

不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略

～2018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

不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略

2018年度の世界経済は、各国・地域でおおむね回復基調が続いてきたが、地政学的リスクも相まって下振れリスクが大きくなった一年でもあった。米国では、先行き不透明感が高まるなか、金融緩和政策が、政治や市場との対話に苦慮し、隘路に直面している。また、欧州でドイツを中心に経済成長見通しが引き下げられるなか、英国のEU離脱交渉の展開やその影響については依然として先行きを見通しづらい状況にある。近年顕在化している保護主義的な動きについては、米中間の覇権争いが長期化する様相をみせており、中国経済が減速基調にあるなか、その帰趨によっては世界経済にも大きな下押し圧力となることが懸念されている。

このような中で、日本経済は、財政再建や社会保障改革といった構造問題の本丸に十分に踏み込めないまま、これまで通り金融緩和頼みでデフレを脱却するという方向性に限界が見えつつある。金融政策に関しては、これ以上実験的な取り組みを行うことは極めてリスクが高いという指摘は少なくなく、これまでの手法の有効性や副作用についての学問的な検証が急がれる。構造問題の放置は、日本経済の将来に対する経済主体の悲観的な見通しを通じて、需要面に悪影響を及ぼしている可能性が高く、人口減少社会の中でいかに少子化を食い止め財政再建や社会保障改革を果たすか、またイノベーションの喚起や生産性の向上を実現していくかは、金融研究者と

いえども無関心ではいられない極めて重要な課題である。狭い学問的な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。

公益財団法人東京経済研究センター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、活発な研究活動を行った。2018年度は「不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略」と題して、金融班委員や外部からの報告者を招いて9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2回にわたるコンファレンスを実施したほか、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ます¹。

金融政策研究のフロンティア

日本銀行が安定的な2%の物価上昇の実現を目指して異次元金融緩和を開始してから6年が経過した。物価の動向やその背景、金融緩和政策の手法や有効性、副作用に関して、学問的な分析や検証が行われている。

日本銀行が2%のインフレ目標を導入して長期にわたって金融緩和を進めているにもかかわらず、日本の物価の上昇は鈍い。筆者²は、このような状況

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。

のもとでもインフレターゲット政策がインフレ期待を定着させる役割を担いうるのかについて、フィリップスカーブの推計を行うことで検証を試みた。2%のインフレ目標の導入は、インフレ期待を引き起こして長引くデフレからの脱却に貢献したが、その効果を持続させるためにはインフレ目標を柔軟に運用することが必要であると指摘した。物価が上昇しにくい背景の1つとしては、賃金の伸び悩みも指摘されている。新谷元嗣氏（東京大学）³は、賃金調整コストを組み入れた非線形の動学的確率的一般均衡モデル（DSGEモデル）を用いて、日本、米国、英国、ユーロ圏の賃金の下方硬直性とフィリップスカーブのフラット化の関連性を検証した。賃金調整コストは、日本、英国、ユーロ圏で上方・下方で非対称である一方、米国では対称であることを明らかにした。特に日本では賃金の下方硬直性を背景としたフィリップ曲線のL字化が明確となっており、物価の伸び悩みにつながっていると指摘した。

日本銀行による量的・質的金融緩和の有効性や副作用に関しては、データの蓄積とともに様々な観点からの検討が可能になってきている。郡司大志氏（大東文化大学）⁴は、信用創造の要素を導入したMonti-Kleinモデルにより、伝統的な金融政策（ゼロ下限のある金利政策）に加えて量的緩和、質的緩和及びマイナス金利政策がマネーストックに及ぼす効果を検証した。伝統的な金融政策や質的緩和、マイナス金利政策がマネーストックに及ぼす効果は明確ではなく、量的緩和はマネーストックに効果を及

ぼしていないと指摘した。非伝統的な金融緩和政策は長期化しており、長期的な観点でその効果や副作用を検証することも重要な課題と言える。上田晃三氏（早稲田大学）⁵は、金融緩和政策が及ぼす短期のプラス効果と長期のマイナス効果のトレードオフの関係について、創造的な新陳代謝を伴う内生的成長とメニュー・コストによる価格硬直性を導入した動学的確率的一般均衡モデル（DSGEモデル）を用いて検証した。日本では、短期的には金融緩和政策が価格硬直性を背景に消費を押し上げるが、長期的には新陳代謝の動きを低減させることを明らかにした。また、米国における金融緩和政策の影響を検証すると、日本とは逆の効果を及ぼしていると指摘した。

非伝統的金融緩和政策の特定の手法の有効性に着目した分析も試みられている。本多佑三氏（大阪学院大学）⁶は、マイナス金利政策が経済に及ぼす効果や副作用を検証した。銀行がマイナス金利政策に伴う負担費用を預金金利や手数料、貸出金利に転嫁すると緩和効果が弱まり、金融機関の収益も圧迫されることを確認し、資産バブルの可能性にも留意する必要があると指摘した。日本銀行は金融緩和政策の一環として上場投資信託（ETF）も購入している。ETF購入政策の効果に関する統一的な見解が得られていないなかで、原田喜美枝氏（中央大学）⁷は、ETFの購入が株式市場に及ぼす影響を分析し、日本銀行によるETFの購入が日経平均株価を有意に上昇させた可能性があるとして報告した。ただし、量的・質的金融緩和政策の導入以降についてはETF

² “Inflation target and anchor of inflation forecasts in Japan” 2018年4月月例研究会。

³ “Missing wage inflation? Estimating the natural rate of unemployment in a nonlinear DSGE model” 2019年1月月例研究会。

⁴ “An industrial-organization approach to conventional and unconventional monetary policy” 2018年6月月例研究会。

⁵ “Short-and long-run tradeoff of monetary easing” 2018年10月月例研究会。

⁶ “The effectiveness of the negative interest rate policy in Japan: An early assessment” 2018年5月月例研究会。

⁷ “The BOJ’s ETF purchases and its effects on Nikkei 225” 2018年11月月例研究会。

の購入金額が増加したにもかかわらず株式市場に及ぼすインパクトは縮小していると指摘した。

伝統的には金融緩和政策の効果は、銀行の信用創造を通じて発揮されるが、金利のゼロ下限近傍でどうなるかは知られていない。塩路悦朗氏（一橋大学）⁸は、民間銀行のバランスシートのデータを用いて、日本における量的・質的金融緩和政策の効果を検証した。民間銀行の超過準備が増えると貸出も増加する傾向にあるが、その程度は大きくないことを示した。一方、信用力の低い銀行ほど超過準備の増加に対する貸出増加の感応度が高く、日本の場合は量的・質的金融緩和政策が、一定の信用緩和の効果を引き出していることも指摘した。

米国では日本と異なり出口戦略の一環として量的緩和策の縮小が進められており、経済危機時の政策余地の確保の観点から中央銀行の適切なバランスシートの在り方が議論されている。竹田陽介氏（上智大学）⁹は、中央銀行の保有資産の満期の変化や超過準備を考慮したモデルに基づき、中央銀行の最適な資産の規模や構成について検討した。金融危機などにおいて金利が高騰する場合に中央銀行が適切な政策を打ち出すためには、中央銀行のバランスシートは規模が大きく、満期がより短期の資産で構成されることが望ましいと指摘した。

新たな金融危機への備え

2018年はリーマンショックが起きてからちょうど10年の節目の年であった。世界金融危機の発端となった過剰なリスクテイクを適切に管理することは、実体経済の発展にとっても極めて重要である。

広瀬純夫氏（信州大学）¹⁰は、バブル崩壊後の日本の金融機関の資本戦略の影響について、第三者割当増資の決議日の株価の変化に関するイベント・スタディを行い、銀行と一般事業会社間の傾向の差異などの観点から検証した。銀行による第三者割当増資の株価への有意な影響はみられないが、一般事業会社では割当先数が多いと株価収益率に負の影響を及ぼすことを確認した。また、増資実施後の中期的な株価の変化については、割当先数が100件を越える場合には市場全体の変動の影響を控除したうえで有意に株価が低下する一方、割当先数が100件未満の場合では有意な株価の変化は確認できないと指摘した。

世界金融危機以降、新古典派をベースとする標準的なマクロ経済学に対する様々な主張がみられる。石原秀彦氏（専修大学）¹¹は、不均衡動学の先駆的業績である Iwai (1981) “Disequilibrium dynamics: A theoretical analysis of inflation and unemployment” のエッセンスを標準的な New Keynesian モデルの枠組みを用いて書き直した Iwai (2018) “Disequilibrium dynamics of the monetary economy: A micro-founded synthesis of the wicksellian theory of cumulative process and the keynesian theory of effective demand” について、その主張を現代の標準的なマクロ経済学との対比で解釈し、各主体のモデル構成や最適化問題、期待均衡などの仮定やロジックがどのように異なっているのかなどを検討した。

中国経済のプレゼンスの拡大に伴い、中国経済が世界経済に及ぼす影響が大きくなっている。中国の住宅価格は上昇基調にあるが、過度な価格上昇は資

⁸ “Quantitative ‘flooding’ and bank lending: Evidence from 18 years of near-zero interest rate”
2018年4月月例研究会。

⁹ “A note on the ‘new normal’ of central bank’s balance sheet” 2018年8月 APEA 第14回年次コンファレンス。

¹⁰ 「銀行による第三者割当増資の問題について：1990年代後半の金融危機時の事例に関する実証研究」
2018年9月月例研究会。

¹¹ 「IWAI “Disequilibrium Dynamics” の標準的経済学からの解釈」2018年9月夏季コンファレンス。



月例研究会の光景

産バブルのリスクを生むため、その動向や背景の把握は中国経済の今後の動向を見通すうえで重要である。櫻川昌哉氏（慶應義塾大学）¹²は、中国の住宅価格の決定要因についてダイナミックパネル分析により検討し、銀行の信用供与が住宅価格の動向に重要な影響を及ぼしていることを明らかにした。

金融の分野でITを駆使した新しいサービスが次々と登場するなかで、伝統的な業務を含めた銀行の役割に改めて注目が集まっている。戸村肇氏（早稲田大学）¹³は、現代の金融システムにおいて、支払手段を発行する中央銀行と貯蓄手段を提供する商業銀行の役割が分離している背景について、モデルを構築して検討した。商業銀行による銀行券の供給は経済のリスクシェアの改善につながるが、サンクコストがある場合は自己実現的な取付騒ぎが発生することを示した。一方、中央銀行が商業銀行の有する商業手形を再割引すれば、自己実現的な取付騒ぎの発生を回避できると指摘した。

持続的な成長に不可欠な企業部門の活性化

金融政策に依存する成長には限界があり、日本経済が持続的に成長していくためには、構造改革による企業部門の活性化が必要であり、かかる観点からも様々な研究が行われている。

企業の活動がグローバルに複雑にネットワーク化されるなかで、直接輸出を行わなくても国内取引を通じて間接的に貿易に関与する企業は多い。藤井大輔氏（東京大学）¹⁴は、国内の生産ネットワークを明示的に取り込んだモデルを用いて、理論面と実証面における間接貿易に関わる企業の実態や含意について検討した。分析対象企業の過半が2取引以内で輸出に関与し、規模の大きな企業ほど関与が大きいことを明らかにした。また、国内生産ネットワークの拡大が企業間の生産性の差を拡大させることを理論的に示した。

アベノミクスのコーポレート・ガバナンス改革は、企業の投資促進を1つの狙いとしている。花崎

¹² “Chinese housing market and bank’s credit supply” 2018年8月 APEA 第14回年次コンファレンス。

¹³ “On separation between payment and saving instruments” 2018年8月 APEA 第14回年次コンファレンス。

¹⁴ “International trade and domestic production network” 2018年12月月例研究会。

正晴氏（一橋大学）¹⁵は、企業の投資対象が国内の設備投資から海外直接投資、M&A、R&Dへと多様化するなかで、企業のガバナンスが積極的な投資を促すのかについて検討した。グローバルな競争に晒される業種の企業は、競争圧力がある種の規律付け装置として働くことによって、設備投資やM&A、R&Dなどの投資が促されていると指摘した。

日本は他国と比較しても企業の新陳代謝が遅いと指摘されている。宮川努氏（学習院大学）¹⁶は、海外需要、財政支出などの変動が企業の製品の生産代謝にどのような影響を及ぼすのかを考察した。海外需要や財政支出の増加は財の変動に大きな影響を与えており、輸出業者においてはその効果がより大きくなることを示した。従来は供給サイドの観点からプロダクトイノベーションを分析する研究が多かったが、需要サイドからも製品の生産代謝に影響が及ぶことを明らかにした。

日本では、中小企業を中心に円滑な事業承継に支障を来す企業が増加している。同族企業に関する研究において、エージェンシー理論や資源ベース理論、社会情緒理論をベースとする分析が主流となるなかで、竹田陽介氏（上智大学）¹⁷は、ゲーム理論の手法を活用した事業承継のモデル化を検討した。親をプリンシパル、子供をエージェンツとする世代重複のゲームに基づき、多様なタイプの親子間相続について分析した。

国際金融の動向と世界経済へのインパクト

各国間や各地域間の実体経済面における結びつき

が強まるなかで、金融市場間の国際的な連動性も高まり、国際金融の動向が世界経済に及ぼす影響が大きくなっている。筆者と田中茉莉子氏（武蔵野大学）¹⁸は、GVAR (Global Vector Autoregressive) モデルを利用して、過去20年間における先進国とアジア新興国間の株式市場と債券市場の連関性の変化を分析した。株式市場、債券市場とも先進国からアジア新興国へのスピルオーバー効果がアジア新興国から先進国への効果を大きく上回る一方、アジア新興国からのスピルオーバー効果においては製造業が大きな影響を及ぼしていることを明らかにした。また、アジア新興国の金融市場の発展により、グローバルな金融市場に及ぼすインパクトが大きくなってきていると指摘した。

主要なインボイス通貨は地域により異なるが、なぜ第3通貨の流通の程度が地域によって異なるのかは必ずしも明らかにされていない。田中茉莉子氏（武蔵野大学）¹⁹は、2国3通貨サーチモデルを構築し、第3通貨の国際的な流通が厚生水準に及ぼす影響について分析した。各国通貨が国際通貨として流通する場合には第3通貨の導入が厚生水準を改善しないが、国際通貨として流通していない場合には厚生水準を改善することを示した。このことから、欧州でドルが流通しない一方アジアでドルが流通するのは、アジアの通貨が国際通貨として流通していないためであると指摘した。

国際通貨システムにおいて基軸通貨を決定づける要因として、決済手段、価値貯蔵手段など通貨を保有することで得られる効用が考えられる。小川英治

¹⁵ “企業投資の多様化とコーポレート・ガバナンス” 2018年9月夏季コンファレンス。

¹⁶ “Product dynamics and aggregate shocks: Evidence from Japanese product and firm level data” 2018年8月 APEA 第14回年次コンファレンス。

¹⁷ “Evolutionary stability of family business succession: A theory and some evidence” 2018年9月夏季コンファレンス。

¹⁸ “Financial spillovers from asian emerging economies” 2018年8月 APEA 第14回年次コンファレンス。

¹⁹ “The role of the third currency as an international currency” 2018年9月夏季コンファレンス。

氏（一橋大学）²⁰は、ダイナミックパネル分析を使用して、国際通貨の効用を決定する要因について分析した。前期の国際通貨の効用の変化が今期の国際通貨の効用の変化に正の影響を与えることを示し、国際通貨の効用が変化に対して慣性を持つことを明らかにした。また、流動性リスクプレミアムの上昇が国際通貨の効用に負の影響を与えることも明らかにし、当該国際通貨建ての市場が流動性不足に陥ると、その国際通貨の効用が低下すると指摘した。

欧州債務危機が発生してからまもなく10年になる。当事国のアイルランド、イタリア、スペイン及びポルトガルでは、経済の回復の過程で債務残高はむしろ増加している。何故これらの国が債務危機に直面したのかが、論争的となっている。櫻川昌哉氏（慶應義塾大学）と櫻川幸恵氏（総務省）²¹は、自己実現的な債務危機を描写するモデルを用いて、債務危機当事国の財政安定プログラムの効果を検証した。危機前において、ギリシャとポルトガルの財政的余裕は少なかったが、アイルランド、イタリア及びスペインは財政的余裕を有しており、後者の3国は自己実現的に債務危機に直面したと指摘した。

日本企業の多くは事業の海外展開に伴い海外拠点を拡大させているが、為替レートの変動は貿易面だけでなく海外拠点からも企業に影響を及ぼす。佐藤正和氏（日本政策投資銀行）²²は、海外拠点の事業規模によって、為替レートの変動が企業価値やROEなどの企業の業績指標に及ぼすインパクトがどのように異なるのかを分析した。海外拠点の資産規模の大きな企業ほど企業価値に対する為替エク

スジョーカーが大きくなることを確認した。また、為替レートの変動がROEに及ぼす影響は、為替レートが円安に動く場合は純損益のROEの引き上げ効果が大きくROEは上昇する傾向にあるが、自己資本も増加するためにその引き上げ効果は一部相殺されると指摘した。

結 び

先進国を中心とする金融政策のレジームチェンジや保護主義の台頭をはじめとする外的な不確実性は高まっている。しかし、日本の企業経営者や消費者にとっては、人口減少に対応した抜本的な経済社会システムの再構築に踏み出せない我が国の政策運営こそが最大の不確実性であり、投資や消費が伸び悩む原因となっている。2018年度の研究報告から示唆されることは、いまこそ我が国は実のある成長戦略や構造改革を着実に進め、マクロとミクロ両面でリスク耐性の強い経済を構築していくことではないだろうか。先送りされている財政再建や社会保障改革の抜本的な改革、大規模な金融緩和からの出口戦略、人口減少下での需要喚起や人材不足など供給面の課題解決を図っていく必要があり、引き続き成長戦略や構造改革を通して、持続可能な経済社会システムを構築していくことは喫緊の課題である。2019年度の金融班は、世界的なリスクの高まりとそのもとで日本が取るべき針路について検討すべく、金融経済学の立場から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することを目指して活動して参りたい。

²⁰ “What determines utility of international currencies?” 2018年8月 APEA 第14回年次コンファレンス。

²¹ “From crisis to recovery-euro fiscal crisis-” 2018年9月夏季コンファレンス。

²² 「企業の海外進出と為替レートの変動の影響」 2019年2月月例研究会。