

日本金融学会中央銀行部会

資産価格と金融政策

日本のゼロ金利政策・米国の「グリーンスパン主義」-

竹田陽介

上智大学経済学部

2009年9月26日

アウトライン

- 「資産価格と金融政策」: 旧くて新しいテーマ;
“cause and effect”
 - 歴史: 大恐慌; 日本の80年代後半の株式・土地バブル;
米国の2000年代前半の住宅バブル.
 - 新しい視点:
 1. 「金融市場との対話」
 2. リアルタイムの政策評価
 - 二つの事例:
 1. 日本のゼロ金利政策
 2. 米国の「グリーンスパン主義」
- 上記の理解を踏まえて金融政策の新たな可能性
に対する評価.

資産価格と金融政策 1/2・1/2

- Bernanke(2002)によるFriedman and Schwartz, A *Monetary History of the United States, 1867 to 1960*(1963)の引用
 - 「それにも関わらず、株式市場の沈静化を図りたいという意味は、1928年から29年にかけてのFRB内部で、支配的とは言えないが、多数を占める考えであった。(中略)いずれにせよ、Fedは金融資産への投機熱を冷ますには緩め過ぎである一方、十全な経済成長を促すには引き締め過ぎと呼べる金融政策を続けてきた。われわれの考えでは、FRBは、金融投機あるいは価値の裁定者になるべきではなく、かつてフロリダの土地ブームに気を配ったように、株式市場ブームを注視することは慎むべきであった。」(p.290, 抄訳)
 - 「Friedman and Schwartz(1963)のみならず、当時のJohn Maynard Keynes延いては**今日の研究者**にも共有されている」と指摘した。

資産価格と金融政策 2/2・1/2

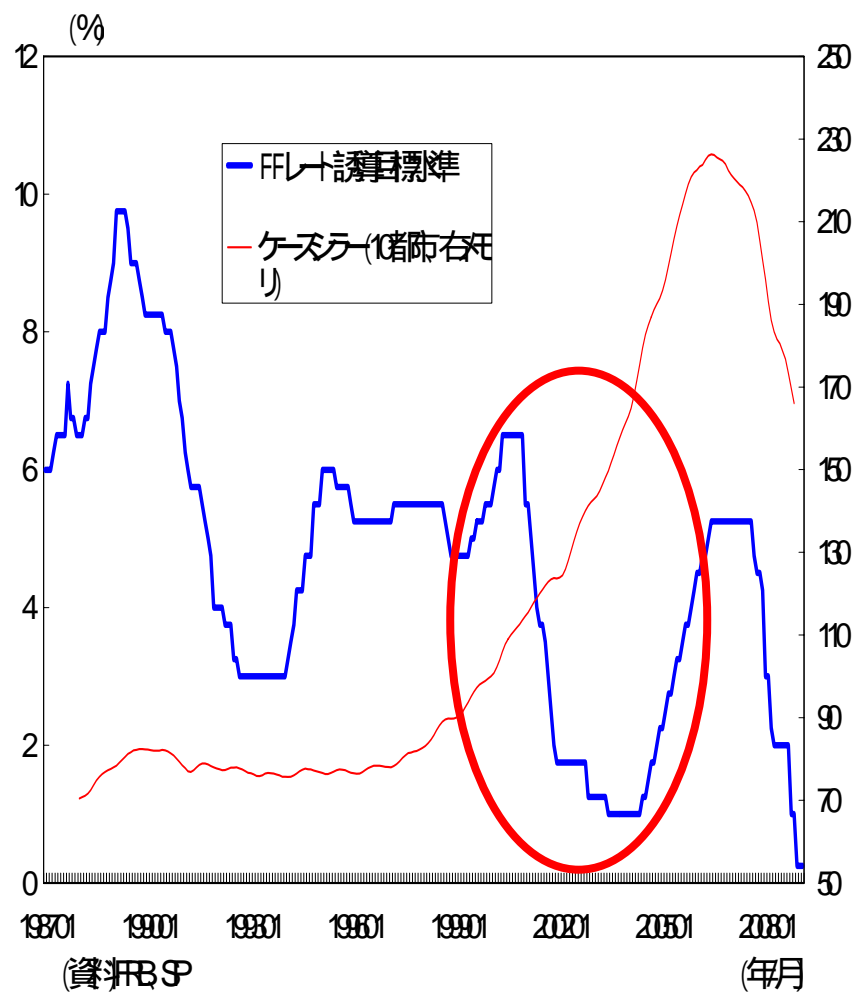
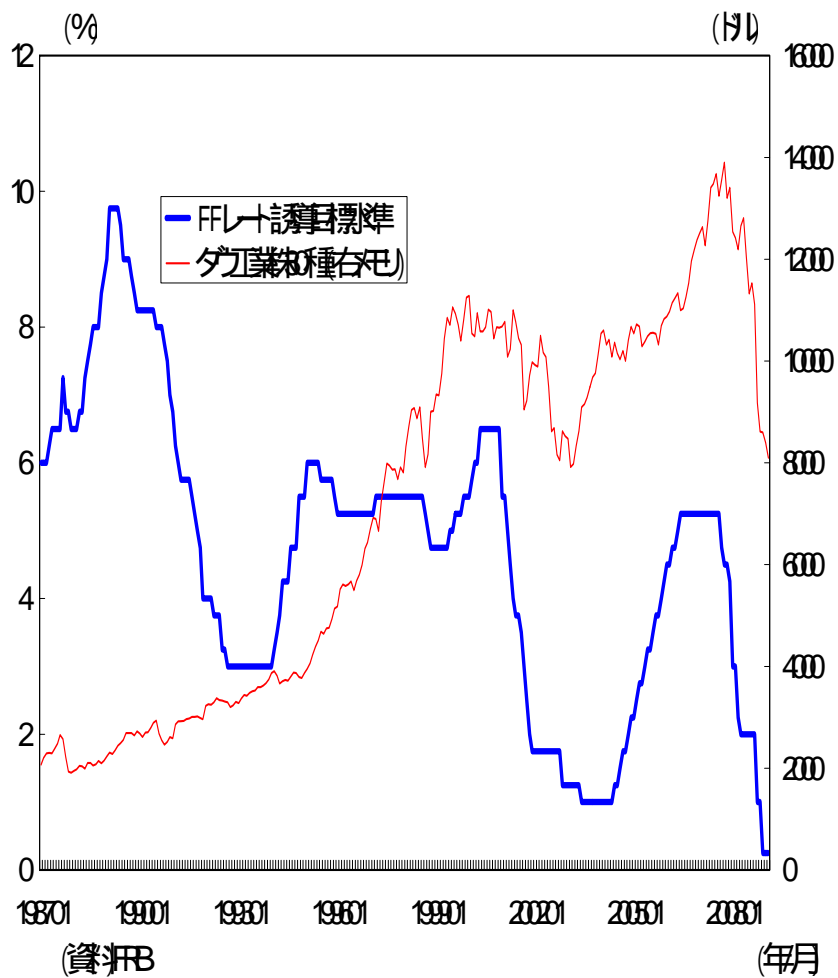
- Bernanke(2002): 資産市場の不安定性に対する金融政策
 - “Lean-against-the-bubble strategy”
 - FRBは中央銀行として掲げる雇用と物価という二つのマクロ経済の目標に対して、資産価格の変動が及ぼす影響について注視すべき。
 - バブルを含んだ経路から資産価格をファンダメンタルズの水準にまで漸進的に方向付けることが望まれる。
 - バブルか否かの判断ミスや意思決定の透明性の低下によるコストをプレミアムとして払いながら、資産バブルの発生・マクロ経済への悪影響に対して「保険」に入ることを意味する。
 - “Aggressive bubble popping”
 - 潜在的な資産バブルの発生に対して、FRBは事前的にかつ積極的に、利上げを通じてバブル退治をするべき。
 - 大恐慌の原因としてFRBによる金融引締めを指摘したFriedman and Schwartz(1963)によるaggressive bubble poppingの危険性。

資産価格と金融政策 1/3・2/2

- Greenspan(2004)
 - 「株式・債券・住宅・不動産・外国為替, これら全ての資産価格は, GDPに影響する。しかし, 少なくとも今日, 多くの中央銀行の選択は, 資産価格が金融政策の直接の目標ではなく, 金融政策の最終目標のプリズムを通して考慮されるべき経済変数であるという考え方である」(p.40, 抄訳)

資産価格と金融政策

2/3・2/2



資産価格と金融政策 3/3・2/2

- 2001年1月3日-2004年6月29日：金融緩和
(5.5% → 1%)
 - 2001年12月11日：FFレート=1.75%
 - 2002年11月6日：FFレート=1.25%
 - 2003年6月25日：FFレート=1%

新しい視点

比重

「金融政策 資産価格」

「資産価格 金融政策」

1. 「金融市場との対話」(Blinder, 1998;
2004)

2. リアルタイムの政策評価 (Taylor, 2009)

「金融市場との対話」 1/2

Blinder(1998 , 2004) : “Communication”

- There are five main vehicles for delivering information to the public, and most of them have already been mentioned: *the statements that accompany policy decisions, the so-called “bias announcements,” the minutes of committee meetings, official tabulations of votes, and testimony and speeches by members of the MPC.* The most appropriate mix of these various *modes of communication* depends sensitively on the institutional setting---especially on *how monetary policy decisions are reached.*(2004, p.26)

「金融市場との対話」 2/2

- Typology:

	Decision	Communication
FRB	Collegial	Individualistic
ECB	Collegial	Collegial
BOE	Highly individualistic	Collegial

リアルタイムの政策評価 1/2

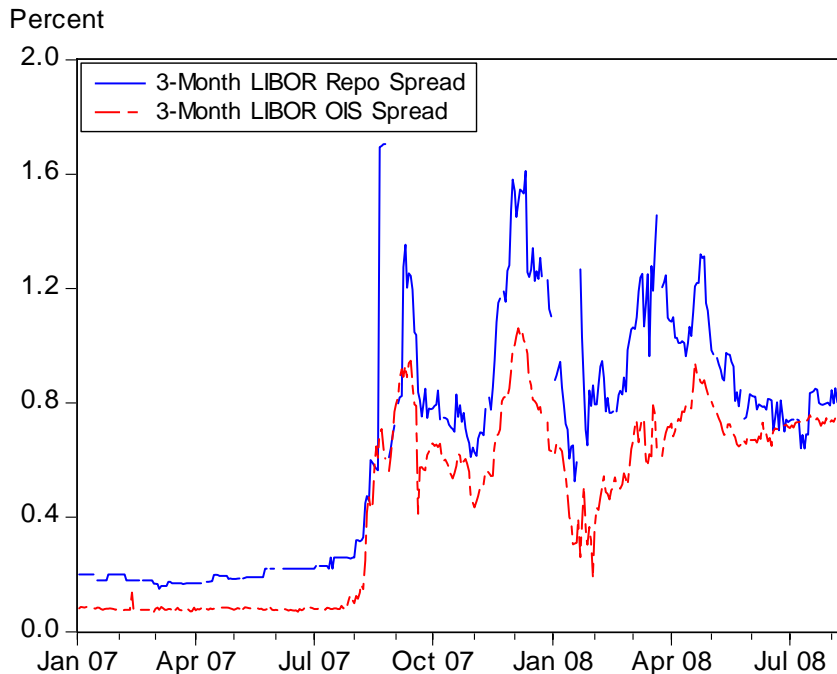
Taylor(2009):

- “Black swan”(Nassim Taleb)

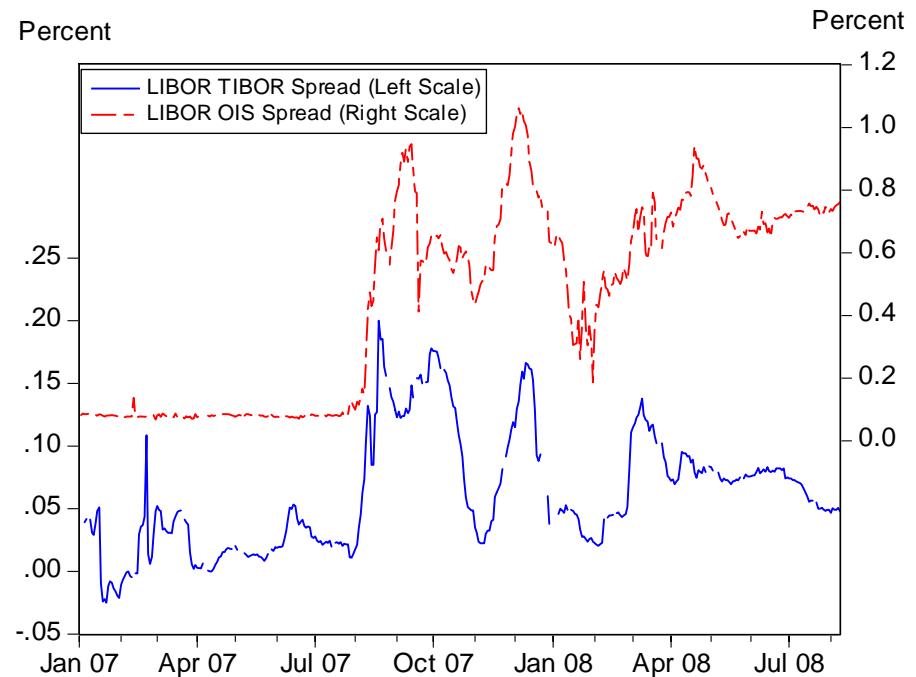
=Libor(London inter-bank offered rate)-OIS(Overnight index swap) spreads

Libor-Repo (Repurchase agreements) or Libor-Tibor(Tokyo) spreads

=counterparty risk



Libor-Repo spreads



Libor-Tibor spreads

リアルタイムの政策評価 2/2

- Real time diagnosis on the “black swan”:
 - counterparty risk, NOT shortage of liquidity.
- FRB’s initial responses: based on mistaken diagnosis
 - Term auction facility, etc. for a purpose of providing more easily liquidity.
- Rather, recapitalization would have been required.

アウトライン contd.

- 「資産価格と金融政策」: 旧くて新しいテーマ;
“cause and effect”
 - 歴史: 大恐慌; 日本の80年代後半の株式・土地バブル;
米国の2000年代前半の住宅バブル.
 - 新しい視点:
 1. 「金融市場との対話」
 2. リアルタイムの政策評価
 - **二つの事例:**
 1. 日本のゼロ金利政策
 2. 米国の「グリーンスパン主義」
- 上記の理解を踏まえて金融政策の新たな可能性に対する評価.

日本のゼロ金利政策 1/3

- 第1期: 1999年2月12日-2000年8月11日
- 第2期: 2001年3月19日-2006年7月14日
 - 2001年8月14日 (速水総裁: 長期国債買切の増額)
 - 2003年10月10日 (福井総裁: コアCPIへのコミットメントの強化)
- 第3期: 2008年12月19日-現在

日本のゼロ金利政策 1/2・2/3

竹田・小巻・矢嶋(2005)第8章

- 長期国債買切の増額 リスク・プレミアム
- JGB の1年物の「フォワード・レート」:
 - 金利の期間構造から導出される将来のスポット・レートの予測値.
 - 期待インフレ率 + 「ターム・プレミアム」 + 「インフレ・プレミアム」 + その他に分解される.

日本のゼロ金利政策 2/2・2/3

- ターム・プレミアム：
 - 満期の増加関数：「流動性プレミアム」
 - ゼロ金利政策（特に 01年3月19日再導入）後：
流動性プレミアムの低下．ゼロ金利政策の効果
- インフレ・プレミアム：
 - 長期国債買切増額（ 01年8月14日）後：プレミアムの一時的な上昇．
 - 解釈：市場参加者が財政規律の喪失を理由に，1年以内のインフレを予測した．

日本のゼロ金利政策 1/2・3/3

竹田・矢嶋(2008)

- コアCPIへのコミットメント強化 金融資産価格の「情報集約機能」(Grossman and Stiglitzの情報効率性)の低下:
 - 期待に働きかける政策
 - Keynesの「美人投票」のメカニズム
- 市場へのシグナル 金融資産価格(ドル・円, 株価, 長期金利)
 - 公共的なシグナル:
 - IIPとCPIのデータの公表
 - 日銀の政策決定会合の決定内容の公表
 - 日銀『金融経済月報』, 政府『月例経済報告』の公表
 - 私的なシグナル: 民間予測機関によるIIPとCPIの予測平均値(ブルームバーグ社)。

日本のゼロ金利政策 2/2・3/3

- ドル・円，株価：量的緩和政策解除の条件としてのコアCPIに対する民間機関の予測の影響の低下。
 - 情報効率性の低下
- 長期金利：福井総裁の下で，より強力な金融緩和策への変更が引き上げる作用。
 - 竹田・小巻・矢嶋(2005)第8章：長期国債買切増額 インフレ・プレミアム，と整合的。

米国の「グリーンスパン主義」 1/3

- DeLong(2008)による概念化
 - 中央銀行が資産価格の動向にバブルの気配を看守するとしても、ITバブル時に顕著であったように、情報技術の革新による技術ショックとの識別は困難である。
 - たとえある程度識別ができるとしても、FFレートの引き上げという伝統的な金融政策の手段によるのでは、バブル潰しに大した効果は期待できない。
 - 金融政策によるバブル潰しが功を奏するためには、景気安定化を損なうほどの引き締めが必要である。
 - 資産価格におけるバブルの発生の芽を摘むことによる景気循環のコストよりも、バブルの発生を看過した上で、バブルの崩壊に伴う金融システムの健全性の低下、それに対する事後的措置の発動によるコストの方が低い。

米国の「グリーンズパン主義」 1/2・2/3

竹田・小巻・矢嶋(2005)第7章 ; Takeda and Yajima(2006)

- FRB・BOEの私的情報(CPIに関する)?
- 予測統計量間のforecast encompassingテスト:
 - 物価連動債
 - FRB *Greenbook*; BOE *Inflation Report*
 - 民間予測機関 DRI; NIESR

米国の「グリーンズパン主義」 2/2・2/3

- 英国：
 - BOE > NIESR；
 - 物価連動債 > NIESR；
 - BOE > 物価連動債。
- 米国： 定式化による。
 - FRB<?>DRI；
 - DRI<?>物価連動債。

米国の「グリーンスパン主義」 1/5・3/3

竹田・矢嶋(2009)

- 株価・住宅価格の予測可能性
 - グリーンスパン前議長のリアルタイムの情報
- ファイナンスの平均回帰検定
 - 月次データ, 予測先1・4・10年.
 - S&P500
 - FTSE NAREIT (Case and Shillerの代理変数)

米国の「グリーンスパン主義」 2/5・3/3

1. 効率市場仮説： 配当-価格比率が将来の配当変化率に対する予測力をもつ。
 - 資産価格はランダムウォークに従う。
 - 現在の高い配当(高い配当-価格比率)は、将来の低い配当を予測する。
 - 負の時差相関。
2. 配当-価格比率は、資産価格の変化率を予測することができる。
 - 配当はランダムウォークに従う。
 - 現在の価格上昇(低い配当-価格比率)は、将来の価格低下を予測する。
 - 正の時差相関。

米国の「グリーンспан主義」 3/5・3/3

- 株価：

- 推定期間： 1946年1月-

- 1.1987年4月末(金融緩和後の引締めへの転換)まで

- 2.「根拠なき熱狂」発言の1996年12月5日まで

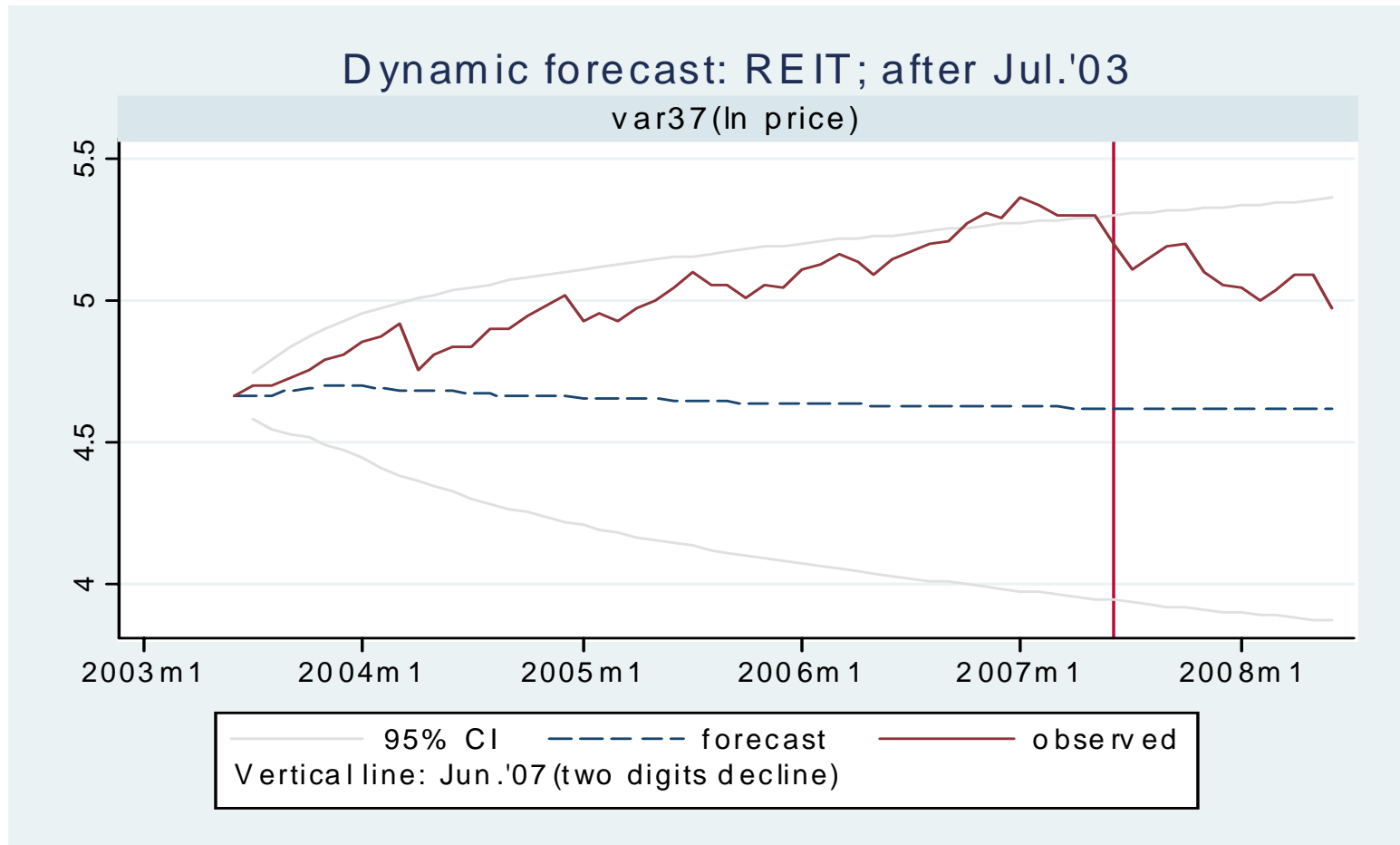
- 3.2001年1月(金融引締めから緩和へ転換)まで

- 仮説2を支持する。

米国の「グリーンズパン主義」 4/5・3/3

- 住宅価格：
 - 推定期間： 1972年1月-
 - 1.2001年1月(金融引締めから緩和へ転換)まで
 - 2.2002年11月6日(FFレート1.75% 1.25%)まで
 - 3.2003年6月25日(FFレート1.25% 1%)まで
 - 仮説1(効率市場仮説)を支持する。

米国の「グリーンSPAN主義」5/5・3/3



アウトライン contd.

- 「資産価格と金融政策」: 旧くて新しいテーマ;
“cause and effect”
 - 歴史: 大恐慌; 日本の80年代後半の株式・土地バブル;
米国の2000年代前半の住宅バブル.
 - 新しい視点:
 1. 「金融市場との対話」
 2. リアルタイムの政策評価
 - 二つの事例:
 1. 日本のゼロ金利政策
 2. 米国の「グリーンズパン主義」
- 上記の理解を踏まえて金融政策の新たな可能性
に対する評価.

金融政策の新たな可能性 1/2

(金融政策 資産価格)

Borio and Zhu(2008)

- **Expectations channel:**

- 竹田・矢嶋(2008): 日本のゼロ金利政策 金融市場の情報効率性の低下.

- **Risk-taking channel:**

- 竹田・小巻・矢嶋(2005)第8章: 日本のゼロ金利政策 流動性プレミアムの低下; 一時的なインフレ・プレミアムの上昇.

金融政策の新たな可能性 1/2

(金融政策 資産価格)

Borio and Zhu(2008)

- Expectations channel:

- 竹田・矢嶋(2008):日本のゼロ金利政策 金融市場の情報効率性の低下.

- Risk-taking channel:

- 竹田・小巻・矢嶋(2005)第8章:日本のゼロ金利政策 流動性プレミアムの低下;一時的なインフレ・プレミアムの上昇.

金融政策の新たな可能性 1/2

(金融政策 資産価格)

Borio and Zhu(2008)

◦ Expectations channel:

– 竹田・矢嶋(2008): 日本のゼロ金利政策 金融市場の情報効率性の低下.

● Risk-taking channel:

– 竹田・小巻・矢嶋(2005)第8章: 日本のゼロ金利政策 流動性プレミアムの低下; 一時的なインフレ・プレミアムの上昇.

金融政策の新たな可能性 2/2

(資産価格 金融政策)

Leamer; Farmer; Hamilton; 竹田・矢嶋(近刊)

- **資産価格をターゲットにした金融政策ルール**

- 実証研究からの示唆:

- 竹田・小巻・矢嶋(2005)第7章; Takeda and Yajima(2006): FRBの私的情報の存在?

- 竹田・矢嶋(2009): FRBが資産価格, とりわけ住宅価格を予測することの困難,

- 理論的問題点:

- 資産価格=将来のファンダメンタルズの期待割引現在価値,

- 金融政策ルールのターゲットとしての資産価格,

- 中央銀行による将来のファンダメンタルズへのコミットメント,

- 将来のファンダメンタルズの不確実性=政策ルールの信認の喪失?

金融政策の新たな可能性 2/2

(資産価格 金融政策)

Leamer; Farmer; Hamilton; 竹田・矢嶋(近刊)

- 資産価格をターゲットにした金融政策ルール
- 実証研究からの示唆:
 - 竹田・小巻・矢嶋(2005)第7章; Takeda and Yajima(2006): FRBの私的情報の存在?
 - 竹田・矢嶋(2009): FRBが資産価格, とりわけ住宅価格を予測することの困難.
- 理論的問題点:
 - 資産価格=将来のファンダメンタルズの期待割引現在価値.
 - 金融政策ルールのターゲットとしての資産価格.
 - 中央銀行による将来のファンダメンタルズへのコミットメント.
 - 将来のファンダメンタルズの不確実性=政策ルールの信認の喪失?

金融政策の新たな可能性 2/2

(資産価格 金融政策)

Leamer; Farmer; Hamilton; 竹田・矢嶋(近刊)

- **資産価格をターゲットにした金融政策ルール**

- 実証研究からの示唆:

- 竹田・小巻・矢嶋(2005)第7章; Takeda and Yajima(2006): FRBの私的情報の存在?

- 竹田・矢嶋(2009): FRBが資産価格, とりわけ住宅価格を予測することの困難.

- **理論的問題点:**

- 資産価格=将来のファンダメンタルズの期待割引現在価値.

- 金融政策ルールのターゲットとしての資産価格.

- 中央銀行による将来のファンダメンタルズへのコミットメント.

- 将来のファンダメンタルズの不確実性=政策ルールの信認の喪失?

参考文献 1/2

出所

- 竹田陽介・小巻泰之・矢嶋康次(2005)『期待形成の異質性とマクロ経済政策-経済主体はどこまで合理的か』東洋経済新報社。
 - 第7章「期待インフレ率に対する物価連動債の予測力」;
 - 第8章「ゼロ金利政策と投資家の期待」.
- Takeda, Yosuke and Yasuhide Yajima(2006) "An Empirical Analysis on Information Aggregation of Inflation-Indexed Bonds," presented at the ESRI International Conference.
http://www.esri.go.jp/jp/prj-2004_2005/macro/macro17/06-3-R.pdf
- 竹田陽介・矢嶋康次(2008)「金融市場との対話 新法下の日本銀行のケース」『日本経済グローバル競争力の再生-ヒト・モノ・カネの歪みの実証分析』香西泰・宮川努編第8章, pp.244-279.
- 竹田陽介・矢嶋康次(2009)「米国の株価・住宅価格の予測可能性:グリーンSPANFRB議長の時代」ニッセイ基礎研究所報vol.53, pp. 121-147. http://www.nli_research.co.jp/report/shoho/2009/Vol53/syo0903e.pdf
- 竹田陽介・矢嶋康次(近刊)「非伝統的金融政策とTaylorルール」(仮題)ニッセイ基礎研究所報.

参考文献 2/2

- 資産価格と金融政策
 - Bernanke, Ben. “Asset-Price “Bubbles” and Monetary Policy,” Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, October 15, 2002.
<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2002/20021015/default.htm>
 - Greenspan, Alan. “Risk and Uncertainty in Monetary Policy,” *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol.94, no.2, 2004, pp.33-40.
- 「金融市場との対話」
 - Blinder, Alan. *Central Banking in Theory and Practice*. The MIT Press, 1998.
 - ---. *The Quiet Revolution---Central Banking Goes Modern*. Yale University Press, 2004.
- リアルタイムの政策評価
 - Taylor, John. *Getting off Track---How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press, 2009.
- 「グリーンズパン主義」
 - DeLong, Brad. “Greenspanism and Its Critics,” mimeo , 2008.
- 金融政策の新たな可能性
 - Borio, Claudio, and Haibin Zhu. “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link In the Transmission Mechanism?” BIS Working Papers, No.268, 2008.
 - Farmer, Roger.”A New Monetary Policy for the 21st Century.” The Financial Times, Jan. 12, 2009.
 - Hamilton, James, Seth Pruitt, and Scott Borger. “The Market-Perceived Monetary Policy Rule.” 2009. http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/mkt_perceive_taylor.pdf
 - Leamer, Edward.”Housing is the Business Cycle.” NBER Working Paper 13428, 2007.