

『金融研究』(第17巻第4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17巻第4号(平成10年10月発行)所収論文の概要を紹介したものである。

第8回国際コンファランス —「知識集約化と金融政策」—

日本銀行金融研究所は、1998年6月18、19日の両日、「知識集約化と金融政策」(Monetary Policy in a World of Knowledge-based Growth, Quality Change, and Uncertain Measurement)をテーマとして、内外有力学者および中央銀行・国際機関関係者を招待して第8回国際コンファランスを開催した。

一昨年以来、日本銀行金融研究所では、知識や情報が経済活動における重要性を増すという「知識集約化」が、経済構造や主要な経済指標に与える影響についての理解を深めることを一つの研究課題としてきた。今回の国際コンファランスは、先進諸国におけるこうした動きの現状と問題点を検討するとともに、このような下での金融政策のあり方を検討するための枠組みを模索することを目的として開催したものである。

本号では、国際コンファランスの模様と各報告論文の要旨、金融研究所海外顧問のメルツァー教授とテイラー教授によるキーノート・スピーチ、および国際コンファランスのバックグラウン

ドペーパー「情報技術革新による経済へのインパクトと金融政策のあり方について」を掲載している。両海外顧問によるキーノート・スピーチとバックグラウンドペーパーの要旨は以下のとおりである。

(キーノート・スピーチⅠ)

金融政策と情報の質 (Monetary Policy and Quality of Information)

アラン・H・メルツァー

知識集約化は、経済構造の変化や情報技術革新などを通じ、金融政策運営に必要な経済統計の計測を困難にしている。しかし真に重要なのは、経済統計の計測の困難化によって、経済の状況に関する情報の質が悪化するのか、その結果、金融政策発動の機会や政策運営の方法に変化を与えるのか、という問題である。

この問題への解答ははっきりしないが、過去における経済の大変動は経済統計の質とは関係ない。例えば、1920年代の米国では、GDPデータが存在しない下で、連邦準備制度はカバレッジの低い代替的な経済統計のみによって、大恐慌以外の期間は低インフレと安定成長を維持し

(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17巻第4号(定価1,050円)はときわ総合サービス(株)(本『日銀調査月報』刊行物一覧を参照)より販売。

た。大恐慌も経済統計の不備でなく、政策運営の失敗が原因であるほか、戦後の大インフレにも経済統計の質は関係なく、各中央銀行の政策目標等がその後の展開を左右した。

他方、米国、日本、ドイツの長期時系列統計によりマネタリーベースと名目GDPの関係を分析すると、大きな政策変更の時期以外は、情報技術革新の進展や経済構造の変化にもかかわらず、両者の関係は安定的である。ここから得られるインプリケーションは、中央銀行は、インフレや名目GDPを中長期的にコントロールする戦略に従うべきであり、一時的、短期的な変動に過剰に対応すべきでないということである。そして、こうした戦略を計画し実行する上では、マネタリーベースと名目GDPとの関係のように中長期的に安定的な関係を利用することが一般的に有効である。

(キーノート・スピーチ2)

情報技術と金融政策 (Information Technology and Monetary Policy)

ジョン・B・テイラー

コンピュータ等に関する情報技術は、金融政策に対して、①政策目標や手段に関する不確実性を増加させることを通じて政策判断をより困難にする効果と、②情報処理を効率化したり、不確実性をよりよく数量化して扱い得るようにすることを通じて政策判断をより容易にする、という2つの相反する効果をもたらすが、②の効果が勝ると考えられる。

すなわち、情報技術革新の進展があったからこそ、合理的期待仮説の出現以降に導入されたフォワード・ルッキングで多数の先行・遅行変数を含む複雑な経済モデルを用いて、金融政策のルールを評価することが可能となった。その

具体例として、インフレ率と失業率に関する政策目標に関する損失関数の値を最小化するように短期金利を調整する政策ルールである、いわゆる「テイラールール」に関する研究をみると、モデルの定式化に関する不確実性に対しては、これまで得られたような政策ルールが一定のロバストさを示す一方、マクロ経済に対するショックの永続性や金融政策が実質生産や物価上昇に与える効果に関する不確実性がある場合、ロバストな政策ルールはよりアグレッシブであるという興味深い結論を得ている。

政策ルールは、米国では中央銀行や市場参加者の意思決定のガイドラインとして活用されており、他の先進国でも活発に研究されている。今後は、このような情報技術革新の成果を金融政策の実用的な政策判断に翻訳するプロセスの開発に注力する必要がある。

(バックグラウンドペーパー)

情報技術革新による経済へのインパクトと金融政策のあり方について

井上哲也

現代の経済社会では、情報技術革新の進展に伴い、知識や情報など無形で知的な価値が経済活動に占めるウエイトが高まる一方、技術革新の成果を十分には手にしていないとの疑念も存在する。

そこで、情報技術革新が経済に与えるインパクトを、既存の経済理論や実証結果から整理すると、ミクロレベルでの新技術の波及では、既存技術からのスイッチングコストやネットワーク外部性が重要な意味を持つ。マクロレベルでは、産業間での資本の再配分や労働力の再教育に要するコストのため、一時的には経済パフォーマンスが悪化する可能性がある。加えて、物価

等の主要経済統計の計測誤差は、経済主体による最適化行動を困難化するが、対応策には限界がある。

中央銀行にとって重要な課題は、こうした状況が最適な政策運営に与える影響を明らかにすることにあるが、この課題に直接に対応する分析は殆ど存在しない。このため、物価の動きに注目しながらこの課題に関する論点を整理すると、まず、物価指数の計測誤差は金融政策のコミットメント達成に関する観測を困難化するため、中央銀行に対する信認を損なう可能性がある。また、情報技術革新に伴う生産性の向上と関連物価の下落は「望ましいサプライショック」と捉えると、アコモデートしないことが最適であるとの結論が得られる一方、名目価格の硬直性や相対価格と一般物価の連動が存在する場合には、こうした結論には慎重である必要がある。

金融市場における期待形成の変化

—オプション取引価格の情報変数としての有用性に関する一考察—

白塚重典・中村 恒

本稿では近年著しく発展しているデリバティブ市場に着目し、オプション取引価格の情報変数としての有用性について検討を加える。オプション取引価格からは、原資産の将来価格の期待分布（インプライド確率分布）に関する情報を得ることができる。この情報を利用することで、市場参加者の原資産価格変動の期待について、どれだけの広がりがあるのか、上昇・下落どちらの方向へのリスクを大きいと考えているのか、あるいは期待分布の裾がどれほど重く、市場に大幅な価格変動が生じるリスクがどの程度あると考えているのか、といった点を検討することができる。本稿では、こうした手法の有

用性をケース・スタディにより検討する。具体的には、株価指数オプションおよび長期国債先物オプションを採り上げ、インプライド確率分布を推計し、その変化を時系列的に観察する。ケース・スタディの対象期間は、1989年から1990年にかけてのバブル崩壊期、1992年から1994年の株価ボトム期、およびデフレ・スパイラルの懸念が高まった1995年の3つの期間とし、市場の期待形成の変化とその金融政策運営上の含意を検討する。

信託を利用した流動化スキームと会計問題

秋葉 賢一

最近、流動化に関して信託を用いたスキームの利用が増えているが、現状、会計面での取り扱いが必ずしも確立されていない。そこで本稿では信託を利用した流動化スキームについて、主に以下の2点に絞り検討を行った。

第一の問題は、委託者が信託財産を売却処理できるかという委託者における信託財産のオフバランス化の問題である。これまでは一般的に受益者があたかも信託財産を保有しているかのような処理がなされてきた。しかし、信託を利用した流動化スキームにおいては、しばしば信託受益権を優先劣後に分割する実務が採られるため、信託受益権の売却をもって信託財産そのものが売却されるものとみなすというこれまでの考え方が当てはまらなくなる。そこで本稿では、流動化の実態を適切に反映すると考えられている財務構成要素アプローチを手掛かりにした考え方を提示した。

さらに、連結ベースで考える場合、オフバランス化が認められるためには、上述した売却処理に加え、譲受者が譲渡者の連結対象とならない

ことが必要となる。本稿では、わが国の新たな連結基準に照らして信託は委託者の連結の範囲に含まれないと解釈した。

第二の問題は、オフバランス化が認められた以降において信託財産に関わる受益者の損益をどのように測定するかという問題である。この問題は、税法との関わりが深いため立法論にはなるものの、受益権を優先劣後に分割し譲渡す

る流動化スキームにおいては、受益者が信託財産を直接保有するものとして考えず、信託の「導管性」を損益についてのみ認めることにする方が有用であろう。本稿では、こうした考え方にに基づき、受益者の観点からの信託財産に生じる損益の測定や、優先劣後に分割された受益権への損益の分配といった問題に対する1つの解答を試みている。