

博士学位請求論文審査報告

申請者: 高 準亨 (Ko, Jun-Hyung)

論文題目: 「Essays on Macroeconomic Fluctuations and Optimal Monetary Policy」

1. 論文の主題と構成

21 世紀に入り、景気循環がマクロ経済学の主要課題として再浮上している。リーマンショックやユーロ危機は、未だ、先進諸国においても景気循環メカニズムが十分に解明されていないことを明らかにした。景気循環分析には様々な視点が存在しうるが、本論文は、特に、(1)耐久消費財と最適金融政策の関係、及び(2)景気循環の根本要因となるショックの性質、の二点を重視し、理論・実証の両面で景気循環メカニズムの解明を試みるものである。

本論文は下記のような構成となっている。

第 1 章 Introduction

第 2 章 Productivity Shocks and Housing Market Inflation in New Keynesian Models

第 3 章 News Shocks and Japanese Macroeconomic Fluctuations

第 4 章 The Great Moderation in the Japanese Economy

以下、各省の内容と評価を行う。

2. 各章の内容

第 2 章 Productivity Shocks and Housing Market Inflation in New Keynesian Models

第 2 章では、生産性ショックが住宅市場に及ぼす影響と金融政策への含意について論じられる。2000 年代の米国における住宅ブームとその崩壊がその後の金融危機の引き金になったことから、住宅市場はタイムリーな研究課題として注目され、過去数年にわたって多くの分析がなされてきた。第 2 章の分析はこの研究領域に新規な貢献をなすものである。また、より広い文脈からみると、住宅市場の分析は 2 つの異なる研究領域の交差点に位置づけることができる。一つには、住宅ブームとその崩壊は、資産市場全般にみられる資産価格の過大な振動の問題の一例と見ることができる。もう一つには、住宅市場の分析は、景気循環における耐久消費財の影響という問題系列に連なる。

高氏は第 2 章の研究をこのように動機付けた上で、住宅市場に付随する賃貸市場に注目し、次のような実証的および理論的分析、そして政策分析を行う。まず、米国の住宅価格と賃貸料率が景気循環周波数領域において全要素生産性ショックに対して正相関することが、ベクトル自己回帰分析によって実証的に示される。次に動学一般均衡モデルが提示され、住宅価格に価格硬直性のある通常のニューケインジアンモデルでは、賃貸料が生産性

と逆相関してしまうことが数値解析によって示される。そしてこの問題が、住宅価格にではなく賃貸料に価格硬直性を導入することによって解決されることが示される。第 2 章後半では、ニューケインジアンモデルにおける最適金融政策ルールが、賃貸料に硬直性がある場合にどのように変更されるかが検討され、修正された最適政策が提示されている。

第 2 章の論述はニューケインジアンモデルに対する高氏の理解の確かさを示すものである。またそこで提示される、賃貸料の正循環性をめぐる実証と理論的解釈は、賃貸料の硬直性を示唆する実証的な先行文献と良く整合している。したがって第 2 章の基本的な論点については、高く評価することができる。その反面、第 2 章のその他の論述におけるさまざまな頑健性検証と比較については、個々の論点は正確に分析されているものの、全体としてみるといかなる目的のための挙証であるのかがやや判然としない。この点は、賃貸料のインパルス応答の分析を通じて、通常のニューケインジアンモデルや硬直性を導入しない一般均衡モデルに対してどのような知見を提供し返すことができるのか、という部分での貢献を明確にすることによって改善することができるだろう。

第 3 章 News Shocks and Japanese Macroeconomic Fluctuations

長い歴史を持つ景気循環分析において、経済変動を引き起こす主要因の解明は常にその中心課題であった。貨幣供給や需要・供給 Shock、為替、天災など多くの Shock が識別され、その重要性の定量的評価が行われている。大型計量モデルから VAR、近年では確率的動学モデルの構造推定等、高度化が進むマクロ経済学の様々なモデルや手法を駆使し、全世界で景気循環の要因分析が進行している。

第 3 章は、近年、景気循環のドライビングフォースとして注目を集めている、News Shock の重要性を考察したものである。News Shock とは、税制改革や財政支出等、将来生じる Event に関する事前情報のことであり、一年後に増税が行われることが決まった場合、経済主体は増税が施行される前に、貯蓄を増やすなど、行動を変化させる。これは動学最適化問題における基本的性質であるが、近年、得に財政支出と景気の間を分析する際に注目されるようになってきている。古くから知られているように、財政政策には決定・施行ラグがある。公共支出と消費や生産等の相関を分析する際には、民間経済主体が公共支出増減の情報を得てから、実際に支出が行われまでの期間を考慮せねば正確な推計が不可能となる。

News Shock の分析はこれまで多く行われてきたおり、日本では Dynamic Stochastic General Equilibrium Model(DSGE)の構造推定を用いた先行研究があるが、そこでは News Shock は景気循環において重要な役割を果たしていない、という結果が得られていた。本章は、時系列データに与える構造としてより緩やかな Stochastic Vector Error Correction Model (SVECM) を用い、さらに、News Shock として、投資固有 Shock と総生産固有ショックの二種類を考慮することで、日本においても News Shock が重要な役割を果たしているという結果を得ている。DSGE モデルを用いた構造推定である先行研究と SVECM を用いた誘導形に基づく本章の分析結果を直接比較することは困難であるし、そもそも News Shock の識別法が大きく異なる。しかしながら、先行研究がかなり強い制約の下での推定であるのに対し、本章で高氏は推定の Shock の識別法やモデルの変数選択に関して非常に多くのロバストネスのチェックをしており、その結果には説得力がある。かなりの程度結果が維持されることを確

認している。

もっとも、この第3章の分析において最も重要な系列である、識別された News Shock 系列を見る限り、税制改正や財政支出の変更、総選挙等の重要な Event との相関が見られず、この News Shock が何を反映しているのか、かならずしも深い考察がされていないこと、また超越的な点になるが、将来の情報を反映している否かを重視する推定において、X-12 による季節調整を行った系列がはたして正しい情報を有しているかについても疑問が残る。とはいえ、これらは先行研究にも共通する課題であり、本章の価値を損ねるものではない。

第4章 The Great Moderation in the Japanese Economy

第4章では Great moderation と呼ばれる現象について日本を素材にした実証研究を行っている。先進各国にほぼ共通する現象として生産や労働投入などのマクロ変数のボラティリティが 80 年代頃から低下した。これが Great moderation であり、その原因を巡っては多くの論文が発表されてきた。日本についてもいくつかの論文が発表されているが、必ずしも十分な研究の蓄積があるわけではない。第4章における高氏の分析は、欧米諸国の研究事例を踏まえて、日本の Great moderation の特徴を明らかにしようとするものである。高氏が用いる手法は可変パラメターVAR であり、日本のデータを丁寧に整理・点検した上で、既存の研究を踏まえた分析が行われている。高氏の発見した事実は以下の二つである。第1に、日本では 70 年代半ば以降、マクロ変数のボラティリティが低下しており、この時期が Great moderation に相当する。米国の Great moderation は 80 年代半ば以降と言われており、それと比べると 70 年代半ばはやや早めである。しかし欧州のいくつかの国については 70 年代に Great moderation が始まったとする結果が先行研究で報告されており、日本だけが突出して早いわけではない。しかし高氏は、日本の Great moderation の継続期間は欧米に比べると短かったと指摘しており、この点は日本と欧米の重要な差異である。第2に、ボラティリティの背後にあるショックを生産性ショックと非生産性ショックに分けると、生産性ショックに比べると非生産性ショックは生産のボラティリティへの貢献度が低いという特徴がある。これは、非生産性ショックに対して労働投入が増加（減少）すると労働生産性が低下（上昇）するという負の相関があるためである。この点に関する高氏の結果は欧米に関するこれまでの分析結果と重要な点で異なっている。例えば、Gali and Gambetti (2009)によれば、米国では、80 年代半ば以前は、非生産性ショックに対する労働投入と労働生産性の反応の相関は正であったが、80 年代半ば以降はそれが負に転じており、その結果、非生産性ショックが生産のボラティリティに寄与する度合いが低下し、それが Great moderation の原因であると主張している。ところが高氏の分析によれば、日本では労働投入と労働生産性の相関は一貫して負であり、米国のように相関が変化したという証拠は見出せない。高氏は、この結果を踏まえ、日本の Great moderation は、欧米と異なり、非生産性ショックではなく、生産性ショックに対する経済の反応が変化したために起きたと主張している。

第1の発見は、欧米に関する先行研究と比較可能なかたちで丁寧な計測を行い、後続の研究が参照点とできる事実を見出したことに一定の意義は認められる。ただし高氏が報告している事実は日本に関する類似の研究で既に明らかにされてきたことの再確認

であり、その意味ではオリジナリティは低い。これに対して第2の発見は、欧米について語られている Great moderation の仮説が日本には当てはまらないことを示しており、重要性がより高い。高氏が見出した事実は日本に特有なことなのかもしれないが、Great moderation が起こる原因としてこれまで提示されてきた仮説が適切でない可能性を示唆するものである。第4章における高氏の分析は日本に限定したものであり、そのため、Gali and Gambetti (2009)等の欧米に関する研究結果と比較できない。高氏が発見した事実が日本に特有なものなのか、それともある程度の普遍性をもつものかを検証する作業を行うべきである。また、高氏の分析は、労働市場に焦点を絞っているため、Great moderation の原因としてこれまで指摘されてきたその他の要因（金融政策運営の変化、在庫管理技術の進歩 etc）は分析の視界に入っておらず、この点でも高氏の議論は説得性を欠く。Great moderation の全貌を明らかにするような研究を期待したい。

3. 総評

審査委員会は著者の高準享氏に対し口述諮問を行い、多くのコメントが委員から寄せられた。委員会は、当初提出された学位請求論文は内容を整理することが必要と判断し、高氏はコメントを反映した改訂版を提出した。本審査報告書は改訂版に基づいている。

本論文は、最先端の時系列分析手法やカリブレーション手法を駆使し、景気循環というマクロ経済学の主要課題を正面から取り組んだ力作である。第2章から第4章までの各章には重要な学術的貢献が含まれており、マクロ経済分析に一石を投じるものとして高く評価できる。

もちろん、改訂版に関してもいくつかの課題が残されている。個別の章に関する課題に関しては既に指摘してある。論文全体に関しては、近年の景気循環分析において重視されている財政政策やソブリンリスク、資本市場における不完備性が視野に入っていないこと、第2章で展開されるカリブレーションモデルと最適金融政策に関する含意が第3章以降の News Shock や Great Moderation の分析に反映されていないこと、等が不満点として挙げる事ができよう。しかし、これらはいずれも今後の課題であり、本論文の学術的価値を損ねるとは言えない。全体として、博士学位論文として認められるに足る水準を備えていると評価できる。以上から、我々審査員一同は高準享氏が一橋大学博士（経済学）の学位を授与されるべき十分な資格を有していると判断する。

2012年4月11日

審査員 阿部 修人（主査）
小林 慶一郎
齊藤 誠
楡井 誠
渡辺 努
(50音順)