

科学研究費助成事業 研究成果報告書



平成 30 年 7 月 26 日現在

機関番号：12601

研究種目：国際共同研究加速基金（国際共同研究強化）

研究期間：2016～2017

課題番号：15KK0077

研究課題名（和文）資産バブルと経済政策（国際共同研究強化）

研究課題名（英文）Asset Bubbles and Government Policy(Fostering Joint International Research)

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） 10,800,000円

渡航期間： 8ヶ月

研究成果の概要（和文）：2016年9月から2017年9月までの間、米国コロンビア大学に滞在し、受け入れ研究者の Jose A. Scheinkman教授と資産価格バブルについて多くの議論をし、資産バブルに関する幾つかのテーマに関して共同研究を開始した。現在も引き続き共同研究を進めている。また、滞在期間中に改訂した論文が、世界的に権威のある学術雑誌に掲載された。さらに、コロンビア大学に滞在中で、Joseph E. Stiglitz教授ともマクロ経済の不安定性をテーマに共同研究を開始した。

研究成果の概要（英文）：I stayed at Columbia University between September 2016 and September 2017. I had a great opportunity to discuss with Professor Jose A. Scheinkman who was my host professor, and started to work on several joint research projects on asset price bubbles. Also, one of my papers which I revised during my visiting was published at a Top journal in economic science. Moreover, Professor Joseph E. Stiglitz and I have started joint projects on macroeconomic instability.

研究分野：マクロ経済学

キーワード：資産バブルと経済政策

1. 研究開始当初の背景

2016年9月から2017年9月までの間、米国コロンビア大学に滞在し、受け入れ研究者の Jose A. Scheinkman 教授と資産価格バブルについて多くの意見交換をし、現在も引き続き共同研究を進めている。

テーマは、私自身の若手研究(B)「資産バブルと経済政策」と同様である。また、コロンビア大学の Joseph E. Stiglitz 教授ともマクロ経済の不安定性をテーマに共同研究を開始している。以下では、コロンビア大学に滞在における現時点での研究成果をまとめたい。

まず、科研プロジェクト期間に、資産バブルの基礎理論構築に関する論文が学術雑誌に掲載された。Tomohiro Hirano, and Noriyuki Yanagawa 2017. "Asset Bubbles, Endogenous Growth, and Financial Frictions", *The Review of Economic Studies*, 84 (1): 406-443.

この論文の主要テーマは、金融市場と資産バブルである。主な経済学的問いは以下である。金融市場が発達した経済と未発達な経済を較べると、どちらの経済の方がバブルは発生しやすいのだろうか。資産バブルは、投資や経済成長などの実物経済にどのような影響をもたらすのだろうか。また、バブル崩壊後に長期停滞に陥ってしまう経済があるのに対して、崩壊後に比較的早くV字回復する経済があるが、なぜこのような違いがあるのだろうか。バブル崩壊後の経済成長パスと金融システムの質の間には、どのような関係があるのだろうか。さらに、資産バブルは経済厚生にどのような影響を与えるのか。これらの問いに対して、理論的な観点から明らかにした。

2. 研究の目的

リーマンショック以降各国中央銀行、金融監督当局では、資産バブルに対してどのような経済政策を採るべきかに関して大きな関心が寄せられている。資産バブルに対してどのような政策が望ましいのかに関しては、大きく言って二つの見方がある。一つの見方は、バブルはそもそもバブルかどうか分からず、仮に分かったとしても、バブルに対して何ら

かの金融規制を採るよりも、バブル期にはバブルを静観し、いざバブルが崩壊した後に目一杯救済政策を採れば良いという見方である。これは後始末戦略 (clean up policy) と呼ばれ、金融危機以前では、米国の中央銀行を中心に大きな支持を集めていた。したがって、この見方はしばしば Fed View とも呼ばれている。

他方で、別の見方もある。それは、バブルの発生を抑え、バブルが実体経済に与える影響やバブル崩壊の悪影響を緩和するためには、政府は資産バブルに対して何らかの事前規制を採るのが望ましいという見方である。これは事前規制戦略 (lean against bubble policy) と呼ばれ、主に BIS のエコノミストから大きな支持を集めている。したがって、この見方はしばしば BIS View とも呼ばれている。本研究の目的は、資産バブルの発生と崩壊を含んだ経済成長理論を構築した上で、バブル崩壊後の事後救済とバブル崩壊前の事前規制のどちらが経済厚生観点から見て望ましいのかを明らかにすることである。

3. 研究の方法

本研究は、東京大学の柳川範之教授、楡井誠准教授、一橋大学の陣内了准教授、ボストン・カレッジの Pablo Guerron-Quintana 准教授、コロンビア大学の Jose A. Scheinkman 教授との共同プロジェクトに基づいている。

まず、資産バブルを含んだ動学的一般均衡理論を構築し、資産バブルと金融の関係を明らかにした上で、政策含意を導くのが本研究の特徴である。所得・資産分布に関する研究についても、動学的一般均衡理論を構築した上で、政策含意を導いているのが特徴である。

4. 研究成果

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規模の大きなバブルが生じる。そこでこの規模の大きなバブルに対して金融規制を導入すると投機活動が抑えられ、バブル規模が小さくなる。その結果、より多くの資金が生産的な実物投資に回るようになり、経済全体の生産・賃金が上がり経済厚生も上がる。このように自由放任経済において規模の大きなバ

ブルが生じるときには、資産バブルに対する事前の金融規制は経済厚生を改善をもたらす。

興味深いのは、事前の金融規制には、救済に伴う時間非整合性問題から生じる経済厚生損失を緩和する効果があることが明らかになった。つまり、政府が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では事前に約束した救済を覆す可能性がある。事前の最適救済は事後の最適救済と必ずしも一致せず、救済には時間非整合性問題が伴う。事後でも覆されない時間整合的な救済を考えたとき、時間整合的な救済は、政府が将来の救済に完全にコミットできるときの救済と比べて、過剰救済になる場合もあれば過少救済になる場合もある。いずれの場合でも、コミットできるときの経済厚生と比べて、経済厚生は低くなり、経済厚生損失が発生する。事前の金融規制には、この将来の救済にコミットできないことから生じる経済厚生損失を緩和する働きがあり、コミットメントの代替として機能しうる。

具体的には、金融システムの質が比較的高い経済では、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経済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の金融規制を組み合わせたポリシー・ミックスによって経済厚生は改善する。すなわち、lean against bubble policy が必要となる。さらに、規模の大きなバブルが生じる場合には、金融市場がより発展した経済ほど、より厳しい金融規制が必要となることも明らかにした。

他方で、金融システムの質が比較的劣る経済では、時間整合的な救済は過少救済となる。この場合には、事後救済だけでなく資産バブルに対する補助金政策を組み合わせたポリシー・ミックスによって経済厚生は改善する。すなわち、lean with the bubble が必要となる。

以上の結果は、金融規制の納税者(労働者)に対する経済厚生分析であるが、救済対象となる企業家(バブル保有者)に対して、金融規制がどのような経済厚生効果をもたらすのかも明らかにした。さらに、バブルの発生と

崩壊に伴うブームとバストにどのような影響を与えるのかも明らかにした。結果は以下である。

時間整合的な救済が過少救済になる場合でも過剰救済になる場合でも、いずれの場合であっても、事後救済だけでなく資産バブルに対する事前政策を組み合わせたポリシー・ミックスは、救済を受ける企業家の厚生も高める。したがって、ポリシー・ミックスはパレート改善をもたらす。過剰救済のときに、なぜバブル規模を小さくする金融規制が企業家の厚生を改善するのか、その経済学的直観はシンプルである。金融規制によって、資産バブル価格が低下し、企業家の資産価値は低下する。この効果は消費を減らす厚生に対してマイナスの効果があるものの、金融規制によって、投機活動が抑えられ、経済成長が上昇を始める。この経済成長上昇によって、企業家は大きなベネフィットを受ける。それゆえ、過剰救済になる場合であっても、金融規制はパレート改善を生む。

以上のように、資産バブルに対する lean と clean を組み合わせたポリシー・ミックスは、パレート改善をもたらすことを明らかにしているが、実はこの裏側ではバブルの発生と崩壊に伴うブームとバストはかえって大きくなってしまいうことも明らかにした。このことは、ブームとバストが大きくなることから生じる経済厚生損失よりも、金融規制によって資源配分が改善され経済成長が上がり、それが経済厚生を高める効果の方が大きいことを意味する。

次に、コロンビア大学の Jose Scheinkman 教授と楡井誠准教授(東京大学)で進めているテーマは次である。1980年以降、多くの先進諸国で、トップ1%層への所得・資産集中が進んでいる。よく知られているように、所得・資産分布のトップテイルは、時代と国を超えてパレート分布に従う。

本研究ではまず、異質的な経済主体が共存するマクロ経済理論を構築した上で、まず、どのような条件のもとで、パレートテイルを持った定常資産分布が得られるのかについて明らかにした。異質的経済主体が共存する経済では、所得・資産分布に対して相反する

二つの効果が生じる。一つは、所得・資産格差を大きくする拡散効果であり、もう一つは、所得・資産格差を小さくする求心効果である。これらの相反する効果がちょうどバランスするときにパレートテイルを持った定常所得・資産分布が得られることが明らかになった。この結果を使うことで、トップへの所得・資産集中の程度を捉えるパレート指数が、どのような経済学的パラメーターによって影響を受けるのかも分析することができる。

政府による経済政策は、拡散効果と求心効果のバランスに影響を与え、パレート指数に影響を与える。例えば、資本所得課税は、しばしば経済成長を下げるため望ましくないと言われるが、本研究では、資本課税はむしろ長期的な経済成長を高め経済厚生を高めると同時に、トップへの資産集中を抑え所得・資産格差を抑える働きがあることが明らかになってきた。これらの結果を 2018 年以内に Working Paper にする予定である。

さらに、コロンビア大学滞在時には、繰り返しバブルに関する新たな理論構築を開始した。歴史を遡っても、資産バブルの生成とその崩壊は繰り返し起きている。本研究の特徴は、繰り返し起こるバブル理論を構築する点にある。これまでの既存研究では、資産バブルが起こっても、一旦バブルが崩壊すると再び起こることは予期されていない。それに対して本研究では、資産バブルは将来に渡って、何度も起こり崩壊されることが予期されている。この基礎理論構築を元に、論文では、この繰り返し起こるバブルが経済厚生に与えるインパクトを分析し、どのようなときに資産バブルは経済厚生を高め、どのようなときに経済厚生を下げるのかを明らかにした。論文は次の Working Paper として公表した。

5. 主な発表論文等 (研究代表者は下線)

[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. Guerron-Quintana Pablo, Tomohiro Hirano, and Ryo Jinnai 2018. "Recurrent Bubbles, Economic Fluctuations, and Economic Growth," Bank of Japan Working Paper Series18-E-5. (査読無)

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

(2) 研究協力者

[主たる渡航先の主たる海外共同研究者]

Jose A. Scheinkman

コロンビア大学・経済学部・教授

[その他の研究協力者]

Joseph E. Stiglitz

コロンビア大学・ビジネススクール・教授