

経済学

論点

金融政策

金融政策について、以下の問題を説明しなさい。

(1) わが国の「流動性のわな」は、低金利にもかかわらず民間の資金需要の反応の鈍化、金融機関の与信機能の低下が原因になっているために、量的な金融政策は金融機関に余剰資金が停留するだけで、なんら経済効果が期待できる政策ではないという意見がある。

この議論を説明する上で、貨幣市場における貨幣需要の動機を説明し、なぜ「流動性のわな」が発生するのかを述べ、裁量的金融政策の妥当性を検討しなさい。

(2) 金融政策の効果を議論する上で、国内経済のみを想定した場合と開放経済を想定した場合は、異なった結論が導出されるという説がある。

開放経済における金融政策について、所得や利子率、物価に与える影響を考慮し、さらにそこにある問題点などをふまえながら説明しなさい。

<解説>

日銀は、2001年3月に量的緩和策を導入、金融市場へ資金供給量を大幅に増やしてきた。

これは、従来の「金利」から「資金量」へと切り替え、2001年の量的緩和策導入当初、日銀当座預金の残高目標は「5兆円程度」だったが、米国同時テロが起きた9月には「6兆円」を上回るとし、景気の悪化は顕著になった同年12月には「10兆-15兆円程度」へ引上げ、金融調整を続けた。

このような日銀が世界でも例を見ない量的政策に踏み切ったのは、短期金利の引下げ余地がなくなったからである。

一．貨幣供給

貨幣の供給者は日本銀行（中央銀行）と民間金融機関（市中金融機関）であり、現金預金の供給は日本銀行によってなされ、預金通貨の供給は市中銀行などの金融機関期間の信用創造によって行われる。

現金通貨の供給量は経済政策や政治および過去の実績等に依存し、それ自体がどのように決定されるかについては経済学では論じられていない。しかし、それ自体の把握は容易である。



量的緩和政策



貨幣市場



ハイパワード・マネー



つまり、市中銀行の例をあげると、預金を越えて貸出はできないが銀行組織全体を考えると貸出が預金を創出するメカニズムによって、個々の銀行の当初の預金を越えて貸出が可能になる。

企業が貸金を支払うために保有する現金や家計が消費支出に振り向けるために保有する現金、すなわち、金融機関の外にある現金を現金通貨という。

この現金通貨に銀行の現金準備を加えた合計はハイパワード・マネーとよばれ、中央銀行が信用創造を行う際の基礎となる。

この主要な政策手段には(1)公定歩合操作(2)公開市場操作(3)法定準備率操作がある。公定歩合操作は中央銀行が市中銀行に貸し出す際の金利であり、これを変更することによって、市中銀行の行動に影響を与える政策である。

公開市場操作は中央銀行が公開市場で有価証券や手形の売買をおこなって市中に流通する貨幣量変化を通じて金利を変化させることを目的にしている。

法定準備率操作は法定準備率を変化させることによって市中銀行の信用創造機能をコントロールして、貨幣量を変化させる政策である。

二. 貨幣需要 (ケインズによる分類)

- (1)取引的動機に基づく貨幣需要
- (2)予備的動機に基づく貨幣需要
- (3)投機的動機に基づく貨幣需要
- (1)取引的動機に基づく貨幣需要



所得水準に対応して必要とされる通常の取引に備え経済主体が貨幣を保有しようとする動機に基づく貨幣需要
これは、 $L_1 = L_1(Y)$ と示される。

(2)予備的動機に基づく貨幣需要
不時の支出に備えての貨幣の保有
これも、 $L_1 = L_1(Y)$ と示される。

(3)投機的動機に基づく貨幣需要
投機的動機に基づく貨幣需要で、貨幣を資産として有利に保有しようとするものである。
これは、ケインズによって流動性選好として定式化されたものがある。
つまり、貨幣は取引の効率化だけでなく、富を保蔵する機能もあり、貨幣は株式や債券のように利子を稼ぐことはできないし、キャピタルゲインもない。

しかし、貨幣は取引量のみをもって残りは全て債券をもつとすると、将来が不確実の現実にとってはキャピタルロスが発生する可能性があるから、貨幣が利子・配当を生み出さないとしても、貨幣以外の資産を保有することに伴う危険を考慮すれば、一時的に貨幣を保有する方が有利なことがある。このようにに貨幣と債券の選択をしているのか検討する。

この分析の前提として、債券価格を B 、現在の市場利子率を r 、債券の額面を A 、一年の額面に対して α % の利払いがある債券（このような債券を永久確定利付債券、またはコンソル債券を仮定し、この債券の価格の決定の理論を考える。

今、債券市場が完全に機能していれば債券の市場価格は年々の利息の割引価値の和になる。

今年この債券を買うとすると、毎年 αA 円の利息が手に入るが、今年と来年の αA 円は当

投機的動機に基づく貨幣需要



割引現在価値



然同じであるはずはありません。つまり 来年の αA 円の現在価値は $\alpha A / (1 + r)$ 円にすぎなく、

この債券は永久に利子を受け取れると考えていますので債券価格 (B) は

$$B = \frac{\alpha A}{1 + r} + \frac{\alpha A}{(1 + r)^2} + \frac{\alpha A}{(1 + r)^3} + \dots$$

$$= \frac{\alpha A}{r}$$

となる。ここで、Bは将来支払われる利息の割引現在価値の和として計算されてるが、債券市場が機能している限り、これが債券の市場価格である債券価格に一致する。もし、実際の価格が債券価格より高ければ債券を売却することが利益を生むことになり、売られることになる。そして、売却された債券の価格は下落する。一方、実際の価格が債券価格より低ければ債券を買うことによって利益が発生するので、そのような債券は買われることになる。そして、買われた債券の価格は上昇します。このようにして、債券価格はBに落ち着きます。また、上の債券価格と利子率の関係式から、将来利子率 (r) が上昇すると債券価格が下落することになり、逆に、将来利子率 (r) が下落すると債券価格が上昇することになる。

以上が債券価格と利子率の関係でしたが、では、債券と貨幣の需要と利子率の関係を考えてみる。

債券とは2つの利益を生み出す。1つがインカムゲインといわれるもので、先程の αA 円 / 年であり、2つ目がキャピタルゲイン (ロス) といわれるもので、将来の債券価格 (B^e) から現在の債券価格 (B) を引いたものとして表されます。ここで、期待 (予想) 利子率を r^e とすると、債券を持つことによる収益率は $r + g^e$ 、貨幣を持つことによる収益率は0となることから、資産を保有する意思決定は $r + g^e > 0$ の時である。

$$g^e = \frac{B^e - B}{B} \quad (\text{期待される将来の公債価格: } B^e)$$

$$= \frac{\frac{\alpha A}{r^e} - \frac{\alpha A}{r}}{\frac{\alpha A}{r}} = \frac{r}{r^e}$$

ゆえに、 $r + g^e > 0$ は、
このことから

$$0 < \frac{r}{r^e} - 1 + r$$

となり、人々は $r > r^e$ なら債券を保有し、 $r < r^e$ なら貨幣を保有する。つまり、投機的

キャピタルゲイン

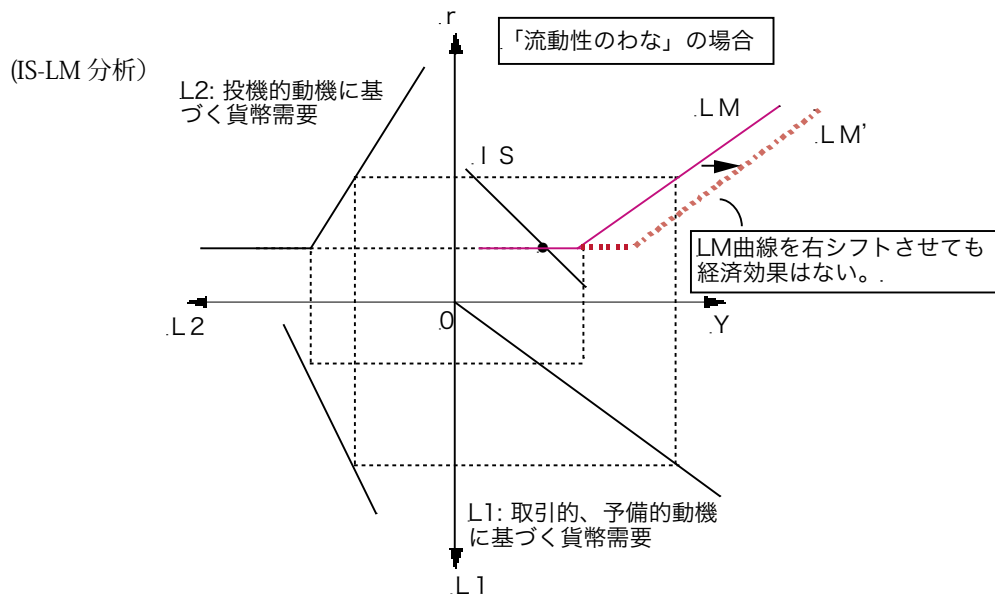


金融効果の無効性



動機に基づく貨幣需要 (L_2) は将来の債券価格の下落を見込み貨幣を保有しようとする行動をいい、現在の市場利子率より将来の期待利子率の方が相当大きい場合には、資産を債券で保有するよりも貨幣で保有する方が有利と考えるからである。

また、ここで、人々が正常であると考えられる利子水準である期待利子率に比べて現在の市場利子率が十分に低く、全ての人々が現在の利子率水準は下限に達している、つまり債券価格が上限にあると考えた時に、誰も債券を買おうとしないため、貨幣需要は無限に大きくなる。これを「流動性のわな」といい、貨幣需要曲線 (M^D) は利子率に対して水平になる。ケインズは、この状態に経済がある場合には、金融緩和政策を行ったとしても人々はそれを全て貨幣のまま保有しようとするため、実物経済には何の効果も与えないと主張している。



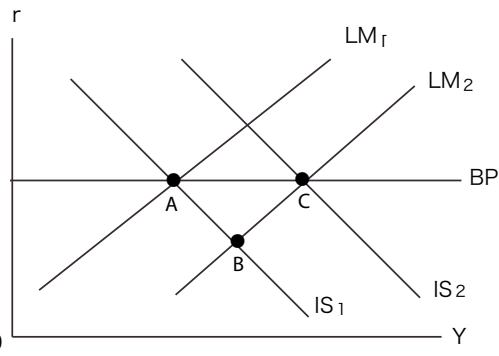
< LM曲線の導出とIS曲線との交点による均衡国民所得と利子率の決定 >

三. 開放経済における金融政策

変動相場制における金融政策 (資本移動が完全な場合)

現行のように、金融市場が完全に自由化され、資本移動が完全な場合、金融政策が実施されると、LM 曲線がシフトし、均衡点 B 点の実現されるが、国際収支が赤字になるために、円安を引き起こし、輸出の増加、輸入の減少がおり、IS 曲線も右にシフトし、均衡点 C 点の実現する。このため国民所得は増大し、有効な政策となる。

しかし、国内市場において「流動性のわな」にある場合、LM 曲線がシフトしても、なんら物価や利子率、所得には影響を与えず、開放モデルを用いても、やはり無効になってしまう。



マンデルフレミング・モデル



タイムラグ



四. 金融政策の有効性をめぐるその他の問題点

ケインジアンは、裁量を支持し、マネタリストはルールを主張した。ルールを主張する根拠にタイムラグの問題が指摘される。すなわち、金融政策の必要性を認知し、必要な意思決定にいたるまで、財政政策よりも時間が短いにしても、その時間的遅れは指摘せざるを得ない。