

金融政策の有効性

専修大学 望月ゼミナール

小野 悟

芳賀良定

福地慶子

堀内優子

山元 進

目次

1	序章	2
2	マクロ経済環境の確認	2
2.1	GDP 推移	2
2.2	貨幣量	2
3	金融政策の評価	3
3.1	金融政策ルール	3
3.2	1990 年代における金融政策の評価	4
3.3	金融政策の評価	5
4	因果性の検証	5
4.1	金融政策の評価	7
5	政策の波及経路	7
5.1	金利政策	7
5.2	量的政策	9
6	流動性の罨と金融政策	10
7	インフレ・ターゲティング論	11
7.1	インフレーション期待が経済に与える影響	11
7.2	なぜインフレーション期待を上昇させるべきなのか	11
7.3	インフレーション・ターゲティング政策	12
7.4	インフレターゲティングの結論	14
8	終章	14

1 序章

失われた 10 年と言われるように、日本経済は長い不況下にある。バブル以後の日本経済において、金融政策は如何に貢献してきたのであろうか。また、今後金融政策はどのような政策を行っていくのが望ましいのであろうか。

この論文では、1 章から 4 章まで、これまでの経済パフォーマンスと金融政策から、金融政策の有効性を検証する。5 章以後では、政策について理論的見地から考察を行い、インフレ・ターゲティング論について触れていく。

前半部分の検証では、貨幣の需要量の推定から、供給量の妥当性を見出す。政策については、テイラー・ルールに基づく判断と、グレンジャーの因果性テストからの判断を行う。

後半部分では、政策の波及経路を整理し、流動性の罨に対する対処方法やインフレと経済の関係性について述べていく。

2 マクロ経済環境の確認

まず、金融政策の有効性を検討する前に、これに関する変数についての分析、考察を行い、マクロ経済環境を定義付ける必要性がある。

2.1 GDP 推移

始めに、マクロ経済全体のパフォーマンスとして、経済成長率（名目 GDP 前年比）の長期データを見る（図・2-1-1）。周知の通り、日本経済は 60 年代から 10 % 以上の高度成長は 70 年代後半に終わりを見せ、安定成長期へと入る。そして、バブル崩壊後は平均成長率 1 % 台という低成長となり、98 年以後にはマイナス成長までにも至った。

2.2 貨幣量

次に、金融政策に重要な貨幣量について見ていく。貨幣需要の推定をし、その安定性を検証する。貨幣需要の安定性を見極めることは、貨幣供給の有効性を考える上で重要となる。また、貨幣需要量の推定は貨幣供給量の妥当性を考える上で重要となる。

貨幣供給量であるマネーサプライ（M2+CDs）は、過去 20 年間を通して減少することなく増え続けている。しかし、1 年毎の伸び率を見ると（図・2-2-1）90 年代に入り、大きく低下していることが分かる。

この要因解明のために、貨幣の供給・需要両サイドについてみる必要がある。貨幣需要については、マーシャルの k と需要量をそれぞれ推定してみた。

マーシャルの k とは、以下の式のように貨幣の流通速度の逆数で表され、貨幣量の最適供給量を判断する際に使用され、貨幣需要を表す一つの指標となる。

$$k = M/Y \quad (1)$$

M は貨幣供給量であり、 $M2+CDs$ を、 Y は産出量として GDP をそれぞれ充てた。

推定結果（図・2-2-2）を見ると、67 - 77 年のトレンドに対して、80 年代後半からすると、供給過剰気味

であることが分かる。これは、低率ながらも上昇を続ける貨幣供給量が、需要に見合ったものでないということの一つの根拠となり得る。

次に貨幣需要の推定であるが、今回は以下の式を以って需要量を推定した。

$$Md = k * P * T(Y) \quad (2)$$

貨幣需要量は、全体の取引量（経済規模）に物価とマーシャルの k を乗じたものとなる。 k に関しては、推定した値を用い、物価（ P ）は消費者物価指数と GDP デフレーターをそれぞれ用い別に算出したが、GDP デフレーターに関しては、物価としての適応度の他、理論的に GDP との変数間の相関が見られると判断できるので削除した。取引量（ T ）は、GDP を近似値として当てはめた。 k に関して、定数項とするために平均値を近似値として採用した他、トレンド値、またそれぞれの時期ごとの k も用いて試験的に推計してみた。

結果（図 . 2-2-3）を見ると、 k の値に関しては、動きも値自体も大差はない。3つの結果を総合しておおまかに結果を追っていくことにする。需要量の推移は、86 もしくは 87 年に一度需要が減少し、その後盛り返すが、90 年代に入り、再び大きく減少する。97 年の一時的な景気拡大期に再び盛り返すが、2001 年の時点で需要量はマイナスとなっている。

90 年以降は、需要量がマイナスとなるなど、大変厳しい状況である。この結果は、マーシャルの k から見た供給過剰気味という結果と整合性があるようにとれる。また、金融政策の有効性として大事な需要の安定性という面から見ても、決して安定的であるとはいえない結果となった。

3 金融政策の評価

3.1 金融政策ルール

過去の金融政策の評価をする前に、過去にとられた金融政策がどのようなルールに基づいていたのかを検証していこう。そのようなルールのことを一般に金融政策ルール (monetary policy rule) と呼ぶ。ところで、金融政策ルールは何故必要になってくるのだろうか、それには以下の理由が存在する。そもそも、全ての金融政策は物価や経済の安定を目的としている。その目的のためにマクロ経済の変動に応じてシステム化したのが金融政策ルールである。確かに、実際の金融政策は多様な情報を踏まえながら判断されていくものであって簡単に表現することは不可能であるという批判もある。しかし、金融政策を運営する上で重要と思われる経済情報に着目して、その推移に応じて実際の金融政策がどう反応しているかを表現することは可能である。また、金融政策ルールの用途として、金融政策が適切なパターンに従って運営されれば将来的にも経済変動に応じて金融政策が効果的に発動されることを見込んで経済活動を営むようになる為、経済が安定しやすくなるだろう。

まず、具体的な金融政策ルールに入る前に金融政策の分類について簡単に触れておくと、政策ルールにはシンプルルールと状態依存ルールに分けることが出来る。シンプルルールとは経済を説明する変数が限られているので金融政策の運営パターンを直感的に理解することは簡単であるというメリットがある反面微妙な経済状態の違いを十分には記述できないという限界も存在する。

一方で、状態依存ルールとはマクロ経済において実現するあらゆる経済状態のモデルを想定し各経済状態に応じて最適な金融政策を詳細に表現しようとするものである。

この二つから導出される最適ルールは理論的には同等であるので観測しやすいマクロ変数を用いた方が理解しやすいということもあるがどちらの方が有用かについてはコンセンサスは得られていないが、今回はあくまで金融政策の評価が目的であり、そのルール自体の判断は目的としていない為、理解しやすいシンプルルールに的を絞って議論していく。

では次に、具体的に金融政策ルールについてみていくことにしよう。主な金融政策ルールにはテイラールール、名目成長ルール、マッカラムルールがある。

テイラールールとは金融政策にあたって強く意識されている刑期と物価の両者を実際の政策金利との関係をシンプルに表現したことから理解しやすく、現実の金融政策のよくトレースできているという実証結果もありしばしば取り上げられているルールのことで、式を表すと

$$\text{政策金利} = \text{均衡実質金利} + \text{目標インフレ率} + \alpha * (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + \beta * \text{需給ギャップ} \quad (3)$$

右辺は政策金利を三つのパートにわけて表現している。一つは均衡実質金利と目標インフレ率の和である。景気と物価の双方が目標水準で安定している場合の「均衡名目金利」であり、逆に双方が乖離している場合には政策金利を変化させることで経済をコントロールする。二つ目のパートはインフレ率に応じて需給ギャップで見た景気がどれだけ拡大または交代しているかに応じて、それぞれ政策金利を変化させるものである。この式から、経済にショックが発生した時に金融政策によってその影響を相殺し望ましい経路に戻す為には、インフレ率以上に名目金利を動かす必要があるというテイラーの条件が導き出せる。

名目成長ルールとは「名目GDP成長率」の目標値からの乖離に応じて金利政策を決定する金融政策ルールであり、

$$\text{政策金利} = \text{均衡実質金利} + \text{目標インフレ率} + \alpha * (\text{名目成長率} - \text{目標名目成長率}) \quad (4)$$

であらわされる。

また、このルールの特徴として名目成長率を実質成長率とインフレ率に分解せずにそのまま利用すること、需給ギャップという経済活動の「水準」に関する情報を使用せず、「変化」の情報を用いることである。このため、需給ギャップの計測誤差に起因する影響を受けにくいとする効果がある。

しかし、需給ギャップというデータには統計誤差と推計誤差が生じる為、政策金利を決定する上で問題となることが知られている。

統計誤差については実質GDPとインフレ率に分解されたデータと比較して誤差が少なくすむ。しかしながらデメリットとして需給ギャップのような実体経済の情報とインフレ率の情報を分離しないで扱うので、両情報に均等なウェイトで政策金利を導出することになる。これはテイラールールのように別個にウェイトをかせるものに比べて自由度が低くなるので政策効果が小さくなる可能性がある。

次にマッカラムルールについて。テイラールールも名目成長ルールも、金融政策による変数操作は金利であったがのに対して、金融政策の中間目標として貨幣供給量を想定している。数式を以下に示すと、

$$\text{マネタリーベース増加率} = \text{名目成長率} - \text{流通速度変化率} - \lambda (\text{名目成長率} - \text{目標名目成長率}) \quad (5)$$

この式において、通貨需要関数が安定的であれば、金利とマネタリーベースは表裏一体のため、金融政策の操作対象と見ることが出来るが実際には通貨需要関数は安定していないので、金利を操作対象にしていないマッカラムルールは名目成長率ルールほど一般的ではない。また、現在の日本のように名目金利がゼロ%に達している場合では金利とマネタリーベースの間の関係が崩れてしまう為、マネタリーベースの増減によって経済が安定するという想定自体が適切でないという指摘も出来る。

3.2 1990年代における金融政策の評価

この章では、主にコールレートをを用いて経済政策の評価を行い、過去に実際行われたコールレートの変化を検証することで日銀政策の批判を行っていく。

また、金融政策の評価については、テーラールールに基づく政策反応関数を用いて行っていくこととする。テーラールールに基づくコールレートは、インフレ率、実質GDP、為替レートについての均衡値からのギャップにおいて表現される。

地主他 [2001] ではバブルについて政策反応関数を推計してる。その関数を用いて推定されるコールレートをよい政策を図る一種の指標として、現実のコールレートと比較検討することで評価していく。

単純化のため以下の区分に分けて説明していくことにする。

- ・1987～88 にかけての金融引き締めの遅れ
- ・1990～91 にかけての金融引き締めの不足
- ・1992～95 初期にかけての金融緩和の遅れ
- ・1997～98 初期にかけての金融緩和の金融緩和の遅れ

具体的には、1992年コールレートがテーラールールに基づいて決定された場合を仮定してみる。

すると、実際よりも金融緩和が速やかに行われたことになり、コールレートがほぼゼロのゼロ金利が実現していたことになることがわかる。短期金利が政策的に引き下げられると、長期金利も名目ベースで一定程度低下する。シミュレーション結果によればコールレートは1992～93間で3～4%引き下げられることになり、この結果長期金利は1%低下していくことになる。

また、景気が刺激されることや、円安が進むことで物価が上昇するので実質金利が多少大きく低下することはあっても物価上昇が緩やかであると限定した状況においては実質ベースでの金利はさほど低下しない。

ここで、マクロ計量モデルによると金利の低下は資本の借入コストを低下させるので民間企業設備、民間住宅などの民間投資を活性化させる。よって、民間設備投資1992年度には0.7%程度、また1993年には3.4%程度、金利が引き下げられなかった場合に比べて増加していく。民間住宅は金利に対して感応的になっているので、1992年度には2.2%程度、1993年には6.5%程度増加する。

第二に、金利の低下は、為替相場を減価させるので内外での相対価格効果により、輸出が増加して行きくという点が挙げられます。そのため、為替相場は1992年度は2.3%程度93年度には7.8%程度減価し、財・サービスの輸出は、それぞれ、0.3%程度、1.1%程度増加。一方輸入においても、実質GDPの増加による所得効果が価格効果を上回る為、一定程度増加する。しかし、その大きさは0.6%、0.4%程度と輸出の増加には及ばない程度なので、外需全体(輸出-輸入)としては実質GDPを押し上げる結果が推計されている。

3.3 金融政策の評価

これまでに述べてきたように、金融政策の結果としての評価はその妥当性については疑問点が残る。しかしながら、シミュレーション結果で示したように、テーラールールに基づく、政策金利を決定した場合においては金融政策の有効性は否定できないだろう。では、金融政策を有効に運用していくにはどのようにしていくべきなのであろうか、また、コールレート操作以外の金融政策の有効性について、次章以降で述べていく

4 因果性の検証

金利以外の変数を加えて、その因果性をもとに金融政策の有効性について考察を加えていく。

今回は、貨幣供給量(M)、利子率(R)、投資額(I)、物価(P)、産出量(Y)についてグレンジャーの因果性テストを行った。これは以下の式に表せられる。

これは、直感的には自己回帰の系列相関をとるというもので、例えばY(GDP)の予測をt期前のYから予

測する場合に、そこへ M(貨幣供給量) の情報を入れることでより正確な予測が立てられるかということから、M の Y への因果性を量るといったものである。F 検定を行い、その結果の有意性を以って「グレンジャーの因果性がある」という。「グレンジャーの因果性」と、一般的に言われる因果性とは異なる。以下に結果をプロットする。

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M does not Granger Cause I	75	4.37817	0.01616
I does not Granger Cause M		0.19413	0.82399
P does not Granger Cause I	56	0.63931	0.53183
I does not Granger Cause P		0.69611	0.50320
R does not Granger Cause I	75	0.16088	0.85171
I does not Granger Cause R		1.88534	0.15940
Y does not Granger Cause I	61	0.41353	0.66332
I does not Granger Cause Y		24.6692	2.1E-08
P does not Granger Cause M	56	1.06643	0.35179
M does not Granger Cause P		0.78161	0.46307
R does not Granger Cause M	79	5.59768	0.00545
M does not Granger Cause R		3.80411	0.02676
Y does not Granger Cause M	61	1.01253	0.36985
M does not Granger Cause Y		41.4603	8.9E-12
R does not Granger Cause P	56	3.22450	0.04801
P does not Granger Cause R		1.67306	0.19781
Y does not Granger Cause P	56	7.76884	0.00113
P does not Granger Cause Y		3.30148	0.04484
Y does not Granger Cause R	61	0.71519	0.49351
R does not Granger Cause Y		1.96260	0.15004

;Pairwise Granger Causality Tests,Sample: 1985:3 2005:3,Lags: 2

ここで、重要な結果は貨幣供給量が投資額に対して因果関係を持つ可能性があるということである。これは、貨幣供給量の増減が、实体经济にたいして影響をもつということであり、つまりは日本銀行の貨幣供給量の制御可能性を説明することで有効性に対して有意な解が出せるということである。また、利子率が貨幣供給量に対して因果関係を持つ可能性を示しているが、同様に貨幣供給量も利子率に対して因果性の可能性を示している。これに関しては、単純に比較できるものでもないが、利子率から貨幣供給量への因果性の方がより強い結果であることから、金融政策の有効性の手掛かりとなる要素が見えたことになる。利子率から物価へという因果性からは、利子率が貨幣供給の増減をもたらす、物価へと繋がるように考えられるが、貨幣供給量と物価の間には因果性は見られないという結果になってしまっている。また、産出量と物価が相互に因果性の可能性が示されているが、これもその要因解析まではグレンジャーの因果性テストからでは至らないことである。以降の章で理論的に扱うものとする。

次に、貨幣供給量と投資額について、その変化率からグレンジャーの因果性を検証した。それぞれ、I2 が投資変化率、II2 投資変化率絶対値、M2 マネーサプライ変化率 MM2 マネーサプライ変化率絶対値である。

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
II2 does not Granger Cause I2	74	1.66702	0.19632
I2 does not Granger Cause II2		1.41707	0.24939
M2 does not Granger Cause I2	74	2.72425	0.07265
I2 does not Granger Cause M2		1.81235	0.17096
MM2 does not Granger Cause I2	74	2.84799	0.06479
I2 does not Granger Cause MM2		1.73312	0.18434
M2 does not Granger Cause II2	74	3.3221	0.04193
II2 does not Granger Cause M2		1.20254	0.30665
MM2 does not Granger Cause II2	74	3.70911	0.02951
II2 does not Granger Cause MM2		1.0639	0.3507
MM2 does not Granger Cause M2	78	1.27797	0.28476
M2 does not Granger Cause MM2		1.19502	0.30855

;Pairwise Granger Causality Tests,Sample: 1985:3 2005:3,Lags: 2

変化率に於いて、貨幣供給量から投資に対する因果性は10%有意と精度が下がるながらも可能性を持っているとの結論になった。この貨幣供給量と投資額の関係について、実際の数値例を挙げると次のようである。貨幣供給量の投資への乗数効果は、85 - 03年の期間で平均5~6程度となっている。この乗数効果は、特に90年代以降高い結果となっており、統計的に見て、金融政策の貨幣量制御可能性が重要であると思われる。

4.1 金融政策の評価

グレンジャーの因果性テストを通じて、各政策変数の有効性を考察した。検証結果としては、金利からの経路を通じて貨幣量をコントロールできているという可能性がある。しかしながら、前章でも述べたように、結果としての経済パフォーマンスから、金融政策の目的である物価・景気の安定は果たせておらず、その有効性はないと思われる。

5 政策の波及経路

ここでは、実際にどのような経緯で金融政策が实体经济に影響を与えるかというメカニズムについて説明をする。まず、金融政策を大きく「金利政策」と「量的政策」とに二分し、それぞれの波及経路とその違いを明確にしたい。

5.1 金利政策

5.1.1 金利政策とは何か

金融政策の中でも特に、政策の操作変数を金利とする政策のことを「金利政策」と呼ぶことにする。具体的には、金融政策を行うことによってまず短期金利、そして長期金利が下がり、設備投資をはじめとする金利感応的実物需要が増加することで实体经济に働きかけるプロセスを目的に施行される政策を指す。

5.1.2 金利政策の波及経路

金利を動かすことを目的とする場合、一般的には以下のような順序を経て実物経済へと影響が及ぶ。

まず、金融政策が執られることで金利の低下が予想されると、銀行は準備預金を増やそうとするために準備預金需要が増加する。この準備預金の調達、通常コール市場で行われる。コール市場とは銀行と銀行との間で短期の資金を補完し合う場のことで、資金のやり取りはこの市場の金利、すなわちコールレートによって定められた額で執り行われる。

以下の図 5-1-1 は、コールレートがいかに定められるかを説明したものである。

まず、準備預金需要の高まりによって準備預金残高が R' の水準から R'' の水準へと引き上げられたとする。金利が低下すると銀行は準備預金を増やそうするため、準備預金需要関数をグラフに表すとこのような右下がりのグラフになる。 R'' へと残高が高まると、それに応じてコールレートは i' の水準から i'' の水準へと引き下げられる。これにより、コールレートが低下する。

短期金利の一つであるコールレートが引き下げられることにより、長期金利にも影響が及ぶ。一般的には、短期金利での投資によって得られる利益の合計は、長期金利でのそれに等しくなるという論が想定される。この理論によれば、長期金利は短期金利によって定めることができる。つまり、現在の短期金利と、今後将来の短期金利の平均値が長期金利になるという考え方である。今短期金利の引き下げが起こり、政策を行うことで持続的に短期金利を下げることができたとすれば、これらの平均値、つまり長期金利も低下することになる。

言うまでもなく、長期金利が低下することで投資などの金利感応する経済活動が活発になり、支出が増加する。その結果、実物経済も活性化される。

5.1.3 金利政策の問題点

以上の説明は理論に基づいた説明に過ぎない。次に、近年目立ってきた実際の事象との比較から金利政策の抱える問題について論じる。

まず金利について、短期金利が貯蓄や投資に与えることのできる影響は非常に限定的であるということが挙げられる。実際に 1961 年から 2004 年までの設備投資額とコールレートの数値との間の相関、また同時期の在庫投資額とコールレートの数値との間の相関を計測したところ、以下のような結果が求められた。

回帰統計	
コールレート-設備投資額 R^2	0.240469
コールレート-在庫投資額 R^2	0.065986

コールレートと設備投資との重決定係数 R^2 は 0.24、表 1-2 のコールレートと在庫投資との重決定係数 R^2 は 0.065 という結果である。一般的に R^2 が 0.95 以上であると確かに相関があると言える。なので、この結果はつまり、コールレートの推移と設備投資の推移との間、またコールレートの推移と在庫投資の間に相関が見られないことを示しており、この結果からも短期金利が実際の数値に大きな影響を及ぼすに至っていないことがわかる。グレンジャーの因果性テスト結果と照合させると、実体経済は金利から直接影響を受けるのではなく、政策を通して貨幣量をコントロールさせることが重要であることが分かる。

また、短期金利と長期金利への波及効果についても不安が生じている。長期金利が短期金利の平均値となるためには、短期債券と長期債権の間に裁定関係が成り立っている必要がある。しかしながら、短期債券市場と長期債券市場との間に分断が生じることもしばしばであり、そのため長期金利と短期金利との間に乖離が起こ

ることありえる。また、90年代以降の不況の煽りから経済に対する不安が高まり、流動性需要が増加するために流動性の低い債券や株式の価格が低下し、金利が上昇、つまり流動性プレミアムが生じることになった。また、それだけに留まらず、金融資産の中でも相対的にリスクの少ない資産を選ぼうとする傾向が現れるため、例えば不安定である社債と安定している国債との間の利回り格差が拡大してしまい、短期金利や安全な資産の利回りが低下している一方で、リスクの大きい社債など企業が資金調達する金利の低下が起こらないという事態にまで発展した。

加えて、金利から実質経済への波及については、「流動性の罨」が挙げられる。そもそも名目金利はゼロ未満、つまりマイナスになることは不可能であり、金利がある一定の水準まで低下してしまうと貨幣のもつ流動性に人々は吸い寄せられてしまうため、実質経済の活性化に至ることができない。

5.2 量的政策

5.2.1 量的政策とは何か

金融政策に対して量的政策とは、金利ではなく量的指標をコントロールするための政策を指す。具体的な指標名を用いて説明すると、金融政策を行うことでベースマネーを動かす、マネーサプライを経てマネーや金融資産、実物経済で扱われる財や資産の間でのポートフォリオを調整して実物経済に影響を与えようとするものである。金利政策が金利を動かすことで経済に働きかけようとする政策なら、量的政策は直接マネー量を操作することで経済に働きかけようとする政策と言える。近年では、前述したような金利政策（ゼロ金利政策を含む）でのコントロールが困難になりつつある動きを受けて、この量的政策（量的緩和政策を含む）が注目されている。

5.2.2 量的政策の波及経路

量的政策とは以下の例のようなメカニズムによって実物経済に働きかける。

まず、中央銀行が拡張的な公開市場調査を行おうとすると、市場に提供される債券は減少して、代わりに貨幣が増加する。これにより債券価格は上昇し、相対的に見て貨幣の価値は低下する。また、貨幣と他の代替的資産との間でポートフォリオの調整が行われることになり、過剰となった貨幣から他の資産（株式、国債、耐久消費財、対外資産など）に需要がシフトするため、こういった代替資産の価格が上昇する。これら資産の価格、つまり現在価格が上昇することは、将来的に見た場合の収益率が低下することと等しい。よって、代替資産を通じた貯蓄が減少し、その分が現在での消費に回され、経済の活性化に繋がる。

ここで重要なのが、貨幣と代替資産との間の相関を表す貨幣需要関数である。

貨幣は先の説明にも出てきたとおり、流動性に優れた資産である。しかし、債券や国債などの利回りのつく代替的資産と比べると、金利の分が機会費用となる。だとすれば、代替資産の金利が上昇すれば貨幣需要は減少することになり、よって上のような右下がりの相関を描くことができる。

この貨幣需要関数が市場において安定していれば、貨幣量をコントロールすることで貨幣の代替資産に影響を与える長期金利に働きかけることが可能となる。例えば流通する貨幣量を M' から M'' へと増加させることができれば、長期金利は i' の値から i'' の値まで低下させることができる（図 5-2-1）。

このように貨幣需要関数が安定して作用していれば、短期金利から長期金利への波及という問題が起きているときでも有効であるとされる。金利政策だけでは実物経済に影響を与えられなかった局面でも、この量的政策を導入しマネー量をコントロールすることによって長期金利に影響を与えることができ、より実物経済を活性化させやすくなると考えられる。

6 流動性の罠と金融政策

ケインズの理論によれば、金融政策は経済が流動性のわなに陥った状況ではその効果を発揮しうることができないといわれている。利子率には下限が存在し、利子率の下限の元では貨幣需要の利子弾力性が無限大である。その場合 LM 曲線の勾配はほぼゼロとなり、LM 曲線自体も水平になる。マネーサプライを増やし LM 曲線を右方向にシフトさせたところで、LM 曲線が水平であるので IS 曲線との交点は変化せず、金融政策が効果的でないことを示している。

1999 年ごろ、ゼロ金利政策を実行したが貨幣供給量の伸びは 3%程度で、長期国債の買切りオペの声が高まったが、金融政策を決定する、日銀の政策委員会は、日本の貨幣市場は流動性のわなに陥っているため買切りオペは効果的でないとし、長期国債の買切りオペに反対した。

それでは実際に利子率を見してみる。一ヶ月物の金利についてはほとんどゼロとっていいほどの金利で推移している。そして、コールレートもほぼゼロである。しかし、長期名目金利である長期国債（10 年物新発債）の利回りを見てみると、ゼロ金利政策が始まったころは 2, 10%程度であった利回りが、1, 75%程度まで低下したが、1998 年 9 月の 0, 78%よりも上であった。したがって、当時のゼロ金利政策に下において、長期名目金利はまだまだ低下する余地があったと考えられるため、その当時日本経済は完全に流動性の罠にかかっていたとは言えない。

しかし、金融政策を行うにあたって、今現在の短期金利の状況から考えて、流動性の罠に陥ってしまう可能性は十分考えられる。金融政策実行時に流動性の罠に日本経済が陥ってしまった場合はどうすればよいか。流動性の罠に陥っている、言い換えれば、短期金利から長期金利までの金利がゼロになっている状況であり、この状態では、いくらマネーサプライを増加させたところで、金利低下を引き起こし、取引需要を促進させるということはできない。そのため金融政策の効果を出すために軽いインフレを起こすのである。つまり、インフレを少しだけ起こし、一時的に物価を上昇させる。それをときと場合を考えて行う、調整インフレ論の考えでいけば、流動性の罠から抜け出せると思う。

流動性の罠から脱却するためには、デフレ懸念を払拭し期待インフレを生み出さなければならない。期待インフレが高まっていけば、実質金利が低下する。それによって経済は流動性の罠から脱却する。実質金利の関係をアーヴィング・フィッシャーの方程式で説明すると、名目利子率、実質利子率、そして人々の予想物価上昇率（=期待インフレ率）の関係は、以下の式になる。

$$\text{名目利子率} = \text{実質利子率} + \text{人々の予想物価上昇率} \quad (6)$$

式を変換すると、

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{期待インフレ率} \quad (7)$$

となる。仮に予想物価上昇率が 3%であるとすると、3%の利子がつく金融商品を購入しても、物価も同様に 3%上昇しているため、実際の金融商品の価値は増加していないことになる。この場合実質利子率は 0%である。

流動性の罠の状況下では、日本の名目金利はゼロであるといえる。そして現在の日本の経済状況から考えると、期待インフレ率はデフレ予想の影響でマイナス。つまりフィッシャーの方程式で考えると、実質金利はプラスである。名目金利はゼロであるので、名目金利を下げようとしても無理であり、実質金利はこれ以上減らないが、期待インフレ率が大きくなれば、実質金利をこれ以上上げることが可能となる。

つまり、名目金利がゼロであるとする、期待インフレ率がプラスであるならば、実質金利はマイナスになり、金融資産の価値が減少し、株や不動産、他の財、サービスを購入し消費や投資に向かうことが予想される。

金融政策の当局である日本銀行は、名目金利はハイパワードマネーによってコントロールできるが、デフレが激しいと実質金利が上昇してしまい、仮に名目金利が日銀のゼロ金利政策によってゼロになっても、実質金利はかなり高くなり、市場にある貨幣の量をこれ以上増やせなくなる。その結果、供給力に見合う総需要を創出できず需給ギャップが拡大する。と考えられる。

日銀が事実上ゼロ金利政策を実行して、量的緩和政策も進めているのに消費や投資のための貨幣量が増えてこないのは、少子高齢化、年金問題など将来の悲観要因が多いため日本人の多くは現在より収入が減って経済的に厳しい状況になるという判断をしているから、デフレ懸念が払拭できず、期待インフレ率が上昇に向かわないからである。この点から、インフレターゲットにより、ある程度のインフレ目標を掲げることは、人々に期待インフレ率に働きかけるため、流動性の罠から脱却する上でも非常に有効な政策であるといえる。

7 インフレ・ターゲティング論

ここでは、現在低金利・流動性の罠に陥っている状況の下、インフレーション期待に注目し、望ましい金融政策について説明する。

まず、第一章において、インフレーション期待が経済に与える影響、第二章なぜインフレーション期待を上昇させるべきなのか、第三章、インフレーション期待を上昇させるにはどのような金融政策が必要となっていくのか、について論じる。

7.1 インフレーション期待が経済に与える影響

期待インフレ率とは人々が期待する今後の物価であり、今後の物価が上昇する（インフレになる）と考えれば、人々は借り入れをしてまで不動産などの実物資産を買おうとし、一方で債券を保有している企業や銀行は、債券を売って資金化したり貸し出しに応じる為、金利は上昇/債券価格は下落する。逆に、物価が低下する（デフレになる）と考えれば、人々は不動産などの実体資産の購入を出来るだけ先送りし、借り入れを返済しようとし、一方で余ったお金を債券などのより安全な投資に向けるようになり、金利は低下/債券価格は上昇する。人々は、経済主体の不確実な将来に対して合理的な期待を形成する。したがって、人々が（予測可能な範囲での）将来への期待を下げるのであれば、現実の経済へも影響を及ぼすことになる。したがって人々の期待は、現実の成長率に影響を与えるのものである。

7.2 なぜインフレーション期待を上昇させるべきなのか

期待実質金利とは名目金利から期待インフレ率を引いたものである。フィッシャー効果の理論によれば、インフレ予想が高まると、名目金利が上昇し、デフレギャップ（不完全雇用）が存在することで期待実質金利が低下する。期待実質金利が低下すると投資が増加し、生産が拡大、実質所得が増加し、貯蓄が増加、そして経済が活発化するという理論である。

しかし、現在日本経済にはデフレ懸念が蔓延している。デフレが不況をもたらす大きな理由の一つに、名目賃金の下方硬直性が挙げられる。名目賃金は、不況のため働きたいと思っているにも関わらず、職につけない人（非自発的失業）が多数存在しても、賃金が下がらないことを名目賃金の下方硬直性という。デフレにより実質賃金が上昇すると、企業は人件費を削減しようとし、実質所得が減少し、消費も減少するので、製品価格

はさらに低下し、失業率が上昇し、実質国内総生産は減少し、景気はいっそう悪化する。このようなデフレ・スパイラルから脱却しないわけには、経済の回復・安定へと向かわないのである。以上の理由から期待インフレ率を上昇させるような金融政策が必要である。

7.3 インフレーション・ターゲティング政策

7.3.1 インフレーション・ターゲティングとは

上記のデフレ懸念を払拭し、期待インフレをもたらす金融政策として、インフレーション・ターゲティングを設置するべきであると考えられる。なぜなら、目標とするインフレ率とその目標達成時期を設置し、中央銀行がその目標インフレ率を達成するように、金融政策を運営することで透明性・説得性が高まり、民間部門の投資計画・消費計画が促進するからである。

ここでは、理論面では Svensson[1997,1999]等を参考にし、制度面では採用国（英国、ニュージーランド、スウェーデン、カナダ、オーストラリア）の例を参考にインフレーション・ターゲティングを次のように定義する。

(1) 金融政策の目標設置・インフレ率（と産出ギャップ）について目標値ないし目標レンジを設定する。両目標へのウェイトについても、明らかにしていく（すなわち、政策の目的関数を示していく）。これにより、民間部門の期待形成を安定化させ、金融政策をより効果的に運営可能にする。

(2) 中間目標の設置・将来の期待インフレ率（および期待産出ギャップ）を中間目標として、操作変数である短期金利をコントロールする（フォーキャスト・ターゲティング）。

(3) 透明性・アカウントビリティ・中央銀行は、長期的な目標インフレ率（ないしレンジ）を公表し、事後的な政策の成果について説明責任を負う。将来の経済予測などについて、定期的に中央銀行の判断を公表する。(1)の目的関数の最大化を実現するための政策運営が現になされていることを明らかにするうえで、こうした公表が有益である。

7.3.2 インフレ・ターゲティングの必要性

つづいて、現在のデフレ下・ゼロ金利下でインフレーション・ターゲティングを導入して景気回復の手段とすることができるのであるか、考察する。

コンセンサス・エコノミクス社（Consensus Economics Inc.）が毎月調査している『コンセンサス・フォーキャスト』誌に示させた期待インフレ率の推移によると、全体的な期待消費者物価指数は、1998年末をボトムとしてデフレ期待が後退に転じている。そうした変化の要因の一つとして、ゼロ金利を含めた低金利政策が一定の役割を果たしたのは確かであろう。次に、名目金利（一年物、国債利回り、月中平均 1999年1月以降）から上記の期待インフレ率を控除して算出した実質金利を見てみると、1999年初の約0.7%から、振れを伴いながらも低下傾向をたどり、1999年9月以降はおおむね0.1~0.2%の範囲で安定している。前途のように6ヶ月から1年程度のゼロ金利政策の継続が予想させる状況では、デフレ懸念が再現しない限り、このように実質ベースでみた低金利が続くことが予想される。こうした政策効果の安定化メカニズムが実際にどのように機能するかは、中央銀行の政策運営に対する期待による部分が大きい。したがって、市場と中央銀行の円滑なコミュニケーションを目指し、中央銀行が一貫性のあるスタイルの継続を通して信認を蓄積していくために、インフレ・ターゲティングを導入することが好ましいと考える。

7.3.3 ゼロ金利下でのインフレーション・ターゲティング導入

名目金利がゼロ以下に下げられないため、実質金利を下げるためにはインフレ率を上げる必要がある。期待実質金利率が下がると、投資が増加し、生産が拡大、そして実質所得が増加することで貯蓄が増加し、需要が拡大する。

ここで、軽視してはならないのが、インフレ・ターゲティングを導入した際、リスク・プレミアムが変化する可能性があるということである。リスク・プレミアムの構成要素としては、次の三種類が考えられる。

予期せぬ経済ショック（需要ショック、供給ショック）の発生可能性に起因する、将来の短期金利の不確実性。

経済ショックを所与としても、金融政策の運営方法が不透明であることに起因する、将来の短期金利の不確実性。

（市場分断によって、長期国債の供給量に応じて債券価格（長期金利）の水準が影響を受ける効果）

中央銀行がインフレ率を人為的に上げようとするれば、インフレにより株価などの変動率が大きくなり、不確実性の増大を通じて、長期金利についてのリスク・プレミアムも大きくする。さらに、インフレ率を無理に上げようとするプロセスで財政規律への信認が疑われれば、国債が格下げになって国債価格はさらに低下し、結果的に借換え国債の金利負担の増加が債務残高の実質価値の減少効果を著しく上回ることになる可能性もある。

では、どの程度のインフレ率を目標とすべきなのか。

松井・藤原 [2000]（図 7-3-1）によるシュミレーション結果を参考に検証する。フィッシャー効果が作用する可能性に加え（つまり期待インフレ率の上昇が名目長期金利の形成に大きな影響を与える場合）、インフレ率上昇に伴ってリスク・プレミアムが上昇する可能性も勘案したものである。

松本・藤原 [2000] における各種インフレ・シナリオ下での実質政府債務引き下げ効果についてのシュミレーション結果

フィッシャー効果	ある場合		ない場合	
インフレ・リスク・プレミアム 名目長期金利	実質長期金利 =1.5 %	実質長期金利 + インフレ率	ある場合 実質長期金利 + インフレ率 + リスク・プレミアム	ない場合 実質長期金利 + インフレ率
インフレシナリオ（1）	14 %		3 %	2 %
インフレシナリオ（2）	27 %		10 %	6 %
インフレシナリオ（3）	34 %		8 %	2 %

（現政府債務残高対比）出所：松井・藤原 [2000] に基づき作成

その結果、フィッシャー効果がある場合には、いずれのインフレ・シナリオについても債務削減効果が 10 % 以下にとどまっていること、インフレ・リスク・プレミアムが発生すると債務削減効果が一段と縮小することが分かる。このように考えると、調整インフレの実質金利低下効果や、債務削減効果は不確実で小さいと思われる。

したがって、アグレッシブなリスク・プレミアム上昇が起きれば容易に実質債務負担を増加させかねないことが予想される。また、実際の物価指数に上方バイアスが存在し、製品の質の改善を考慮すると、実際の日本の消費者物価指数には0.9%程度の上方バイアスがあるという。これは実際の消費者物価上昇率が0.9%のとき、質を考慮した消費者物価指数はゼロ%になるということである。そうであれば、消費者物価指数で判断したゼロ・インフレは、実際にはデフレであることになる。よって、好ましいインフレ目標値は、1～3%程度のマイルドなインフレを目指すものがよいと考える。

7.4 インフレターゲットिंगの結論

デフレ懸念の蔓延・及びゼロ金利のもとでの有効な金融政策とは、人々にインフレ期待を持たせるための政策遂行について、単にコミットメントを表明するだけでなく、実現可能な分析力と政策遂行力を組織的に貯蓄し、それに基づく政策判断を国民と共有するよう継続的に努力する中で、中央銀行に対する信認を得ていくことが重要であると考え。その意味でマイルドなインフレ・ターゲットング政策を行うことがよいと考えた。

8 終章

これまで、経済パフォーマンス、90年代の金融政策についていくつかの分析を行い、インフレ・ターゲットング論に関しての理論的考察を行った。

分析の結果、金融政策自体の効力としての有効性は否定できないものと考えられる。しかし、政策実行のタイミングという要因から、政策の結果＝経済パフォーマンスが伴わなかった為に、その有効性を認めることはできないと考える。

また、今後の政策としてインフレ・ターゲットングを導入することが望ましいことを理論的に説明した。そして、論文前半部分の、政策自体の有効性からインフレ・ターゲットング実効力を持つもつとであると考え。従って、今後の金融政策としてインフレ・ターゲットングを導入すべきだということをこの論文の結論とする。

参考文献

- 金融政策の有効性 [1999] 黒木祥弘 東洋経済新報社
金融政策の有効性と限界 [2000] 細野薫・杉原茂・三平剛 東洋経済新報社
ポスト・バブルの金融政策 [2001] 日本銀行金融研究所/翁邦雄・白塚重典・田口博雄 ダイヤモンド社
デフレの経済学 [2003] 岩田規久男 東洋経済新報社
入門マクロ経済学 [2003] 中谷巖 日本評論社
金融政策の波及経路と政策手段 [2000] 杉原茂・三平剛・高橋吾行・武田光滋 経済社会総合研究所
長期不良の理論と実証 [2004] 浜田宏一・原田泰 内閣府経済社会総合研究所
金融政策の経済学 [1993] 岩田規久男 日本経済新聞社
日銀レビュー [2005.8] 小田信之 永幡崇
金融 岩田規久男 [2000] 東洋経済新報社
デフレの経済学 岩田規久男 [2001] 東洋経済新報社
ゼロ金利政策下の金融政策 [2000] 翁邦雄 白塚重典 藤木裕 日銀金融レポート
マクロ経済学の基礎理論 武隈慎一 [1998] 新世社

データ出所

- 日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/>
内閣府 経済社会総合研究所 <http://www.esri.cao.go.jp/>
総務省 統計局 <http://www.stat.go.jp/>
財務省 法人企業統計 <http://www.mof.go.jp/>