



「金融政策の有効性を評価する」とは？

神戸大学経済経営研究所

講師 柴本 昌彦

私は「計量経済学や時系列分析手法を用いて、日本の金融政策に関して実証研究を行う」ということを主要な研究テーマの1つとしている。読者の中には、それだけ言われても何をしているのかわからない、という方も多いのではないだろうか。そこで、本コラムでは、「金融政策」というテーマで私はどのようなことをしようとしているのか、そして「計量経済学や時系列分析手法を用いた実証研究を行う」ことでどのように研究・分析できるのかを大雑把に説明したいと思う。

そもそも金融政策とは、中央銀行（日本では、日本銀行）が行う金融面からの経済政策である。一般的に、（特に先進国の）中央銀行は景気や物価の安定を最終的な目標として金融調整を行っている。さらに、景気対策の一環として、金融引き締めや金融緩和を行っている¹。

本コラムで紹介する「実証研究」とは、分析対象となる経済理論モデル等から含意される仮説をデータを用いて検証することを指している。金融政策を分析する際には、大別して2種類の分析対象がある。1つ目は、様々な経済環境の変化（例えば、資産価格上昇を伴う景気過熱や世界的な金融危機に伴う景気悪化、及び原油価格の上昇に伴う一般物価の上昇等）に対して、どのような金融政策運営を行えば安定した経済環境が保たれるのか、という点である。例えば、バブル崩壊に伴い景気悪化が起こったとしよう。中央銀行は金融緩和的な経済環境にすることで、景気や物価の安定を保とうとすることが考えられる。ただし、どのくらい金融緩和的にすれば良いのか、といった定量的な点はデータを用いて検証しなければならない。

2つ目は、より緩和的な（あるいは引締めの）金融政策を行った場合、利子率、為替レート、株価等の金融変数、及び生産、投資、労働、物価等の実体経済に対してどのような効果をもつのか（そもそも効果があるのか、否か）という点である。例えば、景気対策として更なる金融緩和を日本銀行が行うとしよう。日本銀行は公開市場操作を行い、誘導目標であるコールレート（銀行間金利）を追加的に0.25%引き下げるように通貨供給を行う。一般的には、そのような金融緩和は他の利子率の低下や株価の上昇等をもたらし、それらによって家計消費や民間投資が増えることで実体経済（景気や物価）へ波及していくものと考えられる。実際に、どのくらいの効果があるのかを定量的に分析するには、実際のデータを用いて検証する必要がある。

¹具体的な政策手段に関しては、日本銀行のホームページに詳細かつ簡便に説明されているので、もし興味のある方は参照してほしい。

ところで、上記の2つは同じことを言っているように聞こえるかもしれないが、実は、金融政策を分析する上では大きな違いがある。前者は金融政策とは無関係に起こった経済変動要因に対して「受動的に」行う金融政策運営を分析するものであるのに対し、後者は金融政策当局が「自発的に（積極的に）」政策発動を行った場合の効果を分析するものである。ここでは、前者のような政策の分析を「受動的な政策の分析」、後者のような政策の分析を「自発的な政策の分析」と呼ぶことにしよう。

では、実際にデータを見てみよう。図1は日本のコールレート、消費者物価指数（CPI）インフレ率、国内総生産（GDP）成長率の1987年から2001年までの年ごとの推移を表したものである。図から明らかなように、バブル経済崩壊後の1992年以降景気が悪化し、物価の下落が続いたため、日本銀行は金融緩和を行いコールレートはほぼ0%にまで低下した。これはバブル崩壊後の景気低迷に対して、日本銀行がコールレートを引き下げることで金融面で緩和的な経済環境を作り続けたということの表れである。しかし、このような政策を取り続けたにもかかわらずCPIインフレ率、GDP成長率共に上昇するどころか、むしろ低下傾向にあったことがわかる。

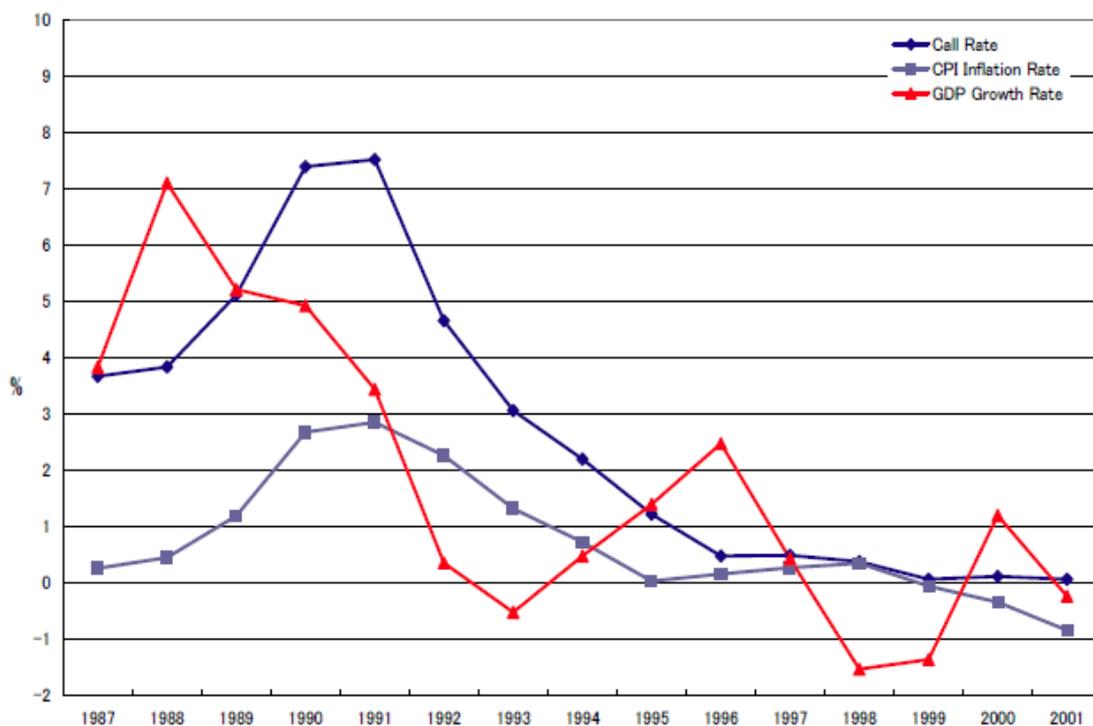


図 1: コールレート、CPI インフレ率、GDP 成長率

図1を見た読者の中には、金融緩和政策を取ったとしても景気や物価は上昇しない、金融政策効果は限定的だ、といった印象を持った方もいるかもしれない²。しかし、これらのデータを分析する際、そのように結論を下すのはまだ早い。というのは、『金利の低下』とい

²実際、バブル崩壊以降現在に至るまでの金融政策の有効性に関して数多くの実証研究が行われているが、その中には金融政策の有効性を疑問視するものも少なくない。

うデータの背後には少なくとも2つの相反する因果関係が存在しているからである。つまり、景気悪化や物価の下落に対応した「受動的な政策」として金利を低下させたのか、もしくは「自発的な政策」として金融政策当局が積極的に金利を低下させたのか、という別の因果関係が存在するのである。

もし仮に景気悪化や物価の下落に対応した「受動的な政策」として金利を低下させていたとしよう。このケースでは、『景気悪化』と『物価の下落』と『金利の低下』というデータが観測されることだろう。しかし、それは金融政策効果が限定的だということを示しているわけではない。もし受動的に金利を低下させていなければ、景気と物価の下落が深刻になり、より不安定な経済になっていたのかもしれないからだ。更に、このようなデータが観測された際、「自発的な政策」の意味で金融緩和を行っていたとしても、景気回復や物価が上昇しないということの意味しているわけではない。というのは、このケースでは、「自発的な政策」の意味で金融政策が有効なのか、限定的なのかどうかは全く別問題だからだ。よって、この2つの政策の違いを正しく区別して分析しなければ、金融政策の有効性を正しく評価することはできない。

では、観測されるデータの背後にある2つの因果関係を区別して分析することはできるのだろうか。先ほどの図のように現実のデータをプロットしただけだったり、各変数の相関関係を見るだけでは、観測される金利の変化が「受動的な政策」によるものなのか、「自発的な政策」によるものなのかを区別することは困難である。しかし、『計量経済学』や『時系列分析』を正しく用いると、その違いを区別することができるのである。

最近、私は「自発的な政策」の意味で「金融政策は有効だったのか？」ということテーマに分析を行っている。『計量経済学』や『時系列分析』を用いて「自発的な政策」による政策金利の変化を厳密に識別し、その変化に対する短期金利、長期金利、資産価格、生産、物価等への波及効果を分析したところ、「自発的な政策」による実体経済への波及効果はあったことがわかった。つまり、90年代の日本の金融政策を評価すると、「緩和的な金融政策を発動しても意味が無い」というわけではなく、市場に積極的に働きかけをするような金融緩和政策は実体経済に対して有効であった、ということである。

この分析に関しては、現在論文を作成中である。もし興味を持たれたようならば、論文が完成した際には是非ご覧頂きたいと思う。