

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 16 日現在

機関番号：22701

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2013～2014

課題番号：25885086

研究課題名(和文) ゼロ金利制約下における非伝統的金融政策の効果

研究課題名(英文) Unconventional monetary policy under zero lower bound

研究代表者

中園 善行 (Nakazono, Yoshiyuki)

横浜市立大学・国際総合科学部・准教授

研究者番号：10707483

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、2001年から2006年にかけて日本銀行が採用した非伝統的金融政策が資産価格にもたらした効果について明らかにした。そこでは、量的緩和期間における金融政策ショックを識別する新しい手法が提案されている。本研究による発見は次の通りである。まず、量的緩和期の金融政策ショックに対する株式市場の反応は、経済理論が予想するものとは一致しなかった：緩和的な金融政策ショックに対して、株価は下落していた。さらに量的緩和期の金融政策ショックに対する株式市場の反応は、景気拡張期と景気後退期で非対称的であった。この株式市場の複雑な反応は、予想物価上昇率に対する不確実性の高まりと関係があることが示唆された。

研究成果の概要(英文)：This research examines and evaluates the effects of unconventional monetary policies adopted by the Bank of Japan from the year 2001 to 2006. A new measure is proposed to identify a nontraditional monetary policy shock from policy packages under the zero lower bound of short-term nominal interest rates during the quantitative easing period, using data on intraday three-month Euroyen futures rates. We find that stock markets do not react to a policy surprise in an expected manner and negatively respond to a monetary easing surprise. Moreover, we find an asymmetric response during a boom and a recession and a nonlinear reaction because of increasing uncertainty concerning future inflation dynamics and the enhancement of monetary policy transparency. Our result suggests that it is difficult to implement unconventional monetary policy to manage agents' expectations and a "lean against the wind" policy to prevent asset bubbles, particularly at the zero bound.

研究分野：マクロ経済学

キーワード：金融政策

1. 研究開始当初の背景

本研究課題の背景には、ゼロ金利制約下における金融政策の効果を分析するという動機がある。過去 20 年間の日本の金融政策運営を振り返ると、そのほとんどの期間で、実質的なゼロ金利政策が採用されていた。そしてこの期間中は、金利操作による伝統的金融政策ではなく、非伝統的な金融政策が運営された。例えば、消費者物価指数が安定的にゼロ%を上回るまで金融緩和を行うという中央銀行による「約束」(コミットメント政策)や、長めの金利の低下を促す国債買い入れ政策などである。これらの非伝統的金融政策が効果を持ちうるかどうかについては、以下の三つの理由で、その研究ニーズが高い。理由の一点目は、米国や欧州、カナダ、スウェーデンといった主要先進国の中央銀行が、日本銀行が採用した政策と同種の非伝統的金融政策を採用しているためである。近年、日本の経験に注目が集まっている。研究のニーズが高い理由の二点目は、日本の政府債務残高が高まり、財政政策の発動余地が狭まっているからである。最後のマクロ安定化措置として、金融政策に大きな期待が寄せられている。理由の三つ目は、非伝統的金融政策が、民間経済主体の期待形成に働きかけることを狙った政策である点と関係している。中央銀行の狙いは、一連の非伝統的金融政策によって、経済主体の期待形成を変化させ、緩和的な金融環境を作り出すことにある。しかし、期待に働きかけるタイプの政策は、理論的にも実証的にも完全に整理されているとは言えないため、研究のニーズは高い。

2. 研究の目的

本研究の目的は、ゼロ金利制約下における非伝統的金融政策の効果を分析することである。先進国の主要中央銀行は、近年、金

利操作によらない「非伝統的」な金融政策(特に、経済主体の「期待」に働きかけて緩和効果を得ようとする政策)を運営しているため、それらの政策の効果分析に関心が高まっている。しかし、非伝統的金融政策の効果分析は、発展途上である。その理由は、非伝統的金融政策が、民間経済主体の期待形成に働きかけることを狙った政策であり、研究遂行に際し、観察不可能な「期待」を扱うため、分析が難しいからである。本研究では、期待に関するサーベイデータ、及び金融商品の価格に織り込まれた情報を期待形成の代理指標とし、「非伝統的金融政策が、期待への働き掛けを通して、家計や金融市場に与えた影響」を分析する。

本研究課題のポイントは、民間経済主体の形成する「期待」をどう分析するかという点にある。金融政策が、未踏の領域に入っていくとともに、期待形成が果たす役割について特に金融政策との関連で、理論、実証ともに急速に研究が進展しつつある。理論面の研究動向として、例えば期待形成が適応的な場合や、学習に基づいて期待形成がなされる場合の経済動学について、活発に研究が行われている。また、実証研究の動向としては、これまで経済主体がどのように期待を形成するのか、特にインフレ期待などのデータを用いて、その振る舞いが分析されてきた。しかし、理論分析も実証分析も、期待形成に焦点を当て、非伝統的金融政策の効果を分析した研究は、蓄積が浅いのが現状である。

本研究の特色は、次の二点である。一点目は、期待に働きかけることを意図した非伝統的金融政策の効果を、近年注目度が高まっている期待に関するデータを用いて量的に評価しようとしている点である。二点目は、非伝統的金融政策変更のインパクト(金融政策ショック)の識別を行おうとしている点である。先行研究で示されている通り、ゼロ金利政策期間中においても、期待に働きかけるタ

タイプの非伝統的金融政策は緩和効果を持った可能性が高い。しかし非伝統的金融政策の効果の大きさは、政策が採用された時期や、株や債券といった資産間でも異なると予想される。例えば、2006年までの量的緩和期と、2009年以降の期間を比較すると、効果に差が生じている可能性がある。また、株価や為替レートには効果があるが、実体経済には効果が認められないという可能性もある。どのような結果が得られた場合でも、非伝統的金融政策が中央銀行の意図した通りの経路を経て、効果を持ったのかについて検証する試みは、金融政策論に新たな知見をもたらす、政策当局者からの今日的な要請に応えるという意味で、意義深いものである。

3. 研究の方法

本研究では、経済主体の期待への働き掛けを狙った非伝統的金融政策の効果进行分析する。分析には次の二つの難しさがある。(A)観察不可能な「期待」を量的に評価する点と(B)非伝統的金融政策が、民間経済主体の期待に働きかけた部分のみを抽出する点である。本研究では、(A)に対しては、期待が価格に織り込まれていると考えられる金融商品の価格の動きを分析することで「期待」を定量化する。また(B)の困難については、新しいタイプの識別方法を応用・改良することで「金融政策が期待に働きかけた部分」を抽出する。

4. 研究成果

本研究では、2001年から2006年にかけて日本銀行が採用した非伝統的金融政策が資産価格にもたらした効果について明らかにした。そこでは、非伝統的な金融政策ショック(いわゆる量的緩和期間における金融政策ショック)を識別する新しい手法が提案され

ている。

金融政策ショックを識別するため、本研究では、短期金利を原資産とする金融商品の価格変化を利用した。具体的には、3か月物のユーロ円金先の価格の日中変化を採用し、ゼロ金利制約下における、金融政策ショックの識別を行った。

本研究による発見は次の通りである。まず、量的緩和期の金融政策ショックに対する株式市場の反応は、経済理論が予想するものとは一致しなかった：緩和的な金融政策ショックに対して、株価は下落していた。緩和的な金融政策ショックが株価を押し下げるという結果は、弱気相場のもとでは金融市場の反応が状況依存的になるという過去の先行研究と整合的である。

次に、量的緩和期の金融政策ショックに対する株式市場の反応は、景気拡張期と景気後退期で非対称的であった。この株式市場の複雑な反応は、予想物価上昇率に対する不確実性の高まりと関係があることが示唆された。

株式市場の非線形的な反応は、ゼロ金利制約化における金融政策の遂行が難しいことを示唆している。本研究の結論は、“lean against the wind”型の政策で資産価格のバブルを事前に防止すべきとする主張は、実行可能性において困難を伴うため、現実的ではないとする Gali and Gambetti (2014) の結論と近いものである。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表](計4件)
Nakazono, Yoshiyuki, and Satoshi Ikeda, “Responses of Stocks and Exchange Rates to Monetary Policy Shocks under Zero Lower Bound in Japan,” Japanese Economic Association, Fall Meeting, Kanagawa University, Kanagawa, Japan, September 14, 2013.

Nakazono, Yoshiyuki, and Satoshi Ikeda,
“ Stock Market Responses under
Quantitative Easing: State Dependence and
Transparency in Monetary Policy, ” Waseda
University, Tokyo, Japan, September 29,
2014.

Nakazono, Yoshiyuki, and Satoshi Ikeda,
“ Stock Market Responses under
Quantitative Easing: State Dependence and
Transparency in Monetary Policy, ” Japan
Securities Research Institute, Tokyo,
Japan, October 7, 2014.

Nakazono, Yoshiyuki, and Satoshi Ikeda,
“ Stock Market Responses under
Quantitative Easing: State Dependence and
Transparency in Monetary Policy, ”
Institute for Monetary and Economic
Studies, Bank of Japan, November 4, 2014.

〔その他〕

ホームページ等

<http://www-user.yokohama-cu.ac.jp/~nakazono/index.html>

6 . 研究組織

(1)研究代表者

中園善行 (Nakazono Yoshiyuki)

横浜市立大学・国際総合科学部・准

教授

研究者番号： 10707483