

## 「量的緩和政策の効果」：討論

大阪大学大学院経済学研究科 本多佑三

量的緩和政策がどの程度効果があったかという問題は非常に重要で、私自身も関心を持っています。このテーマについて、実は私も共同論文をほぼ書き上げました。しかし本日は、提出されました 2 つの論文について、私の視点からコメントさせて頂くということにしたいと思います。

今日の話の順番は、1.2.3 という順で紹介させて頂きたいと思います。まず第 1 に金融市場をどのようにモデル化するか、というテーマから始めたいと思います。特に後半の渡辺先生他の論文は、いわば金融理論のコアのところをミクロモデル化した論文ですので、金融に興味ある人は誰でも興味を持つところだろうと思います。私自身も大変興味深く拝見させて頂きました。普通、量的緩和が効果があるかどうかについて考えた場合、教科書を見ると liquidity trap の議論が最も関係が深いです。LM 曲線がフラットになっているので、貨幣供給を増やしても効果がないという話です。いろんなバージョンの説明の仕方があると思いますが、結論から言うとそういうことです。その現代版を渡辺先生達が追求されておられる。

この問題は重要な問題なので、振り返って、昔の人達はどのように考えていたかということのを少し考えてみましょう。まず、liquidity をケインズはどのように考えていたか。普通の財と同じように、貨幣の需要関数を考える。そして中央銀行が貨幣の供給を決定する。両者の需給により、短期金利が決まる。この関係については、ケインズの一般理論は、“Our reason for supposing that there is such a special connection arises from the fact that, broadly speaking, the banking system and the monetary authority are dealers in money and debts and not in assets or consumables.” と書いております。資産とか消費財は一応ケインズの議論の視野には入っていたんですけど、liquidity preference の議論をする時には外にはずしますよと、ケインズ自身は、こういう説明の仕方をしている訳です。

ヒックスを初めとしてその後の有力な理論家たちは、金融セクターを議論するときに、資産のところは貨幣と国債という形に単純化し、金利は一つという形でモデル化しました。それが IS-LM モデルです。それを我々は基本的には引き継いできているわけです。ヒックスのあと、トービンの有名な論文があります。JMCB 創刊号の巻頭論文（一般均衡アプローチ）です。トービンは、やはり、資産市場がどのように決まるかということに関心を持っていました。そもそも我々の経済を考えたとき、GDP はケインズの一般理論で決まっているとしても、しかし同時に、日々の株式の市場とか国債の市場がどのように均衡しているのか。それぞれの満期の国債価格や株式価格が同時にどうやって決まっているのか。これをどのようにモデル化するか。そういう難しい問題がある訳です。トービンのここでの考え方は、“The strategy is to regard income account variables as tentatively exogenous

data for balance-sheet behavior”ですから、所得決定の話は一応外生に扱って、そして、  
“to find equilibrium in markets for stocks of assets conditional upon assumed values of outputs, incomes, and other flows” フロー変数の均衡というのは所与として扱って、そうした上で、各資産市場の同時均衡を考えようとした。このモデルでは多資産が同時にクリアする。特殊なケースとして 2 資産モデルがある。それは貨幣と国債の市場であり、それが実は IS-LM モデルです。IS-LM の LM は実物経済を外生として扱って、資産市場だけがクリアしていると考えたわけです。トービン自身は、IS-LM よりももっと難しい多資産のモデルに関心があった。ストック均衡とフロー均衡の両方に関心があるわけです。資産市場はストック、それに対して財市場はフローです。それぞれが均衡している。

ストック均衡とフロー均衡の同時均衡という形で利子率が決まるというのが IS-LM モデルですが、そこはある意味で議論のジャンプがあるわけです。それはなぜかという、ストックとフローの間には実は密接な関係がある。例えば、ストック変数の株価がどう決まるかといえ、将来収益の割引現在価値を足したものだという形でフローの和として考えられる。その場合、両者は非常に密接に関係している。そこには時間という概念が入っているわけです。時間という概念を捨象して、静学モデルで記述したのが IS-LM モデルです。明らかに、そこには議論のジャンプがあります。後の話と少し前後しますが、その時間の概念を詳しく議論しているのが渡辺さんたちのモデルになっている。そういう意味で大変興味深い。トービンの議論から 50 年ぐらい時間が経っているわけですが、経済学はその間大分進歩しているというふうに私自身は感じました。

さて、第 2 のテーマに移り、それぞれ論文のコメントに入りたいと思います。まず、宮尾先生の論文です。これまでの論文において時間軸効果が正しく識別されているかという問題提起に関しましては、宮尾先生は正しい指摘をされていると考えます。例えば、先ほどの IS-LM モデルでも、金利は LM 市場だけで決まる訳ではなくて当然 IS、つまり、財市場にも依存しているわけです。財市場を正しくモデル内に入れて、金利の決定を議論する必要が在というのが基本的に宮尾先生の指摘だと思います。そして、それは大変重要な指摘です。金融市場だけで閉じたモデルにもとづいて実証研究をすると、ミスリーディングな結論に陥るリスクがあります。それが宮尾先生のご指摘だと思いますし、私自身もその通りだと感じております。これは、宮尾論文の私の解釈です。

それから、二番目の論点は、宮尾先生の論文だけでなく、時間軸効果の議論を読んだときに、私が感じている疑問点です。例えば、お手元の宮尾先生のレジュメの中の図をご覧下さい。植田先生も書かれた図ですが、図 1、テラー・ルールと修正テラー・ルールの図 1 というのがあります。宮尾先生のレジュメの 7 枚目です。この図 1 の B で、より強いコミットメントによる政策というところがあります。より強いコミットメントの政策を実施すると、現時点で長期の金利が、簡単なテラー・ルールの場合よりも下がる。その意味で政策効果があるという話をしています。私が感じている疑問は、こういうコミットメント、より強いコミットメント政策というのは、例えば、この図で 3 期とか 4 期とかに

なったときに、その時点ではサブオプティマルな（最適でない）政策になっているではないかという疑問です。コミットしている、約束しているわけですから、その時点ではもしかしたらもっといい政策があるかもしれない。その意味でダイナミック・インコンシステンシーの問題が起こっている。しかも、そのことが現時点で予見されるわけです。そういう政策をみんなが信用するか。日銀がコミットすると言っても、実際に、3, 4 期になったら日銀は別の政策をとるかもしれない。別の政策を採ったとしてもなんら罰則がないとすれば、そういうコミットメント政策をみんなが今の時点で信用するかという疑問を持ちます。この辺は日銀の関係者の方が沢山いらっしゃるの、教えて頂ければと思います。

それと関連して、次の疑問もあります。CPI で安定的に 0% 以上に云々という現実の日本の政策をコミットメントの政策だという解釈があります。でもそのステートメントに本当に日銀がコミットしているのか。仮にコミットしなくても別になんら罰則がないというふうに思うわけです。本当に日銀がコミットしたのかという疑問です。それから、そのステートメント自体が、3, 4 期において必ずしも多分サブオプティマルな政策になっていないのではないのか。やっぱりそれなりに最適なステートメントになっていて、3, 4 期で必ずしもサブオプティマルな政策にならないのではないのか。現時点でみて、合理的な政策に僕には思えます。この辺が、疑問に感じている点です。教えて頂ければと思います。

それから、宮尾先生は、利回り曲線のフラット化が金融政策の時間軸効果だけでなく、実体経済にも依存しているということを論証しようとしてされていて、その場合、その実体経済を反映する変数として株価を用いています。そして株価と長短のスプレッドの差分を調べられています。しかし、株価自身も、実は、フォワード・ルッキングな変数です。勿論、株価は現在の足元の景気も反映しているわけですけど、同時に先行的な指標になっている。もうずいぶん前になりますが、このことを調べたことがあります。月次で単純な相関係数を見ると、株価は 9 ヶ月ぐらい IIP よりも先行していました。株価を実体経済の代理変数とするのには少し抵抗があります。それでは、他に何を使うのかといわれても私も困るのですが、実体経済のファンダメンタルズを代表する代理変数として株価が適切かという点については、少し疑問に思いました。

続きまして、渡辺他論文に移ります。先ほど触れましたように、昔の人達とは異なり、トービンは、多資産を考えました。IS-LM は貨幣と国債の 2 資産モデルです。渡辺・岩村・白塚論文は貨幣と複数の国債を考えている。そこが違う。それから、私が引用した人達が考えたのは全部マクロのモデルです。それに対して、渡辺さん達はミクロ的な基礎から出発している。経済主体の最適化問題から出発している。静学と動学の違いもある。均衡条件については、マクロの方は市場均衡を考えているけれども、渡辺さん達のほうは、私の理解している限りでは経済主体均衡を考えている。こういう違いがあるでしょう。

それで、モデル自体は、非常によく考えられています。僕自身は読んでいて、大変説得力のあるモデルであると思いました。特に、昔の文献と比べると、利回りには二つの側面があることを示しています。ひとつは同時点の資産の相対価格です。しかし、それだけで

なく、時間軸上の資産の相対価格、利回りも問題となる。今時点での相対価格も問題になると思うのですが、時間軸上の相対価格も問題になる。そういう意味で、二つの利回りが問題になる。両者を明示的にモデル化しているというところが新しい点であろうと私なりに理解しました。

不満な点もないわけではありません。まず、財市場の影響は識別できていないのではないかという宮尾論文の批判は、ここでもあてはまるのではないかと感じました。この辺は反論があるかもしれませんが、あとでご説明して頂ければと思います。資産市場をクローズアップしていて、財市場は視野の外におかれている。だから、実証分析するときは、それを考慮する必要があるのではないかと感じました。

ある意味で理論は、非常に進歩しています。しかし、緻密なモデル化をしていますので、当然捨象している部分があります。財市場が視野の外にあるという制約、あるいは資産として国債と貨幣だけのモデルになっているという点などが単純化されている点です。そういった制約があるということを論文の中でむしろ書いた方が良いのではないかと、読んでいて私自身は思いました。特に、イントロダクションは全般的には非常に説得的に書かれているのですが、一部、非常に強い感じの説明になっています。もう少し、モデルの制約を考慮に入れた形で表現された方が論文自身は説得的になるのではないかと考えます。

それからモデルの限界を考慮したうえで、実証も考えていく必要があると考えます。3.4の実証部分ではフューチャーとフォワードが登場します。アイデアは読んでいて面白いと思いました。しかし、なぜフューチャーとフォワードが異なるのか。勿論、数学的にそうなることは分かりますが、直感的にどうして異なるのでしょうか？あるいは別の言い方で質問すると、なぜ裁定が働かないのでしょうか。分かっていないので教えて頂ければと思います。また、実証と理論の間では少しジャンプが感じられます。それは先ほど各モデルの比較をしたときに説明したとおり、渡辺他モデルは経済主体均衡のモデルになっている。他方、データは市場のデータを使っている。

さらに、実際に実証研究を行う場合には、先ほど述べたように財市場とか他の資産を考慮する必要があるので、そうしたことをこのモデルでどう考えたらよいのかという疑問を持ちました。

理論自身は非常に面白いので、この論文だけでなく、他のむしろ理論をサポートするような実証的証拠を探して、理論を実証することも考えられるかなとも思いました。

最後に、もう一つだけ付け加えさせて頂きます。渡辺先生は、本日のご発表でもうひとつの論文について、お話をされました。こちらの論文につきましては、今日はじめて聞いたのですが、ひとつ気になった点があります。論点の1で政策反応関数を推定されました。量的緩和を導入した前と導入された後では違う結果が出ていますという最初の推定結果がありました。しかし、量的緩和を導入した後と導入前では、オペレーティング・ターゲットが違います。オペレーティング・ターゲットが変わったことをどう考慮しているのかという疑問を感じました。以上です。