

金融政策まとめ

今井亮一

誰もがケインジアン

- 1936年、ケインズは次のように書いている。「知的活動から一切影響を受けたりしないと豪語している実務的な人は、だいたい、どこぞの既存のエコノミストの知的奴隷である」と。しかし、2008年、そういう実務的な人にもっとも影響を与えているのは、ケインズその人である。

– Greg Mankiw

伝統的金融政策

- 中央銀行は、通常、GDPギャップやインフレギャップをできるだけ小さくするために、短期金利をコントロールしている。
 - ギャップがプラス→金利を引き上げ
 - ギャップがマイナス→金利を引き下げ
- このような金利調節ルールの規則性を見出したのが、John Taylorである。

テイラー・ルール

- 中央銀行の金利政策は、だいたい、GDPギャップとインフレ率ギャップの線形関数としてとらえることができる。
- 経済構造として伝統的ケインズ経済学（IS-LMモデル）を仮定すれば、テイラー・ルールを、中央銀行の最適化問題の解として導出できる。

ニュー・ケインジアン・モデル

- NKモデルにおいては、中央銀行のみならず民間も動学的最適化問題を解いているので、動学的に整合的(dynamically consistent)な、金利政策のルールを導くことができない。
- すなわち、現時点で将来取ると計画した政策は、将来時点では最適ではなくなる。これを民間が見抜けば、最初から最適政策は実施できない。

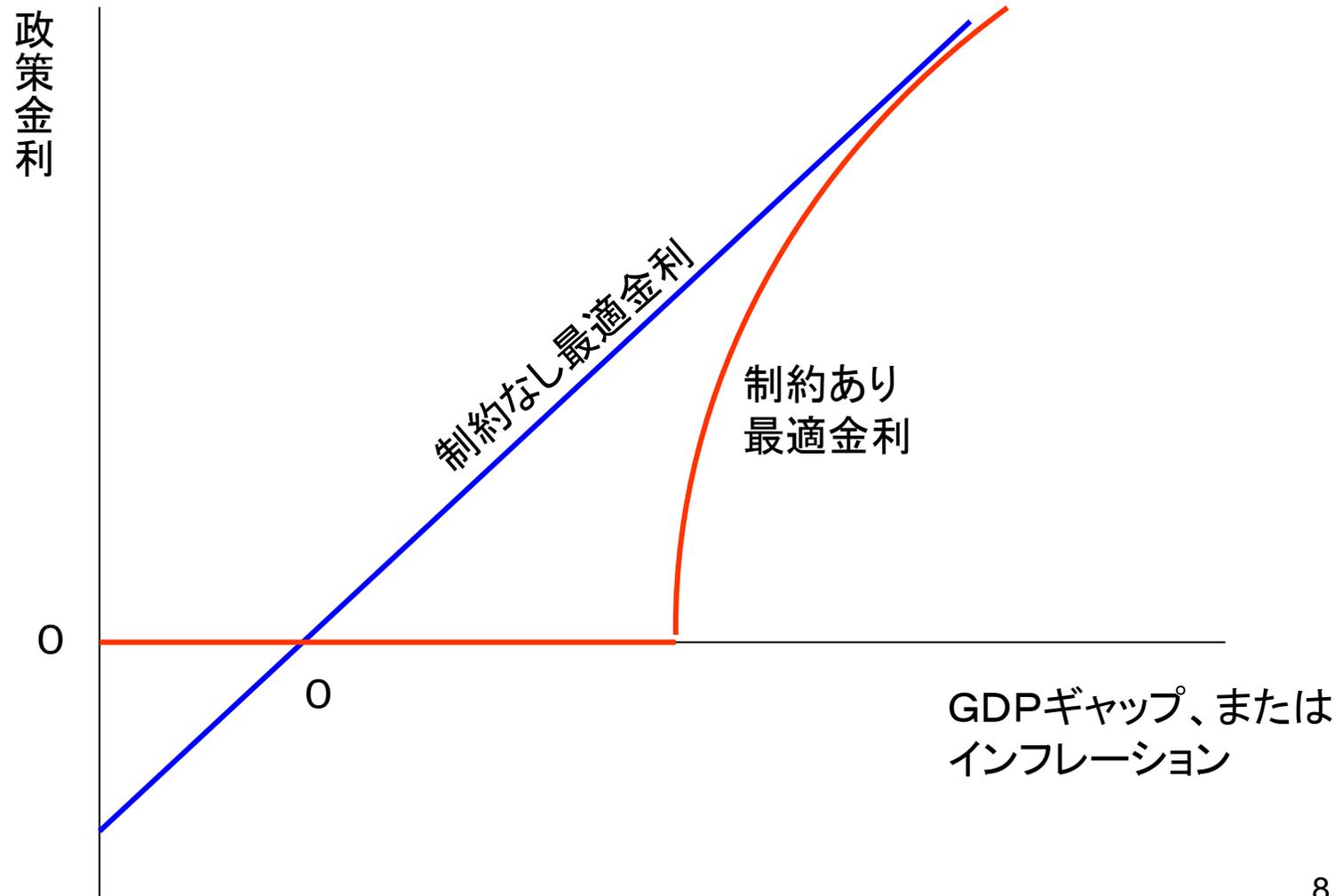
コミットメントVS裁量

- それぞれの時点でベストの政策をすることが裁量である。
- これに対して、各時点ではベストではないが、最初計画した計画を実施し続けることがコミットメントである。
- コミットメントにはいろいろな政策が考えられるが、数値解析の結果、コミットメント政策の方が裁量政策よりパフォーマンスがよいことが知られている。

コミットメントできるか

- とはいえ、1930年代の大恐慌や今回の金融危機のような大きなショックの場合、コミットメントし続けるのは非常に難しい。
- もっとも、金利政策について言えば、ゼロ金利に到達してしまえばこれ以上やる余地がなくなる。
- デフレに陥ったらひたすらゼロ金利を維持するのが最適な政策である(?)

ゼロ金利制約下の最適金利政策



低金利は危機の原因か

- グリーンスパンFRB前議長は、9.11後に長期にわたり低金利を維持したためにバブルを引き起こした、と批判されている。
- 日本銀行は、長期にわたりゼロ金利を維持（時間軸政策）しているのに何の効果もない、と批判されている。
- しかし、これらいずれの批判も、最適金利政策の枠組みからすれば妥当でない。

量的緩和

- ゼロ金利に至った後の金融政策として注目されているのが、いわゆる量的緩和である。
- これは、中央銀行が国債や社債、株式、その他金融商品を買入れ、中央銀行のバランスシートを膨らませることを通じて、市場に流動性を供給するだけでなく、金融システムの信用を維持することである。

信用緩和

- 経済が危機に陥った場合、市場で不足しているのは「信用」である。新たな借り入れの担保となるような優良な金融資産が不足しているので、民間は借り入れができなくなる。
- そこで、国債のような信用度の高い資産ではなく、むしろ信用度の低い資産を中央銀行が買い入れることが重要となる。
- 例えば、我が国の2003年の危機では、りそな銀行への大規模な公的資金の注入が行われた。

The Great Escape『大脱走』

- Del Negro, Eggertsson, Fererro, Kiyotaki (2010) は、2008年以来行われたFRBの果敢な量的緩和政策によって、米国企業の信用危機が回避された、と論じた。
- おそらく日本に関しても、日銀の政策でこそなかったが、政府による度重なる公的資金の注入が金融システムの危機を回避したと考えられる。
- ただし、テイラーは、アメリカについてはその効果は疑問、としている。

ゼロ金利の世界

- 実は、通常のマクロ経済学では否定されていることが、ゼロ金利の世界では起こることが、最近知られるようになった。
- 例えば、伝統的ケインズ経済学(IS-LM分析)において、財政政策は有効である。
- しかし、現代のマクロ経済学(RBC, NKモデル)では、財政政策は、将来の増税でまかなわれるほかないのだから、将来世代の負担になるだけで、現在世代の消費や投資を増やすことはないと考えられている。

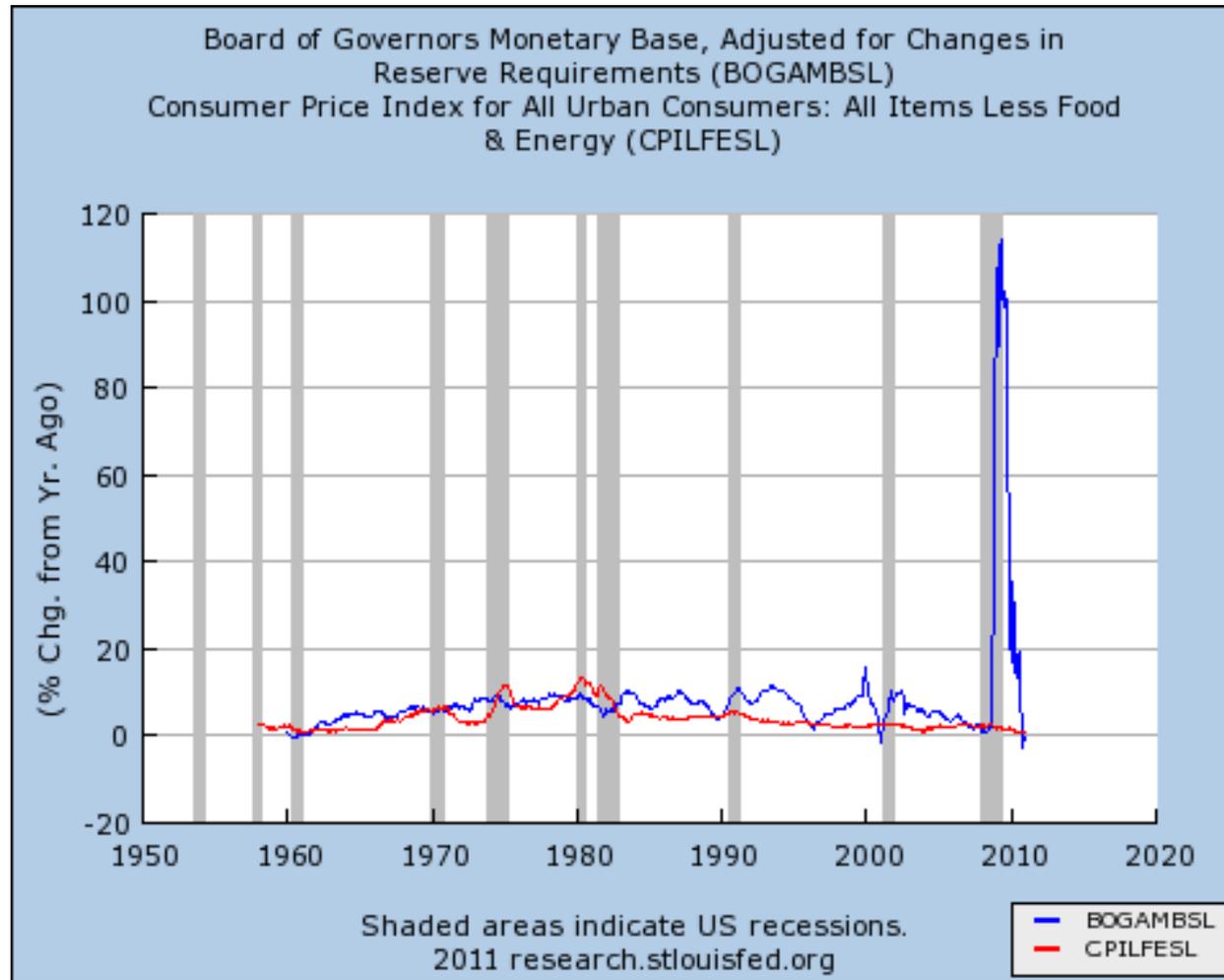
有効な財政政策

- しかし、現代の先端的な学者（Christianoや Eggertssonら）は、ゼロ金利の下では、減税や公共事業のような財政政策が有効であることを、最適行動をする民間を想定したモデルで証明した。
- というのも、仮に中央銀行が最適金利政策を採っていても、制約なしの最適金利がゼロである限り、少々インフレになっても金利はプラスにはならないからである。

量的緩和無効論

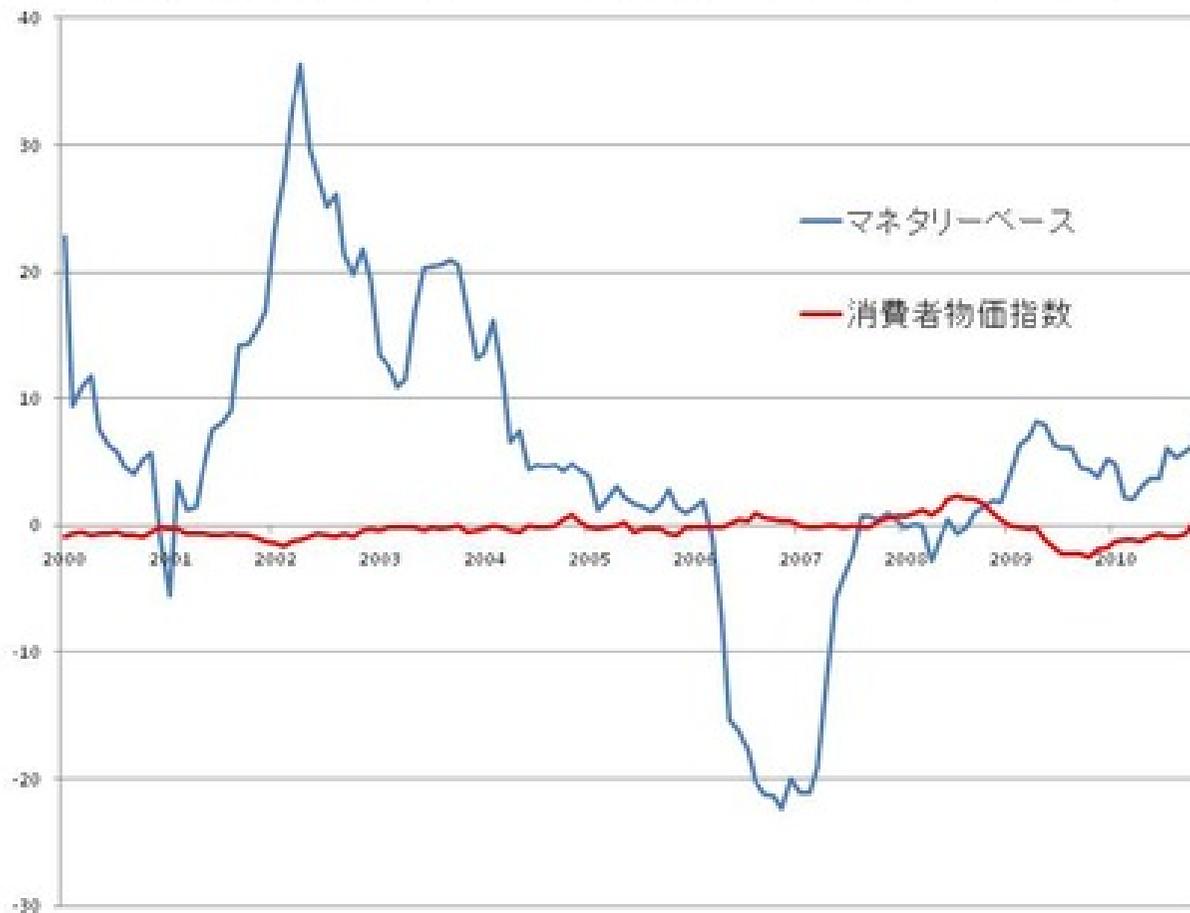
- そこで、効果の不確かな金融政策より、財政政策をもっと活用すべきである、という立場が登場した。
- 例えば、クルーグマンは、量的緩和は物価水準に何ら影響を与えていない、と主張する。
- 我が国について、池田信夫が同様の主張をしている。

アメリカの量的緩和



量的緩和と日本

通貨供給の増加率と物価上昇率(前年同月比)



ショックを忘れるな

- しかし、これらのグラフだけを見て、量的緩和の効果がないと主張することには無理がある。
- 中央銀行は、正負のショックに対して、金利のみならず貨幣供給量もコントロールして対応している。
- 量的緩和のおかげで、深刻なデフレを回避できたおかげで、負のショックにもかかわらず物価がそれほど大きく下がらなかった、という可能性もある。

1930年代

- 実際、1930年代の危機において、大きな物価の落ち込みが見られるのは、中央銀行が量的緩和を行わなかったから、と見ることもできる。
- 高橋是清が大蔵大臣になり大規模な緩和を行う以前(1930年、31年)は、10%以上のデフレが起きている。
- 高橋財政によりGNPは10%前後の急回復を示しているが、インフレ率はそれほど高まっていないことにも注目すべきである。つまり、適切な対応の結果、物価が安定した、と見ることもできる。

高橋財政

	<i>Change in GNP deflator</i>	<i>Change in CPI</i>	<i>Change in WPI</i>	<i>Change in GNP</i>	<i>Government surplus over GNP</i>
1929	-	-2.3%	-2.8%	0.5%	-1.0%
1930	-	-10.2%	-17.7%	1.1%	2.0%
1931	-12.6%	-11.5%	-15.5%	0.4%	0.4%
1932	3.3%	1.1%	11.0%	4.4%	-3.5%
1933	5.4%	3.1%	14.6%	10.1%	-3.0%
1934	-1.0%	1.4%	2.0%	8.7%	-3.5%
1935	4.1%	2.5%	2.5%	5.4%	-3.3%
1936	3.0%	2.3%	4.2%	2.2%	-2.0%

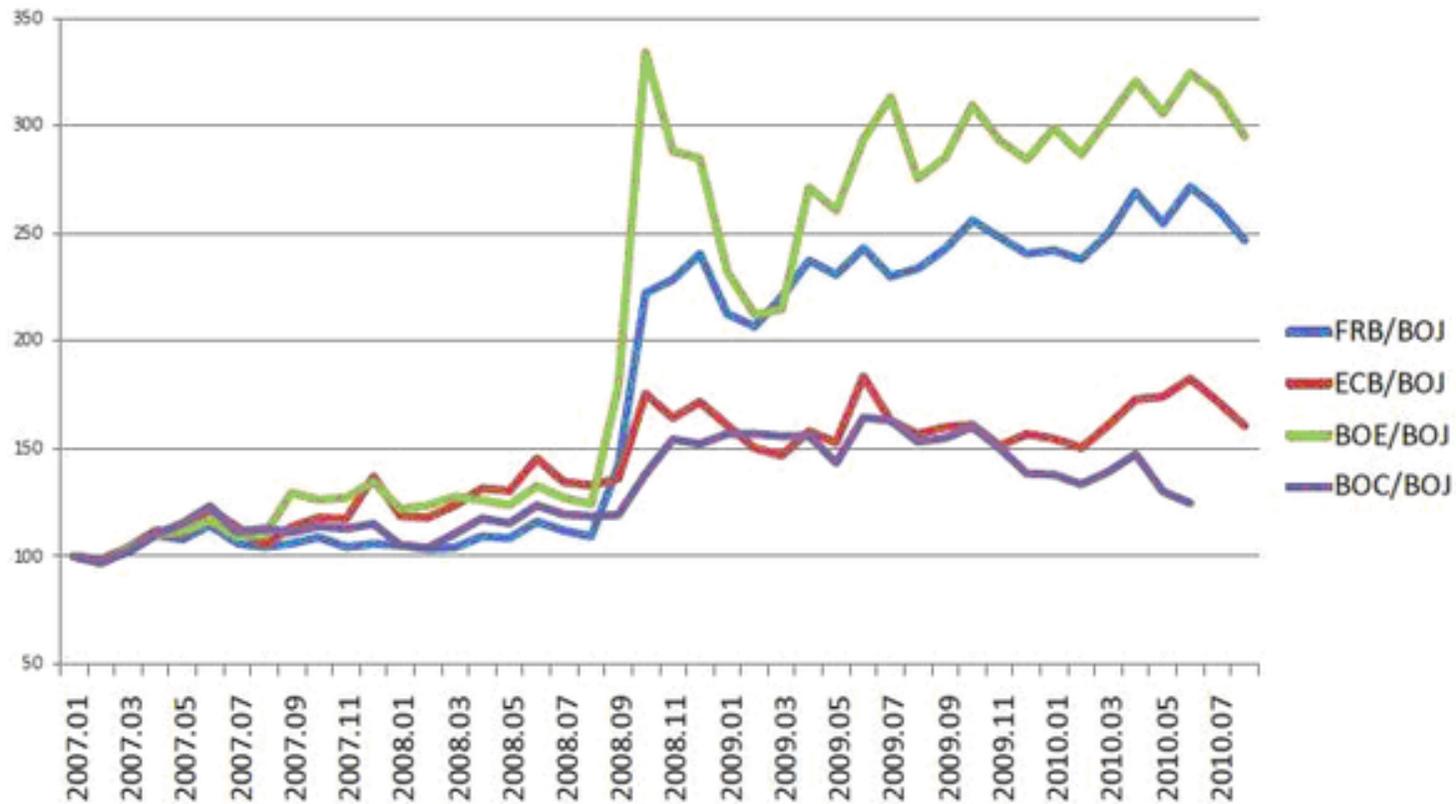
Table 4: Coordination of Fiscal and Monetary Policy in the Great Depression in Japan.

為替レートと量的緩和

- 本多佑三や高橋洋一は、ベースマネーの日米間の相対的な変化が、昨今の円高の原因であると主張している。
- 金融危機後、日銀は、「対GDP比で見て日銀のBSは、すでに米英に引けを取らないぐらいに大きい」という理由で、あまり拡大しなかった。
- しかし、米英は、それまでの2倍以上の拡大を行った。その結果、日本のベースマネーの相対比は低下した。

日米欧BS拡大格差

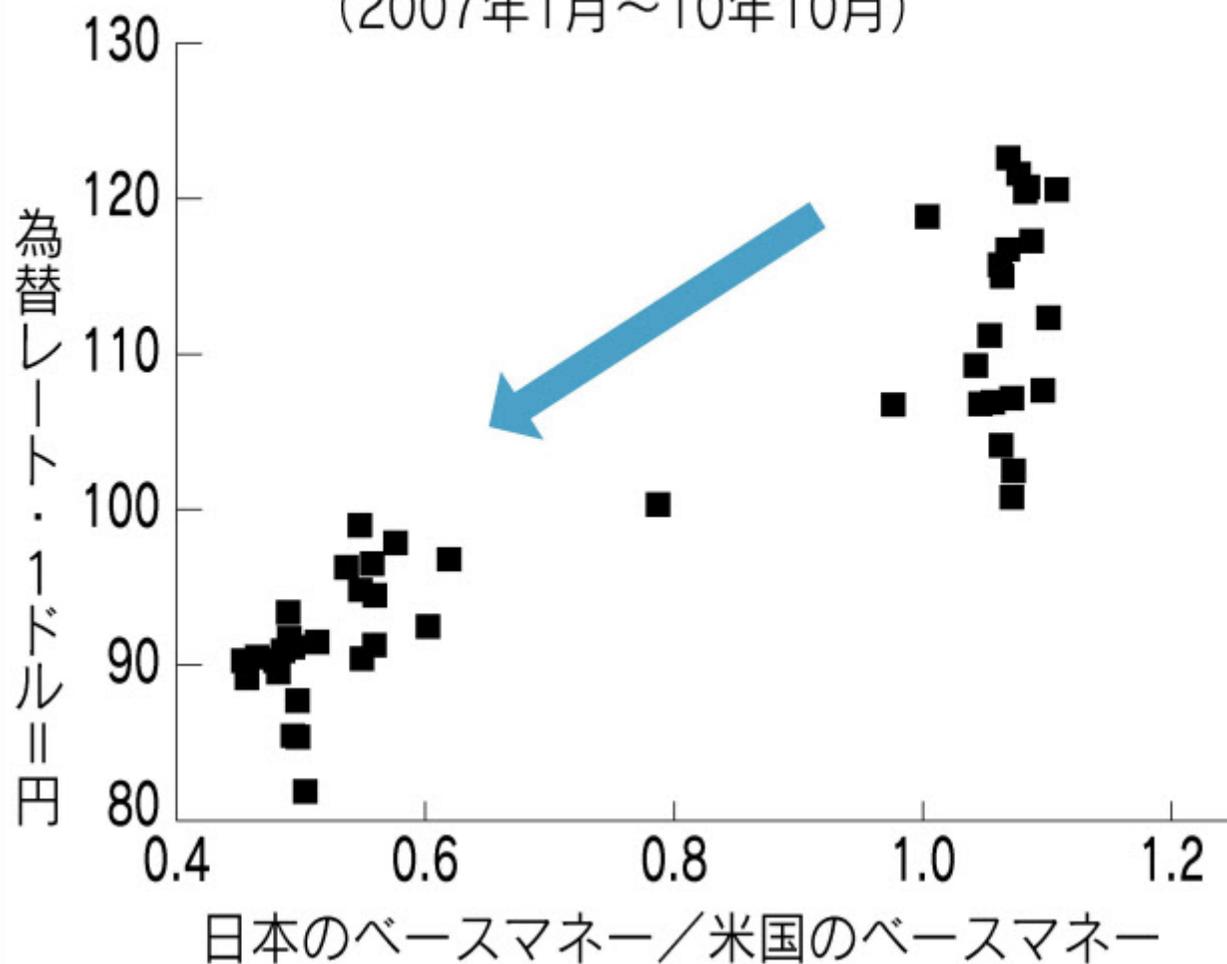
米・ユーロ・英・加の中央銀行のBS拡大の推移
(2007.01の各国中銀BS/日銀BSを100)



<http://gendai.ismedia.jp/articles/-/1135?page=2>

日米のベースマネー比と円・ドル為替レート

(2007年1月～10年10月)



ターゲットを上げる？

- 日銀は、公言していないけれど、事実上、CPIで見て「ゼロ%+アルファ」のインフレ・ターゲットを採用していると考えられる。
- このターゲットを前提とすれば、日銀の政策はほぼ模範的であると言える。
- しかし、もう少し高いインフレ目標を掲げるべきだ、という意見も根強い。

2%ではなく4%を

- 主要先進国の中央銀行では、大方、2%のインフレ目標を掲げているところが多い。
- しかし、2%では低すぎて、金融危機の際にはすぐゼロ%以下（デフレ）に陥ってしまいがちである（「糊代がない」）。
- そこで、BlanchardとIMFのスタッフは、4%のインフレ目標を掲げることの便益とコストの考察を提案している。

試験対策！

- 試験前に講義websiteに情報を載せることがあるので、注意！！！！
 - <http://homepage3.nifty.com/ronten/advanced-macro2010.htm>