

まえがき

2016年に入り、世界経済への不透明感が一段と高まるなかで、改めて、金融政策に対する注目が集まっています。

日本銀行は、1月末の金融政策決定会合で、マイナス金利政策の導入を5対4の賛成多数で決定し、金融緩和のアクセルをさらにもう一段踏み込みました。すでに進行中の大規模な金融緩和——量的・質的金融緩和——にマイナス金利を付け加えたのです。その結果、金利体系は全般に顕著に低下し、代表的な長期金利である10年債利回りまでマイナス領域に落ち込みました。しかし、期待された株価や為替レートなど金融環境への効果は必ずしも明らかではありません。

マイナス金利政策という新しい取組みを加速させる前に、それまでの緩和政策にどのような特徴、意義そして課題があるのか、しっかりと検証し評価しておくことは重要です。大規模な資産買入れを通じてバランスシート（またはマネタリーベース）を拡大する政策は、どのような理論的メカニズムを通じて効果が期待されるのでしょうか。また実際に、金融市場そして最終的な景気や物価にどの程度の効果があったのでしょうか。マネタリーベースの拡大とマイナス金利の引き下げとは理論的には何が異なるのでしょうか。また懸念される副作用についてはどうでしょうか。検討すべき論点は少なくありません。

そうした問題意識のもと、本書では、これまで実施されてきた「非伝統的な」金融政策に焦点を当て、上記のような論争点を検討し、その特徴と課題をできるだけ平易に解説することを

目的としています。そうした検討を踏まえて、今後の金融政策のあり方についても展望したいと考えています。

筆者は、2010年3月から2015年3月まで、日本銀行政策委員会・審議委員として金融政策の立案と決定に携わりました。それまで私は、マクロ経済や金融政策を専門とする経済学研究に長年携わっていたのですが、日銀の政策委員会メンバーとなり、これまでとはまったく異なる「政策当事者」の立場から、金融政策と関わることになったのです。

大学の一研究者と政策当事者との立場の違いは明白でした。公の場での発言は、一言一句が切り取られてメディアに流されることを覚悟しなければなりません。自らの政策判断や行動には「結果」が問われ、また人々の生活や国のあり方を左右しかねないという大きな「責任」が伴います。公の政策を決定する者の当然の責務といえはそれまでですが、これまでに経験したことのない重圧を日々感じながら、政策委員という仕事と向き合ってきました。

学界から離れてもう1つ感じたのは、学界と政策当局との距離感です。量的・質的金融緩和政策に対して、学界の先生方から厳しいご批判を頂戴することも少なくありませんでした。私自身もっと積極的に情報発信すべきだったかもしれませんが、一方で政策当事者として、発信した情報が及ぼす影響に目配りして慎重にならざるをえない局面が多くありました。学界に戻り、審議委員当時を振り返るなかで、自ら背後で考えてきたことをできるだけ平易な言葉で人々に伝えたい。そして政策判断の拠り所としてきた経済学の有用性を伝えたい。そうした思いに駆られて本書を執筆しました。

本書では、経済学のさまざまな知見をベースに、政策委員としての経験も踏まえながら、現在も進化と論争の渦中にある非伝統的金融政策について解説していきます。5年間の回顧録というよりは、あくまでも経済学というツールに依拠して、現代の非伝統的金融政策が抱える特徴と課題を浮き彫りにしていくというのが本書の大きなねらいです。

具体的には、非伝統的金融政策をめぐる主要な論争点を軸に、説明を進めていきます。本書で検討する問題は、次の5つです。

- (1) 非伝統的金融政策の効果に理論的メカニズムはあるのか
- (2) 非伝統的金融政策の効果に実証的証拠はあるのか
- (3) 2%物価安定目標は妥当なのか
- (4) 懸念すべき副作用は何か
- (5) マイナス金利政策の影響は何か

これらは、最後のマイナス金利政策を除くと、いずれも私が日本銀行で政策決定に携わっていたときに直面し、自問自答を続けていた問題です。2章以降これら5つの問題について順次検討していきます。それに先立つ1章では、非伝統的金融政策とは何かについて説明します。最後の7章では、日銀での5年間を振り返り、今後の展望を述べます。

本書で取り上げる問題はいずれも大変重い課題ばかりであり、本書によって論争に決着がつくものではないでしょう。当時の自らの政策行動や判断をディフェンスする側面にもじみ出ているかもしれません。本書の考察や分析が契機となり、経済学という共通の土台のもとで、今後のさらなる建設的な政策論議につながればと考えています。

日本銀行在任中は、歴代のボードメンバー、理事、監事、局・室・研究所長など、数多くの役職員の方々から温かいご厚情を賜りました。とりわけ着任後3年間ご一緒した白川方明総裁、山口廣秀、西村清彦両副総裁には右も左もわからない私にさまざまなご教示をいただき、政策委員としての職務を何とかスタートさせることができました。須田美矢子、野田忠男、亀崎英敏、中村清次、森本宜久、石田浩二各審議委員は、若輩者である私に日々温かく接してくださり、白井さゆり、木内登英、佐藤健裕各審議委員は同年代として親しく交流していただき、おかげで激務を乗り越えることができました。そして任期後半の2年間ご一緒した黒田東彦総裁、岩田規久男、中曾宏両副総裁からは、さまざまなご指導とご厚誼を頂戴しました。故杉田隆之、大川真一郎、田中英俊の各氏はスタッフとして毎日のように私との議論に付き合いサポートしてくれましたし、安永奈都さん、黒木有希子さんには、秘書として日々の職務を支えてもらいました。お世話になったすべての方々には心からの謝意を表し厚くお礼申し上げます。

日本銀行に赴任するにあたり、本務校である神戸大学経済経営研究所を辞職し、学会の役職も辞することになりました。突然の退任により関係者の皆様に多くのご迷惑をおかけしたにもかかわらず、温かく送り出していただきました。恩師・故三木谷良一先生はじめ学界の諸先生方、大学関係の諸先輩方、同僚・後輩の方々には、任期中、絶えず激励してくださり、励みとなりました。深く感謝し改めてお礼申し上げます。

本書の初稿は、何人かの日本銀行役職員の方々にお目通しいただきました。雨宮正佳、内田眞一、関根敏隆、大川真一郎、

武藤一郎の各氏からは有益なコメントをいただき、国債買入れやマイナス金利政策のモデル上での取扱い、マネタリーベースの位置付け、効果波及経路の評価などの重要な論点について、本書の内容を改善することができました。お忙しいなか時間を割いていただき、心より感謝いたします。本書の議論・分析の一部は、東京大学、神戸大学、中京大学、Korea University、総合研究開発機構（NIRA）、全国銀行協会などでのセミナー、研究会で報告や討議を行い、有益なコメントを頂戴しました。清滝信宏教授（プリンストン大学）からは資産市場モデルの理論メカニズムについて貴重な示唆を頂戴しました。もちろん、本書に残されているありうべき誤りはすべて筆者の責任です。

有斐閣の渡部一樹氏には、タイトなスケジュールのなか、優れた編集作業をしていただきました。妻と二人の娘には慣れない土地で苦勞をかけましたが、私の激務を支えてくれました。両親は関西から見守り、使命感と主体的な思考の大切さを教えてくれた父は任期終了間際に他界しました。私事となりますが、本書を亡き父に捧げたいと思います。

なお、本書における見解はあくまで筆者個人のものであり、日本銀行の見解を表すものではないことをお断りしておきます。

2016年8月

宮尾 龍蔵

目 次

まえがき i

第 1 章 非伝統的金融政策とは何か 1

1 伝統的な金融政策とは何か 4

2 非伝統的金融政策とは何か 8

付論 1.1 長期金利と短期金利の関係：「期待理論」 31

付表 1.1 米国, 欧州, 日本における主な非伝統的金融政策 35

第 2 章 非伝統的金融政策の効果はあるのか (I)

● 理論的なメカニズム 41

1 *IS-LM* モデルに基づく非伝統的金融政策の効果 44

2 ケインズが提唱した「伝統的な流動性のわな」 60

3 ゼロ金利コミットメントの効果 62

4 クルーグマンの「日本経済のわな」モデル 68

5 トービン／マネタリストの資産市場一般均衡モデル 74

付論 2.1 クルーグマンの「日本経済のわな」モデルの概要 85

第 3 章 非伝統的金融政策の効果はあるのか (II)

● 実証的な証拠 89

1 非伝統的金融政策の効果に関する先行研究 92

2 計量分析のフレームワーク 95

3 主要な実証結果 102

付論 3.1 構造ベクトル自己回帰モデルに基づく政策効果の検証

第4章 2%物価安定目標は妥当なのか	121
1 インフレ目標政策の現在までの歩み	123
2 2%物価安定目標は妥当なのか	127
3 日本経済が「デフレ均衡」に陥っていた可能性	130
第5章 懸念すべき副作用は何か	149
1 主要なリスクをどう考えるか	150
2 「長期停滞経済」の特徴	158
3 出口戦略をめぐる懸念される問題は何か	166
第6章 マイナス金利政策の影響は何か	177
1 マイナス金利政策とは何か	180
2 マイナス金利政策の金融市場への影響	188
付論 6.1 株価、為替レート決定とリスクプレミアム	207
付論 6.2 資産市場の一般均衡モデルにおける為替レートへの影響	210
第7章 日銀での5年間と今後の展望	213
1 日銀での5年間を振り返って	214
2 今後の展望	223
あとがき	229
引用文献	235
索引	241

BOX 一覧

中央銀行のバランスシートとマネタリーベース	20
<i>IS-LM</i> モデルの概要	46
名目金利と実質金利の関係：「フィッシャー方程式」	49
欧州のマイナス金利政策	182

本書のコピー、スキャン、デジタル化等の無断複製は著作権法上での例外を除き禁じられています。本書を代行業者等の第三者に依頼してスキャンやデジタル化することは、たとえ個人や家庭内での利用でも著作権法違反です。

● 著者紹介

宮尾 龍蔵 (みやお りゆうぞう)

1987年、神戸大学経済学部卒業、94年、ハーバード大学大学院修了 (Ph.D. in Economics)。神戸大学経済経営研究所助教授、同教授、同所長、日本銀行政策委員会審議委員 (2010～15年) を経て現職。

現在、東京大学大学院経済学研究科教授、神戸大学名誉教授
主要著作

『マクロ金融政策の時系列分析』(日本経済新聞社、2006年、第49回日経・経済図書文化賞受賞)

『コア・テキスト マクロ経済学』(新世社、2005年)

『入門 計量経済学』(翻訳、共立出版、2016年) など。

非伝統的金融政策：政策当事者としての視点

Unconventional Monetary Policies

2016年10月25日 初版第1刷発行

著 者 宮 尾 龍 蔵

発 行 者 江 草 貞 治

発 行 所 株式会社 有 斐 閣

郵便番号 101-0051

東京都千代田区神田神保町2-17

電話 (03) 3264-1315〔編集〕

(03) 3265-6811〔営業〕

<http://www.yuhikaku.co.jp/>

印刷・萩原印刷株式会社／製本・牧製本印刷株式会社

©2016, Ryuzo Miyao. Printed in Japan

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

★定価はカバーに表示してあります。

ISBN 978-4-641-16490-1

JCOPY 本書の無断複写(コピー)は、著作権法上での例外を除き、禁じられています。複写される場合は、そのつど事前に、(社)出版者著作権管理機構(電話03-3513-6969, FAX03-3513-6979, e-mail: info@jcopy.or.jp)の許諾を得てください。