

論文の内容の要旨

氏名：金 相基

博士の専攻分野の名称：博士（経済学）

論文題名：非伝統的金融政策の効果に関する分析：アベノミクスを中心として

日本経済の質的転換が進んでいる。1990年代のバブル崩壊以降、長期停滞から抜け出せないでいた日本経済は、アベノミクスを契機として回復する姿を示している。2013年以降、新型コロナの拡大前まで、日本経済は概ね良好な状態を続けた。特に、慢性的なデフレ心理から脱し、事実上完全雇用を達成したことは、誰も否認できない成果であると言わざるを得ない。

しかしながら、アベノミクスの成果については、様々な見方が存在する。大胆な発想と実行によって、日本経済の本格的な回復に大きく寄与したというポジティブな評価がある一方、アベノミクスが経済の実質的な再生へ繋がらなかったという批判も提起されている。批判者たちは、アベノミクスが結局は虚像であり、人為的な円安効果の恩恵は輸出・大企業のみが受けた一方、中小企業や一般国民の生活水準はほとんど変わらなかったと主張する。彼らの意見は、アベノミクスはより根本的な構造改革に力を注がなかったため、生産性向上による日本経済の体質改善に失敗したと要約することができる。

アベノミクスの「第一の矢」である金融政策についてみると、主要中央銀行の中でも、日銀(BOJ)は、非伝統的金融政策のフロントランナーと呼ばれている。ゼロ金利、量的緩和(QE; quantitative easing)、イールドカーブ・コントロール(YCC; yield curve control)など、日銀が新たに導入した多様な政策手段は、グローバル金融危機をきっかけに、他の先進国の中央銀行でも積極的に採用された。本論文では、金利の非負制約という、伝統的金融政策の制約下において、新たな非伝統的金融政策を追加するパターンで進められた日銀の金融政策の有効性に関する分析を行っており、アベノミクスの評価以外にも、韓国経済への適用などにも非常に有意義なことであると思われる。

本論文の主たる分析内容は、以下の三つである。第一は、日銀のLSAP(large-scale asset purchase)の中でも、ユニークな対象であるETF買入れが日本企業の株価に与えた影響である。主要国の中央銀行のLSAPは国債が中心となっているが、日銀は国債以外にもETF買入れを通じて、間接的に株価を支えてきた。即ち、ETF買入れと株価の間の因果関係が明らかになると、日銀による金融政策の有効性が一定程度認められるだろう。本論文では、為替レート、S&P 500指数などをコントロールした上で、多重回帰モデルでETF買入の効果を推計する。

第二は、日銀が非伝統的金融政策を用いて拡張的金融政策を遂行する過程で、日銀の収支に生じた変化である。近年、日銀の収支は、為替レート、金利及び株価など、マクロ価格変数の動きに左右される傾向を示している。こうした傾向の少なくない部分は、非伝統的金融政策によってもたらされた付随的結果と考えられる。本論文では、為替レート、株価、金利の変数別にシナリオを設定し、日銀の収支に関するシミュレーション分析を行う。

最後に、金融政策の波及経路(transmission channel)における韓国と日本の金融政策の有効性を比較する。2010年代以降、韓国経済のモメンタムは顕著に弱体化しており、日本経済と同様に伝統的政策手段の活用が大きく制約されつつある状況を考慮すると、両国における金融政策の効果を比較することは、韓国に対する政策的インプリケーションともなり得る。本研究では、日本では2000年代以降、政策金利がゼロ水準近傍の状況下にあり、量的緩和などの非伝統的金融政策に依存していた点を考慮し、‘仮想政策金利’(shadow policy rate)を使うことにより、両国の政策水準の比較を可能としている。また、分析技法としては、‘符号制約VARモデル’を用いている。

アベノミクスの「第一の矢」の実行主体である、日銀によって行われた非伝統的金融政策の効果を分析して得られた、本論文の結果を要約すると、次の通りである。

第一、2013年4月～2019年8月において、日銀のETF買入れ政策が株価（Nikkei 225）に及ぼした影響について、(1) 式の多重回帰モデル(multipleregression model)で分析を行い、ETF買入れが当該期間のNikkei変動率(午後場)に統計的に有意なプラス(+)の効果を与えた結果を得た。

$$(Nikkei_t/Nikkei_{t-1}) = \alpha + \beta_1 (S\&P_{t-1}/S\&P_{t-2}) + \beta_2 (YDER_t/YDER_{t-1}) + \beta_3 \Delta (NikETF_t) + \beta_4 \Delta (Spread_t) + \beta_5 (WTIF_{t-1}/WTIF_{t-2}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

但し、Nikkei：Nikkei225、S&P：S&P500指数、YDER：円/ドル為替レート、NikETF：累積「Nikkei連動型ETFの買入額」(=ETF総買入額×Nikkei連動型ETFの割当割合)、Spread：長・短期金利差(=JGB10年物-T-Bill3か月物)、WTIF：WTI原油価格(先物)

即ち、日銀が1億円相当のNikkei連動型ETFを買い入れる場合、Nikkei225は当日の午後に、平均的に午前終値対比0.002%ポイント上昇したと推定された。また、ETF買入れの政策効果を時期別に分けて見ると、QQE導入初期(2013年4月～2014年10月)を除いて、Nikkei変動率(午後場)にポジティブな要因として作用したという結果が得られた。一方、同政策が行われなかった状況(counterfactual simulation)の下で、ETF買入れの永続的なショックを仮定する場合、2019年8月末時点でNikkei225は、実際の指数の43%程度の水準に止まると推定された。

第二、QQE以降の、金利や為替レートなどのマクロ価格変数の変動に対する日銀の収支の反応については、2020年4月～2021年3月を対象にシナリオ別ストレステストを行った。この結果、以下の「最悪のシナリオ」が発生しない限り、日銀の収支が資本の減耗に陥る可能性は、非常に低いと分析された。

シナリオ別にみると、株価が▲10%下落し、円/ドル為替レートが100円と90円へ下落する場合、2～3兆円の当期損失が生じると推定された(保有国債の評価損失を考慮すると、潜在的損失規模はいずれも5兆円台に拡大する)。一方、株価が▲20%まで下落すると、円/ドル為替レートが100円と90円の状況で、収支の赤字幅は6兆円を上回ると推計された(保有国債の評価損失を含むと、潜在的損失規模はいずれも13兆円台になる)。特に、株価がグローバル金融危機と同様に▲30%暴落し、円/ドル為替レートが90円まで下落する最悪のシナリオの下では、10兆円台の当期損失が発生すると推定された(保有国債の評価損失を含むと、潜在的損失規模はいずれも約25兆円台になる)。2020年3月末現在、日銀はおよそ10兆円(資本3.3兆円+債券・外国為替引当金6.2兆円)相当のRisk Capitalを保有している。従って、グローバル金融危機当時のようなショック(Case VI)が発生しない限り、為替レート、株価の下落と金利の上昇による損失を自ら十分にカバーできると判断される。

推定関連シナリオ

区分	非利子経常損益	特別損益		備考
	為替レート	株価	金利	
・ Case I	現水準の維持 ¹⁾	現水準の維持 ²⁾	現水準の維持 ³⁾	Baseline
・ Case II	100円へ下落	10% 下落	0.1%p 上昇	
・ Case III	90円へ下落			
・ Case IV	100円へ下落	20% 下落	0.25%p 上昇	
・ Case V	90円へ下落			
・ Case VI	90円へ下落	30% 下落	0.5%p 上昇	

注：1) 2020年1月～3月の間、円/ドル為替レートの平均(108.9円)が維持されると仮定。

2) 2020年1月～3月の間、Nikkei225株価の平均(21,809円)が維持されると仮定。

最後に、非伝統的金融政策が韓国でも行われる可能性を意識して、韓・日両国における金融政策の波及経路とその効果に関して、以下(2)式の「符号制約VARモデル」で分析した。

$$* Y_t = B(L) Y_{t-1} + C(L) X_t + u_t \quad (2)$$

但し、 Y_t : $m \times 1$ 内生変数ベクトル、 X_t : $n \times 1$ 外生変数ベクトル、 u_t : $m \times 1$ 残差項ベクトル、 $E(u_t) = 0$ 、 $E(u_t u_t') = \Sigma$ 、 $B(L) \cdot C(L)$: 時差演算子Lに対する行列多項式。

基本モデルでは、内生変数として政策金利、鉱工業生産指数、消費者物価指数、ハイパワードマネー、10年物国債金利、対米ドル為替レート、株価、銀行貸出の8変数でモデルを構成した。

分析の結果、韓国と日本では金融政策の波及経路において相当な違いが存在することがわかった。日本の場合、伝統的金融政策の波及経路、即ち、為替レート・資産価格・銀行貸出経路が比較的順調に機能していることが示された。一方、韓国では、このような波及経路が日本に比べて円滑に機能していない姿が確認された。詳細に述べると、金利経路は韓国でも有効であったものの、為替レートへの効果は短期に止まり、資産価格と銀行貸出への波及もあまり見られなかった。また、不動産市場を通じて金融安定を阻害するリスクも、潜在的に存在した。こうした金融政策における両国の有効性の差異は、グローバル経済から受ける影響の程度、金融市場の構造、家計の資産保有パターンなど、両国経済の構造上の差異から引き起こされるためと思われる。一方、韓国・日本いずれも、金融政策が実体経済の産出額に及ぼす効果は限定的であり、この点では大きな差異がなかった。

以上の分析結果を総合的に考慮すると、アベノミクス以降、日銀の主たる政策手段として用いられた非伝統的金融政策は、株価の回復などを通じて、一定程度日本経済の活性化に寄与したと判断される。但し、同政策を推進する過程では、ETFの買入などを通じて、日銀の財務構造が市場のショックに左右される傾向が強まっているため、日銀は政策に伴う副作用を緩和することにも、細心の注意を払わなければならないだろう。

本論文の政策的インプリケーションは、次の通りである。まず、日銀のETF買入は、アベノミクス以降、日本企業の株価回復に実質的な影響を与えている。次に、金融市場のショックによって日銀の収支が大幅に悪化した場合には、金融緩和の副作用に対する市場の懸念が増幅し、QQEの持続にもネガティブな影響を及ぼし得るため、ETFの損失が表面化するかどうかと金利の上昇による保有国債の評価損失については、日銀は積極的に対応していくことが要求される。最後に、韓国では、日本とは経済構造や金融政策の波及経路などに違いがみられることから、今後非伝統的金融政策を施行する際、日本型の政策を採用するかについては、慎重を期するべきであると考えられる。