

金融経済学の新潮流： 2012年度「金融班」研究活動の成果から

福田 慎一

東京大学大学院経済学研究科教授 「金融班」主査

金融経済学の新潮流

少子高齢化が急速に進展するわが国では、持続的な経済成長の実現に向けて、経済システムの構造的な改革と新しいパラダイムへの移行が不可避となりつつある。金融面では、アベノミクスで心理面での大幅な改善はみられるものの、依然としてデフレが続く中で、貸し出しの伸び悩みも続いている。その一方で、為替相場の大きな変動や貿易収支赤字の顕在化などの影響が高まり、日本経済の新たなリスク要因となっている。

一方、世界に目を向ければ、もっと大きなパラダイム転換が進行している。欧州ではユーロ危機の後遺症を払拭しきれない中、新興国は着実に力を伸ばし、足元では不安定要因を示しつつも、政治も経済も多極化する構図が一段と鮮明なものになりつつある。また、米国では、金融危機の傷跡が徐々に克服され、シェールガスなど、新たな産業の牽引の息吹も育ちつつある。

財団法人統計研究会と一般財団法人日本経済研究所は、金融の諸問題に関する大学横断的な研究交流・共同研究の場として、わが国トップレベルの金融研究者グループから成る委員会「金融班」を組織し、毎年活発な研究活動を行っている。2012年度は「金融経済学の新潮流」と題し、金融班委員や外部からの報告者を招いて8回にわたる月例研究会と、海外の研究者も交えながら国内外で4回のコンファレンスを実施したほか、東京大学金融教育研究センター（CARF）および日本政策投資銀行設備投資研

究所による東大・設研シンポジウムを共催し、金融経済学の新潮流といえる様々なテーマに関する研究報告を行い、そこから得られるインプリケーションについて活発に議論した。本稿では、その成果の一端を紹介したい。

金融危機と米国・欧州・アジアの金融システム

リーマンショックに端を発する世界的な金融危機の構造と原因の解明に当たり、金融危機の歴史を振り返ることで、その背景や意味を探ることができる。東京大学の伊藤正直教授は、1920～30年代と1970～80年代に起きた金融危機の歴史に関する分析を報告した¹。大恐慌や1980年代の米国金融危機、1997～98年のアジア金融危機などのケースから、20世紀の国際金融システムは不安定性を抱えており、金融危機はその不安定期に頻発している。しかし危機の原因となるバブルの発生期には常に“*This time is different*”という楽観論が市場を支配することが多く、その中でバブルの拡大と崩壊を予想するのは困難であるため、金融危機の原因は突き止められてもその防止は困難であることが指摘された。

九州大学の川波洋一教授と神戸大学の地主敏樹教授は、第二次世界大戦後のアメリカ経済の動向と金融危機に関する分析について報告した²。1929年の大恐慌以降、アメリカの金融システムは金融規制の緩和により競争促進的な発展を遂げたが、それにより金融取引が拡大して金融バブルが頻繁に発生するとともに、金融システムの不安定性が増大した。金

¹ 「金融危機の歴史—1920—30年代と1970—80年代—」2012年10月月例研究会。

融機関の負債の短期化と資産の長期化という mismatches 構造が証券化を促進し、シャドーバンキングが発達する一方、規制監督が適切に対応できなかったこと等が危機をもたらした可能性が指摘された。

米国発の金融危機は、欧州の金融機関経営にも大きなインパクトを与え、欧州経済にも打撃を与えた。一橋大学の小川英治教授は、欧州においてもバランスシートを毀損した金融機関に対して資本注入を行う対応を迫られるなか、ギリシャを始めとする財政危機に発展していった過程とその解決策について報告を行った³。ユーロ圏諸国の財政危機を解決するためには、失墜した信託を回復するための財政再建、財政再建のインセンティブとしての民間部門関与による債務削減、セーフティネットとしてのEFSF（欧州金融安定ファシリティ）とESM（欧州安定メカニズム）の設立とそれらの資本増強が必要であり、財政危機国の財政規律の確立とモラルハザードの防止が求められることが指摘された。

一橋大学の清水啓典名誉教授は、このようなリーマンショック以降の世界的金融危機から導かれるアジアの金融システムへの教訓についての報告を行った⁴。自己資本比率規制が危機を防止する機能を果たさなかった点や、金融危機の防止には流動性確保が鍵である点、変動為替相場制度に基づく通貨間競争が国家間のモラルハザードを防止する上で不可欠となる点、アジアの金融システムは、安定的流動性供給源としての預金を基礎とする資金調達を行っているため、欧米とは異なる規制体系が必要である点、欧米発の世界一律規制を修正すると共に、日本

がアジアへの安定的成長資金を提供することで世界経済の成長を促進する必要がある点が指摘された。

金融危機と銀行経営

金融危機に関する研究のなかでも、金融機関の経営に大きな影響を及ぼす流動性に関する論点は重要である。専修大学の石原秀彦准教授は、金融危機を説明する理論モデルに関する包括的なサーベイを行い、流動性の概念の整理や危機の捉え方の分類、標準理論としての金融加速度理論、Bryant=Diamond=Dybvig モデルや Holmstrom=Tirole モデルなどについての研究報告を行った⁵。特に、民間企業部門の中で発生する「内部流動性」と外に存在する「外部流動性」との違いを定義し、後者の「外部流動性」の存在が金融危機に際して重要であることが強調された。

また金融危機と関係の深い問題の一つとして、銀行規制が挙げられる。慶應義塾大学の池尾和人教授は、米国金融危機後の銀行規制のあり方についての議論に関する報告を行った⁶。リーマンショック以降、金融規制当局はシャドーバンキングへの規制強化を試みているが、証券化という手法そのものよりも銀行本体のリスク管理体制を強化することの重要性や、報酬規制によるインセンティブ構造の設計の難しさ、破綻処理手続きの整備における課題、自己資本比率規制のみではリスク管理として十分でない点などが指摘された。

金融危機は、中小企業金融や地域金融にも大きな影響を与えるものである。名古屋大学の家森信善教

² 「アメリカ経済と金融危機」2012年7月月例研究会。

³ 「金融危機と欧州経済」2012年6月月例研究会。

⁴ 「国際的金融危機の教訓とアジアの金融システム」2013年1月月例研究会。

⁵ 「流動性と金融危機」2012年4月月例研究会。

⁶ 「金融危機と銀行規制」2012年5月月例研究会。また、銀行規制と貸出についての研究報告として、KiYoung Park（延世大学）「New Evidence on Procyclical Bank Capital Regulation: The Role of Bank Loan Commitments」2012年12月国際コンファレンス「経済政策の諸問題」。

授は、リーマンショックに端を発するグローバル金融危機において、日本の中小企業及び中小企業金融機関がどのような対応を取ったかについての研究を報告した⁷。中小企業側及び金融機関側のデータの特徴から、日本の金融機関はリーマンショック以降も中小企業への貸出を十分に行っており、企業と金融機関の長期継続的な顧客関係をベースに貸出に伴う情報の非対称性の問題を緩和し、貸出をスムーズに行う仕組みであるリレーションシップバンキングの果たす役割の重要性が指摘された。また政府による信用保証制度や金融円滑化法などの政策については、倒産の急増を抑制する等の効果があったものの、政府の支援に容易に依存するモラルハザードや不良債権問題の先送り等につながる可能性が指摘された。

金融市場と金融・財政政策に関する実証・理論分析

金融危機が金融市場に与えた影響は様々で、さまざまな形での理論的・実証的研究が求められている。筆者はユーロ危機下におけるユーロ加盟国以外のEU諸国への影響を、特に英国とデンマークの動向に着目し、金融危機が通貨の流動性に与える影響について実証的に分析した論文を報告した⁸。

日本大学の小巻泰之教授は、日本のCPI改定が大幅となった要因や改定の予測可能性を検証した上

で、CPI改定が金融市場に与えた影響をインフレ連動債から得られる期待インフレ率をもとに実証した報告を行った⁹。

金融政策については、東京大学の小枝淳子特任講師が、日本の金融政策のレジームを平常時とゼロ金利政策の2つに分割し、それぞれのレジームにおいて政策金利の変化や超過準備金の変化が物価や需給ギャップにどのような影響を与えるかを分析した研究を報告した¹⁰。

上智大学の竹田陽介教授と愛知大学の打田委千弘教授は、通常集計値として扱われる政府支出を複数部門から構成される支出と捉えた上で、そのマクロ経済に与える影響をアメリカのデータを用いて実証的に分析した研究を報告した¹¹。

そのほか政策に関する研究として、環境に配慮した経済成長と韓国のグリーン・グロース政策に関する研究や、R&D税額控除がR&D支出に与える効果を日本の2003年税制改正を用いて検証した研究などが報告された¹²。

一方、経済理論からのアプローチとして、東京大学の瀧雅之教授は、ロバート・マンデルの最適通貨圏の理論におけるミクロ的な基礎付けを提案し、各国の中央銀行の行動が所得分配及び資源の効率性に与える影響を分析した論文を報告した¹³。また神奈川大学の玉井義浩准教授より、名目賃金契約が成立するための財の価格変動に関する仮定をより一般

⁷ 「金融危機下での中小・地域金融—リレーションシップバンキングと危機対策の効果」2012年6月月例研究会。

⁸ 「Strong Sterling Pound and Weak European Currencies in the Crises: Evidence from Covered Interest Parity of Secured Rates」2012年8月金融班コンファレンス。

⁹ 「金融政策におけるCPI改定の影響—物価連動債を用いた影響の計測」2012年8月金融班コンファレンス。

¹⁰ 「An SVAR analysis of Japan's monetary policy with endogenous ZIRP shifts」2012年11月月例研究会。

¹¹ 「Aggregate Effects of the Composition of Government Spending in Multi-Sector DGE Models: Spatial VAR Estimates」2012年8月金融班コンファレンス。

¹² Doowon Lee (延世大学) 「Structural Change and Global Green Growth, 1980-2009: Implications for Korean Green Growth Policy」、鈴木道雄 (東京大学) 「Does R&D Tax Credit Affect R&D Expenditure? Japanese Tax Credit Reform in 2003」2012年12月国際コンファレンス「経済政策の諸問題」。

¹³ 「A microeconomic foundation for optimum currency area」2012年8月金融班コンファレンス。

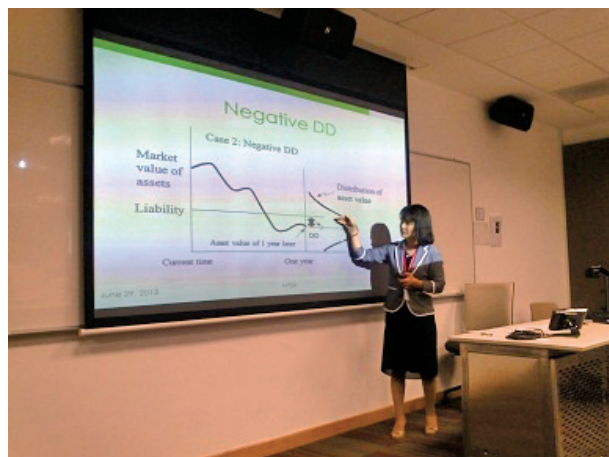
化した場合も契約の解が存在することについて報告がなされた¹⁴。

また、資産バブルと政府による救済策の関係や、ニューケインジアン・モデルにおける生産性ショックと住宅市場のインフレーションについての理論的な研究成果も内外の研究者より報告された¹⁵。

銀行経営や企業金融に関する研究

以上のような金融危機とマクロ経済政策や金融市場との関わりを巡る諸問題の他、銀行経営や企業金融に係る問題に対する実証研究の報告も多くなされた。中央大学の原田喜美枝教授は、市場評価に基づく「倒産距離」が銀行破綻を予測する指標としてどの程度有効かを評価するため、破綻した邦銀についての同指標の動きを分析した研究を報告した¹⁶。多くのケースで破綻懸念が高まると倒産距離が小さくなることや、破綻した銀行と健全な銀行との倒産距離の差が銀行の健全性を測る有益な指標であったこと、粉飾決算があった銀行では、倒産距離や倒産距離の差の指標は破綻を予測できなかったこと等が指摘された。

国際基督教大学のヘザー・モンゴメリー上級准教授は、リーマンショック後に米国で実施された2000億ドル以上に上る資本注入プログラムが、どのような政策効果をもたらしたかという点について報告した¹⁷。同プログラムは資本注入を受けた銀行の規制資本比率を上昇させることには成功したものの、銀行貸出を促す効果はなく、むしろ貸出を減らしてリ



スクの高い資産を削減したことが示された。また、米財務省は明示的な政策目標とはしていなかった不良債権の処理を進める効果がみられたことが指摘された。

また銀行の貸出能力が企業の設備投資行動に与える影響について、日本政策投資銀行設備投資研究所の宮川大介副主任研究員が報告を行った¹⁸。銀行の貸出能力に対する外生的なショックを正確に識別するため、阪神大震災のケースに基づいて銀行と企業が被災地に立地しているか否かを分類し、メインバンクの立地が被災地域外の顧客企業の設備投資に与える影響を検証した。その結果、被災地域のメインバンクと取引している被災地域外の企業は、被災地域外のメインバンクと取引している企業と比較して設備投資を減少させることが判明した。

日本政策投資銀行設備投資研究所の品田直樹主任研究員は、昨今、日本企業が現預金保有を増やしている背景とそれが企業価値やパフォーマンスに及ぼす影響について報告した¹⁹。企業は近年、キャッ

¹⁴ 「Asymmetric Wage Indexation under Knightian Uncertainty」2012年8月金融班コンファレンス。

¹⁵ 平野智裕（東京大学）「Asset Bubbles and Bailout」2012年12月国際コンファレンス「経済政策の諸問題」。

¹⁶ 「Is the Distance to Default a Good Measure in Predicting Bank Failures? Case Studies」2012年6月 The 8th Annual Conference, Asia Pacific Economic Association.

¹⁷ 「The Effectiveness of Bank Recapitalization Policies: Evidence from the United States」2012年6月 The 8th Annual Conference, Asia Pacific Economic Association.

¹⁸ 「Natural Disasters, Damage to Banks, and Firm Investment」2012年9月月例研究会。

¹⁹ 「Firms' Cash Holdings and Performance: Evidence from Japanese Corporate Finance」2012年6月 The 8th Annual Conference, Asia Pacific Economic Association.

シュフローの不確実性の高まりに伴い予備的に現預金を積み増している。金融危機後にそうした保守的な財務管理を行った企業は外部からも高く評価されたが、積み増した現預金が収益増につながるような投資に振り向けられていない傾向がみられていることが指摘された。

国際金融・経済に関わる諸問題

金融取引や経済活動の一層のグローバル化に伴い、国際金融市場や貿易、アジア経済等に関する研究も報告された。

明治学院大学の佐々木百合教授より、為替レートのパス・スルー（価格転嫁）と市場シェアの関係についての研究が報告された²⁰。日本では新興国向け輸出に比べ先進国向け輸出でパス・スルー率が高くなっていることや、特に自動車産業では新興国市場に比べて先進国市場がより競争的であることから、競争度合いが高い市場ほどパス・スルー率が高いことが示された。

今年2月に行われた東大・設研シンポジウムは「国際金融の新たな展開と日本企業のダイナミクス」と題し、日本企業の貿易と銀行取引の関係やクロスボーダー M&A と企業価値、中国のマクロ経済と景気循環、日中韓の実質実効為替レートなどに関する研究が報告されたほか、「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」をテーマに東京大学の伊藤隆敏教

授による基調講演と当該分野を専門とする研究者・実務家によるパネルディスカッションが行われた²¹。

また国際貿易と文化的障壁等との関係についての研究が報告された²²ほか、アジアや欧米の研究者が多数参加した「China and the World Economy」「The Global Economy」と題する国際コンファレンスでは、中国経済における集積の利益や、人民元をはじめとする為替レートの問題、中国をめぐる対外関係について幅広く議論されたほか、世界経済の貨幣的側面、新興国の諸問題、アジア諸国の課題について各々多角的な観点から議論された²³。

結 び

世界的な金融危機を経て、経済成長における金融の役割は一層重要なものとなっている。アベノミクスは市場心理を好転させ、とりあえずは順調な出足であるが、金融市場の不安定性は決しておさまったわけではない。实体经济への波及効果も依然として不透明なままである。金融市場や金融政策を取り巻く内外の環境はここ数年で劇的な変化を遂げている。デフレからインフレへ、資金余剰から資金不足へ、低金利から金利上昇へ、円高から円安へとといった大きな局面変化を迎えるにあたり、その転換期にふさわしい経済学、そして金融研究の新しい展開を踏まえて、今後も研究活動を行ってまいりたい。

²⁰ 「Market Share and Exchange Rate Pass-Through in Japanese Automobile Trade」2012年6月 The 8th Annual Conference, Asia Pacific Economic Association.

²¹ 詳細については、日経研月報平成25年6月号を参照されたい。

²² Jaeok Park (延世大学) 「International Trade with Cultural Barriers and Cultural Learning」2012年12月国際コンファレンス「経済政策の諸問題」。

²³ 「China and the World Economy」「The Global Economy」2013年3月国際コンファレンス。