

金融政策が一人ひとりに与える影響：メカニズムと最近の実証結果

日本銀行 池田 大輔*

近年、金融政策関連の研究では、所得・資産等が異なる個人からなる理論モデルの構築・分析、マイクロデータの活用、非伝統的金融政策の効果の計測などの分野において大きな進展がみられている。本報告では、金融政策が一人ひとりに与える影響を考察することを目的として、日本を中心とした金融政策に関する最近の実証結果と、金融政策が個人にあたる影響の理論的メカニズムについて議論する。

最初に、金融政策に関する共通理解を概観する。金融政策は、金融市場への働きかけを通じて、広く実体経済に影響する。短期金利を政策ツールとする伝統的金融政策では、金融緩和とショック（民間経済主体に予期されない短期金利の引き下げ）は、短期国債、預金金利、借入金利を引き下げ、株価、不動産価格、賃金、産出量、インフレを押し上げる方向に働くことが一般的に知られている。したがって、伝統的金融政策ショックは、労働や資産、負債の状態の違いによって、各人に異なる影響を及ぼし得る。

この共通理解は、20年以上にわたって様々な非伝統的金融政策が実施されてきた日本経済にも当てはまるであろうか。最近の研究では、高頻度データや非線形ベクトル自己回帰を用いた金融政策ショックの識別が提案されている。日本経済を対象にした研究では、質的には非伝統的金融政策も伝統的金融政策と同様の効果があること、量的にみても、非伝統的金融政策の効果は、伝統的金融政策と比べて必ずしも小さくないことが報告されている。

この実証結果を念頭に、金融政策が個人に及ぼす理論的メカニズムを紹介する。従来のモデルでは、実質金利の変化による異時点間の代替効果に焦点が当てられてきたが、最近のモデルでは、個人の資産・負債構成に着目し、純資産の変化を通じて家計消費に及ぼすメカニズムが考察されている。日本経済を対象にした研究では、家計の資産・負債構成の決定に重要なライフサイクル動機に着目して世代重複モデルを構築・分析し、金融政策ショックは年齢階層別の消費に異なる影響を与え得ることが報告されている。さらに、日本の家計は預金をはじめとする流動資産の保有高が多いため、金融緩和とショックは必ずしも資産や消費の世代間格差を拡大させないことも示唆されている。これら一連の結果は、他の先進諸国の実証結果や日本の格差を直接分析した実証結果とも概ね整合的となっている。

以上は金融政策「ショック」に関する議論であるが、物価と実体経済の安定にとっては、金融政策の予見可能性すなわち「ルール」が重要になる。マクロ経済の安定は、特に負のショックに脆弱な低貯蓄・低収入の家計を下支えする効果がある。最近の研究によると、非伝統的金融政策ショックに効果があることは、ルールとしての非伝統的金融政策が機能していることを示唆している。したがって、ルールとしての金融政策によるマクロ経済の安定化も一人ひとりに影響してきたと考えられる。

* 本報告に示されている意見は、報告者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて報告者個人に属する。