

日銀金融緩和の評価と展望： みずほ総研コンファランス

2019年1月24日

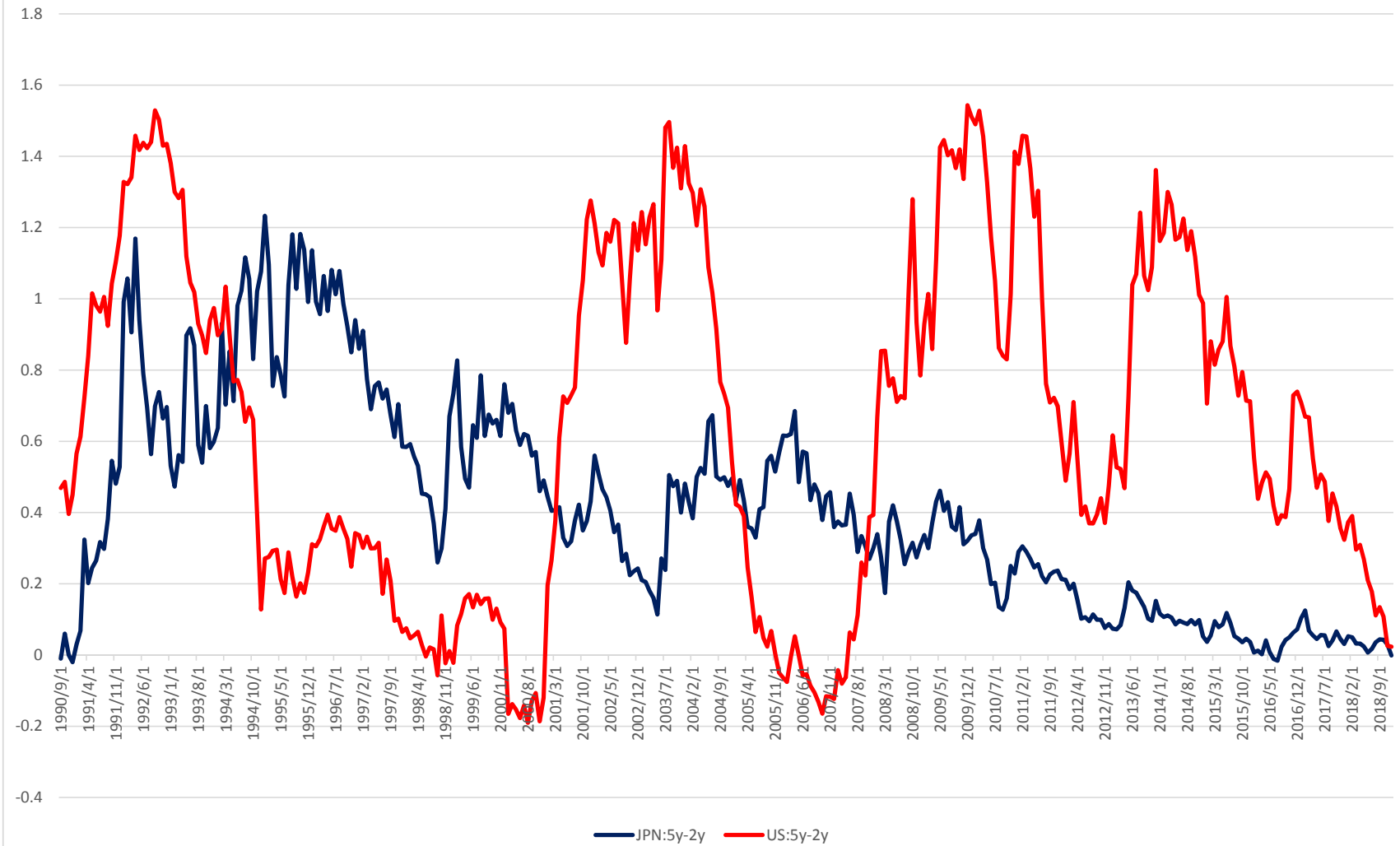
共立女子大学

植田和男

現状評価

- あらゆる手段を試してみたが、2%目標達成には程遠い。
 - ZLBに代表される政策手段の限界。
 - 長期間のゼロインフレのため、インフレ期待がゼロ周辺で粘着的。
 - 低金利の需要刺激効果が弱い（ r^* 低下：当初、不良債権、その後 n ）。
 - その他のサプライショック（新技術、グローバリゼーション、ただし、人口減少）。
- 増大する政策の副作用。
 - 金融仲介・市場機能低下（株・債券市場）。
 - 不健全なリスクテーク（イールドハンティング、財政）。
 - ただし、政策効果発現と表裏一体の面も。
 - 分配（利子所得の消滅）。

日米国債イールドカーブ傾き



金融政策のコスト・ベネフィット分析

- 目標 $\text{Max 経済厚生} = -\alpha(\pi - \pi^*)^2 - \beta(\text{side effects})$
- $(\pi - \pi^*) = \gamma(MP) + u$, MP : 金融政策手段、 u : その他変数。
- $(\text{side effects}) = \delta(MP)$
- 現状は、 γ が大幅に低下、 δ が無視できない値に上昇→
- 最適解：
 - 短期でのインフレ目標達成からは身を引く。
 - 副作用の制限に重心をシフト。
 - γ や u が好転するタイミングを待って、インフレ目標達成を狙う。
- その他の対応：新しい (MP) を模索？

2016年以降の金融政策

- 結果的に前ページの考え方に沿った対応。
 - 副作用対応、長期での π 目標達成を追求するための政策枠組み持続性への配慮、機会を捉えた正常化の余地の確保。
- QEからYCCへ。
 - 量的手段の重要性引き下げ/金利を操作変数として、事態好転待ちの姿勢へ。
- 2018年7月
 - YCC/ETF買い、弾力化。
- 白地に絵を描くわけにはいかないため、わかりにくい枠組み
 - 副作用対応としては中途半端。
 - インフレ目標達成の旗を弱めることの無視できないデフレ効果。

悪性の罫にはまった金融政策サイクル

- 日本：ゼロ金利、UMPの恒常化
 - 上昇しないインフレ率→国内景況感好転でも利上げ幅はごくわずか（2000、2006年）
 - 内外からのネガティブ・ショックを打ち消す余地作れず。
- 米国：自作自演の金融的不均衡の生成とその悪影響の消火
 - $\pi = \pi^* = E(\pi)$ の結果、高率のインフレは発生せず。
 - 低金利期に、イールド・ハンティングから、レバレッジを伴った投資ポジションの拡大→僅かな引き締めでリスク資産市場動揺→結果的に金利は大きくは引き上げられず→次の不均衡蓄積。
 - ネガティブ・ショックを打ち消す余地、徐々に限定的に。
- 世界的にネガティブ・ショックへの対応余地限定的。
 - 次の景気下降期は、一段の拡張財政あるいはリスク資産市場への介入→市場経済の衰退へ。
- 予期せぬインフレはdisruptiveな事態変化へ。

