

# 関西学院大学 研究成果報告

2021年4月1日

関西学院大学 学長殿

所属：経済学部  
職名：教授  
氏名：田中 敦

以下のとおり、報告いたします。

|        |   |
|--------|---|
| 研究制度   | <input checked="" type="checkbox"/> 特別研究期間 <input type="checkbox"/> 自由研究期間<br><input type="checkbox"/> 大学共同研究 <input type="checkbox"/> 個人特別研究費<br><input type="checkbox"/> 博士研究員<br>※国際共同研究交通費補助については別様式にて作成してください。 |
| 研究課題   | 中央銀行の金融政策と信認  |
| 研究実施場所 | 主に個人研究室   |
| 研究期間   | 2020年4月1日 ～ 2021年3月31日（12ヶ月）  |

## ◆ 研究成果概要 （2,500字程度）

上記研究課題に即して実施したことを具体的に記述してください。

日本銀行は、1990年代末より多くの期間で非伝統的金融政策を実施しており、とくに2013年4月からはより大胆な措置を講じている。非伝統的金融政策の中心は量的緩和であり、金利がゼロになっても、さらに日本銀行当座預金やマネタリーベースを増大させている。量的緩和のために大量の国債を買い入れており、現在、経済に存在する国債の半分弱を日本銀行が保有するまでになっている。また、リスク資産であるCP、社債、ETF、J-REITを買い入れる信用緩和も行っている。さらに、2016年からはマイナス金利政策やイールドカーブコントロールも導入している。他の多くの工業国においても、その詳しい内容は異なるものの、リーマンショック以降、非伝統的金融政策が実施されている。

しかし、このような金融政策の有効性について多くの先行研究があるものの、未だに明確にはなっておらず、この点を考察するのが本研究の第1の目的である。さらに、行き過ぎた金融政策は中央銀行の信認を傷付ける可能性があることが指摘されているが、この点についての先行研究は少なく、中央銀行の信認、ひいては中央銀行制度そのものについて考察することが、本研究の第2の目的である。

上記の目的のために、個人研究室での研究に加え、中央銀行関係者とのインタビューを設定するつもりであった。しかし、COVID-19のために国内外への出張ができず、もっぱら個人研究室での研究となった。

第1の目的のためには、主に日本についての文献を収集し、それを検討してきた。非伝統的金融政策が民間需要に与える効果については数多くの計量研究が行われてきており、その有効性はゼロ金利政策（1999年2月～2000年8月）・量的緩和政策（2001年3月～2006年3月）と、リーマンショック以降の政策、とくに異次元緩和政策（2013年4月～）とで異なった結論が得られている研究が多い。また、その違いの原因について考察した研究も見られる。

さらに近年は、非伝統的金融政策による財政ファイナンスを巡る議論も注目されている。中央銀行が非伝統的金融政策で金利をほぼゼロにし、大量の国債を購入することは、財政赤字を出している政府を支援することに繋がっているという議論である。財政ファイナンスは一般的には批判的に受け止められているが、逆に積極的に支持する議論もある。その1つは、物価の財政理論である。この理論を援用すると、今の財政赤字を将来の増税ではなくインフレで賄えば良いことになり、財政ファイナンスによって非伝統的金融政策を積極的に推し進めることは正しい選択となる。また、最近日本でも注目されるようになったMMT(Modern Money Theory)も、財政ファイナンスを積極的に支持している。この理論によれば、財政赤字は将来解消する必要もなく、財政ファイナンスは必ずしも将来のインフレを引き起こすものではない。したがって、非伝統的金融政策による財政ファイナンスを行うことに何ら問題はないこととなる。

このように非伝統的金融政策の有効性については、多様な議論が出てきており、本年度はこれらの文献を検討することに費やしてきた。また、非伝統的金融政策の有効性についての独自の計量分析も行ってきたが、成果を論文にまとめるまでには至らなかった。

第2の目的のためには、中央銀行の動学モデルを構築して、つぎのような行き過ぎた金融政策と中央銀行の信認の問題を分析した。景気が回復して量的緩和を終了したとき、金利が上昇し、中央銀行は量的緩和時に購入した長期金融資産（主に国債）の膨大な評価損を被り、場合によっては資本がマイナスに陥る。財務健全性が傷ついた中央銀行は、そのまま損失を出し続け、資本はさらに減少していく。民間銀行であれば、やがて流動性が不足し、損失の支払いができなくなって倒産するが、中央銀行は貨幣を発行することによって自ら流動性を作り出すことができる。しかし、貨幣を発行するという事は金融緩和を意味し、損失を出し続ける限り金融緩和を続けざるをえなくなり、将来、意図しないインフレを招いてしまう。実際、中央銀行がこのような状況に陥ってインフレをコントロールできなくなり、中央銀行は信認されなくなり、事実上破綻した事例は過去にいくつもある。リーマンショック後の量的緩和も行き過ぎると、同様のことが生じる恐れがある。

本研究での動学モデルは上記のような問題を考察するために、中央銀行について現在から将来にわたる予算制約式を考え、インフレ率を目標値にできるだけ近づける最適行動を導出した。分析の結果、財務が健全な状況では貨幣発行量は中央銀行の裁量によって決めることができるので、インフレを目標値に誘導することができる。しかし、財務が不健全な状況では損失が貨幣発行に繋がり、貨幣発行増加とインフレは際限なく進んでしまう可能性をモデルは示している。モデルが示す最適行動ではそれを防ぐことはできるが、そのためには、そうしない場合よりも高いインフレをしばらく容認せざるをえないこととなる。

このような中央銀行モデルの論文のうちの1本は、昨年度に *Journal of Central Banking Theory and Practice* にアクセプトされ、今年度は校正作業等を経て、同誌2020年9月号に掲載された。もう1本は昨年度に関学のディスカッション・ペーパーとしてまとめたが、今年度はさらに修正を加えて投稿中である。

この分野は、発展途上国の分析を中心に研究が進められてきており、さらに日・米・欧などが非伝統的金融政策を導入すると、これらの国についての研究が2010年代から盛んになってきた。他の分野に比べるとまだまだ研究論文は少ないが、それでもある程度の数が発表されてきたにもかかわらず、サーベイ論文がない。そこで、今年度はこの分野のサーベイ論文を作成することとした。このサーベイ論文は、*Comparative Economic Studies* にアクセプトされた。オンラインでは、2021年2月に掲載され、いずれ雑誌に掲載予定である。

以上

提出期限：研究期間終了後2ヶ月以内

※個人特別研究費：研究費支給年度終了後2ヶ月以内 博士研究員：期間終了まで

提出先：研究推進社会連携機構（NUC）

※特別研究期間、自由研究期間の報告は所属長、博士研究員は研究科委員長を経て提出してください。

◆研究成果概要は、大学ホームページにて公開します。研究遂行上大学ホームページでの公開に支障がある場合は研究推進社会連携機構までご連絡ください。