

〈金融政策パネル〉

政策運営の視点から評価したニューケインジアン・モデルの意義と限界

日本銀行 木村 武

本報告では、今次の世界的な信用拡張とその後の金融危機を踏まえ、ニューケインジアン・モデルの意義と限界について、主に、政策の効果波及経路と物価変動の動学的特性に焦点をあてて考察を試みる。

（金融政策の効果波及経路：リスクテイキング・チャネル）

ニューケインジアン・モデルに代表される近年の金融政策理論では、インフレ率や産出ギャップなどマクロ経済の安定化を達成するための最適政策の研究に力が注がれてきた。しかし、経済主体のリスク認識に関する内生的変化を考慮した場合、理論が処方するような最適政策によって、マクロ経済の安定化が実現すると、投資家のリスクアペタイトが次第に増加していくことがある。このため、様々なところで「金融の不均衡」が拡大し、将来における金融システムの不安定化（および、その結果としてのマクロ経済不安定化）のリスクを溜め込んでいく可能性がある。つまり、金融政策の効果波及経路において、リスクテイキング・チャネルの存在を踏まえ、中央銀行は、今日のマクロ経済の安定が、明日の金融システムの不安定をもたらす可能性について意識しておく必要がある。

ニューケインジアン・モデルでは、リスクテイキング・チャネルや金融システムの存在が考慮されていないため、直接には、この種の議論を行うことはできないが、同モデルの重要なメッセージの一つは、「民間部門のフォワードルッキングな期待形成を前提にしたコミットメント政策の有効性」である。この点を重視すると、中央銀行が「バブルは崩壊しないと、その発生事実を認識できないため、バブルが崩壊してから積極的な金融緩和で対応する」ことにコミットする——所謂「非対称アプローチ（Clean up mess afterwards）」を採用する——ことは、金融経済に大きな調整圧力を溜め込むリスクがある。なぜなら、そうした政策は、低インフレなど見目のマクロ経済環境の安定が持続した場合、信用膨張やレバレッジの拡大など「金融の不均衡」が拡大しても、中央銀行は利上げを行わないことを約束する結果、低金利環境の持続を予測した経済主体のリスクテイクを積極化させ、バブルの規模を拡大させる可能性があるからである。

一方、中央銀行が「バブル崩壊後に発生する経済へのマイナスの影響の大きさを踏まえ、バブルの発生を回避すべく政策運営に努める」ことをコミットすれば——所謂「対称アプローチ（Careful leaning against the wind）」を採用すれば——、経済主体の過度なリスクテイクを抑制する方向に寄与すると考えられる。例えば、経済主体のレバレッジが上昇し、信用膨張が目立ち始めれば、仮に足もとのインフレ率が安定していても、引き締め方向に政策の舵をきることを中央銀行が予めコミットするとしよう。そうなれば、経済主体が低金利環境の長期化を予測することもなくなり、楽観的な期待に基づいたポジション構築を過度に進めるインセンティブは抑制されるであろう。

（ニューケインジアン型フィリップス曲線に何が欠けているか？）

中央銀行が、マクロ経済の安定と金融システムの安定を両立させるには、経済主体のリスク認識に関する内生的変化のメカニズムだけではなく、インフレ変動の動学的特性についても一層理解を深める必要がある。今次金融危機も含めて、多くの危機に共通している

ことは、「金融危機は、高成長のもとで低インフレ環境が続いた後に発生する」ということである。それでは、バブル生成期に、インフレ率が低位安定する傾向があるのは何故だろうか。Great Moderation 当時において、フィリップス曲線のフラット化が議論されたが、そこでは、ニューケインジアン・フィリップス曲線を前提に、名目硬直性の高まり（インフレ率の傾向的低下に伴う価格改定頻度の低下）や実質硬直性の高まり（企業間競争の激化に伴う需要の価格弾性値の上昇）などが原因として指摘され、多くの実証研究がなされてきた。しかし、いずれも決め手に欠けるものであったし、そもそも名目硬直性や実質硬直性の変化が、金融危機のマグマを溜め込む要因になっていたとは考えにくい。おそらく、ニューケインジアン・モデルは、バブル生成期における企業の価格設定行動を正しく描写できていないと考えられる。そこで、本報告では、金融危機発生前の信用拡張期にみられる「企業の潤沢な資金流動性」——これはニューケインジアン・モデルから抜け落ちている変数である——が、価格決定に大きな影響を与えている可能性を、実証分析をもとに紹介する。

基礎となる理論は、顧客市場理論 (Customer Market Theory) である。顧客市場では、各々の企業は顧客ストックを有している。顧客は、他企業へのスイッチング・コストや不完全情報（企業間の価格比較の困難さ）などから、他企業が低価格を提示しても、すぐには財・サービスの購入先を変更せず、同一企業からの購入を続ける傾向がある。このため、企業は、新規購入者 (first-time buyer) をできるだけ低価格で引き付け、マーケットシェアを拡大させた後は、既購入者に対して、高い価格を維持し利益を得るという価格戦略をとる。（例えば、身近な例でいうと、量販店のポイント制は、割引を付与することで、顧客の囲い込みを行おうというものであり、不況期に値下げをしなくても、顧客はポイントを当てにして製品の購入を続ける。）つまり、企業は、将来の不況期に値下げをしなくても直ぐには逃げ出すことのない顧客ストックを増加させる——より多くの顧客を囲い込む——ために、今期は、当期利益を最大化する価格水準よりも、低い価格に設定することが望ましい。このように、価格設定が、将来収益に影響を与える顧客ストックへの投資戦略であることを踏まえれば、価格決定は、設備投資の決定と同様に、金融要因から影響を受けることになる。すなわち、好況期には、潤沢な流動性を背景に、企業の資金繰りは緩和されるため、企業は低めの価格を提示し、顧客ストックへの投資を増やす。一方、不況期には、資金調達環境が悪化し、資金制約に直面することから、企業は顧客ストックへの投資を抑制するかわりに、囲い込んだ顧客に対して高めの価格を課し、利益を維持するようにする。

一般に、マクロの流動性の増加は、経済主体の財サービスに対する需要の増加をもたらす——すなわち、需給環境をタイトにし——、インフレ率の上昇圧力を高める。しかし一方で、潤沢な流動性を背景に企業の資金繰りが改善すると、企業は、資本ストックのみならず、低価格による顧客ストックへの投資を拡大させるため、高成長のもとでも、実際のインフレ圧力の拡大は抑制される可能性がある。その結果、高成長かつ低インフレという見た目のマクロ経済環境が安定するもとで、投資家のリスクテイク姿勢が強まり、資産価格の上昇につながっていくものと考えられる。こうしたメカニズムが作用するもとは、中央銀行がインフレ率の短期的な安定ばかりに目を奪われると、資産価格バブルなど「金融の不均衡」の蓄積を助長するといった意図せざる結果をもたらすという点で、注意が必要である。