

「中央銀行の近未来像への理論 的視座」コメント

岩本 康志

2010年9月25日

日本金融学会秋季大会・中央銀行パネル

これは、学会で使用したスライドを一部修正し、個別論文へのコメントを削除したものである。

はじめに

- 金融学会秋季大会にお招きいただき、ありがとうございました。
- 現在の金融危機とソブリン危機を踏まえた金融政策の理論と実践の発展方向について論じる。
- コメントの構成
 - 金融危機への対応
 - ソブリン危機への対応
 - 平形氏と工藤氏の論文の具体的な論点について

金融危機への対応

- 標準的NKモデルは、完備な資産市場を考えているため、金融危機を適切に扱えない。
- 公開市場操作のMM定理(Wallace, 1981)が成立する。
- ゼロ金利時には、短期債のみならず、その他資産対象のオペも無効となる。
- 非伝統的金融政策としての効果を見込めるのは、(コミットメントができた)時間軸政策だけになる。
- そのため、非伝統的資産購入が効果をもつことの分析には、
 - 非対称情報 (信用政策)
 - 不完備契約 (信用政策, 流動性供給, ケチャップオペ)の要素を考慮する必要がある。
- 標準的モデルが拡張される形で信用市場が明示的に考慮され、信用スプレッドが重要な変数となる。
- マクロ経済的影響を定量的に把握する研究が進められている。
- モデルの構造が複雑になるので、普及のためには、複雑すぎない誘導型を得ることが課題である。

信用政策

- 拡張された側面に対処するために、3つの政策手段が考えられる。それぞれに研究課題がある。
- 1. 「金利政策」 スプレッドに反応するテーラー・ルールが考えられるが、どこまでショックに反応するかは、ショックの性質に依存する（Curdia and Woodford, 2010）。
 - ルールを離れる裁量が望ましいのか、それとも修正されたルールが望ましいのか？
- 2. 「信用政策」 未解明の課題が多い。
 - どのような手段をとるか？
 - 非伝統的資産の購入（社債，債権？）
 - 直接融資
 - 金融機関への自己資本注入
 - どこまでが中央銀行の役割となるか？ 日本の場合，政策金融との役割分担は？
 - 中央銀行のとり手段は問題（非対称情報，不完備契約）の本質的な解決策になっているのか？
 - 個人的見解として，政府の役割が大きく，中央銀行の本来の役割は流動性供給に留まるのではないか。
- 3. 「マクロ・プルーデンス政策」 標準的モデルにどう統合させるかが課題。

処方箋

金融システム危機がない場合

- 金利政策 (interest rate policy)
- ゼロ金利で財政政策
- デフレで時間軸政策

金融システム危機がある場合

- 信用政策 (credit policy)
- 単純な量的緩和
- 金利政策 (スプレッドを考慮)
- ゼロ金利で財政政策
- デフレで時間軸政策

金融システム危機があることで、波及効果がどう違うのか。解明が必要である。

中央銀行は物価を制御できるのか？

- 財政規律が損なれていくと、中央銀行が物価を制御できなくなっていく、インフレの昂進が懸念されるようになる。その過程は、以下の5つの段階として整理できる。
 1. 「貨幣優位」 標準的な設定。中央銀行の政策判断の結果として、通貨発行益が決定される。
 2. 「財政優位」 (通貨発行益を除いた) 基礎的財政収支が先決される。通貨発行益は統合政府の通時的予算制約を満たすように決定される。中央銀行はインフレ率を制御できない。(Sargent and Wallace 1981)
- 国債の信認が失われると、市場で発行できなくなる。
 3. 「財政破綻」(McCallum 2001) 政府の信用力が損なわれたときに、貨幣の価値が維持できるか、という疑問がある。
 4. 「物価水準の財政理論」 中央銀行が国債を引き受ける。基礎的財政収支が物価水準を決定する。中央銀行は物価水準を制御できない。(Leeper 1991, Sims 1994, Woodford 1994, 1995)
 5. 「ハイパーインフレーション」 財政赤字が通貨発行益の最大額を超えると、ハイパーインフレが生じる。(Cagan 1956)

ソブリン危機への対応

- 景気後退時には貯蓄過剰になるので、巨額の財政赤字もファイナンス可能である。しかし、財政赤字を構造的なものにしてしまうと、厚生損失が発生する。
- 標準的NKモデルに、財政政策を取り入れていく必要がある(Woodford 2010)。財政支出の効果については、RBCの性質を継承しているため、経験的事実に合わないことが問題点とされてきたが、GHH preferenceが解決策になるかもしれない(Monacelli and Perotti 2008)。
- 財政支出の便益を定量的に評価して、財政政策の適切な規模と時機を解明することが(かなり困難ではあるが)課題である。
- 財政規律を保ち、「貨幣優位」としておくことは、物価の安定を図るために重要である。
 - わが国の、国債引き受けの禁止(財政法5条)、銀行券ルールは必要。
- しかし国債が市場の信認を失った場合、中央銀行は、国債を買うか否かの選択に迫られる。前者を選択すると政府に見透かされれば、財政規律は損なわれる。
- 中央銀行が貨幣ファイナンスを拒否できるか、は実践的な課題である。
- 貨幣ファイナンスしないコミットメントを担保するには、デフォルトの厚生費用を小さくしておくことも必要である。