

## 金融政策の実証分析に関する最近の進展について

神戸大学 柴本昌彦

近年の金融政策運営の発展に伴い、金融政策の実証分析の従来の方法の問題点や新たな論点が提示されている。本報告では、最近の(時系列)分析手法の進展やそれと関連する金融政策の実証研究を紹介するとともに、自身によるいくつかの実証分析結果を紹介する。特に、(1) 金融政策ショックの識別、(2) コミュニケーション効果の推定、(3) 非伝統的金融政策効果、(4) インフレ期待安定のための政策運営の評価に関する実証研究について紹介する。

(1) 金融政策の動学的因果効果を推定する際、Sims (1980)に代表されるリカーシブ制約に基づいて識別された金融政策ショックの効果を推定することが多い。しかしながら、政策効果が過小評価される可能性(Gertler and Karadi, 2013)や外生的な変化を捉えていない可能性(Shibamoto, 2016)が指摘されている。一方、最近の実証研究では新たな識別方法(符号制約、操作変数を用いた識別など)を用いた金融政策効果の推定が多く行われている。本報告では、日本のデータを用いて、識別方法の違いによる政策ショックの効果の違いを比較検討する。

(2) 従来は足元の政策変更の効果に焦点が当てられてきたが、近年の政策のフォワードガイダンスに代表されるような将来の政策パスの変化を通じた効果や市場との対話の影響に関心が高まっている。本報告では、足元の政策金利の変化に対する影響と将来の金利の変化に対する影響の違いを分析した研究、及び、市場との対話による効果を分析した研究を紹介する。

(3) Bernanke and Blinder (1992)に代表されるように、従来は短期政策金利の変化による効果に焦点が当てられてきた。しかしながら、低金利下においては短期金利の変更のみならず、非伝統的な政策手段(量的緩和・質的緩和、フォワードガイダンス)が使われており、非伝統的な政策の効果に関心が高まっている。本報告では、量的緩和・質的緩和・政策金利の3つ政策手段の政策効果の違いを分析した研究を紹介する。

(4) かつては政府との独立性が必ずしも市場に知られない形で政策運営を行っていた一方、特に90年代以降、インフレ期待の安定といった内生的な(システマティックな)政策運営に重点が置かれるようになった。事実、近年は金融政策ショックとして捉えられる外生的な金融政策の変更は極めて限定的である。本報告では、インフレ期待安定のための内生的な金融政策の役割を分析した研究を紹介する。