

2012年4月 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：東京大学 平野智裕講師、東京大学 柳川範之教授

演題：Asset Bubbles and Bailout

日時：2012年4月5日（木）14:00～16:00

要旨

本研究は、資産バブルと救済（bailout）との関係を理論的に分析したものである。現実経済において、資産バブル崩壊による実体経済の縮小を軽減する目的から、政府は公的資本注入などの救済を実施している。本研究では、（1）事前に予想された政府による救済がバブルの発生に対してどのような影響を与えるのか、（2）事後的な救済が事前の意味においてどの程度効率的であるのか、そして（3）予想された救済がマクロの景気変動に対してどのように影響するのかを理論的に明らかにしている。

本研究では、政府による救済を、バブル崩壊時に政府が家計から一括税を徴収し、純資産が毀損した企業家に対して直接移転するという形でモデル化している。本研究では、この定式化の下で、救済される企業家の割合に関する人々の期待の変化が資産バブルに与える影響を分析している。

モデルには、無限期間生存する企業家と家計（労働者）が含まれる。企業家は、生産性の高いプロジェクトか生産性の低いプロジェクトのいずれかを保有し、生産性に比例した投資財を生産する。企業家の保有するプロジェクトの生産性はマルコフ過程に従うと仮定され、企業家は借入制約下で、消費財から得られる期待効用を最大化するように、消費、投資、そしてバブル資産の購入を決定する。生産性の低いプロジェクトを保有する企業家は、自らのプロジェクトに投資するだけでなく、生産性の高いプロジェクトを保有する企業家に対する貸出を行う事も出来る。企業は競争的で、企業家の生産した資本財と家計の労働力を投入して消費財を生産する。

本研究では、バブルは確率的に崩壊し、いったん崩壊した場合には再発しないと仮定している。こうしてモデル化されたバブルには **Crowd-in Effect**（投資を呼び込む効果）と **Crowd-out Effect**（締め出す効果）が存在し、特に前者は、バブル資産が純資産を増加させることで借入制約を緩和し、投資を促進するという借入制約下の経済に特有のバランスシート効果に対応している。これらの効果の大小関係は生産性の高いプロジェクトの生産性の水準に依存する。

分析の結果、まず、救済される企業家の割合が増加すると、バブル資産のリスクが低下

するため、バブルが発生しやすくなることが示された。次に、救済される企業家の割合と事前の意味での生産活動の効率性との間に非線形性が存在することが示された。すなわち、救済される企業家の割合が低い場合には、救済の拡大が **Crowd-in Effect** を通じて事前の意味での効率性を高める一方、救済される企業家の割合が高い場合には、**Crowd-out Effect** を通じて事前の意味での効率性を低下させることが示された。さらに、救済が予想されると、生産が急速に拡大し、バブルも増幅されるため、経済が不安定化することが示された。最後に、救済には納税者（家計）がバブル崩壊のコストを直接負担するという負の効果が存在する一方で、事後的にも事前的にも賃金を上昇させるという正の効果が存在することが指摘されている。

以 上