

「バブルと金融政策」

経済学部教授 藤井 英次

ノーベル経済学賞を誰が受賞するのか毎年巷では様々な憶測が飛び交い、受賞者の決定後も話題には事欠かないのであるが、2013年は共同受賞者の予期せぬ顔ぶれが一際大きな話題を呼んだ。資産価格を巡る研究で知られるシカゴ大学のユージン・ファマ教授とエール大学のロバート・シラー教授が同時受賞とのニュースを聞いて経済学界でも驚きの声が上がった。(両者に加えて計量経済学の見地から多大な貢献をしたシカゴ大学のラス・ハンセン教授も同時受賞。)共に受賞に相応しい傑出した経済学者であることに違いないが、両者の資産価格に関する見解は180度異なるからである。

ファマ教授の研究が一貫して資産市場の効率性を強調するのに対して、シラー教授は資産市場のバブルの研究(そしていくつかのバブルを予見したこと)で知られる。従来、合理的経済主体を想定した標準的マクロ経済学ではバブルは無視されるか、或いは極めて限られた条件下で生じ得る特殊な現象として重要視されることがなかった。しかし、現実には住宅バブルやITバブルなど、バブルと疑われる状況はしばしば観察され、メディアにも頻繁に登場する。(勿論シラー教授がバブルと呼ぶものを、ファマ教授は市場の合理的価格調整と呼ぶだろうが。)

マクロ経済学者は従来の理論的枠組みを踏襲しつつ、もう少しバブルの発生や存在と正面から向き合う必要はなかるか。このような観点から小島祥一「不安定性とバブルのマクロ経済理論」(帝京経済学研究 第46第1、2号)は標準的なマクロ経済学の理論モデルの枠組みを採用しつつ、バブル発生メカニズムに焦点を絞った理論的拡張を試みている。

ミクロ的視点からバブルについての理解を促すには、経済主体が完全には合理的ではなく、その行動や思考に偏りがあるナイーブな存在として捉える行動経済学の分析も有益だ。そのような視点を、中島大輔「行動経済学と産業組織論：ナイーブな消費者と市場」(一橋ビジネスレビュー 第61巻1号)が初学者や実務者に向けてわかりやすく解説している。

経済主体が完全に合理的であってもバブル発生(いわゆる rational bubbles)の可能性を排除できないのであれば、ナイーブな経済主体が蠢く世界では尚更バブルを予見し小規模なものに抑える政策能力が重要となろう。そのような意味において、重責を担うのは各国の中央銀行であろう。近年日欧米の中央銀行は政策金利を目標とする伝統的金融政策から、量的緩和などの非伝統的政策手法に大きく舵を切った。市場との対話を通して、経済主体の予想や期待に働きかけることで効果を生むような新しい政策手法が浸透しつつある。予想や期待が突き動かす投資家の行動の集積の一種をバブルと表現するならば、中央銀行はインフレやデフレ・ファイターだけでなく、バブル・ファイターも兼務せざるを得ない。何を有効な政策的ツールとして何を追求すべきか、先進国の多くの中央銀行が難しい判断を迫られている。

その問題の理解の一助となり得るのが、青木浩介・藤原一平「中央銀行と金融政策」(経済セミナー 2013年8・9月号 No.673)である。近年のマクロ経済学の流れに沿って、伝統的金融政策にも触れたうえでゼロ金利制約下の金融政策を解説しており、幅広い読者を想定した解説がなされている。また、春井久志「中央銀行の政策手段とその限界－ECBと『ユーロ危機』」(金融構造研究 第35号)は近年の中央銀行、特にユーロ危機に見舞われた欧州中央銀行に照準を合わせて、その政策手段について

詳細に論じている。非伝統的な金融政策がもたらし得る効果だけでなく、その限界や副作用を整理し具体的に論じている。

バブルを予見することは容易ではなく、それを事後的に指摘することは容易い。それをバブルと呼ぶか、それとも効率的な市場の調整と呼ぶか、見解は分かれるであろうが、実務家にとって重要なのは、その調整に伴う経済攪乱の影響を最小限にとどめることであろう。いずれにしても、金融政策の荷は増すばかりである。

【Reference Review 59-3号の研究動向・全分野から】

最近のアメリカ経済の動向

国際学部教授 宮田 由紀夫

2012年の大統領選挙で現職のオバマ大統領が再選され、13年1月より2期目に入った。オバマ政権一期目のアメリカ経済をまとめた論文を紹介したい。

瀧井光夫「オバマ第1期政権のマクロ経済政策とその効果」『桜美林大学産業研究所年報』（第31号、2013年3月）によれば、リーマンショック後の経済危機に対応して、オバマ大統領は就任直後の2009年2月に「米国再生再投資法」を成立させた。7900億ドル弱、名目GDP比5.5%の大規模な財政出動であった。景気後退は09年6月に終わらせることができた。景気の2番底に陥る懸念から、「2010年減税・失業保険復活・雇用創出法」が成立した。ただ、これは中間選挙で下院を支配した共和党の要望をうけた減税の性格が強い。「2011年米国雇用法」の成立を目指したが、未成立となった。同じケインズ型財政政策でも減税という形でならば共和党の支持を得るのでうまくいくが、公共事業としての支出増加はうまくいかないという政治経済学が理解できる。しかし、近年の景気循環の特徴として、景気の底を打って回復するまでの循環が長くなっている。そのため、失業率が高止まりしてしまった。

田村考司「オバマ政権の先進製造業戦略の論理」『桜美林大学産業研究所年報』（第31号、2013年3月）によれば、アメリカでは対GDP比でも雇用者比率でも製造業が衰退してきたが、オバマ政権はこの傾向を逆行させようとしている。しかし、単に従来の製造業を復活させるのではなく、コンピュータを活用し情報化・自動化を進め、物理学・生物学の知識を基にした最先端の素材を利用した、「先進製造業」の育成である。先進製造業を重視する理由は、高付加価値の雇用を生み出し、イノベーション能力を強化できるからである。生産活動が海外に移転し続けるとイノベーションの能力も衰えてしまうことが懸念される。イノベーションの強化のためには、研究開発は製造と近接していることが重要である。ただ、本論文ではこの種の議論は1980年代後半に主張されていたものとあまり変わっていないことも鋭く指摘されている。具体的な処方箋としては、研究開発投資減税、連邦政府による研究開発予算の拡充、産学官連携の推進などで決定だがない印象は否めない。本論文は、政権の出しているレポートを丁寧にフォローしており参考になる。わが国でも製造業の空洞化が言われて久しいが、国内にモノづくりを維持することが国家にとって重要なかどうか、アメリカでの議論は参考になるであろう。

小俣栄一郎「最近の米国における反トラスト法の執行状況」『公正取引』（No.753、2013年7月）は