

# 論文審査の要旨及び担当者

No.1

報告番号	甲 乙 第 号	氏 名	亀田 啓悟
論文審査担当者	主 査	： 寺井公子（慶應義塾大学教授（経済学部）博士（経済学））	
	副 査	： 嘉治佐保子（慶應義塾大学教授（経済学部）Ph.D.）	
		： 吉野直行（慶應義塾大学名誉教授 Ph.D.）	
	面接担当	： 山田篤裕（慶應義塾大学教授（経済学部）博士（経済学））	
		： 別所俊一郎（慶應義塾大学准教授（経済学部）博士（経済学））	
<p>（論文審査の要旨）</p> <p>亀田君の博士学位請求論文『Effectiveness of Fiscal Expansion in Japan』の本旨は、日本経済における財政出動の有効性とマクロ経済に対する影響を考察することにある。いわゆる「バブル崩壊後」である1990年代初頭より、我が国において、景気対策として拡張的財政政策が実施された。しかしながら、一連の財政出動が予想通りの効果をもたらしたとは言い難く、その有効性に対する疑義が呈されてきた。また近年、積極的・継続的な財政出動の結果として生み出されたGDP比200%以上の政府債務それ自体が、人々の消費行動を抑制し、財政出動の効果を減殺する効果（いわゆる、非ケインズ効果）を持つ可能性が、学術的関心を集め始めている。</p> <p>本論文は、まず、こうした議論の多くは実証的な分析によって十分に裏付けられたものではない点を指摘する。そのうえで、議論が十分に尽くされていないと考えられる3つの論点について、実証分析を試みている。</p> <p>本論文は3章より成る。第1章「Budget Deficits, Government Debt, and Interest Rates in Japan」（<i>Journal of the Japanese and International Economies</i> 所収）は財政赤字・公的債務の増加が長期金利に与える影響を分析している。第2章「Estimating non-Keynesian Effects for Japan」（<i>Asian Economic Policy Review</i> 所収）は、ケインズ効果と非ケインズ効果がそれぞれどのように日本経済に影響しているかを検討している。第3章「What Changes the Effects of Fiscal Policy? A Case Study of Japan」（<i>Japan and the World Economy</i> 所収）は財政政策の有効性を変化させる要因を考察している。以下に各章の概要を示す。</p> <p>【各章の概要】</p> <p><u>第1章「Budget Deficits, Government Debt, and Interest Rates in Japan」</u></p> <p>本章では財政赤字・公的債務と長期金利の関係が検討される。伝統的な経済理論によれば、財政の悪化は長期金利を上昇させるはずであるが、わが国の長期金利は1990年以降低下し、その後も低位安定を続けている。公的債務、あるいは財政赤字の増加がなぜ長期金利を上昇させないのか、という疑問に対して、明確な結果を提示する実証分析は未だ少なく、すでに存在するものも、海外での研究蓄積を十分に踏まえているとは言い難い。本章では、海外先行研究で用いられている(1)政府や民間機関の財政赤字予想公表日をイベントとするイベントスタディーと、(2)公表されている財政赤字予想を市場予想の proxy として利用する研究手法の2つの手法により、財政赤字・政府債務と長期金利の関係を分析している。</p> <p>まず、1987年から2009年までの間に実行された18回の財政出動について、(1)首相による経済対策の指示・表明・示唆が、市場関係者から、将来の財政赤字の拡大を示唆するイベントとして認識されていること、(2)首相の経済対策表明後に長期金利(国債利回り)が上昇する可能性は、景気動向指数(先行指数)対前月差と、景気対策に対応するための補正予算での新規国債発行額対GDP比とに相関するこ</p>			

とを示し、(3)少なくとも1990年代後半以降、経済対策の実施による長期金利(国債利回り)の上昇は、ソブリン・リスクを反映したものであると結論づけている。

次に、財務省が公表する『予算の後年度歳出・歳入への影響試算』の財政収支予想値を、財政赤字予想の proxy として採用し、財政赤字・公的債務の対 GDP 比 1%の上昇が、長期金利をどの程度上昇させるかを検討するための回帰分析を行っている。その結果に基づき、(1)財政赤字対 GDP 比予想値 1%の上昇は、10年物国債の最長期利回りを 0.26%、同現在値 1%の上昇は同金利を 0.27%上昇させる、(2)基礎的財政収支赤字対 GDP 比予想値 1%の上昇は同金利を 0.34%、同現在値 1%の上昇は同金利を 0.33%上昇させる、(3)政府債務残高対 GDP 比現在値 1%の上昇は、同金利を最大でも 0.012%しか上昇させない、などの計算結果を導いた。これらの結果は、財政赤字対 GDP 比の現在値ではなく、予想値のほうが、現在の長期金利に強い影響を与えるという示唆を導いた、Feldstein (1986)によるアメリカでの分析結果と整合的である。また、推計結果を利用した長期金利の要因分解に基づき、推計期間中の最終年度である 2008 年度の長期金利は、財政健全期である 1991 年度と比べて、2~3%引き上げられており、また GDP は 0.39~0.63%引き下げられているとした。

以上の 2 つの分析から得られた結果を踏まえ、本章は、長期金利は低位安定を続けているが、財政悪化は長期金利を上昇させており、今後の経済成長を阻害しないためにも、財政再建は急務であると主張している。

## 第 2 章 「Estimating non-Keynesian Effects for Japan」

本章は、ケインズ効果と非ケインズ効果の双方が、日本経済にどのような影響を及ぼしているかを検討している。リーマン・ショック以降、ケインズ政策の有効性に注目が集まった。先行研究の分析結果は分析手法、サンプル期間、財政ショックの識別方法、研究対象国によって異なっているが、いくつかの例外を除き、VAR を利用した分析はケインズ的な乗数効果の存在を主張している。一方で、財政再建が総需要を拡大させるとする非ケインズ効果の研究も進んでおり、非ケインズ効果が実際に存在するのであれば、財政再建が経済成長を誘引する動力となり得る。

本章は、平時にはケインズ効果が生じ、大幅な財政赤字のもとでは非ケインズ効果が発生するという仮説に立ち、二つの議論の橋渡しとなる分析を行っている。具体的には、(1)財政乗数の研究でよく用いられる単純な VAR を拡張し、政府債務・基礎的財政収支赤字と財政支出の拡大・減税とのクロス項を説明変数に加える、(2)政府債務・基礎的財政収支赤字のダイナミクスを考慮するために、Favero and Giavazzi (2007)に倣い、政府の予算制約式を明示的に VAR システムに加える、(3)その上で、この near-VAR から財政支出・税のインパルス反応関数を推計し、需要拡大効果が政府債務・基礎的財政収支赤字の水準によってどう変化するかを分析する、といった手続きが試行されている。

分析の結果、(1)歳出ショックを与えた場合のインパルス反応は、すべての変数でケインズ的な反応を示す一方、歳入ショックはリカード的な反応 (GDP および金利の無反応) を示す、(2)政府債務と財政支出の拡大・減税とのクロス項は、VAR に含まれるいずれの式でも有意な影響を有しておらず、非ケインズ効果の発生と無関係である一方、基礎的財政収支赤字の水準は有意な効果を持つ、(3)インパルス反応関数を導出する際に、初期時点の基礎的財政収支対 GDP 比率を四半期で 0%から 1.5%、3%に上昇させると、歳出の減少と歳入の増加が GDP を増加させるように変化し、非ケインズ効果の存在が確認できる、の 3 点を明らかにしている。

以上の分析に基づき、基礎的財政収支赤字の対 GDP 比率が年率 6%程度である現状を踏まえ、(1)現状では財政出動は GDP に対してほぼ中立的であり、(2)今後の消費税増税は中長期的には景気に悪影響を与えず、(3)景気への悪影響を恐れて政府支出を拡大しても、明確な効果は期待できない、と主張している。

### 第3章 「What Changes the Effects of Fiscal Policy? A Case Study of Japan」

本章では、財政政策の有効性が、その出動時の経済環境によって、どのように変化するかが考察されている。日本における財政拡大の需要創出効果については、多くの先行研究が1990年代前半以降、乗数効果が低下していることを主張してきた。例えば、経済企画庁(1998)や川出・伊藤・中里(2002)は、(1)生産の拡大が、企業収益の増大、設備投資、生産の拡大へとつながっていく循環が、過剰設備の調整、資本効率の低下、バランスシート調整、資産市場の低迷、期待成長率の低下、といった要因により弱まったこと、(2)財政赤字の拡大に基づく非ケインズ効果が家計消費を抑制させたこと、などの理由により、1990年前後を境として、乗数が低下したと主張している。また鴨居・橘木(2001)は1985年以降、中里・小西(2004)は1990年以降に、公共投資が民間投資を直接クラウディング・アウトする傾向が強まり、民間需要を誘発する効果が抑制された可能性を指摘している。このように乗数の低下を指摘した先行研究は存在するが、これらの研究は1990年前後でサンプルを分割し、乗数の低下を示す推計結果と各変数のインパルス反応関数の形状から要因を類推しているに過ぎず、原因とされる経済現象と乗数との関係を統計的に分析しているわけではない。

本章では、上記の要因の代理変数を threshold 変数とする無制約 VAR を推計し、threshold 変数に基づいて分割される2つのサンプル期間の間で、VAR の係数が有意に異なるかどうかを Hansen(1996,2000)の手法により検定した結果、バランスシート調整要因(貸出態度 DI)と財政要因(基礎的財政収支対潜在 GDP 対前年差)が有意にマクロ経済構造を変化させていることを確認している。また、この結果に基づいて、サンプルを分割してインパルス反応関数を推計し、両要因の悪化期においては財政政策の効果が弱まっていることを確認している。この財政政策の効果の違いを、他の経済変数の差異も勘案しながら解釈し、民間投資の加速度原理、家計に対する流動性制約、非ケインズ効果の存在に大きく依拠していると結論づけ、よって、バブル崩壊後の財政出動が有効性を持たなかったのは、財政環境・金融環境の改善がなかったためであると主張している。

#### 【評価】

本論文は、マクロ経済学的な観点から、我が国の財政の現状が経済に与えている影響を、種々の手法を用いて丁寧に分析している。その視点は、一見議論が尽くされているようでいて、実は十分に検証が行われていない課題に向けられており、高く評価されるべきものである。また、本論文中に提示された分析結果は、我が国が抱える財政問題に対して、意味のある示唆を提示している。

分析の技術、研究を遂行する能力についても、各章のもととなっている論文が、それぞれ *Journal of the Japanese and International Economies*、*Asian Economic Policy Review*、*Japan and the World Economy* に単著論文として掲載されていることから、十分に高いレベルに達していると評価できる。

もともと、本論文が現時点において完全というわけではなく、今後改善していく余地があることも事実である。たとえば、第1章では、扱っている長期金利は、10年利付国債利回りに限定され、超長期金利や5年金利に対する分析は行われていない。またすべての分析で海外要因に対する配慮が不十分である。しかしながら、これらの点は、亀田君が今後の研究活動において取り組んでいくであろう課題であると捉えることができる。本論文で得られた成果を基盤とすれば、今後の研究において、これらの課題について新たな結果を導き出すことが期待できる。

このように、本論文の分析は、将来的な課題はあるものの、我が国の喫緊の財政問題のマクロ経済的側面について、重要な示唆を提示しているという点で、十分な貢献を行っている。口述試験で指摘されたいくつかの問題点も、今後別稿にまとめるべき新たな研究課題と言える。以上より、審査担当者一同は、本論文が博士学位請求にふさわしい水準に達しており、亀田啓悟君に博士(経済学)の学位

# 論文審査の要旨

No.4

を授与することが適当であると判断する。