

パラダイム転換期の経済学と金融： 2011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

大震災とパラダイム転換の再認識

2011年3月11日の東日本大震災は、未曾有の人的・物的損失をもたらしたと同時に、原発や電力供給の問題、災害に対するリスク分散の遅れ、財政の逼迫など、日本が築き上げてきた経済社会システムの限界をわれわれに再認識させ、パラダイムの転換を迫っている。またグローバルにも、2008年の金融危機以降、先進国が未だにその後遺症を払拭しきれない状況にある一方、新興国は経済成長を続け、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。

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。2011年度は「パラダイム転換期の経済学と金融」と題し、金融班委員はもとより外部からも多数の報告者を招いて8回にわたる月例研究会と2回のコンファレンスを実施したほか、日本政策投資銀行および東京大学日本経済国際共同研究センター（CIRJE）とともに国際コンファレンスを共催し、パラダイムの転換期に求められる経済学の方角性や金融研究の成果に基づく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。

大震災のもたらす広範な経済的影響

東日本大震災が起きたことを受け、①被害額の状

況や実体経済への直接的な影響の把握、②過去の大震災が経済に及ぼした影響の分析、③将来にわたる中長期的な課題である電力問題というテーマについての研究報告を行った。

日本政策投資銀行地域企画部地域振興グループ主任研究員の中村研二氏、副主任研究員の寺崎友芳氏・小林賢弘氏は、東日本大震災の実態を把握して復興計画を検討する際の参考となるべく、東日本大震災の被害状況、東日本大震災資本ストック被害金額の推計、過去の事例から見た大規模震災の地域産業への影響、被災主要4県（岩手・宮城・福島・茨城県）の産業構造と農業・水産業に与える影響、そして東日本大震災後における仙台市の財政見通しを報告した¹。彼らの推計によると、被災主要4県の被災金額は約16兆円、被害率は推定資本ストックの7.9%と試算された。ただし、エリア別では沿岸部の被害率が相対的に高く岩手県では47%と算出された一方、内陸部は4県計で3.3%にとどまるなど、被災状況はエリアによって大きく異なるため、復興計画は一律ではなく、県別、内陸・沿岸別にきめ細かく検討することが重要だと指摘した。また過去の大地震（宮城県沖地震、阪神・淡路大震災、新潟中越地震・新潟中越沖地震）を分析すると、震災後1-2年は県内総生産が復興需要に支えられて上昇したが、その後は需要の反動減と民間資本ストック減少等により全国平均を下回ったケースが多いことがわかった。

日本政策投資銀行産業調査部長の穴山眞氏からは、今回の大震災後に行った2011年度設備投資計画

¹ 「東日本大震災の被害状況と影響について」2011年5月月例研究会。

調査を踏まえて、復旧・復興のあり方や国内外投資のあるべき方向性、国内立地競争力の維持・強化という論点が提示された²。一部企業は復旧・復興以外の投資を抑制する一方、直接的には収益につながるものの防災性向上のための設備投資を増やす見込みの企業もあり、復旧・復興投資を生産性向上や防災性向上に結びつける重点施策や支援が必要であることが示唆された。また、電力供給不足によりコストが上昇するエネルギー多消費型の製造業などに対する措置や、実態を超えた円高の進行による対外競争力の低下に対応するため、国内立地競争力維持の観点から競合国とイコールフットイングとなる施策の必要性が指摘された。

過去の大震災の歴史を振り返ると、震災の影響はこうした実体経済だけでなく、政府の緊急対策や金融面にも大きく及んでいたことが、東京大学大学院経済学研究科教授の武田晴人氏により報告された³。武田氏は、関東大震災から金融恐慌に至る経過と政府の緊急対策を基礎的な調査資料に基づいて概観し、背景にある経済構造を明らかにする歴史研究を行った。1923年9月1日に起きた関東大震災は、当時の財政規模の5倍弱に相当する約55億円の被害をもたらし、政府はモラトリアム、震災手形損失補償、生活及び復興物資に対する輸入税減免といった緊急対策を実施した。翌年より復興需要に支えられて景気は回復したが、輸入税の減免により輸入が急増して正貨が減少したため、旧平価での金本位制復帰を目指す政府は緊縮的財政政策を取った。一方、日銀は公定歩合を引き下げる金融緩和政策を取ったため、1925年11月以降は円高の進行による貿易収支の悪化と復興需要一巡後の国内購買力の低下により、景気後退が深刻化した。

また、震災手形の処理にも制度的欠陥や運用上の問題があり不良債権処理にマイナスの影響を与えたと考えられる。1927年にはその善後処理に関する法案を巡り国会審議が紛糾し、いわゆる片岡失言を契機に昭和金融恐慌が巻き起こった。つまり、財政と貿易・正貨問題、日銀特別融通などの金融措置、震災手形処理・金融恐慌特融処理によって特徴づけられる経済構造が背景にあったことが明らかとなった。

こうした被害額の把握と過去の歴史からの教訓に加え、今回の震災の大きな特徴である電力問題についても研究が報告された⁴。一橋大学大学院商学研究科の橘川武郎教授は、東日本大震災に伴う原発停止の状況や日本の電力業の歴史を踏まえた上で、電力問題に対する中長期的な提言を行った。橘川氏によれば、日本の電力業史は1883-1939年の民間主導体制、1939-1951年の電力国家管理、1951-2011年の民営九（十）電力体制の3期に分けられるが、1939-1951年を除くと民営形態が主流であり、電力業経営の自律性が大きな特徴となってきた。私企業性と公益性を両立させた電力業経営、つまり民有民営の電力会社が企業努力によって「低廉で安定的な電気供給」を実現することが標榜されており、民間活力の発揮が鍵となっていた。そうした経緯を踏まえ、中長期的な視点から、原子力事業の分離・国営化等の原子力改革や、電力会社間の競争を促す電力制度改革、LNG調達や地球温暖化において問題を抱える火力シフトへの対応、再生エネルギーの拡充等に関する提言が行われた。

金融危機を踏まえた経済理論や経済政策の再評価

2008年に起きた世界的な金融危機は、2011年度も

² 「大震災後の設備投資動向」2011年10月月例研究会。

³ 「関東大震災と金融恐慌」2011年7月月例研究会。

⁴ 「電力危機と電力改革」2011年9月月例研究会。

引き続き多方面に渡って経済や金融に大きな影響を及ぼしており、従来の経済理論や政策についての議論の方向性が大きく変化するきっかけともなった。国際基督教大学客員教授の岩井克人氏からは、今回の金融危機により古典派・新古典派と不均衡動学派の対立に、一つの決着がつけられたことを理論的に明らかにする研究が報告された⁵。岩井氏の報告では、アダム＝スミスからリカード・ワルラス・マーシャル・フリードマンへと継承される古典派・新古典派的資本主義観では、資本主義が純粋化すると「効率性」と「安定性」が同時に実現するため、「不純物」（賃金の硬直性・資本移動の規制・政府のマクロ政策など）の除去が望ましいとされる。一方、マルサスを祖とし、ヴィクセル・ケインズに代表される不均衡動学的資本主義観は、資本主義における「効率性」と「安定性」の二律背反を重視する。資本主義のグローバル化は、古典派・新古典派の「壮大な実験」であったが、今回の金融危機により資本主義が根源的に「投機システム」つまり「貨幣」経済であることが露呈された。合理的な投機が市場を不安定化させ、流動性の消滅と基軸通貨の崩壊という2つの貨幣問題が提起された。岩井氏は、人間が「人間」の「本質」として「自由」を求める限り、将来においても「資本主義」しか選択肢はない。しかし、資本主義の真の敵は、もはや社会主義ではなく、資本主義のイデオロギーである「自由放任主義」である。資本主義の健全な持続可能性のためには、資本主義は自由放任主義から解放される必要がある、と主張した。

金融政策についてもその有効性について長らく論争が続けられてきたが、今回の金融危機を踏まえ、

従来からの見方にも変化がみられている。エール大学経済学部教授の浜田宏一氏は、金融政策無効説の系譜を辿った上で、その誤りを指摘した⁶。ケインズ革命では貨幣理論と実物経済の二分法が否定されつつ、貨幣政策が無力であることが掲げられた。後には、実物景気循環論でも実物だけで景気循環が説明でき、貨幣からは容易に景気循環が出てこないことが公準とされている。こうした考えの問題点は、2000年代の「大いなる安定」の下では表面化してこなかったが、実際には、フィリップス曲線の平坦化や2008年のリーマン危機によりストック市場がフローに与える影響の問題などが顕在化している。浜田氏は、貨幣政策の有効性について、正しい理解に基づいた適切な議論がなされる必要があると主張した。

未曾有の危機が金融市場や企業に与えた影響

今回の金融危機を契機としたパラダイム転換においては、以上のような包括的な理論的側面だけでなく、個別の経済・金融事象に関する実証分析においても興味深い問題が提起された。筆者は、今回の金融危機において、現実の金利が金利平価条件から乖離したことに着目し、その乖離が通貨間だけでなく市場間でも異なっていたことを明らかにした⁷。米ドル金利は、リーマン・ショック直後はニューヨーク市場で最安値となったが、その後は東京市場で最安値を記録しており、ニューヨーク市場終了後の東京市場で最も流動性不足が生じていたことが示唆された。また各国中央銀行による協調的な流動性供給は米ドルの流動性リスクを減らすのに有効だったが、市場によって非対称な影響がみられたことが分

⁵ 「自由放任主義の第2の終焉—不均衡動学再説—」2011年4月月例研究会。

⁶ 「金融政策無効説の系譜」2011年6月月例研究会。

⁷ 「Regional Liquidity Risk and Covered Interest Parity: Evidence from Tokyo, London, and New York during the Global Financial Crisis」2011年8月登別コンファレンス。

かった。

東洋大学経済学部経済学科准教授の滝澤美帆氏、学習院大学経済学部教授の細野薫氏、経済産業研究所の鶴光太郎氏による共同研究では、2008年の金融危機がもたらす国際的な伝播について、日本企業の株式市場や財務データを用いた分析が行われた⁸。輸出企業や外国人持ち株比率が高い企業は、今回も過去の危機時と同様にパフォーマンスが悪化したこと、対総資産借入金比率と累積超過収益率（CAR）には負の相関がみられ、株価下落による金融機関への悪影響が織り込まれたと考えられること、CARは北米やアジア輸出依存度と負の相関があり、輸出先地域が企業パフォーマンスに影響を与えていることなどが示された。

危機後における金融・財政政策の再考の必要性

金融危機の影響により各国の経済状況が大きく悪化するなか、金融政策の効果や財政問題についても問題意識が高まった。筆者は、富山大学講師の山田潤司氏との共同研究で、日本の1990年代および2000年代における財政赤字の拡大を「株価ターゲティング」という観点から分析した⁹。株価の大幅な下落が続くと、政治家はそれを阻止するような拡張的な財政政策を行うことに対するプレッシャーを受けるため、政策ターゲットを高い水準に設定し、財政赤字は大きく膨らむこととなる。こうした株価ターゲティングの考え方は、モデルに取り入れて検証

すると特に1990年代の財政支出を非常によく説明するものであり、そうした政府の行動がなかった場合は1992年から2000年にかけての財政刺激策は年2.5兆円小さかったことが示された。

上智大学経済学部教授の竹田陽介氏とニッセイ基礎研究所の矢嶋康次氏は、日本銀行による非伝統的金融政策の効果に関する報告を行った¹⁰。名目金利のゼロ制約を加味した非線型のテイラー・ルールに資産価格を内生的に組み込んだモデルを用いて分析すると、日銀の非伝統的金融政策は、同行のバランスシート運営の基本的条件である「健全性」「流動性」「中立性」の観点から、不十分もしくは望ましくない効果をもたらしたという結果を得た。

日本大学経済学部教授の小巻泰之氏は、1970年代のインフレ期における金融財政政策の効果に関する定量的な分析結果を報告した¹¹。特に1970年代初頭、リアルタイムデータ（当時入手可能だったデータ）を用いると、金融政策は抑制的だったが財政政策が拡張的だったためにマネーストックの伸びが高まったことが明らかにされた。

資本蓄積を巡る様々な問題

各国の経済成長が多様化するなか、その重要な要素である資本蓄積に関する研究も様々な視点から報告された。一橋大学大学院経済学研究科教授の塩路悦朗氏は、成蹊大学経済学部助教授のブー・トゥン・カイ氏との共同研究で、東アジア12カ国における急速な資本蓄積の背景と見通しについて分析を行

⁸ 「The International Transmission of the Credit Crisis in 2008: Evidence from Japan's Firm-Level Data」2011年6月 APEA (Asia-Pacific Economic Association) コンファレンス。

⁹ 「Stock Price Targeting and Fiscal Deficit in Japan: Why was Japan's Fiscal Deficit Accelerated in the Lost Decade?」2011年6月 APEA コンファレンス。

¹⁰ 「An Empirical Evaluation of the Effects of Unconventional Monetary Policy: The Case of the Bank of Japan」2011年6月 APEA コンファレンス。

¹¹ 「70年代のインフレ期における金融財政政策の効果—政策ルール及び貨幣需要関数のリアルタイム分析—」2011年8月登別コンファレンス。

い、今後も高い資本蓄積を続けるには投資財の相対価格などにみられる国内市場の歪みや法的制度の整備が鍵となることを示した¹²。

竹田陽介氏は、愛知大学経済学部准教授の打田委千弘氏との共同研究で、日本の自動車エレクトロニクス製品に電子制御化という基幹技術が導入されることにより、資本の調整費用がどのように変化したかを分析した¹³。日本の自動車部品事業所の設備投資を可逆的にすると同時に、事業所のリストラ・労働者の再訓練・組織改編などによって起こる事業所の規模に比例する固定費用が顕著になったことが報告された。

また日本政策投資銀行設備投資研究所主任研究員の品田直樹氏は、設備のヴィンテージ（経過年数）や従業員の年齢などで計測した資本や労働の質の変化が日本企業の生産性に与える影響を分析し、従業員年齢や勤続年数の上昇は生産性の伸びを高めるものの一定以上になるとその効果が弱まることや、そうした効果は90年代以降小さくなっていることを報告した¹⁴。

企業の国際化と海外の企業金融・ガバナンス

今回の金融危機や大震災の影響を考える上で重要なのは、国内企業の活動が海外と緊密に結び付いておりグローバルな波及を十分考慮する必要があるという点である。上智大学国際教養学部助教の坂根みちる氏は、自国に正の生産性ショックが加わると、外国財と自国財の価格比である交易条件は理論的に

は減価するが、実証研究では増価することに着目し、その違いが資産市場の完全性に依存していることを報告した¹⁵。

また、国内外の金融機関による資金調達方法は、資本市場の特性の違いによって異なる点も多い。日本設備投資銀行常務執行役員の加納望氏は欧州金融機関のカバード・ボンドによる資金調達の現状を紹介し、日本の発行体がその方法を導入するにあたっての法制面での課題や問題点を指摘した¹⁶。

さらに、新しいパラダイムの転換期における金融関連の研究は、海外の研究者の間でも様々な角度から進められている。日本政策投資銀行およびCIRJEと共催した国際カンファレンスでは、企業金融やコーポレート・ガバナンスを専門とする海外の研究者を招いて報告・討論を行い、金融班委員が座長などを務めて活発な意見交換を行った。具体的には、企業の資金調達と投資活動の成果として得られるリターンとの関係や機関投資家によるモニタリングと企業価値との関係、株式の上場先の変更と資産価値の変動との関係、一般的な投資家ではない非営利目的で企業を保有する基金と企業パフォーマンスとの関係など、各国の市場環境や企業の特徴の違いが大きく反映される論点について報告が行われた。また、コーポレート・ガバナンスの分野では血縁者や友人など友好的な取締役と外部取締役との違いが企業利益にもたらす影響やCEO報酬の評価基準といった論点についても報告が行われ、議論がなされた。

¹² 「Physical Capital Accumulation in Asia-12: Past Trends and Future Projections」2011年6月APEAカンファレンス。

¹³ 「Technology and Capital Adjustment Costs: Electronics in the Auto-Parts Establishments」2011年8月登別カンファレンス。

¹⁴ 「Quality of Labor, Capital, and Productivity Growth in Japan: Effects of Employee Age, Seniority, and Capital Vintage」2011年8月登別カンファレンス。

¹⁵ 「Product Variety, Firm Entry, and Terms of Trade Dynamics」2012年2月月例研究会。

¹⁶ 「カバード・ボンド法制化への課題と展望」2012年1月月例研究会。

結 び

金融危機、そして東日本大震災と日本経済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。パラダイムの転換を経て、金融面では、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、など数十年単位の局面変化が起きる可能性を視野に入れなければならぬだろう。

2011年度にテーマを掲げたパラダイム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。