【全面広告】日本経済新聞（夕刊）2019年1月30日（水曜日）掲載

平成30年度第5回 一橋大学政策フォーラム　日本経済の構造変化と非伝統的金融政策

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

日本の金融政策は機能しているか!?

拡張的金融政策にもかかわらず浮上しない物価上昇率。こうしたマクロ経済政策とその波及効果について考察することは将来に向けた政策の立案や運用、およびその世論形成に役立つ。一橋大学は2018年12月3日、都内でフォーラムを開催。金融政策などについて議論を深め、望ましい政策を見いだすための解を探った。

開会挨拶

一橋大学 経済研究所 HIAS GLECS センター長
深尾 京司氏

一橋大学社会科学高等研究院（HIAS）は、社会科学の総合大学である一橋大の強みを生かして現代社会が直面するさまざまな課題に分野横断的に対応することを目指し、2014年に設立された学長直下の組織である。

HIASでは4つの重点領域分野を定め、研究プロジェクトを推進してきた。また18年4月からは、これらのプロジェクトを束ねるグローバル経済研究センター（GLECS）を設置した。

本日の報告は、重点領域の1つ「マクロ計量モデルの開発とマクロ経済の諸問題への応用」プロジェクトの成果に基づく。このプロジェクトは、マクロ経済学、ファイナンス、計量経済学の研究者が協力して、マクロ経済の構造変化、金融リスクの変動、金融危機や震災など大規模なショック、グローバル化の影響等を考慮に入れた、現実に即した新たなマクロ計量モデルと推定法の開発を行い、それらをマクロ諸問題、特に経済予測や政策効果分析に応用することを目的としている。

今日は、このプロジェクトの研究を幅広く紹介するとともに、日本銀行の非伝統的金融政策について議論したい。

HIAS GLECS 研究プロジェクト　マクロ計量モデルの開発とマクロ経済の諸問題への応用

日本経済の構造変化 時変VARモデルによる分析

一橋大学 経済研究所 教授　**渡部 敏明氏**

HIASにおいて私がリーダーを務める重点領域研究プロジェクト「マクロ計量モデルの開発とマクロ経済の諸問題への応用」では、これまでに多くの研究成果を上げている。そうした研究成果の中から、本報告では、時変VARモデルを用いた日本経済の構造変化の研究を紹介する。

VARモデルは私の指導教官でノーベル経済学賞受賞者のクリストファー・シムズ教授（米国プリンストン大学）によって確立され、その後数多くのマクロ計量分析に応用されている。構造変化を考慮してVARモデルのパラメータを時変にしたものが時変VARモデルであり、私は中島上智氏（国際決済銀行）らと共にこのモデルの厳密な推定法を開発した。

本プロジェクトで中島氏と行った研究では、この厳密な推定法を用いて、世界鉱工業生産指数、日本円の実質実効為替レート、日本の実質輸出の3変量時変VARモデルを推定し、1990年代から2000年代にかけて為替レートに対する輸出の感応度が低下し、10年代にはさらに低下したことを明らかにした。その一方で、1990年代後半ごろから世界景気が輸出に与える影響が上昇したことも明らかにした。

2013年以降、実質実効為替レートは大きく減価したが、日本の輸出物価指数を米国の輸出物価指数で割った輸出物価の相対価格は横ばいであった。そこで、さらに実質実効為替レートの代わりに輸出物価の相対価格を用いて推定を行ったところ、輸出物価の相対価格に対する輸出の感応度には急速な低下は観察されなかった。

この結果から、13年以降の円安局面において輸出が伸びなかったのは、企業が利益確保のために輸出価格を為替レートの減価ほど低下させなかったためと考えられる。

本プロジェクト・メンバーの塩路悦朗氏（一橋大学）と森田裕史氏（法政大学）も時変VARモデルを用いてそれぞれ日本の物価の為替パススルーと日本の財政乗数の構造変化について研究成果を上げている。

実質為替レートと通貨体制 1972年沖縄返還からの示唆 戦後沖縄の経験と国際金融論上の意義

一橋大学大学院 経済学研究科 教授　**加納 隆氏**

この研究は、1970年代の日本を振り返る研究だ。この時期、日本は大きな国際金融上の構造変化に直面した。71年8月のニクソン・ショックによるブレトン・ウッズ体制の崩壊で、世界経済は固定相場制から変動相場制に移行した。それに最も影響を受けたのが、沖縄経済だ。

国際金融論上の重要な仮説に購買力平価がある。購買力平価からの乖離（かいり）を示す実質為替レートの実証分析は、時系列分析で扱われてきたが、最近10年程度の研究では、消費者物価指数を構成する個別商品の小売価格で一物一価が成立しているかどうかを確認する。サービスなど非貿易財価格に国際間で差異があることは容易に想像がつくが、貿易財でも価格の大きな散らばりが観察される。

理由として輸送費などの実物的摩擦や現地通貨建て硬直的価格などの名目的摩擦が挙げられるが、異なった通貨体制の実質為替レート調整に対する影響が議論されている。

まず挙げなければならない仮説は、ミルトン・フリードマンにより提起された。たとえ国内に価格の硬直性による不効率性があっても、変動相場制の下で名目為替レートが柔軟に調整できれば、実質為替レート調整を通じて最適資源配分が達成されるというものだが、近年の実証分析はこの変動相場制の機能に疑問を投げかけている。

早稲田大学商学部の加納和子准教授との共同研究では、本土復帰前後の沖縄を類いまれな自然実験の場として観察し、実質為替レート調整への通貨体制効果の実証に挑む。米軍統治下の沖縄は、地政学的・軍事戦略上の理由で、固定相場制、変動相場制、共通通貨制を短期間に経験した。これらの通貨体制の変化に対し、沖縄と本土の相対価格構造はどう変わったのか。

結果、変動相場制下、沖縄・本土間の貿易財の価格差は拡大した。このことは変動相場制が一物一価という資源配分上の効率性を必ずしも保証しない証左である。激しい名目為替レート変動がない固定相場制ないし共通通貨制の下で、一物一価はより成立しやすい。この近年の実証研究の成果と、戦後沖縄の経験は整合的である。

パネルディスカッション　ゼロ金利開始から20年：日本経済の現状と課題

パネリスト
日本銀行 金融研究所長　**白塚 重典氏**
東京大学大学院 経済学研究科 教授　**宮尾 龍蔵氏**
日本経済研究センター 研究本部 金融研究室長 兼 主任研究員　**左三川 郁子氏**
一橋大学大学院 経済学研究科 教授　**塩路 悦朗氏**
司会　**渡部 敏明氏**

渡部　日本の景気は本当に回復しているのか、日銀の非伝統的金融政策の効果をどう見るか、物価が上がらない理由は何か。

左三川　日銀のゼロ金利政策導入からまもなく20年、量的・質的金融緩和（QQE）の実施は5年半に及ぶ。日本は戦後最長に届きそうな景気拡大局面にあり、雇用環境も改善している。だが、消費者物価指数（CPI）は2%目標を達成できていない。背景には人々の値上げへの許容度低下、オンラインショップ拡大により実店舗の値段が上がりにくいことなどがある。物価に対して中立的な自然利子率も1990年代末以降、低下傾向にあった。

塩路　純粋な量的緩和は短期金利が下限に張り付いた状態では理論上効果はないのだが、日本では多少有効だったと見られる。効果は準備預金の大量供給による直接効果と、予想を通じた効果に分けられる。後者は例えば、人々が2%実現まで緩和継続という日銀発表を信じて楽観的になり、自らの経済行動を変えるという効果だ。今後検証すべきは、国債大量購入などにより将来の財政政策に関する人々の予想を変えることを通じた効果が働いていたかである。

左三川氏

宮尾　景気は企業部門では企業収益、設備投資が伸び持続的に改善しているが、家計は支出に慎重で物価・賃金が伸び悩んでいる。消費税増税・年金給付額減少も一因。インフレ予想も弱含みだ。金融政策が果たした役割にはフォワードガイダンス（先行きの指針）がある。中央銀行が自らの将来を示すことは資産価格の持続的改善をもたらすため、これが景気回復のカンフル剤になったのではないか。

白塚　人々の所得向上への期待が伴わなければ景気循環安定化政策の有効性は限定される。CPI上昇率が2%の物価安定目標に到達するにはもう少し時間がかかる見通しだ。物価上昇率が低い理由の一つにフィリップス曲線の傾きが緩やかで、かつ水準も低いことがある。デフレ脱却には好景気の維持に加えてフィリップス曲線の水準を高める期待インフレ率の押し上げが大事だ。ただ、インフレ予想はすぐには動かないためQQEは持久戦型に変わってきている。

渡部　インフレ予想は過去の経験に依存して決まるとの研究があり、もしそうだとすると、インフレ経験のない若者のインフレ予想を上げるのは難しい。CPI2%目標は必要なのか。物価以外に名目もしくは実質国内総生産（GDP）をターゲットにする方法はどうか。

宮尾氏

宮尾　今の金融政策の枠組みはすべて2%目標にひもづけられている。目標の変更には慎重であるべきだ。

塩路　中長期的に2%を目指す旗まで降ろす必要はない。「今のままでよいとは思っていないよ」という、国民へのメッセージになる。

塩路氏

白塚　物価2%目標がグローバルスタンダードであるが、これはあくまでも中長期的に実現するものだ。長期インフレ予想の目標近傍へのアンカリングは、中長期的な物価安定へのコミットメントに対する信認の裏返しになる。

左三川　わかりやすい目標、予想しやすいものが望ましい。この点で、GDP（金額）はターゲットになりにくい。他方で、2%を目指して長期間、緩和を続けることには副作用も伴う。

物価2%目標は世界標準　白塚氏
副作用は財政への影響　宮尾氏
金融仲介機能の低下を懸念　左三川氏
役割分担・負担の明確化　塩路氏

渡部　非伝統的金融政策の副作用には何があるのか。今後望ましい政策は何か。

左三川　日銀の国債買い入れは年間40兆円台に減速したが、すでに国債発行残高の4割超を保有している。高い保有率は財政規律を弱めるリスクがある。いわゆる日銀トレードが加速し、日銀が発行直後の国債を大量に買い入れていることも、市場流動性の観点からは問題。年間6兆円もの上場投資信託（ETF）の買い入れも株価形成をゆがめかねない。大量購入により、一部の企業では日銀が事実上の大株主となっている。

白塚氏

塩路　財政政策と金融政策は通常は分離しているが、非伝統的金融政策の下では影響を与え合うため役割分担は明確にすべき。金利がゼロ近辺を離脱するシナリオは「国債暴落」「インフレ目標を達成し金利引き上げ」の2つ。前者だと損失は日銀に集中する。後者の場合も、例えば銀行が日銀に持つ当座預金に対して払う金利を上げていくとすると、その負担を日銀だけでは賄いきれない。こういった損失を誰がどう負担するのか。政府と日銀が2013年に共同声明も出しているが不明確な点も多い。

宮尾　緩和長期化による副作用には、バブル発生等の金融不均衡、金融市場機能低下のほかに政府財政への影響がある。財政赤字が恒常化して政府の財政規律は低下し、中央銀行も政府に従属する財政ドミナンスに陥ることが懸念される。ただしここ数年財政赤字は改善の兆しもある。重要なのは適切な協調レジームだ。

白塚　金融政策は、平時においては、資源配分に対して中立であるよう運営することが原則だが、非伝統的金融政策は財政政策との境界が不明瞭になるなど、資源配分への影響は無視できない。経済政策には必ず効果と副作用があるが、非伝統的金融政策ではこのバランスが一段と重要だ。

渡部　出口の時期、国民への負担はどう考えるか。

左三川　低金利が長く続いていることの副作用として、金融仲介機能の低下を懸念している。地域金融機関に負担がかかっている点が気になる。出口が遠のくほど、負担は増す。

塩路　自然に出られると楽観していたが、米国の金利引き上げも大幅円安につながらず難しい。出口の時期よりも、出るときに生じるコストを誰がどう負担するのかシナリオを描いておくことが重要だ。

宮尾　将来バランスシートが大規模なままであれば利益は損失を上回る。影響は長い目で見るべきだろう。

白塚　物価2%目標は中長期的に日米欧の為替安定にもつながる。

広　告

HiAS Hitotsubashi Institute for Advanced Study

HIAS GLECS
一橋大学社会科学高等研究院グローバル経済研究センター
Hitotsubashi Institute for Advanced Study, Research Center for Global Ecoomic Systems

hias glecs　search