

2011年3月 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：金融庁金融研究センター 平野智裕研究官

演題：Financial Institution, Asset Bubbles and Economic Performance

日時：2011年3月24日(木) 14:00~16:00

要旨

本研究は、金融制度の質、バブルの生成及び崩壊、そしてマクロ経済の関係を理論的に分析したものである。先行研究では、バブルが投資を抑制し経済活動を停滞させるという伝統的見解が存在する一方、バブルが経済成長を促進するという見解も近年は見られる。これらの研究は純粋交換経済を採用しているため、景気循環を分析することができない。他方、生産経済に基づく既存研究は、交換手段としてのバブルを分析対象としており価値保存手段としてのバブルを考慮していない。そこで、本研究では、生産経済における価値保存手段としてのバブルの役割に着目し、1.金融制度の質とバブルとの補完・代替関係、2.バブルがマクロ経済に及ぼす影響のメカニズム、3.バブル崩壊後の景気低迷を打開する政策の可能性について分析する。

理論モデルは、マクロ経済学の標準的な無限期間モデルに対して、金融市場の不完全性、企業家の生産性に関する異質性、そしてバブルを導入したものである。本モデルの特色は、企業家が高生産性・低生産性という2種類の異質な投資機会に直面していることにある。投資機会の生産性がマルコフ過程に従って每期変化するという仮定の下で、生産性が一時低水準となっても、翌期の生産性は高水準となり得る。また、バブルの役割を明確に示すため、資本市場が完全に機能しないと仮定している。

資本市場が全く機能していない経済では、生産性の低い投資機会に直面した企業家は、生産性の高い投資機会を保有する企業家に対して、自らの資金を貸し出すことができない。したがって、仮にバブルが崩壊しないとすると、生産性の低い投資機会に直面した時点で、自らの投資機会より収益率の高いバブル資産を購入し、生産性の高い投資機会に直面した時点でバブル資産を売却することが企業家にとって合理的となる。経済全体の投資水準は、生産性の高い企業家による全資金の投入が可能な、資本市場が完全なケースと比較すると、低水準となるものの、バブルの存在しない自給自足経済よりも高水準となる。

本モデルは、資本市場の不完全性下におけるバブル導入のクラウド イン効果として、生産性の高い投資家のみ投資を行うという上記の「貯蓄構成効果(saving composition effect)」に加えて、経済全体の貯蓄増加により、生産性の高い投資家の純資産増大が投資を増加させるという「貯蓄量効果(saving volume effect)」が発生することを指摘している。バブルの導入には、貯蓄がバブル資産へ流入することによるクラウドアウト効果も存在するが、クラウドイン効果がクラウドアウト効果を上回ることが示されている。

本研究は、発生したバブルが一定確率で崩壊してゆく理論モデルも検討している。このモデルでは、生産性の高い企業家が貯蓄を全て投資に向ける一方、生産性の低い投資家はバブル崩壊のリスクを考慮し、バブル資産購入に加えて自らの投資も実施する。そのため、バブルは投資を促進するが、バブルが崩壊しないモデルと比べて、促進効果は低下する。本モデルにおけるバブル崩壊は、生産性の低い投資家から高い投資家への資金の移転手段が損なわれる点で流動性の枯渇に類似している。政府による事後的な国債発行が崩壊したバブルを崩壊しないバブルに転換することで投資水準を改善させる一方、‘ Greenspan Put ’ のようにバブルを保有する誘因を高めることが示されている。

分析の結果、金融市場が十分機能していないとき、バブルがマクロ経済を改善するため、金融制度の質の向上とバブルが代替関係となるが、バブル崩壊は景気低迷をもたらすため、金融制度の質とバブルの代替関係は完全とはならないことが示された。バブル崩壊リスクを勘案すると、長期のマクロ経済成長のためには、バブルに依存するのではなく金融制度の質を向上させていくことが重要であるといえる。

以 上