

日時：2015年8月19日（水） 15:30-17:30

講師：東京大学大学院経済学研究科 平野智裕講師

演題：Lean Against Bubbles versus Clean Up After Bubbles Collapse in a Rational-Bubble Model

資産価格バブルの崩壊によるシステミックリスクを防ぐために、中央銀行や金融監督当局がどのような政策対応をとるべきかについては、大きく2つの考え方がある。1つは、バブルを恐れて事前規制を行うと市場の機能を損なうため、バブルが崩壊してから「救済政策 (Bailout Policy)」をとる方が良い、という立場である (Fed View)。もう1つは、金融のような不完備契約の市場では自由放任が非効率な結果をもたらすこと (金銭的外部性) や、事後的な救済を織り込んで過剰なリスクテイクが行われること (モラルハザード) を根拠として、事前規制 (マクロプルーデンス政策) を積極的に行うべき、とする立場である (BIS View)。両者のいずれが経済厚生観点から望ましいかについては、長らく論争が続いているものの、未だ決着を見ていない。本研究では、金銭的外部性やモラルハザードといった従来の論点も包含しつつ、最近研究が進みつつある論点として、動学的不整合性の問題 (事前には救済しないと宣言しても、バブル崩壊後には救済する方が望ましく、結局は救済せざるを得ないため、モラルハザードを防げない) に焦点を当てた理論モデルを構築し、2つの政策スタンスを比較した。

政府の介入がない競争均衡を考えたとき、金融システムの質が比較的高い経済では **large bubble** が生じる。そこでこの **large bubble** に対してマクロプルーデンス政策を導入すると投機活動が抑えられ、バブルが小さくなる。その結果、より多くの資金が生産的な投資に回るようになり、経済全体の生産・賃金が上がり、労働者(納税者)の厚生も向上する。このように自由放任経済において **large bubble** が生じるときには、マクロプルーデンス政策には厚生を改善する効果がある。

興味深いのは、このような単純な話だけではなく、マクロプルーデンス政策により、さらに良い事態が発生することである。つまり、政府は、将来の救済に完全にコミットできないときには、バブルが崩壊した事後に、事前に約束した救済を覆す可能性がある。このとき、事前の最適救済は事後の最適救済と必ずしも一致せず、救済には動学的不整合性の問題が伴う。事後でも覆されないような、時間整合的な救済は、コミットできるときの救済と較べて過剰救済になる場合もあれば、逆に過少救済になる場合もある。その結果、時間整合的な救済のもとでの厚生は、コミットできるときと較べて低くなり、厚生の損失が発生する。マクロプルーデンス政策は、この将来の救済にコミットできないことから生じる厚生損失を緩和する働きを持っているため、コミットメントの手段として機能しうる。

より具体的には、企業間の生産の相互依存関係 (例えば生産ネットワーク) が強い経済では、均衡における時間整合的な救済は、事前の観点からすると過剰救済となり、厚生損

失が発生する。この場合には、事後救済だけでなく資産バブルに対する事前規制を組み合わせたポリシーミックスによって厚生は改善する。すなわち、事前規制政策が必要となる。他方で、生産の相互依存関係が弱い経済では、均衡における時間整合的な救済は過少救済となる。この場合には、事後救済と、資産バブルに対する補助金政策とを組み合わせたポリシーミックスによって厚生は改善する。このときにも、事前に政策を打つことが必要となる。本研究はさらに、救済政策に完全にコミットできるときの事前規制の役割も明らかにすると同時に、事前規制はバブルの発生と崩壊に伴うビジネスサイクルの波をかえって大きくしてしまうものの、厚生観点からすると望ましいことも明らかにした。

以上