



「期待」に働きかける金融政策： 理論の発展と日本銀行の経験

— オックスフォード大学における講演 —

2017年6月8日

日本銀行総裁
黒田 東彦

図表 1

20世紀前半の英国経済学と金融政策論（1）

ジョン・メイナード・ケインズ
(1883-1946)



by Walter Stoneman, bromide print, July 1940
© National Portrait Gallery, London (CC BY-NC-ND 3.0)

流動性の罫

「**利子率がある水準にまで低下した後では**、ほとんど全ての人が、きわめて低い率の利子率しか生まない債券を保有するよりも現金の方を**選好する**という意味において、**流動性選好が事実上絶対的となる可能性**がある。この場合には、**貨幣当局は利子率に対する効果的な支配力を失っている**であろう。

しかし、**この極限的な場合は将来実際に重要になるかもしれないが**、現在までのところ私はその例を知らない。事実、多くの貨幣当局が長期債券を勇敢に**売買しようとしていなかった**ために、これまで**実験のための多くの機会がなかった**のである。」

— 『雇用・利子・貨幣の一般理論』（1936年）

20世紀前半の英国経済学と金融政策論（2）

ラルフ・ジョージ・ホートレー
(1879-1975)



by Walter Bird, bromide print, 1958
© National Portrait Gallery, London (CC BY-NC-ND 3.0)

フォワード・ルッキングな金融政策

「抑制しなければならないのは過去の物価騰貴ではなくて、将来の物価騰貴であるというのがその説明である。

問題は心理的なものである。利率が取引者の将来の利潤見込みを相殺するのに十分に高くなるやいなや、それは抑制的となる。そして、心理的な問題と非常に密接にかかわる要因は、利率を固定させる当局の意図に関する取引者の期待である。」

— 『貨幣の再建』（1923年）

2

20世紀前半の英国経済学と金融政策論（3）

ラルフ・ジョージ・ホートレー
(1879-1975)



by Walter Bird, bromide print, 1958
© National Portrait Gallery, London (CC BY-NC-ND 3.0)

金利政策の効果

「1%というような短期利率の僅かな上昇によって商人に加えられる圧力は、いうまでもなくごく軽いものである。しかし、イングランド銀行は、いつも1%、あるいは0.5%の上昇が目に見える効果を持つことに頼っているように見える。」

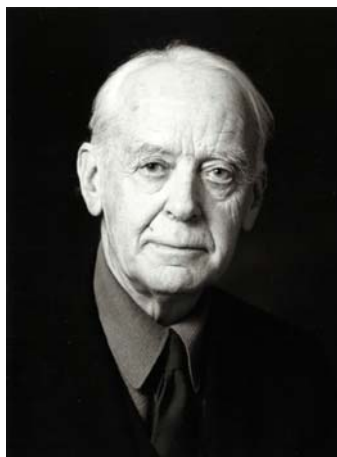
「一つの理由は、信用抑制を目的とする公定歩合の利用が確立した慣行になると、商人はイングランド銀行の意図を意識し、予想するようになるということである。公定歩合が3%から4%に引き上げられると、商人は、この引上げが市場に引き締め効果を与えるために行われたと判断して、もし効果が生じなければ、効果が生ずるまで公定歩合がさらに引き上げられると予想する。このような見方を取る商人は仕入れを抑え、そして需要は低下する。もし仮に商人の予想によって支持されないときには、6%あるいは7%の公定歩合が必要であったとしても、ここでは4%の水準が十分な効果を持つ。」

— 『金利政策の百年』（1938）

3

20世紀前半の英国経済学と金融政策論（4）

ジョン・リチャード・ヒックス
(1904-1989)



Source: All Souls College, University of Oxford

金融政策の「アナウンスメント効果」

「政策行動の**アナウンスメント効果**とは、人々の心理に生じた変化、将来における見通しにおける変化、それも現実のどんな取引自体に示される以前の変化である。これは、ホートレーが『**心理的効果**』と呼んだものと同じであるが、この用語は、何か不合理なことを示唆しているので不適切な用語である。アナウンスメント効果は、まったく合理的な行動である。

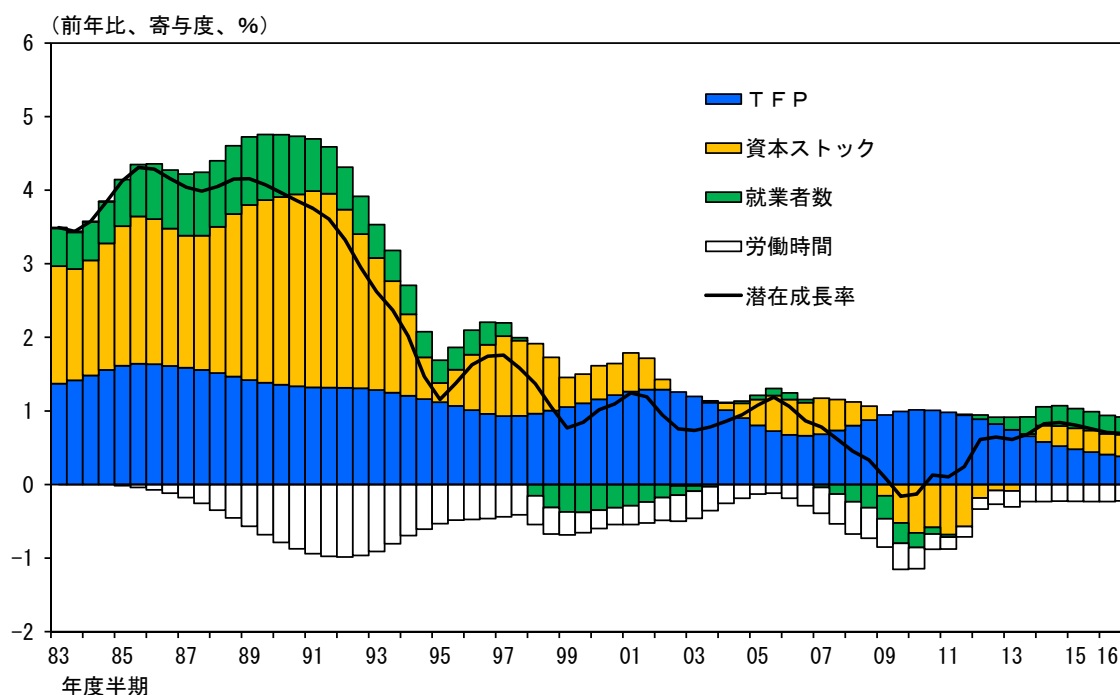
（まったく合理的な期待である）将来に対する期待は、現在利用可能なデータに基づいて形成される。政策の行為は、利用されるデータに対する重要な追加である。政策の行為は、**期待の変化をほぼただちに生ぜしめるに違いない**。これが筆者がアナウンスメント効果によって意味するところである。

ホートレーの分析から学ぶことは、『**古典的**』な公定歩合のシステムがその**アナウンスメント効果**において強力であった、あるいは強力でありえたことである。」

— 『経済学の思考法』（1977年）

図表 5

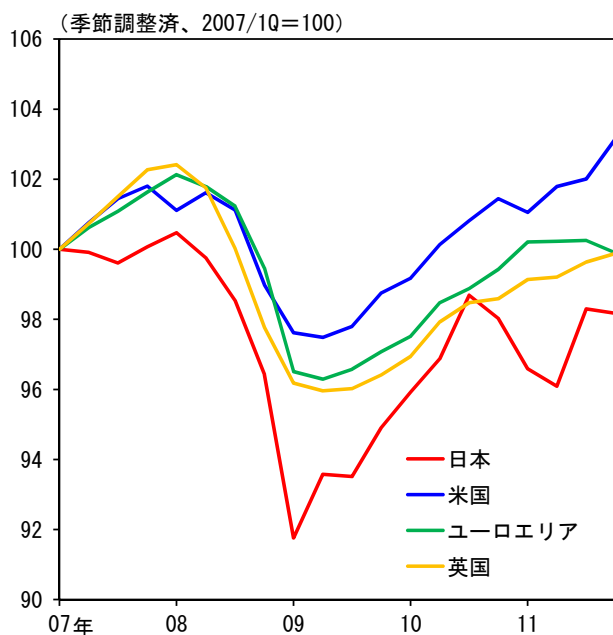
日本の潜在成長率



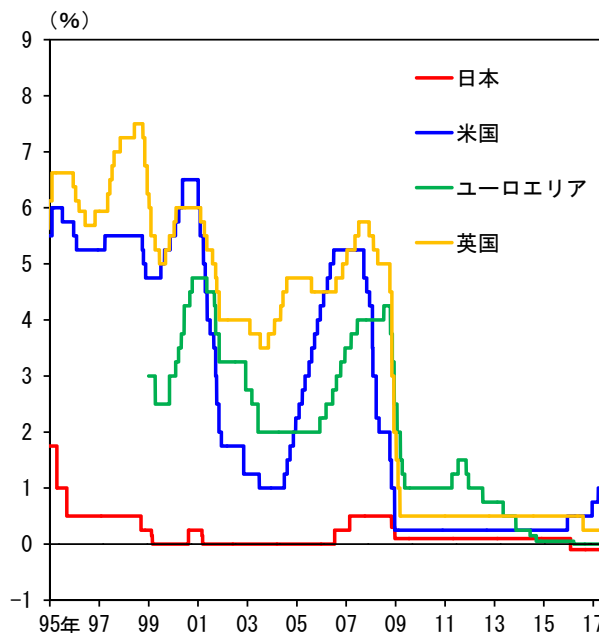
(注) 日本銀行調査統計局の試算値。
(資料) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

グローバル金融危機後の実質GDPと金融政策対応

実質GDP

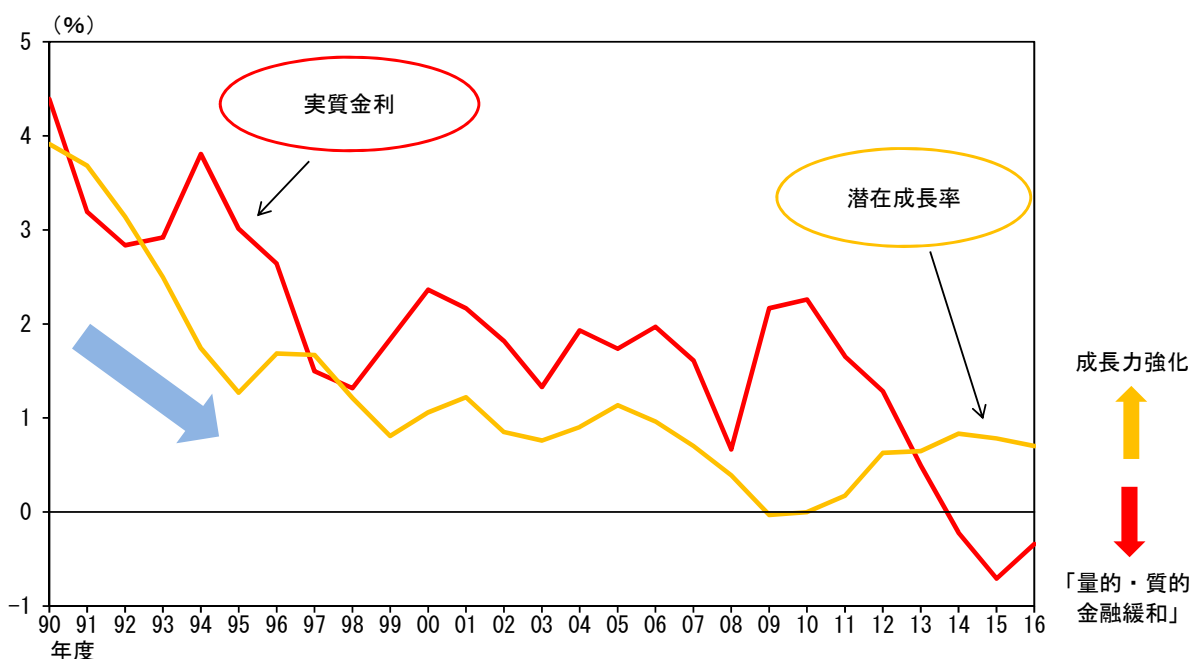


政策金利



(注) 政策金利が採用されていない時期の日本は、当座預金への付利金利。
 (資料) 内閣府、Haver、日本銀行、FRB、ECB、BOE

実質金利と自然利子率（潜在成長率）



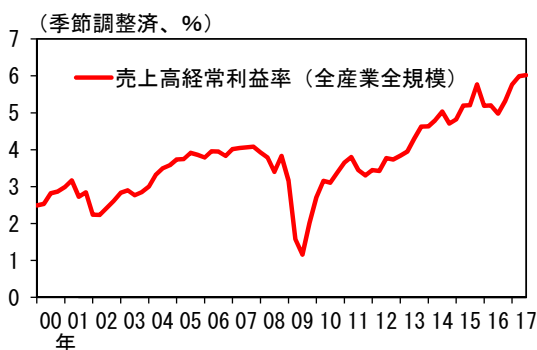
(注) 1. 実質金利は、10年国債利回りから消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比を差し引いて算出。

2. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。

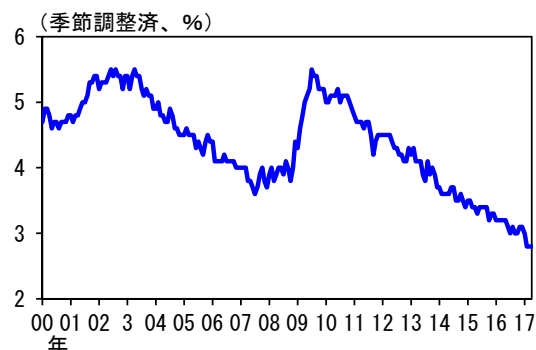
(資料) 総務省、Bloomberg、内閣府、日本銀行、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

「量的・質的金融緩和」の効果

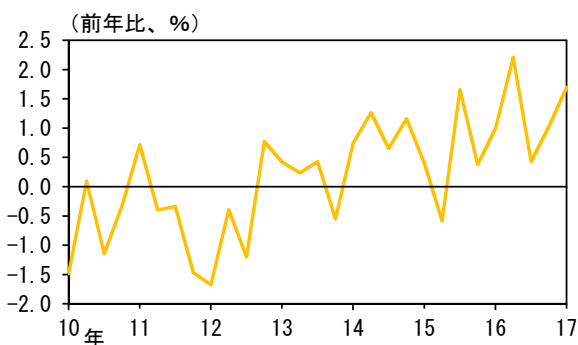
企業収益



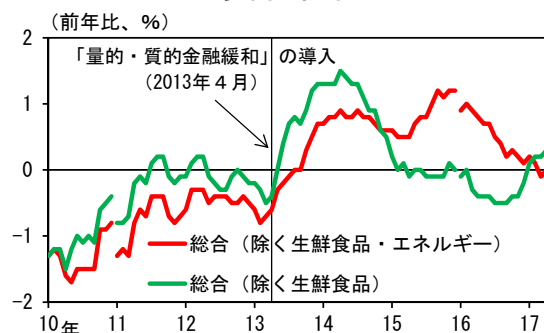
失業率



時間当たり名目賃金



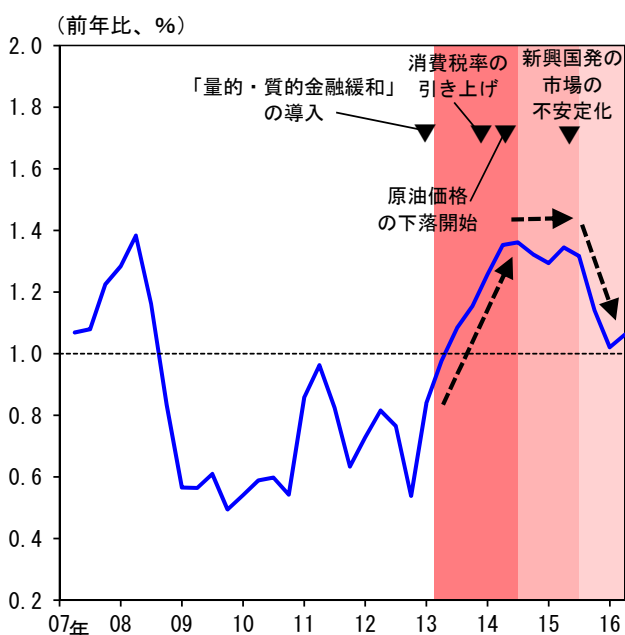
消費者物価



(資料) 財務省、総務省、厚生労働省

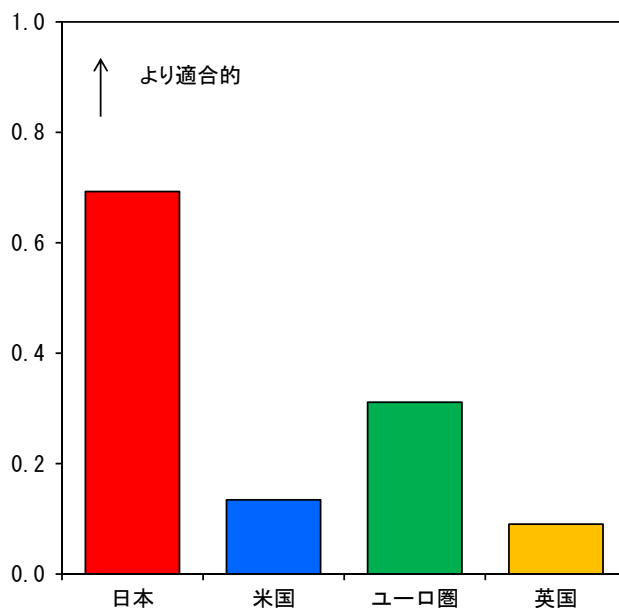
予想物価上昇率

合成予想物価上昇率



(注) 合成予想物価上昇率は、企業、家計、エコノミストの予想物価上昇率を合成したものの。

適合的期待の重要性



(注) 短期 (1年先) の予想物価上昇率の変動のうち、実際のインフレ率で説明される割合を示している。

(資料) 日本銀行「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」(2016年9月) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等

オーバーシュート型コミットメント

- ・ 消費者物価（除く生鮮食品）前年比上昇率の**実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続**。

