

日本学術振興会・科学研究費補助金・基盤研究 (S)

『長期デフレの解明』プロジェクト

UTokyo Price Project

【会議概要】

日時：2015年8月8日（土）

場所：北海道大学

タイトル：SWET 2015 第7日マクロ金融デー

発表論文：<http://www.price.e.u-tokyo.ac.jp/event/2015.html>

SWET 2015 のマクロ金融セッションが8月8日、北海道大学で開催された。この日に行われた報告は全部で7本である。研究テーマはそれぞれ、(1) 最適金融政策と流動性の罠：再訪、(2) ゼロ金利下における日本の信用創造、(3) 不良債権と債務再編の理論、(4) 美人投票と金融市場における裾の厚み、(5) 「量的・質的金融緩和」からの出口における財政負担、(6) 家計別の消費者物価インフレの推計、(7) マクロプルーデンス政策は金融政策よりも的を絞った政策なのか、と多岐に渡った。各発表者とも持ち時間を使い切り、休憩時間にも議論する姿が見られるほどの盛況ぶりとなった。各論文の報告内容は以下の通りである。

【議事録】

- “Optimal Monetary Policy and Liquidity Trap: Revisited” (須合智広、寺西勇生との共著)

発表者：蓮井 康平 (神戸大学)

本研究は、流動性の罠がある下で、持続的なインフレをモデルに組み込んだ時の最適金融政策を導出している。過去の研究では、名目金利の非負制約と持続的なインフレの一方が存在する場合の最適金融政策が議論され、歴史依存性のある (history-dependent) 金融政策の最適性が指摘されてきた。これに対して、本研究は両方をモデルに取り入れ、最適なコミットメント政策を導出するとともに、カリブレーションを行った。その結果、持続的なインフレによって最適金融政策の性質が変化し、歴史依存性のみならず、予防的な性質 (preemptive) も持つことが示された。さらに、持続的なインフレがある場合、ない場合よりもゼロ金利の解除時期が早まるという結論が得られた。

これを受けてフロアからは、結果の解釈に関するコメントが相次ぎ、中央銀行の損失関数の差異や、コミットメントの影響の広がり指摘する声があった。



■ 「ゼロ金利下における日本の信用創造」

発表者：塩路 悦朗（一橋大学）



マネー（ M ）を増やせば名目産出量（ PY ）が増えるとする論者がいる一方で、ゼロ金利の下ではマネーと短期国債との完全代替を根拠にマネーの増加は効果がないとする論者も存在する。本研究は、後者の主張を理論的出発点としながら、現実には **QQE**（Quantitative and Qualitative Monetary Easing）が一定の効果を上げたメカニズムを実証的に分析した。具体的には、個別銀行のパネルデータを利用し、超過準備と銀行貸出について統計的に有意な関係が見られるか検証した。本研究の結果、両者には有意な関係が認められ、ゼロ金利期の日本の信用創造過程は完全には消滅していない可能性が示された。また、銀行の異質性が結果に影響を及ぼしていることも明らかとなった。

聴衆からは、銀行のポートフォリオバランスの影響をどのように考えるかについてや、推定式の内生性に関する質問が寄せられた。

■ “A Theory of Non-performing Loans and Debt Restructuring”（小林慶一郎との共著）

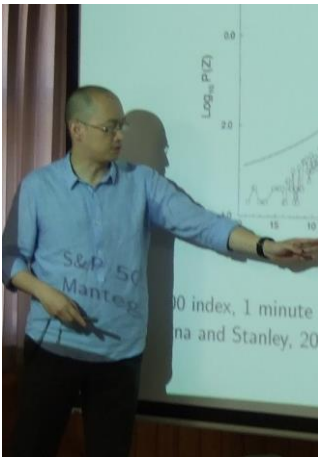
発表者：中嶋 智之（京都大学）

不良債権を理論的に扱った研究は非常に少ない。本研究は、Albuquerque and Hopenhayn (2004), RES をベンチマークとし、確率的な項を落として deterministic なケースを考察することにより、不良債権を理論的に扱うことを試みた。このモデルでは銀行が法的処理を選べば、貸出と産出はファーストベストに収束するのに対し、銀行が異なる手段を選べば、貸出は不良債権化することとなる。後者の場合、銀行は返済プラン通りに請求する保証がない（返済プランよりも多く請求する権利を保有する）という点でコミットメントができず、かつ企業もデフォルトできるという点でコミットメントができない。その結果、契約は two-sided でコミットメントが欠如する問題を抱えることとなり、均衡における産出はファーストベストよりも永久に低くなる、すなわちゾンビ企業が存在することが理論的に示された。フロアからは様々な意見が出され、不良債権化させることによる厚生の変化を議論することや、貸し手が複数いるケースへの拡張などが提案された。



■ “Beauty Contests and Fat Tails in Financial Markets” (高岡浩一郎、渡辺努との共著)

発表者：楡井 誠 (一橋大学)



高頻度 (high frequency) の株式リターンの分布は、裾が厚い形状をしている。これはリスクに影響を与え、ボラティリティやオプション価格を動かす要因と考えられる。本研究では、べき分布を用いて裾厚の分布を表現するとともに、私的シグナルのある証券投資家について、合理的群れ行動モデルを構築して分析を行った。その結果、合理的期待均衡が存在し、シグナルが高頻度であるほどノイズが大きくなるという結論が得られた。本研究の結果は、「1人が新たに証券を購入したとき、それを見て購入する人数の平均は1人である」という戦略的補完性の前提に依拠しており、マルチンゲール過程と関連している。また、ケインズの美人投票と同様に均衡は *indeterminacy* に近いが、スムーズに動くわけではない点も補足された。以上の結果を受けて、現実のトレーダーが利用するシグナルと本研究のモデルが対応するかについてや、ファンダメンタルと資産価格の関係をどのように捉えるべきかについて議論が行われた。

■ 「量的・質的金融緩和からの出口における財政負担」(藤木裕との共著)

発表者：戸村 肇 (東京大学)

本研究は、パブリックデータに基づいて日本銀行の「量的・質的金融緩和」政策達成後の出口戦略で生じる財政負担を試算している。現在の日本は多額の政府債務を抱えており、出口戦略によって生じる財政負担をあらかじめ考慮しておくことに意義がある。試算に際しては、日銀のバランスシートや貨幣需要、インフレ率と名目短期金利の推移などに大胆な仮定をおいた。シミュレーションの結果、あるシナリオの下では2017年から10年間、日銀の国庫納付金がゼロとなる。さらに、財務省からの損失補填がなければ、日銀の純資産も2010年代後半から2060年ごろまで負になるとの結論が得られた。その理由として、出口戦略において日銀は国債から金利収入を得る一方で、日銀当座預金への付利費用が発生し、後者の方が大きいために財政負担が生じることが挙げられた。フロアからは、シナリオの現実妥当性に関する意見が多く、実質金利の推移や長短金利スプレッドの扱いが議論された。また、理論上はシニョレッジの増加とその後の損失が一對一に対応するとの指摘もなされた。



■ “Estimating Consumer Price Inflation by Household” (渡辺広太、渡辺努との共著)
 発表者：Jess Diamond (一橋大学)



年齢によって、個々人の経験するインフレ率はどのように異なっているのか。また、年齢によってどうしてインフレ期待が異なるのか。これらの問題について本研究では、同一の標本からアンケート・購買・人口統計という3つのデータを収集して分析した。分析の結果、年齢別のインフレ率の違いは、全世代が共通して消費する商品内のウェイトの違いと、各世代特有の購入商品の影響を受けていることが示唆された。また、インフレ期待を被説明変数とする順序ロジットモデルでは、アベノミクスなど経済事情に関する関心の有無が統計的に有意であった一方で、日銀のインフレターゲットを知っているかどうかは有意でないという結果が示された。さらに、年齢別のインフレ期待を誘導形で推定したところ、年齢の効果がインフレ期待に影響している可能性が示唆された。聴衆からのコメントでは、アンケートのデザインに関する意見が出されたほか、持ち家の有無や所得階層が結果に与える影響を懸念する声があった。

■ “Is Macroprudential Policy Less Blunt Than Monetary Policy?” (須藤直との共著)
 発表者：園田 桂子 (日本銀行)

金融システム安定のためには、副作用のある金利操作でなく、監督や規制によるマクロプルーデンス政策を用いるべきであるという主張がある。本研究は1970～90年代の日本の経験を利用して、この主張をテストした。具体的には、この時期行われた日本銀行による窓口規制および大蔵省による総量規制に、マクロプルーデンス政策との類似性があることを利用して、これらの政策が経済指標に与えた影響をFAVAR (Factor-Augmented Vector Autoregression) によって推計した。その結果、経済収縮ショック後の総量規制が、貸出、株価、地価、GDPと幅広いマクロ経済変数を押し下げることが示された。また、ショック後の貸出の減少は需要サイドに牽引されている可能性も示唆された。フロアからは、本研究がマクロプルーデンス政策の思わぬ副作用を指摘していると評価する声や、四半期データでなくより高頻度のデータを用いることで推計の精度を高めるべきといった声が出たほか、サンプルの小ささをカバーするためにプラシーボを試すなどの提案がなされた。





当日の会場の様子