

博士学位請求論文審査報告書

申請者：二羽秀和氏

論文題目：Essays on Fiscal-Monetary Interactions and Unconventional Monetary Policies

1. 本論文の主題と構成

二羽秀和氏の博士学位請求論文は、財政当局と中央銀行の相互依存関係がマクロ経済に与える影響を考察したものである。本論文は両者が統合政府の予算制約式を通じて相互に影響を与え合う理論モデルを構築し、両者間の財政制度上の取り決めが異なる場合に政策効果がどのように異なるかを、数式やシミュレーションによって分析している。現代の標準的なマクロ経済モデルでは、通常、いくつかの仮定を設けて、そのような両者間の相互作用が起きる可能性を排除したうえで分析を行ってきた。しかし近年の日本を始めとする先進各国における政府債務の累増や中央銀行による大量の国債買い入れは、そのような前提の妥当性を疑わせる状況を作り出している。その意味で、本論文の研究テーマは、時宜に適ったものと言える。

本論文の構成は以下の通りである。

Chapter 1: Introduction

Chapter 2: Review of the Fiscal Theory of the Price Level

Chapter 3: Central Bank's Balance-Sheet Policy in a Non-Ricardian Regime: An Expansionary Effect without a Signal about Future Interest Rates

Chapter 4: A Fiscal Theory of Central Bank Solvency: Perils of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing

Chapter 5: Fragmented Fiscal Policymaking in a New Keynesian Model

2. 各章の概要

第1章は論文全体のイントロダクションであり、本論文を先行研究の大きな流れの中に位置づけようとするものである。本章では一部の研究者がなぜ、標準的なマクロ経済理論の枠を越え、財政当局と中央銀行の間の相互依存関係の問題に注目してきたのかが解説される。また、なぜ同問題が、グローバル金融危機以後の日本を含む先進国経済にとって、解き明かされるべき重要課題なのかが論じられる。

第 2 章は口述試験後に新たに執筆されたものである。ここでは本論文のテーマと密接に関連し、一部の章の理論的基礎を成す「物価水準の財政理論」(Fiscal Theory of the Price Level、FTPL)が概観される。同理論に関する既存のレビューが無限期間モデルに基づくものが多いのに対し、本章ではより単純な 2 期間モデルを用いることで、数式による説明をよりわかりやすいものになっている。またこれまでのレビューでは価格が完全に伸縮的であり、国債は 1 期債のみであるケースだけが説明されることが多かったのに対し、粘着価格バージョンや長期国債が導入された場合に結論がどう変わるかについても論じられている。

第 3 章は非伝統的金融政策について論じている。純粋な量的緩和政策 (QE) がなぜ経済効果を持つ(と思われる)かは理論的には必ずしも解き明かされていない。よくある説明は、QE が将来の金利の経路に関するシグナルとして機能しているというものである。しかしその見方は、民間が中央銀行のアナウンスをクレディブルなものと思えろという、脆弱な仮定に依存している。本研究では、仮にそういった効果がないとしても、ある制度的枠組みの下では、中央銀行が大量の国債を購入することが足下のインフレ率を高めうることを示している。その制度的取り決めとは、第 1 に、財政当局が財政規律を気にしていないことである。第 2 に、中央銀行も予算制約を気にせず、ゼロ金利制約に掛からない限り、テイラールールに従うことである。これらの条件下、経済がゼロ金利制約にある間に、中央銀行が長期国債を大量に購入したとしよう。このことは、ゼロ金利からの出口において、利上げにより統合政府のバランスシートが毀損されることを意味する。このため民間は、この時点において、FTPL のメカニズムに基づいてインフレが起きるだろうとの予想を抱く。このような予想の変化は、人々が **forward looking** であれば、現時点でのインフレ率を押し上げる効果を持つ。本章のような粘着価格モデルにおいては、これは生産の拡大をもたらす。

第 4 章は『金融経済研究』掲載予定の「財政の持続可能性への信認が失われた下での量的・質的金融緩和政策からの出口」と題するショートペーパーを基に大幅に拡充し、フルペーパーとしたものである。ここでは、現在一時的にゼロ金利下であり、財政当局が財政規律を放棄し、かつ、すでに大量の国債を発行してしまっている状況を想定している。さらに、中央銀行のバランスシートが毀損してその自己資本がゼロになっても、財政当局は財政支援を行わないと仮定されている。この状況下で、日本の量的・質的金融緩和のように、中央銀行が大量の国債を購入したとしよう。ゼロ金利からの出口に達したとき、あまり金利を上げると、中央銀行の自己資本がマイナスになってしまうであろう。これは先の想定の下では許容できない。このことは出口における金融政策の自由度が制約される

こと、つまり金利に上限ができてしまい、それ以上、上げられなくなってしまうことを意味する。以上が上記日本語論文の趣旨である。本章ではこのモデルを拡張し、出口を出た後に中央銀行がテイラールールを採ることが想定される。通常は望ましい性質を持つと考えられている同ルールであるが、本モデルの想定下では、このルールが採用されると、経済が望ましい定常均衡に到達する可能性が断たれ、デフレ均衡に落ち込んでしまう（よほどインフレターゲットを下げない限りは）ということが示されている。

第5章は中央銀行が1つ、財政当局が複数ある状況を分析している。各財政当局は自分が管轄する地域（ないし業界）の利益を優先して中央銀行にただ乗りしようとする誘因を持つ。本章では初期において政府債務が既に累積してしまっていて、その解消のために増税が必要とされる事態を想定する。分析結果は各財政当局のただ乗り行動によって財政再建が遅延されること、これに伴って調整過程で生じるインフレもより低位でかつ時間をかけて調整が行われることを示している。また本章後半ではこれを拡張し、経済がショックによって一時的にゼロ金利制約に掛かってしまっている中で財政再建を行わなくてはならない状況が分析されている。

3. 本論文の審査

口述試験は2021年12月2日に開催されたが、新型コロナウイルス感染症対策として大学から示された方針に従い、オンラインでの開催となった。二羽氏が論文の概要を解説した後、審査員から疑問点、改善点や追加すべき点が指摘された。主な論点は次の通りである。

- (1) 論文全体及び各章の理論分析の背後にある問題意識はどのようなものか、各モデルの設定は現実のどのような政策上の問題を反映しているのか、各理論モデルは日本の現況とどう関わっているか、モデル分析の結果何がわかったのかななどを、分かりやすい言葉で明確に説明すべきである。例えば、なぜ中央銀行の財務健全性が、分析に値する重要な問題と言えるのか。
- (2) 本論文の一部の基礎を成す物価水準の財政理論のモデルはあまり一般的に知られているものではなく、文中の説明も不十分である。
- (3) 他にも理論モデルの設定が明確に書かれていない部分や、数式による説明が読者を混乱させかねない箇所などが数多く指摘された。また説明不足の点が指摘された。一部の章では、いきなり複雑なケースの分析に入るのではなく、比較的単純な設定の分析から始めることで読者の理解を助けることが要請された。

4. 本論文の評価と結論

以上のような改訂要求や助言に対して、筆者は改訂方針の解説メモを審査員一同に提出し、承認された。これを受けて二羽氏は改訂稿を作成、提出した。上述のように、この過程で、上記コメント(2)に対応する形で、「物価水準の財政理論」を概説する第2章が作成・追加された。審査員一同はこれを審査会で出された要請に充分応えているものと認め、これを承認した。

本論文第3～5章はいずれも、先行研究を発展させる形で筆者が開発したモデルに基づき、財政当局・中央銀行の相互関係について新たな知見を加えたものと言える。既に述べたように、第4章は『金融経済研究』公刊予定の短い論文を基にしている。また、さらに分析を発展させれば、別の新たな論文として国際的学術誌に投稿できるだけの新たな知見を含んだものとなる可能性が充分にある。第3章も、分析をもう少し精緻化すれば、優れた国際的学術誌に公刊される水準に達すると思われる。第5章についても、いずれは優れた国際的学術誌に公刊される水準に既にあるものと評価できる。

以上のことから、審査員一同は二羽秀和氏に一橋大学博士（経済学）の学位を授与することが適当であると判断する。

2022年3月9日

審査員（50音順）

祝迫得夫

加納隆

櫻川昌哉（外部審査員）

佐藤主光

塩路悦朗（委員長）