

早稲田大学大学院 経済学研究科

博士論文概要書

Essays on Expectation Formation
(期待形成をめぐる研究)

中園 善行

Yoshiyuki Nakazono

早稲田大学大学院 経済学研究科
応用経済学専攻

2013年4月

本論文を構成する各章は、すでに公刊された（もしくは公刊が決定している）論文に加筆・修正の上、再構成したものである（序章と終章を除く）。各論文の初出は以下の通りである。

- 第1章：書き下ろし
- 第2章：Fujiwara, Ippei, Ichiue, Hibiki, Nakazono, Yoshiyuki, and Shigemi, Yosuke, "Financial Markets Forecasts Revisited: Are they Rational, Stubborn or Jumpy?" *Economics Letters*, forthcoming (掲載決定) .
- 第3章：Nakazono, Yoshiyuki, (2012), "Heterogeneity and Anchoring in Financial Markets," *Applied Financial Economics*, 22, pp.1821-1826.
- 第4章：Nakazono, Yoshiyuki, "Monetary Policy and Inflation Expectations in Japan," *Waseda Economics Studies* (早稲田経済学研究), forthcoming (掲載決定) .
- 第5章：書き下ろし

第1章

第1章では、経済主体の抱く期待が果たす役割の重要性、および関連する先行研究について整理し、第2章以降に続く本論への橋渡しをしている。

第1章では、まず期待形成がどのように形成され、どのような特徴をもつのかに関して、先行研究が紹介されており、そこでは、先行研究の多くが期待の合理性と同質性を否定していることが示されている。その後、議論は、経済主体が形成する期待と現実経済の相互依存関係について展開される。ここでは、期待形成と現実経済との相互依存関係が重要となる例を挙げながら、なぜ期待形成が実体経済に重要な役割を果たすのかが述べられている。

本章は、期待形成が限定合理的・異質的である点、また期待と現実経済との関係を分析する重要性を指摘することで、本論への動機付けの役割を果たしている。

第2章

第2章は、金融市場の参加者の予測が合理的か否かを検証している。第2章で用いられているデータは、日本の株価や債券利回り等の予測を月次で集計

した、ユニークなパネルデータである。分析の結果、以下の二点が明らかにされている。一点目の発見は、予測形成の合理性が棄却された点である。プロの投資家が形成する予測は、自らが形成した過去の予測に有意に影響を受けるという意味で、合理的ではなかった。二点目の発見は、株式市場での予測形成と、債券市場での予測形成が異なる点である。株式市場では、予測者は、新しい情報に接しても、過去の予測に固執してしまい、予測修正を小幅にとどめる傾向があった。一方で、債券市場では、自分の予測を、過去の予測と乖離する方向に、大胆に修正する傾向があった。本稿の貢献は、(1) 市場参加者の予測形成が完全に合理的とはいえないことを指摘した点、(2) 株式市場、債券市場ともに日本を対象としているにもかかわらず、市場が違えば予測形成も違うことを明らかにした点である。

第3章

第3章では、市場参加者の同質性、及び市場参加者の期待形成の合理性を、日本の株価予測に関するデータを用いて検証している。第3章では、市場参加者の予測の振る舞いについて、以下の三点を発見している。第1に、日本株式市場の市場参加者の同質性は棄却された。市場参加者が相互に異質的であるという発見は、経済主体の同質性を仮定する伝統的ファイナンス理論の前提と整合的ではない。第2に、市場参加者の予測は、自らが予測した過去の予測値に影響を受けることを発見した。プロの投資家であっても、現在の予測には、過去の予測値に引きずられるという、「アンカリング効果」が検出された。第3に、予測値が過去の値に引きずられるという「アンカリング効果」の程度は、予測者が勤務する会社の属性や、金融市場の状況によって変化することを発見した。具体的には、「通常」の金融環境下（「リーマンショック」を迎える前の期間）においては、国内証券会社や投資信託運用会社に勤務する予測者の期待形成には、アンカリング効果が検出される一方、外資系証券会社に勤務する予測者の期待形成にはアンカリング効果は検出されなかった。しかし、サンプル期間を金融危機時に絞ると、すべての経済主体において強いアンカリング効果が検出され、金融危機では予測の限定合理性が強まることが示唆された。経済主体の期待形成が、会社の属性によって変化するという発見は、資産に対する価格付けが、主体別に異なる可能性を示唆している。

第4章

第4章では、形成された期待と現実経済との相互依存関係が分析されている。第2章、第3章では期待形成がどのように形成され、そしてどのような特徴を持つのかについて考察することを目的としていたが、第4章は、形成された期待が現実経済にどのような影響を与えるのか、また現実経済に生じるショックが経済主体の期待にどのような影響を与えるのかについて分析している。ここでは、特に日本におけるインフレ期待と金融政策との関係に焦点を当て、「金融政策はインフレ期待をコントロールできるのか」という問題意識のもとで分析が進められている。

第4章の貢献は、以下の2点である。1点目の貢献は、金融政策ショックが、インフレ率と期待インフレ率の両方に有意に影響を与えていることを示した点である。本章では、金融データ及びインフレ率に関するサーベイデータについて、構造ベクトル自己回帰モデルで分析しながら、引き締め的な金融政策ショックが、インフレ率及び期待インフレ率を押し下げる効果を持つことを指摘している。この発見は、金融政策が、インフレ期待をコントロールする重要な政策手段の一つであることを示唆している。2点目の貢献は、インフレ期待が自己実現的な性質を持つ点である。すなわち、インフレ期待が上昇するようなショックが発生すると、現実のインフレ率も上昇し、逆に、期待インフレ率を押し下げるようなショックが発生すると、現実の物価も低下することを実証的に示している。インフレに関する期待変数が、現実のインフレ率にも影響を与えるという意味において、インフレ期待は「自己成就」する性質を持つ。

第5章

終章では、結論と今後の研究の展望について述べられている。今後の研究の展望については、以下の二つの観点から整理されている。

一点目は、非合理的な行動のミクロ的基礎付けである。本論文では、主として期待がどのように形成されるのか、その特徴についてまとめられているものの、なぜ経済主体が、非合理的な予測を形成したり、群集行動を起こしたりするのかという背景について、詳細には分析されていない。経済主体のインセンティブ構造を踏まえた限定合理性の考察が、今後の研究課題として挙げられている。

二点目の課題は、期待形成のバリエーションが現実経済に与える影響の考察である。近年、完全に合理的な代表的個人だけでなく、適応的な期待を形

成する主体が存在する場合の理論的帰結に関する研究が発展しつつある。合理性が限定される主体が存在する場合に、経済動学がどのように変化するの
かに関する考察が、今後の研究課題として指摘されている。