

## XI 非伝統的金融政策と日本経済

本 多 佑 三

- 1 日米の金融政策と日本経済
- 2 量的緩和政策の景気刺激効果はあるか
- 3 日本における非伝統的金融政策と実体経済
- 4 いくつかの課題

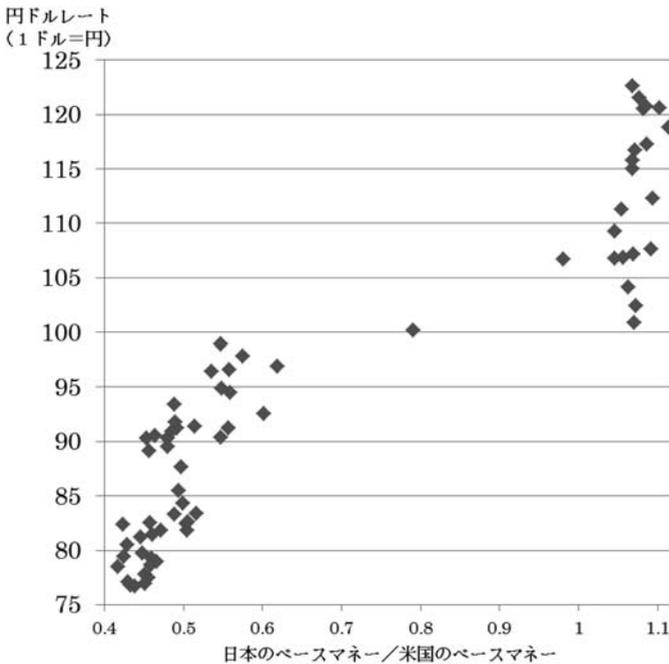
### 1 日米の金融政策と日本経済

2010年10月、日本銀行は包括的金融緩和と呼ばれる金融緩和政策を採用した。アメリカ連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ目標（ないしはゴール）の採用を決断したこともあり、2012年2月には日本銀行は、1%のインフレを「目途（めど）」とする政策に踏み切った。さらに2012年12月に自民党が衆議院選挙で大勝し、日本銀行法の改正の可能性が現実味をおびてきた2013年1月には、日銀は、2%のインフレ目標を採用するに至った。こうした一連の緩和方向への政策変更の動きについては、浜田他（2010）および浜田（2013）による日銀の消極的な金融政策運営に対する批判が重要な役割を果たしている。

図XI-1は、縦軸に円とドルの名目為替レートをとり、横軸に日本とアメリカのベースマネーの比率をとった散布図で、標本期間は2007年1月から2012年8月までである。グラフ上の各点は、大きく2つのグループに分かれている。右上方のグループの各点は、2007年1月から2008年9月までの期間における各月の円ドルレートと日本のベースマネー比率のデータであり、他方、左下のグループは、2008年11月から2012年8月までのそれらのデータである。両グループ

の中間にある一つの点は2008年10月の点であり、量的緩和政策（Quantitative Easing）第一弾（QE1）の時期に合致する。

リーマン・ブラザーズの倒産直後に金融危機および世界同時不況に直面したアメリカのFRBが、大胆な金融緩和を実施し、大量のベースマネーを市場に供給したのに対し、日本銀行は対応が鈍く、またFRBのような大胆さに欠けた。その結果、日米のベースマネー比率（日本のベースマネー／米国のベースマネー）は縮小した。このことは、グラフ上では右から左方向に各点が移動したことに対応する。右から左方向に移動すると同時に、各点が上から下方向に移動しているのは、ベースマネー比率の変化と同時に円高ドル安が進行したことを示



出所) 日本銀行およびFRB

図Ⅺ-1 ベースマネー比率と円ドルレート (2007年1月～2012年8月)

す。実際2007年1月時点で1ドル約120.6円であったドルの為替レートは2012年8月には1ドル約78.7円まで変化した。実に約35%の円高ドル安がこの間に進行した。

アメリカFRBが金融を大胆に緩和し、日本銀行がFRB程大胆に金融を緩和しなければ、為替レートが円高ドル安に動くという主張を支える経済理論は、少なくとも2つある。ひとつは、(短期金利はほぼゼロ%であったとしても、中長期の)日米の金利差が為替レートの予想変化率に等しくなるという金利平価説であり、いまひとつは、日米の相対的な通貨量が為替レートに影響を与えるというマネタリー・アプローチという仮説である。グラフはこうした経済理論が予測する結果と合致する。

左下のグループの各点を注意深く観察すると、左下のグループの各点は、1ドル約85円の点を境に、さらに2つのグループに分かれている。1ドル約85円の点は、2010年8月のデータで、アメリカFRB議長ベン・バーナンキ氏が量的緩和政策第二弾(QE2)を公表した時期に符合する。1ドル約85円の点より上の各点は、QE2以前のデータで、それより下の各点はQE2以降のデータを表わしている。このことは、QE2が一段の円高ドル安をもたらしたことを示唆している。

リーマン・ショック後の大幅な円高ドル安が日本企業の国際競争力を極端に弱め、日本の内需(国産財が輸入財に置き換えれば内需も減少する)および外需の減少をもたらし、日本国内の景気に大打撃を与えたと、先の浜田他(2010)および浜田(2013)は主張している。事実、リーマン・ショックがアメリカ住宅市場のバブル崩壊に端を発した、アメリカ発の金融危機であったにもかかわらず、生産などの実体経済において最も深い傷を負ったのは日本経済であり、次いで欧州経済、そしてアメリカ経済という順であった。

2012年9月にアメリカFRBが量的緩和政策第三弾(QE3)を採用し、大胆な緩和政策を継続していること、国内では衆院選で大勝した自民党安倍首相が大胆な金融緩和の推進を日銀に要請するなどの要因もあり、日銀の金融政策スタ

ンスは緩和方向に変化してきているようにみえる。

## 2 量的緩和政策の景気刺激効果はあるか

日本銀行による金融政策運営に関するこれまでのスタンスと、浜田（2013）に代表される大胆な金融緩和を求める政策スタンスの違いを生み出す最も重要な論点のひとつは、金融を量的に緩和した時に、それが実体経済に影響を与えるのか否かという点にある。大胆な量的緩和政策が、もしほとんど景気刺激効果をもたないのであれば、将来バブルや制御不能のインフレをもたらすかもしれない、というリスクを伴う量的緩和政策を採用する誘因は乏しくなり、従来の日銀の政策スタンスが支持されることになるからである。

日本においてもアメリカにおいても、2013年2月現在、短期市場金利はゼロ%の近傍にあり、短期市場金利を下げて景気を刺激するという伝統的金融政策を用いることはできない。こうした状況下で、例えば国債などの安全金融資産を中央銀行が購入することにより、大量の通貨を民間経済に注入した場合に、それが物価や生産に刺激効果をもつかどうかという点については、実は学界においても、中央銀行関係者の間でも、古くから意見が分かれている。加えて、そうした状況下における実際の金融政策運営の経験の蓄積も乏しい。

金利が下限に達している状況下で通貨を注入しても、実体経済への効果はほとんどないという、いわゆる Hicks (1937) の「流動性のわな」の議論が一方である。この考えは、形を変えて今日でも受け継がれている。例えば、Eggertsson and Woodford (2003) や Curdia and Woodford (2010) も、動学的一般均衡モデルを分析することによって量的緩和政策には効果がないことを示している。これに対して、Clouse et al. (2003)、Bernanke and Reinhart (2004) および Bernanke et al. (2004) によれば、短期金利がゼロであったとしても、ベースマネーの増加が政策効果をもたらすと主張している。

日本においては、多くの日本銀行関係者が非伝統的金融政策（特に量的緩和

政策)のマクロ経済変数への政策効果について懐疑的であり、こうした見解が  
つい先頃までマスコミを含めた日本全体でも支配的であった。例えば白川(2008)  
や日本経済学会(大垣他)編集『現代経済学の潮流2012』第7章パネル討論に  
おける筆者以外のパネリストの発言を参照されたい。したがって冒頭で紹介し  
た浜田他(2010)および浜田(2013)の見解は、日本ではむしろ少数派であっ  
た。

量的緩和政策が政策効果を有するか否かについての既述の欧米における2つ  
の見解は、それぞれの仮定の下では論理的に一貫しており正しいと思われる。  
しかしながら、両者は全く相対立する結論に到達した。したがって、量的緩和  
政策に効果があるか否かという問題は、実証分析によって明らかにされるべき  
問題である。これら2つの理論を検証する経験データはこれまでほとんどなか  
ったが、2001年3月から2006年3月にかけて日本で実施された量的緩和政策が、  
我々に検証の機会を与えてくれることとなった。この期間の日本のデータを用  
いて量的緩和政策の効果を検証することで、既述の学術的な論争にも一定の客  
観的な証拠を提供することが可能となる。

### 3 日本における非伝統的金融政策と実体経済

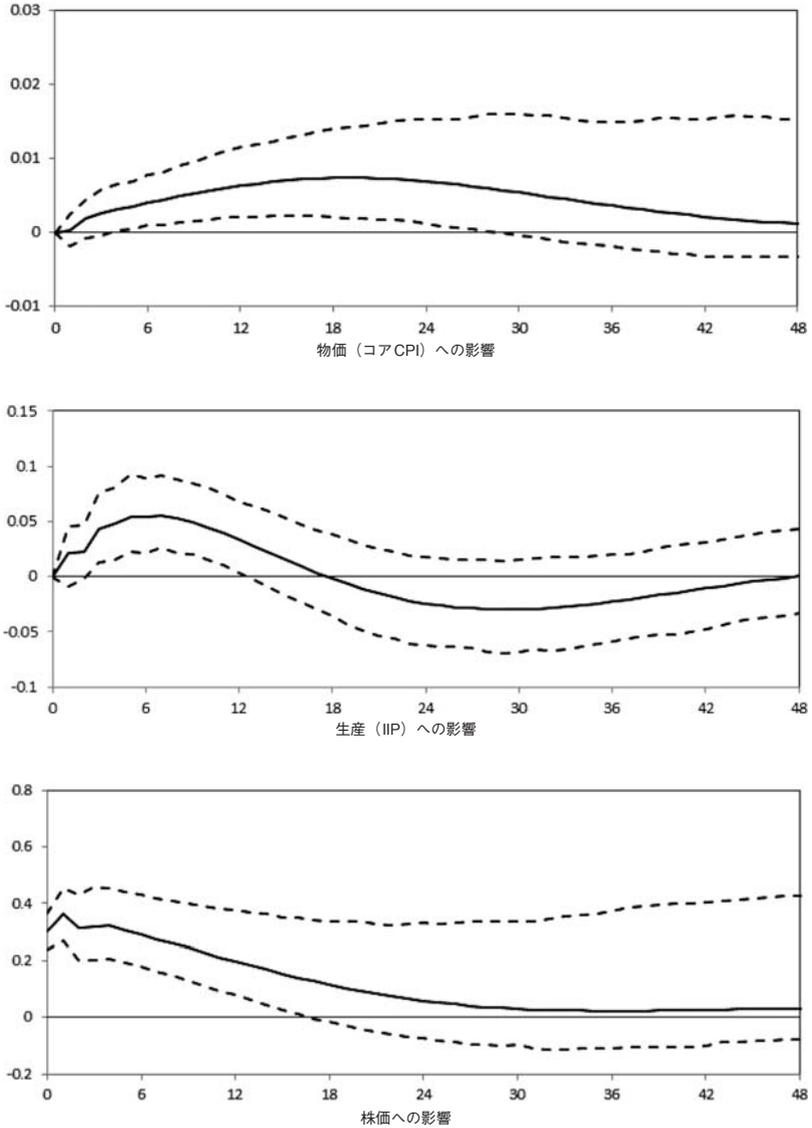
これまでに日本における非伝統的金融政策が日本経済に与えた影響について  
調べた文献には、Kimura et al.(2002)およびFujiwara(2006)などがあり、こ  
れらの文献は政策効果について懐疑的である。しかし、これらの実証分析にお  
ける標本期間は、量的緩和政策が採用された期間(2001年3月から2006年3月  
まで)のすべてを含んでいるわけではない。そこで、Honda et al.(2007)(この  
日本語版は本多他(2010))および本多=立花(2011)は、ベクトル自己回帰モ  
デルを用いて、量的緩和政策が実体経済に影響を与えたか否かについて分析し  
た。図XI-2は、時系列分析を用いて計測した分析結果の一例であり、本多=立  
花(2011)から引用している。

伝統的な金融政策においては、短期市場金利に操作目標を設定し政策を運営する。これに対し、2001年3月から始まる量的緩和政策においては、日本銀行は、民間銀行の日本銀行預け金（当座預金）の合計額（以下、「日銀当預合計額」あるいは「日銀当預目標額」と呼ぶ）に操作目標を設定し政策を運営した。したがって、この期間においては、日銀当預合計額が政策変更の起点となる。図XI-2は、日銀当預合計額の変化が实体经济に、具体的には消費者物価指数（コアCPI）および鉱工業生産指数（IIP）に与えた影響を計測したものである。

日銀が量的緩和政策を導入した2001年3月に、最初に設定した日銀当預合計額の目標は5兆円であった。その後、日銀はこの目標額を段階的に増額し、ピーク時の2004年1月から2006年2月までの目標額は「30兆円から35兆円」までに達した。この日銀当預合計額の目標残高月次データの1標準偏差（7.383%）の変化が物価や生産に与えた影響の推定値を図XI-2の実線は示している。例えば、IIPにおける実線の山のピークが6の周辺であることから、日銀が日銀当預合計額の目標を増額すると、その約6ヵ月後に鉱工業生産（IIP）が上昇することが分かる。点線は推定の信頼区間の推定値であり、実線の推定が90%の確率で正しいことを意味する。このことは、点線がゼロを含まない期間においては、日銀当預合計の目標額変更が、10%の有意水準で鉱工業生産（IIP）を有意に増加させたことを示している。鉱工業生産について言えば、その期間は、日銀当預目標額変更後約2ヵ月間から約1年後までということになり、この期間中、鉱工業生産が増加したことを意味する。図XI-2においては、日銀当預目標額の増額が物価（コアCPI）をも上昇させた結果になっているが、左目もりを見るとその増加額はわずかであり、また私達が調べた他のモデルでの検証では、この結果は必ずしも頑健ではなかった。

以上の結果から、当該の量的緩和期間に、日銀当預目標額の増額が、鉱工業生産を増加させたことが分かる。それでは、日銀当預目標額における政策変更が、どのような経路を通じて鉱工業生産に波及したのか。どのような変数を媒介として政策パラメーターの変化が实体经济に波及するのか。Honda et al. (2007)

XI 非伝統的金融政策と日本経済（本多）



出所 本多=立花（2011）におけるモデル（i）の結果を引用

図XI-2 1標準偏差の「日銀当座預金目標額」の変化が物価、生産、株価に与える影響

(あるいは本多他 (2010)) では、中期国債、長期国債の利回り、外国為替レートなど様々な変数を試した結果、株式価格が日銀当預目標額の変更に有意に反応していることが分かった。本多 = 立花 (2011) による図XI-2の結果は、日銀が日銀当預目標額を増額すると、株価が即座に上昇し、その効果が1年余りにわたっていることを示している。本多 = 立花 (2011) では、日銀当預目標額変更が株価や鉱工業生産に与える影響の大きさの推定値も得ており、それらが十分大きな値であったことを報告している。さらに Honda and Tachibana (2012) では、株価の変化が企業の資金調達行動に影響を与えていることをデータで示している。即ち量的緩和の当該期間中、株価が上昇すると、企業が新株発行による資金調達を増額する傾向がある。このことは、企業が自社の市場価値と自社を再生産するのにかかる費用を比べて投資の意思決定を行うという、いわゆるトービンの $q$ を通じた波及経路が働いていたことを示唆しているように思われる。

#### 4 いくつかの課題

これまで日本の量的緩和政策が株価を通じて鉱工業生産に影響を与えたと報告してきた。しかし、課題も残されている。例えば、日本の量的緩和政策期間中に、どのような経路を通じて、どのようなメカニズムで日銀当預目標額の変更が鉱工業生産に波及したのかという点については、今後さらに様々なデータを用いて検証する必要がある。また、量的緩和政策が実体経済全般にどのようなメカニズムを通じてどのような影響を与えるのかという、より広い一般的な問題に関しては、日本だけでなく、データの蓄積が進んできている、アメリカや欧州などの経験も含めた実証を積み重ねていく必要がある。最後に、経済理論面に関しては、これまでも一貫して指摘してきたように (本多 (2007, 2011)、Honda et al. (2007)、本多他 (2010)、本多 = 立花 (2011)、Honda and Tachibana (2012))、トービンの一般均衡アプローチが最も良く現実を説明しているように

現時点では思われる。

引用英語文献（アルファベット順）

- Bernanke, Ben S., and Vincent R. Reinhart (2004), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” *American Economic Review* 94, 85–90.
- Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack (2004), “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment,” *Brooking Papers on Economic Activity*, 1–100.
- Clouse, James, Dale Henderson, Athanasios Orphanides, David H Small, and P.A.Tinsley (2003) “Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero” *Topics in Macroeconomics* 3, Article 12.
- Curdia, Vasco and Michael Woodford (2010), “The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy,” unpublished.
- Eggertsson, Gauti B., and Michael Woodford (2003), “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brooking Papers on Economic Activity*, 139–233.
- Fujiwara, Ippei (2006), “Evaluating Monetary Policy when Normal Interest Rates Are Almost Zero,” *Journal of the Japanese and International Economy* 20, 434–453.
- Hicks, John R (1937)., “Mr. Keynes and the ‘Classics’; A Suggested Interpretation,” *Econometrica* 5, 147–159.
- Honda, Yuzo, and Minoru Tachibana (2012), “Tobin’s  $q$  as a Transmission Channel for Nontraditional Monetary Policy: the Case of Japan”, Osaka University, Discussion Papers in Economics and Business, No.12–16.
- Honda, Yuzo, Yoshihiro Kuroki, and Minoru Tachibana (2007), “An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001–2006” Osaka University, Discussion Papers in Economics and Business, No.07–08.
- Kimura, Takeshi, Hiroshi Kobayashi, Jun Muranaga, and Hiroshi Ugai (2002), “The Effect of the Increase in Monetary Base on Japan’s Economy at Zero Interest Rates: An Empirical Analysis,” Bank of Japan, IMES Discussion Paper Series No.2002–E–22.

引用邦語文献（あいうえお順）

- 白川方明、2008、『現代の金融政策 理論と実際』、日本経済新聞出版社。
- 日本経済学会、2012、『現代経済学の潮流2012』（大垣昌夫、小川一夫、小西秀樹、田淵隆俊編集）、東洋経済新報社。

- 浜田宏一、2013、『アメリカは日本経済の復活を知っている』、講談社。
- 浜田宏一＝若田部昌澄＝勝間和代、2010、『伝説の教授に学べ！本当の経済学がわかる本』、東洋経済新報社。
- 本多佑三、2007、「量的緩和政策の効果」パネル討論、RIEB 政策研究ワークショップ、2007年1月13日神戸大学、報告書2007年3月、81-89。
- 本多佑三、2011、『はじめての金融 新版』、有斐閣。
- 本多佑三＝黒木祥弘＝立花実、2010、「量的緩和政策－2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析－」、『フィナンシャル・レビュー』平成22年第1号（通巻第99号）、財務省財務総合政策研究所、59-81。
- 本多佑三＝立花実、2011、「金融危機と量的緩和政策」、『金融危機とマクロ経済』（岩井克人＝瀬古美喜＝翁百合編）第3章、東京大学出版会、51-74。