

立教大学学術推進特別重点資金（立教 S F R）
大学院生研究
2003年度研究成果報告書

研究科名	立教大学大学院	経済学	研究科	経済学	専攻
指導教員	所属・職名		氏名		
	経済学部教授		黒木 龍三 印		
自然・人文の別	自然	・ <u>人文</u>	個人・共同の別	<u>個人</u>	・ 共同 名
研究課題	金融政策に関する理論的及び実証的分析—利子率を主眼に—				
研究代表者	在籍研究科・専攻・学年		氏名		
	経済学研究科経済学専攻 博士課程後期課程2年		長原 徹 印		
研究組織	在籍研究科・専攻・学年		氏名		
研究期間	2003		年度		
研究経費	200		千円		

研究の概要 (200~300字で記入、図・グラフ等は使用しないこと。)

利子率の期間構造に関するモデル分析。貸付市場、国債市場、コール市場、財市場などの市場の一般均衡体系を前提に、財政当局による政府支出の増加や中央銀行による緊縮的貨幣政策によって長期利子率と短期利子率がどのような影響を受けるかを検討。当該分野の先行業績である期待仮説に倣い、期待インフレ率をモデルのクルーシャルなパラメーターとし、それが企業部門に与える効果を考慮することによって、長期利子率と短期利子率にその効果が波及する様子を考察。以上のモデル分析を通じて、当該モデルで得られた結果と期待仮説が説くところの結論との整合性を比較検討。さらには、90年代の日本経済で度重なる拡張的財政政策にもかかわらず長期利子率が低位に安定した原因をモデルの結果から検討。

キーワード (研究内容をよく表しているものを3項目以内で記入。)

[利子率の期間構造] [期待仮説] [期待インフレ率]

研究成果の概要 (図・グラフ等は使用しないこと。)

筆者の研究課題である利子率の期間構造分析に関する先行研究では、長期利子率を決定する諸要因と関連していくつかの仮説が提示されてきた。そのうち最も有名なものの一つは純粋期待仮説である。これは、現在の n 期満期の長期利子率が現在から $n - 1$ 期までの短期利子率の平均で決まる、とする仮説である。ここで、現在の短期利子率を除く来期以降 $n - 1$ 期までの短期利子率は、その長期資産での運用を考える投資家が現在予想したものにほかならず、このことが当該理論仮説を純粋期待仮説と呼ばせる所以である。

一方、長期資産での運用に特有であるリスク・プレミアムを純粋期待仮説に加味した仮説もあるが、これは上との関係で一般期待仮説と呼ばれている。この一般期待仮説において極めて重要となる要素はリスク・プレミアムであるが、これまでの研究では時間に関して一定のリスク・プレミアムと時間の経過とともに変化するそれとが検討されてきた。また当該分野の研究では、理論モデルを用いた研究にとどまらず、日本や米国などの現実経済におけるデータを駆使してそのプレミアムを推計するといった実証研究も行われている。さらに最近の研究ではファイナンスの領域から CCAPM (消費資産価格モデル) と関連した期間構造分析なども行われている。

このような研究系譜の中で、筆者の研究は純粋期待仮説に立脚したものにとどまっているというのが現状である。もっとも、筆者の知る限り、従来の研究では短期利子率と長期利子率の 2 つにだけ焦点を絞った部分均衡的アプローチが少なくないと言える。この意味で、トービンによる金融市場の一般均衡アプローチにしたがった筆者の研究はそれなりの意義があると思われるが、その概要は以下のとおりである。

民間銀行と、企業、家計、中央銀行、財政当局からなる経済を想定し、金融市場として貸付市場、国債市場、コール・手形市場、預金市場、そして実物市場として財市場を考える。各金融市場では、順に貸付利子率、国債利子率 (長期利子率)、コール利子率 (短期利子率)、預金利子率が需給調整の役割を担い、財市場では物価がその役割を果たす。ただし、本研究で扱う極短期のストック調整機関では預金利子率の調整は無視できるものとし、そうすることで預金市場は所与の時点で常に均衡していると仮定する。このとき残った 4 つの市場に対して、ワルラス法則により 3 つの市場が独立となる。

次に各経済主体の行動の特定化を行う。本研究では民間銀行と企業部門の主体均衡に関して利潤最大化行動を想定しているのだが、企業部門に関するそのような想定は従来から数多くの研究で取り上げられてきているものの、金融仲介機関としての民間銀行の行動に関してそうした利潤最大化の仮定を設けるアプローチは、過去 20 年ほどで急速に進展してきたものである。このような銀行行動のミクロ的基礎づけは、本研究における重要な貢献部分を占めていると言える。

さて、こうした民間銀行と企業の 2 つの部門の利潤最大化問題で重要な要素となるのが、宇沢のペンローズ効果として知られる調整費用関数である。とりわけ民間銀行部門の調整費用を考える上では、貸付と国債の両資産における信用リスクの格差がクルーシャルな要因となって両金融資産の各種利子率に対する弾力性に明示的な相違が生まれ、それによって本研究においてロバストな結論が得られることになる。

以上のことを代数的に表せば以下のようなになる。

研究成果の概要 つづき

各経済主体の表記をそれぞれ家計 h , 企業 f , 民間銀行 b , 日銀 cb , 財政当局 fa とし, 主要な金融資産のそれを貸付 L , 国債 B , コール C , 預金 D とする. またこれらの資産の利子率を順に貸付利子率 i_L , 国債利子率 i_B , コール・レート i_C , 預金利子率 i_D (ただし長期利子率は国債利子率で, 短期利子率はコール・レートで代替) とし, さらに日銀によるコール・レートの目標水準を i_c^* とする. 以上の定義をもとに, 途中の議論は省略したうえで, 先に述べた金融市場と財市場の一般均衡体系を書けば次のようになる.

- ① 貸付市場 : $L^b(i_L, i_B, i_C) = L^f(i_L; \pi^e)$
- ② 国債市場 : $B^{fa}(i_B; G) = B^b(i_L, i_B, i_C)$
- ③ コール・手形市場 : $C^{cb}(i_C; i_c^*) = C^b(i_L, i_B, i_C)$
- ④ 預金市場 : $D^b = D^h(i_D)$
- ⑤ 財市場 : $\bar{Y} = \bar{P}\bar{D} + G$

ただし \bar{Y} および $\bar{P}\bar{D}$ は, 極短期においては所与とみなされる産出量ならびに民間需要であり, G は政府支出である. 既に述べたように預金市場は常に均衡しているので, 残った 4 つの市場に対してワルラス法則により財市場を落とし, 貸付市場と国債市場, コール・手形市場に関してすべての内生変数と外生変数で全微分すると, 以下のような連立方程式体系が得られる (表記は $L_L^b \equiv \partial L^b / \partial i_L$ 等にしたがう):

$$\begin{bmatrix} L_L^b - L_L^f & 0 & L_C^b \\ 0 & B_B^b - B_B^{fa} & B_C^b \\ C_L^b & C_B^b & C_C^b - C_C^{cb} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} di_L \\ di_B \\ di_C \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \phi L_\pi^f \\ B_G^{fa} \\ 0 \end{bmatrix} dG + \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ C_*^{cb} \end{bmatrix} di_c^*$$

この体系をもとにすれば, 中央銀行のコール・マネーの供給量がコール・利子率の変化に対して無限大となるような ($C_C^{cb} \rightarrow \infty$) 内生的に貨幣が供給される状況では

$$\frac{di_B}{dG} = \frac{1}{|J|} [(L_L^b - L_L^f) B_G^{fa} (C_C^b - C_C^{cb}) + \phi L_\pi^f B_C^b C_L^b - L_C^b B_G^{fa} C_L^b] = \frac{-(L_L^b - L_L^f) B_G^{fa}}{-(L_L^b - L_L^f)(B_B^b - B_B^{fa})} = \frac{B_G^{fa}}{B_B^b - B_B^{fa}} > 0$$

$$\frac{di_C}{dG} = 0$$

といった結果が得られる. これは, 政府支出の増加に対して短期利子率 (コール・レート) は変化せず, 長期利子率 (国債利子率) は上昇することを示している. もっとも, 長期利子率に関しても $B_B^b - B_B^{fa}$ が十分に大きくなる場合, すなわち国債市場が安定的で需給調整のスピードが速い場合, 長期利子率の上昇は限定的なものになることが上の比較静学からわかる.

このことは, 90 年代の日本経済で度重なる拡張的財政政策にもかかわらず長期利子率が低位に安定した理由を示唆していると言えよう.

を記入した調書（A4縦型横書き1枚・自由様式）を添付すること。

（様式3）

立教SFR－院生－報告

研究発表（研究によって得られた研究経過・成果を発表した①～④について、該当するものを記入してください。該当するものが多い場合は主要なものを抜粋してください。）

- ①雑誌論文（著者名、論文標題、雑誌名、巻号、発行年、ページ）
- ②図書（著者名、出版者、書名、発行年、総ページ数）
- ③シンポジウム・公開講演会等の開催（会名、開催日、開催場所）
- ④その他（学会発表、研究報告書の印刷等）

① 「新古典派流生産関数に関する諸問題再考—資本ストックの計測問題とTFP解釈の観点からのサーベイ—」『立教経済学論叢』第64号，2003年，1-17ページ。

② 翻訳『貨幣，利子及び資本』（原著 C.Rogers, *Money, Interest and Capital*）日本経済評論社（現在再校段階）。

第10章 渡辺良夫氏，黒木龍三氏と共訳

第11章 野下保利氏，黒木龍三氏と共訳

③ 「資産市場均衡に基づく利子率の期間構造」（2003年12月13日ポスト・ケインズ研究会，早稲田大学）

「資産市場均衡に基づく利子率の期間構造—日本経済への適用—」（2004年1月24日日本経済政策学会関東部会，東洋大学）