

## 「中央銀行の近未来像への理論的視座」コメント\*

岩本 康志

### 1 はじめに

世界的な金融危機によって、中央銀行をめぐる環境は大きく変容した。標準的なマクロ経済学に書かれた金融政策の姿ではとらえきれない問題が、政策の最重要課題となっている。本稿では、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、順に論じたい。

### 2 金融危機への対応

現代マクロ経済学の標準的地位を確立しているニュー・ケインジアン・モデルは、完備な資産市場を想定しているため、金融危機の核心である信用を適切に扱えない。金融政策の対応を考える際にも不都合がある。Wallace (1981)が示したように、公開市場操作の Modigliani-Miller 定理が成立する。このため、非伝統的金融政策として考えられるのは、(コミットメントができた) 時間軸政策だけである。

非伝統的資産を購入する政策の効果を分析するには、モデルのなかに、非対称情報や不完備契約の要素を考慮に入れる必要がある。どちらかの要素を考慮することで信用政策の意義が与えられ、後者の要素を考慮することによって、流動性供給や株式購入を分析することが可能になる。

現在、標準的モデルを拡張する形で信用市場を明示的に考慮する研究が、ここでいちいち引用できないほど多数おこなわれるようになってきている。こうした研究の多くでは信用スプレッドが、中央銀行が注意を払うべき重要な変数と考えられている。金融政策の実践につなげるためには、そのマクロ経済的影響を定量的に把握する必要があるが、その方向への研究も進展している。これからは、こうしたモデルが標準になるべきであるが、信用市

---

\* 本稿は、日本金融学会秋季大会（2010年9月25・26日、神戸大学）中央銀行パネル「中央銀行の近未来像への理論的視座」での討論のためのレジュメである。

場を考慮するとモデルの構造が非常に複雑になる。現在の標準的モデルが期待 IS 曲線、ニュー・ケインジアン・フィリップス曲線、テーラー・ルールの 3 本の方程式で表されることを考えると、信用市場を加えたモデルが広く普及するためには、複雑すぎない誘導型を得ることが課題であろう。

金融危機に対処する金融政策には 3 つの手段が考えられ、それぞれに研究課題を抱える。

伝統的な金融政策の手段である金利政策については、スプレッドに反応するように拡張されたテーラー・ルールが考えられている。Curdia and Woodford (2010)は、ショックへの反応は、ショックの性質に依存することを示している。そのため、信用スプレッドが拡大したときの対応は難しいが、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、はまだ決着はついていないと思われる。

第 2 の手段は「信用政策」であるが、未解明の課題が多い。まず、どのような手段をとるのか？ 中央銀行が非伝統的な資産を購入するとして、社債は従来 of 慣行から大きく乖離するほどでもないが、貸出債権を購入することを手段として構わないだろうか？ それ が是ならば、中央銀行による直接融資も可能になるのか？

また、金融機関への自己資本の毀損が問題になるのならば、自己資本注入も広い意味でこの信用政策の範囲に入れることができるだろう。このように考えてくると、どこまでが中央銀行の役割となるのかが問われてくる。中央銀行の役割が従来よりも広がったとはいえ、その範囲が問われることになるだろう。さらに日本の場合、信用政策は政策金融の果たす役割に近づいているが、両者はどう役割分担するのかを明確にすることが課題になる。さらに、問題の所在は、非対称情報、不完備契約等にあるのだが、中央銀行のとり手手段は問題の本質的な解決策になっているのだろうかという課題もある。

以上の疑問に対する個人的見解としては、信用政策は（政策金融も含めた）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と、現在は考えている。

第 3 の手段は、「マクロ・プルーデンス政策」であり、研究が進んできているが、標準的モデルとの接合までにはいたらず、どう統合させるかが課題であるといえる。

以上の考察をもとに、経済に大きなショックが加わった場合の金融政策と財政政策の対応をまとめてみると、以下のようなになる。金融危機がある場合には、信用政策と流動性を供給する単純な量的緩和がまず直接の対応策となる。この 2 つは、金融危機が起こっていない国の場合（例えば今回の日本）には実行される必要はない。その後は、金融危機の有無にかかわらず共通になる。金利政策として、利下げがされる。上にのべたように、金融危機がある場合には、信用スプレッドへの対応が追加されるだろう。ゼロ金利まで金利が

低下した後は、財政政策が必要となる。インフレ目標圏から外れた場合には、将来の金融緩和にコミットする時間軸政策がとられることになる。

なお、金融システム危機の有無で波及効果が違ってくるのか、も今後解明が必要な課題である。

### 3 ソブリン危機への対応

財政規律が損なわれていくと、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。その過程を、統合政府の予算制約に注目して、5つの段階に整理してみよう。

第1は、標準的な設定であり、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。財政当局は、統合政府の通時的予算制約を満たすように、(通貨発行益を除く)基礎的財政収支を決定する。Sargent and Wallace (1981)はこの状態を、つぎの段階との対比で「貨幣優位」と呼んだ。

第2は、「財政優位」と呼ばれるものであり、財政当局が(通貨発行益を除いた)基礎的財政収支を先に決め、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。このため、中央銀行はインフレ率を制御できなくなる。

第3段階以降は、国債の信認が失われ、市場で発行できなくなる状態を考える。

第3は、国債がデフォルトする「財政破綻」である<sup>1</sup>。理論的帰結としては、貨幣価値は保たれるとされるが、現実には、政府の信用力が損なわれたときに貨幣の価値が維持されるかどうかには懸念もある。

第4は、中央銀行が国債を引き受ける状態である。このとき、中央銀行はインフレ率だけでなく、物価水準も決定できなくなる。これは、Leeper (1991), Sims (1994), Woodford (1994, 1995)等によって提唱された「物価水準の財政理論」の世界に相当する<sup>2</sup>。

第5は、財政赤字が通貨発行益の最大額を超えるときには、経済はハイパーインフレーションに陥る<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> McCallum (2001)が、つぎの「物価水準の財政理論」と対比して、この状態を考察している。

<sup>2</sup> なお、国債が市場で信認されている場合でも、金融政策と財政政策のルールによっては財政政策が物価水準を決定する場合が起こる。本稿の考察の対象外であるが、これも物価水準の財政理論の範疇に含まれる。

<sup>3</sup> 通貨発行益に最大値があるような貨幣需要は、ハイパーインフレーションの古典的研究である Cagan (1956)で用いられている。

2節でまとめた政策の処方箋では、ゼロ金利まで利下げした後の手段に財政政策があげられている。金融危機への対応に、各国は大規模な財政出動をおこなった。しかし、そのことは将来に財政危機を招くおそれもある。

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。

現在の状況をとらえるためには、Woodford (2010)が試みているように標準的なニュー・ケインジアン・モデルに財政政策を取り入れていく必要があり、最近研究がめざましく進展している。その際に障害になるのは、財政支出の効果については実物的景気循環モデルの性質を継承しているため、経験的事実に合わない帰結が得られることであつたが、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必要不可欠なものである。わが国における、国債引き受けの禁止(財政法5条)や銀行券ルールは、この目的を果たすものとして、今後も堅持する必要がある。しかし国債が市場の信認を失った場合には、中央銀行は、国債を買うか否かの選択に迫られる。かりに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ことになる。

中央銀行が財政赤字の貨幣ファイナンスを拒否できるかどうかは、理論的というよりは実践的な課題といえる。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ろう。

## 参考文献

- Cagan, Philip (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation," in Milton Friedman ed., *Studies in the Quantity Theory*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 25-117.
- Curdia, Vasco and Michael Woodford (2010), "Credit Spreads and Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 6, Supplement, September, pp. 3-35.
- Leeper, Eric M. (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics*, Vol.27, No.1, February, pp. 129-147.

- McCallum, Bennett T. (2001), "Indeterminacy, Bubbles, and the Fiscal Theory of Price Level Determination," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47, No. 1, February, pp. 19-30.
- Monacelli, Tommaso and Roberto Perotti (2008), "Fiscal Policy, Wealth Effects, and Markups," NBER Working Paper No. 14584.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 9, Fall, pp. 1-17.
- Sims, Christopher A. (1994), "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy," *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3, May, pp. 381-399.
- Woodford, Michael (1994), "Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy," *Economic Theory*, Vol. 4, No. 3, May, pp. 345-380.
- Woodford, Michael (1995), "Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.43, December, pp. 1-46.
- Woodford, Michael (2010), "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier," forthcoming in *American Economic Journal: Macroeconomics*.