

日本経済学会 2006 年秋季大会 (大阪市立大学)

セッション: ファイナンス 1 (会場 A-11)

2006 年 10 月 22 日

**金利の期間構造と金融政策に関するマクロファイナンス分析:
均衡実質金利・均衡インフレ率の可変性とゼロ金利制約を考慮した実証**

小田信之 (日本銀行) ・ 鈴木高志 (日本銀行)

JEL Classification: E43, E52, G12

【要旨】

本稿は、マクロ構造モデルとファイナンス・モデルを結合させた、いわゆるマクロファイナンス・モデルを日本に適用した実証研究である。分析の目的は、日本において均衡実質金利や均衡インフレ率がこれまで可変的に推移して来たかどうかを実証的に検証すること、それらの可変性は金利の期間構造やマクロ構造に関する理解、さらに金融政策運営上の含意に対しどう影響するかを調べることである。

マクロ構造モデルとファイナンス・モデル(本稿では特に、金利の期間構造モデル)は、数年前までは互いに独立して取り扱われる例が多かったが、最近では欧米を中心に、両モデルを同時推計することにより新たな知見を得ようとする研究が増え始めている。しかし日本では、データの制約が大きいことなどから、これまでそのような試みはほとんど見当たらなかった。本稿では、四半期ベースの GDP データを他の経済指標を利用しながら月次化することによって、データ量および情報量を増やしたうえで推計を行った。

本分析の問題意識は、近年の日本の長期金利が極めて低いのは何故か、こうした低金利は経済合理的に説明可能か、といった疑問に端を発する。長期金利の決定要因としては、均衡実質金利と均衡インフレ率から構成される均衡水準を基準として、景気循環に応じた金利変動の要因やリスクプレミアム等が加味されたものと理解することが可能である。本稿では、均衡実質金利や均衡インフレ率に関する市場の認識が長期的に一定と考えるのではなく、経済活動の実績を踏まえた学習行動を通じて変化するという仮説を採用したうえで、ニュー・ケインジアン型のマクロ構造モデルとアフィン型の期間構造モデルを結合して、同時推計を行った。推計に当たっては、1990 年代末以降の日本で政策金利がゼロ制約に直面し、さらにゼロ金利の継続に関する政策コミットメントが発せられたことが長期の金利形成に与えた効果についても勘案した。分析の結果、均衡実質金利と均衡インフレ率が可変的に認識されて来たという仮説が支持された。また、長期金利の推移について検討を加えるに当たって、金利の各種構成成分への分解や、モデルの計測誤差に対する分析なども行った。