

氏 名	なか がわ りゅう いち 中 川 竜 一
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学 位 記 番 号	経 博 第 117 号
学位授与の日付	平 成 13 年 9 月 25 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 1 項 該 当
研究科・専攻	経 済 学 研 究 科 理 論 経 済 学 ・ 経 済 史 学 専 攻
学 位 論 文 題 目	金融政策の効果波及経路に関する理論的・実証的研究

論文調査委員 (主 査) 教 授 古 川 顯 教 授 森 棟 公 夫 助教授 島 本 哲 朗

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、金融政策の効果波及経路に関する理論的・実証的分析を行うことを目的としている。この論文では、とりわけ、二つのテーマに焦点を絞っている。一つは、日本の金融政策の効果波及メカニズムを明らかにすることであり、第1章、第2章において理論と実証の両面から分析を行っている。他の一つは、金融市場の不完全性と金融政策の関係を明らかにすることであり、第3章、第4章において、主として理論的な側面から分析を行っている。

まず第1章は、日本銀行の金融政策の基点である短期金融市場のメカニズムおよび現在の日本銀行の金融調節について理論的に考察している。最初に、短期金融市場における各経済主体の行動を分析し、「日本銀行はハイパワード・マネーをコントロールすることができるのか」という伝統的な問題を考察し、日本銀行が「信用秩序の維持」を絶対目標に位置づけるとき、ハイパワード・マネーを外生的にコントロールすることは不可能であると結論付けている。その理由として、ハイパワード・マネーの需要の大半を占める民間経済主体の預金の引き出しに対して、日本銀行は信用秩序を維持するため、常に無制限に応じる義務を負っていること、その一方で、預金の引き出しは、常に不確実性を伴うことを挙げている。

次に、もう一つの課題として、1990年代後半の短期金利決定メカニズムを分析している。そして、90年代後半の金融調節方式の見直しによって日本銀行の裁量的な金利誘導力が低下する一方、日本銀行は民間銀行の超過準備を調節することによって金利をコントロールしていたことを明らかにしている。

第2章は、一般的なマクロデータを用いて時系列分析を行い、近年の日本における金融政策の効果波及経路を実証的に明らかにしている。金融政策の主な波及経路には、貨幣市場を通じた伝統的な波及経路（貨幣経路；money channel）と、近年脚光を浴びている貸出市場を通じた経路（貸出経路；lending channel）が存在する。この章では、これら二つの波及経路のマクロ的な有効性を統計的に比較することを目的としているが、分析の結果、次のような結論が得られている。

1. 先行研究で支持された貨幣と生産量の因果関係（貨幣経路）は、銀行貸出を分析に含めると消滅し、逆に銀行貸出から生産量への関係（貸出経路）が支持される。
2. 金融政策に対するマクロ経済の反応を推定すると、貨幣と生産量の反応には連動関係が観察される。しかし、それは貨幣経路ではなく、貸出経路を支持している。
3. 標本を1970年代末—80年代と90年代に分割すると、貨幣経路はどちらでも支持されないが、貸出経路は90年代に強く支持される。

これらの結論から、貨幣経路と貸出経路の有効性を統計的に比較検討すると、後者が強く支持される。

第3章は、信用経済における銀行の金融仲介力の大きさによって、金融政策の景気循環への影響力がどのように変化するか、また、金融政策が銀行の利潤や資本にどのような影響を及ぼすかを考察している。ここでは世代重複モデルをベースとして、金融市場の不完全性、独自の金融仲介力を持った「銀行家」を導入し、生産主体と銀行家の資産分配と景気循環の動学的均衡との関係、景気循環に対する金融政策の有効性、および金融政策に対する資産分配の影響を分析している。そして

結論として、次の4点を明らかにしている。

1. 経済全体に占める銀行家の資産の割合が大きいほど、生産主体の資本調達はやや容易となり、経済の資本蓄積は速くなる。
2. 信用制約が存在する経済では、金融政策は生産主体と銀行に分配ショックを与えることによって、短期的な資本投入と長期的な資本蓄積に影響を及ぼす。
3. 銀行家の資産の割合が小さいときほど、債券市場を通じた利子率の引き下げ政策は短期的に生産主体の資本投入を引き上げるが、銀行家の分配を引き下げることで、長期的には経済の資本蓄積を遅らせる傾向が強くなる。
4. 銀行貸出が銀行家資産の過度の減少を原因として増加しない状態にあるとき、一般的な理解に反して、利子率の引き下げは必ずしも経済の資本蓄積を促進しない。

通常、経済が過小資本状態にあるとき、中央銀行は債券市場で債券を購入し、貨幣を供給するのが適当と考えられている。しかし、新しく実現した均衡状態が、動学的に効率的な定常均衡への収束を達成するかどうかは明かではない。たとえば、利子率の引き下げは、政策担当者の予想に反して、長い目で見ると、銀行利潤・資本の成長を抑えるかもしれない。その結果、生産主体の資本投入は長期的には抑えられ、経済の動学的均衡は、非効率的な経路を辿ることになるかも知れない。本章は、金融政策の効果が一般経済主体・銀行間の資産分布によって大きく変化することを理論的に明らかにしている。

第4章は、経済主体の合理的行動を前提としたマクロ動学モデルを構築し、最適な経済パフォーマンスの実現に貢献する金融政策の反応関数、いわゆる「金融政策ルール」を検証することを目的としている。

現在、多くの経済学者によって最適な「金融政策ルール」を探し出すという作業が盛んに行われ、金融政策論の重要な分野として確立されつつある。しかし、先行研究のほとんどは、伝統的なIS-LMモデルに準じた枠組みの中で分析しており、金融市場の不完全性や「信用」を通じた金融政策の波及経路の影響を考えていない。そこで本章では、先行研究では扱われなかった金融市場の不完全性をモデルに導入し、それによって「金融政策ルール」のパフォーマンスにいかなる影響が現れるか、不完全性から発する経済的攪乱に対して、いかなる政策ルールが望ましいかを検証している。結論として、金融市場の不完全性が存在する世界では、インフレーションにウエイトを置く政策ルールが支持されること、また、資産の移転や金融機関の情報生産能力に関わるショックには、やはりインフレーションにウエイトを置く政策ルールが支持されること、テイラー・ルール (Taylor rule) は、生産性に関わるショックに対してのみ支持されることを確認している。

論文審査の結果の要旨

本論文は、日本銀行の金融政策の基点である短期金融市場のメカニズムや日本銀行の金融調節方式、時系列分析に基づくマクロ的な金融政策の波及経路、金融市場の不完全性と金融政策との関係、最適な「金融政策ルール」の探求など、日本の金融政策について理論的かつ実証的に解明したまことに意欲的な研究である。本論文の貢献のなかで特に注目すべき業績は、以下の4つである。

第一は、ハイパワード・マネーのコントローラビリティ (制御可能性) について理論的に分析した結果、日本銀行が「信用秩序の維持」を目標として政策運営を行うと、ハイパワード・マネーを外生的にコントロールすることは不可能であることを明らかにしていることである。中央銀行がハイパワード・マネーをコントロールすることができるか否かという問題は、金融政策論の核心に触れるものであり、これに関する文献は枚挙にいとまがないが、不思議なことに、これについて厳密な理論的分析を行った研究は非常に少なく、とりわけハイパワード・マネーの「操作可能性」の条件について、明確な結論を導出した文献は皆無に等しい。この点で、本論文の意義は非常に大きい。

また、これと関連して、本論文では1990年代後半の短期金利決定メカニズムを分析した結果、90年代後半の金融調節方式の見直しによって、日本銀行の裁量的な金利誘導力が低下する一方、日本銀行は市中銀行の超過準備を調節することによって短期金利をコントロールしていることを明らかにしている点も貴重な貢献である。この時期の金融調節について、当時の制度的な変化が金融調節に重要な影響を与えた点について、理論的に分析した研究は極めて少ない。

第二は、現時点で可能な限り客観的かつ頑強な時系列分析の手法を用いて、金融政策のマクロ的な政策波及経路に関わる経済変数間の因果関係を多面的に分析していることである。分析の中心は、貨幣経路 (money channel) と貸出経路 (lending channel) のどちらが金融政策の波及メカニズムにおいて重要か、という点に置かれている。問題の重要性からし

て、こうしたテーマを取り扱った先行研究は数多く存在するが、先行研究には、①ミクロ的な実証分析が大半を占め、純粋にマクロ的な分析が少なかった、②貸出経路の重要性は、ミクロ的な分析ではしばしば支持されるものの、マクロ的な分析ではあまり支持されなかった、③マクロ的な分析では、共通したデータを用いながら、しばしば相反する結論を導いていた、といった問題点が存在する。本論文は、先行研究の問題点を十分意識しながら、先行研究には見られない独自の分析手法を用いて、貨幣経路と貸出経路をより正確に識別することを試みている点は非常に斬新である。

第三は、信用経済における銀行の金融仲介力の大きさによって、金融政策の景気循環への影響力がどのように変化するか、また金融政策が銀行の利潤や資本にどのような影響を及ぼすかを世代重複モデルに基づいて明らかにしたことである。金融市場の不完全性、あるいは信用制約と景気循環との関係については、情報の経済学や金融仲介理論などの発展につれて、これまで多くの研究がなされているが、本論文は独自の視点から、信用状況と金融政策の関係、あるいは景気循環に対する金融政策の有効性について理論的に追求した貴重な研究であると言える。

第四は、経済主体の合理的行動を前提としたマクロ動学モデルを構築し、最適な経済パフォーマンスの実現に貢献する金融政策の反応関数、いわゆる「金融政策ルール」を模索するという意欲的な分析を行っていることである。「金融政策ルール」の研究は、Taylor rule が提示されて以降、爆発的な勢いで増えつつあり、金融政策論の重要な分野として確立されつつあるが、従来の研究のほとんどは、伝統的な IS-LM モデルに準拠する形でモデルを構築しており、とりわけ金融市場の不完全性を捨象してしまっている。本論文の最大の特徴は、こうした点を考慮して、先行研究では扱われなかった金融市場の不完全性をモデルに導入し、それによって金融政策ルールのパフォーマンスにどのような影響が現れるか、金融市場の不完全性から発する経済的攪乱に対して、いかなる政策ルールが望ましいかを検証している。

もちろん、本論文にもいくつかの問題がある。

第一に、ハイパワード・マネーのコントローラビリティの分析において、金融市場を取り巻く諸条件について設定した仮定は、結論を導くための重要な基礎であるが、そこでの仮定の妥当性について何ら検討を行っていない。とりわけ、銀行券需要の拒否（引き出し拒否）と信用秩序の崩壊をまったく同じものと見なすという仮定は、結論を導くキー・ポイントであるが、その現実妥当性を明らかにしてはいない。

第二に、金融政策の効果波及経路として「貨幣経路」と「貸出経路」にのみ注目し、その他の波及経路を一切分析しなかったことである。例えば、日本の金融政策が為替市場の影響を多分に受け、為替レートの変化を通じて实体经济に影響を与えるといった側面も考えられるが、本論文ではこうした要因を考慮の対象外にしている。

第三に、最適な金融政策ルールの分析において導かれる結論というのは、そこで構築したモデルの各パラメーターに適切な数値を与え、確率的なシミュレーションを行って求められた結果であり、理論モデルに基づいて分析し展開した結果ではないということである。したがって、ここで得られた結論がパラメーターの値に対して頑健かどうかは必ずしも明確ではない。この点は、先行研究に共通して見られる問題点ではあるものの、今後いっそうの理論的・実証的彫琢が望まれる。

本論文には以上のような問題点が残されているものの、既存の文献を十分に渉猟したうえで、日本の金融政策の効果波及メカニズムについて理論と実証の両面から分析したオリジナリティに富んだ研究として高く評価できる。よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認められる。なお、平成13年7月19日、論文内容とそれに関する試問を行った結果、合格と認めた。