

# 『金融研究』（第21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』<sup>（注1）</sup>を発行している。以下は、第21巻第3号（平成14年9月発行）所収論文<sup>（注2）</sup>の要約を紹介したものである。

## P T M（Pricing-to-Market）と金融政策の国際的波及効果

—「新しい開放マクロ経済学」のアプローチ

大谷 聡

企業の価格設定行動に関する実証分析によると、わが国企業は為替レート変動を輸出価格にあまり転嫁しない（わが国企業の多くはP T M <pricing-to-market>に基づいた価格設定を行っている）一方、米国企業は為替レート変動をほぼ完全に輸出価格に転嫁している。本稿は、企業の価格設定行動の違いが金融政策の自国・外国経済への波及効果に及ぼす影響について、「新しい開放マクロ経済学」の枠組みにのっとり、自国・外国企業の価格設定行動の違いを明示的に導入したモデルで検討した。理論モデルによれば、自国・外国の金融政策の国内・世界経済への波及効果は、自国・外国企業の価格設定行動によって大きく影響される。日米企業の価格設定行動を近似した数値解析によれば、わが国における高いP T M企業比率は、わが国金融政策の国際的波及効果を米国金融政策に比較して極めて小さいものとする。金融政策の運営に当

たっては、企業の価格設定行動にも注意を払うことが重要である。

## 日本における財政政策のインパクト

—1990年代のイベント・スタディ—

福田慎一／計 聡

本稿では、イベント・スタディの観点から、経済対策決定のニュースが株価、為替レート、長期利子率に与えたインパクトを計測し、財政赤字の累積が1990年代に実施された財政政策の影響をどのように変化させたかを検証する。資産市場のデータはきわめて頻度が高いものが入手可能であるばかりでなく、ニュースに対する反応も瞬時になされる。したがって、イベント・スタディは、1990年代を通じて何度も行われた財政支出拡大に関するニュースがいかなるインパクトを日本経済に与えたかを考察するうえで有用なアプローチと考えられる。

本稿の分析で明らかにされる主な結果は、1990年代を通じた財政支出拡大のインパクトが1990年代前半と後半で大きく異なっていたという点である。すなわち、1990年代の前半では、財政

（注1）『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21巻第3号（定価1,050円）は、ときわ総合サービス（株）より販売（詳しくは、巻末の「刊行物一覧」をご覧ください）。

（注2）所収論文は、日本銀行金融研究所ホームページ（<http://www.imes.boj.or.jp/>）「発表論文等」コーナーにも掲載されています。

支出拡大のアナウンスメントは、株価を大きく上昇させ、為替レートを円高に導くなど、その影響をポジティブに評価する市場の反応が顕著であった。しかし、1990年代半ば以降になると、大幅な財政支出拡大が決定されても、株価が大きく上昇することはまれとなり、1990年代末には、有意性は低い、長期利子率の上昇や為替レート下落（円安）が政策決定後に観察された。これらの結果は、1990年代を通じて財政赤字の累積が顕在化するにつれて、マーケットが政府の予算制約を通じた財政拡大のマイナス面を大きく認識するようになり、それによって財政のインパクトも大きく低下したことを示唆しており、非ケインズ効果の考え方と整合的である。また、1990年代末の反応は、物価の財政理論（FTPL）が想定する状況とも矛盾しなかった。ただし、長期金利の上昇や円安の統計的有意性は低く、実証結果は必ずしも物価の財政理論の妥当性を強く支持するものではなかった。

## 多くの情報変数を用いた予測方法の有用性について

北村富行／小池良司

本稿では、さまざまな金融・経済指標を情報変数として用い、CPIおよび実質GDP変化率の予測系列を作成したうえで、個別の変数による予測と多変数の情報を集約した予測のパフォーマンスを比較した。CPI・実質GDPいずれの予測でも、単独で予測を常に改善させる変数は見出せなかったが、個別予測系列の情報を集約することにより予測パフォーマンスは安定化することが示された。この背景を探るため、単純平均による予測統合について、予測誤差の要因分解を行ったところ、主として予測誤差の攪乱的な動きが互いに打ち消し合うことに

よって誤差縮小が生じていることがわかった。もっとも、予測誤差の縮小効果は変数の追加に伴って急速に減衰する一方で、予測パフォーマンスの劣る系列が追加されるため、予測パフォーマンスの改善効果は高々2～4変数で出尽くしてしまうことも確認された。このため、最適な予測統合対象を得るためには、統合を構成する原予測系列のパフォーマンスと、予測誤差系列間の相関が小さくなるような変数の組み合わせの両方を考えていく必要がある。

## 通貨発行権に関する考察

—ドイツおよびEUの文脈—

櫻井敬子

今日、電子マネーの登場を契機として通貨とは何かが改めて問題とされ、国家の通貨発行権およびこれを独占的に行使する中央銀行の役割に対する懐疑論も唱えられている。しかし、わが国の日本銀行法に強い影響を与えたドイツの中央銀行制度は、通貨発行権が国家の主権（Hoheitsrecht：高権）そのものであり、通貨発行は国家および公法人たるブンデスバンクがこれを担うという考えによって支えられており、そのような前提のもとで、独立性を備えた中央銀行が政府当局に対抗して通貨発行権を行使するという独特の制度が構築された。そして、EUの通貨統合に伴って設立されたヨーロッパ中央銀行は、このドイツ・モデルに依拠しており、国家の通貨発行権をEUという国家連合に対して移譲するに当たり、その移譲手続およびブンデスバンクよりも一層独立性を強めたヨーロッパ中央銀行の民主的正当性が改めて問われている。こうしたドイツおよびEUの動きが、中央銀行の「脱国家化」ともいうべき一連の議論にとってどのような意義をもち得るのかについて、

ドイツの近代的通貨制度の成立から通貨統合にいたるまでの法制度の変遷を跡づけることにより検討する。

## 金融機関のリスク資本に関する考察

石川達也／山井康浩／家田 明

本稿では、金融機関のリスク資本を研究対象とした最近の理論成果を基に、金融機関が実務上一般的に採用しているリスク資本に関するフレームワークを考察した。その結果、資本配分

はこのフレームワークの世界では理論的には必要ないこと、資本調達にデッドウェイト・コストと呼ばれるコストを導入すると、実務で行われているように資本配分が必要となることを指摘した。また、リスク調整後収益率で投資機会の収益性を評価することは、現在価値で評価することと同値であり、追加的な意味はないことも論じた。さらに、資本配分の必要性がある場合、その配分方法の決め方には根本的な難しさがあることも指摘した。