

## 論 文 概 評

氏 名	鵜飼 博史
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博人社甲第1号
学位授与年月日	平成29年3月22日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	Transmission Channels and Welfare Implications of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy in Japan
論文審査委員	委員長 教授 伊藤 修 委員 准教授 長田 健 委員 教授 田口 博之 委員 准教授 高端 正幸

### 論文の内容の要旨

本論文の執筆者は、かつて「量的緩和政策の効果：実証分析のサーベイ」（『金融研究』第25巻第3号、2006年、日本銀行金融研究所）において、2001年以降2006年までの日本銀行（以下・日銀）のいわゆる「量的緩和」政策の効果に関するサーベイを行い、同論文はこのテーマに関して専門家の間で最も広く参照される代表的基本文献となった。

なおここで量的緩和政策とは、金融緩和政策が進展し、政策金利（短期市場金利）がゼロにまで下がった状態に至って、さらになお緩和を進めようとしてマネタリーベースの供給量を増加させる政策を言う。伝統的な金融政策が金利のコントロールであるのに対して、この政策は金利ゼロという限界に達したもとの（マネタリーベースの）量の操作であるところから、非伝統的金融緩和政策（unconventional monetary easing policy）とも呼ばれる。

2008年の金融危機以降、この政策は米・欧にも広がり、したがって研究対象としても世界的なものになっている。それによってより明確になったように、量的緩和政策は、中央銀行のバランスシートの資産側で、機能不全に陥った市場の資産の購入を拡大して金融システム不安定に対処する側面と、負債側で（主に国債購入の見合いで）マネタリーベース供給を拡大する側面との、2つをもつ。

その後、同政策は日本において、2006年のいったん解除に次ぐ復帰ののち、深度を増し続け、白川方明前日銀総裁時代の「包括的緩和」（CE：Comprehensive Easing）政策および物価上昇の「目途」の設定（事実上インフレ・ターゲットに近い）を経て、2013年の黒田

東彦総裁就任以降の「量的・質的金融緩和」（QQE：Quantitative and Qualitative Easing）に進展した。QQEは、2%の物価上昇を2年程度以内に実現することを目標とし、年80兆円規模の国債等（特に中長期国債に重点を置いた）買いオペを軸にするもので、予想を上回る大胆な規模から「異次元緩和」と通称される。さらに2016年1月にはマイナス金利政策、同9月にはOvershooting Commitment およびYield Curve Controlが導入された。

本論文は、上記の過程のうち2013～2015年のQQE（黒田緩和といってもよい）について、2010～2012年のCE（白川緩和と呼ぶこともできる）の時代と対比させながら、その効果波及経路を理論・実証の両面にわたって包括的に分析しようとするものである。その際、マイナス金利政策やイールドカーブ・コントロール政策を導入した2016年以降は対象から外している。それは、上記政策は金利を操作する伝統的な経路を含むので、それ以前のQQEを対象にして量的・非伝統的政策の分析をいったん完結させるためである。

本論文の構成は、次の通り、本論部分3章からなっている。

## Introduction

### 1. Theoretical Transmission Channels of Unconventional Monetary Easing Policies

### 2. Empirical Results by Transmission Channels from the QQE and CE

### 3. Safety Channel – Theoretical Model and Empirical Results

## Conclusion

第1章ではまず、非伝統的金融政策の効果波及経路（transmission channel）として次の5つを挙げ、理論的な検討を加える。

(A) Signaling Channel

(B) Credit easing (targeted asset purchase) channel

(C) Portfolio balance channel

(D) Safety channel

(E) Inflation expectation channel

(A)のシグナリング・チャンネルは、中央銀行が将来にわたる低金利をコミットすることで、人々および市場の予想金利（特に長期金利が重要……以下同じ）を低める効果である。

(B)の信用緩和（凍結状態にある市場を機能化させる買い行動を指す）チャンネルは、中央銀行が市中から債券を買う（貨幣と交換する）ことでその需給を変えることを出発点とする。これに対してはモディリアーニ＝ミラー命題の応用で無効が主張されてきたが、近年、市場が機能不全のときには効果をもつ可能性も論じられている。

(C)は日本ではポートフォリオ・リバランス効果と呼ばれてきたもので、主に市中金融機関が手持ち国債を売り、中央銀行が貨幣を売る結果、特定のマチュリティの資金を選好する主体がいる場合には、リバランス（余剰となった貨幣をリスク資産に換えること）が生じうるとの考え方もある。

(D)の安全資産チャンネルでは、安全資産（この場合は国債）を中央銀行が大量購入し、それが相対的に稀少になると、金融取引を円滑にする安全資産に特別な価値が認められるときには、危険資産とのスプレッドが通常のリスクプレミアムを上回り（コンビニエンス・

イールドという)、金利を引き下げると考えられる。

(E)のインフレ期待チャンネルは、政策が人々の物価上昇予想に直接に働きかける効果で、黒田緩和(QQE)で特に重視されたものである。

続いて第2章では、以上のチャンネルごとに、イベントスタディの方法を用いて、効果の存否を確かめる実証分析を行う。イベントスタディは、ある情報(この場合は金融政策実施という変化の情報)が利回りなど収益率に通常(変化がなかった場合)と異なる影響をもたらすか否かを見る方法であり、企業情報の発表が株価に及ぼす影響に多く適用されてきた。この方法を用いるのは、他の標準的な分析手法では上記のような諸チャンネル各々の効果を識別して取り出すことが難しいためである。なお分析にあたり、起点になるのは政策の発表か実施か、ラグはどの程度か等についてチェックが行われている。主な結果は以下のようなものである。

- シグナリング・チャンネルと信用緩和チャンネル、すなわち(中長期)金利・社債金利が低下する効果については、市場機能が毀損されていたCEの時期には強力に作用したのに対し、平常に戻っていたQQEの時期には効果がほとんど見られない。
- インフレ期待チャンネルは、CE・QQEいずれの時期においても弱い。
- QQEにおいてほぼ唯一観察されるのは、円レートの減価(円安)の発生とそれを通じるルートであった。

なお、このことから、ほぼ国内で決まる債券市場等と海外のウェイトが大きい外国為替市場、あるいは国内投資家と海外投資家の間では、情報に対する反応、すなわち期待形成のされ方と行動が、同じく市場といっても相当に異なると考えられる。

- これらすべてを合わせて、物価を2%まで押し上げるほどの効果はなかった。

最後に第3章では、日銀による大量の国債購入が経済にむしろ負の影響をもたらす側面について分析する。

QQEの時期においては、日銀の国債購入は発行額をネットで上回る年80兆円という大量であるため、長期国債の市場での流通量は減少している。

これは、安全資産を求める価値であるコンビニエンス・イールドを上昇させ、経済厚生を低下させる。一方、他の危険資産の利回りを低下させる波及はなく、経済を刺激する効果はない。実証分析の結果は、コンビニエンス・イールドが長期国債の利回りを低下させている、社債利回りの低下に波及してはいない、したがって経済厚生を低下させているというものであった。ただし、日本の国債残高は突出した世界最大規模であるため、これまでのところコンビニエンス・イールドは大きくない、すなわち深刻な不足を招くには至っておらず、残された時間もきわめてわずかしかないというわけではない。

とはいえ、現行の買いオペ政策を継続できる限界域には確実に近づいているのであり、日銀の政策は、そうした条件の変化のもとでの経済厚生低下効果の含意を慎重に検討して運営される必要がある。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、以上のように、今日では世界的な意味をもつ非伝統的金融政策、量的緩和政策の効果ならびに副作用について、波及経路を包括的に取り上げ、理論的整理、実証分析の両面から、本格的に検証した先端的な業績であり、国際的な貢献も大きいといえることができる。

理論的な考察には無理がなく、実証分析でも手法が妥当であるか周到なチェックが加えられており、全体として説得的なものになっている。

審査においては、付加的に次の点を取り上げられた。

- 議論の明確化のために、「非伝統的」ということの定義づけを、はじめに改めて明示的に行っておいた方が良かった。
- 国債の稀少化に関して、購入規模を年 80 兆円でなく、より小規模（たとえば 40 兆円）に抑えていたらどうなっていたかとの質問がなされ、それに対する回答は、効果はあまり違わなかったと思われる、短期決戦を想定したわけだが、このように長期戦になるのであれば、より小規模の方がベターであったかもしれないというものがあった。
- 為替レートのチャンネルが大きかったという事実の抽出は興味深い。トランプ米新大統領がここを狙って発言しているのを見ると、日銀には火消しの出動が迫られることも考えられ、その点も考慮が必要であろう。
- 今後、財政政策との関係もより重要な論点になる。
- 本論文の課題でないことはもちろんであるが、この後の時期（2016 年以降）についても今後ぜひ対象にしてほしい。

これらの論点について、論文提出者からほぼ肯定的な回答がなされた。

以上から、審査委員会は、本論文が博士学位論文として合格であると認める。