

『金融研究』(第16巻第3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』^(注)を発行している。以下は、第16巻第3号(平成9年9月発行)所収論文の概要を紹介したものである。

物価の基調的な変動を捕捉するための指標の構築とその含意

白塚重典

中長期的な経済成長を促進するための環境を整える基礎的な条件として物価安定が重要との点については、異論は少ないであろう。しかしながら、金融政策運営上の物価安定の定義については、必ずしもコンセンサスが得られている訳ではなく、物価上昇率の望ましいレベルを計数的に示すのは容易ではない。また、明確な定義を与えた場合にも、観察される消費者物価指数や卸売物価指数、GDPデフレーターといった各種の物価指標の変動には、様々な一時的なショックが影響している。このため、物価安定の基盤が維持されているか否かを判断することは、極めて難しい。

本稿では、これらの問題を踏まえ、金融政策運営上、目標とすべき物価安定の定義を再検討するとともに、各時点において価格変動が著しく大きい品目の影響を控除した異常値修正指標(limited influence estimator)を利用することにより、物価変動の基調が把握できるかどうかを検証する。その分析結果からは、①異常値修正指標を利用することで、円高や原油価格高騰と

いった一時的な攪乱要因の影響が調整され、基調的な物価変動がよりの確に捕捉されること、②前年比・前月比の指標を組み合わせてみることにより、基調的な物価変動の水準と方向性の評価がより明確になること、といった点が明らかとなった。これらの分析結果は、異常値修正指標が、物価の基調変動に関する情報を提供する有用な指標の一つとなり得ることを示しており、今後ともその活用の方策を検討していくことが重要と考えられる。

ウォルシュ・スベンソン型モデルについて

——インフレーション・ターゲッティングの解釈を巡って

白塚重典・藤木 裕

本稿では、ウォルシュ、スベンソン等によって展開されている中央銀行の最適契約に関する議論を紹介する。このウォルシュ・スベンソン型の最適契約モデルは、中央銀行の独立性とアカウンタビリティ、新しい金融政策運営の枠組みであるインフレーション・ターゲッティング等の理論的背景となっている。これは、中央銀

(注)『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。なお、『金融研究』第16巻第3号(定価1,050円)はときわ総合サービス(株)(本『日銀月報』刊行物一覧を参照)より販売。

行によって社会にとって最適な金融政策の運営が行われる制度的枠組みとして、インフレ率に関する出来高契約、及びこれを現実に運営可能とするための枠組みとしてインフレーション・ターゲティングの有効性を主張するものと理解することができる。

最適契約モデルでは、中央銀行総裁と政府が実現インフレ率に比例する出来高契約（performance contract）を結ぶことを提案している。この契約により、中央銀行が他人の知り得ない情報に対して柔軟に対処することを通して経済安定化の任務を果たしつつ、インフレ率を過剰に引き上げないように動機付けられる結果、社会にとって最適な均衡を達成できることが示される。

実際に出来高契約を導入している中央銀行は存在しないが、出来高契約と同等の結果が中央銀行に社会一般より低いインフレ目標値を採用させることで達成可能である。また、インフレ目標値の達成に失敗した中央銀行総裁を罷免することをも展望したニュージーランドの中央銀行制度についても、出来高契約の枠組みの中で理解し得る。

EaRモデルと拡張VaRモデル

——債券ポートフォリオを対象として

吉藤 茂

本稿では、銀行勘定の市場性リスクを計測するための手法として、期間損益のブレを統計的に計測するモデルを構築する。その際、現行決算（原価法）に則り期中実現損益のみで期間損益を捉えるEaR（アーニング・アット・リスク）モデルと、時価評価のブレまでも期間損益に含

める拡張VaR（バリュー・アット・リスク）モデルの2つのフレームワークを提示する。

債券ポートフォリオに対するシミュレーションを通じ、両モデルの有効性と限界について考察した。それによれば、EaRモデルには、リスク対リターンの視点で戦略比較ができないという限界があり、同モデルをリスクメジャメントとして利用する場合、長期的シミュレーションが必要不可欠であることが明らかとなった。

政策株投資が抱えるマーケットリスク量の試算

——EaRモデルを適用して

吉藤 茂

本稿では、期間損益のブレをリスクとして計測するEaRモデル（アーニング・アット・リスク）を一般的な銀行勘定バランスシートに適用し、政策株投資が抱えるマーケットリスクのマグニチュード及びその特性を定量的に把握する。

シミュレーション結果によれば、期間損益を期中実現損益のみで把握する（決算上認識しているリスクを算出する）場合にも、償却負担のある株式のリスクは他の資産（預貸や債券）に比べ極めて大きいことがわかった。この決算上認識される株式リスクは、簿価の上昇により最近急拡大してきた事実が指摘可能で、株式保有の意義が今改めて問い直されているといえよう。一方で、簿価のレベルにより算出されるリスク量が大きく異なるというEaRモデルの欠陥も指摘可能で、本質的なリスクを把握するためには時価ベースでのリスク管理へ移行する必要があるだろう。