九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

# 低自然利子率下の金融政策に関する考察 : 日本経済の変遷を踏まえて

森田, 京平

https://hdl.handle.net/2324/1959070

出版情報：Kyushu University, 2018, 博士（経済学）, 課程博士
バージョン：
権利関係：

（様式３）

氏　　名　：森田　京平

論 文 名　：低自然利子率下の金融政策に関する考察－日本経済の変遷を踏まえて－

区　　分　：甲

# 論　文　内　容　の　要　旨

本論文は、日本経済が伝統的金融政策との親和性を有していた背景を探るところから始め、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程、非伝統的金融政策の作動メカニズム、非伝統的金融政策に内包されるリスクを明らかにし、その上で、自然利子率が構造的に低迷する環境下での金融政策の課題を示す。このようなプロセスを経て、流動性のわなが常態化した下での金融政策論の構築に一定の貢献をすることを目的とする。

この目的を踏まえて４つの課題を設定した。第１に、伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行過程を、実体経済と金融経済の結びつき、および制度の歴史的変遷を踏まえて解明する。第 2 に､非伝統的金融政策に期待される効果､およびその効果を評価するためのフレームワークを示す。第 3 に、非伝統的金融政策に内包されるリスクを、中央銀行の財務の健全性（financial soundness）と政府の財政の健全性（fiscal soundness）を視角として明らかにする。第 4 に、自然利子率が低迷する環境下での金融政策の課題を、財政政策および流動性のわなとの関連を踏まえて示す。

これらの課題について、本論文は以下の通り明らかにした。

第１の課題である伝統的金融政策から非伝統的金融政策への移行について、貯蓄投資差額と資金過不足が実体経済と金融経済の結びつきを描く重要な概念であることを示した上で､1990 年代末に非金融法人が貯蓄不足主体（資金の取り手）から貯蓄余剰主体（資金の出し手）に転じたことが、伝統的金融政策が実効性を下げた直接的な要因であったことを示した。さらにその背景では、戦時体制下で築かれた各種制度・法令の変化や、人口動態という構造面の変化があったことを明らかにした。

第２の課題である非伝統的金融政策の効果、および、その効果を評価するためのフレームワークについては、非伝統的金融政策の実効性を左右する最も重要な要素を市場参加者や経済主体の「期待」と捉え、非伝統的金融政策は期待を中間目標とする２段階アプローチで描写できることを示した。このフレームワークに基づいて非伝統的金融政策の効果を評価し、経済主体の予想インフレ率（インフレ率に対する期待）の低迷が、非伝統的金融政策の効果がもっとも出遅れている領域であることを明らかにした。

第３の課題である非伝統的金融政策が内包するリスクの解明については､2 つの視角を設定した。1 つ目の視角である中央銀行の財務の健全性については、日本銀行の負債側（当座預金）および資産側（保有長期国債）いずれも金利上昇に対して脆弱であることを定量的に示した。これは、非伝統的金融政策のリスクが具体化するのは、緩和局面ではなく出口だということを意味する。さらに日本の場合、中央銀行の損失を補償する法律、あるいは損失を回避する中央銀行の会計制度がないことから、非伝統的金融政策からの出口では、会計や法律という制度上の課題も浮上することを明らかにした。また、2 つ目の視角である政府の財政の健全性との関連では、日本銀行が本来の中央

銀行の機能である LLR 機能あるいは MMLR 機能とは異質な、財政従属という新たな領域に入り込む可能性があることを示した。その場合、中央銀行が自らの裁量で物価をコントロールすることは理論上、難しくなる。

以上の 3 つの課題に取り組むことで、①非伝統的金融政策からの出口はかつての伝統的金融政策への回帰を意味するわけではないこと、②今後も潜在成長率ひいては自然利子率が低迷する可能性が高いことが示される。したがって、自然利子率が長期にわたって低迷する場合の金融政策の課題を描き、そのような場合でも政策運営に強い制約がかからない金融政策の一形態を示す必要がある。これが上述した 4 つ目の課題であり、同時に本論文全体の目的でもある。

自然利子率が長期にわたって低迷し、流動性のわなが常態化すると、金融政策のみで実質金利ギャップ（＝実質金利－自然利子率）を十分、負の方向に広げることは難しくなる。その場合、本来は長期的な視点に立った成長戦略による自然利子率の引き上げが求められる。ところが日本においては、成長戦略ではなく、むしろ財政政策を経済政策の主エンジンに格上げし、金融政策を財政政策に協調させる姿勢が政策実務の場で広がりつつある。同時に、そのような政策の制度インフラとして統合政府も論点となっている。しかし、本論文は統合政府について、法的・制度的な側面を踏まえた上での現実性の低さ、および需給ギャップ（有効需要不足）が小さいことを踏まえた上での必要性の低さを明らかにした。

その上で本論文は、低自然利子率下の金融政策の形態について、ニューメレールと決済・支払い手段を分化させる「分化型」金融政策が、一つの可能性として位置づけられることを示した。この政策は、決済・支払い手段のニューメレールに対する価値を政策手段、そのような価値の調節を操作目標、決済・支払い手段の流通速度を中間目標、物価の安定を最終目標とする２段階アプローチで描写できる。つまり、伝統的金融政策、あるいは期待を中間目標とする非伝統的金融政策と同様のフレームワークで、政策効果の達成度合いを評価できる。一方で、この分化型金融政策の操作目標には、名目金利の非負制約に相当する制約がない。これが、自然利子率の長期低迷および流動性のわなの常態化の可能性を踏まえたときの、分化型金融政策の利点であり、伝統的金融政策が抱える制約（名目金利の非負制約）の克服である。

通貨をニューメレールと決済・支払い手段に分化させるという分化型金融政策の考え方は Eisler (1932) に遡る。今日でも Agarwal and Kimball (2015)、Buiter (2009) など、政策実務の経験を有する立場からの研究がなされている。そのような中、本論文は、分化型金融政策が一定の現実性を帯びるまでに日本経済の構造が変化してきていることを、金融政策を軸とする多面的な考察を通じて明らかにした。