

## 「Real-Time データによる 80 年代後半以降の日本の金融政策評価」

日本大学・小巻泰之

### 報告要旨：

80 年代後半以降のバブル及びその崩壊後の経済活動の低迷を背景に、金融政策のタイミングや規模などに関する政策評価が重要な課題となっている。金融政策の評価ではテイラー・ルールなどの政策ルールを利用した多くの先行研究がみられるものの、その構造パラメータの安定性や GDP ギャップ・インフレ率などの推計方法による頑健性が問題点とされてきた。本論では、政策決定が実施された各時点の GDP 時系列データ（以下、Real-Time データと呼ぶ）をもとに GDP ギャップの推定を行い、データの信頼性がテイラー・ルールで示された評価をどの程度歪めるのかを検証する。

80 年代後半の金融政策についてテイラー・ルールを日本に応用した先行研究（地主 [2000] など）の結果によれば、1987 年～1988 年にかけての金融引き締めの遅れ、80 年代末から 90 年代初にかけての金融引き締め不足、1994 年初から 1995 年初にかけての金融緩和の遅れ・不足、1997～1998 年における金融緩和の遅れ・不足が指摘されている。

Final データ（現時点で得られるデータ）をもとにテイラー・ルール型政策反応関数を推定すると、当時のデータで得られる結果と大きく異なった。バブル期の金融引締めは規模において不十分との指摘は支持されるものの、引締めタイミングは決して遅くない。また、バブル崩壊後の緩和では 94 年頃までは緩和率でみてほぼテイラー・ルールが示す規模の緩和が実施され、94 年初からの金融緩和の遅れも Final データでみるとベンチマーク金利は引締め方向に転じている。なお、データの改訂だけでなく、GDP ギャップの推定方法の違いの影響をみると、さらに政策評価が大きく異なる。

政策決定時点で利用可能なデータは情報量の点で不完全なデータであり、その後の改訂によりデータが正確なものになっていると考えれば、1980 年代後半以降の政策決定は必ずしも不適切とは評価できない。GDP のように改訂が頻繁に行われるデータで政策を評価することは適切ではないのではなかろうか。政策評価に用いる統計が改訂される場合、どの時点のデータを用いるかにより評価が大きく二分する可能性を示しており、計測誤差が小さく、その後の改訂が大きいデータを用いるべきではないだろうか。

## 討論者からのコメント：

小巻泰之氏「Real Time データによる 80 年代以降の日本の金融政策評価」

討論者コメント 宮尾龍蔵（神戸大学）

本研究は、速報(リアルタイム)データを用いて日本の金融政策を再評価しようとする試みである。欧米では活発に研究されている分野であるが、日本ではほとんど先行研究がなく、大変貴重な分析である。コメントは以下の4点である。

1．本稿の主要な結果の1つとして、「速報データと最終確定データとを比較すると、GDPギャップ推計値の乖離幅が大きい」という結果がある。この理由としては、(i)GDPデータの改訂そのものが原因なのか、それとも(ii)逐次的な再推計による時系列トレンドの変化がGDPギャップ推計値の乖離をもたらしたのか、どちらが主要な原因と考えられるだろうか。

2．ここで使用されている生産関数に基づくGDPギャップの推計方法は、ソロー残差の屈折トレンドを全要素生産性の推計値とする従来のアプローチに依拠している。しかし、鎌田・増田(2001)の「非製造業稼働率修正型」のアプローチを採用すれば、恣意的な屈折トレンドを仮定することなく、ソロー残差の推計値自体を利用することが可能となり、その結果、上記の1(ii)で指摘した逐次再推計による影響を小さくすることができる。データの利用可能な範囲で、「修正型」推計値についても試してみてもどうか。

3．テイラールールに基づいて日本の金融政策を評価した結果、速報データに基づく場合は、先行分析と同様に、92-93年以降の時期に金融緩和の不足が観察されるが、最終確定データを利用すると、同時期の緩和不足の結果は必ずしも支持されないという結果が得られている。その上で著者は、最終確定データの方が情報として正確であり、これまでの速報データに基づく評価に懐疑的な見方を示している。しかし、どちらの評価がより妥当かについては、必ずしも説得的な判断基準が示されていない。米国の主要研究であるOrphanides(1997,2001)では、政策反応関数の推計結果を比較することで、政策評価には速報データを採用すべきだと結論付けている。ここでも、どちらのデータを利用すべきかという判断基準について、議論をもっと深めるべきではないか。

4．上記1．のコメントについて、私見を述べる。図5の結果を見ると「地主GAP」と「Real-time」とは、ほぼ同じ推計結果になっており、データの改訂の影響はごく僅かであることが示唆されている。一方、「地主GAP」と「Final」とは大きく乖離しており、逐次再推計を行っているかどうか、結果に大きく影響していることが見て取れる。したがって、(i)よりも(ii)の方が、主要な要因ではないだろうか。

### 討論者からのコメントに対する回答：

1. 宮尾先生からの「GDP ギャップ推計値の乖離幅」の原因については詳細な検討を行なっておりません。ただ、地主先生の GDP を再現することにより、それが Real-Time データによる GDP ギャップと似通った動きになることから推測すれば、宮尾先生もご指摘の通り「逐次的な再推計による時系列トレンドの変化が GDP ギャップ推計値の乖離をもたらした」可能性の方が高いと考えております。

ただし、厳密に分析したわけではありません。この点につきましては、現在のデータセットより以下のような準 Real-Time データ、準 Final データを作成し、GDP ギャップを推定しその影響をより正確に計測したいと考えております。

(準 Real-Time データ) 各時点で、予め確報がわかっていたと仮定した GDP の時系列データ。各時点で利用可能な GDP 時系列で、1次 QE 及び2次 QE を確報に置き換えたものである。しかし、確報が公表されていない最近時点は1次 QE 及び2次 QE のままとする。

(準 Final データ) 最終時点(最後の68SNA)で利用可能な GDP 時系列(Y5)について、各時点で Final データを予め知っていたと仮定した GDP 時系列。地主先生が作成された方法に近いもの。ただし、98年4-6月期以降は、速報(Y1、Y2)と確報(Y3)、確々報(Y4)が含まれている。

2. 宮尾先生から「鎌田・増田(2001)の「非製造業稼働率修正型」生産関数のアプローチを採用」をご提案いただきました。この点につきましては、上記と同様に、「GDP ギャップ推計値の乖離幅」の原因究明の一環の分析になるかと思えます。ただし、生産関数アプローチの場合、GDP 統計に限らず、資本ストック統計も GDP と同様のタイミングで改訂されます。したがって、この部分につきましては、資本ストック統計のデータにつきましても Real-Time データを構築し、宮尾先生のご論文(2001)、鎌田・増田(2001)を使用データ面で拡張したいと考えております。

3. 宮尾先生から「Real-Time データ及び Final データのどちらの評価がより妥当かについては、必ずしも説得的な判断基準が示されていない」とのご指摘を頂きました。この点は、今回の論文では先行研究 Orphanides(1997,2001)のような分析を行なっておりません。この点につきましては、以下のように考えています。「企業や家計及び政府の意思決定は、その時点で利用可能な実態経済に対する情報、統計を用いて形成される。したがって、その際利用される統計は、予測誤差が小さいことに加え、その後大きく改訂されない統計であることが重要ではなからうか。特に、景気判断や政策判断のように、Real-Time に意思決定を行う場合は、改訂の少ない統計であることが求められる」  
ただし、あくまで定性的な判断にすぎません。ここについても別途、分析を深めたいと思えます。

## フロアーからの質問とそれに対する回答：

- フロアーからの質問：

内閣府・原田泰氏

アカデミズム、ジャーナリズムからの批判にたいする政策担当者の通常的回答は、「あの時はそう判断するしかなかった。その批判は政策決定後の後の情報に依拠するものだ」というものだと思う。「当時のデータによれば政策の誤りだが、後から精査したデータによれば当時の政策決定は誤りではなかった」と弁護されても戸惑うのではないだろうか。

- 回答：

本論での分析目的は、もともと事後的な評価で政策の良し悪しをすることではありません。利用データの相違により、異なった評価もありうることを示すことが目的です。つまり、利用当初から改訂幅の大きい統計データ・情報であることが分かっているのであれば、その改訂がある偏った一定のバイアスをもつのであればそれを調整すればよいと思います。しかし、そうでない場合、誤差の小さい情報あるいは、誤差を最小にする方法を利用してその情報を利用すべきではと考えております。

もっとも、この主張は定性的な判断です。誤差の小さい情報、また、GDP の誤差がどの程度のものか別途研究を加えていきたいと思います。