

# 論文審査の結果の報告

## 論文題目

Three Essays on Macroeconomy under Financial Instability and Female Labor Participation

(金融不安定性下のマクロ経済及び女性労働参加に関する三論文)

氏名：津田（古川）陽子

### 1. 論文の概要

古川氏（以降では戸籍名の津田ではなく学問名である古川の名を使う）の博士論文は序説と三つの章によって構成されており、三つの章はいずれもマクロ経済学に関する理論的な貢献である。このうち第一章と第二章は開放経済における金融不安定の二つの異なったメカニズムに焦点を当て、第三章はマクロ経済の変動の中で所得分配の不平等が女性の労働市場参加率に与える影響を考察している。以下その内容を紹介する。

1980年代以降のグローバルな資本自由化後、世界中で金融危機・通貨危機が繰り返し起こった。その中で1990年代以前と以後の危機の間の大きな違いは、90年代以前は株式市場等の資本市場が未発達な国で危機が多く発生したのに対して、90年代以降は97-98年のアジア通貨危機を初めとして株式市場が整備された国においても危機が発生したことである。しかもこれらの危機においては、その株式市場が外国為替市場と同時に崩壊するという「双子の危機」の様相を呈したことが特徴としてあげられている。だが、このような実証的な知見にもかかわらず、これまでの理論的研究では、整備された株式市場の存在は他の金融市場との裁定を通じる価格メカニズムの働きをとおして、資本移動に伴う投機的な不安定性を取り除くはずであると主張されてきた。古川氏の第一章は、固定為替相場制の下では、株式市場の存在は必ずしも経済の安定性を保証しないことを理論的に示したものである。古川氏の研究の出発点は、銀行の存在がパレート最適点と銀行取り付け(bank run)点の複数均衡をもたらすことを示したDiamond & Dybvig(1983)モデルである。Diamond & Dybvigモデルとその結論は後にChang & Velasco(2000)によって開放経済に拡張されたが、その結論は国内金融市場の不完全性に依存していた。これに対して、Jacklin(1987)は、Diamond & Dybvigモデルに株式市場を組み込むと、閉鎖経済の場合、均衡の複数性が消え、銀行取り付けの可能性がなくなることを示した。古川氏は、Chang & Velasco的な固定相場制開放経済モデルにJacklinモデルと同様の株式市場を導入したモデルを構築し、そこには、パレート最適な均衡の他に、「双子の危機」に対応する均衡が存在しうることを証明

した。中央銀行が外貨交換に応じきれず為替レートが暴落するという予想が生まれると、投機家は今の内に外貨を獲得しておくために株を売却しようとするので、株価が下落する。この時、急増した外貨需要に対して中央銀行の外貨準備が十分ではないと、固定為替制が崩壊して為替レートが暴落し、当初の予想が自己実現する。確かに将来には現地貨幣で支払われる配当が残るが、外貨建て価値はゼロなので、株価がゼロなのに株式需要は生まれず、為替と株価の暴落という「双子の危機」が成立してしまうことになる。

第二章は、現実の途上国 (emerging countries) の経済構造により近い開放経済のモデル化を行い、第一世代モデルとよばれるKrugman(1979)、第二世代モデルとよばれるObstfeld(1994)、第三世代モデルとよばれるChang & Velasco (2000)やその延長線上にある第一章のモデルとも異なった通貨危機のモデルを提示している。その出発点は、Diamond & Dybvigモデルを連続時間化したvon Thaden (1998)モデルであり、古川氏はその中に国際資本移動を導入するが、外国投資家は現地でも外国でも投資できるが、国内投資家に関しては外国市場で借り入れられるが貸し出しできないと仮定した。後者は国内における資本不足とも投資の国内バイアスとも解釈可能であり、途上国の特徴を表現していると考えられる。この仮定の下で古川氏は、国内企業投資の収益率が外国利子率より高いときには、パレート最適な状態は外国からの投資を必要とするが、その状態が株式市場を通して分権的に実現するのは、国内企業投資の収益率の成長率が国内投資家の相対的危険回避度と外国利子率の積よりも連続的に大きいという条件が満たされているときに限ることを示した。逆に、その条件が満たされないときには、外国投資家はこの国の株式を売って外国に投資を戻すインセンティブを持ってしまい、市場均衡はパレート最適でなくなることになる。この結果は、成長性の高いファンダメンタルズをもつ途上国は、外国利子率が低く、国内投資家の相対的危険回避度が低い時には、外国からの投資を招きながら発展しうるが、予期せぬ理由で外国利子率が上昇したり、国内投資家の相対的危険回避度が上昇すると、外国投資が一齐に引き上げられてしまうという構造的な脆弱性を持つことを意味することになる。ここでは、複数均衡モデルとは異なるロジックによって、金融危機の可能性が示されている。

最後の第三章は、第一第二章とは問題意識も理論モデルも大きく異なっており、日本経済において従来観察されていた女性の労働市場参加率とGDP成長率の正の相関関係が1990年代以降急速に低下したのは、日本の所得分配率の上昇に起因する可能性があることを、一般均衡論的な枠組みを用いて示そうとしたものである。基本的なアイデアは、第一に、男性は必ず賃金労働をするが、女性は家事労働と賃金労働の選択をする家計を考えると、女性の労働市場参入の意志決定は男女の賃金比率に反応すること、第二に、女性の参入

比率の経済全体の集計値は男性の賃金所得の分布に依存するということである。古川氏は、家計所得と家事労働時間に関するCES型効用関数と男性労働と女性労働を生産要素とするコブ・ダグラス型生産関数を仮定した簡単な一般均衡モデルを作成し、男性賃金所得の分散が広がると、総要素生産性の変化と女性労働参加比率の間の相関が弱まることを導いている。

## 2. 論文の評価

古川陽子氏の博士論文は、マクロ経済の不安定性に関する理論的な研究である。そのうち第一章と第二章は、それぞれ開放経済における金融危機・通貨危機の仕組みの解明を異なった側面から試みている。第一章は、Diamond & Dybvig によって先鞭をつけられた金融危機の理論から出発し、それを開放経済化した Chang & Velasco モデルの中に整備された株式市場を組み込んだモデルを構築して、そのような金融危機の可能性は株式市場における価格機構の働きによって解消されるはずだという Jacklin 等の批判に対して、固定為替相場制の下ではたとえ株式市場が存在しても株式市場危機と通貨危機の「双子の危機」という形で危機が起こりうることを厳密に示しており、その理論的なオリジナルティは高く評価できる。事実、第一章は、国際経済学分野では世界的に権威のある Canadian Journal of Economics の 2009 年 1 月号に掲載されることが決まっており、すでに国際的に認知をうけている。第二章は、その焦点を主としてアジア通貨危機に見舞われた東南アジア諸国などの途上国に向け、これらの国は外国資本の流入を促す成長性の高いファンダメンタルズをもっているのに、なぜ突如の資本流出によって危機に陥る構造的な脆弱性を持っているかを、やはり理論的に解明しており、まだ出版には至っていないが、第一章に劣らぬオリジナルティを持っている。そして、第一章第二章とも、金融危機通貨危機に対する政策的なインプリケーションに簡単ではあるが触れてある点も評価できる。これに対して、第三章は、全く異質な内容の論文であるが、これまでの多くのマクロ経済モデルが依拠してきた代表的個人あるいは家計の仮定をはずして、家計間の異質性を明示的に考慮したマクロ的一般均衡モデルを構築しようとした姿勢は評価できる。

ただ、いずれの章も著者の説明が多少舌足らずであり、その理論的な構造が見えにくいという点は多くの審査員から指摘された。また、第三章は、理論的な論文としては物足らず、日本の女子労働参加率と景気変動との相関関係のあり方の変化の説明が目的であるならば、実証研究を加えてはじめて論文として一本立ちするとの指摘もあった。

これらの問題点はあるが、本博士論文が全体として国際的な水準に達していることは疑いなく、審査員は全員一致で博士（経済学）の学位授与に値するものであると判断した。

審査委員（主査）岩井克人

植田和男

福田慎一

澤田康幸

加納隆