

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 5 月 15 日現在

機関番号：13901

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2013

課題番号：24730267

研究課題名(和文)金融不安定性仮説の理論的研究

研究課題名(英文)A theoretical study on the financial instability hypothesis

研究代表者

藤田 真哉(Fujita, Shinya)

名古屋大学・経済学研究科(研究院)・准教授

研究者番号：80452184

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 800,000円、(間接経費) 240,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、H.P. ミンスキーの金融不安定性が生じるメカニズムをケインズ型動学モデルを用いて理論的に分析し、次の3点を明らかにした。第一に、企業の設備投資が内部留保に強く制約される時、内部留保率の低下は資本蓄積率の低下と負債資本比率の増加をもたらす。第二に、経済に対する負のショックが企業の負債資本比率を一旦上昇させると、企業の金融構造は比較的健全な「投機的金融」からリスクな「ポンツィ金融」へと自動的に移行する性質をもつ。第三に、労働供給制約がかかるという意味での長期においては、企業の金融構造は「投機的金融」と「ポンツィ金融」の間を循環する。

研究成果の概要(英文)：This study investigates the mechanism of the financial instability process a la H. P. Minsky by using Keynesian dynamic macro-models. Our results are summarized as follows. First, if investment responds strongly to retained profits, a decrease in the retention ratio reduces the long-run rate of capital accumulation and raises the debt-capital ratio. Second, if a negative shock makes the debt-capital ratio sufficiently high, then the economy becomes unstable and the financial structure of firms moves from sound position called the Speculative finance to the more risky position called Ponzi finance. Third, if we consider the long-run case where labor supply constraints influence economic growth, then the financial position circulates between the Speculative finance and Ponzi finance regimes.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：金融不安定性 景気循環 金融化 労働供給制約

1. 研究開始当初の背景

2000年代後半に生じた世界金融危機以降、市場経済における金融不安定化の仕組みを解明することが経済理論の使命の1つになっている。マクロ経済が金融危機に陥るプロセスの説明を試みた先駆的な研究としては、H. P. ミンスキーの金融不安定性仮説が良く知られている (Minsky (1975, 1982))。

金融不安定性仮説は、端的に説明するならば、次のような景気の反転メカニズムを描くものである。

まず、投資ブームが生じる以前には、企業の期待利潤が投資総額と負債蓄積にともなう利子の支出合計を上回る。このように金融構造が健全な状態は、「ヘッジ金融」と呼ばれる。企業は投資を積極的に行い、乗数効果を通じて景気を徐々に過熱させていく。やがて、企業の期待利潤が投資を含む総支出をカバーすることができない「投機的金融」の状態になると、企業は投資資金の一部を金融機関から借り入れるようになる。しかし、資金の貸し手・借り手双方がリスクに鈍感なため、投資ブームが継続される一方で、債務が累積的に増加し始める。やがて、企業の利子過重が投資ブームにブレーキをかけ、いくつかの企業において利子負担が期待利潤を越えるような「ポンツィ金融」の状態が現れると、貸し手は債務不履行のリスクを感知し、貸出金利を引き上げ、景気は反転する。すなわち、クレジット・クラッシュと経済成長の減速局面があらわれる。

以上のように、ミンスキーは、当初は頑健であったはずの金融構造が次第に脆弱化し、景気が反転していく過程を描いている。

2. 研究の目的

ミンスキーの金融不安定化仮説は、極めて説得力を有する仮説である一方、その叙述的な性質により理論的な精密化が望まれていた。そのため、同仮説を数理モデル化しようとする試みが、1980年代後半から現在にかけて主にケインジアンの手により行われ、その成果は動学モデルにおける安定性分析として結実されるようになった (Taylor and O'Connell (1988))。

しかし、同仮説を安定性分析の範疇に押し込めることは、次のような検討課題を残す。すなわち、均衡が不安定であることとは、ポジティブ・フィードバック効果により経済が発散することをあらかじめ過ぎず、なぜ企業の金融構造が債務不履行の可能性の高いポンツィ金融の状態に移行するかについて明確な説明を与えない。事実、先行研究の多くは、経済が発散する可能性を示唆するものの、発散の方向については、すなわち企業の金融構造がどうしてより危険な方向「ポンツィ金融」の状態に移行するのかについては、十分に説明してはいなかった。

以上のような研究上の背景があるなかで、本研究は、企業の金融構造がヘッジ金融から投機的金融を経てポンツィ金融へと、よりリスクの高い段階へ内生的に移行するメカニズム、並びにその条件を、ケインズ型(カレツキ型)動学モデルを用いて明らかにすることを目的とした。

3. 研究の方法

本研究では、はじめに、金融的要因を考慮したケインズ派動学モデルとミンスキーの金融構造類型論を接合した。その際、ヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融という金融構造の3類型を原著や関連する先行研究を読み込むことで整理し、それらの性質を解析的手法に基づいて明らかにした。

次に、資本蓄積が行われるような長期において、マクロ経済が上記の3つの金融構造に位置する条件を検討した。より具体的に言えば、長期の均衡状態において経済がどの金融構造に至るかを調べるとともに、均衡状態に至るまでのいわゆる移行過程において経済がどの金融構造にシフトしていくかを、解析的手法と数値シミュレーションの両方を用いて分析した。

4. 研究成果

(主な成果)

本研究の主たる成果としては、雑誌論文として公刊された(または公刊予定である) Sasaki and Fujita (2014a)および Sasaki and Fujita (2014b)がある(また、学会発表した原稿も、これらの論文の初期バージョンに当たる)。出版上の都合により Sasaki and Fujita (2014a)の方が早く公刊されているが、研究としては Sasaki and Fujita (2014b)の方が早かったため、まずは Sasaki and Fujita (2014b)の方からその概要を説明することにしたい。

Sasaki and Fujita (2014b)では、先進諸国で進行している「金融化 financialization」に焦点を当て、金融化のもとでの株主価値最大化を志向した所得分配がマクロ経済パフォーマンスに与える長期的効果を解析的に分析している。具体的には、株主価値志向の所得分配の傾向を企業の内部留保率の低下として捉え、それが企業の資本蓄積率や負債資本比率、金融構造などに与える影響を、負債資本比率の1変数のみに集約される簡易的な動学方程式を用いて検討した。分析の結果は、次のようにまとめられる。

第一に、企業の設備投資が内部留保に弱く制約され、設備稼働率に強く反応する場合、負債資本比率が増加すると稼働率が増加するという意味で、経済は短期的に負債主導型になる。このケースのもとでは、株主への配当が増加し、その結果として内部留保率が低下すると、長期的には資本蓄積率が増加する

だけでなく、長期均衡の安定化が常に保証される。

第二に、企業の設備投資が内部留保に強く制約される場合には、負債資本比率が増加すると稼働率が低下するという意味で、経済は短期的に負債荷重型になる。このような、より現実的かつ直観的に理解できるケースでは、内部留保率の低下は資本蓄積率を長期的に低下させることになる。さらに、経済に対するネガティブなショックが一旦負債資本比率を上昇させると、経済は不安定化し、企業の金融構造が必ずポントツィ金融の方向へシフトしていくことになる。

第三に、経済が負債主導型か負債荷重型かに関わらず、内部留保率の低下は負債資本比率を高める効果を持つ。金融構造の悪化を回避するためには、利潤シェアの引き上げや金融政策を通じての貸出金利の抑制が有効であることを明らかにした。

次に、Sasaki and Fujita (2014a)を概説する。

金融不安定性仮説を理論化したケインズ派の動学モデルの多くは、労働供給が経済成長を制約しないという意味で、短中期的な分析であると言える。なぜなら、有効需要に制約される労働需要成長率が労働供給成長を上回るのであれば、雇用率は100パーセントを超えるだろうし、逆に下回るならば、雇用率は0パーセントに近似するだろう。これらの状況はいずれも非現実的であり、長期的に成立するとは言えない。

Sasaki and Fujita (2014a)では、労働供給制約がある経済を考えるため、資本蓄積率、負債資本比率、資本・効率労働比率という3変数が内生的に変化する動学モデルを構築した。モデルの複雑さゆえに、一部の分析を数値シミュレーションにより補うことになった。分析の結果は、次のようにまとめられる。

第一に、労働供給制約が存在する経済のもとでも、Sasaki and Fujita (2014b)と同じように、内部留保率の低下は経済が負債主導型か負債荷重型かに関わらず企業の負債資本比率を増加させる。企業の金融構造を改善するためには、利潤シェアの増加や貸出金利の抑制に加えて、自然成長率の増加、すなわち、労働供給成長率や労働生産性成長率の増加が有効であることが示された。このことは、金融脆弱性を抑制するための方策として、实体经济の改善こそが有益であることを示唆している。

第二に、資本蓄積率、負債資本比率、資本・効率労働比率の3変数が同時に一定になるという意味での長期均衡においては、企業の金融構造は必ず投機的金融になることが示された。しかしながら、経済が均衡に至るまでの移行動学の局面においては、企業の金融構造は投機的金融以外の状態に変化することもありうる。例えば、経済が負債主導型のときには、経済に対する大きなショックが企業

の金融構造を一時的にポントツィ金融の状態に陥らせることが明らかになった。また、経済が負債荷重型のときには、一定の条件が満たされれば、企業の金融構造が投機的金融とポントツィ金融との間を交互に循環することが数値シミュレーションによって示された。最後に、内部留保率の低下などが景気循環の変動幅を抑制する効果を持つことを明らかにした。

(今後の展望)

以上で述べた研究成果は、ミンスキーの金融不安定性仮説を理論面で補強するものであると考えられる。その一方で、自然成長率を内生化したときや、異質な家計主体を考慮したときに、上記の分析結果がどのように変化するかについては、依然として残された課題となっている。現実の経済状況や海外の研究動向を注視しつつ、今後も研究を続行していく必要がある。

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. Sasaki, H. and S. Fujita (2014a) "Pro-shareholder income distribution, debt accumulation, and cyclical fluctuations in a post-Keynesian model with labor supply constraints," *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Vol. 11, No. 1, pp.10-30.

2. Sasaki, H. and S. Fujita (2014b) "Increased shareholder power and its long-run macroeconomic effects in a Kaleckian model with debt accumulation," *The Kyoto Economic Review*, forthcoming.

[学会発表](計2件)

1. Sasaki, H. and S. Fujita "Financial fragility in a Kaleckian model with labor supply constraints," 16th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM) "The State of Economics after the Crisis", BEST WESTERN PREMIER Hotel Steglitz International, Berlin, October 27, 2012.

2. 藤田真哉 "Income distribution, debt accumulation, and financial fragility in a Kaleckian model with labor supply constraints," Workshop on Analytical Political Economy in Japan, 一橋大学, 2012年11月24日。

6. 研究組織

(1)研究代表者

藤田 真哉 (FUJITA SHINYA)

名古屋大学・大学院経済学研究科・准教授

研究者番号：80452184

(2)研究分担者
なし

(3)連携研究者
なし