

「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会 議事録

第 15 回 2013.9.27 (金) 午後 6 時開始

今回の会合(金融システム研究フォーラムと共催)では大阪大学経済学部の太田亘さんから「市場流動性とマクロ経済」と題する報告を受けて討議した。「マネーサプライを増やせば市場流動性が高まり、同時にマクロ経済も活性化し活況を呈するようになる」と確信する研究者はメンバーに含まれるとしても稀だろう。日本銀行によるマネーサプライの大幅拡大に対する国債の市場利回りの急上昇とその後の高水準での推移という市場の反応を念頭に置いて、その発生メカニズムと implications、将来予測などについて話題にすることを意図して、かねてより表記のテーマで研究されている太田さんに、話題提供と意見交換をお願いした。

「市場流動性」とは何か、「市場流動性とマクロ経済」の関係をどのように捉えればよいか、利用可能なデータをどのように活用するか・・・など少し考えるだけでも容易に予想がつく如く、単純明快な(占いのような)結論をめぐって議論が錯綜する・・・という類の研究会ではなかった。学会の最近の研究動向を踏まえて日本経済に関して研究したものであり、audience の関心に応じて、可能な限り最近の情勢にも焦点を合わせたものであった。

研究の今後の展開に向けた議論と意見交換が内容であり、要点をピックアップして「議事録」を作成するには必ずしも適さない。このように考え、太田さんに「議事録」の原案を作成していただいた。以下は、基本的にそれによる。

一般に、証券市場には将来の経済状態に対する投資家の予想が織り込まれており、株価、長短金利差、クレジットスプレッド、流動性などが将来の経済状態を反映しているため、これら変数により経済成長率等のマクロ変数を予測できる、といわれることがある。ただし、これら変数と将来のマクロ変数との関係は必ずしも安定的ではない、ともいわれている。ここでは、日本において、株式市場の流動性とマクロ経済にどのような関係があると考えられるかについて議論した。

まず大阪大学金融保険教育研究センター(CSFI)が公表している CSFI-VXJGB が紹介された。CSFI は、従来から株式に関するボラティリティ指数(VXJ)を公表していたが、最近、国債先物のボラティリティ指数である CSFI-VXJGB の公表を開始した。これは、市場参加者が近い将来、国債先物価格がどの程度変動すると予想しているかを、派生証券の売買データより推計したものである。この指数は、2013 年第 2 四半期に上昇したが、第 3 四半期には低下している。

一方、流動性について、その指標には様々なものがあるとともに、データの制約により長期間にわたって用いることのできる指標は限られているが、ここでは、30 年以上の長期に

わたる関係を見るため、Corwin and Schultz (2012)の提唱した高値と安値を用いた High-Low Spread Estimator の推計結果が報告された。その時系列変化をみると、株式市場の流動性は、2013 年第 2 四半期に悪化し、第 3 四半期に改善している。この流動性指標と実質 GDP 成長率との関係を 1977 年以降についてみると、流動性の低下が翌四半期の実質 GDP 成長率の低下につながっているといえなくもない。ただし、この関係は強いものではなく、特に、外れ値を考慮するとそういえないのではないか、という意見が出された。

根本的な問題として、流動性がマクロ経済と関連するメカニズムが明らかになっていないため、今後、より詳細な研究が必要とされよう。また、GDP 等の四半期データではなく、IIP など月次データを用いた方がよいのではないか、という意見も出た。財政破綻との関連については、流動性と実質 GDP が関連しているとしても実質 GDP の増加による税収増は焼け石に水である、インフレになったとしても実質の経済活動に影響を与えない、などの可能性が考えられる。

地味で困難な課題に挑戦中の研究内容を、多様かつ demanding でうるさいメンバーに提示して討議するという役割を我慢強く笑顔で果たしていただいた太田さんに深謝します。今後の研究のさらなる展開を期待しましょう。