

氏 名	ひろ え みつ ろう 廣 江 満 郎
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学 位 記 番 号	論 経 博 第 267 号
学位授与の日付	平 成 13 年 7 月 23 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 2 項 該 当
学 位 論 文 題 目	資産効果と財政金融政策 ——資産効果に関するマクロ経済理論および実証分析——

論文調査委員	(主 査) 教 授 古 川 顯	教 授 森 棟 公 夫	助教授 島 本 哲 朗
--------	--------------------	-------------	-------------

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、資産価値の変動による経済効果、すなわち資産効果を理論的および実証的に解明し、その重要性を明らかにすることを目的としている。本論文は、序章を除けば、第1章から第6章までの理論分析編と、第7章から第9章までの実証分析編とから構成される。

まず第1章では、標準的マクロ・モデルによる政策効果の分析上の問題点を指摘し、併せて資産効果を明示的に導入した Silber (1970) のモデルについて考察する。第1節では、標準的マクロ・モデルにおける財政・金融政策の効果を分析し、第2節では、Silber (1970) のモデルに銀行組織を導入して、財政・金融政策の効果について詳細な検討を行う。

第2章では、従来の資産効果に関する議論を整理・展望する。この展望を通じて、資産効果をめぐる問題が、効果の対象となる資産に関する問題（直接的および間接的資産効果）と効果波及経路に関する問題（Patinkin 型および Zwick-Meyer 型資産効果）の2つに大別されることを明確にする。

第3章では、上記の資産効果をめぐる議論を踏まえ、資産効果の実物経済への影響について、ファイナンス別政府支出の効果に留意しながら詳細な分析を行う。第1節では、外部貨幣経済を対象にして資産効果の波及経路について分析し、波及経路別資産効果が波及経路の対象となる市場への影響を通じて政策効果に異なる影響を及ぼすことを明らかにする。第2節では、発生要因別に分類される資産効果の影響を分析する。第3節では、金融政策運営に関する諸問題の中から、金融指標の選択と政策効果のタイム・ラグに関する2つの問題を取り上げ、それらの問題と資産効果との関係を検討する。

第4章では、資産効果をめぐる主要な問題のうち、大きな論争を引き起こした内部貨幣の純資産としての評価に関する問題を取り上げる。第1節では、Patinkin と Saving を中心に展開された議論について考察し、この論争の経緯についても展望する。第2節では、内部貨幣を含む混合貨幣経済のもとで、内部貨幣を純資産として評価した場合の財政・金融政策の効果について同様の分析を行う。この場合の資産効果は P-S 効果 (Peseck-Saving effect) として捉えられ、前章での資産効果と同様に政策効果に無視できない影響を及ぼすことを明らかにする。

第5章では、これまでのモデルを閉鎖モデルから開放モデルに拡張する。第1節では、マンデル＝フレミング型の資産効果を導入しない場合と、導入した場合の開放モデルを示す。第2節では、固定相場制下で直接的資産効果を導入したモデルを用いて、財源調達別財政政策の国際収支に及ぼす影響を分析した Yu (1980) の研究について考察し、波及経路別資産効果の相違に留意した分析を行う。そして、波及経路別資産効果が国際収支等に無視できない影響を及ぼすことを明らかにする。

第6章では、変動相場制を仮定した開放モデルにおいて、財政・金融政策の効果を分析する。第1節では、直接的・間接的資産効果を含む拡張モデルのもとで、財政・金融政策の効果を再検討する。第2節では、さらに物価変動も考慮した開放モデルを用いて、再び財政・金融政策の効果を分析する。そして、これまでともすれば軽視されがちな間接的資産効果が政策効果に無視できない影響を及ぼすことを明らかにする。

以上の理論分析編においては、資産効果のモデルへの導入は標準的モデルから導出される分析結果と比較して、より複雑

な結果、場合によっては効果の方向さえも変更させる結果をもたらすことを明らかにする。

次に、実証分析編に入って、第7章では、予備的考察としてマネーサプライと所得との間の因果関係をめぐる先行諸研究を考察する。第1節では、Simsの2変量時系列モデルによるマネーサプライと所得の間の因果性研究を端緒とする比較的初期の研究について検討する。第2節では、近年の時系列分析の発展の成果である単位根検定や共和分検定を用いた新しい実証研究について検討する。これらの分析を通じて金融変数と実物経済変数の関係について、いくつかの新しい実証的証拠を提供する。

第8章の第1節では、理論モデルから導出される総支出関数や消費関数・貨幣需要関数等の構造方程式を構成する変数間の因果関係について、近年の時系列分析の成果を考慮したVARモデルによる因果性テストを行う。第2節では、各構造方程式について、資産変数が説明変数として有意であることを明らかにする。

最終章である第9章は、誘導型アプローチによる計量的分析の結果およびこれまでの研究のまとめから構成される。その第1節では、理論モデルから導出されるセントルイス型の総支出関数について詳細な実証分析を行う。その結果、資産効果とりわけ間接的資産効果が政策効果に大きな影響を及ぼすことを明らかにする。第2節では、これまでの本研究の成果を要約する。

論文審査の結果の要旨

金融資産の蓄積・多様化に象徴される日本経済のストック化が着実に進みつつあるなかで、ストック変数による資産効果の経済的影響はますます強まっているが、本論文は資産価値の変動による経済効果、いわゆる資産効果に焦点を当て、そのマクロ経済的な影響を理論的かつ実証的に解明した意欲的な研究である。日本の1980年代後半から90年代を通じた「バブル経済」の生成と崩壊の過程で、資産効果のマクロ経済に及ぼす重要性がとくに指摘されてきたが、不思議なことに、これまでのところ資産効果について体系的・包括的に研究した文献は内外ともに皆無に近い状況にある。この点で、真正面から資産効果の研究に取り組んだ本論文の意義はまことに大きい。本論文の資産効果に関する体系的な分析のなかで、とりわけ注目すべきは以下の点である。

第一は、日本の総支出を構成する7変数からなるVARモデルを設定し、各変数間についてグレンジャーの方法による因果性テストを行い、おおむね各変数間に高度に有意な双方向の因果関係が認められること、資産効果が消費需要や貨幣需要などに統計的に極めて有意な影響を及ぼしていること、などの結論を導いている点である。この場合、最近の時系列分析の成果を考慮して、様々な手法を用いて単位根検定および共和分検定を行い、その結果に基づいて誤差修正モデルが適用可能か否かを検討するなど、多面的で手堅い実証分析を展開しているために、得られた実証結果も非常に信頼性の高いものとなっている。

第二は、やはりVARモデルを用いてマネーサプライや銀行貸出など各種金融変数と実物変数の因果関係について精緻で体系的な実証分析を行った結果、金融自由化の影響が表れる1983年以降、マネーサプライ(M_2+CD)から実質GDPへの因果関係が認められなくなる一方、郵便貯金を含む広義流動性(M_3+CD)およびクレジット(最広義の信用集計量である「国内非金融部門の負債合計」)から実物経済への因果性が認められること、などの興味深い結論を導いている点も評価できる。

第三は、いわゆる内部貨幣を経済全体の純資産として評価する場合、内部貨幣も資産効果を通じて財政・金融政策の効果に重要な影響を与えることを明らかにした点も、本論文の大きな貢献の一つである。これまでの資産効果をめぐる議論には、貨幣の大部分を占める内部貨幣を資産という側面からどのように捉えるかという古くて新しい問題があるが、本論文はPesek-Saving(1967)やPatinkin(1969)の研究を踏まえて内部貨幣を純資産として評価し、資産効果のなかでも従来ともすれば軽視されがちだった間接的資産効果(利子誘発的資産効果)が無視し得ないものであることを明らかにした意義は大きい。

このほか、本論文の第2章では、これまでの資産効果に関する理論的および実証的分析に関する従来の膨大な研究が体系的に整理・展望されているが、この要領の良いサーベイそれ自体、本論文の価値を高めている。

もちろん、本論文にもいくつかの問題がある。

第一に、モデルが様々な拡張・修正されているものの、理論的分析の基本的枠組みは静学的な IS・LM モデルにとどまっており、資産効果という本来のダイナミックな効果を分析するには限界があるという点を指摘しなければならない。また、やはり理論的な問題として、本論文はマクロ経済的な資産効果に分析を限定しており、家計の行動や企業の行動などに関するミクロ経済学的な基礎付けが行われていないことも惜しまれる。

第二に、実証分析においては、単純化のために、資産効果の対象となる資産を民間部門保有の実質金融資産残高に限定しており、土地その他の資本ストックは考察の対象外となっていることである。著者は本論文の序章において、「金融資産の増大に象徴されるストック化の進展は経済に大きな影響を与えずにはおかない。1980年代半ばから顕著となるバブルの発生と90年代初めを境にはじまるその崩壊過程において果たした資産効果の役割がまさにそうである。経済の変動に関して、これほどまでに資産効果が注目されたことはなかった」と述べている。もしそうであるなら、資産効果の経済的效果を分析しようとするれば、当然ながら、地価の変動を考慮に入れて分析することが望ましい。

第三に、因果関係テスト (causality test) においては、ラグの次数をどこまでとるかが重要であるが、この点について十分な検討がなされていない。本論文では、ラグの長さの決定を AIC 基準に求めているが、AIC 基準では観察データが少ない場合に信頼性が劣るという問題がある。

本論文には以上のような問題が残されているものの、既存の文献を十分に渉猟したうえで、資産効果の経済的役割を様々な角度から多面的かつ体系的に分析したユニークな研究として高く評価できることは明かである。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られる。なお、平成13年2月20日、論文内容とそれに関する試問を行った結果、合格と認めた。