

"Liquidity Traps and the Stability of Money Demand:
Is Japan Really Trapped at the Zero Bound?" へのコメント

日本銀行金融研究所兼金融市場局調査役

藤木裕¹

2002年11月15日

1. 論文の骨子

宮尾論文では、日本経済が「流動性の罠」に直面しているかどうか、以下二つの理論仮説を通貨需要関数により統計的検定を行っている。

仮説1：古典的流動性の罠：LM曲線がゼロ近傍でフラットに近くなり、金利弾力性の大きさが大きくなる（ただし、流動性需要は飽和しない）。

仮説2：Krugman (1999)タイプのモデル：金利がゼロのとき、流動性需要は飽和しており、通貨需要関数の長期的関係はもはや存在せず、誤差項も非定常になる。

具体的には、1975年から2001年の四半期M1、GDP、コールレートを用いて、以下二つの統計モデルを推定する。

$$M - P - Y - \beta_r LRCALL = e \quad (1) : \text{double-log}$$

$$M - P - Y - \tilde{\beta}_r RCALL = e \quad (2) : \text{semi-log}$$

先行研究では、金利弾力性が1995年以後上がったとするもの（M1・鉱工業生産・semi-log・85/08-01/03：Nakashima and Saito (2002)）、M1・家計調査・double-log・85/01-00/11：Fujiki (2002)）、アウトサンプル予測からみて、安定しているというもの（地域別データ・92-97・semi-log、Fujiki, Hsiao, and Shen (2002)）、下がったとするもの（M2 + CDs・GDP・double-log・67/03-97/2, Hondroyannis et al. (2000)）があり、コンセンサスはない。

¹ RIEB 政策研究ワークショップ「マクロ経済政策の課題」でのコメント原稿。本稿で示された意見は筆者個人のものであり、日本銀行金融研究所・金融市場局の意見を示すものではない。

統計的検討は、時系列解析の手法を駆使して段階を追って厳格に行われている。

ステップ1

- M1の流通速度、金利、対数の金利の単位根検定(表1)を行うと、手法によらず、変数はI(1)との確認

ステップ2

- (1)(2)式の共和分検定(表2)では、ひとつの手法で共和分が確認される。

ステップ3

- 共和分があるとして、1995年の第二四半期以後の安定性をテストする(表3)と、semi-logではシフトがあるが、double-logではシフトがない。

ステップ4

- パラメータの値をみると、1995年第四半期以後のデータについて、double-logでは-0.133で、シフトがない(Fujiki(2002)と逆)。
- 一方、semi-logでは定数項も、金利弾力性も-0.025から-0.555へと大きく上昇(Nakashima and Saito(2002)と整合的)。

結果の解釈については、グラフをみると当てはまりの違いの原因が一目瞭然。Fujiki(2002)との違いは、想定している所得弾力性が1だからではなく(Fujiki(2002)は0.87)観測期間が延びたためと考えられる。

2. コメント

- 最先端の統計理論を駆使した精緻な実証分析から政策的に非常に重要な観点を導き出しており、RIEB政策研究ワークショップ「マクロ経済政策の課題」という場にふさわしい大変興味深い論文である。
- インフレもデフレも貨幣的現象であり、金融緩和はデフレ対策に有効である、といわれながらも、そのメカニズムははっきりしていない。本稿の貢献のポイントは、パラメータのシフトがあるものの、共和分が存在している、という意味では、流動性の罨はない。したがって、クルーグマン的な非決定の話や、デフレ・スパイラルの懸念はここでは支持されない、という点である。

- 政策的に重要な問題提起は、「共和分関係が存在する貨幣需要関数があるのに、なぜ物価は上がらないのか」との点である。これは、M1 に関していえば、家計の流動性需要の増加や企業の流動性需要の増加がほとんど一定の金利で生じた、という見方もできるかもしれない。その見方は、表 4 で semi-log の場合定数項もジャンプしているように見えることと整合的かもしれない。ただし、確認のために M1 以外の通貨集計量で同様の共和分関係も検討してみるとよいかかもしれない。例えば M2 + CD について同様の結果が確認できなければ、結果の背景を理解する助けになるかもしれない。
- セミログ・ダブルログの選択は、通常的环境ならボックス・コックス変換や非入れ子型の検定できそうに思えるが、共和分アプローチの場合は難しいのか。これに関連して、Discussion のはじめの節での議論は、予測の観点からはどちらも同じくらいよいモデル、ということでのよいのか。
- 所得弾力性の大きさが 1 以上かどうかという点については、Fujiki(2002)でも確認した通り、外生的に与える限り実証結果に影響を与えないと思われる。ただし、規模の経済がある、あるいは名目硬直性から外部効果が発生する、という点に興味がある場合は所得弾力性自体も問題になる。また、所得弾力性を何らかの情報から事前に仮定するのではなく、金利弾力性とまとめて計測しようとする、ここでの結果を再現するのは難しいかもしれない。
- ゼロ金利制約が深刻だという観点からすると、金利のレベルで共和分検定をする際に、不均一分散は問題にならないか。
- Lucas (2000)の日本への応用は白塚 (2001) に掲載されている。もしインフレのコストの議論をするならば、引用したほうがよいかかもしれない²。

以上

² 白塚 重典「望ましい物価上昇率とは何か? : 物価の安定のメリットに関する理論的・実証的議論の整理」金融研究第 20 巻第 1 号(2001 年 1 月発行)