

(日本金融学会「金融経済研究」第26号、2008年、掲載書評)

田中 敦 著『日本の金融政策-レジームシフトの計量分析-』

有斐閣、223+xiv頁、2006年

1. 市場メカニズムが広く浸透しつつある現在、公共政策の運営においては、市場を基礎として運営される金融政策への注目が近年ひととき強まっている。とくにわが国では1990年代末以降、日本銀行がゼロ金利政策あるいはそれをさらに進めた量的緩和政策を実施するという、歴史的にも国際的にも未曾有の金融政策措置をとってきたこともあって金融政策をめぐる議論が活発化、多面化している。

本書は、日本の金融政策を比較的長いタイムスパン（概ね1970年代から2000年代初め）にわたって取り上げ、政策運営の手法、効果波及のメカニズム、諸条件のいかんによる効果の差異、といった核心をなす問題を厳密な計量分析によって解明することを意図した書物である。

2. 本書では、まず金融政策運営主体である中央銀行（日本銀行）が直面する課題（政策目標と政策手段の選択）から始まり、政策実施対象である準備（ハイパワードマネー）市場、その効果が及ぶ各種金融市場、そして実体経済面への影響、という順序で多様な分析がなされている。そこで、まず各章の要旨を述べ、次いで批評を記すこととしたい。

第1章「金融政策の目標と政策運営」では、金融政策の最終目標、運営目標、政策手段という認識枠組みを適用し、1970年代以降2000年代初めまでの日本銀行の金融政策運営の考え方や運営方式を要約している。そして、各種の政策目標に対する重点は時期により変化したこと、不況が長期化する中で日銀はゼロ金利政策や量的金融緩和政策を採るに至ったこと、などが指摘されている。

第2章「金融政策目標の選択」では、日銀による金利操作がどのような経済指標を反映してなされてきたか（政策反応関数）が計量分析によって導かれる。その結果、日銀の政策運営は幾つかの時期に区分できることが主張されている。政策反応関数の計測は標準的なアプローチであり、本書での定式化も先行研究を踏襲したものであるが、その分析において斬新な手法が援用されている点特徴的である。すなわち、金融政策運営の枠組（本書ではレジームと称している）の変化を捉えようとする場合、従来はやや恣意的に期間分割がなされていたが、本書ではレジームシフトの回数や時期が恣意性なしに推定できるハミルトン（1990年の論文）の手法が用いられている（計測期間1973-1998年）。その結果（1）従来の政策は概ね3つのレジームのいずれかで説明できる、（2）いずれのレジームにおいても物価安定が政策目標であった（そして時期により株価や円相場が加わった）、（3）1993年末

以降は政策金利が次第にゼロに近づいたため金利操作による政策目標（物価）への効果は低下した、などの結論を得ている。

第3章「金融政策の操作目標と準備市場」では、中央銀行の操作対象である準備（レザーブないしハイパワードマネー）市場の作動メカニズムが分析されている。日本では従来、銀行が超過準備をほとんど保有しなかったためその需要は金利に対して非感応的とする議論が主流であったが、ここでは（1）やや中期的な視点で捉えると金利感応的であること、（2）合理的期待を導入した場合には短期的にも金利感応的になること、が理論的にいえるとの主張がなされ、これらは計量分析（回帰分析）によって確認された、と述べている。

第4章「1990年代末以降の準備市場」では、前章で扱ったメカニズムが大きく変化した時期、すなわち日銀が短期市場金利をゼロにまで引き下げる政策（ゼロ金利政策）に移行した時期（1999年2月以降）およびそれをさらに進め準備供給を次第に加速させる政策（量的緩和政策）を採った時期（2001年3月-2006年3月）に焦点を合わせ、それらの効果を分析している。ここでも前出のハミルトンの手法を再び援用、この時期には（1）準備市場に大きな構造変化が発生した（民間銀行の行動は需要曲線から外れた状況になった）との議論を展開、その結果（2）準備供給の増減は民間銀行に影響を与えない、（3）つまり金利変動を介する従来の政策波及効果は何ら有効性をもたなくなった、などを計量的に示している。さらに、準備の増加自体の効果の有無を時系列分析（VAR）によって検証、（4）この時期にはそうした政策効果も検出されない、として金融政策の有効性が喪失したと結論づけている。

第5章「金融市場と政策効果の波及メカニズム」では、金融部門の簡単な一般均衡モデルを提示するとともにそれを統計的に推定する（計測期間は1996年まで）とともに、得られた結果をもとにして若干のシミュレーションを行っている。その結果、日銀による準備量や短期金利のコントロールは、民間銀行の貸出金利や貸出量を予想どおり変化させる効果を持ったことが示される、としている。

第6章「金融政策における中間目標の選択」では、中央銀行が中間目標としてターゲットにすべきは金利、通貨供給量（マネー）のいずれなのかを検討している。その解答は、良く知られている（プールの1970年の論文）とおり経済に発生するショックの性質によって規定されるが、本書では日本の場合どちらの政策が実際に採られたかを計量分析（GARCH）によって解明している（計測期間1968-1995年）。推計結果にはやや問題が多かったとしても、石油危機前後には金利よりもむしろ通貨量のコントロールによって物価安定化を図ろうとしたこと（理論的に支持される選択肢を採ったこと）がわかる、などと述べている。

第7章「貸し渋りと貸出市場の不均衡」では、金融政策の効果波及過程で民間銀行貸出がどう変化するか、あるいはしないのか（1990年代の銀行の貸し渋り）を分析している。ここでは、既述のハミルトンのレジームシフトの分析を含む幾つかの手法によって計測がなさ

れている（計測期間 1977-2002 年）。推定結果は必ずしも安定的でなかったとしつつも

（１）1990 年代には貸出需要側よりも確かに貸出供給側の要因によって貸出量に変化した時期が多かった、（２）それは不良債権累増に伴う銀行の自己資本の毀損（リスク負担能力の低下）による、（３）したがって金融政策による対応よりも銀行部門自体の問題の解決が先決であった、などと主張している。

最後の第 8 章「1990 年代以降の金融政策」では、ゼロ金利政策や量的緩和政策などの未曾有の政策がほとんど効果を持たなかった理由を整理するとともに、政策の有効性を確保するうえでの課題を検討している。まず政策が有効性が喪失した理由として（１）金融政策効果の本来的な非対称性（ブレーキとしては有効であるがアクセルとしての効果は比較的小さいこと）、（２）不良債権増大に伴う銀行の貸し渋り、（３）金利の非負制約に伴う価格メカニズムの喪失、を指摘している。そして、政策の有効性を回復するには銀行のバランスシート健全化が重要であり、政策運営においては「資産価格の変動を考慮にいたれたフォワード・ルッキングな政策対応が重要になる」と結論づけている。

3. 本書の特徴は、第一に、金融政策ならびに金融市場に関する中心的検討課題に対し、多様かつ高度な計量分析手法（通常の回帰分析のほか、VAR、GARCH 等）を自由自在に用いることによって実証的に議論を展開している点である。本書の主張の多くは、先行研究の結果をいわば追認する内容のものが多いが、その分析においてハミルトンによるレジームシフトの計量手法を一つの軸としている点（2 章、4 章、7 章）はたいへん目新しい。その手法を用いた多くの分析結果は、評者にとって概ね納得がゆくものであり、したがってその手法の妥当性が示唆されているように思われる。

第二に、計量分析の結果に対して行き届いた洞察なされているほか、各種の議論に対しても比較的バランスのとれた判断がなされている点である。例えば、テイラールールに準拠した金利誘導方式、あるいはインフレ率ターゲットリングなどを研究者が議論する場合、ともすれば一方的、一面的な立論を展開する場合が少なくないが、本書の著者の場合、これらの課題を評価するに際しても理論的および実際的な問題点によく目配りができている（206-207 ページ）。本書では全般にこうした配慮がなされており、この点好感が持てる。

第三に、書物の「作り」において、たいへん行き届いた配慮がなされている点である。本稿冒頭に記載したとおり書物の構成が分かりやすいほか、記述は概して簡潔かつ要領を得ており、図表も厳選され理解しやすいように工夫がなされている。研究者の書物は、ともすれば独りよがりな記述、計測結果の長大な羅列、記述の頻繁な繰り返し、などに陥っている場合が少なくないが、本書の場合わずか 200 ページ余りの紙幅で上記の研究結果がコンパクトにまとめられている。この点、敬意を表わしたい。

4. 一方、物足りなさを感じる点もある。第一に、量的緩和政策を評価する場合、本書の分析は確かに一つの基本的な視点を提供するが、いまま少しきめ細かい視点も加えて総合評価をすることが必要であろう。すなわち、本書ではもっぱら3変数（コールレート、準備量、鉱工業生産）のVARを回すことによって政策無効化を結論しているが、そのほかにも、例えば緩和政策継続のコミットメントによるイールドカーブの押し下げ効果が多く、先行研究で確認されている（鶴飼 2006）。したがって、こうした面の議論も加えて全体を評価していれば、さらに説得力が増したであろう。

第二に、本書の分析は「過去」について貴重な理解を与えるが「将来」についての示唆が乏しいことである。実証分析は当然過去の統計データを用いる分析である。このため、本書が実証分析を中心とした研究であるということは、反面、将来についての示唆が必然的に乏しいものにならざるを得ない面がある。結論的に「資産価格の変動を考慮にいたしたフォワード・ルッキングな政策対応が重要になる」と述べられているが、そうした政策のイメージや具体的な対応方法を本書から読み取ることは残念ながら評者にはできなかった。

また中央銀行は、金利、マネーのいずれを中間目標（ターゲット）にすべきかという本書での分析（第6章）は相当陳腐化した問題設定ではなかろうか。近年は現実の政策運営および学界での研究も、中間目標の選択肢の問題よりもむしろ最終目標（物価）ターゲットのあり方が中心である。そのうした議論では、目標将来物価（予測値）をどう設定するのが望ましいのか（中央銀行自身が予測すべきか、それとも市場との「対話」によって予測値を形成すべきか）といった方向で議論が発展してきている（Woodford 2007）。金融政策の「将来」のあり方に関しては、このような踏み込んだ記述が欲しいところである。

上記2点を本書に求めるのはやや筋違い（おそらく別の書物が必要）かもしれないが、本書は日本の金融政策につきその基本問題を手堅く実証分析を行った第一級の研究書であると思う。

（引用文献）

鶴飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」日本銀行金融研究所『金融研究』第25巻第3号、1-45 ページ。

Woodford, Michael (2007), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy" Journal of Economic Perspectives; Fall, 21(4), pp. 3-24.

（明治学院大学 岡部光明）