

マクロ金融市場とリスク・プレミアム

早稲田大学 米澤 康博
三井住友信託銀行 大森 孝造

企業の生産技術，家計の選好，所得等が与えられた下での資産市場均衡では，如何なる水準の金利とリスク・プレミアム（例えば株式投資収益率のリスク・プレミアム）が形成されるのか．マクロ金融モデルが金利決定分析を行っているが，そこでは必ずしもリスクが明示的にかつ適切に扱われていないものが多い．そこで本論文ではリスクを明示的に取り込んで，その上で安全利子率としての金利，株式投資収益率のリスク・プレミアムが如何なる要因によって如何なる水準に決まるかを，確率的な動学的均衡モデル（2 期間世代モデル）を構築して理論的に明らかにする．

さらにわれわれの問題意識としては，バブル崩壊後，わが国株式市場のリスク・プレミアムは大きく低下したことが確認されているが，それが如何なる原因でそうなったかの解明にもある．この目的のためにも簡単ではあるが国債残高を考慮する．

モデルによれば，資本生産性の平均値の低下は家計貯蓄の魅力度を低下させ，資本供給（貯蓄）を減らし，同時に企業の投資需要も減らすことになる．また家計のリスク回避度の高まりも危険資産である資本供給（貯蓄）を減らし，同時に需要側も減少させる．いずれのケースも定常状態での資本ストックは減少し，その過程では金利は上昇し，リスク・プレミアムは低下することになる．

安全資産としての国債発行の増加はそれが受容されるためには資本である株式の魅力度を相対的に下げる必要がある．そのためには国債の金利が上昇してリスク・プレミアムが低下する必要がある．

すなわち，平均生産性の低下，国債残高の増加，絶対的危険回避度の高まりはいずれも定常状態での株式リスク・プレミアムを低下させること，他方，生産性のリスクの上昇はリスク・プレミアムを高めることが明らかになった．これらは現在の日本株式市場の低リスク・プレミアム現象を理解する上で重要である．