

平成 31 年 5 月 4 日現在

機関番号：22701

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K17024

研究課題名(和文) 経済主体が形成する期待の特徴とマクロ経済動学に関する研究

研究課題名(英文) Expectation Formation and Macroeconomic Dynamics

研究代表者

中園 善行(Nakazono, Yoshiyuki)

横浜市立大学・国際総合科学部(八景キャンパス)・准教授

研究者番号：10707483

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文)：第一に、インフレ予想の横断面のばらつきは、情報の硬直性によって説明可能であること、長期のインフレ予想は中央銀行と民間経済主体の間で不一致が生じていること、2013年以降においても、長期のインフレ予想は2%に収れんしていない点を明らかにした。第二に、中央銀行の予測の優位性について検証を行った結果、中央銀行と民間経済主体では予測の精度に差が生じていたが、近年は予測の精度に差がなくなったことを発見した。第三に、中央銀行がコミットメント型の政策を採用した場合は、経済主体が合理的に期待を形成した場合でも、合理的とは言えない場合でも、経済にショックが生じた場合の経済動学が大きくは変わらないことを示した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

研究成果の社会的意義は、近年、経済主体が形成する期待に対する関心が高まっている中で、それらの政策効果に関して定性的・定量的な評価を与えた点にある。本研究では家計や企業、専門家が形成する期待の特徴に関する理論と現実の整合性を実証したうえで、期待形成の特徴とマクロ経済動学の関係を明らかにしている。そのため、本研究は金融政策に限界が見える中において、今後の金融政策に関する議論に資する研究であると言える。

研究成果の概要(英文)：First, we find that information rigidities are determinants of cross-sectional disagreement among not only households but also experts and there is dissonance regarding the long-run forecasts of inflation rates between the central bank and economic entities, despite the adoption of a 2% inflation target in January 2013. Second, we show that information advantage in Federal Reserve disappears after the publication of implicit inflation targets. Third, we present that inflation expectation formation is less relevant for optimal monetary policy and expectation formation matters for Taylor rule or price-level targeting rule. In other words, policy effectiveness significantly changes in Japan by expectation formation.

研究分野：マクロ経済学

キーワード：インフレ期待 金融政策

## 1. 研究開始当初の背景

本研究の目的は、経済主体が形成する期待の特徴と、形成された期待とマクロ経済変数との相互依存関係を分析することである。本研究が分析の対象とする「経済主体が形成する期待」は、マクロ経済学において、特に金融政策との関連において、中心的な課題である。日本では、2000年以降、量的緩和政策を柱とする非伝統的な金融政策が運営された。非伝統的な金融政策の特徴は、経済主体が形成する期待への働きかけを通して金融緩和効果を狙う点である。代表例が、日本銀行による約束(コミットメント)政策である。約束とは、物価上昇率が安定的にゼロ%を上回るまで金融緩和を行うという中央銀行によるコミットメントを指す。市場との対話、つまり、経済主体が形成する期待への働きかけを通して、金融緩和効果を得ようとするこの政策の成否は、「期待の管理」の巧拙にかかっている。

研究者や政策当局者の関心は、期待への働きかけを通じた政策が効果を持ちうるかどうかという点にあり、この分野の研究は近年、注目を集めている。関心を集めている理由は、以下の三点である。

理由の一点目は、米国や欧州、カナダ、スウェーデンといった主要先進国の中央銀行の多くが、日本銀行が採用した政策と同種の、つまり期待に働きかけるタイプの非伝統的な金融政策を採用しているためである。

関心が高まっている理由の二点目は、日本を含む主要国の政府債務残高が累増した結果、財政政策の発動余地が狭まっているからである。最後のマクロ安定化措置として、非伝統的な金融政策に大きな期待が寄せられている。

関心が高まっている理由の三点目は、期待の管理を通じた政策運営を遂行しているにもかかわらず、経済主体の期待形成がどのようなものなのかに関して十分な知見がないからである。以上の理由により、形成された期待の特徴と、そのマクロ経済学上の含意に関する理論面、実証面における、研究のニーズは近年、急速に高まっている。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、経済主体が形成する期待の特徴と、期待とマクロ経済変数の相互依存関係分析することである。近年、経済主体が形成する期待に対する関心が高まっている。背景には、「非伝統的な金融政策運営」がある。短期金利がゼロ%まで低下する中、先進国の主要中央銀行は、近年、経済主体の期待に働きかけることで緩和効果を得ようとする「非伝統的な金融政策」を採用している。しかし、経済主体が形成する期待に関しては十分に研究が蓄積されているとは言い難い。それは「期待」が観察できないからである。本研究では、期待に関するサーベイデータ、及び金融商品の価格に織り込まれた情報を活用し、経済主体が形成する期待の特徴とマクロ経済動学の関係を分析する。

## 3. 研究の方法

本研究のポイントは、観察することができない経済主体の期待を可視化・定量化することである。本研究では家計や専門家から収集した経済「予測」を「期待」の代理変数とし、期待形成の特徴を分析する。分析のためのデータベースは、官庁統計のほか、民間の調査会社が収集する有料データ、及び申請者が現在収集中の消費者1,000人を対象とした月次のインターネット調査である。研究計画では、まずサーベイデータの購入・収集と整理、及び事実把握(ファクトの整理)を行う。これと同時に、期待形成に関する理論の整理と、実証手法の包括的サーベイを行う。その後、明らかになった期待形成の特徴を踏まえ、期待形成の特徴が金融政策に与える含意等を考察しながら、期待形成がマクロ経済動学に与える影響について考察を深める。

## 4. 研究成果

本研究の目的は、経済主体が形成する期待の特徴と、期待とマクロ経済変数の相互依存関係を分析することである。近年、経済主体が形成する期待に対する関心が高まっている。背景には、「非伝統的な金融政策運営」がある。短期金利がゼロ%近傍まで低下する中、先進国の主要中央銀行は、近年、経済主体の期待に働きかけることで緩和効果を得ようとする「非伝統的な金融政策」を採用している。しかし、経済主体が形成する期待に関しては十分に研究が蓄積されているとは言い難い。そこで本研究では、期待に関するサーベイデータ等を活用し、経済主体が形成する期待の特徴とマクロ経済動学の関係を分析した。

研究の成果は以下の三点に分けられる。

第一の分析では、日本のインフレ予想に関するサーベイデータを用いて、インフレ予想が経済主体間でばらつく現象とその背景について分析した上で、インフレ予想のばらつきが金融政策に与える含意を考察し、以下の三点を明らかにした。第一に、インフレ予想の横断面(クロ

ス・セクション)のばらつきは、情報の硬直性によって説明可能であった。第二に、長期のインフレ予想は中央銀行と民間経済主体の間で不一致が生じていた。2013年1月に2%の物価安定の目標が設定されて以降、家計による短中期のインフレ予想は2%に向けて徐々に近づく一方、長期のインフレ予想は2%に収れんしておらず、むしろ予想のばらつきの程度は拡大していた。第三に、経済主体の金融政策に対する見方は、2013年4月に導入された質的・量的金融緩和の前後で劇的には変化していなかった。この結果は、政策レジームの変化の度合いが、日本経済を慢性的なデフレーションから脱却させるほどには大きくなかった可能性を示唆している。なおこの研究成果は東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第6回共催コンファレンスにて報告済みである。

第二の分析では、インフレ予測に関する期待形成を深堀しつつ、新たに中央銀行の予測の優位性について検証を行った。先行研究では、米国においてインフレ率に関する予測を比較した場合、中央銀行が公表する予測の方が民間経済主体との比較した際、予測誤差が小さいことから、中央銀行は私的情報を有し、この情報優位性が裁量的な金融政策遂行の根拠となるという点が指摘されてきた。一方で、近年の研究はインフレ率が安定したGreat Moderationにおいて米国中央銀行の予測力が低下してきた点も指摘している。これらの研究状況を踏まえ、本研究では、足もとまでのデータを用いて中央銀行と民間経済主体の予測の精度を再検証した。論文では、短期の予測と長期の予測では情報優位性の程度に差があるのではないかという仮説の下、この程度の差を識別するための推定手法について提案を行った。なおこの研究成果は2017年6月に開催された国際学会 International Association for Applied Econometrics 等にて報告済みである。

第三の分析では、民間経済主体が「合理的期待」によって期待を形成するとは限らない場合の金融政策について分析を行った。ここでは特に流動性の罠に陥った経済における金融政策について、期待形成が合理的な場合、期待形成が中央銀行によって設定されるインフレ目標にアンカーされている場合、さらに期待が足もとのインフレ率に引きずれる場合等を考え、それぞれの場合において、金融政策がコミットメント型の政策を採用した場合、テイラールール型の政策を採用した場合、物価水準をターゲットとする政策を採用した場合の経済動学を分析した。本研究では、中央銀行がコミットメント型の政策を採用した場合は、経済主体が合理的に期待を形成した場合でも、期待形成が完全に合理的とは言えない場合でも、経済にショックが生じた場合の経済動学が大きくは変わらないことを示した。本研究は既存研究と同様、将来の金融政策変数の経路を事前に約束するタイプの金融政策が、経済主体による期待の形成方法に依らず、有効であることを示唆している。なお本研究は、Journal of the Japanese and International Economies 誌に掲載が決定している。

## 5. 主な発表論文等

### 〔雑誌論文〕(計3件)

Nakazono, Y., and Ikeda, S. (2016) Stock Market Responses under Quantitative Easing: State Dependence and Transparency in Monetary Policy. *Pacific Economic Review*, 21, pp.560-580.

Nakazono, Y. (2016) Inflation Expectations and Monetary Policy under Disagreements. *Bank of Japan Working Paper Series*, No.16-E-1, pp.1-60.

Hasui, K., Nakazono, Y., and Teranishi, Y. Role of Expectations in a Liquidity Trap, *Journal of the Japanese and International Economies*, forthcoming.

### 〔学会発表〕(計5件)

Japanese Joint Statistical Meeting 2018, Tokyo, September 12, 2018.

IAAE General Assembly Meeting 2017, Sapporo, June 27, 2017.

Third Annual CIGS End of Year Macroeconomics Conference, Tokyo, December 27, 2016.

The Society for Computational Economics: 22nd International Conference, Computing in Economics and Finance, Bordeaux, France, June 27, 2016.

The 6th Conference jointly organized by Bank of Japan and the University of Tokyo, Bank of Japan, Tokyo, November 26, 2015.

## 6 . 研究組織

### (1)研究分担者

なし

### (2)研究協力者

なし

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。