

### 市場における期待の異質性とフォワードルッキングなマクロ経済政策

平田, 英明 / HIRATA, Hideaki

---

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

科学研究費助成事業 研究成果報告書

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

4

(発行年 / Year)

2015-06

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 3 日現在

機関番号：32675

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24730253

研究課題名(和文) 市場における期待の異質性とフォワードルッキングなマクロ経済政策

研究課題名(英文) Expectations Heterogeneity and Economic Policy

## 研究代表者

平田 英明 (HIRATA, Hideaki)

法政大学・経営学部・教授

研究者番号：60409349

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、様々な角度から期待の異質性を考慮して資産価格に関する研究を行った。第一に、日本の株式投資家が期待を形成する際、複数の戦略を用いており、それら戦略を時間を通じて使い分けている。この戦略の切替えが株価のファンダメンタル価格からの乖離を説明する上で重要である。第二に、先進国の住宅価格の国際的な連動性を考察するために、FAVARモデルを用いて分析を行い、国際的な金利動向が負に有意に効くのに加え、不確実性ショックが大事な役割を担っていることがわかった。第三に、アジア新興諸国における近年の株価連動性の高まりの要因が、主に先進国からの間接的な影響によることがわかった。

研究成果の概要(英文)：I conduct research on asset prices from different angles, given the fact that expectations are heterogeneous. First, Japanese stock market professionals use either fundamental or trend-following strategies and they switch between them over time. This strategy switching can be key in understanding the persistent deviation of the stock prices from the fundamentals. Second, I examine the properties of house price fluctuations across eighteen advanced economies. House price synchronization is mainly determined by global interest rate shocks and uncertainty shocks. Third, I investigate the effects of cross-border capital flows in financial markets on pairwise excess stock return comovements in Emerging Asia. Increased comovements are explained not by bilateral capital flows between Asian countries but by capital flows from the G7 countries.

研究分野：応用経済学

キーワード：期待 株価 生産 連動性 経済政策

### 1. 研究開始当初の背景

金融資産の価格動向は経済の先行きに関する情報を反映するため、経済政策運営に有効である。実際に、近年では景気動向(先行)指数に債券金利、株価が導入されている。その背景には、市場の自由化に伴い、投資家の期待形成が金融資産価格に反映されるようになったという事実がある。しかしその一方で、そのことを逆手に取ったノイズ的な動きをする投資家が存在することで、真の期待形成が価格に反映されにくくなっている面もある。市場の期待形成には何らかの非合理性が存在し、期待の異質性が存在する。この点を踏まえ、その資産価格(とその国際連動)、資産価格予測値の決定要因を明らかにし、経済政策運営に関するインプリケーションを実証的に導出する。

### 2. 研究の目的

- (1) 資産価格やその予測値(個々の投資家の予測情報に加え、その属性や重視するマクロ経済指標等に関する情報)に関するマイクロデータを用い、期待形成決定要因を明らかにすること。
- (2) 資産価格の予測情報値が国際的にどのような形で連動し、それを踏まえてどのような経済政策的な対応が可能かについて検討すること。
- (3) クロスボーダーの金融取引が金融変数(特に経済の先行きに関する指標性を持つ株価などの資産価格)に与える影響について、検証すること。

### 3. 研究の方法

研究の方法は基本的には、先行研究のサーベイ、ファクトの整理(データから得られる記述統計量の計算、制度的な要因など)、データを用いた計量分析並びに分析結果の解釈、論文執筆および学会発表、学術誌投稿で構成される。

このうち、計量分析方法としては、Factor-Augmented VAR、Dynamic Factor Model、Dynamic Stochastic General Equilibrium of the calibration 様々な手法を用いた。

### 4. 研究成果

- (1) 初年の成果は以下の通り。

先行研究のサーベイ：グローバルに投資家の集まる米国の金融市場に関する先行研究の他、わが国の債券市場のように海外投資家が殆ど存在しない金融市場の研究についても先行研究をサーベイした。これは、理論モデルや実証モデル構築の基礎となる。想定していたとおり、差があっただけではなく、グローバル金融危機の前後で大きく変化が生じている可能性が見られた。

予測者(機関投資家)の特徴の分析、担当業務ごとの実際の予測の実情の調査とデータセット作成：のサーベイを通じて米国については機関投資家毎の特徴を把握可能

であるが、日本に関しては先行研究に限られることもあり、まずは実情把握に努めた。バイサイド・セルサイドといった担当業務に伴うスタンスの違い、市場分析をする際に注目するファクターの違い、経年的な変化に伴う予測特性の変化などを考慮し、データセットを作成した。

実証分析の実施：データを用いた計量分析を行った。

不確実性の定量化：研究を進めるにつれて、不確実性の役割の重要性が見えてきた。そこで、データを構築し、資産価格変動について不確実性の果たす役割について研究を行った。

- (2) 2年目の成果は以下の通り。

昨年度までに実施した分析について、論文を英文査読雑誌と英文査読書籍に投稿し、一部は受理された。また、再投稿中の論文もある。

新規の研究を進めた。まず、クロスボーダーの金融取引が金融変数(特に経済の先行きに関する指標性を持つ株価などの資産価格)に与える影響に関する先行研究について、サーベイした。理論的には、取引量の増加が金融変数の世界的な連動性を生み出す場合もあれば、逆に連動性を低下させる可能性もある。しかし、データの不十分さなどもあり、実証的にはどちらの傾向が強いのかは一概に言えないことがわかった。次に、データセットを構築した。クロスボーダーの金融取引のデータ、また金融変数の国際的な連動性に影響を与えるとする各国の産業構造等のデータを取得し、大規模なデータセットを構築した。そして、データを用いた計量分析を行った。

- (3) 3年目の成果は以下の通り。

作成した複数の論文が英文雑誌に受理され、一邦語論文が刊行され、さらにいくつかの論文を英語査読誌に投稿した。

今年度は特にクロスボーダーの経済取引の変化に伴い、市場の期待形成が変化することを通じて、国際間での同経済変数間の相関にどのような影響が与えられるのかを分析した。研究成果としてワーキングペーパー化した。株価であれ、実質 GDP であれ、変数間のクロスカントリーでの相関を考える場合、(特に大国の)第三国からの影響を受ける。その影響度合いを定量的に分析した。

今回の一連の研究を踏まえ、新しい問題意識として、期待の役割を理解していく上でも、もう少しディスアグリゲートしたレベルで連動性を考えていく必要があるという考えに至った。一つのアプローチとしては、産業レベルでの研究が有意義になることが見えてきた。新年度以降の研究に繋がる知見となった。

### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者に

は下線)

〔雑誌論文〕(計8件)

平田英明. 2015. 「アジア地域における景気波及経路の拡大の影響」『経営志林』51(4):1-14. (査読無)

Hirata, Hideaki. 2014. "Preference Shocks, International Frictions, and International Business Cycles." *Journal of Asian Economics* 34: 92-104. (査読有)

Ono, Arito, Ryo Hasumi, and Hideaki Hirata. 2014. "Differentiated Use of Small Business Credit Scoring by Relationship Lenders and Transactional Lenders: Evidence from Firm-Bank Matched Data in Japan." *Journal of Banking & Finance* 42: 371-380. (査読有)

Hasumi, Ryo, and Hideaki Hirata. 2014. "Small Business Credit Scoring and Its Pitfalls: Evidence from Japan." *Journal of Small Business Management* 52 (3): 555-568. (査読有)

Yamamoto, Ryuichi, and Hideaki Hirata. 2013. "Strategy Switching in the Japanese Stock Market." *Journal of Economic Dynamics and Control* 37 (10): 2010-2022. (査読有)

Hirata, Hideaki, Kose, Ayhan & Otrok, Chris. 2013. "Closer to Home." *Finance & Development* 50-3: 40-43. (査読無)

Hirata, Hideaki, Ayhan M Kose, Chris Otrok, and Marco Terrones. 2013. "Synchronization of Housing Markets: How? What?" *VOX LACEA* April 29, 2013: 1-1. (査読無)

Yamamoto, Ryuichi, and Hideaki Hirata. 2012. "Belief Changes and Expectation Heterogeneity in Buy- and Sell-Side Professionals in the Japanese Stock Market." *Pacific-Basin Finance Journal* 20 (5): 723-744. (査読有)

〔学会発表〕(計9件)

Hirata, Hideaki. "The Effects of Economic Globalization and Regionalization on Business Cycles and Stock Markets." Harvard University Asia Center Modern Asia Seminar Series (Cambridge, MA, USA), Mar 13, 2015.

Hirata, Hideaki. "Emerging Stock Markets Comovements and the Third-country Effects." Eastern Economic Association Annual Meeting (New York, NY, USA), Feb 27, 2015.

Hirata, Hideaki. "Emerging Stock Markets Comovements and the Third-country Effects." Brandeis University Seminar (Waltham, MA, USA), Oct 16, 2014.

Hirata, Hideaki. "Tohoku Small Businesses, Three Years after the 2011 Disasters." Harvard University Program on U.S.-Japan Relations of Weatherhead Center, Prospects for Japan's Economic Growth (Cambridge, MA, USA), May 13, 2014.

Hirata, Hideaki. "Regionalization vs. Globalization." Suffolk University Seminar Series (Boston, MA, USA), Feb 6, 2014.

Hirata, Hideaki. "The Economic Influence of Small Business Credit Scoring Lessons from Japan." University of Edinburgh Business School, Modelling the Credit risk of a Small Business: State of the Art and Future Directions (Edinburgh, Scotland), June 17, 2013.

Hirata, Hideaki. "Differentiated Use of Small Business Credit Scoring by Relationship Lenders and Transactional Lenders." CEPR-ECB-Indiana University-Review of Finance Conference (Frankfurt, Germany), Dec 13-14, 2012.

Hirata, Hideaki. "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants." 第14回マクロコンファレンス。(大阪府吹田市), Dec 8-9, 2012.

Hirata, Hideaki. "Regionalization vs. Globalization." 日本経済学会春季大会(北海道札幌市), June 23-24, 2012.

〔図書〕(計5件)

植杉威一郎・石瀬寛和・中島賢太郎・平田英明・細野薫・宮川大介. 2015. 「被災地企業の設備投資・移転・サプライチェーン」東北大学大学院経済学研究科地域産業復興調査研究プロジェクト編『東日本大震災復興研究IV 新しいフェーズを迎える東北復興への提言』43-60, 南北社.

植杉威一郎・石瀬寛和・中島賢太郎・平田英明・細野薫・宮川大介. 2014. 「被災地企業の設備投資・移転・サプライチェーン」東北大学大学院経済学研究科地域産業復興調査研究プロジェクト編『東日本大震災復興研究III 震災復興政策の検証と新産業創出への提言』52-70, 河北新報出版センター.

Hirata, Hideaki, Ayhan M Kose, and Chris Otrok. 2013. "Regionalization Vs. Globalization." In *Global Interdependence, Decoupling, and Recoupling*, 87-130. MIT Press.

Hirata, Hideaki, Ayhan M Kose, Chris Otrok, and Marco Terrones. 2013. "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants." In *NBER International Seminar on Macroeconomics 2012*, 119-166. University of Chicago Press.

石瀬寛和・植杉威一郎・中島賢太郎・平田英明・細野薫・宮川大介. 2013. 「被災地企業の設備投資・移転・サプライチェーン」, 東北大学大学院経済学研究科 地域産業復興調査研究プロジェクト編 『東日本大震災復興研究 東北地域の産業・社会の復興と再生への提言』54-71, 河北新報出版センター.

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

取得状況 (計 0 件)

〔その他〕

<http://www.hirata.org>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

平田 英明 (HIRATA, Hideaki)

法政大学・経営学部・教授

研究者番号 : 6 0 4 0 9 3 4 9