

令和 6 年 6 月 9 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(B)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21H00705

研究課題名（和文）金融政策と財政政策の相互関連に関する研究

研究課題名（英文）Research into Interaction between Monetary and Fiscal Policies

研究代表者

関根 敏隆（SEKINE, Toshitaka）

一橋大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：20894174

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 13,900,000円

研究成果の概要（和文）：本研究プロジェクトでは、金融政策と財政政策の相互関連について、複数のアプローチから分析を行った。その結果、(1)金融政策と財政政策の政策スタンスをみると、過去、必ずしも望ましい組み合わせではなかったことが、日本経済のデフレ的な状況からの脱出を難しくしたこと、(2)この間の財政政策は物価押上げに一定の寄与をしてきたものの、他のデフレ要因を打ち消すほどまでには拡張的ではなかったこと、(3)非伝統的な金融政策の一環として行われた中央銀行による国債買入は、家計の過剰貯蓄と相まって、国債利回りを大きく低下させ、財政赤字にも関わらず政府債務が発散的に積み上がることを防いだこと、がわかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

1990年代から続いた慢性的なデフレ期に、金融政策、財政政策はどのような役割を果たしてきたのか。実効的な名目ゼロ金利制約に付する中、日本銀行は非伝統的金融政策を導入することによって金融緩和に努め、財政当局は大幅な財政赤字を続けた。これらの政策は、相互にどのように関係し、全体として、どの程度の効果をもったのか。これらの問題に答えることは、インフレ率が2%を越えるようになった今日においても、これらの政策の巻き戻しをはかるうえで重要な政策含意をもつ。本研究プロジェクトは、こうした問題意識に答える意義をもつ。

研究成果の概要（英文）：In this research project, we analyzed the interaction between monetary policy and fiscal policy from various approaches. The results revealed that: (1) The policy stances of monetary and fiscal policies were not always the desirable combination in the past, which made it difficult for Japan's economy to escape from a deflationary trap. (2) Although fiscal policy during this period contributed to raising prices, it was not expansionary enough to offset other deflationary forces. (3) The purchase of government bonds by the central bank, as part of unconventional monetary policy, coupled with households' excess savings, significantly reduced government bonds' yield and helped the government debt's sustainability.

研究分野：金融政策、インフレ動学

キーワード：金融政策 財政政策

様式 C-19、F-19-1 (共通)

1. 研究開始当初の背景

本研究プロジェクトを企画した2020年時点では、1990年代後半から続く慢性的なデフレ状況から完全には脱却するには至らず、消費者物価指数の前年比はなおマイナス基調にあった。この間、金融政策は、1990年代半ばに政策金利をゼロ%近傍に引き下げた後、非伝統的金融政策という名の下で様々な措置による金融緩和を余儀なくされていた。その一方で、1990年代半ば以降、基礎的財政収支は一貫して赤字を続けるなど、財政政策も拡張的に運営されてきた。一連の非伝統的金融政策の中には、国債の大量購入や10年物国債利回りをゼロ%程度にする（Yield Curve Control）といった、財政政策との垣根を問われるものも含まれていた。こうした中において、金融政策と財政政策は相互にどのように関連しているのか、両者をあわせてみたときに、どの程度の緩和効果があったと考えられるのか、といった問題意識が幅広く持たれていた。

2. 研究の目的

本研究プロジェクトは、上述の問題意識のもと、金融政策と財政政策の相互連関について、複数のアプローチから分析を行い、新たな知見を得ることを目的とした。得られた研究成果は、国内外の研究者（含む政策当局のエコノミスト）を招聘して国際コンファレンスを開催し、学界のみならず、政策当局者、市場関係者等に広く成果を還元することを企図していた。

3. 研究の方法

(1) 研究の方法は、第一に、金融政策と財政政策を明示的に取り込んだ動学的確率一般均衡（Dynamic Stochastic General Equilibrium）のマクロ・モデルを開発し、日本のデータに当てはめることによって、金融政策と財政政策の相互連関を明らかにするという手法をとった。より具体的には、金融政策と財政政策の相互連関を重視する Fiscal Theory of Price Level (FTPL) の理論モデルに依拠し（Leeper, 1991）、金融政策、財政政策の政策スタンス（active/passive）の組み合わせにより、実体経済や物価の経路が異なるものになることを考慮に入れたモデルを開発した。推計にあたっては、金融政策、財政政策の政策スタンスが時間によって変化しうること（Regime Switching Model）を許容することによって、過去、日本はどういった政策スタンスの組み合わせにあったのかを明らかにしたうえ、実体経済やインフレ率にどのような影響があったのかを検証した。

(2) 加えて、マクロ・モデルによるアプローチでは、Bianchi et al., (2023) といった最近の FTPL の発展を踏まえ、将来的な財政措置の裏付けがない政府支出（unfunded fiscal shock）が恒常的にインフレ押し上げに寄与するという点を明示的に取り込んだ代替的マクロ・モデルも開発し、日本のデータに適合することによって、デフレ脱却に向けた財政政策の役割を検証した。

- (3) 第二のアプローチとして、最近脚光を浴びている資産市場の Demand System Approach (Kojien and Yogo, 2019) という手法を用いた国債市場の分析も行った。高齢化の進展に伴い、安全資産に対する選好が強い高齢者が増加するため、国債に対する需要が基調的に増大してきた。その一方で、非伝統的金融政策の一環として行われた日本銀行の国債買入は、市場に出回る国債供給を減少させてきた。こうした需給要因を明示的に考慮することにより、非伝統的金融政策がどの程度、国債利回りの低下に寄与したのかを検証した。

4 . 研究成果

- (1) 第一のアプローチのうち、金融政策と財政政策の政策スタンスについては、1998 年から 2013 年までは、両政策とも受動的 (passive) であったとの結果になった。これはデフレ脱却に対しては、決して望ましい政策スタンスの組み合わせではない。このうち、金融政策については、2013 年以降、量的質的金融緩和をはじめとした一連の非伝統的金融政策の導入に伴い、政策スタンスは積極的 (active) に転換したと推計された。消費者物価指数インフレ率は、同年以降、コロナ・ショックが起こる 2020 年まで、概ねプラスを続けていたのは、こうした金融政策の転換が寄与したことが明らかになった。
- (2) 第一のアプローチのうち、財政手当のない支出拡大 (unfunded fiscal shock) の影響については、確かにインフレ押し上げに寄与した時期もあったが、その時期は限られているうえ、プラス幅も比較的小さなものにとどまり、他のデフレ要因を覆すものではなかったとの結果になった。これは、財政手当のない支出拡大がインフレ押し上げに大きく寄与した米国と対照的である。こうした枠組みでみると、日本の政府債務の増大は、結局のところ、将来的な財政措置によってファイナンスされると人々が信じているという意味で、財政維持可能性を失っていないことが、財政政策のインフレ押し上げ寄与を限られたものにしたと考えられる。
- (3) 第二のアプローチの国債市場の需給分析では、1990 年代後半より国債利回りが 250 ベーシス・ポイント (bps) 低下したうち、日本銀行の国債買入が 165bps、高齢者層を主とした家計の安全資産選好が 85bps、それぞれ押し下げに寄与したとの推計結果となった。また、日本国債需要の利子弾力性を計算すると、米欧の国債需要の利子弾力性よりも高いとの結果も得られた。これは、将来、日本銀行が国債保有を減らし、その分市場に出回る国債供給が増えたとしても、比較的小幅な利回りの上昇に対して、市場が日本国債に対する需要を大きく増加させるため、需給均衡が大きく崩れることがないことを含意している。
- (4) こうした研究成果は、「低金利と財政維持可能性」という一般向けの雑誌論文 (関根、2023) として公表し、学界のみならず、政策当局者、市場関係者等に広く還元した。さらに、本研究プロジェクトの最終年度には、国内外の研究者 (延べ参加者数は 100 名以

上)を招聘した国際コンファレンス(Japan Economy Network)を主催した。研究成果の報告は高い評価を得た。個々の研究成果は、上記国際コンファレンスを含めた多くの学会での報告を経て、査読誌への投稿を行っており、今後、公表論文数の上積みが期待される状況にある。

<引用文献>

関根敏隆。「低金利と財政維持可能性」, 『統計』, 7月号, 14-20, 2023.

Bianchi, Francesco, Renato Faccini, and Leonardo Melosi. “A Fiscal Theory of Persistent Inflation,” forthcoming at *Quarterly Journal of Economics*, 2023.

Leeper, Eric M. “Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal policies,” *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147, 1991.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 1件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Batista Quentin, Nakata Taisuke, Sunakawa Takeki	4. 巻 153
2. 論文標題 Credible Forward Guidance	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Journal of Economic Dynamics and Control	6. 最初と最後の頁 104699 ~ 104699
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jedc.2023.104699	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 関根敏隆	4. 巻 74
2. 論文標題 低金利と財政維持可能性	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 統計	6. 最初と最後の頁 14-21
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Sekine Toshitaka	4. 巻 64
2. 論文標題 Looking from Gross Domestic Income: Alternative view of Japan's economy	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Japan and the World Economy	6. 最初と最後の頁 101159 ~ 101159
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.japwor.2022.101159	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計18件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 13件）

1. 発表者名 砂川武貴
2. 発表標題 Fiscal Inflation in Japan: The Role of Unfunded Fiscal Shocks
3. 学会等名 Japan Economy Network（国際学会）
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 笛木琢治
2. 発表標題 Understanding Japanese Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon
3. 学会等名 DSGE Workshop
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 笛木琢治
2. 発表標題 Understanding Japanese Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon
3. 学会等名 Japan Economy Network (国際学会)
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Dark Matter of Japanese Government Bonds
3. 学会等名 Japan Economy Network (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Dark Matter of Japanese Government Bonds
3. 学会等名 International Symposium on Econometrics and Statistics (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Dark Matter of Japanese Government Bonds
3. 学会等名 東京経済研究センター・金融班・冬合宿
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Dark Matter of Japanese Government Bonds
3. 学会等名 Hitotsubashi Summer Institute (国際学会)
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Looking from Gross Domestic Income: Alternative view of Japan 's economy
3. 学会等名 Japan Economy Network (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 砂川武貴
2. 発表標題 Forward Guidance as a Monetary Policy Rule
3. 学会等名 International Conference on Econometrics and Statistics (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Individual Trend Inflation
3. 学会等名 International Symposium on Econometric Theory and Applications (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Individual Trend Inflation
3. 学会等名 Summer Workshop on Economic Theory
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Individual Trend Inflation
3. 学会等名 International Conference on Computational and Financial Econometrics (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Dark Matter of Japanese Government Bonds
3. 学会等名 東京経済研究センター・金融班・夏合宿
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 砂川武貴
2. 発表標題 Forward Guidance as a Monetary Policy Rule
3. 学会等名 International Conference on Computational and Financial Econometrics (国際学会)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 Individual Trend Inflation
3. 学会等名 International Conference on Computational and Financial Econometrics (国際学会)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 関根敏隆
2. 発表標題 新型コロナウイルスと金融財政政策
3. 学会等名 一橋大学政策フォーラム
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分担者	砂川 武貴 (SUNAKAWA Takeki) (10747223)	一橋大学・大学院経済学研究科・准教授 (12613)	

6. 研究組織（つづき）

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分 担 者	笛木 琢治 (FUEKI Takuji) (20975403)	香川大学・経済学部・准教授 (16201)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計1件

国際研究集会 Japan Economy Network	開催年 2024年～2024年
---------------------------------	--------------------

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関