

## わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関する検証

神戸大学 井澤秀記

### <報告要旨>

日本経済は近年長引くデフレ（物価水準が継続的に下落している状態）下にある。名目金利をゼロ以下に引き下げることができないことや、構造改革を優先して財政赤字や政府債務を増加しにくい状況から、デフレ解消のための一策として、貨幣供給量を増加させて円安に誘導し、物価を押し上げることを提唱する論者がいる。本稿は、わが国のバブル崩壊後1992年以降のデータを用いてこの仮説を実証的に検証することを目的とする。

用いるデータは、マネタリーベース（月平均残高、億円、準備率調整後、季節調整済）、為替レート（円/ドル、月平均）および消費者不羽化指数（生鮮食品を除いた総合、消費税を除く、季節調整済み、2000年=100）ないし国内企業物価指数（以前の卸売物価指数に当たる、消費税を除く、2000年=100）である。分析期間は、バブル崩壊後の1992年1月から2003年6月までである。まず、これら3変数（対数値）について単位根検定（ADF検定）を行う。次に、3変数についてヨハンセンの共和分検定を行う。消費者物価指数を用いた場合には共和分が1つ存在することがわかったので、VECM（ベクトル誤差修正モデル）を用いて推計した。国内企業物価指数を用いた場合には、共和分が存在しないことから、一階差（すなわち前月比の変化率を近似する）をとり、グランジャーの因果性を調べたあと、VAR（ベクトル自己回帰）モデルによるインパルス応答関数を推計する。その結果、量的緩和が円安に誘導しインフレ率を高める程度は非常に小さいことがわかった

### 参考文献

- 大西茂樹、「デフレーションの要因分析」財務省財務総合政策研究所編「フィナンシャル・レビュー」第66号、90年代の金融政策特集、pp.68-112（2002年12月）
- 粕谷宗久・平形尚久、「外国為替レート・輸入物価変動からの国内物価への波及の大きさおよびその要因の分析」日本銀行調査統計局、Working Paper 02-10（2002年11月）
- 寺井晃・飯田泰之・浜田宏一、「金融政策の波及チャンネルとしての為替レート」ESRI（内閣府経済社会総合研究所）discussion paper, no.59（2003年9月）
- 宮尾龍蔵、「円安政策の効果」経済研究、vol.54, no.2, pp.114-125（April, 2003）

## < 討論者からのコメント >

大阪大学社会経済研究所 小川一夫

本論文では、デフレ対策としての円安誘導政策について3変数VARモデル(マネタリーベース、為替レート、物価)による定量的評価が行われている。期間はバブル崩壊以降(92年1月 - 2003年6月)であり、月次データによる分析である。

本稿における主なファインディングスは以下の通りである。

物価からマネタリーベースへのグランジヤーの因果関係が認められるが、マネタリーベースから物価や為替レートへの因果性は見いだされない。

VARモデルの計測結果から、マネタリーベースへの正のショックは為替レートを円安方向へ変化させるがその効果は弱い。

VARモデルの計測結果から、為替レートへの正のショック(円安ショック)はインフレ率に正の影響を及ぼすがその効果は弱い。

以下に論文に対するコメントを記す。

3変数VARモデルによる分析が行われているが、金融政策の最終的な目的がGDPを引き上げることであるならば、それに対応する変数(例えば鉱工業生産指数)をモデルに加えることが望ましい。

これまでの先行研究との最も際だつ相違点は何か、より明確にする必要がある。

標本期間が92年1月 - 2003年6月であるが、2001年3月期以降は量的緩和政策がとられており、金融調節の方式が変更されている。2001年2月までの期間で計測してみる必要がある。

消費者物価指数、為替レート、マネタリーベースの間に共和分関係が見いだされているが、その解釈について説明する必要がある。また、それがVARモデルに活かされておらず、VECM(Vector Error Correction Model)を適用する必要がある。

VARモデルの計測は、階差形で行われているが、インパルス応答関数はレベルで行ったほうが解釈しやすい。

Variance Decomposition(分散分解)の結果も示すとわかりやすい。

マネタリーベースの効果が弱いのは何故か、解明する必要がある。90年代には貨幣乗数の低下が観察されているので、M2 + CDを用いたVARモデルの計測もやってみる価値があろう。