

Title	財政危機と金融危機のコンテイジョンと危機管理対応
Sub Title	Interaction between financial and fiscal crises, contagion effects and desirable policy response
Author	池尾, 和人(Ikeo, Kazuhito) 北尾, 早霧(Kitao, Sagiri) 土居, 丈朗(Doi, Takero) 小林, 慶一郎(Kobayashi, Keiichiro) 寺井, 公子(Terai, Kimiko) 別所, 俊一郎(Bessho, Shunichiro)
Publisher	
Publication year	2017
Jtitle	科学研究費補助金研究成果報告書 (2016.)
JaLC DOI	
Abstract	財政危機の発生を回避するために必要な制度改正の効果を定量的に評価するとともに、政治経済学的な観点からの考察も行った。財政危機から金融危機へのコンテイジョンは、銀行等の金融機関が国債を大量に保有している状況にあるために、財政危機の発生は国債価格の暴落につながることから銀行等のバランスシートが毀損されるという連鎖から生じ得る。近年の大規模な金融緩和政策の実施が、この連鎖の構造に変容をもたらしていることを指摘した。また、財政危機に至らなくても、国債の累増それ自体が経済に抑制的な効果をもつことを明らかにした。 We quantitatively evaluated the effect of institutional reforms necessary to avoid the outbreak of fiscal crisis and also considered the fiscal problems from political-economic viewpoint. Contagion from a fiscal crisis to a financial crisis could be caused by the chain that in a fiscal crisis, the collapse of government bond prices inevitably occurs and balance sheets such as banks are seriously damaged since financial institutions such as banks hold a large amount of government bonds. It was pointed out that the implementation of large-scale accommodative monetary policy in recent years has transformed the character of this chain. Moreover, it was showed that the swollenness of outstanding government bonds had depressive effects on the economy even if it did not arrive at a fiscal crisis.
Notes	研究種目：基盤研究(B)(一般) 研究期間：2014～2016 課題番号：26285059 研究分野：経済学
Genre	Research Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_26285059seika

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 5 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(B)（一般）

研究期間：2014～2016

課題番号：26285059

研究課題名（和文）財政危機と金融危機のコンテイジョンと危機管理対応

研究課題名（英文）Interaction between financial and fiscal crises, contagion effects and desirable policy response

研究代表者

池尾 和人（IKEO, Kazuhito）

慶應義塾大学・経済学部・教授

研究者番号：00135930

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 13,500,000円

研究成果の概要（和文）： 財政危機の発生を回避するために必要な制度改正の効果を定量的に評価するとともに、政治経済学的な観点からの考察も行った。財政危機から金融危機へのコンテイジョンは、銀行等の金融機関が国債を大量に保有している状況にあるために、財政危機の発生は国債価格の暴落につながることから銀行等のバランスシートが毀損されるという連鎖から生じ得る。近年の大規模な金融緩和政策の実施が、この連鎖の構造に変容をもたらしていることを指摘した。また、財政危機に至らなくても、国債の累増それ自体が経済に抑制的な効果をもつことを明らかにした。

研究成果の概要（英文）： We quantitatively evaluated the effect of institutional reforms necessary to avoid the outbreak of fiscal crisis and also considered the fiscal problems from political-economic viewpoint. Contagion from a fiscal crisis to a financial crisis could be caused by the chain that in a fiscal crisis, the collapse of government bond prices inevitably occurs and balance sheets such as banks are seriously damaged since financial institutions such as banks hold a large amount of government bonds. It was pointed out that the implementation of large-scale accommodative monetary policy in recent years has transformed the character of this chain. Moreover, it was showed that the swollenness of outstanding government bonds had depressive effects on the economy even if it did not arrive at a fiscal crisis.

研究分野： 経済学

キーワード： 経済危機 危機管理対応 コンテイジョン 金融システム 財政健全化

1. 研究開始当初の背景

(1) 2010年4月にギリシャで財政危機が発生した。ギリシャは、それ以前から財政難が深刻化しており、5度にわたり財政再建策を提示したが、ギリシャ国債の市場では信用されず、ギリシャ国債の金利が上昇し始めた。ギリシャ政府は、IMF（国際通貨基金）とユーロ圏諸国に資金繰り支援を申し出たことから、自力での再建が困難であることが確定的となり、ギリシャ国債の金利が10%を超えるに至り、財政危機と称される事態となった。これを契機に、ギリシャと同程度に財政難に直面している南欧諸国に対しても、国債に対する信認に疑義が呈され、金利上昇圧力が生じた。

この財政危機は、金融危機へと伝染した。ギリシャ国債をはじめとするギリシャ向け債権を多く持つフランス、ドイツをはじめとする欧州諸国の金融機関は、この財政危機に伴い保有債権の毀損が顕在化したために、経営悪化が懸念され始めた。ギリシャ向けのみならず南欧諸国向けの債権を多く持つ金融機関は、他の金融機関からの資金調達も困難となり、いくつかの欧州の金融機関が破綻したり、救済されたりした。また、金融市場の混乱が、欧州諸国の企業の資金調達も悪化し、欧州諸国で株価が下落した。これがさらに金融機関の保有資産を毀損させ、財政危機に端を発して金融危機へと波及した。

(2) 財政危機から金融危機へのコンテイジョン（伝染）に関する学術研究としては、Reinhart and Rogoff (2009)などがある。Reinhart and Rogoff (2010)は、公的債務の累積は経済成長を阻害するとの仮説を提起した。しかし、その後、彼らの計算に間違いがあるとの指摘が出たことから、この仮説をめぐって2013年春に大きな論争が起きた。

公的債務の膨張または財政悪化が経済を悪化させるという考え方としては、非ケインズ効果があるが、非ケインズ効果は短期の消費需要に財政が与える影響を示すものであり、長期の経済成長とは異なる。また、日本銀行の「金融システムレポート」等では、日本の金融機関について国債金利の変動等のリスクへの対応能力を分析しているけれども、国債の累増がどのような形で国債金利急騰（国債価格急落）を引き起こすことについて、確定的な結論は得られていない。

財政危機を予防するには財政健全化が必要である。他方で財政赤字は政治的に過大になりやすいといわれてきた。これらの研究では、先進諸国で拡大する財政赤字の抑制のために必要な政策と期待される効果の程度について、いくつかの有益な示唆が得られているといえる。しかし、ではなぜ財政再建に必要な政策が迅速に実行されないのか、については、深く検討されていなかった。

2. 研究の目的

(1) 巨額の政府債務を抱える日本でも、この

ような財政危機から金融危機へのコンテイジョンは懸念されることである。本研究では、こうした財政危機から金融危機へのコンテイジョンの原因とメカニズムを明らかにし、日本における予防策を考察するとともに、もし危機が起こってしまった場合の対応も含めた「危機管理対応」の経済政策について経済理論に基づいて分析を行うことを目指している。

(2) 財政と金融の関わりでは、近年、中央銀行信用でファイナンスされた財政出動（財政ファイナンスまたは財政赤字の貨幣化）の可能性が、理論的にも実証的にも重要となっている。財政ファイナンスは、潜在的には財政危機と金融危機のコンテイジョンにつながる要因ともなりうるので、本研究では、そうした政策の功罪についても重点的に分析を行う。それとともに、金融危機の発生メカニズムとその抑止のための金融規制・監督のあり方についても検討する。

3. 研究の方法

(1) 財政危機と金融危機のコンテイジョンの可能性については、財政政策と金融政策の両方を扱って、かつシミュレーションが可能なマクロ動学一般均衡モデルを構築することで検討を進める。さらに、危機対応策の分析のための理論モデルの構築も行う。いろいろな財政政策の組み合わせ（税、公的債務、補助金の有無など）を考察し、財政構造が経済成長に与える影響を分析する。理論的な分析とコンピュータによるシミュレーションをともに行って検証を行う。

特に、新たな取り組みとして、財政破綻の可能性を検討するために、高齢化の進展とともに増大する財政コストの規模とその経済への影響をシミュレーションによって推計する。人口構造や政策の変化を所与とした個人のライフサイクルにおける最適化行動をベースとした世代重複型の一般均衡マクロモデルを構築し、社会保障改革による影響を年齢、世代別に計量分析する。

(2) 財政危機の予防策の効果を検証するために、日本の都道府県を対象とし、地方財政健全化法が地方財政に与えた影響について検討する。地方財政健全化法は従来の制度に比べて広範囲の会計についてさまざまな指標を設定して地方財政の動向をモニターしようとしている。この制度は地方政府の支出額を減少させる効果を持ったかもしれないが、同時に、会計間の移転を変化させた可能性もある。都道府県財政については、一般会計・普通会計・特別会計について詳細な統計が揃っているところから、制度変更の前後での会計間移転の規模の変化等を検証することにより、財政健全化法の効果を明らかにできるものと期待される。さらに、会計上の変化が、それまでの財政状況や都道府県内の景気動向といった経済的要因、また知事の属性や都道府県議会の構成といった政治的要因

との連関を検討することにより、地方財政健全化法の効果が地方政府の属性とどのように相互作用するのかを明らかにすることができる。

(3) さらに、政策当局の危機対応能力に関して、有権者をプリンシパル、現職政治家（あるいは政権与党）をエージェントとしてとらえ、政治家の政策実行が政権担当能力についてのシグナルとなり、有権者の投票行動に影響を与えるようなシグナリング・モデルを構築する。政治家の政権担当能力について、両者の間で情報の非対称性は存在しないという仮定のもとで、均衡でエージェントである政治家がどのような予算規模を選択するかを求め、プリンシパルとエージェントの政策への選好が同じケースと比較することで、財政政策の政治家への委任によって発生する非効率性を抽出する。

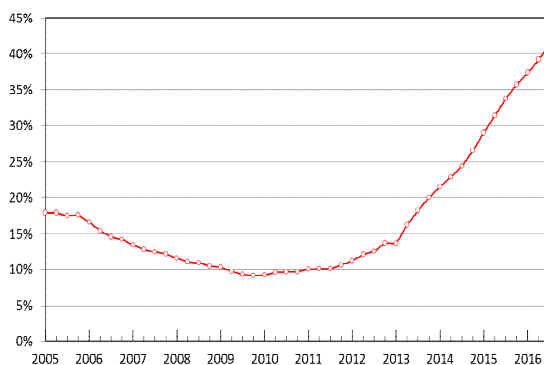
(4) 長期にわたる非伝統的金融政策の継続、とりわけ 2013 年度以降の大規模な金融緩和（量的・質的金融緩和）の実施によって、中央銀行の財政運営および国債管理政策への組み込みが進展した。こうした事態の進展をリアルタイムで凝視しつつ、その含意について分析し、財政システムと金融システムの関わりの特徴を明らかにする。

4. 研究成果

(1) 財政危機と金融危機のコンテイジョンが生じかねないのは、①政府が銀行をはじめとした金融部門に対して保証（セイフティネット）を提供するようになっており、金融危機が起こると政府はその保証の履行を強いられることになるが、それに伴う財政負担が過重なものになると財政危機につながるという連鎖、②銀行をはじめとした金融部門が公債を大量に保有している状況にあるために、財政危機の発生は公債価格の暴落につながることから銀行等のバランスシートが既存されるという連鎖からである。

本研究を通じた考察から、わが国の現状をみると、金融システムはおおむね安定した状態にあり、①よりも②の連鎖が懸念されると判断される。現下の金融政策運営は②の連鎖のあり方に大きな影響を及ぼしている。すなわち、図 1 に示されるように、日本銀行が大

図 1 国債残高に対する日本銀行の保有比率



量の国債を買い上げていることは、民間銀行部門の収益基盤が脆弱化しつつあり、潜在的には金融危機の可能性を高めるように作用していることから、①の連鎖を懸念しなければならない状況に陥ることも無視できなくなっていることを明らかにした。

(2) 前掲①よりも②の連鎖が懸念されると判断する観点から、財政危機に関する研究に注力した。財政危機を地方財政と関連づけた研究としては、まず実証面では、日本の市町村の長期データを動学的な観点から計量分析した。何らかの財政ショックに対して市町村がどのような政策手段を用いてどれほどの期間をかけてそのショックを吸収しているかを明らかにした。

理論面では、わが国の予算編成過程を描写できるように、2 期間・複数エージェントモデルを構築し、政府内、あるいは分権的財政制度下の上位政府と下位政府との間の情報の非対称性が、非効率な予算配分につながることを示した。このような結果は、組織内の各部門が、自ら管掌する政策分野についての情報を独占することによって、非効率性が生じることを示唆している。財政赤字に苦しむわが国においては、特に省庁間、あるいは中央政府と地方政府間の人事交流、事業評価の実施と結果の公表、補正予算へのシーリングの設定などの方策によって、非効率な予算配分をコントロールできる可能性があることが推察される。

(3) さらに、政府債務をはじめとする債務一般がもたらす借入制約の厳格化の影響を理論的に考察した。借入制約にある種の性質があるとき、債務残高が増加することによって返済に長い期間かかるようになり、非効率な経済状態が長引くということが示された。この理論モデルの性質を政府債務の問題に適用して、政府債務の持続可能性や債務残高が課題になったときの实体经济のパフォーマンスを、数値解析によって明らかにした。

わが国では、少子高齢化の進展を伴う人口減少という人口動態が、中長期的にさらなる財政収支の悪化をもたらすとみられる。そこで、中期的な見通しをつけるために、本研究において構築しカリブレートされた動学的一般均衡型のマクロ経済モデルに基づき、コンピュータープログラムを使ったシミュレーションによって定量分析を行い、社会保障改革を早期に実施しなければ、財政の持続可能性に疑義が生じることを明らかにした。

(4) 財政危機を引き起こさないようにするためには、早期の社会保障改革が重要となる。社会保障の目指すべき姿を志向しながら、真に救うべき人を救えていなかったり、給付する必要のない人に給付を出していたりする現状を改めることが求められる。その社会保障改革として、早期に着手できる具体策を次のように提言した。医療では、「施設から地域へ」（「病院完結型」から「地域完結型」へ）と、診療の標準化、介護では、要介護認定の

精緻化と、軽度者から重度者へサービスをシフト、年金では公的年金等控除の圧縮と、2020年度以降を見据えて、老後の所得保障強化と世代間での財源分担である。

<引用文献>

Reinhart Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Reinhart Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2010), "Growth in a Time of Debt," *American Economic Review Paper and Proceedings*, Vol. 100 (2), May, pp. 573-578.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計3件)

- ① Keiichiro Kobayashi, Daichi Shirai, Heterogeneity and Redistribution in Financial Crises、Macroeconomic Dynamics、査読有、vol.20、2016、pp.1527-1549
- ② Shun-ichiro Bessho, Hikaru Ogawa, Fiscal Adjustment in Japanese Municipalities, *Journal of Comparative Economics*、査読有、vol.43、2015、pp.1053-1068
- ③ 池尾和人、金融規制の新たなアーキテクチャー、*フィナンシャルレビュー*、査読有、125号、2015、pp.144-167

[学会発表] (計3件)

- ① 北尾早霧、高齢化と社会保障改革のマクロモデル分析、日本経済学会(招待講演)、2016年9月10日、早稲田大学(東京都・新宿区)
- ② 北尾早霧、Policy Uncertainty and the Cost of Delaying Social Security Reform、日本経済学会(招待講演)、2016年6月19日、名古屋大学(愛知県・名古屋市)
- ③ 池尾和人、金融グローバル化の30年—回顧と展望—、日本保険学会全国大会(招待講演)、2015年10月25日、慶應義塾大学(東京都・港区)

[図書] (計4件)

- ① 池尾和人、幸田博人、編著、『日本経済再生25年の計』、日本経済新聞出版社、2017年、未定。
- ② 加藤創太、小林慶一郎、編著、『財政と民主主義』、日本経済新聞出版社、2017年、p.311。
- ③ 土居丈朗、鶴光太郎、井伊雅子、小塩隆士、西沢和彦、柳川範之『社会保障改革しか道はない—2025年度に向けた7つ

の目標—』、NIRA オピニオンペーパー No.16、2015年、p.73。

- ④ Toshihiro Ihori, Kimiko Terai, (Eds.), *The Political Economy of Fiscal Consolidation in Japan*, Springer Publishing, 2015, p.195.

[産業財産権]

○出願状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

池尾 和人 (IKEO, Kazuhito)
慶應義塾大学・経済学部・教授
研究者番号：00135930

(2)研究分担者

北尾 早霧 (KITAO, Sagiri)
慶應義塾大学・経済学部・教授
研究者番号：50769958

土居 丈朗 (DOI, Takero)
慶應義塾大学・経済学部・教授
研究者番号：60302783

小林 慶一郎 (KOBAYASHI, Keiichiro)
慶應義塾大学・経済学部・教授
研究者番号：60371184

寺井 公子 (TERAI, Kimiko)
慶應義塾大学・経済学部・教授
研究者番号：80350213

別所 俊一郎 (BESSHO, Shun-ichiro)
東京大学・経済学研究科・准教授
研究者番号：90436741

(3)連携研究者

なし

(4)研究協力者

なし