

金融経済学の新潮流： 2013年度「金融班」研究活動の成果から

ふくだ しんいち
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を求めて

日本経済は、アベノミクス「第一の矢」としての日銀の量的質的緩和によってデフレ脱却のきっかけをつかんだが、その道筋はまだ確固たるものとは言えず、金融面では、依然として貸し出しの伸び悩みが続いている。また、少子高齢化が急速に進展するなか、年金問題を筆頭に人口増加を前提とした様々な経済社会システムは完全に制度疲労を来しており、持続的な経済成長の実現に向けて、それらの抜本的な改革の必要性が叫ばれて久しいが、その進展は極めて遅い。さらには、経常収支は黒字を維持しているものの、貿易収支の大幅赤字傾向は構造的なものとなり、巨額の財政赤字と並んで、日本経済の新たなリスク要因となっている。

幸い足下の世界経済は安定を保っているが、新興国経済の勢いに翳りが見えるなか力強さを欠いており、日本が外需に依存した成長を期待することは難しい。このような状況のなか、アベノミクス「第三の矢」である成長戦略が遅々として進まない改革の壁を射貫く真の矢となりうるかどうかは、今後の日本経済の命運を決する重要な鍵であると言えよう。金融経済学も、従来の枠組みにとらわれず、幅広い視点から金融の役割というものを再検討していかなければ、日本経済に対して有効な処方箋を提供することが難しい時代となってきている。

一般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」を組成し、毎年活発な研究活動を行っている。2013年度は前年度に引き続き「金融経済学の新潮流」と題して、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3回のコンファレンスを実施し、金融経済学の新たな潮流を探るべく幅広い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、その成果の一端をご紹介します¹。

アベノミクスと市場の期待

アベノミクスの最大の特徴は、デフレ脱却という政策目標を掲げて強いコミットメントを示し、政策のレジーム・スイッチを印象付けることで、市場や経済主体の期待に働きかけた点にあると言えよう。

福田慎一（東京大学）は、このような観点から、なぜ市場の期待がアベノミクスのもとで大きく変化したかを、野田佳彦前首相が解散総選挙を表明した2012年11月以降の株価上昇や円安進行の背景や、国内投資家と外国人投資家の非対称的な行動という点に注目して分析した²。高頻度日中データを用い、構造変化テストとイベントスタディの手法による実証分析を行った結果、様々なニュース・ショックは、たとえそれが日本の昼間に発表されたものであっても、主として外国人投資家が取引を行う日本の夜間にだけ株価や為替レートに影響を与えたこと

¹ 以下で紹介する研究報告の報告者の所属は、全て報告当時のものである。

² “Abenomics: Why was it so Successful in Changing Market Expectations?” 2013年9月金融班コンファレンス。



アベノミクスに関するシンポジウムの光景

が指摘された。すなわち新しい政策レジームの下、外国人投資家は日本株の購入と日本円の売却に積極的になったが、国内投資家はそうではなかったことが示された。ただし、2013年5月23日の市場クラッシュ以降、この非対称性の重要性は低下した可能性がある。

アベノミクス「第一の矢」がこれまでのところ一定の効果を発揮してきたのは、円高修正の果たした役割が大きかったことも衆目の一致するところである。しかしながら、為替レートの変動メカニズムについては、将来予測の精度という点でシンプルなランダムウォークモデルを凌駕する開放マクロ経済の均衡モデルを見出せないことが、長年にわたり経済学者や政策担当者を悩ませてきた。その一方、いわゆる「リフレ派」の間では、「ソロス・チャート」と呼ばれる経験則が存在し、為替レートが2国のベースマネーの比率で決定されるという主張もなされてきた。

加納隆氏（一橋大学）は、このような観点から、為替レートの決定メカニズムを再検討し、ランダムウォーク性が2国からなるシンプルな開放経済

DSGE（動学的確率的一般均衡）モデルの一意的な均衡解として描写でき、それによって為替レートの変動を産み出す経済的なファンダメンタルズを識別できることを示した³。仮に「ソロス・チャート」が成立していれば名目為替相場が2国間のベースマネー比率と強い正の相関を持つことになるが、アベノミクス下の円安・ドル高は総選挙の前から既に始まっており、主として日米のベースマネー比率に劇的な反転がない段階で進行した。このことは、為替相場を決定するうえでは、どのような金融政策を実施したかでなく、どんな政策を採用するかという期待形成が重要だということを示唆しており、加納氏のモデルとも整合的である。

為替レートを巡る論点

為替レートの問題は、アベノミクス以前から、日本経済の動向を大きく左右してきた。とりわけ近年のグローバル化の進展のなかで、円ドル・レートだけでなく、東アジア諸国との相対的な為替レートの動きが、日本経済に少なからぬ影響を及ぼすようになってきている。

³ “Exchange Rates and Fundamentals: Closing a Two-Country Model,” 2013年4月月例研究会。

小川英治氏（一橋大学）らは、このような問題意識から、東アジア地域におけるどの国の通貨価値が2007年夏以降の世界金融危機に影響されたのか、また危機の前後に通貨間でどのようにミスアライメント（均衡為替レートからの乖離）が現れたのかについての実証分析を報告した⁴。その結果、世界金融危機が発生する以前から東アジア諸国通貨の為替相場変動が不安定化する状態となっていたこと、その原因として2005年半ば頃から行われていた通貨のキャリー・トレードとその引き揚げによる大規模な資本移動の影響が見られること、各国間の為替相場制度や為替相場政策の違いにより各国通貨の間に発生するミスアライメントが長期的に収斂せず、為替相場変動には同調性が乏しいことなどが指摘された。

また、武田史子氏（東京大学）らは、1995～2011年における円ドル為替レートへの口先介入の効果についての測定結果を報告した⁵。口先介入の発言者だけでなく、発言の中身までを分析対象としたイベントスタディによって、市場参加者は、断固とした発言をする金融当局者の発言を信用し、また為替レート政策を行う財務省や日銀スタッフの発言を信用したことなどが指摘された。

以上のほか為替レートを巡っては、為替レート分析に用いられるリアルタイムデータ（意思決定時点で利用可能であったデータ）のデータセットの問題点とその改善方法に関する研究や、そもそも外国為替市場における通貨間の両替という経済学的には一見非効率的な取引がなぜ行われるのかを理論的に説

明しようとした研究などが報告された⁶。

物価指標の改善を目指して

物価指標は、あらゆる経済政策の立案・実行・評価、また年金財政などの制度設計において、極めて重要な役割を果たす経済統計であり、実態をできる限り正確に映す鏡であることが求められるのは言うまでもない。アベノミクスによって日本経済が「デフレ脱却」に一步近づき、また消費税引き上げの影響が注目を浴びる中、物価指標の一層の改善を目指す研究が進展することは望ましい。

物価指数は、生計費を測るためにも有用な指数であるが、平均的な財の支出シェアと購入先業態を仮定することになる。しかし現実には、消費バスケットやその購入先は世帯ごとに異なっており、世帯ごとに異なる物価指数に直面していると考えられる。このような問題意識から慶田昌之氏（立正大学）は、宇南山卓氏（財務省）との共同研究成果に基づき、年齢階級別の物価指数の試算結果とその長期的な変動について報告した⁷。その結果、1987～2007年の20年間において、高齢者の物価指数の上昇率は平均を2%程度上回り、かつその上昇率も基本的には年齢階級が上がるほど高かったこと、これら年齢階級別の物価上昇の違いをもたらす主因は購入先業態というよりも支出シェアの違いであることなどが指摘された。

一方、渡辺努氏（東京大学）らは、1988～2013年まで四半世紀のスキナーデータを用いた日次物価指数の計測結果を報告した⁸。日次物価指数の前年

⁴ “How Did the Global Financial Crisis Misalign East Asian Currencies?” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 国際コンファレンス。

⁵ “Effects of Oral Intervention on Fluctuations in Exchange Rate : Evidence from Japan 1995-2011,” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

⁶ 小巻泰之氏（日本大学）「リアルタイム同時性を考慮した金融変数の予測精度」、田中茉莉子氏（明海大学）「国際貿易と通貨」、2013年9月金融班コンファレンス。

⁷ 「家計別消費者物価指数の計測について」、2013年6月月例研究会。

比は、基本的には消費者物価指数の対応品目の前年比と似た動きをしているが、消費者物価指数の前年比を四半世紀の平均で0.5%ポイントほど下回る傾向があること、ただしこの乖離幅は時期によってかなり大きく変動しておりデフレ突入時期の認識に2年以上の差が生じること、日次物価指数は特売の影響などを反映して消費者物価指数に比べてボラティリティが大きいことなどが指摘された。

日本の金融システム

日本経済の本格的な再生には、新たな成長企業の登場が不可欠な要素であり、それに呼応して金融セクターがリスクマネーの供給を円滑に行えるかどうか、もう一つの鍵となる。こうした観点から、日本の金融システムの来し方を振り返りつつ、それらの本質に迫る新たな理論の構築を継続していくことも重要である。

堀内昭義氏（中央大学）は、戦前期日本の金融システムについて、これまでの氏の研究成果やデータを踏まえつつ、改めて考察を加えた結果を報告した⁹。戦前期日本の経済発展の過程、特に1930年代初めまでの時期において、銀行の融資活動が全体として産業の発展に無視できない影響を及ぼしたこと、大企業については株式市場の役割も重要であったこと、ただし株式発行による資金調達を受け皿としては、やはり大手銀行の役割が重要であり、銀行融資と証券市場とを対立する資金調達方法として二分することには注意が必要であることなどが指摘された。

ただ、金融危機によって銀行部門のバランスシ-

トが劣化すると、自己資本を回復しようとする銀行の行動が貸し渋りなどを引き起こし、企業部門に悪影響が波及しがちである。金融危機後に銀行の健全化のために導入された様々な措置が、実際にどのような効果をもたらしたのかについては、学問的な検証を積み重ね、教訓を引き出して今後に生かしていくことが求められる。例えば、日本の金融当局は、不良債権比率がピークを打った2002年頃を境に、ある意味で対照的とも言えるほど政策スタンスを変更した。2002年までは、貸し渋りなどの問題を緩和しようと、自己資本比率の算定ルールに関して種々の裁量的政策を行っていた。佐々木百合氏（明治学院大学）は、こうした裁量的政策の効果を有価証券含み益、劣後債、不良債権処理、公的資本注入、繰延税金資産などの項目ごとに計測し、全体として邦銀の貸出増加に対して有意であったことを報告した¹⁰。一方、2002年の金融再生プログラム実施以降は、不良債権処理の推進にプライオリティが置かれ、それによって著しく体力が低下した金融機関については破綻も辞さない、ルール重視の行政への転換がはかられた。随清遠氏（横浜国立大学）は、金融再生プログラムによって強化された不良債権処理プロセスが銀行の経営パフォーマンスに与えた影響を分析し、不良債権処理の加速が銀行のROAやROEを高めた一方、株式収益率は低下し、さらに超過準備の増加などの形で銀行の金融仲介能力を低下させた可能性があることを報告した¹¹。また、アメリカではリーマン・ショック後の2008年10月に成立した金融安定化法により、不良債権買取プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）が導

⁸ 「スキャナーデータを用いた日次物価指数の計測」、2013年9月金融班コンファレンス。

⁹ 「戦前期日本の金融システムについて」、2013年5月月例研究会。

¹⁰ “Japan’s Discretionary Policies Regarding Banks under the Basel Accord : A Simultaneous Equation Analysis of the Lending Behavior Japanese Banks,” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

¹¹ 「不良債権問題の終息は何をもたらしたか?」、2013年9月金融班コンファレンス。



金融班コンファレンスの光景

入されたが、このプログラムは銀行貸出を促進するという所期の政策目的を達成できなかったことが、ヘザー・モンゴメリー氏（国際基督教大学）らの実証分析に基づいて報告された¹²。このほか、アメリカ発の金融危機に関しては、細野薫氏（学習院大学）らが、日本企業への危機の伝播を株価への影響とその後の営業利益への影響に分けて計測し、株価に対しては流動性チャンネルが、営業利益に対しては貿易チャンネルが重要であったとの報告を行った¹³。

信用サイクルと経済の安定性

金融システムは経済の潤滑油のようなものであり、それが健全性を失うと、経済活動にも大きな支障が発生する。金融市場の安定性をいかに確保するかは、日本経済にとっても重要な問題である。

松山公紀氏（ノースウェスタン大学）は、このような観点から、氏自身の内生的信用循環のモデルを再構成することによって、より単純な仮定の下で、

金融的摩擦が経済活動の不安定性と恒常的変動をもたらすメカニズムを描写できることを報告した¹⁴。金融的摩擦によって引き起こされる経済変動の性質としては、定常状態は小規模なショックに対しては安定的だが、大規模なショックに対しては不安定的になること、いったん定常状態が局所的安定性を失うと、その効果は破滅的かつ非可逆的なものとなることなどが指摘された。

1990年代の日本の銀行貸出市場は、貸出機会の縮小という需要側の要因に加え、不良債権の増加や株価下落によって低下した自己資本比率を回復するためリスクアセットである貸出を減らし国債等の安全資産に振り替えざるを得ないという供給側の要因も加わって、大きく縮小した。しかしながら、このような貸出の低迷と国債保有の増加は、不良債権問題が峠を越えてからも、2000年代にわたって継続したのであり、その理由は必ずしも明らかにされていない。

¹² “The Effectiveness of Bank Recapitalization Policies : Evidence from the United States,” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

¹³ “Effects of Oral Intervention on Fluctuations in Exchange Rate : Evidence from Japan 1995-2011,” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

¹⁴ “Revisiting the Model of Credit Cycles with Good and Bad Projects,” 2013年12月月例研究会。

櫻川幸恵氏（跡見学園女子大学）は、この問題に焦点を当てた実証分析を報告した¹⁵。その結果、経済成長率、自己資本比率や不良債権比率といった変数が国債保有の増加率に有意であったほか、国債市場におけるシェアが大きい銀行ほど国債購入に積極的であり、2000年代の邦銀の国債買い増しの背景には、自らの購入削減が市場暴落の引き金を引くことを避けたいという動機もあった可能性が指摘された。

イノベーティブな企業活動の復活に向けて

アベノミクス「第三の矢」である成長戦略の成否を展望する上では、日本の企業部門がイノベーティブなマインドを取り戻せるかどうかを鍵を握る。

花崎正晴氏（一橋大学）と松下佳菜子氏（日本政策投資銀行）は、日本企業の多角化行動とその帰結に関する包括的な実証分析を報告した¹⁶。企業は多角化によって成長分野や将来有望な分野に進出し、新たな収益源を確保したり、旧事業と新事業を兼業することによって従来とは違った顧客層を取り込むなどの相乗効果も期待できる。しかしながら、多角化はともすれば企業経営者と外部株主の間の情報の非対称性を深刻化させ、私的利益のための投資の温床となりやすいことも事実である。過去20年間の上場企業データに基づく分析結果からは、日本企業の多角化は必ずしも高い水準にあるとは言えず、またコーポレート・ガバナンスの問題に関連した多角化の負の側面が顕在化しているわけでもないことなどが指摘された。

企業活動の在り方に関するより根源的な問いかけ

として、川西諭氏（上智大学）は、広田真一氏（早稲田大学）らとの共同研究成果に基づき、株式会社制度、とりわけ株主利益の最大化が強調される公開株式会社が内包する様々な問題点について報告した¹⁷。不完備契約理論を援用し、ステークホルダーの価値創造過程への貢献（Input）と報酬（Output）がともに立証可能でない場合には、株主利益最大化を目標とする標準的な株式会社が十分に社会的価値を創造できなくなる可能性があること、より具体的には、従業員の人的資本が競争力の源泉である企業においては、株主の権利が強くなると従業員のモチベーションが低下し、結局のところ経営の効率性が低下するという弊害があること、この問題を緩和するには、非公開化もしくはパートナーシップ等の会社形態をとるか、もしくは公開株式会社を選択する場合でも、長期保有の株主を制度的に優遇する政策をとるなど短期保有の株主の権利を抑制すべきであることなどが指摘された。

さらに、寺西重郎氏（日本大学）は、日本経済の比較優位について、宗教的要因にまで遡って再考察した¹⁸。その結果、日本では個人主義が弱く、チームワークでそれをカバーする特質があり、それゆえ日本経済の比較有意はものづくりにある、といった日本人特異説は成立しないこと、日本における個人主義は、自己実現のための求道にその基礎を持ち、職業的求道の結果である高品質製品の生産能力が人的資産の重視につながり、求道の成果を評価するシステムが消費者と生産者を結びつける商業主導・需要主導の経済システムに結果したことなどが指摘された。

¹⁵ “Why do Japanese banks hold a large amount of government bonds?” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

¹⁶ 「コーポレート・ガバナンスと多角化行動－日本の企業データを用いた実証分析－」、2013年10月月例研究会。

¹⁷ 「現代の株式会社が社会的価値を創造するには？－不完備契約理論からの考察－」、2013年11月月例研究会。

¹⁸ 「経済行動の宗教的基礎：日英比較」、2014年1月月例研究会。

成長の源泉としての無形資産

経済のグローバル化や情報通信技術の普及とともに、工業製品は急速にコモディティ化が進み、物的資本の多寡ではなく、人的資本や組織資本といった無形資産が企業の競争力を決する時代が到来しつつある。しかしながら、現状の企業会計制度の下では、こうした無形資産の価値は必ずしも企業の財務諸表に反映されていない。宮川努氏（学習院大学）らは、このことが設備投資関数の推計などにおいて最も重要な変数であるトービンのQの計測に深刻な歪みをもたらしている可能性を指摘するとともに、日本の上場企業における無形資産価値の計測結果を報告した¹⁹。無形資産価値を考慮に入れる形で修正されたQは、伝統的なQとは異なり、平均的には理論値である1にほぼ近い値をとり、株価は無形資産の価値を評価して形成されていることなどが指摘された。

人的資本の形成には教育の役割が重要であることは論をまたない。藤本淳一氏（東京大学）は、発展途上国における1人当たりGDPの低さには、平均的な就学率の低さが指摘されてきたが、実は「才能の配分の失敗」というもう1つの重要な問題が見落とされていることを報告した²⁰。貧しい家庭に生まれた子供の中にも、一定の割合で優れた才能を持った子供がいるはずで、そうした子供たちが教育を受

けられないことが、平均的な就学率の差以上に経済成長に対して長期的かつ大きな損失を及ぼしている可能性が指摘された。

以上のほか、日本企業の行動に関する実証研究としては、自動車組立企業と部品企業を対象に、契約上明記できない投資や獲得した関係特殊的技能の特殊性の程度が垂直的統合の可能性を左右しているかを検証した研究や²¹、上場企業において資本構成の最適水準への調整がいかなる形で行われているかを検証した研究が報告された²²。また、環境問題に関しては、家計の省エネ行動に関するアンケート結果に基づき、省エネに関する社会的規範の影響を、アンケート調査データに内在する様々な問題を考慮に入れた推定手法により検証した研究が報告された²³。さらに、日韓両国の研究者が多数参加した経済理論や経済政策に関する国際コンファレンスでも、韓国自動車産業や北朝鮮経済から、市場や貨幣の根源的問題に至るまで、幅広いテーマに関する研究成果が報告され、活発な討論が行われた²⁴。

結 び

アベノミクスが2年目を迎えた日本経済は、量的質的金融緩和による円安・株価上昇のモメンタムが一段落し、消費税増税による内需の下押しや、地政学的リスク等を背景とする外需の不透明感といった逆風のもと、新たな成長軌道に乗れるか否かの岐路

¹⁹ “Does the Stock Market Evaluate Intangible Assets? – An Empirical Analysis Using Listed Firm Data in Japan,” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

²⁰ “Misallocation of Talent and the Wealth of Nations,” 2014年2月月例研究会。

²¹ 竹田陽介氏（上智大学）・打田委千弘氏（愛知大学），“Make or Buy, and/or Cooperate? The Property Right Approach to Auto-Parts Procurement in Japan,” 2013年9月金融班コンファレンス。

²² 岡本弦一郎氏（日本政策投資銀行），“A Study on the Means for Capital Structure Adjustment : Evidence From Listed Firms in Japan,” 2013年7月 Asia-Pacific Economic Association 第9回国際コンファレンス。

²³ 作道真理氏（日本政策投資銀行），“Do Social Norms Matter to Energy Saving Behavior? Endogenous Social and Correlated Effects,” 2013年9月金融班コンファレンス。

²⁴ The Tenth Joint Conference of Seoul National University And University of Tokyo : Current Topics of Economic Theory and Policy, 2013年11月。

に立たされている。少子高齢化の影響が着実に深刻化しつつあるなか、年金制度や財政赤字の持続可能性を確保すること、エネルギーや労働力など将来の供給制約に先手を打つこと、企業セクターのイノベーションを蘇らせることなど、克服すべき課題は重く、残された時間は少ない。

これらの難題を克服していくためには、従来の経済社会システムの抜本的な転換も視野に入れた大胆な改革が求められることになるが、同時に金融仲介を通じて改革を誘導し、また過去の金融資産の蓄積

を国内外で効率良く運用して改革のための時間を稼ぐうえで、金融セクターの役割が極めて重要なものとなる。世界全体として過剰流動性を背景に金融市場の混乱を生じやすい状況が続くと予想されるなか、我が国金融セクターはその真価を問われることになる。このような日本経済の課題克服や、それに資する金融の役割を考察するため、引き続き金融経済学の最新の研究成果について議論を深め、必要な知見の蓄積に貢献してまいりたい。