

平成 21 年 6 月 24 日現在

研究種目：若手研究B  
研究期間：2007 年度～2008 年度  
課題番号：19730218  
研究課題名（和文）低金利下およびオープンマクロ体系下における最適金融政策の研究  
研究課題名（英文）Studies on optimal monetary policy with low interest rate in open macroeconomics framework  
研究代表者 小塚 匡文(Masafumi Kozuka)  
岡山商科大学・経済学部経済学科・准教授  
研究者番号：20403230

## 研究成果の概要：

本研究では、(1) マクロの消費行動に関する研究、(2) 量的緩和政策と時間軸政策についての検証、(3) 為替レートを考慮した政策反応関数の推定、を進めた。

(1) は、総需要の推計に関連するものである。ここには日米比較のためのアメリカのデータによる推計も含まれる。

(2) は先行研究のサーベイと実証分析である。実証研究では、量的緩和政策は長期の経済成長に対して、効果が十分になかったことが示された。

(3) は、為替レート予測やインフレ率予測などを考慮した政策反応関数を推定である（共同研究・共著者が第1執筆）。分析の結果、円安期待とインフレ抑制の関係が示された。

## 交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
平成 19 年度	700,000	0	700,000
平成 20 年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,200,000	150,000	1,350,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学

金融論・財政学（金融政策論）

キーワード：異時点間代替弾力性、共和分検定、一般化積率法（GMM）、ゼロ金利政策、量的緩和政策、政策反応関数、サービス消費支出、為替レート、ニューケインジアンモデル

## 1. 研究開始当初の背景

90年代後半から2000年代初頭にかけてのわが国はデフレ下の状況にあり、その一方でいわゆるゼロ金利の状態に陥っていた。すなわち、Taylor rule が有効ではない状況にあったのである。そして2001年には、いわゆる量的緩和政策が実施され、これは2006年3月まで継続された。その後、政策の操作目標を当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更し、金利水準は低く維持しているものの、ゼロ金利政策からも脱却することとなった。この時期に実施されたデフレ下・低金利下での金融政策のあり方については、いまなお、多くの議論の余地があるものと思われる。また、オープンマクロ体系下での考察も、わが国の置かれた状況に鑑みれば、非常に重要である。

## 2. 研究の目的

目的意識は次の3点である。

(1) 5年間にわたって継続された量的緩和政策（時間軸政策）の後、わが国経済はデフレから脱却し、回復基調に入ったものとみなされている。では、この時期に行われた「非伝統的」な金融政策は、どれだけ寄与したのであろうか。この点については、なお研究の余地が多く残されているものと考えられる。

(2) 金融政策の政策目標として、多くの研究者がインフレーション・ターゲットに注目しているが、この政策ルールがデフレ下でも適用可能か否かについては、デフレ下のわが国において大きな問題となっていた。インフレーション・ターゲットの特徴、わが国への適用の是非については、物価動向如何に関わりなく、十分に検証すべきものと考えられる。これは、将来のわが国における金融政策の枠

組みを検討する上でも、重要と考えられる。

(3) 金融政策を実施する際に、外国の物価や為替レートを視野に入れることもまた、重要な論点となっている。例えば需要喚起のための円安政策ルールによる物価調整など、オープンマクロ体系下での政策提言も議論されている。

以上の3点の目的意識に従い、研究課題として「低金利下とオープンマクロ体系下における最適金融政策に関する研究」をとりあげ、上記これらの視点を包括的に捉えた金融政策ルールを考察する。これは、かつて施行されたゼロ金利下での金融政策の効果、わが国における望ましい金融政策ルール、およびそれらのオープンマクロ体系下での効果について、理論的・実証的に分析を行い、これら問題についての総合的な検証を進めるものである。

## 3. 研究の方法

### (1) 中央銀行の目的関数

最適金融政策を考察する際に、中央銀行が最小化する目的関数の設定は重要である。通常はインフレ率と目標インフレ率の差とGDPギャップの2次形式からなる損失関数を仮定する。しかし、本研究ではオープンマクロ体系下の検証であり、また現実の日本の金融政策では消費者物価指数が考慮されていることから、輸入財の価格を反映させた損失関数の定式化が必要である。さらに、低金利下およびデフレ下特有の望ましいルールも存在する可能性がある。ここではこれらの要素を考慮し、いくつかの損失関数を検証する。

また、中央銀行の行動を表す政策反応関数について、オープンマクロ体系下および低金利下であることを考慮した実証分析も展開

する。

#### (2) 家計・企業行動の設定・総供給関数の設定

マクロ経済の動向を描写するものとして、総需要・総供給関数の定式化が重要である。ニューケインジアンモデルに従えば、家計の行動によって総需要 (IS 曲線) が、企業の価格決定行動によって総供給 (フィリップス曲線) が求められる。また家計の消費行動は、消費する財によってもそのパラメータ (異時点間代替弾力性) は変わるため、様々な財 (耐久財、サービス支出) を適用したパラメータの推定を行う。また、オープンマクロ体系での定式化も併せて行う。

#### (3) 為替レートの決定式に関する考察

ここでは (1) (2) と関連して、為替レートの決定式に関する考察を進める。

#### (4) 中央銀行の政策ルール

ここでは、ゲーム理論の考え方をを用いて、オープンマクロ体系下での 2 国間の金融政策の影響と、望ましい政策ルールについて検証する。特に、(1) で考察した低金利下・デフレ下での中央銀行の行動なども踏まえ、検証を行う。

#### (5) シミュレーションによる各ルール・各設定の、物価に対するパフォーマンスの検証

(1) ~ (4) の定式化および推定結果に基づいて、シミュレーションを行い、実際の政策効果を検証する。

#### 4. 研究成果

平成 19 年度は (1) 文献のサーベイ、(2) マクロの消費行動に関する研究 (IS 曲線と関連) を進めた。(2) において、アメリカについては、共和分検定のフレームワークによるアプローチは、消費の代替弾力性を推定する際に有効でないことが示された。なお、別の拙稿では、日本の消費の代替弾力性は、共

和分検定のアプローチによるほうが望ましいとする結果を得ている。

平成 20 年度は (3) サービス支出行動の分析 (IS 曲線と関連)、(4) 量的緩和政策と時間軸政策についての検証、(5) 為替レートを考慮した政策反応関数の推定、を進めた。

(3) では、90 年代以降の日本で非耐久消費財より高いサービス支出の代替弾力性が計測された。(4) は、2001 年から 5 年間実施された、量的緩和政策と時間軸政策の効果についての研究のサーベイ、及び実証分析である。特に実証分析については、当初の計画に追加して、簡便な定式化によって量的緩和政策・時間軸政策の効果を検証している。その結果、1 年半を超える長期間先の経済成長に対しては、若干の影響はあったものの、時間軸政策が十分な経済成長促進の効果を持たなかったことが示された。

(5) は、説明変数に為替レート予測やインフレ予測などを考慮した政策反応関数を推定した共同研究 (共著者が第 1 執筆者) である。分析の結果、円安期待とインフレ抑制の関係が示された。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 5 件)

- ① Masafumi Kozuka “Journal of Okayama Shoka University (岡山商大論叢)、Vol.43 No.1、51-60頁、2007年、査読無
- ② 北坂真一、小塚匡文 (第 1 執筆者・北坂氏) 「近年のデフレ下における金融政策について-ゼロ金利・量的緩和政策の有効性を中心に-」『ESP』 6月号、28-32頁、2008年、査読無
- ③ 小塚 匡文 『日本の金融マクロ経済と構造変化』 神戸大学大学院経済学研究科博士学位請求論文、2008年、査読無
- ④ 黒木祥弘・小塚匡文 (第 1 執筆者・黒木氏) ” On the Interaction between Exchange Rate Fluctuations and Monetary Policy” Submitted Manuscript、2008年、査読無
- ⑤ Masafumi Kozuka ” Policy Duration Effects and Economic Growth: The case o

f Japan” Submitted Manuscript、2009年  
、査読無

〔学会発表〕（計1件）

小塚 匡文 「わが国における投資行動と調  
整費用 ―業種別データによる検証―」

日本金融学会2007年度秋季大会（同志社大学）

〔図書〕（計 件）

〔産業財産権〕

○出願状況（計0件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

出願年月日：

国内外の別：

○取得状況（計0件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

特記事項なし

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

小塚 匡文 (Masafumi Kozuka)

岡山商科大学・経済学部経済学科・准教授

研究者番号：20403230

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：