〔会　長　講　演〕

『金融経済研究』第42号，2019年８月

非伝統的金融政策について*

地　主　敏　樹

１　は　じ　め　に

世界金融危機の後，世界各国はさまざまな非伝統的金融政策を実施してきた．金融システムの動揺が収まっても経済停滞が持続する下，金融緩和の強化を続けることとなった．その結果，金利水準のゼロ下限（Zero Lower Bound，以下 ZLB）や実効下限（Effective Lower Bound，以下 ELB）に直面して，それまで実施してきた標準的政策運営枠組である短期金利コントロールが，制約されるようになったからである．[1] 標準的な政策運営枠組が制約されたことで，各国中央銀行はさまざまな政策運営方式（＝非伝統的金融政策）を工夫した．そうした非伝統的金融政策は，短期の政策金利水準を極端に低下させるゼロ金利政策（Zero Interest Rate Policy, 以下 ZIRP）やマイナス金利政策（Negative Interest Rate Policy, 以下 NIRP），将来の短期金利の低水準持続を予想させて長期金利に影響しようとするフォワード・ガイダンス（Forward Guidance, 以下 FG），そして諸金利水準を低下させることから離れて，中央銀行が大規模に諸資産を購入して貨幣を供給する量的緩和政策（Quantitative Easing, 以下 QE），の３種類に大別されよう．

本稿では，最初に標準的な金融政策運営枠組とそれを裏付けする考え方の変遷について，米国の経験に基づいて振り返ることを通じて，金融政策運営枠組に関する歴史的な視点を獲得する．その後，ZIRP や NIRP，FG および QE について，それぞれの有効性を主張する考え方をみて，諸研究を参照しながらその効果を検討していく．最後に，今後の標準的な政策運営枠組について考察することで，本稿を締めくくりたい．

２　伝統的な金融政策枠組とは？

本節では，アメリカ連邦準備制度の金融政策運営を少し長期にわたって振り返ることにしよう．[2]「標準的」とされた金融政策運営方式がかなり頻繁に交替してきたことが判明する．それぞれの運営方式を正当化した考え方（＝政策思想）も，運営方式の変化に伴ってかなり頻繁に変化し

＊　日本金融学会2018年度秋季大会（名古屋市立大学）の会長講演を原稿にしたものである．

1）　もともとは ZLB が注目されてきたが，今次の危機対応の中で欧州大陸を中心に複数の中央銀行がマイナス金利を導入したことで，マイナス領域での下限としての ELB がより一般的な用語として使われるようになった．

2）　より詳細な叙述は地主（2019）参照のこと．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

てきた．どちらも，金融政策を取り巻く環境の変化によって，変更を強いられてきたのだとも言えるだろう．少し誇張すると，「長期的に持続可能な標準的金融政策運営枠組というものは，ほとんど存在しなかった」という評価に至る．そのような経験を基にすると，世界金融危機を経験して，金融政策を取り巻く環境が大きく変化した現在，新たな標準的金融政策運営枠組が現れても不思議ではないと言えるのではないだろうか．

連邦準備制度が1913年に創設されると，間もなく第１次世界大戦が勃発した．アメリカ参戦に応じて，連邦準備は連邦政府の戦費ファイナンスに協力することとなった．1920年代の平時体制下で，金融政策運営は，実需に基づいて商業手形を割り引くことで，弾力的に金融市場へ資金を供給するという枠組が採用された．連邦準備の創設時には，各地の金利の季節的変動に対して弾力的資金供給による安定化が謳われており，そうした社会的要請に基づいた政策運営であった．投機的な資金需要には対応しないということで，その考え方はリアルビルズ・ドクトリン（the real bills doctrine）と呼ばれた．しかし，かなり規則的に季節変動が繰り返される農業経済には妥当であったかもしれないが，不規則な景気変動を伴う工業経済においては景気の振幅を拡大してしまう，受動的な金融政策運営枠組であったことが判明していく．なお，より大きな枠組として金本位制があったが，大恐慌時などを別として，ノーマルな状況での金融政策運営を制約することはほぼなかったと評価されている．[3)]

受動的な金融政策運営は大恐慌に直面して不適切であることが明らかになっていく．大量の銀行破綻と急激なデフレーションが発生した．銀行休日と立入検査で銀行危機を凌いだ後，預金保険や銀証分離などによって金融システム安定化を図る金融規制（グラス＝スティーガル法）が導入された．金本位制度からの離脱によって，平価防衛のために金利水準を高めに維持する必要がなくなり，金利を低下させることができた．その後に金の大規模な流入が生じたことで，貨幣供給量の増大につながったと評価されている．しかし，1937年の預金準備率引上げは，早過ぎた引締めへの転換で経済回復を妨げた政策失敗と評価されている．第２次世界大戦が始まると，連邦準備は再び戦費調達に協力した．諸財・サービス価格と同様に金利も統制された．戦後に諸価格の統制は外されたが，金利コントロールは国債価格支持のために維持された．長期金利をコントロールする利子率ペグ（interest-peg）政策である．[4)] 朝鮮戦争が勃発するとインフレが高まり，低金利政策のコストがメリットを上回ると判断されるようになった．連邦準備からの要請で財務省との間にアコードが1951年に成立し，金融政策運営の独立性が回復された．

アコード成立後の金融政策運営は，短期国債の売買オペを通じて短期金利をコントロールしようとするもので，ビルズオンリー・ポリシー（the bills-only policy）と呼ばれた．政策操作方式そのものは後の FF（Federal Funds）金利コントロールに近いが，長期金利コントロールを経た当時においては，特殊な理論によって正当化されていた．信用アヴェイラビリティ理論（the credit availability doctrine）で，商業銀行は大量の国債を保有しており，評価損を回避するために満期まで保有するだろうから，短期金融市場オペに貸出調整で対応するだろうと考えたのである．現実には，商業銀行の国債保有調整は予想以上に速やかで，理論の現実妥当性は低かった．ただし，当時の金融政策運営方針はきわめて保守的で物価安定化を重視していたので，低いインフレーションを実現できていたと評価されている．[5)]

3）Bernanke（2013）.

4）戦時中の愛国キャンペーンに協力した国債購入者への配慮や，大量の国債発行残高を抱える財政の利払い軽減という意味合いもあったであろう．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

1960年代の民主党政権下では，ケインズ経済学に基づく積極的な景気安定化が目指され，金融政策運営枠組のレジームも変わった．標準的な政策操作方式は短期国債オペによる短期金利コントロールであったが，政策の考え方が変化して物価安定重視のウェイトが低下していたと言えよう．一時的にせよ，長短金利をそれぞれにコントロールしようとするツイスト・オペレーション（the operation twist）が実施されたことも，その証左であろう.[6] しかし，財政政策も含めたマクロ経済政策の機動的運用（the fine-tuning）は，政策ラグによる失敗の危険性などに基づいて批判された．さらに，インフレーションと失業との安定的なトレードオフを前提としたマクロ経済政策運営[7] は，インフレーションの高進を招いた失敗と評価されることとなった．フィリップス曲線は上方シフトしており，インフレ期待と自然失業率を導入した「自然失業率仮説」が，現実妥当性のある理解として次第に受け入れられていく．長期的な貨幣の中立性がマクロ経済学の主流派の考え方となっていったのである.[8]

1960年代末には，インフレ鎮静化がマクロ経済政策目標として最重要視されるようになっていた．シカゴ学派の経済政策思想を基礎としていた共和党政権では，一定の景気低下と失業率増大を容認してインフレを低下させようと財政・金融政策を引き締めた[9] が，失業率のみが高まってインフレ率は低下しなかった.[10] 1971年に経済政策を大転換して，価格統制や金ドル兌換停止などの「新経済政策」パッケージ＝「ニクソン・ショック」を実施することとなった．確かに一時的にはインフレ率が低下したが，平時の価格統制は広範な理解・協力を得ることが難しかった上に，価格凍結後の解除策も準備されておらず弥縫策の実施に追われた．第１次石油危機で瓦解して，インフレ率は高騰した（Great Inflation）.[11] 70年代半ばには，インフレ率を下げようとすると失業率が高まり，失業率を下げようとするとインフレ率が再上昇して，マクロ経済政策は迷走した．

第２次石油危機が発生してインフレ率が２桁になると，金融政策運営枠組が転換され，マネタリズムに基づいた政策運営方式として貨幣量コントロールが採用された．70年代末から80年代初頭にかけて，ボルカー理事会議長の下の強力な引締めで政策金利が急騰したが，貨幣量をコントロールしているのだとして正当化された．新しい古典派の考え方に基づいて，インフレ鎮静化へのコミットメントがインフレ期待を低下させれば，失業率を増大させずにインフレ率を低下させる可能性も期待された．確かにインフレ率低下には成功したが失業率も２桁にまで上昇してしまった.[12] 貨幣量はうまくコントロールできず,[13] 試行錯誤の後，放棄されて短期金利コントロールに戻ることに

5）　当時の金融政策運営の考え方については，Romer and Romer（2002）参照のこと．大恐慌期の激しいデフレーションや，第２次大戦と朝鮮戦争初期に伴った高インフレーションを経験したことが，物価重視の政策運営につながったのかもしれない．

6）　景気刺激のために長期金利を引下げ，ドル防衛のために短期金利を高めようとした．長期金利コントロールが政策道具箱に依然として含まれていたのである．その実効性に関しては活発な論争が生じた．

7）　経済成長への金融政策の影響も検討されていた（Tobin（1965））．

8）　以前は，インフレ率の GDP や経済成長率への長期的影響が論じられていた．

9）　名目金利の水準は高めたが，実質金利は高められていなかったとも批判されている．

10）　ベビーブーマーの労働市場参加による自然失業率上昇と1960年代の経験に基づくインフレ期待上昇という構造変化が原因であったと，理解されるようになった．インフレ期待低下と労働力縮小という近年の日本経済とは反対方向の構造変化であった．

11）　バーンズ連邦準備理事会議長は，連邦政府の全体的な経済政策運営に深く関与しており，かえって金融政策運営の独立性を損なったのではないかと評価されることとなった．

12）　レーガン共和党政権では「税率引下げが税収を増やす」とも目論まれたが財政赤字は拡大した．ドル高による貿易赤字とで「双子の赤字」となり，プラザ合意にもつながった．

13）　マネタリズムの受容が見せかけであったという見方もある．グッドハートの法則の実例で難しかったという見方もある．なお，日本銀行こそがマネタリズムに従った政策運営を行ってきたのではないかという見方もあって，Ito（1989）が検討している．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

なる．80年代末には各地で資産価格低下と金融機関破綻が発生した．共和党政権下での金利自由化を受けて，住宅金融中心の貯蓄貸付組合（S&L）が逆鞘状態になって経営困難に陥った．当局は資産運用規制を緩和して収益を回復させようとしたが，地価などの資産価格の上下動が発生して，多くのS&Lが大損失を被って破綻し，大きな政策課題となった．

1990年代のクリントン民主党政権は財政赤字削減に成功し，[14] 好景気と物価安定とが両立し続けた（Great Moderation）．グリーンスパン理事会議長の下の金融政策運営も，テイラー・ルールに近い安定した運営が評価された．[15] 物価と雇用を両にらみした，予想の立てやすい小刻みな短期金利調整が特徴であった．金融市場からは資産価格下落を防ぐ金融政策運営と讃えられた．金融自由化も大規模であった．商業銀行などの支店展開規制＝州際規制を撤廃し，銀証分離などの業際規制も撤廃したのである．州境を超える合併が続いて大手商業銀行が全国支店網を持つようになった．商業銀行や証券会社および保険会社などの子会社を擁する総合金融グループも形成された．大手投資銀行も株式会社化して大規模化しリスクテイク能力を高めた．諸投資ファンドも盛んに設立された．金融業界の構造変化に対して，民主党政権は新たな規制導入に消極的であった．国と州との2元銀行制度は温存され，金融会社や保険業界の規制・監督も州政府に任されていた．デリバティブ取引が大規模化してリスクテイクが高まる中でも，規制強化は封じられて自由化が進められた．

2000年代初頭のITバブル崩壊に対して，ブッシュ共和党政権の大規模減税と金融緩和とが効果的であった．連邦準備は資産価格バブル対応策として，崩壊後の金融緩和で対応可能とするFEDビューを強めて，崩壊前に利上げして資産価格上昇を抑制すべきとするBISビューを排していく．ただし，日本の経験に基づいてデフレを警戒し，実質金利をゼロ水準に維持する緩和政策を継続した．[16] 9.11テロからアフガン・イラク戦争を経て好況が続いたが，2005年頃をピークに住宅価格が低下しはじめる．住宅ローン債権を加工した仕組債の価格下落が始まると，短期金融市場の貸借取引がストップし，資本比率規制回避のために発達したシャドーバンク部門が崩壊の危機に瀕した．連邦準備はさまざまな新しい仕掛けを工夫して，中央銀行貸出の対象外であるシャドーバンク向けの流動性供給を急拡大せざるをえなかった．同部門の規制・監督は緩くかつ不統一で，流動性供給手段も準備されていなかったのである．[17] 仕組債の買上制度として立法化されたTARP（Troubled Asset Relief Program）を転用して，資本不足の金融機関向けの公的資金注入が実施されていく．大手行の健全度を測るストレス・テストによって個別行の健全性の相違が明示されて，ようやく危機が鎮静化したと評価されている．

マクロ金融政策面では，危機直前までのインフレ警戒から急速に金利引下げを進めて，ゼロ金利状態に持ち込み，2008年末からはQEにも踏み込んだ．バーナンケ理事会議長は，住宅ローン関連証券を購入していることで資産サイドの重要性を強調して，日本銀行が2000年代前半に実施したQEと区別しようとした．確かに国債に限定せずに大規模な購入を行ったのは事実であるが，購入対象とした住宅ローン関連証券は高品質なものに限定していた．ゼロ金利下に量的緩和政策を進め

14） このことが金融市場に歓迎されて長期金利が低下し，IT革命下での企業投資増大に貢献して，90年代半ばからの生産性上昇につながったと評価されている（Blinder and Yellen（2001））．ただし，米国のマクロ経済レベルでの生産性上昇には，金融自由化が金融産業の構造変化を推進して，米国の金融機関が国外からの借入資金を世界に投資して高収益を上げるようになったことも貢献しているとみられる．

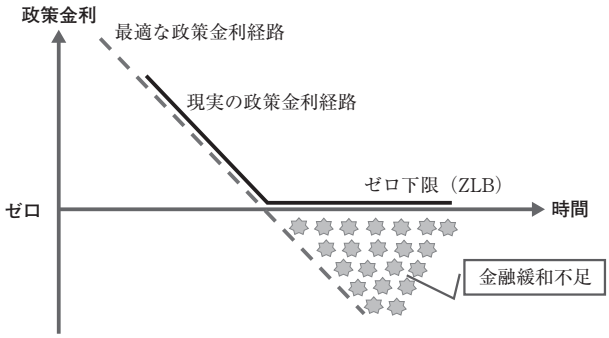
15） Taylor（1999）．

16） 低金利政策が，1990年代の金融規制緩和以降の金融機関のリスクテイク志向と相まって，2000年代半ばからの住宅価格バブルにつながったとみるエコノミストは少なくない．

17） 川波・地主（2013）．当時の金融規制・監督が業界の実態から乖離していたのは，連邦制下で金融規制・監督が元来は州政府の管轄であったことも貢献していたであろう．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図１　政策金利のゼロ下限と金融緩和不足（✹）



ても，景気回復は鈍く，なかなか失業率は低下しなかった（Great Recession）．FED ビューに対しても，主流派のマクロ経済モデルに対しても，懐疑的な見方が強まった．大恐慌後の長期停滞論を再検討するような見方も現れた.[18] 金融政策を決定する FOMC（Federal Open Market Committee）においても，自然利子率低下の可能性が認識されていた．QE の実施においては幾度かのレジーム変更があり，それぞれにインパクトも異なっていたと評価されている．

以上のように，連邦準備の標準的な金融政策運営枠組は，ほぼ10年ごとに変化してきた．世界大戦の戦費調達協力のように一時的な方策であっても，長期金利コントロールは政治的に維持されただけではなく，政策道具箱の中にも残存した．戦時インフレの経験は物価安定重視のウェイトを高めたが，大恐慌の経済停滞の経験は次第に景気安定化のウェイトを高めて，政策思想の変化とともに積極的な政策運営を採用させた．しかし，政策思想の裏付けとなるマクロ経済理論は不完全であり，高インフレを生じてしまった．政策思想は修正されたが，インフレ鎮静化の適切な政策手法がみつからずに10年近い迷走の後，結局は貨幣量コントロールに伴う高金利という「強引な」政策を採用して，高失業を甘受してインフレを抑制した．次第に，テイラー・ルールに要約されたような政策運営枠組が形成され，良好なマクロ経済パフォーマンスを実現したが，資産価格バブルが生成して崩壊してしまった．その後は経済停滞が持続して，非伝統的な金融政策手段が導入された．そうしたマクロ金融政策の裏側には，金融規制の変革と金融業界の構造変化が起きていた．大恐慌に対応した金融規制は50年余をかけて自由化された．金利自由化は政策ミスから S&L 危機を招き，適切な規制改革の伴わない業際・州際規制撤廃は世界金融危機につながったのである．

3　ゼロ下限（ZLB）とマイナス金利政策（NIRP）

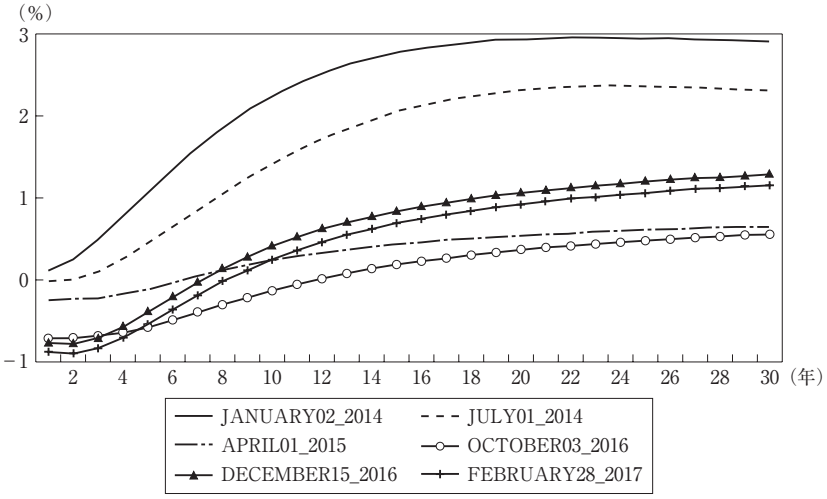
よく知られているように，ZLB は金融緩和行動を制約する．伝統的な金融政策枠組とみなされてきた短期金利コントロールでは，マクロ経済に金融緩和不足が発生してしまう．図１では，最適金融政策に対応する政策金利経路がマイナスになっているが，実際の政策金利が ZLB で制約された経路となってしまうので，両方の金利経路に囲まれた領域が，金融緩和不足の総量を表している．このように，さらなる金融緩和が望ましい場合，中央銀行は短期金利コントロール以外の政策手段を探して試すこととなる．ZLB が非伝統的金融政策の源なのである．

ZLB が制約であることのストレートな含意として，何とかして NIRP を実施できれば，ZLB という障害を乗り越えられることになる．日本の経済停滞期には，深尾（2001）がスタンプ付き貨幣

18）　Summers（2015）．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図２　ユーロエリアのイールドカーブ――2014年１月～2017年２月



（出所）　高屋（2017）.

の現代版の導入を通じたNIRPの実施を提唱した．世界金融危機後のアメリカでは，Goodfriend（2016）がNIRPを提案した．短期国債やCPおよび外国貨幣など，貨幣に近い流動性の高い金融資産間との代替が生じるのでマイナス値の領域にも限度（ELB）があり，政策金利のレベルを無制限にマイナスにできないとしても，部分的解決策にはなると期待できる．図１の政策金利経路の水平部分を低下させることができれば，その下の金融緩和不足領域は狭くなる．欧州大陸の諸中央銀行は相次いでNIRPを導入し，欧州中央銀行（ECB）も続いて，日本銀行もならうこととなった．なお，経済停滞に直面した先進諸国の中で，連邦準備と英国銀行（BOE）は導入しなかった．

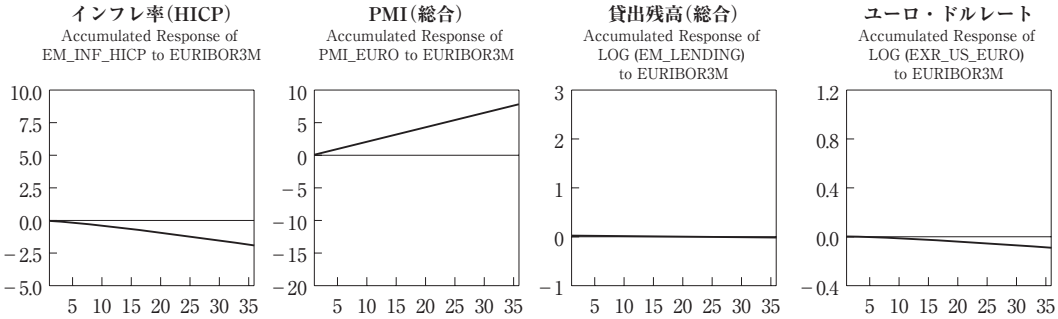
ECBのNIRPについては，高屋（2017）が検討している．まず，図２にあるように，超短期の金利はマイナスになっているが，イールドカーブはあまりフラットになっていないことが示されている．NIRPの導入後，長期金利も一時的にはゼロ％近くにまで低下したが，2016年末以後は１％前後にまで戻っている．そうしたイールドカーブの形状も寄与しているのであろう，銀行の預貸利鞘も２％を超えており，低下はしてきているが，銀行の利潤がそれなりに確保できているという．この点で，NIRP導入後にイールドカーブのフラット化が強まってしまい，民間金融機関が利鞘の縮小状況を社会に訴えた日本の現状とは，かなり異なっていることがわかるだろう．

高屋は，NIRP導入のマクロ経済への効果を，マクロ時系列分析で検証している．その結果は，図３のインパルス反応関数にまとめられている．図３は，金利上昇インパルスへの諸変数の反応なので，NIRP導入の影響とは逆様になっている．したがって，NIRPは，ユーロ圏のインフレ率（HICP）を上昇させ，ユーロの対外価値も低下させることがわかる．他方で，生産（Purchasing Managers' Index）への影響はマイナスとなっている上に，銀行貸出への影響はほとんど見出されていないので，マクロ経済全体への影響としては，あまり明瞭な拡張効果を示せてはいない．

ついで，日本銀行のNIRP導入についてみてみよう．こちらは，Fukuda（2017）が，イベントスタディの手法を高頻度データに適用して，政策アナウンスメントの金融市場への短期的な影響を吟味している．図４では，政策アナウンスメントの時点をゼロとして，アナウンスメントの前（マイナス値）から後（プラス値）へかけてのそれぞれの推移を，アナウンスメント時点での値を基準

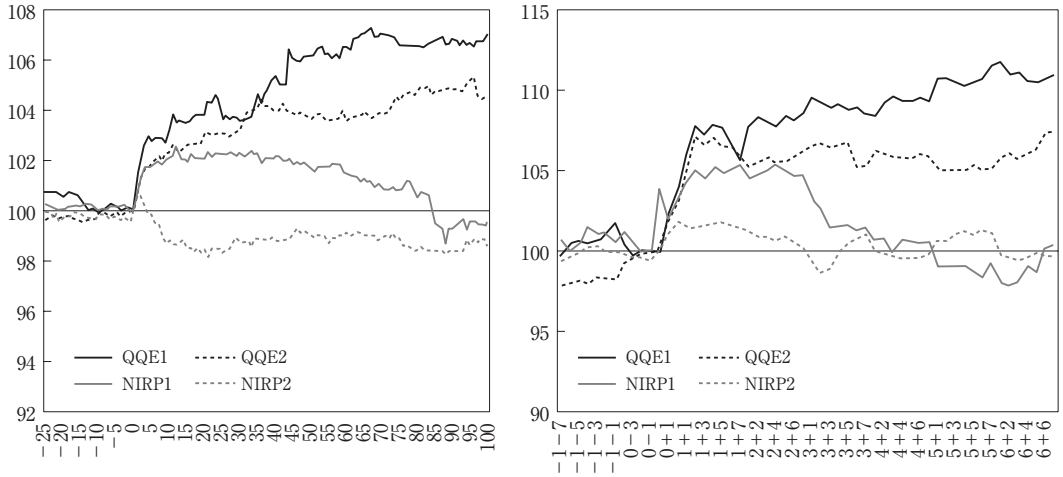
©Japan Society of Monetary Economics 2019

図 3　ユーロ圏の金利上昇のインパクト



（注）　Vector Error Correction Model による推計：2010年１月～2016年12月．
横軸は月数，縦軸は左から順に％，指数，兆ユーロの対数，ドル/ユーロ．
（出所）　高屋（2017）．

図 4　日本の NIRP の経験――円ドル・レート（左図）と日経平均株価指数（右図）



（注）　横軸：左図は時間表示，右図は「日数＋時点」表示（１日当たり７時点で価格計測）．
（出所）　Fukuda(2017)．

(100）とした指数として表示している．円ドル・レートと日経平均株価のどちらに対しても，QQE の導入（QQE1）とその拡大（QQE2）は持続的なプラスのインパクトを与えている．他方で，NIRP は，その導入（NIRP1）は一時的なプラスの影響を与えているものの，イールドカーブ・コントロール（YCC）の追加はほとんど影響していないことが，よく示されている．

ZLB とインフレ率との関係をシンプルに示した図として，Benhabib *et al.*（2001）が考案した図がわかりやすい．中央銀行がテイラー・ルールに従って金融政策を運営している場合，デフレーションが深まると，計算値はマイナスになるが，ZLB で制約されてしまう．したがって，名目政策金利を縦軸としてインフレ率を横軸とした図５において，ZLB を考慮したテイラー・ルールは，非線形となる．均衡関係として，名目金利とインフレ率との間のフィッシャー方程式を書き入れると，非線形テイラー・ルールとの交点は２つあることになる．プラスのインフレ率とプラスの金利とを持つインフレ均衡点と，ZLB で制約された金利とデフレーションで特徴づけられるデフレ均衡点である．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図５　非線形テイラー・ルールとフィッシャー方程式――インフレ均衡とデフレ均衡

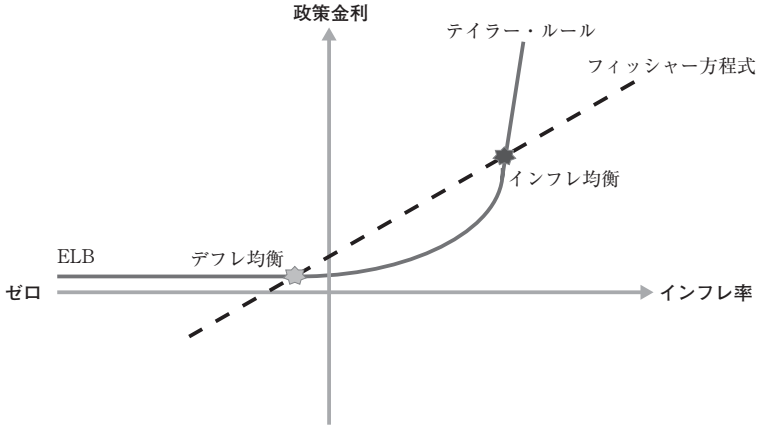
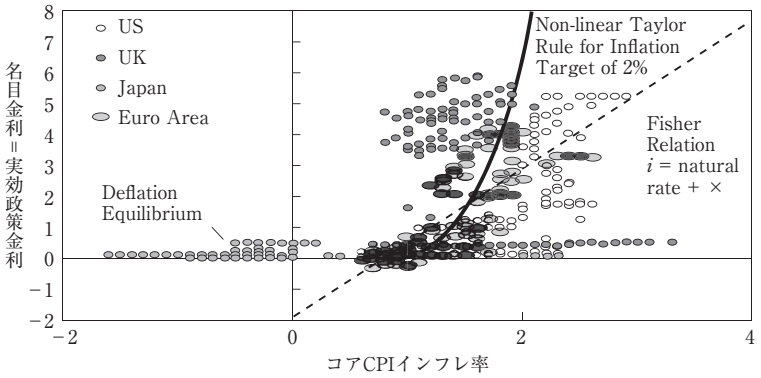


図６　日欧英米のインフレ率と政策金利



（出所）　Jobst and Lin (2016).

政策に近いエコノミストたちが，この図に各国経済の現実値を描き入れてみている（図６）．日本だけがデフレ均衡周辺にとどまっている一方で，英米はインフレ均衡周辺にほぼとどまっており，ユーロ圏がNIRPを利用してデフレ均衡に向かうのを回避しているような状況が示されている．なお，日本に関しては，宮尾（2016）も日本経済の状況変化を描写するためにこの図を用いている．

４　金融緩和不足対策としてのフォワード・ガイダンス（FG）

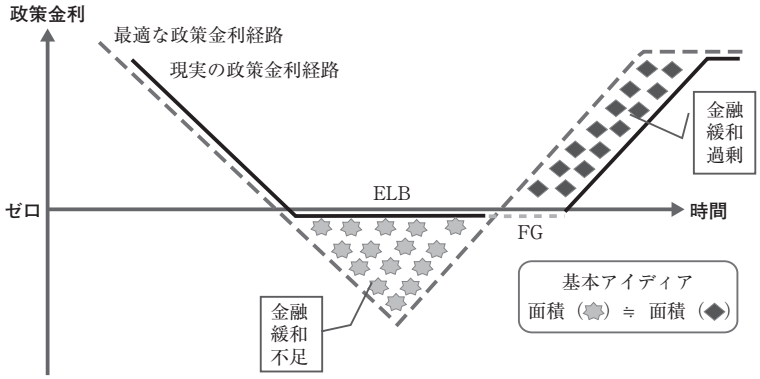
ZLBやELBによって生じる金融緩和不足に対しては，最適な政策金利が制約されないプラス領域に入った後に過剰な金融緩和を実施すると，金融緩和不足のマイナス効果を相殺することができることが，最適金融政策の理論分析から知られている．図７では，ZLBより下に最適金利経路がある領域が金融緩和不足であり，その後の最適金利経路が正値をとった後に低くとどめる政策金利との間の領域が金融緩和過剰に当たる．直感的には，両者の面積を等しくすれば，ZLBやELBのマイナス効果を相殺できることになる．[19]

具体的な政策手法としては，ゼロ金利の継続に中央銀行がコミットするという方式が，日本銀行

19）　日本金融学会では，渡辺（2000）がこうした考え方を説明した．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図7　ZLBと金融緩和不足，FGと金融緩和過剰



によって実施された．「コミットメント付きのゼロ金利政策」である．その後のゼロ金利解除が十分な金融緩和過剰を生み出したのかについては，異論もある．今次の金融危機への対応では，コミットメントという用語ではなく，フォワード・ガイダンスという用語が使われるようになった．一部の論者が提案した分類では，将来の政策実施の約束（コミットメント）を伴うFGをオデッセイ型FGと呼んでいる．一方で，強いコミットメントではなく，予想経路を示唆するFGをデルフォイ型FGと呼んでいる．後でみるように，後者が多用されるようになったのは，日本銀行の経験に学んだのであるとも言えるだろう．

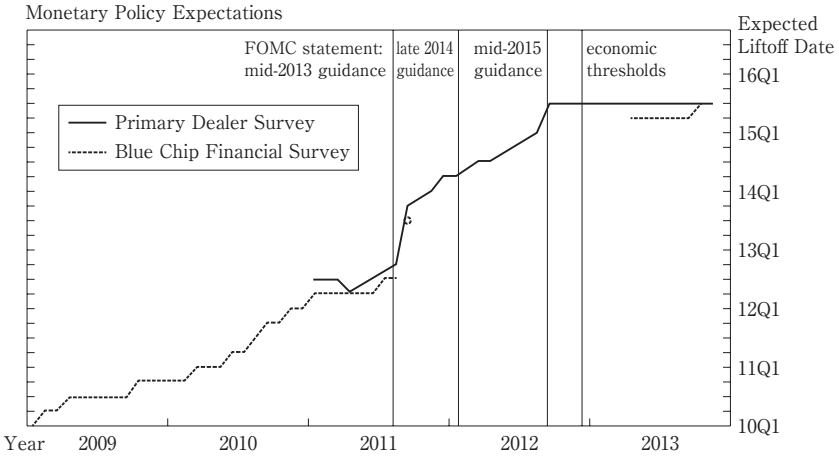
将来の政策金利経路の予想を示すという意味では，ZLBとは無関係であるが，インフレ目標導入後のニュージーランド準備銀行が，予想経路を示した先行者であった．次いで，日本銀行がデフレーションへの対策として，ゼロ金利政策に付け加えた「コミットメント」である「デフレ懸念が払しょくされるまで」ゼロ金利を継続するという，少しソフトな[20]データ依存型（data-based）FGであった．ZLBにかかわったFGとしての先行者であった．今次の世界金融危機の対応の中では，カナダ銀行が日付依存型（calendar-based）のFGを使用している．他方で，米国連邦準備は，「長期間にわたって（for an extended period）」などの表現を用いた．データや日付といった数値に依存しない表現なので，質的（qualitative）FGと呼ばれている．この質的FGは金融市場の期待への働きかけという点であまり有効ではなかったので，連邦準備は日付依存型FGに変更した．Williams（2014）がその点を明快に示す図を描いている．

図8は，金融市場参加者向けの調査実施時点を横軸にとり，縦軸には各調査時点において彼らが予想したゼロ金利解除の金利引上げ時期（lift-off date）をとっている．図の中央に当たる2011年夏までは，質的FGを実施しているが，予想引上げ時期はあまり先に延びていない．しかし，2011年夏に「2013年半ばまで」という日付依存型FGが導入されると，予想引上げ時期は大きく延びている．その後も，2012年に入って「2014年半ばまで」，同年秋に「2015年半ばまで」と，日付依存型FGの日付を延長するにつれて，予想引上げ時期は延びている．2012年末には，失業率がなかなか低下しないので，「少なくとも，失業率が6.5％を上回っている限り」というデータ依存型FGに変更した．図示された調査時点の範囲内では，予想引上げ時期は2015年半ばのままでとどまっている．なお，実際には，失業率が6.5％を下回ってもゼロ金利からの利上げを実施しなかった．失業率以

20）「懸念の払しょく」という表現が解釈の余地を残しているので，ストレートなデータ依存型FGではないとも言えるかもしれない．

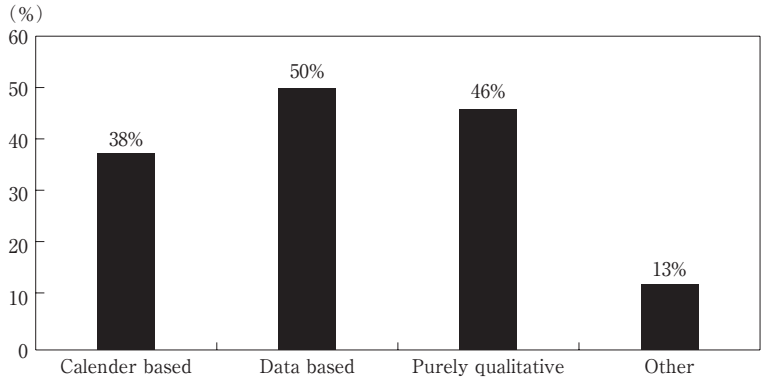
©Japan Society of Monetary Economics 2019

図 8　アメリカにおける FG とゼロ金利解除時期の予想推移――FG の効果



（出所）　Williams（2014）.

図 9　近年利用された FG のタイプ



（出所）　Blinder *et al.*（2017）.

外の労働市場の有休度合いを示す諸指標を勘案していることを示しながら，「当面の間（for some time）」という曖昧な質的 FG に戻したのである．金融市場や経済状況に対応して試行錯誤しつつも，他国の先行例を参考にしながら工夫してきた様子が如実であると言えよう．

諸国の FG の経験に関しては，Blinder *et al.*（2017）が中央銀行関係者や経済学者などへのアンケートを実施して，詳しく検討している．上記のような FG の 3 タイプのどれが最近用いられたかという，中央銀行総裁に尋ねた質問に対する回答は，図 9 にまとめられている．日付依存型 FG，データ依存型 FG，および質的 FG の 3 タイプがほぼ匹敵するような比率で使われていることがわかる．

正常な経済状況における FG について，金融危機を経験した後の評価としては，「利用可能な政策手段として残る」という回答が多い．ただし，中央銀行総裁は経済学者よりも慎重で，「判断するには，時期尚早」という回答も多い．特に，実際に FG を実施したであろう先進国の中央銀行総裁がそのように回答していることが興味深い．将来に FG を使う場合の望ましいタイプに関しては，回答グループ間で，顕著な相違が出ている．経済学者の 7 割弱がデータ依存型 FG を推奨している

©Japan Society of Monetary Economics 2019

表１　正常な経済状況における FG

（%）

危機以後の FG の役割				将来における望ましい FG のタイプ			
	中銀総裁		学者		中銀総裁		学者
	全員	先進国			全員	先進国	
利用可能な政策手段として残る	59.0	50.0	75.6	日付依存型	13.5	25.0	10.8
残るが，形態は修正される	12.8	7.0	11.5	データ依存型	26.9	25.0	68.4
残らない	0.0	0.0	9.0	純粋に質的	38.5	43.8	22.2
判断するには，時期尚早	28.2	42.9	3.9	なし	11.5	12.5	4.4
				その他	15.4	25.0	3.8
				判断するには，時期尚早	21.2	25.0	4.4

（出所）　Blinder *et al.*（2017）.

のに対して，中央銀行総裁では質的 FG を好む比率が最も多く，次いでデータ依存型，そして日付依存型が支持されている．（先進国の中央銀行総裁では，質的 FG 支持が４割を超え，データ依存型と日付依存型がともに25%）．経済学者は理論モデルとの整合性に基づいてデータ依存型 FG をかなり積極的に支持している一方で，実際に政策実施を担当した中央銀行総裁は FG の使用そのものにも慎重であり，使用するとしても裁量的な余地が残りやすい質的 FG を支持する傾向があるとまとめることができよう．

さらに，ブラインダーは，2018年正月のアメリカ経済学会において，今後の中央銀行のコミュニケーションに関する予想をまとめている．興味深い内容なので，紹介しておきたい．

第１点：金融政策に関する透明性は今後も高まるだろう．

第２点：今後の「n」年間を金融危機前の「n」年間と比べると，中央銀行はより頻繁に名目短期金利の実効下限（ELB）に直面するだろう．

第３点：今や FG は金融政策の政策手段となった．

第４点：中央銀行は，一般大衆に対するコミュニケーションを試み続けるだろうし，そうするべきである．しかし，中央銀行はほとんど成功しないだろう．

第５点：FG はコミットメントではなく予想にかかわるものであり，そうあり続けるだろう．

第６点：金融政策委員会にまつわる「不協和音」問題は，当分の間，解消しないだろう．

第１点は，Blinder（2004）などで政策の情報公開を勧めてきたブラインダーらしい．第２点は，アンケート結果にも現れており，FOMC メンバーの推測している長期均衡金利の低下にもみられる．長期停滞論者の主張とつながるものである．第３点も，アンケート結果に沿いつつ，中央銀行総裁の見方よりは強く FG を受け入れている．第４点の前半もブラインダーらしい意見であるが，後半の悲観論はやや意外とも言えよう．ただし，日本銀行がインフレ期待を引き上げることに苦労している現実をみれば，納得できる主張でもある．第５点も，アンケート結果に沿う内容である．第６点は，連邦準備理事会の副議長在任時に政策関連の発言を外部で行って，グリーンスパン議長との軋轢が推測された彼の実体験に基づくものかもしれない.[21]

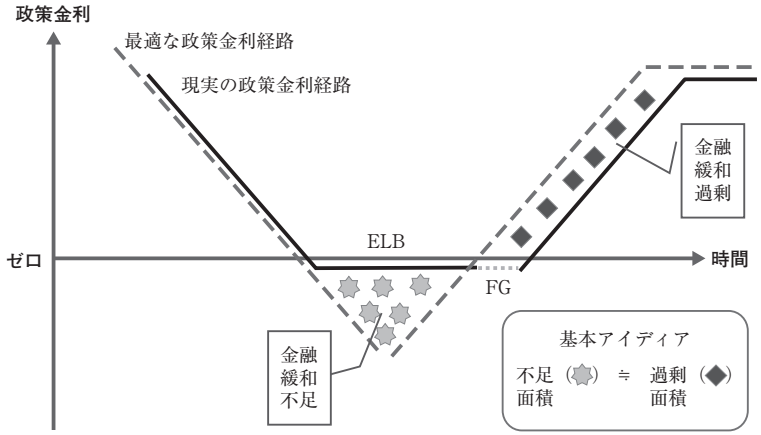
５　金融緩和不足対策としての量的緩和（QE）政策

先進各国の中央銀行は，低金利の継続を FG で示唆しただけではなく，大規模に金融資産を購入

21）　Woodward（2001）.

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図10　金融緩和不足を軽減する QE と FG への依存引下げ



するという量的な政策手段も適用した．日本銀行が先行して編み出した QE の延長線上にある諸政策である．中央銀行による大規模資産購入がマクロ経済に対して緩和効果を持つとすれば，ZLB によって発生する金融緩和不足を軽減できることになる．図10で示しているように，最適金利経路のマイナス領域への入り方が浅くなるので，QE がない図 1 や図 7 と比べると金融緩和不足の領域は縮小しており，FG を併用するとしても，その低金利継続期間を短くすることができると期待される．[22]

主要な 3 中央銀行の資産規模は，図11のように拡大してきた．ドル換算の水準でみると，ほぼ拮抗する規模であるとも言えようが，経済規模では日本が最も小さいので，GDP 比でみると，日本が相当に大きい．これらの資産購入は大規模なので，世界の金融市場にも大きな影響を及ぼしてきたという見方もあり，国際的な波及も検討されてきた．また，それぞれに資産内容は異なっている．アメリカでは，危機直後はシャドーバンク部門などへの（新設した liquidity facilities 経由の）流動性供給が中心であったが，危機対応が一段落するとマクロ経済へのプラス効果を目指した QE[23] になり，QE1では住宅ローン関連証券と国債，QE2では長期国債，QE3では再び住宅ローン関連証券と国債，と購入対象が変化した．[24] ECB でも，初期には危機対応の流動性供給[25] を行い，続けて銀行向けの長期貸出（Long Term Refinancing Operation: LTRO）が中心となったが，ソブリン危機を経て各国国債の大規模購入が中心となった．[26] 日銀も，包括緩和で多様な資産を購入したが，QQE になってからは長期国債を大量に購入することが中心となった．[27]

22）　単一の金利しかないマクロ経済モデルでは，これまで説明してきているように，FG と QE とを別々の効果を持つものとして理解することが容易である．しかし，長短金利を区別するより現実的なモデルでは，FG によって長期金利を低下させうるので，短期金利が ZLB や ELB で制約されても，マクロ経済への金融緩和不足を縮小しうる．

23）　連邦準備は，QE という言葉の使用を回避して，大規模資産購入（large scale asset purchase）と呼び続けたが，金融市場は量的緩和（QE）と呼ぶようになった．

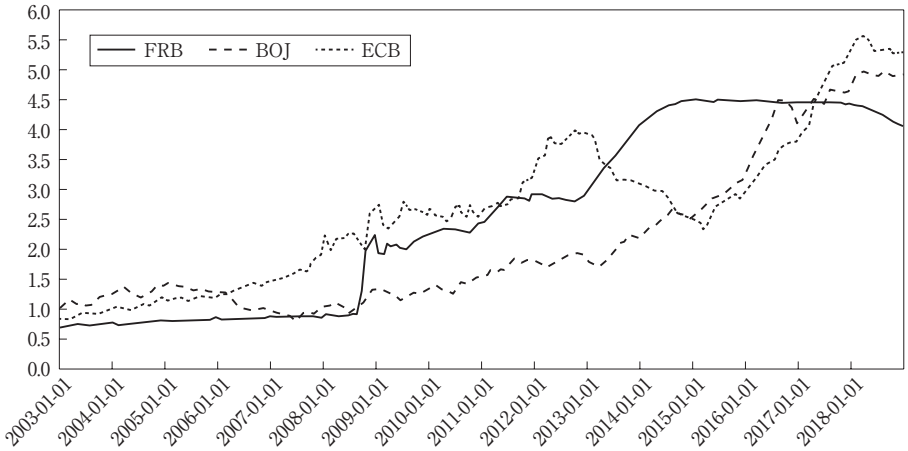
24）　QE2と QE3の間には，バランスシート規模を変えずに長期金利低下を目指した，短期国債売却＋長期国債購入という Maturity Extension Program（Operation Twist 2）も実施された．

25）　アメリカの金融市場に参加して短期のドル資金を借り入れて長期運用を行っていた欧州金融機関向けには，連邦準備との間に設けたスワップラインを通じて各国中央銀行が獲得したドル資金を貸し付けた．

26）　ECB の国債購入も，Securities Market Program （SMP）⇒ Outright Market Program（OMP）⇒ Asset Purchase Program（APP）と変化している（高屋（2017）参照）．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図11　主要３中央銀行の資産規模（兆ドル）



（出所）　FRED のデータに基づいて筆者作成.

表２　米国における QE の長期金利への影響――イベントスタディ

研究	window（日数）	長期金利	QE1	QE2	Operation Twist 2	QE3
Gagnon, Raskin, Remache, and Sack（2011）	1	T10	−91***			
		Agency 債	−156***			
		MBS	−113***			
Krishmamurthy and Vissing-Jorgenson（2011）	2	T10	−107*	−30***		
		Agency 債	−200***	−29***		
		MBS	−88	−13**		
Ehlers（2012）	1	T10		−14	−27***	
	2	T10		−40***	−46***	
Bauer and Neely（2014）	1	T10	−123**	−23		−14

（注）　T10は10年物国債，Agency 債は政府系住宅金融機関発行の債券，MBS は住宅抵当証券，***は１％有意，**は５％有意，*は10％有意.
（出所）　Kuttner（2018）.

米国における QE の効果については，Kuttner（2018）がサーベイしている.[28] 諸分析結果の主なものは，長期金利へのインパクトとして，表２にまとめられている．カットナー自身は，10年物国債への影響として，QE1が100ベーシスポイント弱，QE2が30ベーシスポイント弱，QE3も30ベーシスポイント弱，それぞれ引き下げたので，それらの総影響はほぼ150ベーシスポイントの引下げであったという目安を提示している.

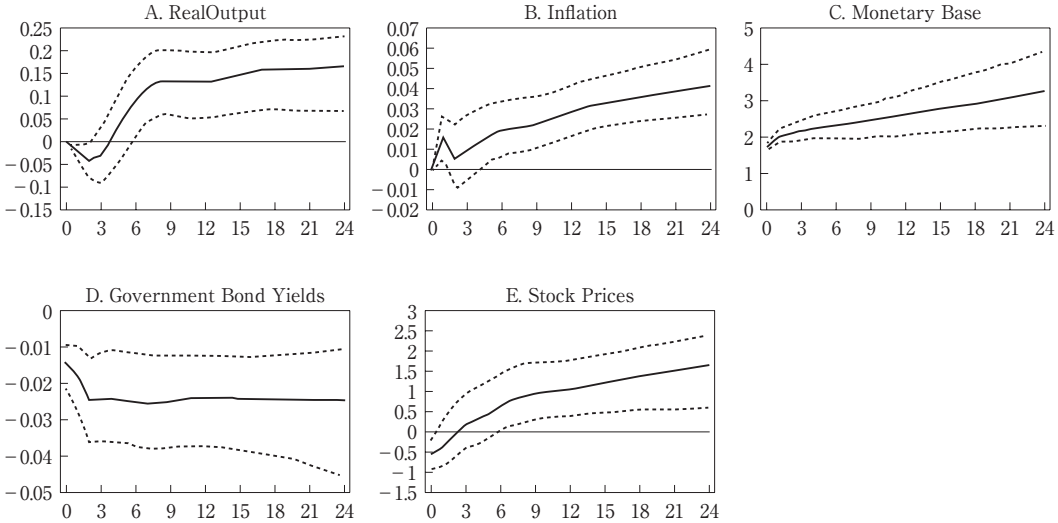
さらに，マクロの実体経済への影響は，Wu and Xia（2016）とか Engen *et al.*（2015）の分析を参照して，QE が実施されなかった場合に比べて失業率を１％ほど低下させたという評価を紹介している.

27）　BOJ は2000年代初期に QE を初めて実施しており，今回の大規模資産購入は再度の実施である．世界金融危機後，米国にはかなり遅れたが，包括緩和（Comprehensive Monetary Easing）の後，量的質的金融緩和（QQE）を実施した．その後 NIRP を導入して，間もなく長短金利操作（YCC）を加えた形（NIRP with YCC）に変更した.

28）　米国以外の欧州や日本については，同じ研究会で，Dell' Ariccia *et al.*（2018）が検討している.

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図12　拡張的なマネタリーベース・ショックの影響



（注）　破線は１標準誤差バンド，横軸は四半期数．
（出所）　Miyao and Okimoto（2017）．

日本に関しても，さまざまな分析が行われてきた．[29] ここでは，典型的なものとして，Miyao and Okimoto（2017）の分析を紹介しておこう（図12）．彼らは，NIRP 導入までを分析期間として，金融政策のレジーム転換が生じて推計パラメータが緩慢に調整されるという推計モデル（smooth-transition VAR model）を用いて，分析している．QE や CME および QQE という強い緩和が実施された時期とそれ以外の時期とを，異なるレジームの金融政策が実施された時期として区別しているのである．生産（GDP）・インフレ（コアコア CPI）・マネタリーベース・長期国債金利（10年物）・株価（日経平均）の５変数 VAR で，マネタリーベースの増加ショックに対して，生産やインフレおよび株価は有意に上昇した水準で持続し，長期金利は有意に低下した水準で持続したという結果を得ている．

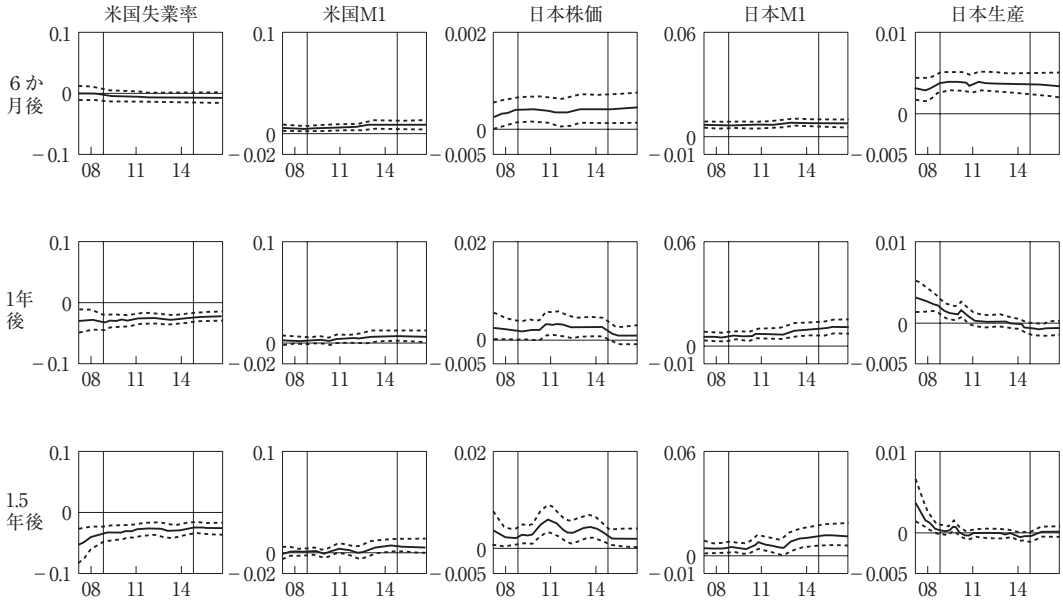
主要国の QE に関しては，国際的な波及効果も関心を集めて，多くの研究が発表されてきた．Ijiri and Jinushi（2019）では，日米２国間の波及を，米国失業率・米国 M1・日本株価（日経平均）・日本 M1・日本生産（鉱工業生産指数）という５変数の VAR で検討している．[30] 彼らの分析においても，金融危機前後の政策や金融構造の変化を考慮して，可変パラメータ推計が行われている．図13では，世界金融危機の少し前から直近までの間，日本の M1増加ショックに対して，ショックから６か月後，１年後，および１年半後における，各変数のインパルス反応の推移を図示している．反応の大きさは時期によって異なるが，日本の M1増加ショックが自国の株価や生産を高めただけでなく，米国の失業率を引き下げる効果を持ったことが示された．

また，金融市場やマクロ経済へのインパクトだけでなく，地域経済へのインパクトを調べた研究も現れている．立花他（2017）や塩路（2017）が先行例であるが，ここでは，Harimaya *et al.*

29）　Honda *et al.*（2013），Takeda and Yajima（2014），柴本（2018）などを参照のこと．
30）　日本金融学会2017年度秋季全国大会での報告を，コメントに基づいて修正して，日米両国の金融政策ショックを導入した分析となっている．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

図13　日本の M1ショックの米国への波及



（注）　破線は１標準誤差バンド，横軸は暦年．
（出所）　Ijiri and Jinushi（2019）．

表３　日本銀行の国債購入が地域銀行貸出に与える影響

	係数推定値	標準誤差	係数推定値	標準誤差
log（貸出（t−1））	0.3743***	0.0769	0.5957***	0.0680
log（貸出（t−2））	0.2647***	0.0630	0.1103**	0.0541
log（日銀長期国債購入 *t*）	0.0323***	0.0039	0.0315***	0.0038
log（日銀長期国債購入）*QQE ダミー	−0.0003**	0.0002	−0.0003**	0.0001
貸出金利（t−1）	−0.1433***	0.0407	−0.0838***	0.0322
不良債権比率（t−1）	0.0194***	0.0043	0.0164***	0.0035
国債保有比率（t−1）	−0.0021*	0.0011	−0.0011	0.0008
有効求人倍率（t−1）			0.0148	0.0160
新規開業比率（t−1）			0.0082***	0.0028
転入転出比率（t−1）			0.0178***	0.0057
Sargan test（based on homoskedasticity）	0.4964		1.0000	
Arellano-Bond test［AR(2)］	0.7590		0.7101	
観察数	1676			

（注）　***は１％で有意，**は５％で有意，*は10％で有意．
（出所）　Harimaya *et al.*（2019）．

（2019）を紹介しておきたい（表３）．日本全国の各地域銀行の貸出額を被説明変数とした，パネルデータ分析である．説明変数としては，日本銀行の国債購入，その QQE 実施時期ダミーとの交差項を焦点とするが，貸出額のラグ，貸出金利のラグ，不良債権比率，国債保有比率などの個別地域銀行変数に加えて，新規開業比率，転入転出比率および有効求人倍率といった都道府県変数も加えることができるので，多くの情報を織り込んだ実証分析が可能となっている．まず，BOJ の国債購入は有意にプラスの係数を持っており，地域銀行の貸出を増やしてきたことが示された．次いで，QQE 実施時期との交差項は有意にマイナスの係数を持っているが，その値は微小なので，QQE 実

©Japan Society of Monetary Economics 2019

施時期の国債購入も，QQE 以前と比べると単位当たりの効果は減じているが，依然として貸出を増やしてきたことが示された．

6　おわりに――New Conventional Monetary Policy?

ここまで，世界金融危機以後における非伝統的金融政策に関する考え方とその効果について概観してきた．まとめると，金利のゼロ下限（ZLB）あるいは実効下限（ELB）があることによって，短期金利のコントロールを通じた金融政策運営は制約されてしまった．そこで，ゼロ金利政策（ZIRP）やマイナス金利政策（NIRP），フォワード・ガイダンス（FG），および量的緩和（QE）がさまざまな形で実施されてきた．それぞれに，一定の緩和効果を持っていたという評価になるだろう．

ところで，本論文の冒頭で検討したように，金融政策に関する運営手法やそれを支える考え方を含む政策枠組は，アメリカの場合は10年前後のタイムスパンで顕著に変化してきた．意外なことかもしれないが，伝統的金融政策というものは確立された安定的なものであったとは言えないのである．１つの政策枠組が確立されたかにみえるとき，経済に変化が生じて，それに対応する形で政策運営手法と政策思想とが変化して，金融政策の枠組が変化してきたのである．そうした経験を踏まえると，今後の金融政策運営はどのようなものになるのかを再検討すべき時期になっていると考えることができそうである．以下では，そうした再検討を迫る変化として，６つの点を指摘しておきたい．

現実にも，経済の変化が生じているのではないかと考えられている．第１に，先進各国で自然利子率が低下しており，その水準が当面は持続するのではないかと推測されている．第２に，IT 技術の進化が金融部門にも顕著な影響を及ぼすようになって，フィンテックが注目されるようになった．通貨や決済，資産運用や融資など，金融産業が提供してきた諸サービスの広範な側面での大きな変化が生じつつあるとみられている．

金融政策運営手法の変化を可能にする政策手段の拡張も起きた．第３点として，ブラインダーが示したように，FG など非伝統的金融政策の政策手段のいくつかは，正常時の政策手段として利用され続ける可能性がある．第４点として，中央銀行に預けてある銀行準備に対して金利が支払われるようになった．中央銀行貸出の公定歩合と準備預金金利とからなるコリドー・システムを用いると，中央銀行のバランスシートの規模を変化させなくても，短期金利をコントロールすることが容易となった．相当に大きな資産規模を維持して，短期のマネーマーケットへの資金供給を常に潤沢にしておくことで，流動性危機の発生を減らすことができるのではないかと主張する人々もいる．[31)]

金融政策の考え方も変化しつつある．まず，世界金融危機直後の学界においては，これほど大きな危機を発生させてしまい，その後の経済回復が鈍いことで，それまでの「確立された」考え方や経済モデルへの自信喪失が顕著であった．主流のマクロ貨幣経済モデルであった DSGE（確率的動学一般均衡）モデルに関しては，銀行などの金融部門の導入が急がれた．学部向けのマクロ経済教育に関しては，単一の金利しかないマクロ・モデルを教えてきた弊害が指摘されていた．また，資産価格バブルへの政策対応として，崩壊してから後始末すればいいとする FED ビューが大きく後退して，バブル崩壊前の対応を勧める BIS ビューへの支持が強くなった．そうした変化の帰結の１つが第５点として，中央銀行の担当する政策課題としてマクロ・プルーデンスが浮かび上がり，

31）　Reis（2018）を参照のこと．

©Japan Society of Monetary Economics 2019

マクロ金融政策との整合性が検討されるようになった．最後の第6点として，中央銀行の独立性に関する再検討が始まった.[32] 非伝統的な金融政策手段のQEが資源配分にも影響を及ぼすことがあるので，財政政策への領域に踏み込んでしまっているという見方もある．そうした場合，政治的な領域との接近は避けられないので，中央銀行の独立性を墨守しようとすれば，QEの運営が制限されてしまいかねない．物価安定のためには中央銀行の独立性が望ましいと，単純に論じるだけでは済まなくなったのである．

以上の諸変化に応じて，具体的には以下のような諸点が検討されつつあり，新たな金融施策枠組が構築されていくことになるだろう.[33] 第1に，FGやQEといった「非伝統的な」政策手段が正常時の政策手段としても利用されていくのか．第2に，どの利子率を政策運営のターゲットとしてコントロールするのか．危機以前のように短期金利に限定するのか，日本銀行が試したように長期金利も含めるのか．第3に，金利コントロールに，どのような政策手段を用いるのか．短期金利の場合は，短期国債の売買オペレーションなのか，あるいはコリドー・システムなのか．長期金利の場合は，長期国債の売買オペレーションなのか，あるいはFGなのか．第4に，どれほどの準備を供給するのか．危機以前のように必要準備ぎりぎりの水準に戻るのか，危機以後のように潤沢な準備供給を行い続けるのか．第5に，ZLBやELBに直面することが例外でなくなるとすれば，FGやQEおよびNIRPなど，どの政策手段を用いるのか．これらの選択を通して，新たな政策運営手法が試されていくことになるだろう．

これからの金融産業は，フィンテックの導入をめぐってさまざまな試行錯誤を経験することになると予想される．さらには，新たな金融構造が形成されていく過程で，何らかの金融危機的な状況も発生する蓋然性が高いと言えるだろう．第2次大戦後の米国の経験を紐解けば，大恐慌で導入された安定性重視のグラス＝スティーガル法の諸規制を自由化していく過程で，金融業の構造が変化し金融危機が繰り返されてきたことがわかる．自然利子率が持続的に低下した状況で金融危機が発生すると，中央銀行はZLBやELBに直面することとなって，ZIRPやNIRP，FGやQEが再び実施されることになるだろう．それらの有効性の検証が理論面・実証面で一段と進められて，マクロ・プルーデンス政策や中央銀行独立性の再検討も続けられることになるだろう．そうして，新たな標準的な金融政策枠組が形成されることとなるはずである．

［参考文献］

井尻裕之・地主敏樹（2017）「FRBによる量的緩和政策のスピルオーバー効果――TVP-VARモデルによる検証」日本金融学会2017年度秋季大会報告，鹿児島大学.
岩田一政・左三川郁子（2018）『金融正常化へのジレンマ』日本経済新聞社.
岩村充（2018）『金融政策は死んだのか』岩波新書.
翁邦雄（2017）『金利と経済』ダイヤモンド社.
川波洋一・地主敏樹（2013）「アメリカ経済と金融危機」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか』東洋経済新報社.
木内登英（2018）『金融政策の全論点』東洋経済新報社.
塩路悦郎（2017）「量的・質的金融緩和期における日本の信用創造」日本金融学会2017年度秋季大会報告，鹿児島大学.
柴本昌彦（2018）「経済教室，日銀新体制の課題（下）――ETF・REIT購入有効」『日本経済新聞』2018年3月15日.

32）　高橋（2018）.
33）　岩田・左三川（2018），岩村（2018），翁（2017），木内（2018）.

©Japan Society of Monetary Economics 2019

高橋亘（2018）「中央銀行の独立性再考――新たな環境のもとで」Kobe-Bruegel Conference 報告論文.
高屋定美（2017）「マイナス金利政策――ユーロ圏と欧州小国の経験から学ぶ」『ゆうちょ資産研究』第24巻，pp. 105-132.
竹田陽介・矢嶋康次（2013）『非伝統的金融政策の経済分析』日本経済新聞出版社.
立花実・井上仁・本多佑三（2017）「量的緩和策の銀行貸出への効果」『経済分析』第193号.
地主敏樹（2019）「アメリカの金融政策に関する長期的考察」『同志社商学』2019年４月.
深尾光洋（2001）『日本破綻』講談社現代新書.
宮尾龍蔵（2016）『非伝統的金融政策』有斐閣.
渡辺努（2000）「流動性の罠，政策コミットメント，ノミナルアンカー」日本金融学会2000年度秋季大会報告，九州大学.
Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohe and Martin Uribe（2001）“The Perils of Taylor Rules,” *Journal of Economic Theory*, Vol. 96, Jan.
Bernanke, Ben S.（2013）“A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability,” *The Journal of Economic Perspectives* 27(4), Fall.
Blinder, Alan S. and Janet L. Yellen（2001/6）*The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*, Century Foundation.
Blinder, Alan S.（2004/3）*The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern (Arthur Okun Memorial Lectures Series)*, Yale University Press.
Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Jakob de Haan and David-Jan Jansenet（2017）“Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis,” *Economic Policy* 32（92）.
Dell' Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal and Damiano Sandri（2018）“Unconventional Policies in the Euro Area, Japan, and the UK,” *Journal of Economic Perspectives* 32(4), Fall.
Eichengreen, Barry（2013）“Does the Federal Reserve Care about the Rest of the World?” *The Journal of Economic Perspectives* 27(4), Fall.
Engen, E. M., T. Laubach and D. Reifschneider（2015）“The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies,” *Finance and Economics Discussion Series* 2015-005. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
Fukuda, Shinichi（2017）“The Impacts of Japan's Negative Interest Rate Policy on Asian Financial Markets,” *ADBI Working Paper Series*, No. 707, March.
Goodfriend, Marvin（2016）“The Case for Unencumbering Interest Rate Policy at the Zero Bound,” paper presented at Jackson Hall.
Goodhart, Charles A. E.（1975）“Problems of Monetary Management: The U.K. Experience,” *Papers in Monetary Economics I*, Reserve Bank of Australia.
Harimaya, Kozo, Toshiki Jinushi and Shasha Nii（2019）“The Effects of Quantitative Easing Policy on Bank Lending: Evidence from Japanese Regional Banks,” mimeo.
Honda, Y., Y. Kuroki and M. Tachibana（2013）“An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001-2006,” *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics* 1(1), August.
Ito, Takatoshi（1989）“Is the Bank of Japan a Closet Monetarist? Monetary Targeting in Japan, 1978-1988,” *NBER Working Paper*, No. w2879, March.
Ijiri, Hiroyuki and Toshiki Jinushi（2019）“International Spillover Effects of the Quantitative Easing Policy――An Examination of the U.S. and Japan with the TVP-VAR Approach,” mimeo.
Jobst, Andreas and Huidan Lin（2016）“Negative Interest Rate Policy: Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area,” *IMF Working Paper*, pp. 16-172.
Kuttner, Kenneth（2018）“Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond,” *Journal of Economic Perspectives* 32(4), Fall.
Miyao, Ryuzo and Tatsuyoshi Okimoto（2017）“The Macroeconomic Effects of Japan's Unconventional Monetary Policies,” *RIETI Discussion Paper Series*, 17-E-065.
Reis, Ricardo（2018）“New Conventional Central Banking,” *Phillips Lecture at LSE*.
Romer, Christina D. and David H. Romer（2002）“A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s,” *American Economic Review* 92(2).

©Japan Society of Monetary Economics 2019

Summers, Lawrence H. (2015) "Low Real Rates, Secular Stagnation and the Future of Stabilization Policy," Lecture at the Bank of Chile, November, 20.

Takeda, Yosuke and Hidetugu Yajima (2014) "Searching for the Effects of Unconventional Monetary Policy: The Case of the Bank of Japan," *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics* 2(1), February.

Taylor, John B. (1999) "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules," in Taylor ed., *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.

Tobin, James (1965) "Money and Economic Growth," *Econometrica* 33(4).

Williams, John (2014) "Monetary Policy at the Zero Lower Bound," The Hutchins Center, Brookings Institute, January.

Woodward, Bob (2001) *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon & Schuster.

Wu, J. C. and F. D. Xia (2016) "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound," *Journal of Money, Credit, and Banking* 48(2-3).

©Japan Society of Monetary Economics 2019

《SUMMARY》

A PERSPECTIVE ON THE UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY

By TOSHIKI JINUSHI

This paper examines the unconventional monetary poly in recent years with some historical perspective. First, it tries to show that the standard policy operational framework has changed rather frequently through the history of the U.S. monetary policy. Second, it summarizes the theoretical backgrounds for and the empirical evidences about the three major unconventional policy procedures, the Zero Interest Rate Policy, the Forward Guidance, and the Quantitative Easing. In the end, it tries to offer some perspectives for the future conventional policy operational framework.

(Kobe University)

©Japan Society of Monetary Economics 2019