

令和 6 年 5 月 20 日現在

機関番号：32634

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01448

研究課題名（和文）マクロ経済における資産価格変動メカニズムの解明と望ましい経済政策の在り方の研究

研究課題名（英文）Asset Price Fluctuations and Macroeconomic Policy

研究代表者

奴田原 健悟（Nutahara, Kengo）

専修大学・経済学部・教授

研究者番号：30553672

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究計画は、資産価格変動のメカニズムを理解し、望ましい経済政策についての分析を行った。第一に、資産価格変動と長期インフレ率との関係を分析し、金融政策が資産価格変動を考慮すべきかの分析を行った。第二に、資産市場にアクセスできる家計と資産市場にアクセスできない家計という異質な家計が存在するマクロ経済モデルを開発し、金融政策が家計間の所得格差を考慮すべきかの分析を行った。第三に、資産保有による異質な家計がいるモデルを用いて、日米の景気循環・格差の要因を推計するとともに、格差縮小政策が景気循環に及ぼす効果を分析した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

1990年代の日本のいわゆる「失われた10年」や2007年後半からの金融危機（Great Recession）などのような大きな景気後退の前後には、しばしば株価や地価などの資産価格の大きな変動が見られる。本研究では、日本が経験した長期デフレや現在のようなインフレトレンドにおいて金融政策は資産価格変動を考慮すべきかに一定の示唆を与えることができた。加えて、近年注目されている格差の一要因として資産保有に着目し、資産保有による格差を金融政策および政府は考慮すべきかについても一定の示唆を与えることができた。

研究成果の概要（英文）：This research project aims to understand the mechanism of asset price fluctuations and to analyze the desirable economic policy. First, I examined the relation between asset price fluctuations and the trend inflation rate, and investigated whether the central bank should consider asset price fluctuations. Second, I developed a model with heterogeneous households (i.e., households with access to asset markets and households without access to asset markets), and investigated the relation between income inequality among households and monetary policy. Third, using a model with heterogeneous households, I estimated the sources of business cycles and inequality in Japan and the US, and investigated the effects of reducing inequality on business cycles.

研究分野：マクロ経済学

キーワード：マクロ経済学 資産価格 金融政策 景気循環 長期インフレ率 格差

様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

1. 研究開始当初の背景

1990年代の日本のいわゆる「失われた10年」や2007年後半からの金融危機（Great Recession）などのような大きな景気後退の前後には、しばしば株価や地価などの資産価格の大きな変動が見られる。そのため、資産価格変動とマクロ経済変動の関係には大きな注目が当てられてきた。しかしながら、その既存の研究では十分ではなくまだまだ明らかでない点も多い。そこで、本研究では、資産価格とマクロ経済変動の関係を分析できる動学確率一般均衡モデル（DSGEモデル）を開発し、そのもとでの望ましい政策の分析を試みた。

2. 研究の目的

本研究計画は、資産価格変動のメカニズムを理解し、望ましい経済政策についての分析を行うことである。そのために資産価格とマクロ経済変動の関係を分析できる動学確率一般均衡モデル（DSGEモデル）を開発し、分析を行う。とくに（1）長期インフレ率と資産価格の関係、および金融政策の効果、（2）資産保有による格差と金融政策の関係、（3）資産保有による格差と景気循環の関係、および格差是正政策の効果、の3つのテーマを分析することを主目的とする。

3. 研究の方法

各研究テーマに関する方法は以下である。

（1）長期インフレ率と資産価格の関係、および金融政策の効果

従来の研究では、資産価格を標準的なニューケインジアンモデルに導入する場合、長期のインフレ率はゼロが仮定されている。この研究ではまず、長期のインフレ率がゼロでなく、かつ資産価格が導入されたニューケインジアンモデルを開発し、そのもとで中央銀行が資産価格変動を考慮して金融政策運営を行うことのマクロ経済への影響を分析する。

（2）資産保有による格差と金融政策の関係

近年、中央銀行の金融政策運営においても格差に関する議論がなされることが多い。この研究では、資産保有によって格差が生じるニューケインジアンモデルを開発し、そのもとで、中央銀行が格差を考慮して金融政策運営を行うことのマクロ経済への影響を分析する。

（3）資産保有による格差と景気循環の関係、および格差是正政策の効果

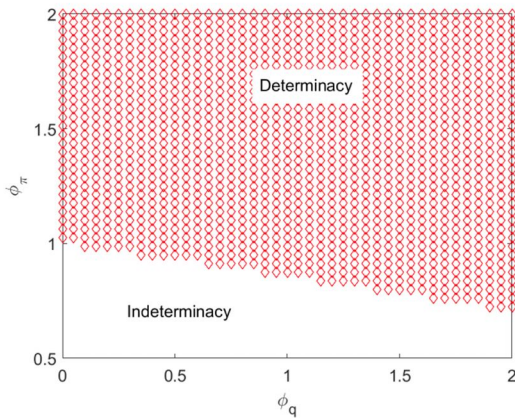
上記（2）では金融政策に焦点を当てるが、この研究では実物経済に焦点を当て、格差と景気循環を説明する景気循環モデルを開発する。また、日米のデータを用いて、格差と景気循環の要因分解を行う。加えて、政府が労働市場市場や再分配によって格差を縮小させた場合、景気循環にどのような影響があるかを分析する。

4. 研究成果

（1）長期インフレ率と資産価格の関係、および金融政策の効果

既存の分析では長期のインフレ率がゼロの場合のみを扱うことができるモデルが用いられ、資産価格変動を考慮した金融政策は、均衡の非決定性（Equilibrium indeterminacy）の要因となり、望ましくないとされている。しかしながら、日本を含め、現実の経済では長期のインフレ率はゼロではない。多くの先進国では長期のインフレ率はプラスになっている。一方、日本は1990年代末から長期デフレと呼ばれる状況に苦しんだ。

そこで、本研究では長期のインフレ率がゼロではなく、かつ資産を導入したニューケインジアンモデルを開発した。本研究計画の分析によると、長期のインフレ率がマイナスで十分に低く、日本のような長期デフレに陥っている場合は、中央銀行が資産価格を考慮して金融政策を行うことは、均衡の決定性（Equilibrium determinacy）に貢献し、マクロ経済の安定化要因となることを発見した。一方、長期のインフレ率が正である場合は、中央銀行が資産価格を考慮することは従来の研究と同様に均衡の非決定性の要因となることがわかった。

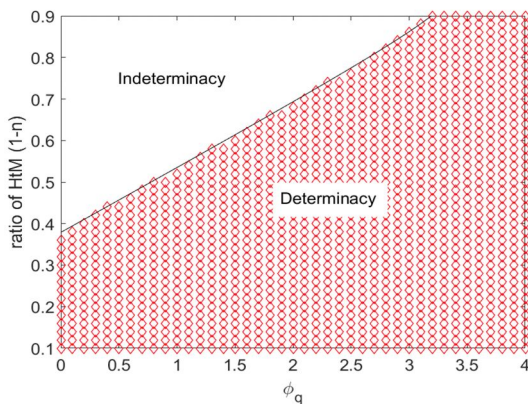


左の図は、長期のインフレ率がマイナスのときの、縦軸に中銀行のインフレ率に対する感応度、横軸に中央銀行の資産価格に対する感応度をとっている。赤い部分では均衡の決定性が成立するエリアである。中央銀行が資産価格に対して反応するほど均衡の決定性のエリアが拡大し、マクロ経済が安定化することがみとれる。

この研究成果は、"Trend inflation, asset prices and monetary policy" という論文としてまとめた。

(2) 資産保有による格差と金融政策の関係

資産市場にアクセスできる家計と資産市場にアクセスできない家計という異質な家計が存在するマクロ経済モデルを開発し、家計間の所得格差と金融政策の関係について分析を行った。このモデルでは家計間の所得格差は資産の保有の差による収入格差になっており、資産価格の変動が格差の源泉となる。この研究では、金融政策が家計間の所得格差に対して反応することで、資産価格への影響を通じて経済の安定化 (Equilibrium determinacy) に貢献することを発見した。



左の図は、縦軸に資産市場にアクセスできない家計の比率、横軸に中央銀行の格差に対する感応度をとっている。赤い部分では均衡の決定性が成立するエリアである。中央銀行が格差に対して反応するほど均衡の決定性のエリアが拡大し、マクロ経済が安定化することがみとれる。

この研究成果は "A benefit of monetary policy response to inequality" という論文にまとめ、Computing in Economics and Finance 2022 (米国南メソジスト大学)、Singapore Economic Review Conference 2022 (シンガ

ポール)、53th Annual Conference of the Money, Macro and Finance Society (英国ケント大学)、Vietnam Symposium in Banking and Finance 2023(ベトナム)、日本金融学会 2023 年度秋季大会などの学会で研究発表を行なった。

(3) 資産保有による格差と景気循環の関係、および格差是正政策の効果

資産市場にアクセスできる家計と資産市場にアクセスできない家計という異質な家計が存在するマクロ経済モデルを開発し、日米の家計間の格差と景気循環の関係について分析した。推計の結果、日米ともに格差は各家計固有の労働市場の歪みが主要因であるのに対し、景気変動は生産性の影響が大きいことを発見した。加えて、格差縮小が景気循環に与える影響を分析するために、労働市場改革及び再分配政策を考えた。分析の結果、労働市場改革は日本の景気変動を安定する効果がある一方で、米国では景気変動が不安定化することがわかった。また、再分配政策は逆に日本では景気変動が不安定化するが、米国では景気変動が安定化することがわかった。つまり、格差縮小の効果は国によって、またその手法によって大きく異なることが明らかになった。

この論文は "Sources of Inequality and Business Cycles: Evidence from the US and Japan" という論文にまとめ、Computing in Economics and Finance 2023 (仏国コードダジュール大学)、Econometric Society Australasian Meeting 2023 (豪州ニューサウスウェールズ大学) などで研究発表を行なった。

その他

都内近郊の若手中堅マクロ経済学研究者を中心とした研究会である DSGE workshop を 7 回開催し、合計 13 人の研究者に研究課題に関連する最新の研究を発表と研究交流を行った。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Masaru Inaba, Kengo Nuthara, and Daichi Shirai	4. 巻 No. 23-006E
2. 論文標題 Source of Inequality and Business Cycles: Evidence from the US and Japan	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 奴田原健悟	6. 最初と最後の頁 1--49
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Kengo Nutahara	4. 巻 22-0006E
2. 論文標題 A Benefit of Monetary Policy Response to Inequality	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 CIGS Working Paper	6. 最初と最後の頁 1--42
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Kengo Nutahara	4. 巻 21-0004E
2. 論文標題 Trend inflation, asset prices and monetary policy	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 CIGS Working Paper	6. 最初と最後の頁 1-28
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計9件（うち招待講演 0件／うち国際学会 6件）

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 Sources of Inequality and Business Cycles: Evidence from the US and Japan
3. 学会等名 29th International Conference Computing in Economics and Finance（国際学会）
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 Sources of Inequality and Business Cycles: Evidence from the US and Japan
3. 学会等名 Econometric Society Australasian Meeting 2023 (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 Sources of Inequality and Business Cycles: Evidence from the US and Japan
3. 学会等名 アカデミックセミナー (日本政策投資銀行設備投資研究所)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 Sources of Inequality and Business Cycles: Evidence from the US and Japan
3. 学会等名 マクロ経済動学の理論・数量分析
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 A Benefit of Monetary Policy Response to Inequality
3. 学会等名 日本金融学会2023年度秋季大会
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 A Benefit of Monetary Policy Response to Inequality
3. 学会等名 Vietnam Symposium in Banking and Finance 2023 (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 A Benefit of Monetary Policy Response to Inequality
3. 学会等名 53th Annual Conference of the Money, Macro and Finance Society (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 A Benefit of Monetary Policy Response to Inequality
3. 学会等名 Singapore Economic Review Conference 2022 (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 奴田原健悟
2. 発表標題 A Benefit of Monetary Policy Response to Inequality
3. 学会等名 Computing in Economics and Finance 2022 (国際学会)
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

DSGE workshop
<https://www.kengonutahara.com/dsge-workshop>

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------