

# 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』の紹介

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図している<sup>(注)</sup>。以下は、2005年6月から2005年8月にかけて公表された日本銀行ワーキングペーパーシリーズの要旨である。なお、全文は、日本銀行ホームページ「論文・レポート」コーナー ([http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm)) に掲載されている。

## 金融政策の不確実性と市場金利：

米国長期金利の「謎」を考える

2005年6月

加藤 涼・久田祥史／国際局

本稿では、金融政策の不確実性と市場金利との関係についての理論モデルを提示するとともに、米国についての実証分析を行う。米国では、2004年下期から2005年上期にかけて、米国連邦準備制度による金融引締めの下でも、長期金利が低位安定し、かつイールド・カーブがフラット化していた。この現象については、グリーンズパン議長が「謎 (conundrum)」であると発言するなど、国際的に関心が高まった。本稿の分析で得られた実証結果は、近年の米国長期金利に対して、金融政策の不確実性がなんらかの影響を与えていた可能性を示唆している。

本稿の主要な結論をまとめると以下の2点。

- (1) 金融政策の不確実性は、市場金利に対してポジティブな影響（不確実性が高いと金利が高くなる関係）を与え、その度合いは満期が長くなるに従って大きくなる。

- (2) 実証分析によると、理論モデルから導かれた命題(1)は、1980年代以降の米国の市場金利動向と整合的。近年、米国における金融政策の不確実性は歴史的な低水準にあり、このことが利上げの下でイールド・カーブがフラット化する現象を引き起こす一因となっていた可能性が高い。

Key words : Monetary policy, term structure of interest rates, GARCH

\*全文は英語のみの公表。

## ファイナンシャル・アクセラレーター効果が日本経済に及ぼした影響：

実証分析

2005年6月

淵 仁志・武藤一郎・鵜飼博史／企画局

本稿では、主として資産価格の変動によって引き起こされるファイナンシャル・アクセラレーター効果が、1980年代以降の日本経済に及ぼしてきた影響を分析・評価する。具体的には、

(注) 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』の内容や意見は執筆者に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

Bernanke, Gertler and Gilchrist [1999]のモデルを修正した日本版ファイナンシャル・アクセラレーター・モデルを推計し、企業の純資産／総資産比率の推移に影響を及ぼしてきた外生的ショックを識別する。分析の結果からは、企業のバランスシート・チャンネルに関する推計パラメータは統計的に有意であることが確認された。また、識別された純資産／総資産比率への外生的ショック——これによって債務残高の企業価値に対する相対比率が変動——は、日本の産出量と物価に対して、大幅でしかも持続的な影響をもたらしてきたことが判明した。この結果は、負のファイナンシャル・アクセラレーター効果が、1990年代から2000年代初頭にわたる日本経済の長期停滞を説明する上で不可欠なメカニズムであったことを強く示している。同時に、1990年代後半以降の物価下落に対して、少なくとも部分的には、この要因が説明力を持つことも示唆している。

\*全文は英語のみの公表。

## 地方財政の現状と今後の展望

2005年7月

肥後雅博／調査統計局

日本の地方財政システムにおいては、相対的に所得水準の低い地方圏の自治体に対して、多めの額の財源保障が行われることを通じて、実質的には地域間の所得再分配の機能が強く働いてきた。こうした財源保障と所得再分配の機能は、1990年代を通じて強化されてきたが、2000年度以降は、財政事情の悪化から地方交付税が

大幅に減少しており、こうした機能は縮小に転じている。これを受けて地方自治体では、公共投資の大幅削減など歳出カットを進めているが、高齢化を受けた社会保障関連支出の増大や人件費の高止まりから、歳出削減は十分には進んでおらず、地方圏の自治体の財政状況は逼迫の度合いを強めている。

また、現在、地方自治体の税財政制度を包括的に見直す「三位一体改革」の動きが具体化している。この「三位一体改革」は、とりわけ地方交付税制度の改革および市町村合併の進捗を通じて、中長期的には、資源配分の効率性を改善させるとともに、地方圏に対する所得再分配の度合いを、さらに一定程度弱めるインパクトを持つと予想される。

## 機械部門の貿易パターンの分析

2005年7月

佐々木仁・古賀優子／調査統計局

本稿では、詳細な輸出入品目のデータを用いて、わが国機械部門の貿易パターンを分析したところ、1990年代は、品質が異なる品目を双方向で取引する垂直型産業内貿易が、アジア諸国との間で拡大していることがわかった。実証分析の結果によると、それは、貿易国間の資本・労働比率の違い、およびわが国の対外直接投資と密接な関連を有することが明らかとなった。本稿での分析から、1990年代の機械部門貿易は、要素賦存面での違いが貿易パターンを決定するという従来型貿易理論の枠組みで整理されるとともに、わが国の対外直接投資が重要な役割を果たしてきたことが示唆される。