。流動性、コミットメント、物価水準の非決定性という概念は、以前であれば、実際の金融政策とは縁のないところで、理論モデルの中だけで論じられてきた。

第2の教訓は、流動性効果、フィリップス曲線、実質貨幣需要関数という、初等のマクロ経済学の教科書でも必ず取り扱われるような基本的なモデルについて、先端の計量経済学的手法で丹念に実証分析を行うことの重要性であろう。抽象的な概念と、実証的な知見が結び付くことによって、金融政策の展望が開けると考えられる。

(一橋大学大学院経済学研究科/経済学部)

注

* 本論文の作成にあたっては、一橋大学経済研究所定例研究会の出席者の方々から有益なコメントを頂いた。本研究は、文部省科学研究費(特定領域研究B, 課題番号12124207)からの助成を受けている。ここに謝辞を申し上げたい。

1) Feldstein(1997), Stein(1996), Stiglitz(1997)などが指摘しているように、米国のマクロ経済政策においては、金融政策が景気制御の役割を担っているということについて、ほぼ合意が形成されている。日本のマクロ経済政策では、財政政策と金融政策のポリシー・ミックスによって景気を制御していくという考え方もいぜんとして強い。

2) 齊藤(2000)は、日本銀行の理論構築が短期金利の操作メカニズムのモデル化に過度に傾斜し、金利政策の波及メカニズムの理論化に抑制的であることが、日本銀行のエコノミストと日本銀行以外のエコノミストの間で議論の食い違いを生じさせてしまったことを指摘している。

3) Shleifer and Vishny(1997)は、プロフェッショナルな裁定者が流動性制約に直面して、適切な裁定を行うことができなくなると、資産価格形成が裁定条件から大きく乖離する理論的な可能性を示している。齊藤(1999)は、関連するモデルの展望を行っている。

4) 日本の金融市場を対象として、金融政策が1年を超えるような長期金利の期間構造に対してどのような影響を与えるのかを検証した実証研究は数少ない。Braun and Shioji(2000)は、構造VARで金融ショックを特定するとともに、金利期間構造をモデル化することによって金融政策の金利期間構造へのインパクトを検証している。Takeda(1999)は、金利平準化政策や国債管理政策が金利期間構造に与える影響を実証的に検証している。

5) Krugman(1998)の議論は、しばしば景気制御のために積極的な金融政策を展開しているように理解されているが、必ずしも、そうとはいえない。高齢化や技術革新の停滞という長期的な要因から日本の均衡

実質金利がマイナス4%となっているということを中心として論じている点を鑑みると、彼の議論は長期的な観点からの議論といえる。宮尾(1999)が指摘しているように、その政策処方では、現在の消費(生産)増大と将来の消費(生産)減少を帰結する点からも、景気回復を意図した政策とはいえない。

6) 吉川他編(2000)のパネル・ディスカッションでは、望ましい定常状態と望ましくない定常状態を伴う複数均衡の可能性に言及している。

7) 星(1997)は、この分野の系統的な展望を行っている。

参考文献

- 畠田敬(1997)「日本における銀行信用波及経路の重要性」『ファイナンス研究』第22巻第1号, pp.15-31.
- 林 文夫(2000)「日本のコール市場における流動性効果について」日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.2000-J-9.
- 星 岳雄(1997)「資本市場の不完全性と金融政策の波及経路：最近の研究成果の展望」『金融研究』第16巻第1号, pp.105-136.
- 細野薫・杉原茂・三平剛(2000)「流動性効果の検証：日次データによる準備預金需要の計測」『経済研究』第51巻第4号, pp.346-357.
- 岩淵純一(1990)「金融変数が実体経済に与える影響について：Structural VARモデルによる再検証」『金融研究』Vol.9, No.3, pp.79-118.
- 木村武(1999)「名目賃金の下方硬直性に関する再検討」日本銀行調査統計局ディスカッション・ペーパー.
- 黒木祥弘(1999)『金融政策の有効性：「適切」かつ「機動的」な運営を求めて』東洋経済新報社.
- 宮尾竜蔵(1999)「インフレーション・ターゲティングとゼロ金利政策」『国民経済雑誌』第180巻第6号, pp.43-58.
- 中島清貴(2000)「構造VARによる金融政策の識別」, 未刊.
- 小川一夫(2000)「金融政策の波及経路：企業規模別データにもとづき実証研究」, 小佐野洋・本多祐三編著『現代の金融と政策』所収.
- 翁 邦雄(1993)『金融政策：中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社.
- 齊藤 誠(1999)「高度化した資本市場におけるリスクと流動性：マーケット・メーカーとアービトラージャーの役割」『フィナンシャルレビュー』51号(6月), pp.5-27.
- 齊藤 誠(2000)「昨今の金融政策について」『エコノミクス』2号(春), pp.124-140.
- 吉川 洋・通商産業研究所編集委員会編著(2000)『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社.
- Ball, Laurence (1998) "Another Look at Long-run Money Demand," NBER Working Paper 6597.
- Beaudry, Paul and Makoto Saito (1998) "Estimating the Effects of Monetary Shocks: An Evaluation of Different Approaches," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 42, No. 2, pp. 241-260.
- Benhabib, Jess and Roger E. A. Farmer (1999) "The Monetary Transmission Mechanism," forth-

- coming *Review of Economic Dynamics*.
- Bernanke, Ben S. and Alan S. Blinder (1992) "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *American Economic Review*, Vol. 82, No. 4, pp. 901-921.
- Bernanke, Ben S. and Ilian Mihov, (1998) "Measuring Monetary Policy," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 3, pp. 869-902.
- Bernanke, Ben S. and Michael O. Woodford (1997) "Inflation Forecasts and Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29, No. 4, pp. 653-684.
- Blinder, Alan S. (1998) *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press. (河野竜太郎・前田栄治訳『金融政策の理論と実践』東洋経済新報社, 1999)
- Braun, R. Anton and Etsuro Shioji (2000) "Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates in Japan," Yokohama National University Discussion Paper Series 00-F-2.
- Christiano, Lawrence J., and Martin Eichenbaum (1992) "Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism," *American Economic Review*, Vol. 82, No. 2, pp. 346-353.
- Farmer, Roger E. A. (1993) *The Macroeconomics of Self-fulfilling Prophecies*, The MIT Press.
- Feldstein, Martin (1997) "The Council of Economic Advisers: From Stabilization to Resource Allocation," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 99-102.
- Gordon, Robert J. (1997) "The Time-Varying NAIRU and Its Implications for Economic Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 1, pp. 11-32
- Holmström, Bengt, and Jean Tirole (1998) "LAPM: A Liquidity-based Asset Pricing Model," NBER Working Paper 6673.
- Jinushi, Toshiki, Yoshiro Kuroki, and Ryuzo Miyao (2000) "Monetary Policy in Japan since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations," mimeo.
- Kasa, Kenneth, and Helen Popper (1997) "Monetary Policy in Japan: A Structural VAR Analysis," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 11, No. 3, pp. 275-295.
- Krugman, Paul (1998) "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1998, pp. 137-187.
- Matsuyama, Kiminori (1990) "Sunspot Equilibria (Rational Bubbles) in a Model of Money-in-the-Utility Function," *Journal of Monetary Economy*, Vol. 25, No. 1, pp. 137-144.
- Nakashima, Kiyotaka, and Makoto Saito (2000) "Strong Money Demand and Nominal Rigidity: Evidence from the Japanese Money Market with a Low Interest Rate Policy," mimeo.
- Nishizaki, Kenji, and Tsutomu Watanabe (1999) "Output-inflation Tradeoff at Near-zero Inflation Rates," forthcoming *Journal of the Japanese and International Economies*.
- Romer, Cristina D., and David H. Romer (1988) "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," In: Blanchard, O., Fischer, S. (Eds.), *NBER Macroeconomic Annual*, The MIT Press, pp. 121-170.
- Rotemberg, Julio J. and Michael Woodford (1999) "Interest Rate Rules in an Estimated Sticky Price Model," In: Taylor, J. (ed.), *Monetary Policy Rules*, The University of Chicago Press.
- Saito, Makoto and Shigenori Shiratsuka (2000) "Financial Crises as the Failure of Arbitrage: Implications for Monetary Policy," forthcoming, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*.
- Saito, Makoto, Noriyuki Yanagawa, and Tsutomu Watanabe (2000) "Liquidity Demand and Asset Pricing: Evidence from the Periodical Accounting Settlement in Japan," in preparation.
- Shioji, Etsuro (2000) "Identifying Monetary Policy Shocks in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 14, No. 1, pp. 22-42.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997) "The Limits of Arbitrage," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp. 35-55.
- Stein, Herbert (1996) "A Successful Accident: Recollections and Speculation about the CEA," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 3, pp. 3-21.
- Stiglitz, Joseph E. (1997) "Looking out for the National Interest: The Principles of the Council of Economic Advisers," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 109-113.
- Strongin, Steven (1995) "The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35, No. 3, pp. 463-497.
- Takeda, Yosuke (1999) "Interest Rate Smoothing and Time-Varying Premium: Another Look at Debt Management in Japan," Economic Growth Center Yale University Discussion Paper 800.
- Taylor, John B. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (December), pp. 195-214.
- Woodford, Michael (1994) "Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Model," *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3, pp. 345-380.