

## 《研究成果の概要》

1. 日本の金融政策として2016年2月から導入されているマイナス金利付き量的質的金融緩和政策（以下では、マイナス金利政策）について、導入後早期段階における政策効果の評価を試みた。まず、分析のためにシンプルな理論モデルを構築した。Tobin(1969)と藪下(2009)にしたがって構築した一般均衡モデルによって以下の3点を示した。
  - a) マイナス金利政策によって中央銀行預け金にかかる金利が低下すれば国債金利が低下する（国債価格は上昇する）。
  - b) 同様に中央銀行預け金にかかる金利が低下すれば株式に対する要求収益率が低下する（株価は上昇する）。
  - c) 同様に中央銀行預け金にかかる金利が低下すれば円安になる。
 まとめると、マイナス金利政策（もしくは、マイナス金利の深掘り）は実体経済に対して緩和的な政策効果を持つことが示された。次に政策効果の実証証拠について検討した。暫定的ではあるが、以下の実証証拠が確認された。
  - a) 2016年1月のマイナス金利政策の公表後、銀行・保険の業種別株価は下落し、不動産・REIT・証券・その他の金融業の業種別株価は上昇した。
  - b) 2016年9月の長短金利操作付き量的質的金融緩和政策の公表後、銀行・保険の業種別株価は上昇した。
  - c) マイナス金利政策の公表後、短期・長期の市場金利はマイナス圏まで下落した。これは理論モデルの結果と整合的である。
  - d) 円の名目実効為替レートは2016年8月にそれまでの円高トレンドが停止したように見える。これも理論モデルの結果と整合的である。
  - e) 日本の株価も為替レート同様に2016年夏にそれまでの下落トレンドが停止したように見える。これも理論モデルの結果と整合的である。
  - f) 鉱工業生産指数も為替レート同様に2016年夏にそれまでの下落トレンドが停止したように見える。
  - g) GDPの構成要素である民間住宅投資、民間企業設備投資、輸出が市場金利の低下、円安により上昇しているように見える。
 これらの成果をまとめた論文が英文学術雑誌に採択された。(The Effectiveness of the Negative Interest Rate Policy in Japan: An Early Assessment. Yuzo Honda and Hitoshi Inoue. Journal of the Japanese and International Economies.)
2. マイナス金利政策の導入が銀行貸出行動に及ぼした因果効果について実証的に検証した。2016年1月のマイナス金利政策の公表は銀行関係者および市場関係者にとってサプライズであり、予想困難であった。なぜなら、日本銀行の黒田東彦総裁がその直前まで当該政策の導入について否定的な見解を示していたからである。また、マイナス金利の対象となる銀行は、2015年平均残高を上回る中央銀行預け金を保有する銀行であり、対象となる銀行（トリートメントグループ）と非対象となる銀行（コントロールグループ）が存在した。この事実を利用して差分の差分法（difference-in-difference）による検討を行った。得られた主な結論は以下の通りである。
  - a) マイナス金利政策の導入によって、銀行貸出の前年度変化率は-5%ポイントの平均介入効果を受ける。すなわち、マイナス金利政策の導入によって銀行貸出は減少した。
  - b) 上記の効果は借入企業の経営状況が悪いほど顕著である。
  - c) 上記の効果は財務が安定的な銀行ほど顕著である。言い換えると、財務が不安定な銀行ほどリスクな企業への貸出を増加させる傾向がある。
 これらの成果をまとめて英文学術雑誌に投稿するべく論文を準備中である。