

# User Cost of Interest-bearing Money and its Importance in Money Demand Function

神戸大学大学院 稲垣一之

## 《報告要旨》

貨幣需要関数の実証分析は、特に金融政策を論じる際に、膨大になされてきた。そして、先行研究のほとんどは、貨幣集計量のデータを分析に使用している。これは、金融政策の運営において、M2などが注目されるためである。しかしながら、一般的な貨幣集計量は、普通預金などの利付き貨幣（interest-bearing money）を含んでいる。近年の貨幣需要に対する実証分析では、より広義の貨幣集計量のデータが使用される傾向にあるが、その集計量の構成要素のほとんどは、利付き貨幣に分類されるものである。この場合、貨幣集計量は、非利付き貨幣（non-interest-bearing money）として扱うよりも、利付き貨幣として扱った方が、より適切かもしれない。

最も重要なポイントは、利付き貨幣と非利付き貨幣とでは、機会費用の尺度が大きく異なるということである。前者の場合は、利付き貨幣の金利を機会費用に反映させなければならない。先行研究のほとんどは、貨幣集計量のデータが利付き貨幣を含む場合でも、非利付き貨幣に対する需要関数をデータに当てはめている。一方、貨幣集計量を利付き貨幣として扱っている先行研究も存在するが、そのほとんどは、貨幣資産と非貨幣資産（債券など）の金利スプレッドを機会費用の尺度としている。言い換えれば、利付き貨幣の機会費用の尺度については、ほとんど議論がなされていない。この点で、貨幣需要関数について、更なる研究の余地が生じてくると考えられる。つまり、特定の経済モデルに基づいて利付き貨幣に対する需要関数を導出し、貨幣集計量のデータを使用して、その需要関数の実証的なパフォーマンスを検証することで、貨幣集計量のデータに適合する機会費用の尺度や需要関数の形式を分析することができると考えられる。

本報告では、経済モデルを展開して利付き貨幣に対する需要関数を導出し、貨幣集計量のデータをこの需要関数に当てはめ、更に予測のパフォーマンスを他の標準的な貨幣需要関数のものと比較する。本報告で提案する貨幣需要関数は、利付き貨幣のユーザーコストを機会費用として含んでいる。貨幣集計量は、米国のMZM（Money Zero Maturity）を使用する。MZMは、M1とM2の間に位置する貨幣集計量である。

実証分析を通じて、この貨幣需要関数は共和分の関係にあり、パラメータの安定性も支持されることが観察された。また、この貨幣需要関数は、機会費用として債券金利やスプレッドを含む他の貨幣需要関数の予測のパフォーマンスを、大幅に改善することも確認された。一方、全体的な傾向として、MZM自身の（加重平均された）金利を需要関数に含めることで、予測のパフォーマンスが改善されることも示された。以上の結果は、MZMには利付き貨幣の需要関数がより適合すること、そして利付き貨幣のユーザーコストがMZMに非常に適した機会費用の尺度であることを示唆している。