

平成 30 年 5 月 24 日現在

機関番号：12601

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K17018

研究課題名(和文) 資産バブルと経済政策

研究課題名(英文) Asset Bubbles and Government Policy

研究代表者

平野 智裕 (HIRANO, Tomohiro)

東京大学・大学院経済学研究科(経済学部)・講師

研究者番号：60609064

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,000,000円

研究成果の概要(和文)：資産バブルの基礎理論に関する論文を世界的な学術誌に掲載することができた。さらに、基礎論文を景気循環理論に拡張し、資産バブルと救済についても分析を進め、マクロ理論のトップジャーナルに論文を掲載することができた。現在は、この基礎理論を元に、資産バブルに対する最適な政策について分析を進めている。これまでの分析から、どのようなときに資産バブルに対する金融規制が経済厚生観点から望ましく、どのようなときにかえって有害になるのかについて明らかになってきた。

研究成果の概要(英文)：I published a paper about a theoretical foundation of asset price bubbles in a Top Journal. Also I extended the basic model to include business cycles so that I analyzed the effects of government bailouts after the collapse of bubbles on economic welfare, and derived optimal bailout policy. Recently I have been working on an optimal leaning against the wind policy against asset bubbles. My analyses have shown that under what conditions government policy against bubbles can be desirable from a welfare perspective, and under what conditions it can be harmful.

研究分野：マクロ経済学

キーワード：資産バブルの基礎理論構築

### 1. 研究開始当初の背景

1980年以前までの経済危機の大きな原因の一つはインフレ率の乱高下であった。ところが、1980年以降、先進国を含む多くの国でインフレ率は低位安定化した。

その一方で、株価・地価などの資産価格が大きく乱高下するようになった。いわゆる資産バブルの生成とその崩壊である。日本や北欧諸国における1980年代後半から1990年代初頭にかけての株価・地価の乱高下、90年代後半におきたIT関連株の価格高騰とその後の暴落、2000年代初頭から後半にかけて生じた欧米における住宅価格の乱高下はその代表である。

### 2. 研究の目的

なぜバブルは生じるのか、金融市場はバブル発生とどのような関係があるのか。バブルは実体経済にどのような影響をもたらすのか。バブル崩壊後、すぐに回復する経済があるのに対して、日本のように停滞してしまう経済があるが、この違いは一体どこから来るのだろうか。バブル崩壊後の経済成長パスはどのような要因に依存しているのか。バブルが経済厚生に与える影響はどうか。これらの問いに対して、理論的な観点から分析を進めた。(Hirano and Yanagawa, 2017)

さらに、上記の論文を基礎に、景気循環理論に拡張した上で、経済政策の観点から、資産バブルと事後救済との関係についても分析を進めた。(Hirano, Inaba, and Yanagawa, 2015)

### 3. 研究の方法

本研究は、東京大学の柳川範之教授、関西大学の稲葉大教授との共同研究プロジェクトに基づいている。資産バブルの基礎理論を構築した上で、資産バブルと金融市場の関係、資産バブルが経済成長に与える影響、資産バブルの経済厚生効果を解明している点の特徴である。

さらに、基礎理論を拡張した上で、資産バブル崩壊後の事後救済が、バブルの発生、バブル規模、経済厚生に与える影響、最適救済政策を導いている点の特徴である。

### 4. 研究成果

Hirano and Yanagawa(2017)では、金融市場と資産価格バブルの関係を主に分析した。得られた結果は以下である。

まず、一つ目の結果は、資産バブルは、金融がかなり未発達な経済でも、金融が十分に発達した経済でも生じず、金融が中程度に発達した状況下で生じやすい。この結果は、金融改革や金融自由化などを通じて金融の効率性を高める政策が、かえって資産バブルを生み出す可能性があることを示唆する。現実の経済でも、多くの国で、資産バブルが金融の発展段階や金融自由化後に生じるという傾向が見られるが、こうした事実とも整合的と言えるだろう。

次に、二つ目の結果は、資産バブルが経済成長率に与える影響に関しては次である。まず、資産バブルが実体経済に与える影響には次の効果がある。一つの効果は、資産バブルは借り手の純資産や担保価値を高めファイナンスを容易にする効果である。この効果は、バブルによる投資のクラウド・イン効果である。他方の効果は、資産バブルによって非効率な所に資金が流れる結果、実物投資に資金が向かわなくなる効果である。この効果はクラウド・アウト効果である。資産バブルが実体経済に与える影響は、これらの相反する二つの効果の大小関係に依存する。

例えば、クラウド・イン効果がクラウド・アウト効果を上回る（下回る）場合には、バブルは投資を押し上げ経済成長を高める（下げる）。Hirano and Yanagawaは、どちらの効果が大きいのかは、金融市場の発展の程度に依存することを明らかにした。具体的には、バブルが生じる領域の中でも、比較的金融が未発達な経済では、クラウド・イン効果がクラウド・アウト効果を上回り、バブルは経済成長率を押し上げる。他方で、比較的金融が発達した経済では、クラウド・アウト効果が上回るため、バブルによって経済成長は鈍化する。

これらの結果は、バブル崩壊後に長期停滞に陥ってしまう経済がある一方で、比較的早くV字回復する経済もあるが、こういったバブル崩壊後の経済成長パスがどのような経

路を辿るのかについても重要な含意をもつ。すなわち、金融が比較的未発達な経済では、バブル崩壊後に経済が長期停滞に陥ってしまうのに対して、金融が比較的発達した経済では、経済はV字回復する。

特に、金融が未発達な経済では、バブル崩壊後、生産レベルと経済成長率がともに、危機前の長期トレンドと較べて、長期的により下がってしまうことも起こり得る。いわゆる hysteresis と super-hysteresis が同時に起こりうることも証明した。これが三つ目の主な結果である。

さらに、バブルと経済成長に関連して、技術・金融革新とバブルの関係も明らかにした。歴史的に見ても、資産バブルは新たな技術・金融革新と関係が深いことが知られている。すなわち、新たな技術革新・金融革新が起こる結果、経済が資産バブルが起こる領域に突入する。

さらに、経済がバブル領域に突入しバブルが発生すると、今度はバブルそのものが技術革新を伴う投資のファイナンスを容易にし、経済成長率をさらに高める効果をもつ。このように技術革新と資産バブルの間には双方に相互を強化し合う相互依存関係にあることも明らかにした。これが四つ目の結果である。

最後に五つ目の結果は、資産バブルが経済厚生に与える影響についてである。資産バブルは言うまでもなく、経済厚生に対して相反する二つの効果をもつ。正の効果は、バブルは資産価値を高め資産効果を生む。また、バブルは消費の平準化効果を高める。負の効果はバブル崩壊によって損失を被る点である。少なくとも対数効用関数のもとでは、資産バブルが生じる全てのバブル領域において、正の効果は負の効果を勝ち、投機活動をしている企業家にとっては、バブルは経済厚生の改善を生むことを示した。

以上が Hirano and Yanagawa (2017) の結果である。この論文を踏まえて、繰り返しバブルと経済成長に関する論文を現在執筆中である。Pablo Guerron-Quintana, Tomohiro Hirano, and Ryo Jinnai 2018. “Recurrent Bubbles and Economic Growth” この論文も

2018年夏には完成させて学術誌に投稿したい。

次に、Hirano, Inaba, and Yanagawa (2015) では、予期された救済と資産バブルの関係を理論的観点から分析した。得られた結果は以下である。

まず、一つ目の結果は、バブル崩壊時の政府の救済が事前に予期されると、崩壊確率が高いよりリスクの高い資産バブルを生み出すことを明らかにした。

次に、二つ目の結果は、バブル規模と生産活動の関係が非単調な関係になることを明らかにした。バブルは実物投資をクラウド・イン効果とクラウド・アウト効果の相反する二つの効果を生み出す。資産バブルの規模が比較的小さい限り、クラウド・イン効果がクラウド・アウト効果を限界的に上回る。したがって、バブル規模が比較的小さい限り、バブルは生産活動を高める。

他方で、バブル規模があまりに大きくなると、クラウド・アウト効果がクラウド・イン効果を限界的に上回り、バブルは生産活動を阻害する。したがって、生産活動が最も高くなるバブル規模が存在する。政府の政策がない自由放任経済を考えた時、バブル規模は生産が最大化されるバブル規模に必ずしも一致するとは限らない。

例えば、金融システムの質が低い経済や、崩壊確率の高い経済では、均衡におけるバブル規模は、生産が最大化される規模よりも小さく、過少規模バブルが生じる。他方で、金融システムの質が高い経済や、崩壊確率の高い経済では、均衡バブル規模は、生産が最大化される規模よりも大きくなり、過剰規模バブルが生じる。

また、救済とバブル規模の関係は、救済が予期されるとバブル規模は単調に大きくなる。したがって、生産の観点からすると、過少規模バブルが生じる経済では、救済なしは望ましくなく、救済し過ぎも望ましくない。すなわち、一部の企業家のみ救済するのが望ましい。他方で、過剰規模バブルが生じる経済では、救済なしが望ましい。

さらに、三つ目の結果は、バブルの発生と崩壊に伴うブーム・バストを考慮した上で、

経済厚生に与える影響を分析した。過少規模バブルが生じる経済では、救済資金を払う納税者（労働者）にとって、救済なしも救済し過ぎも最適ではない。一部救済が最適となる。特に、崩壊確率の高いリスクの高いバブルの場合には、救済を抑えることでバブル規模を小さくし生産の効率性を犠牲にする必要がある。言い換えると、リスクの高いバブルの場合には、バブルの発生と崩壊に伴うブーム・バストを抑えることが納税者にとって最適になる。

他方で、救済される企業家にとっては、救済の拡大とともに経済厚生は単調に高まるため、完全救済（全員救済）が最適になる。したがって、納税者（労働者）と企業家の間で利害の衝突が生じる。政府が企業家を重視する政策を採るならば全員救済政策が採られることが予期されるため、巨大バブルが生じる。その結果、企業家は得をするが納税者は損をし、両者の消費格差・経済厚生格差は拡大する。

最後に四つ目の結果は、崩壊する可能性があるバブルの方が、崩壊する可能性がないバブルよりも労働者にとっては望ましくなり得ることを理論的に明らかにした。このことは、経済厚生観点からすると、金融危機のような現象が起こり得る方が、税金を払う納税者にとっても望ましくなり得る。

## 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2件）

1. Tomohiro Hirano, and Noriyuki Yanagawa 2017. "Asset Bubbles, Endogenous Growth, and Financial Frictions", *The Review of Economic Studies*, 84 (1): 406-443. (査読有)
2. Tomohiro Hirano, Masaru Inaba, and Noriyuki Yanagawa 2015. "Asset Bubbles and Bailouts", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 76, S71-S89. (査読有)

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

平野 智裕 (HIRANO, Tomohiro)

東京大学・大学院経済学研究科・講師

研究者番号：60609064