

は し が き

本報告書は、平成28年度に金融調査研究会第1研究グループが「新次元の金融政策のあり方」をテーマに行った研究の最終報告書である。

2008年の世界金融危機以降、中央銀行が未曾有の規模の資産購入を行いゼロ金利やマイナス金利が適用される、非伝統的とも異次元とも呼ばれる政策が世界の主要国で実施されている。経済政策運営に占める金融政策の比重が大きいため、今後の金融政策運営が国際的にも大きな関心を集めている。とりわけ日本では、1990年代以降デフレや長期停滞が続いた後、2013年からの異次元緩和による量的・質的緩和政策の導入から4年が経過し、その評価と今後の政策運営が注視されている。

そこで本研究会では平成28年度の研究テーマに「新次元の金融政策のあり方」を選び、現状の金融政策の意図・運営内容や影響などについて豊富な知見を持つ政策担当者や実務家の方々からのヒアリング、及び研究会委員・研究員による報告などを重ねて研究を進めてきた。その成果として、2017年3月には金融調査研究会第1研究グループとしての提言を含む、『新次元の金融政策のあり方』を公表している。そこでは「I. はじめに(研究のねらい)」、「II. 金融政策」、「III. 日本経済の現状」、「IV. 提言」、の各節があり、加えて「金融政策等の変遷(年表)」が付随している。この提言は第1章として本報告書に収録されている。

第2章以下は、本研究会メンバーによる平成28年度のテーマに関する個人論文である。

第2章の「日本の金融政策と成長戦略」と題する清水論文は、正統的経済分析による非伝統的金融政策に関する10の論点整理に基づいた具体的提言を行っている。金融規制強化の金融政策運営への影響、貨幣需要の増加、貸出とマネーストック増加の停滞、2%インフレによる財政危機の解決と消費促進、などの論点を指摘し、中小企業への疑似資本再供給、均衡財政プランの策定や財務省と日銀の密接な連携、規制緩和や教育を推進する真に有効な成長戦略などの必要性を指摘している。

第3章の齊藤論文「いくつかの相対価格から見た新次元金融政策の効果と限界について」は、交易条件や実質諸変数の動向に注目して金融政策の実体経済への影響を分析し、異次元緩和政策が実態経済に与えた影響は軽微で、輸入原材料価格下落や米国金利の上昇による交易条件の改善が良好な経済パフォーマンスの要因であった点を明らかにしている。

第4章の宮尾論文「マイナス金利政策の影響－資産価格への効果はなぜ限定的だったのか－」は、マイナス金利の影響で長期金利は大幅に低下した反面、株価や為替の反応は限定的であった点に注目している。そこではまず理論モデルからその原因は国債需要の高まりとリスクプレミアムの上昇にあったことを示してそれを実証的に検証しており、今後の課題としてマイナス金利政策の実体経済やインフレ率への影響分析の必要性を指摘している。

第5章の藤原論文は「金融政策を巡る論点整理」と題して、理論と実証の両面から非伝統的金融政策の景気刺激効果を分析している。その結果、金融政策に大きな景気刺激効果はなく、現

在の政策の拡大は財政規律の緩みや突然の国債価格暴落といった潜在的风险を増大させる可能性がある点を指摘している。

第6章の戸村論文「マネーストックとノミナルアンカー」は物価決定の標準的理論を概観した上で、マネタリーベースとマネーストックの比例関係が崩れた原因として銀行間決済システムの変化を挙げている。また、適合的期待形成の下ではデフレ脱却には中央銀行だけでなく政府の施策も重要な要素である点を指摘している。

本報告書の取り上げたテーマは世界共通の重要課題であり、幅広い視野を持って問題解決に向けた議論を進める必要があり、経済環境変化の中で今後も継続的な検討や試みが行われると思われる。本報告書がそのような検討や政策運営を進める上でのステップとして一つの契機になれば幸いである。

本研究推進の過程では第一線でご活躍中の専門家や実務家の方々からのヒアリングを通じて、政策運営の立場や市場プレイヤーとしてのご経験に基づく見解など、学界内だけでは得られない貴重な情報や見解をご教示頂いた。この場をお借りして、お忙しい中快くヒアリングに応じて貴重な知見をご披露頂いた皆様に改めて御礼を申し上げておきたい。

また、今回のような大きく広い問題を含む課題への挑戦に当たって、全国銀行協会会長行としてご参加頂き、多様な論点に現場の視点から忌憚のない意見交換の機会を頂いた三井住友銀行経営企画部の皆様、並びに本研究会の事務局として、研究会やヒアリング機会の設営、情報提供、及び提言や報告書の作成にあたっては配慮の行き届いた惜しみないご尽力を頂いた全国銀行協会企画部金融調査室の皆様に衷心よりの御礼を申し上げておきたい。

金融調査研究会座長兼第1研究グループ主査 清水 啓 典