

日本の資産市場と C-CAPM

釧路公立大学 尾崎泰文

本稿の目的は、日本の消費および資産市場データを用い、消費に基づく資産価格モデル（以下 C-CAPM）の実証上のパフォーマンスを測ることにある。これまで日本の資産市場を対象とした C-CAPM の研究についても数多くの蓄積がなされてきた。中でも多く行なわれてきたのが、モデルの GMM による推定である。アメリカにおける実証結果が C-CAPM の成立を否定するものであるのとは対照的に、日本の資産市場データを用いた実証研究については選好パラメータが、経済学上妥当な値として推定されている。しかし一方で推定値は妥当であるが、追加的な検証により C-CAPM は日本における成立を否定されている。Bakshi-Naka(1997)などにおける一連の検証を通じて述べられていることは、GMM 推定の結果得られたモデルの割引率は日本の資産市場データを説明するにあたり、十分な変動を持たないということであった。

本稿では Power Utility タイプの効用関数に基づく基本的なモデルに加え、習慣形成を考慮したモデルについても検証を行っている。またベンチマークとして CAPM の推定も行い C-CAPM ベースの実証結果との比較を行っている。本稿の流れとして、まず通常の GMM 推定を行いこれまでの先行研究と同様に、経済学的には妥当なパラメータが求まる一方、モデルから得られる割引率の変動が小さいため、資産の期待リターンをほとんど説明できていないことが示されている。その後 Hansen-Jagannathan(1997)によって提案された、資産価格モデルの misspecification（一般に Hansen-Jagannathan distance と呼ばれる）を最小とするようにモデルの推定を行い、通常の GMM 推定を用いた結果との比較を行うことで、推定結果がどの程度改善されるかを検証している。サンプル期間中にバブル期をはさむので、バブル崩壊の前後で人々の選好パラメータが変化することが考えられる。よって推定についてはバブル期を含む全期間、バブル崩壊前、バブル崩壊後の3つの期間について推定および各種検証を行っている。この結果、特にサンプル期間をバブル前後に分けた場合、バブル崩壊前の期間においては実証結果が悪く、日本の資産市場における C-CAPM の有効性を否定する結果となっている。