

寄稿

経済社会システムの転換と金融の役割： 2014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

経済社会システムの転換と金融の役割

2013年4月の「異次元金融緩和」の開始から2年余りが経過したが、円安を背景とした企業収益の順調な回復に加えて、ここに来て企業統治改革を背景とする積極的な株主還元や利益成長に対するマーケットの期待も高まっており、株価は、ギリシャ危機や中国経済など不安定要因はあるものの、おおむね底堅い推移を保ってきた。ただ、依然として期待が先行し、アベノミクスの最大の目標であるデフレ経済からの脱却の道りは遠いままである。少子高齢化の影響が着実に深刻化しつつあるなか、年金制度も含めた財政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つつ、生産性の向上を通じて民間投資を喚起し、潜在成長率を引き上げる好循環を実現していくためには、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を避けて通ることはできない。同時に、日米欧の非伝統的金融政策がもたらす過剰流動性を背景とした金融市場の混乱リスクをコントロールしつつ、リスクマネーの機動的な供給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、金融セクターの果たすべき役割と責任は大きい。金融研究者も、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



月例研究会の光景



シンポジウムの光景

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。2014年度は「経済社会システムの転換と金融の役割」と題して、金融班委員や外部からの報告者を招いて7回にわたる月例研究会と、海外の研究者も交えて国内外で4回にわたる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と日本政策投資銀行設備投資研究所による共同シンポジウム「リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長」を共催し¹、金融経済学の立場から日本経済が直面する様々な課題や関連する幅広い経済事象について研究報告を行い、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たい²。

伸びない輸出と設備投資

大胆な金融緩和がもたらした円安の効果は、当

初、輸出の伸びを通じて設備投資を刺激することで、実体経済に速やかに浸透していくと期待された。しかし、異次元金融緩和から2年余りが経過しても、輸出の伸びは緩やかなものにとどまっている。その原因を巡っては、いわゆるJカーブ効果や日本企業の競争力低下による説明が試みられてきたが、いずれもデータと整合的でない部分がある。そこで筆者は、土井田勉氏（東京大学）との共同研究の中で、輸出から海外生産への切り替え時だけでなく国内回帰にもある種の固定費がかかる新たな理論モデルを提示し、輸出関数の推定によってその含意を検証した。その結果、現状の円安幅は国内回帰のために必要な固定費を回収するのに十分なものではなく、輸出の伸びにつながりにくいことがわかった³。

また、穴山眞氏（日本政策投資銀行）は、日本政策投資銀行の設備投資計画調査において、最近は計画値からの下方修正幅が大きく、投資目的も維持補

¹ このシンポジウムの概要は既に当月報2015年6月号や、植田和男・福田慎一・薄井充裕・中村純一編「リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長－2014年東大・設研共同主催シンポジウム抄録」（経済経営研究 Vol.36 No.1、日本政策投資銀行設備投資研究所）に取りまとめられている。詳細はこれらの資料を参照されたい。

² 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。

修の割合が増加するなど、過去の景気拡大局面とは異なる特徴が見られ、投融資の現場における実感としても、金融危機、原発事故、超円高といった事象を経て、日本企業の国内生産に対するマインドセットに不連続な変化が生じている可能性がある³と指摘した⁴。為替レート、金融環境から規制体系、エネルギー供給に至るまで、安定的な投資環境の整備が、設備投資の国内回帰の大きな鍵を握ることは確かであろう。

ところで、われわれが景気の現状把握を行う際に用いる経済統計の数字は、確定値になるまで事後的に何度も改定される。しかし、現実の政策判断は、誤差を含んだ速報値に過ぎない「リアルタイム・データ」に基づいて行わざるを得ない。消費税率の10%への再増税や量的・質的金融緩和の出口の模索はまだ少し先の話であるが、直前の統計数値のブレによって判断を誤らないためには、今のうちに過去の事例から教訓を得ておかなければならない。この問題に長年取り組んでいる小巻泰之氏（日本大学）は、1997年4月の消費税増税と2000年8月のゼロ金利解除の判断の当否について、新聞報道や当時の統計データから振り返った⁵。

リスクマネーの円滑な供給に向けて

政府の成長戦略を引用するまでもなく、リスクマネーあるいは成長資金の供給を通じて産業の新陳代謝を促進し、企業部門の生産性を高めていくことは、日本経済の極めて重要な課題であると指摘されて久しい。今、必要とされるのは、満たされない資金ニーズやリスクシェアのニーズがあるとすればどのような種類のものなのか、投資機会を創り出すた

めに金融セクターとして出来ることは何なのか、といった具体論である。このような点は、東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所による共同シンポジウム「リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長」において議論され、前出の穴山氏をはじめ実務家による報告やディスカッションから多くの有益な示唆が得られた。

同シンポジウムの最後に行われたパネルディスカッションにおいて、池谷光司氏（三菱東京UFJ銀行）は、産業の新陳代謝を促す方策として、「グローバルベンチマーク」の考え方や、不良債権処理の経験に基づくメガバンクの知見を活用したプロアクティブな企業再生のビジョンを提示した。また、井瀧正彦氏（野村資本市場研究所）は、米国や豪州で投資信託をメインチャンネルとする市場型金融システムが定着したのもここ20～30年のことであり、日本も確定拠出型年金制度の一層の普及と金融リテラシー向上に国家戦略として取り組むべきであると指摘した。これを受けて地下誠二氏（日本政策投資銀行）は、日本経済の課題解決につながるような産業再編、イノベーション、エネルギー、インフラといった分野での投資には、巨額のリスクマネーが必要であり、間接金融と直接金融の橋渡しを考えていくことが重要であると述べた。

同シンポジウムのほかにも、新美正彦氏（日本政策投資銀行）からは、事業再生や事業再構築、M&Aなどのファイナンスに長年携わってきた経験をもとに、日本における資本性のあるリスクマネーに対するニーズの所在と、かかる資金を円滑に供給するための実務的な課題について、貴重な話を聞くことができた⁶。

³ “Unconventional Monetary Policy and Its External Effects: Evidence from Japan’s Exports,” 2015年3月TCER コンファレンス。

⁴ 『設備投資計画調査』からみる日本経済の課題と金融の役割」2014年11月東大・設研シンポジウム。

⁵ 「認知ラグによる現状認識への影響」2014年8月夏季コンファレンス。

金融危機からの教訓と銀行規制の行方

世界に目を転じると、リーマン・ショックから間もなく7年が過ぎようとしているが、資産価格バブル、シャドー・バンキング、欧州ソブリン危機、新興国からの資本流出など危機の火種はくすぶり続けている。また、金融危機の反省を踏まえた銀行規制強化の影響は、今後様々な形で企業の資金調達に影響を与えるであろう。これらの問題は、引き続き金融研究の最も重要なテーマの1つである。

青木浩介氏（東京大学）は、銀行を経由しない信用供与すなわち社債市場とシャドー・バンキング（SB）の拡大が、金融システムの危機脆弱性をもたらすメカニズムを説明する理論モデルを提示した⁶。社債市場の成長は銀行の顧客を奪うことを通じて、またSBの成長は金融システムのレバレッジを引き上げることを通じて、それぞれ銀行の脆弱性を引き上げるが、銀行融資に代わる資金調達源として機能する社債に対し、銀行の資本に依存した信用供与手段であるがゆえに代替的な資金調達源たりえないSBの方が、実際に銀行危機が発生した場合の実体経済に対する悪影響が大きいとの結論が得られた。

世界金融危機がもたらした重要な教訓の1つは、大きなショックによって市場参加者の間に共有されていた信認が崩壊すると、通常の市場取引が成立しなくなり、流動性不足が深刻な問題となることであった。筆者は、リーマン・ショック以降の市場の混乱時、とりわけ欧州ソブリン危機において、英国ポンド金利とデンマーク・クローネ金利が、ユーロ

金利に対するカバー付き金利平価条件から見て、前者が大幅に低下し、後者が大幅に上昇するという非対称な反応を示した点に着目し、欧州の銀行の信用リスクの高まりや流動性の高いロンドン金融市場の存在を背景に、ユーロよりも英国ポンドの方が国際通貨市場における取引通貨として選好された結果と考えられることを指摘した⁸。また、石原秀彦氏（専修大学）は、店頭で相対取引される資産について、その資産価格に対する期待の異質性が、資産の市場流動性に与える影響を理論的に分析した⁹。

リーマン・ショック後の金融市場の混乱によって、金融システム不安とは無縁だったはずの日本でも社債市場の機能が一時的に麻痺し、信用状態に問題のない事業会社が社債の借換に窮して、銀行との取引を再開したことは記憶に新しい。岡本弦一郎氏（日本政策投資銀行）は、一定の負債比率を維持するためには「借換」のための費用が発生する状況を考え、借換費用の高い企業では負債比率が伝統的な理論が示唆する水準よりも低くなることを、理論モデルと日本の上場企業データを用いた実証分析によって明らかにした¹⁰。

バーゼルⅢにおいて新たに導入された流動性カバレッジ比率（LCR：Liquidity Coverage Ratio）規制は、銀行の流動性リスク管理の強靱性を高めることを目的としている。しかし、長田健氏（西武文理大学）は、1990年代の終わりから2000年代半ばにかけての邦銀の超過準備需要の決定要因を推計し、ティア1自己資本比率との間に有意な正の関係があったことを明らかにしたうえで、流動性比率規制の導入は屋上屋の過剰規制となる懸念があると指摘

⁶ 「成長資金と金融・資本市場について」2014年10月月例研究会。

⁷ “Financial Disintermediation and Financial Fragility,” 2014年4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,” 2014年8月夏季コンファレンス。

⁹ 「情報の不均一性、取引費用と自己実現的予言としての市場流動性」2015年2月冬季コンファレンス。

¹⁰ 「資本構成の維持と満期構成」2014年11月東大・設研シンポジウムおよび2015年2月冬季コンファレンス。

した¹¹。

世界金融危機の背景の1つともされたグローバル・インバランスのメカニズムにも未解明の点は多い。例えば、新古典派理論によれば、新興国の所得水準が先進国にキャッチアップする過程では、資本は生産性の伸びが低い先進国から生産性の伸びが高い新興国へと流れるはずであるが、実際には新興国から先進国へと流れた。櫻川昌哉氏（慶應義塾大学）は、世代重複モデルを用いて、アロケーション・パズルとして知られるこの現象が、先進国と新興国の間の金融深化の程度に大きな差があるとき、グローバル化を背景に金融市場の未発達な国の貯蓄率が上昇することによって生じうることを示した¹²。

他方、財政再建の目処が全く立っていない日本国債の利回りが極めて低位で安定していることも、最近の金融経済学のパズルと言えるかも知れない。櫻川幸恵氏（跡見学園女子大学）は、櫻川昌哉氏との共同研究の中で、投資家のホームバイアスが強いわが国のようなケースでは、財政危機が起きて国債が危険資産と化していても、利子率はリスクプレミアムを反映せず、低位なままにとどまる可能性があることを指摘した¹³。

非伝統的金融政策と新興国経済

主要国の非伝統的金融政策（Unconventional

Monetary Policy, UMP）による大量の流動性供給は、為替レートの変動や資本の流出入を通じて、規模の小さい新興国経済にとって深刻な攪乱要因となりうる。この問題は、「金融班」も共催者として加わった東京経済研究センター（TCER）による国際コンファレンス“Unconventional Monetary Policy and Emerging Economies”において議論された。小川英治氏（一橋大学）は、王志乾氏（一橋大学）との共同研究の中で、米国の出口戦略の影響をシミュレーションし、米国が政策金利を2%引き上げ、日本がゼロ金利を維持した場合、韓国ウォンは対米ドルで10%程度減価するなどの試算結果を報告した¹⁴。また、Taeyoon Sung氏（延世大学）は、Jong-Hee Kim氏（全北大学）との共同研究の中で、UMP実施により先進国から流出した流動性が、経常収支が赤字で資本流入規制を行っていない新興国へと流入することによってインフレを引き起こしているとの分析結果を報告し¹⁵、Ki Young Park氏（延世大学）は、Ji Yong Um氏（シティバンク）との共同研究の中で、米国のUMP関連の重要ニュースが韓国の債券市場に与えた影響を、高頻度取引データを用いたイベントスタディの手法により分析し、短期筋の投資家を通じて海外からの債券純投資に有意な影響があったと指摘した¹⁶。さらに、Bhanupong Nidhiprabha氏（タマサート大学）は、日米のUMPがタイ経済に与えた影響を分

¹¹ “The Effects of Regulatory Capital Ratios on Banks’ Liquidity Demand,” 2014年7月 APEA 第10回年次コンファレンス。

¹² “Globalization, Convergence, and the Persistent Low Real Interest Rate -Allocation Puzzle, Global Boom, Difference in Financial Depth,” 2015年2月冬季コンファレンス。

¹³ “The Absence of Safe Assets and Fiscal Crisis,” 2014年7月 APEA 第10回年次コンファレンス。

¹⁴ “Effects of Exit Strategy of the Quantitative Easy Monetary Policy on East Asian Currencies,” 2015年3月 TCER コンファレンス。

¹⁵ “Unconventional Monetary Policy, Global Liquidity Circulation, and Inflation Divergence around the World,” 2015年3月 TCER コンファレンス。

¹⁶ “Spillover Effects of U.S. Unconventional Monetary Policy on Korean Bond Markets: Evidence from High-Frequency Data,” 2015年3月 TCER コンファレンス。

析し、タイバーツは米ドルに対し上昇、日本円に対し下落し、それに伴って短期的な生産に対する効果も米国のUMPはマイナス、日本のUMPはプラスに働いたことを報告した¹⁷。

少子高齢化への対応

日本の潜在成長力を制約する最も大きな要因となるのは、先進国の中でも突出して速い少子高齢化の進展がもたらす労働力人口の減少である。労働力人口減少下では、人的資本の蓄積が潜在成長率を高める上で重要な要因となる。田中茉莉子氏（武蔵野大学）は、世代重複モデルを用いて、少子高齢化経済における再教育（recurrent education）が人的資本の蓄積に与える影響を理論的に分析し、適切な再教育政策のための研究の蓄積が重要であることを指摘した¹⁸。

他方で、将来的な労働力不足を補うため、移民労働者の受け入れを真剣に検討すべきであるという意見も次第に増えている。しかし、移民の受け入れは経済社会システムの様々な側面に重大な変革を迫る後戻りのできない決断である。例えば、スペインの事例をもとに田中隆一氏（政策研究大学院大学）が行ったシミュレーション結果によれば、移民の子供が公教育に大量に流入する一方、それに近い数の先住民の子供の公教育からの退出が生じ、生徒1人あたりの公的支出が1割以上削減されるという形で、公教育の質の低下が生じる¹⁹。移民の範囲や条件について国民的合意の形成を図るべく、早い段階から検討を開始することは望ましいが、その大前提として、他国の事例に関する研究を通じたエビデンスの

蓄積が不可欠であると言えよう。

もちろん、少子化に少しでも歯止めをかける努力も忘れてはならない。特に、わが国では、他国に比べて親子間の助け合いという意識が依然として残っており、その意識を活用することが問題解決への一助となりうるとの指摘もある。実際、作道真理氏（日本政策投資銀行）が行った実証研究によれば、わが国における親から子への所得移転は、米国などと異なり、金銭的な移転か非金銭的な移転（同居など）かを問わず、将来子供から介護などのサービスを得るための利己的な取引（exchange）ではなく、利他的な動機によって行われていることを明らかにしている²⁰。

地域金融の今後

少子高齢化の影響は、労働人口の急速な減少によって供給サイドから潜在成長率を低下させるばかりか、国内市場の縮小によって総需要の抑制につながる恐れもある。金融機関も例外ではなく、国内をメインとする地域金融機関が単独で生き残っていくことは難しいのではないかという見方が次第に広まりつつある。

しかし、Heather A. Montgomery氏（国際基督教大学）の実証研究によると、過去の邦銀の合併事例においては、業績自体に改善がないにもかかわらず、主としてtoo-big-to-fail効果によって合併行の株価には有意な超過リターンが生じる一方、顧客企業の株価に対しては、逆に有意にマイナスの影響が生じていた²¹。これは合併によって、特に被買収銀行の顧客企業が、メインバンク関係を打ち切られ

¹⁷ “Unconventional Monetary Policy and the Thai Economy,” 2015年3月TCERコンファレンス。

¹⁸ “Human Capital Accumulation through Recurrent Education,” 2014年8月夏季コンファレンスおよび2015年2月冬季コンファレンス。

¹⁹ “Immigration, Naturalization, and the Future of Public Education,” 2014年5月月例研究会。

²⁰ “Motives for Inter Vivos Transfers between Altruistic Parents and Children in Japan,” 2014年8月夏季コンファレンスおよび2015年2月冬季コンファレンス。

たり、資金供給を削減されたことが原因であったと、同氏は報告している。

銀行合併によるメインバンク関係の変化はまた、企業－銀行間関係の本質を明らかにする。中小企業金融における企業－銀行間関係は、地理的な近接性が圧倒的な重要性を持つというのが世界的な共通認識であるが、その理由が何であるかについては、2つの仮説が併存する。1つは、財務諸表の信頼性が相対的に低い中小企業の審査において重要なソフト情報（定性情報）の生産において、フェイス・ツー・フェイスのコミュニケーションが容易な近隣の銀行の方が有利であるという説、もう1つは、距離が近いほど取引費用が節約できるから、という説である。小野有人氏（みずほ総合研究所）は、日本のデータを分析した結果、メインバンク変更企業の倒産確率に変化が見られないことから、ソフト情報仮説は棄却され、取引費用仮説が有力であると報告した²²。

また、植杉威一郎氏（一橋大学）は、間真実氏（一橋大学）との共同研究の中で、信用調査会社の企業間取引関係に関する大規模データを用いて、わが国における企業間信用チャネルによる連鎖倒産リスクの大きさを直接的に計測すると同時に、貸出先企業を含むサプライチェーンに属する全企業に緊急融資を行うような企業－銀行間関係が、同チャネルによる倒産確率を有意に引き下げたことを示した²³。仮に今後、地域金融機関レベルで金融機関の合併や経営統合が加速するとすれば、当事者の金融

機関の生き残りにとってだけでなく、顧客企業や地域経済、ひいてはマクロ経済にもポジティブな影響を与えるものであることが望まれよう。

持続可能な経済社会の構築を目指して

わが国がイノベティブな企業活動の場として魅力的な選択肢であるためには、環境・エネルギー問題への対応や法制度の在り方も重要な要素であり、アジアも含めた持続可能な経済社会の構築に向けて地道な知見の蓄積が必要とされている。

環境・エネルギー問題に関し、日引聡氏（上智大学）は、主要な再生可能エネルギー普及促進制度である固定価格買取制度（FIT 制度）と再生可能エネルギー利用割合基準制度（RPS 制度）のセカンドベストにおける効率性を比較し、限界外部費用の水準が低い場合は FIT 制度が、高い場合は RPS 制度が、より高い社会厚生を実現することを示した²⁴。大東一郎氏（慶應義塾大学）は、都市部における環境汚染税の税率引き上げはセクター間の資本移動が自由であれば都市部の失業増加にはつながらない、という通説が必ずしも成立しない場合があることを理論的に示した²⁵。作道真理氏（日本政策投資銀行）は、有村俊秀氏（早稲田大学）、片山東氏（早稲田大学）との共同研究の中で、省エネなど家計の環境配慮行動には社会的規範が重要な役割を果たしているという通説が、アンケート調査データに内在する様々な統計的問題を適切に処理せず推計を行ったことによる見せかけの相関であると指摘し

²¹ “Are Bank Mergers Good News for Shareholders? The Effect of Bank Mergers on Client Firm Value and Bank-Firm Relationships,” 2014年6月月例研究会。

²² “Does Geographical Proximity Matter in Small Business Lending? Evidence from the Switching of Main Bank Relationships,” 2015年1月月例研究会。

²³ “Measuring the Systemic Risk in Interfirm Transaction Networks,” 2014年7月 APEA 第10回年次コンファレンス。

²⁴ 「再生可能エネルギー普及促進策の経済分析～固定価格買取（FIT）制度か再生可能エネルギー利用割合基準（RPS）制度のどちらが望ましいか？」2014年12月月例研究会。

²⁵ “The Optimal Pollution Tax and Urban Unemployment in an Open Economy,” 2014年7月月例研究会。

た²⁶。

また、法制度の在り方を巡って、小巻泰之氏（日本大学）は、地縁社会か血縁社会かという自生的秩序の特徴が、環境に対する意識の違いを生み出し、地価形成に影響を与えているのではないかという仮説を提示し、石垣島と宮古島を対象にした実証分析の試みについて報告した²⁷。竹田陽介氏（上智大学）と打田委千弘氏（愛知大学）は、競争政策に関する法制度の在り方の違いが、R&D支出などイノベーション活動の活発さに有意な影響を与えるという実証分析結果を報告した²⁸。

結 び

世界経済は、回復基調が続いているものの、そのペースは依然として緩慢なものにとどまっている。先進国経済は、当面は堅調な推移が見込まれるもの

の、強力な金融緩和政策や原油価格低下などの恩恵によるところが大きく、中長期的な成長期待が改善しているとは言いがたい。また、リーマン・ショック後の回復を牽引してきた新興国経済においては、新常态（ニュー・ノーマル）への移行を掲げる中国を筆頭に、ここへきて曲がり角を迎えつつある国が増えている。

このような中、長期停滞に対する懸念が世界的に高まっている。しかしながら、その原因、構造、処方箋は一様ではない。2015年度の金融班は、長期停滞懸念下の世界経済が直面する諸問題や、そのもとでの日本の成長戦略の在り方について検討を深めるべく、金融経済学の立場から最新の研究成果について活発な議論を行い、必要な知見の蓄積に貢献することを目指して活動してまいりたい。

²⁶ “Do Social Norms Matter to Energy Saving Behavior? Endogenous Social and Correlated Effects,” 2014年7月 APEA 第10回年次コンファレンス。

²⁷ 「沖縄の地域間における期待形成の違いについて－空港等社会資本整備の効果からの考察－」2015年2月冬季コンファレンス。

²⁸ “Innovation and Legal Enforcement for Competition Policy: Evidence from Overseas Subsidiaries of the Japanese Auto-Parts Suppliers,” 2014年8月夏季コンファレンスおよび2015年2月冬季コンファレンス。