

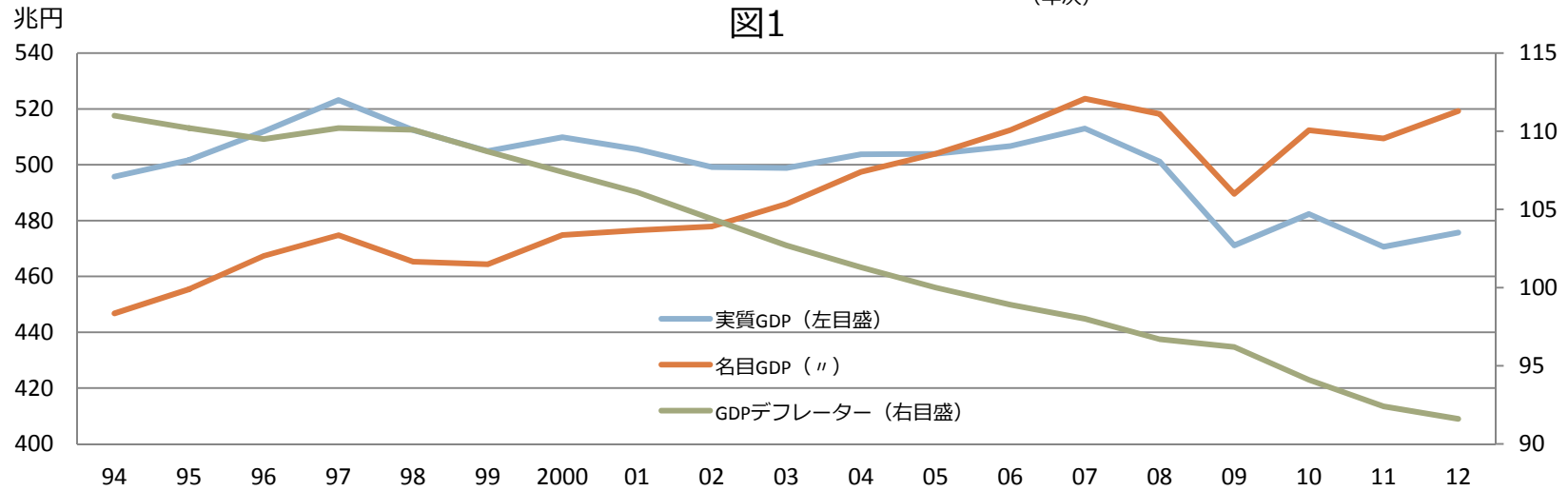
# 第2回「経済の好循環実現検討専門チーム」報告資料

照山博司（京都大学）

2013年10月4日

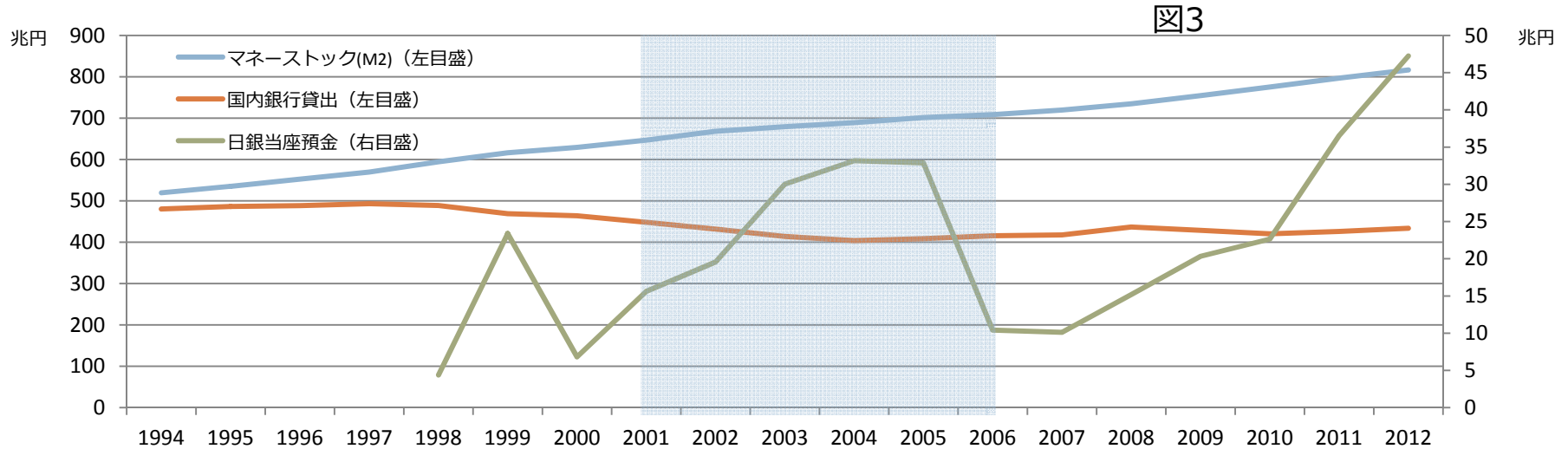
# 生産の減少と物価の下落

(名目) 国内総生産・総支出「国民経済計算」  
 (実質・連鎖価格) 国内総生産「国民経済計算」  
 国内企業物価指数(消費税を含む)総平均「企業物価指数」  
 全国CPI生鮮食品を除く総合「消費者物価指数」  
 賃金指数 現金給与総額 5人以上 産業計「毎月勤労統計調査」  
 (年次)

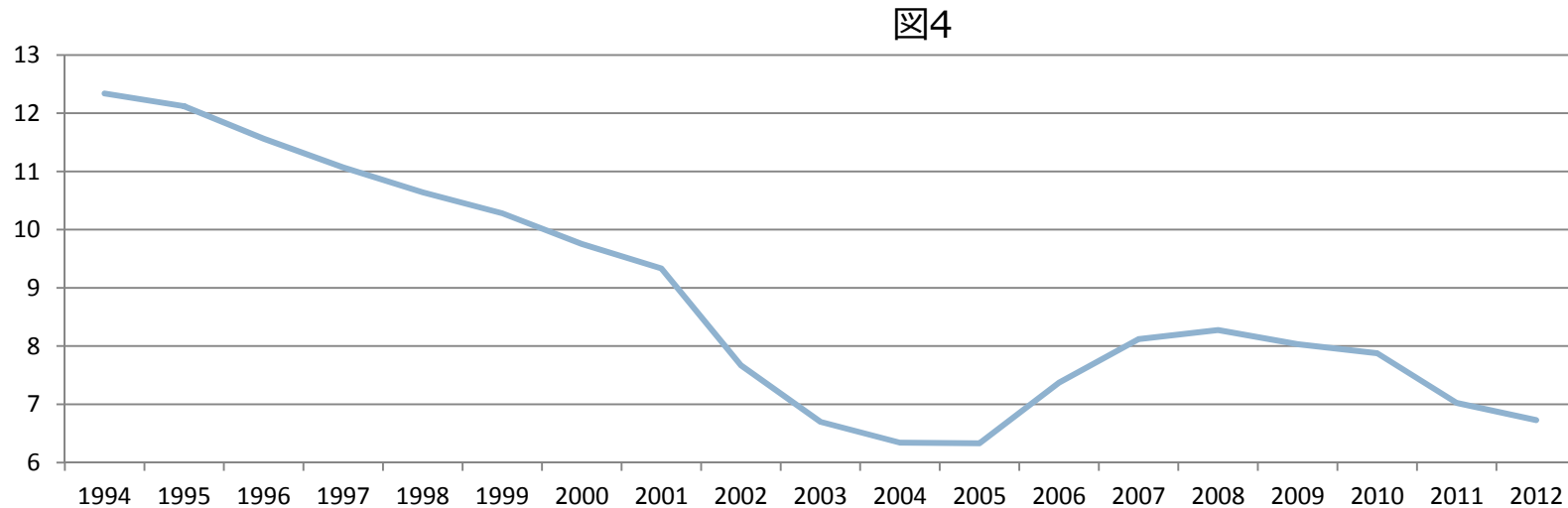


- マネーストックの増加と金融政策
- 量的金融緩和(QE)政策(2001/3~2006/3)

M2 + CD 平均残高 「金融経済統計月報」 (2004年以降はM2)  
 銀行勘定 国内銀行貸出金 「金融経済統計月報」  
 日銀当座預金 残高 「金融経済統計月報」  
 信用乗数 = (M2+CD) / マネタリーベース, として計算  
 (年次)



- 信用乗数



# ● 金融政策の効果（1970～1990年代）

－ 照山博司「VAR による金融政策の分析：展望」『フィナンシャル・レビュー』September-2001

図1：金融政策のショックに対するインパルス応答

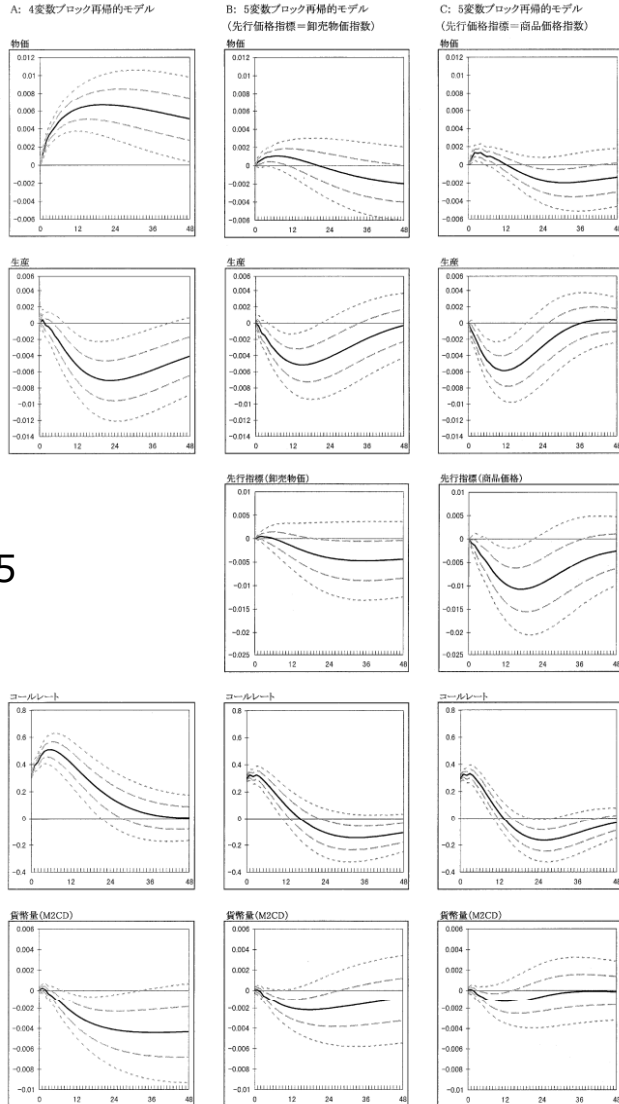


図5

1標準偏差の金融政策のショックに対するインパルス応答  
 (±標準偏差, ±2×標準偏差の信頼区間とともに示す)  
 1970～2000年の月次データによる推計

金融政策ショック⇒物価 (CPI)

金融政策ショック⇒生産 (IIP)

金融政策ショック⇒コールレート (政策変数)

金融政策ショック⇒M2 (+CD)

- 再帰的VARモデル

$$A_0 X_t = A_1 X_{t-1} + \dots + A_p X_{t-p} + \varepsilon_t, \quad \text{var}(\varepsilon_t) = D$$

$$X_t = A_0^{-1} A_1 X_{t-1} + \dots + A_0^{-1} A_p X_{t-p} + A_0^{-1} \varepsilon_t = B_1 X_{t-1} + \dots + B_p X_{t-p} + u_t$$

同時点相関の制約(構造)

~2001.2

2001.3~2006.3

$$A_0 = \begin{pmatrix} 1 & a_{12} & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{pmatrix} \quad X_t = \begin{pmatrix} \ln(p) \\ \ln(y) \\ \ln(B) \\ \ln(m) \end{pmatrix} \quad X_t = \begin{pmatrix} \ln(p) \\ \ln(y) \\ R \\ \ln(m) \end{pmatrix}$$

$p$ : 消費者物価,  $y$ : 鉱工業生産指数,

$R$ : コールレート(%),  $B$ : 日銀当座預金,  $m$ : M2

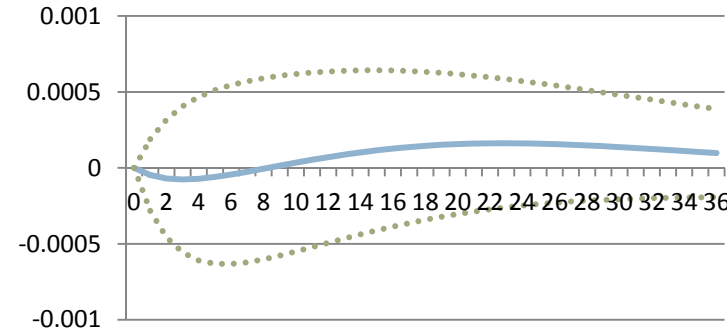
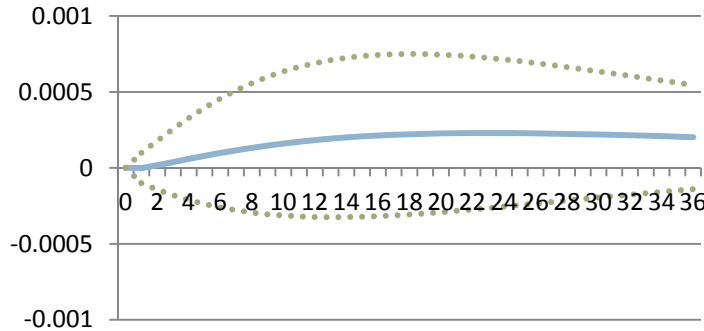
# • 拡張的金融政策ショックに対するインパルス応答

図6

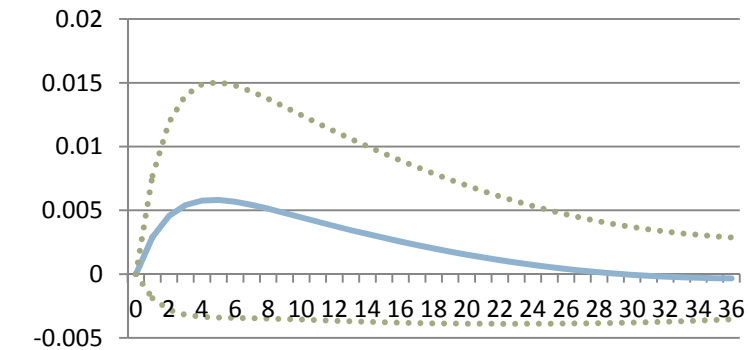
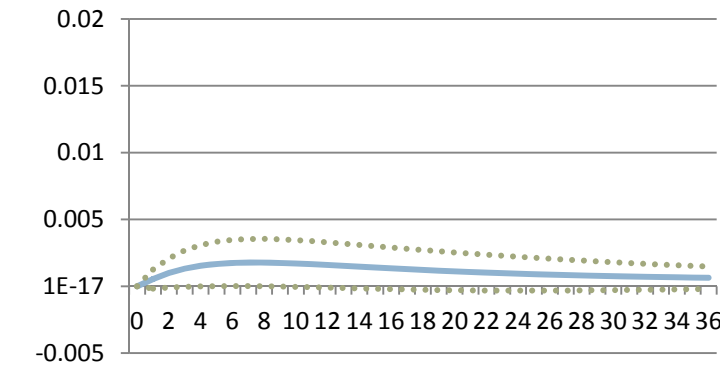
1992:1-2001:2

2001:3-2006:3

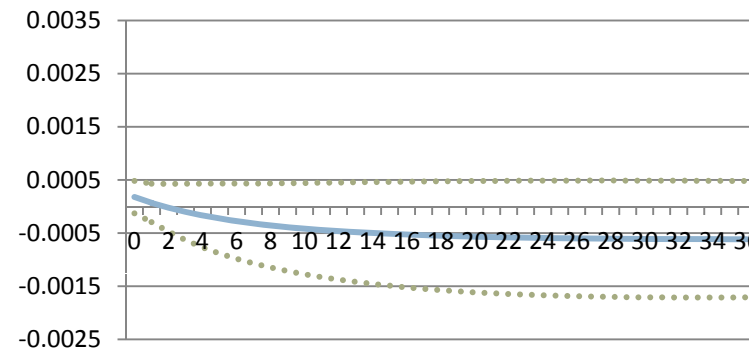
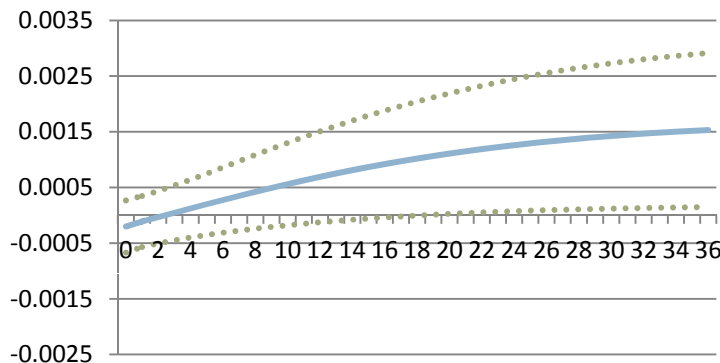
物価



生産



マネー  
ストック



1標準偏差の金融政策  
ショックに対するイン  
パルス応答

点線は95%信頼区間

VARモデルのラグ次数  
はSBICによる

- 図1&図2 1990年代以降の日本経済
- 「デフレーション」：持続的物価の下落，消費者物価，企業物価，名目賃金ともに下落傾向。
- 実質経済成長の停滞：「デフレ」と言う場合には，物価下落のみでなく，同時に進行する実体経済の縮小も意味することが多い。
  
- 図3&図4 1990年代以降の金融政策
- 日銀当座預金の増加に比して，マネーストックが増加していない。
- 「信用乗数（貨幣乗数）」の低下が発生している。⇒ 信用創造過程の収縮。
- 銀行貸出は減少傾向。
  
- 図5 1970~80年代の金融政策の効果
- “引締めの”金融政策（のショック）の効果の分析。
- インパルス応答関数：金融政策の政策変数（コールレート）にショック（予想されない政策変数の変更）があった場合に，そのショックが物価，生産，マネーストックにどのように波及していくかを，VAR（ベクトル自己回帰）モデルの推定結果に基づき計算。手法の概略はp.5参照。
- 引き締めのショック（政策金利の上昇）に対し，CPIは上昇するか，ほとんど変化しない。（金融政策の物価への効果は，元来大きくない。）IIPは減少(95%信頼区間はほぼ負値)。M2は減少するが，信頼区間の幅が広い。
  
- 図6 「量的緩和政策」期まで，および，「量的緩和政策」期の金融政策の効果
- 今回追試（ただし，上記手法の適用には検討の余地あり：例えば，金利の非負制約を考慮していない等）。
- “拡張的”金融政策（のショック）の効果の分析（1990年代「失われた10年」期，「量的緩和政策」期）
- 1990年代の効果は，定性的には，1980年代以前と同様。ただし定量的には効果が縮小。
- 「量的緩和政策」期（政策変数は日銀当座預金）には，拡張的政策はラグを持ってCPIを上昇させる。IIPへの影響は拡大（効果の波及経路には様々な議論あり）。M2は逆に減少（ただし，ほぼ効果ゼロとみたほうがよい）。
- いずれのケースも，信頼区間の幅が広く，増加・減少に関しては確度の高い判断はできない。
  
- 1990年代以降の金融政策の（生産への）効果は，あったとしても，それ以前と比べて大きくはなかった。
- 「量的緩和政策」期の金融政策の効果は，少なくとも信用創造過程を通じたものではなかった（図3&4）  
：信用割当現象の存在を示唆。
- 金融政策のマネーストックを通じた物価への効果は，元々それほど大きくなかった。