

# 『金融研究』（第23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23巻第3号（平成16年10月発行）所収論文<sup>（注2）</sup>の要約を紹介したものである。

## 「デフレの罠」脱却のための金融財政政策のシナリオ

岩本康志

本稿は、ゼロ金利でデフレが継続する状態（デフレの罠）から脱却するための金融財政政策のシナリオについて理論的な整理を試みる。必要とされる政策手段は、貨幣ファイナンスされた減税と組み合わせた将来の貨幣成長へのコミットメントと金利の引上げである。必要とされる減税額はインフレ率（名目金利）の上昇による中央銀行納付金の増加額に対応しており、財政当局は政府負債とプライマリー・バランスを安定化させる財政規律を維持する。価格が伸縮的でない場合は、所得の一時的低下が生じるが、これはデフレを解消するために支払わなければならない対価である。

現状の量的緩和政策へのコミットメントは、自然利子率の低下が一時的に生じていることを前提にしたものである。しかし、現状がデフレの罠であるとしたら、ゼロ金利の継続はデフレ期待と整合的になり、永遠にデフレから脱却できないかもしれない。自然利子率が正值である

と判断できる環境になってもデフレが継続するようであれば、デフレの罠での政策シナリオの適用を考えるべきであろう。その意味で、現行の政策スタンスの解除条件については、消費者物価指数の安定的な上昇のみならず実質GDPの動向にも配慮する必要があると考えられる。

## デフォルト・コストの観点からみたデフレのコスト分析

福田慎一／粕谷宗久／中原 伸

本稿では、近年続いているマイルドなデフレ下で発生する負債デフレ（debt-deflation）の弊害を、上場企業（含む店頭・地方上場）の財務データをもとに期待デフォルト・コストの観点から検証した。分析では、期待デフォルト・コストは、デフォルト・コストと倒産確率の積として算出される。プロビット・モデルを用いた倒産確率の推計では、実質債務残高や特別損失は倒産確率に対して有意にプラスの影響を、メイン・バンクの自己資本比率は有意にマイナスの影響を及ぼした。この結果から、販売価格下落による収益の圧迫や実質債務負担の高まりや、株価

（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23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る。

下落による特別損失の増加とメイン・バンクの体力低下などは、企業の倒産確率を有意に上昇させることがわかる。この結果を用いて、価格変動が期待デフォルト・コストに与える影響を分析してみると、一般物価の下落は、地価や株価に比べてその下落率がマイルドな場合でも、実質債務負担の上昇が企業の期待デフォルト・コストを上昇させることが明らかになった。ただし、上場企業のみを対象とした本研究では、マイルドなデフレ下における負債デフレのコストは、金額ベースでは限定的なものにとどまった。

## わが国の 1990 年代における通貨需要：時系列分析と横断面分析による検証

藤木 裕／渡邊喜芳

本稿は、通貨、短期金利、及び、スケール変数間の関係について考察する。本稿は、M1、要求払預金、現金通貨の3つの通貨集計量について分析する。県別の横断面データからは、要求払預金の所得弾力性について、正で1に近い安定した推計値が得られる。本稿では、この横断面データから得られた所得弾力性を先験的制約として、時系列データからM1と要求払預金の流通速度に対するダブル・ログ型の金利弾力性を推計する。

## わが国における貨幣の長期中立性について

大井博之／白塚重典／代田豊一郎

本稿では、主として、わが国の明治期以降の

長期時系列データを用いて、貨幣残高・実質産出量変数の和分の次数に注目しながら、貨幣の長期中立性を包括的に検討する。分析結果からは、貨幣残高（特にM2）と実質GNPの2変数間における長期中立性の存在を有意に棄却できないことが示された。また、この結論は、幅広い識別条件に対して、頑健であることも確認された。

## わが国直接投資と日本・東アジアの貿易構造の変化

小池良司

本稿では、わが国から東アジアへの直接投資が貿易に与える影響とわが国を含む東アジア域内での貿易構造の変化について、グラビティ方程式に基づき、産業別・財別データを使って実証分析を行う。本稿の分析からは、直接投資の貿易への影響は産業ごとに異なっていることが明らかにされる。すなわち、情報関連財を中心に1990年代入り後、分業が急速に進展している電気機械では、直接投資の貿易に与えるプラス効果が1990年代に大きく上昇している。また、中間財を中心に緩やかに分業体制が深化している繊維では、直接投資の貿易に与える影響は、電気機械ほど大きくないがプラスである。これに対し、生産工程がわが国から東アジアに移管され、わが国の輸出が現地生産に代替されている輸送用機械では、直接投資が貿易に与える効果はほとんどない。