

(続紙 1)

京都大学	博士 (経済学)	氏名	清水 涼介
論文題目	開放経済におけるバブルと経済成長、政策効果の研究		
(論文内容の要旨)			
<p>資産価格の急騰とそれに引き続く急落はこれまでに繰り返し観測されてきた現象である。また、近年のいくつかの経験は資産価格の変動と景気変動が正の相関を持つことを示している。例えば1980年代後半の日本においては土地価格の高騰と経済成長が共存したが、1990年代前半以降の土地価格の急落と共に長期に及ぶ低成長に陥った。このような資産価格と景気の正の相関関係を説明する有力な仮説の一つが、それらをバブルの発生と崩壊という一連のプロセスとして捉えるというものである。最近のこのような資産価格バブルに関する研究に共通してみられる特徴は、金融市場の不完全性と経済主体の異質性を明示的にモデルに導入しているという点であるが、本論文もまさしくこの流れに属するものである。</p> <p>近年の資産価格の急変動を考える上で逸することのできない出来事として、2007年のサブプライムローン問題に端を発する世界金融危機がある。住宅バブルの崩壊を契機として発生した世界金融危機は、アメリカ経済のみならず、世界経済の不況をもたらした。本論文の第2章では、このような観点から、ほとんどの先行研究で用いられてきた閉鎖経済モデルではなく、二国モデルを構築することによって、バブルの国際間波及効果を分析している。より具体的に述べれば、Hirano and Yanagawa (2017)の閉鎖経済モデルを、借入制約の強さの異なる二国からなるモデルに拡張し、世界経済におけるバブルの存在条件、バブル発生と崩壊のマクロ経済効果を分析したのである。その結果、ある国で発生したバブルは自国のみならず他国の経済成長率にも影響を及ぼすことを明らかにしている。さらに、このバブルの経済成長への効果は、成長促進効果と成長阻害効果に分解でき、どちらの効果が支配的になるのかは両国の金融摩擦の水準に依存しており、両国の金融摩擦水準が低い時には、成長促進効果が支配的になることも示している。成長促進効果が支配的になる状況においては、海外の資産価格バブルの崩壊は両国の経済成長率を低下させることになり、世界金融危機時に観察された現象を一般均衡分析の枠組み内で説明することができるのである。</p> <p>第3章では、開放経済における金融政策の役割を分析している。具体的に述べれば、価格の調整費用を導入したニュー・ケインジアン型の小国開放経済モデルを構築し、バブル均衡の存在を示したのちに、資産価格が高騰した際には、物価の安定性が損なわれたとしても、金融市場の安定化のために、名目利子率を上昇させるという、近年注目を集めているleaning against the wind policyの効果を数量的に評価している。本章では、leaning against the wind policyを、テイラー型の政策ルールにおいて資産価格変化に対する名目利子率の反応度の高い場合として捉え、このような政策によって、予期せぬ海外利子率のショックによる資産価格変動を抑制することができることを明らかにしている。また、このような政策を採用することによって、経済厚生を改善できる可能性があることも示している。</p> <p>第4章では、小国開放経済におけるバブルと金融規制の関係を扱っている。金融規制としては、国際標準となっているバーゼル規制を念頭に置き、リスク資産に対して一定量の自己資本を保有することを求める自己資本規制に着目している。リスク資産のリスク評価で広く用いられる指標の一つが、Value-at-risk (VaR) であるため、本章では、VaR規制を明示的に導入した分析を行う。より具体的に述べれば、VaR制約に直面した銀行が、投資プロジェクトとバブル資産というともにリスクな資産に関す</p>			

るポートフォリオ選択を行うという設定の下で、（１）バブル均衡は金融規制の程度が相対的に強い時にのみ存在する、（２）金融規制の強化はバブルの規模に対しては膨張効果を持ち、バブルが崩壊時の銀行のデフォルト確率を上昇させ、バブル存続時のデフォルト確率を下落させる、という二点を本章では明らかにしている。

(論文審査の結果の要旨)

世界金融危機に見られるように、住宅などの資産価格の高騰時には経済は拡大するが、資産価格の急落後には投資やGDPが大きく落ち込む、という関係がしばしば観察されてきた。また、米国の資産価格急落は、米国経済のみならず海外の経済にも大きなマイナスの影響を及ぼした。本論文は、金融市場の不完全性を明示的に導入した動学的一般均衡モデルを構築することにより、このような現象をバブルの発生と崩壊として説明することに成功しており、極めて優れた学術的意義を有する研究であると高く評価することができる。

本論文の貢献を具体的に述べれば以下の通りである。

- (1) 第2章では、二国モデルを用いてバブル発生と崩壊の国際間波及効果を分析しているが、その際、先行研究で置かれていた制約的な仮定を取り除き、より現実的な設定の下でモデルを構築することに成功している。具体的には、先行研究においては、対称的な二国モデルもしくは規模が大きく異なる大国と小国からなる2国モデルが用いられていたのに対し、本論文は、両国間の相互作用の存在と両国の非対称性が同時に考慮されている二国モデルの提示に成功している。
- (2) いわゆる“leaning against the wind policy”（資産価格が上昇した際に名目利子率を上昇させる政策）の効果に関して、先行研究では専ら閉鎖経済モデルを用いた分析がなされてきたが、現実には海外で生じたショックや為替レートの変動が景気循環に及ぼす影響を無視することはできない。そのため、本論文の第3章では、先行研究に比してより現実的な開放経済モデルを構築することによって、leaning against the wind policyの効果を再検討し、先行研究とは異なり、それが経済安定化に有効であることを示すことに成功している。
- (3) 第4章は、一般均衡モデルにValue-at-risk (VaR) 規制を導入することにより、金融規制の強化は、バブルが存続している状況下での銀行の破綻確率を低下させるものの、バブル崩壊時の銀行の破綻確率は上昇させるという極めて興味深い結果を示している。この結果は、金融規制の有効性を考える上でバブルの存続時と崩壊時の二つの状況を明確に区別した分析が必要であることを示しており、学術的にも政策的にも大きな意義を持つ。

以上の様に、本論文の各章の何れもが優れた貢献を含んでおり、著名な学術誌に十分に掲載され得る水準に達したものである。実際、第2章は、すでに国際的学術誌 *Annals of Finance* に掲載されており、このことから、清水氏の研究水準の高さは明らかであろう。

とはいえ、改善すべき点も残されている。第一に、第2章では、国によって金融市場の状況や金融技術の水準が異なることが想定されているが、その違いは外生的に

与えられている。このような違いが何から生じているのかについてより踏み込んだ分析がなされていたならば、本論文の説得力は一層増したであろう。第二に、第4章で導入されている金融機関は非常に抽象的なものであり、現実の銀行のいかなる側面を捉えたものなのかがあまり明確ではない。そのため、より現実的な形で金融機関の機能をモデル化することによって、本論文の分析を一層深化させることが期待される。

しかしながら、これらの点は、むしろ清水氏が今後の研究において発展させていくべきものであり、本論文の極めて独創的な貢献を何ら損なうものではない。よって本論文は、博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお、令和2年1月20日、論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。