

(続紙 1)

京都大学	博士(経済学)	氏名	松岡 多利思
論文題目	Essays on Money and Banking		
(論文内容の要旨)			
本論文は金融危機を流動性の不足による危機として把握し、貨幣と確率的流動性ショックを世代重複モデルに導入することによって、銀行部門の市場構造と望ましい金融政策の関係を理論的に明らかにすることを目指している。 第2章では、銀行市場の構造と望ましい金融政策の在り方の関係が分析されている。具体的には、銀行市場が完全競争的である場合と独占的である場合を比較し、銀行部門の市場構造の差異が、望ましい金融政策に対して持つ含意を分析したのである。その結果、銀行部門が完全競争的である場合には、最適な金融性格はインフレ率をゼロにすることであるが、銀行部門が独占力を持つ場合には、独占力の存在に伴う資源配分攪乱効果を除去するために、名目利子率をゼロにするというフリードマン・ルールが最適になることを明らかにしている。さらに、中央銀行が、フリードマン・ルールと中央銀行貸出を組み合わせることによって、ファーストベストの資源配分を達成できることも示している。 第3章では、銀行間の貸借を通じた保険機能に着目し、世代重複モデルに銀行間市場を導入することによって、銀行間市場が円滑に機能する経済と銀行間市場の機能が不全である経済とを比較している。その結果、銀行間市場を通じた保険機能が円滑に働いている場合には、個々の銀行は予備的な貨幣を保有する必要性がなくなるため、そうでない場合よりも高水準の投資が可能となり、高い資本水準が実現されることを明らかにしている。また、銀行間市場が機能していない場合には、個々の銀行は流動性ショックの発生に備えるという予備的な動機に基づいて過剰な貨幣を保有する誘因をもつため、マイルドなインフレを生じさせ、貨幣保有を減少させるような政策が望ましいことも明らかにしている。 第4章では、前章と同様に銀行間市場を明示的に考慮した世代重複モデルを用いて、中央銀行の「最後の貸し手」機能について理論的に分析を行っている。ただし、借り手銀行の担保制約(借入制約)を明示的に導入しているという点において第3章と異なっている。これは、大きな流動性ショックに直面した銀行はそうでない銀行から資金を借り入れるが、その際返済について完全なコミットメントが出来ないため、借り手の銀行は担保を差し出さなければならないという状況を考察の対象としているためである。本章は、このような状況においては、中央銀行が最後の貸し手機能を果たせるかどうかによって、最適な金融政策の形態が異なることを示したのである。すなわち、中央銀行が最後の貸し手機能を果たせない場合には、最適金融政策はデフレを生じさせることであるが、中央銀行が最後の貸し手としての機能を果たすことができる場合には、インフレ率をゼロに設定し、同時に流動性不足に陥った銀行に対して銀行間市場金利で資金を貸し出す政策が望ましいことを明らかにしたのである。			

(論文審査の結果の要旨)

近年の実証研究はインフレ率の高い国ほど銀行危機が生じやすいことを明らかにしている。このような事実の存在は、マクロ金融政策と銀行危機の間に密接な関係があることを示唆している。このような問題を分析するために、Williamson、SmithあるいはSchreftらによって、流動性ショックと貨幣を導入した世代重複モデルが構築され、多くの成果を挙げている。しかしながらこれらの研究においては、銀行部門は完全競争的であると仮定されていた。現実の銀行がかなりの独占力を有していることを考えれば、完全競争の前提で導かれた政策の含意を解釈する際には注意が必要である。本論文は、この点に取り組み、極めて明快な形で、金融部門の市場構造の違いが最適金融政策に大きな影響を及ぼすことを明らかにすることに成功している。

本論文の貢献を具体的に述べれば以下の通りである。

(1) 銀行部門が独占力を持つ場合を考察することによって、完全競争の場合のみを分析した先行研究で得られている結果が、完全競争の仮定に決定的に依存していることを示すことに成功している。具体的には、銀行部門が競争的な経済においてはゼロインフレ率が最適であることが知られていたが、銀行が独占力を持つ場合には、フリードマン・ルールが最適となることを示したのである。また、先行研究では説明できなかった、貸出金利と預金金利の差とインフレ率との間の正の相関を、本論文で提示されたモデルは整合的に説明することにも成功している。

(2) 銀行の流動性ショックへの対応策として、銀行間の一時的な貸借は現実的には有効な手段の一つだと考えられるが、先行研究ではこのような銀行間貸借は考慮されていなかった。本論文は、銀行間貸借の保険機能を当該分野において初めて明示的に考慮し、金融政策と銀行間市場の関連を明らかにすることに成功している。すなわち、銀行間市場が円滑に機能する場合には、銀行の予備的動機による貨幣保有が減少するため実物資本への投資が促進されるが、銀行間市場が機能しない場合には、銀行の予備的動機に基づく貨幣保有が過大になり実物資本への投資が過少となるため、銀行の貨幣保有を減少させるためにインフレ政策をとることが望ましいことを極めて明快な形で示したのである。

(3) 銀行危機の際には、中央銀行の「最後の貸し手」としての機能は極めて重要である。本論文では、大きな流動性ショックのために他の銀行から借り入れなければならない銀行が担保制約に直面する場合を分析し、中央銀行の「最後の貸し手」としての機能に関して極めて興味深い結果を示すことに成功している。すなわち、中央銀行が「最後の貸し手」としての機能を果たしていない場合にはデフレ政策が最適になるが、中央銀行が「最後の貸し手」として行動し、流動性危機に陥った銀行に対して銀行間市場金利で貸し出すことができる場合には、ゼロインフレ政策が最適となることを示したのである。この結果は、先行研究ではまったく得られていないものである上に、中央銀行の政策を考える際にインフレ率管理などのマクロ金融政策の役割と「最後の貸し手」としての機能などのプルーデンス政策の役割とを独立に議論することはできないことを明確に示したものであり、非常に大きな貢献であるといえる。

以上の様に、本論文の各章の何れもが世界水準での優れた貢献を含んでおり、著名な国際的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、金融分野を代

表する国際的学術誌*Journal of Money, Credit and Banking*に既に掲載されており、このことから、松岡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、本論文で構築されたモデルは極めて抽象的であり、例えば、モデルの中に現れるlocationとregionがどのような規模の地域を表しているのかについてのイメージがつかみにくい。そのため、現実の政策と対応させる場合には、慎重な解釈が必要となるであろう。第二に、本論文では分析枠組みとして一貫して世代重複モデルが採用されているが、本論文の結果が世代重複モデルの構造に依存しない頑健なものであるのか、あるいはその構造に強く依存した結果であるのかどうか、容易には判断できない。もし本論文の分析をRamseyタイプのモデルに拡張することができるならば、本論文の貢献の意義は一層増すであろう。

しかしながら、これらの点は、むしろ松岡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。尚、平成24年2月10日、論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。