

2007年1月13日

量的緩和ワークショップに対する討論

一橋大学大学院経済学研究科 齊藤誠

吉田健一の『東西文学論』に「論理が挫折するということはなくとも、論理を追うことに徹底して余りに多くの結論を出し過ぎた挫折ということはある」という文言がある。本討論では、金融政策のモデルについてあまりに多くの理論的結論を導きすぎて金融政策の実践の場でもてあましてしまった側面があるのではないかとすることを少し考えてみたい。

とはいっても、討論の本来の目的としては、資産価格体系への影響と景気・物価への影響を峻別して量的緩和政策を評価すべきであるという宮尾パラダイムを理論的な側面から整理するとともに、岩村・白塚・渡辺論文の趣旨をより広範な文脈で位置付けていきたいと思っている。そうした作業を通じて超金融緩和政策がもたらした円通貨・円資産の過剰という問題を若干ながらも考察してみたい。

短期理論の活況、中・長期理論と超短期理論の不在

金融政策に関する理論的パースペクティブとしては、まず中・長期的な観点（数年を超えるタイムスパン）から「望ましいインフレ率とは？」を考察していく必要がある。短期的な観点（1年程度のタイムスパン）からは、名目硬直性に起因する諸現象に対して金融政策がどのように対応することが適切なのかを検討しなければならない。また、超短期的な観点（数日からせいぜい数ヶ月のタイムスパン）としては、金融市場の流動性問題に適切に対処するための公開市場操作の理論を構築することであろう。

昨今の金融政策議論の背後にある理論的態度としては、「中・長期現象と超短期現象に対する短期理論の不法占拠」といってもよいような風潮がある。その裏返しとしては、短期理論モデルの（たぶん過剰な）リッチさに比べて精緻な中・長期理論と超短期理論が不在であるという事情が控えている。

適切なインフレ水準とは？

中・長期理論としては、「適切なインフレ水準とは？」という課題に取り組むことが第一義的であるはずなのに、そうした問題が真正面から取り組まれることはなかった。「デフレ脱却」が最優先の政策目標に掲げられ、「インフレ目標」の導入が真剣に議論されてきたことを思うと、こうした事態はかなり変則的であったといわざるをえない。

標準的な完備市場モデルでは、むしろ貨幣保有コストを引き下げるデフレーションの方が望ましい。また、完備市場環境では、トービン効果のような非・超中立性が生じる余地がまったくない。

一方、不完備市場環境における貨幣や（短期）政府債券は、特殊な地位を占めている。これらの公的債務は、民間貸借契約で当然のように直面する（情報非対称性に起因する）誘因両立性や契約履行性の制約を受けることがない。また、直接的な物的資産の裏付けがない点でも公的債務は民間債務と異にしている。

貨幣や政府債券は、上述の契約上の制約に服していないことから高い市場流動性を得ることができると。民間債務の中でもっとも市場流動性の高い要求払い預金にあっても、多くの場合、短期政府債券

によって裏付けられている。これらの高い流動性を備えた資産は、予備的貯蓄手段として民間の金融契約や保険契約を代替する、あるいは補完するという性格がある。たとえば、Bewley の著名な論文によれば、固有リスクに対する保険市場が欠如している不完備市場環境では、実質貨幣残高がフリードマン・ルールを実現できる飽和点にまで達しない。

また、不完備市場環境では、貨幣保有に関わる実質収益率を引き下げるインフレーションは、民間債券が貨幣と競合する度合いを弱めて、民間貸借契約の誘引両立性制約や契約履行性制約を緩和するという厚生改善的效果もある。こうした効果を伴う不完備市場環境は、インフレーションが貨幣保有コストを引き下げて厚生を劣化させる効果しかない完備市場環境と対照的である。

いずれにしても、「デフレ脱却」と「インフレ目標」が声高に主張されていたのにもかかわらず、中・長期的な観点から望ましいインフレ率を理論化する作業は、ほとんど手付かずのままであった。

景気制御としての金融政策

一方、短期的な側面から景気制御としての金融政策を評価するモデルは、きわめて活発に（過剰なほどに）議論されてきた。

名目硬直性から起因する経済現象、特に、生産性ショックに対する金融政策の機動的な対応はきわめて重要である。たとえば、名目価格が硬直的で数量調節が主体である経済環境では、ポジティブな生産性ショックが雇用や産出量をかえって引き下げてしまう可能性がある。そうした場合に拡張的な金融政策を直ちに実行すると、名目硬直性を伴わない環境における効率的な資源配分を達成することが可能となる。

しかし、ここで注意しなければならない点は、まさに短期的現象であることを象徴して、名目硬直性に起因する経済現象は、たとえ政策介入がなくても早晩解消する問題ではあるという点である。裏を返して言うと、早晩解消する経済問題に対して適切に政策対応することの厚生経済学的なメリットは、それほど大きくないであろう。当然ながら、市場の欠落や資産取引の制約を伴う不完備市場環境において景気循環の厚生コストがきわめて大きいからといって、金融政策によって可能な範囲の景気制御のメリットがきわめて大きいと直ちに結論することはできない。

また、名目硬直性を伴う短期モデルから最適金融政策として導出される状態変数依存型の政策ルールについても、その実際的妥当性についてあまりに楽観的に考えられている節がある。

第1に、政策ルールを導入する前に明解なルールを設定できるのであろうか。第2に、単位根を含む状態変数をタイムリーに、しかも正確に観測することができるのであろうか。均衡実質金利、期待インフレ率、潜在的産出量（あるいは、GDP ギャップ）は、仮に過渡的なショックのみにさらされているのであれば、正確な計測をする術もあるであろう。しかし、これらの変数が永続的なショックにさらされているとすれば、均衡水準そのものの変化なのか、均衡水準からの乖離なのかを識別することは、きわめて困難であろう。

簡単なスムージングや生産関数に対するナイーブな仮定を想定した短縮形のモデル（reduced model）で GDP ギャップを正確に計測することはほぼ不可能であろう。少なくとも、均衡水準の動学的経路を明示的に決定することができる構造モデル（structural model）を手許においておく必要がある。

公開市場操作の実践と理論

超短期の政策問題としては、公開市場操作に市場流動性を制御する潜在的な役割がある。金融危機

では、資産価格がファンダメンタルズから乖離するという現象が生じる。たとえば、

短期資産の割高と長期資産の割安

公的債務の割高と民間債務の割安

ドル資産の割高と円資産の割安（円高かどうかということと別問題）

という現象が現れる。公開市場操作は、そうした流動性問題を解消する上で本質的な役割を果たす。

それにもかかわらず、流動性問題に対する公開市場操作の技術に関する知見にしても、その理論的な裏付けにしても、著しく欠如しているというのが金融論の現状であろう。

たとえば、買いオペと売りオペを同時に実施する両建てオペを考えてみたい。こうした両建てオペには、「債券買い手過剰の市場」に対して売りオペを行い、「債券売り手過剰の市場」に対して買いオペを行って、中央銀行が両者の市場を仲介することで流動性問題を解決しているという側面がある。しかし、それでは、それぞれのオペをどの程度積み上げればよいのか、買いオペを売りオペで完全に相殺すべきなのか、あるいは、買いオペを支配的にしてネットで準備預金を供給すべきなのか、という点にまで踏み込んでいくと、未解決の問題が山積みである。金利上限を設定しているロンバート金利についても、その実践についても、理論についても、精緻な体系があるとはいえない。

景気制御と流動性制御の併用の問題について

超金融緩和政策のプロセスが投げかけた本質的な問題は、「景気制御の政策枠組みで流動性問題に対処することが適切なのか？」ということであろう。言い換えてみれば、「短期的な現象に対処する政策枠組みで超短期的な現象に臨むべきなのか？」という点である。

より具体的に考えていくと、1997年や1998年の金融危機時に実施された準備預金供給中立的な両建てオペをどう評価すべきであろうか。この場合にあっては、買いオペを優先させて超過準備を持つべきではなかったであろうか。いくつかの実証研究が翌日物コールレートに流動性効果の存在を確認していることを鑑みると、いっそうそういったことを考えざるをえない。

また、1999年2月にはじめてゼロ金利政策が導入された場合も、年度末決済に対する政策という側面は無視できない。

しかし、1999年4月のゼロ金利政策へのコミットメントをして以降、景気制御の枠組みで流動性問題にも対処しようとする姿勢が鮮明になる。2001年3月の量的緩和政策の導入以降は、景気制御の枠組みを流動性問題にも併用するという面は、乱用気味にさえなっていく。

確かに量的緩和政策は、資産価格体系、特にデリバティブ価格体系に対して持続的な影響を与えた可能性が高い。しかし、それが望ましいことだったのであるか。買いオペが債券買い手の不足を補って割安を解消したのであればそうした政策は十分に合理化できる。しかし、買いオペが対象資産の割高をもたらしているとすればどうであろうか。

さまざまな資産価格データは、金利期間構造を含めたデリバティブ価格に次のような歪みが生じていることを示唆している。

中・長期債券の割高

中・長期金利スワップレートの低位安定（金利スワップ・スプレッドのマイナス化）

民間債券の割高

信用リスク調整後社債スプレッドの低下傾向

また、円高環境における円資産の過剰という象徴的な事態も起きた。円ドル為替市場では、カバー付き金利平価に照らしてみても、スポットにおける円の割安（ドルの割高）とフォワードにおける円

の割高（ドルの割安）が生じていた。こうした場合、ドルを売却して円で運用し再びドルに換金すれば確実に収益を得ることができる。それにもかかわらず、円資産市場に資金が流入することはなかった。このような状況で為替スワップを活用すると、円金利はマイナスになってしまう。1997年や1998年のようなドルの不足状況ではなく、量的緩和環境における円の過剰状況でこうした問題が生じてきた。

資産価格の歪み，デリバティブ価格の歪み

日本の政策現場では、政策効果を評価する場合に、デリバティブ価格の歪みに対して過小に評価がなされ、その背後にある本質的な問題を等閑視する傾向が強かった。

しかし、国内的に見れば、そうしたデリバティブ価格の歪みは、投機行動を助長してしまう。事実、円金利、国債金利、円通貨は、強い投機圧力にさらされた。また、生産要素の貢献やリスク・テイキングの貢献に対して適切な報酬がもたらされなくなってしまう。低生産性プロジェクトへの過度な資金供与という結果も伴いかねない。長期金利体系の過度の低下は、財政規律を弱めてしまう可能性さえある。この間、円金利や円通貨のデリバティブ市場の規模が急速に縮小するとともに、過度の円資金流出にバイアスがかった。そうしたことが積み積もって円通貨の国際的な信用は著しく失墜し、ドル、ユーロ、ポンドに次ぐ地位に甘んじざるをえなくなった。

金融政策の効果は、資源配分の効率性を高めることをもって、あるいは、資産価格形成やデリバティブ価格形成の適正化を促すことをもって評価すべきである。少なくとも、経済理論的な観点に立てば、それ以上でも、それ以下でもない。

量的緩和政策がもたらした効果がきわめて変則的なのは、そうしたことをはるかに通り越して、さまざまなスプレッドやプレミアムを本来あるべき幅を超えて縮小させていったところにある。量的緩和政策がもたらした非効率性を機軸に金融政策を積極的に評価していくということは、経済学にはどのような手続きを経ても正当化することは難しいであろう。

保守的な景気制御と機動的な公開市場操作

そもそも、量的緩和政策のように政策効果が複雑で、その評価に関わる不確実性がおそろしく大きい場合にも、そのような政策を遂行すべきなのかどうか、中央銀行がそこまでの判断が許されているのかどうか、ということが今次の超金融緩和政策が抱える本質的な問題なのかもしれない。

そのように考えてくると、経済学的な観点からすればかなり瑣末に属する結論をモデルからひねり出してみたり、理論的観点からは自然と正しい結果まで追い求めすぎて、実際の政策現場で徒に混乱するよりは、「保守的な景気制御」と「機動的な公開市場操作」という組み合わせによって、解くことがそもそも不可能な政策問題に対処していくことこそが「人類の知恵的な側面ではないであろうか。と、いって、このような言い方はあまりに超越的なコメントになってしまうが。

宮尾パラダイムと岩村・白塚・渡辺論文

ここで宮尾パラダイムに戻ってみると、論文で指摘しているように「本来あるべき水準（均衡実質金利）を下回るところまで市場実質金利を誘導することが是認しうるのか」ということを、量的緩和政策の評価の座標軸に設定していることの意義は大きいと思う。超金融緩和政策が効率的な資源配分を達成することを通り越して非効率的な状況を継続させているとすれば、少なくとも経済学的な立場からは否定的に評価せざるをえないであろう。それにもかかわらず、そうした金融政策を行うとすれ

ば、国民感情への配慮とか、一定の利益の保護とか、秩序の維持であるとか、そうした別の理由を明示的にする必要があると思う。それこそが政策の説明責任であろう。たぶんいちばん望ましくないことは、政策の正当化に経済学的な理由を装うということであろう。

岩村・白塚・渡辺論文は、中・長期国債にコンプライアンスが発生している事実を丹念に検証している点できわめて重要な実証研究である。しかし、それを実質債券残高が追加的効用をもたらすようなモデルに沿って解釈すべきかどうかは慎重であるべきかもしれない。いろいろな状況証拠を鑑みると、長期債券が、とりわけ金利スワップなどの民間長期契約が割高に評価されている可能性も決して排除できない。超金融緩和政策が実現している状況を自然な姿と見るよりも、むしろ中・長期的には期待仮説に収斂するようなモデルの方が自然なような気もする。すなわち、長期均衡において流動性サービスについて過度な希少性が解消して、債券価格形成については本来のファンダメンタルズから評価されるような状況である。

また 本論文の一連の結果を実質貨幣残高が飽和点に達しているのかどうかに沿って解釈するのは、いっそう慎重であるべきように思う。フリードマンの意味で飽和点を定義するのであれば、実質貨幣残高が十分高くなってデフレ率が時間選好率に達して、貨幣保有の実質収益率が時間選好率に等しくなるかどうか基準となるであろう。先述のように、確かに不完備市場環境では実質貨幣残高が上述の意味での飽和点に達しない可能性がある。こうした側面は中・長期のモデルで議論すべきことであって、中央銀行の金融調節を対象とするモデルとは時間フレームワークが大きく異なっているように思う。