

## 『金融研究』（第11巻第2号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』を発行している。以下は、第11巻第2号（平成4年7月発行）所収論文の概要を紹介したものである。

### 人口高齢化と貯蓄

宮田慶一

貯蓄は経済成長の源泉であり、東欧やソ連の市場経済移行を契機にその重要性が再認識されている。一方で、主要国間の貯蓄格差は経常収支不均衡の背景の1つともなっている。こうした中で、先進諸国では人口高齢化による貯蓄の低下が予想されており、貯蓄不足から先行き世界経済の成長が阻害される可能性が指摘されている。とくに最大の貯蓄供給国であるわが国の貯蓄低下の世界経済へのインパクトが懸念されている。

本論文は、こうした問題意識に基づいて、①人口高齢化の貯蓄への影響、および②貯蓄低下を防ぐ政策、等について、最近の理論・実証研究をサーベイしたものである。論文ではまず、貯蓄の定義および統計上の問題点に関し議論を行った後、人口高齢化と貯蓄低下を結びつける代表的な理論であるライフサイクルモデルが紹介される。同モデルに基づくシミュレーション結果によると、出生率低下が扶養子弟を減少させるため、高齢化に伴う主要国の貯蓄率低下は概ねモデレートなものとなっているが、わが国の場合には、例外的に高齢化の急速な進展により今世紀中に貯蓄率が低下する可能性が高い。

ところで、現実には高齢者は必ずしも同モデルが示唆するような資産の取崩しを行っていない。こうした高齢者の貯蓄行動を説明する仮説としては、死亡時期に関する不確実性や利他的遺産動機が存在等があるが、これらについての実証研究は依然不十分である。本論文では、流動性制約や近視眼的な家計の存在、さらには技術革新、高年者の労働力率上昇といった要因も、人口高齢化の貯蓄への影響を相対的に緩和する可能性がある点が指摘されている。

一方、貯蓄率に影響を与える政策手段としては、①現在と将来の消費、あるいは余暇と消費の相対価格を変化させる「構造的課税政策」、②相対価

格は一定のまま家計の予算制約をシフトさせる「外生的所得政策」、③所得再分配政策、等があるが、その定量的効果には不明な点が多い。また、これら政策の貯蓄への影響を考えるに際しては、政策に対するクレディビリティの問題にも留意が必要であるといった点も本論文から得られるインプリケーションの1つである。

### カナダの金融調節について

翁 邦雄

1990年代のカナダは、金融政策運営に大きな影響を与えうる2つの制度的変革に直面している。

第1は、ゼロ・リザーブ・システムへの移行である。既に同国では1991年11月以降約2か年の予定で、預金準備率を段階的に引下げてきている。第2は、大口資金の電子振替システムを用いた同日決済制度の導入である。同国では決済協会を中心に具体的な検討が進められている。

本稿はカナダの以上2つの制度変革の動きを紹介し、その影響について金融政策・調節運営の観点から理論的な整理を試みた後、その含意について簡単に検討を加えたものである。

まずゼロ・リザーブ・システムによる新金融調節方式の導入については、準備預金制度による課税効果の解消により業態間の公平を図るとともに、金利コントロールの強化を狙った試みと論じている。

次に同日決済の導入等による決済制度の変更とこれに伴う金融調節方式の見直しについて論じている。本稿では同日決済が導入された場合、決済残高に対する需要曲線が利子非弾力的となることから、制度変更によりカナダの金融調節がむしろ現行のわが国の金融調節方式に近いかたちになる可能性を示している。

カナダとわが国では、むしろいくつかの点で制度的な差異があり、ここでの議論をそのままわが国に応用することはできない。しかし、わが国に

とつても、カナダの試みは金融政策・調節の制度的枠組みを考えるうえで参考になるものと思える。

なお本稿では、新金融調節方式導入の基礎となったカナダ銀行のディスカッション・ペーパーの全訳を添付しているほか、テクニカルタームについての用語集を付し読者の便宜に供している。

#### 政府債務の最適通貨構成

渡辺 努

政府債務の発行が必要な場合、国民経済的観点からみて、どのような債務構成をとることが望ましいであろうか。また、償還期限の違いによって経済に与える影響は異なるであろうか。異なるとすれば、どのような満期構造が望ましいか。さらに、債券の種類については、通貨単位での支払いを約束する名目債と財単位での支払いを約束する実質債とではその効果はどのように異なるか。自国通貨建て債と外国通貨建て債とではどちらが望ましいのか。その理由は何か。

公債管理政策に関するこれらの問題は、1960年代にトービン等の研究により注目を集めたが、最近に至り、欧米諸国における政府債務の増加を背景に再び脚光を浴びており、ここ数年、経済学や政治学等の幅広い視点から研究が進められている。本論文の第1の目的は、これらの研究における主要な論点を動学的な理論モデルを用いて整理することである。

また、世界最大の債務国である米国が自国通貨建て債務を発行し続けている現状については、ボーン等これを問題視する見方が存在する。本論文の第2の目的は、経済全体の厚生を高めるためには政府債務の通貨構成（自国通貨建て債、外国通貨建て債の構成）をどう決定するのが望ましいかを検討することである。具体的には、財価格が粘着性をもつとの前提のもとにモデルを構築し、これに基づき民間部門の経済厚生を最大化するという意味で最適な政府債務の通貨構成に関する公式を導出する。さらに現実的なパラメータ値に基づく数値例により米国の現状を検討すると、経済厚生を高めるひとつの可能性としては、短期債に

ついて現行のほぼ100%ドル建て発行を継続する一方、長期債についてはドル建て債中心の現状を是正するという方法があるとのインプリケーションが得られる。

#### Johansenの共和分検定について

川崎能典

マクロ経済データの多くが強いトレンド成分を持つことは古くから知られた問題である。これらのトレンドはこれまで伝統的に計量分析を行う際の障壁の1つとしてとらえられ、しばしばトレンドへの回帰を行う、階差をとるなどの対応がとられてきた。しかしこうした対応は、トレンドについての情報を一切捨ててしまっている危険性があり、事実そうした分析ではモデルのあてはまりが芳しくないケースが多い。一方で、複数のマクロデータを比較・観察すると、極めて似通った動きが認められる場合や、あるいはある変数の全く逆のパターンを示す変数が観察される、といった場合が多い。このような場合には、各変数が背後に抱えているトレンド成分は共通のものであると考えられる。近年実証分析で頻繁に用いられるようになった共和分(cointegration)によるアプローチは、こうした共通のトレンド成分の情報を取入れてモデルの説明能力を向上させようとするやりかたである。本稿で扱うJohansenの共和分検定では、非定常変数による多変量自己回帰モデルから出発して、変数間に何通りの共和分の関係が認められるかを検定する。それはまた誤差修正モデル(error correction model)最尤推定法という側面も合わせ持ち、少なくとも米国では実証分析に欠かせないツールとなっており、わが国においても今後その使用頻度は増していくと考えられる。本論文の目的は、従来の分析法が抱えていた問題と照らし合わせてJohansenの共和分検定を概説し、その意義・問題点を整理することにある。また、Johansenの検定は3変数以上のモデルで真価を発揮することが経済的に用いられている点に注目し、5つの主要な経済時系列（マネーサプライ、名目GNP、物価、地価、株価）から成る多変量モデルによる解析例を示している。

- ・『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。
- ・『金融研究』（第11巻第2号）は日本信用調査株式会社より販売、定価1,030円。