書　評

『平成長期不況』（大瀧雅之編）

玉　井　義　浩

本書は「正確な経済理論と典拠明確かつ入手容易なデータに根ざした政策論争」（編者）こそ肝要との問題意識の下，9点の地道な実証・理論研究を収めている．構成上，画期的なこととして，日本語の経済学の学術論文集としては稀な「討論・対話形式」となっており，各論題の末尾に討論者のコメントと，それに対する著者の回答が付される．同一テーマについて同じ見解を必ずしも共有しない論者同士の討論は「百家争鳴」の様相を呈するが，却って読者は各論文を客観視する機会を与えられ，本書の利点と言える．

前半の第1部（ポストバブル期のマネタリーエコノミクス）は，金融に関する理論論文2点（論題Ⅰ，Ⅴ），実証論文1点（論題Ⅳ），労働問題に関するサーヴェイ論文1点（論題Ⅲ），有効需要管理政策に関する理論論文（論題Ⅱ）を収める．

論題Ⅰ（大瀧雅之・花崎正晴・堀内昭義「誰がモニターをモニターするのか——金融機関の規律づけと実体経済のパフォーマンス」）は，日本の企業金融における銀行のモニタリングの問題について，従来の通説的理解と異なる主張を展開する．青木昌彦教授の一連の分析は銀行への天下り慣行が個々の行政官に銀行をモニターする誘因となり「メインバンク関係」と相俟って日本経済に寄与したとする（メインバンク仮説）が，花崎・堀内（2000，2006）などの実証結果はメインバンクの寄与に疑問を投げかけ，寧ろ産業部門の国際競争の寄与を示唆する．当局と銀行の親密な関係は社会利益に反する内部利益追求の結託に堕す危険もある．

そこで，著者達は大胆な仮説——日本の金融システムは銀行の規律付けの問題の解決に「一貫して」失敗し，1980年代半ばまで企業の規律付けに寄与したのは銀行ではなく，製造業が直面した国際競争圧力であり，80年代以降，経済のサービス化に伴い国際競争による企業の規律付けが機能しなくなり金融システムの無力さが露呈した——を提示し，それをゲーム理論で描写する．官僚の職務忠実度が低く銀行のモニタリング費用が高い場合に内部利益の最大化を図る結託が生じる．国際競争圧力が強い場合，企業は銀行がモニタリングを怠っても高品質財を作るので，銀行・監督当局はモニターを怠る（均衡 A）．国際競争圧力の低下に伴い企業に低品質財を生産する誘因が生じるが，銀行にとってモニタリング費用が相対的に高い場合，銀行がモニタリングを怠り，企業が低品質財を作る均衡が出現する（均衡 B）．更に国際競争圧力が下がるとモニタリング懈怠の機会費用が重要となり，ようやく銀行・監督当局は企業のモニターを開始する（均衡 C）．高度成長期からバブル期に至る変化は経済のサービス化に伴う均衡 A から B への移行に対応する，と論文は主張する．

この論文の仮説は，既に銀行の情報生産能力に疑念を呈する十分な実証の裏づけがあるという強みと，銀行・監督当局の首尾一貫した行動原理で説明できるという強みをもつが，モデルが高度成長期からポストバブル期までの日本に特殊的である点が弱点でもある．この仮説が更に有力な地歩を得るには，産業構造が企業統治に及ぼす影響についての検討が必要となるだろう．

論題Ⅱ（大瀧雅之「乗数理論およびインフレ理論のミクロ的基礎——デフレイションは本当に悪か？——」）は Mankiw（1988）等の，独占利

潤の戦略的補完関係に基づくケインズの45度線モデルを動学モデルへ拡張し，貨幣と物価の関係に新しい視点を提供する．

Mankiw 論文の乗数効果が増税の所得効果のもたらす労働供給増に支えられたもので総需要外部性に基づくものとは言い難いのに対し，著者は Otaki (2007) でモデルを世代重複モデルへ拡張し，貨幣錯覚や外生的な名目価格硬直化要因がなくても不完全雇用均衡が生じ，seigniorage による財政支出の乗数が1を超えることを明らかにした．論題Ⅱはこれを基に財政支出の役割と動学固有の寡占の厚生経済学的性質，技術進歩の影響を論じる．

論文のモデルでは（現実と同様）人々は若年期にしか働けず，老年期の消費を若年期の貯蓄（貨幣）で賄う必要がある．そこで若者の留保賃金が今期のみならず来期の物価の予想にも依存し，物価の異時点間連動が生じインフレ率が貨幣と独立のディープパラメータのみの関数となり，貨幣が非中立的となる．たとえば今期の若者が来期の貨幣の購買力を悲観すると留保賃金の上昇を通じ今期の物価が上昇し，失業が発生する．この場合，貨幣増発による財政出動が物価上昇要因とならず，有効需要につながり失業を減らす．

世代重複モデル特有の不決定性から，労働生産性の物価経路への影響も無数に存在し，どれが実現するかはモデル外の社会規範に依存する．労働生産性の上昇が名目留保賃金の上昇に帰着すべきとの規範があれば事後的なインフレ，企業に帰着すべきとの通念があれば現在のデフレが発生する．後者のデフレは有効需要増につながり経済厚生に寄与する．

更に，ワルラス均衡より独占的競争均衡のほうが高い経済厚生を実現するという，厚生経済学の第一基本定理と一見「矛盾」する結論が導かれる．

無限期間の世代重複モデルでは，ワルラス均衡を支配する均衡があっても定理と矛盾しない．特にここでは労働者は留保賃金を得ており企業の価格支配力は過小生産の原因とならない．しかも動学モデルでは独占的競争が現在物価の押上げを通じ均衡インフレ率を下げ，この効果がワルラス均衡の動学的非効率性（人口成長率を超えたインフレ）を緩和することが厚生経済学の基本定理と「一見」相容れない結果の背景である（大瀧・玉井（2009））．

以上，この大瀧論文は優れた着想により平明な論理から貨幣の非中立性を導き，貨幣と物価についての「固定観念」を打破した点で非常に意義深いが，評者として読者が留意すべき点を付言する．著者は特定の初期値から始まる物価経路の下で完全雇用を達成するような貨幣発行ルールを分析するが，各世代の将来物価予想が前の世代の予想に拘束される必然性は無い．また，論文では不完全雇用均衡を扱っているが，貨幣発行が完全雇用に最低必要な水準を超える場合は貨幣が中立的となることに注意を要する．

論題Ⅲ（櫻井宏二郎「90年代の日本の労働市場」）は，本書に収められた論文中，ポストバブル期の労働市場の問題を扱った唯一の論文である．90年代の日本の労働市場の特徴として，完全失業率の上昇，ニート・フリーター問題に象徴される若年雇用の悪化，非正規雇用の増大，などが挙げられる．これらの問題の原因として，著者は労働供給側の要因より，先進国に共通して観察される，熟練労働者への労働需要が相対的に高まるような技術進歩（スキル偏向的技術進歩）の影響とグローバル化の影響という，労働需要側の構造的要因を重視する．この点は日本の労働市場に関する議論の中ではあまり注目されてこなかったものであるが，著者は特に前者について豊富な実証分析を積み重ね，コンピュータ投資に積極的な業種ほど熟練労働者の賃金シェアの増加が大きい，高卒労働への相対需要の減少が見られる，など日本でもスキル偏向的技術進歩が窺えることを明らかにしている．

グローバル化の影響について，著者は伝統的なヘクシャー・オリーン・サミュエルソン理論の指摘する非熟練労働集約財の輸入の他，防衛的技術進歩の影響，すなわちグローバル化に伴う，技術のブラックボックス化のための熟練労

働への相対需要増，を挙げる．

防衛的技術進歩がマクロ的に熟練労働への相対需要増加の大きな要因かどうかは不明である．著者も，スキル偏向的技術進歩に関する実証的根拠を豊富に示す一方で，防衛的技術進歩に関してはキャノン㈱の事例を一つ示すに留めている．現在の非熟練労働力への需要低下に大きな影響を及ぼしている構造的要因は，主にスキル偏向的技術進歩と非熟練労働集約財の輸入であるとみるのが自然であろう．いずれにせよ櫻井論文の実証結果は，ベヴァリッジ曲線が近年右上方にシフトしていることを窺わせる統計と併せ，世代単位の長期的な視野での対策，特に，教育を通じた熟練労働力の養成の重要性を示唆している．平成長期不況期の歴代政権の文教政策に，果たしてここまでの長期的視点があったかどうか，今後大いに検証されてしかるべきであろう．

論題Ⅳ（太田智之・杉原茂・瀬下博之・山崎福寿「抵当権に関する優先権侵害が企業価値に及ぼす影響について」）は，論題Ⅰがいわゆる貸し渋りや追い貸しを銀行自身の情報生産能力の欠如の問題と捉えるのとは対照的に，銀行は法律の運用や競売市場の不備などのため抵当権の優先権侵害に直面しており，貸し渋りや追い貸しは優先権侵害に対する銀行側の合理的な自己防衛行動であったことを指摘する．論文の最初の部分で，詐害的な短期賃借権行使，競売市場の不備などが銀行の優先抵当権行使を制限し不良債権処理の妨げになった事例が紹介される．次いで優先権侵害が銀行を追い貸しへと追い込むことが，優先債権者，外部投資家，借り手企業からなる逐次手番ゲームにより理論的に示される．

融資案件となった当初プロジェクトが失敗した段階で，借り手企業が優先債権者たる銀行に，博打的プロジェクトに賭けようと追加融資を申込む場合，優先権侵害が無ければ銀行は担保権を行使し，企業は清算され，非効率的なプロジェクトは阻止される．しかし，借り手企業が追加融資を外部投資家に依頼し，その投資家による優先権侵害が可能な場合は，銀行が担保権行使によって得るものが少なく，企業の存続の機会費用が小さくなるため，銀行が企業を存続させ自ら追い貸しに応じた方がまだ良いと考えるに至る均衡が存在する．

このように，優先権侵害が非効率的な追い貸しの温床となるという論文の命題は，頑健な経済学的論理に裏付けられたもので，論文の理論部分は評者にも首肯できる．

著者たちは更に，優先権侵害がもたらしうる貸し渋り・追い貸しによって，借り手企業の企業価値（トービンの q）がどのような影響を受けるか，の実証を行なっている．しかし，残念ながら，論文の推計式で q の説明変数とされているものは，負債総資産比率を初め，いずれも優先権侵害とは直接関係しない指標で，討論者の随清遠氏も述べるとおり，本論文の推計は優先権侵害の q への影響の分析と称するには「あまりに間接的」過ぎる．

もっとも，特に90年代の前半に低収益で収益の悪化している企業について負債比率とトービンの q との間に負の相関が観察される，という推計結果は“fact finding”としては十分検討に値し，トービンの q の設備投資の効率性指標としての含意に照らし，負債比率の高い企業ほど，追加の設備投資が非効率的であることを示唆する．この相関関係に優先権侵害がどれだけ寄与しているかの分析は別として，この負の相関は前半の理論命題と合わせてこの論文の重要な問題提起である．

論題Ⅴ（櫻川昌哉「金融の不安定性と景気循環」）は Bernanke and Gertler（1989）の確率的2世代重複成長モデルを拡張し，マクロショックに条件付けできない預金契約特有の性質が不況をより深刻化させる可能性を論じる．個人が若年期に労働を供給して得た賃金所得と借入を元手に，最終財を資本財に転換する投資プロジェクトを実施し，成功した場合は老年期に一つ下の世代の若者の労働力を雇って生産を行なう経済を想定する．安価な投資機会に恵まれた個人のみ賃金所得に銀行からの借入を加えて投資プロジェクトを実行し企業家となり，その他の個人は投資家として資金を貸出す．企業

家の比率が内生変数であり，マクロショックが金融契約の履行前に発生することが，B-G 論文と対比した櫻川論文のモデルの特徴である．また櫻川論文は，B-G 論文が明示的に論じない銀行の内生的導出を行い，銀行が預金者との間にもインセンティヴ問題に直面し，誘因斉合性条件から費消的な取付が不可避となる均衡を導出している．

これらの拡張の結果，櫻川論文では負のマクロショックが資本蓄積経路に，B-G 論文に於けるより早期の，深刻かつ持続的な影響を及ぼす．取付によって資本の価値が毀損し，当該期の若者の所得を悪化させ，企業家となる若者の割合が減少するからである．

ただし討論者の大瀧雅之氏が述べるとおり，現実には中央銀行の金融政策が預金契約を事実上景気と連動したものへ書き換え，取付を防ぐ役割を果たすため，論文で描かれる経済が平成長期不況とどれだけ関連するについては疑問が残る．本来は本論文に於けるような on path でなく off path の取付が不況を深刻化させるメカニズムの描写が求められる．

著者は序論で「マクロリスクへの対処に弱点をもつ銀行依存型経済」と述べるが，直接金融が主流の経済にもマクロリスクへの対処に問題があることに注意が必要と評者は考える．本源的債務に関する情報の非対称性の問題は直接・間接金融を問わず存在する．確かに株式取引では櫻川論文で論じられた負債取引に於ける立証の問題は生じないし，直接金融には取付の問題もないが，家計の資産構成がリスク資産に偏るという別の問題が生じる．

本論文で想定されている金融危機の発生要因はあくまで生産性ショックに限られ，投機についての期待の誤りや金融政策のタイミングなど，金融メカニズムに内在する危機要因は扱われていない．しかし，不完備契約が景気循環に影響を及ぼす可能性や，ひとたび生じたショックの影響が持続するメカニズムを提示した点は著者の貢献といえる．

本書の後半（第２部）は「ポストバブル期のフィスカルエコノミクス」と題し，社会資本の効率性（論題Ⅵ，Ⅶ），地方債許可制度（論題Ⅷ），公共投資の便益評価についての新たな視点（論題Ⅸ）といったテーマにわたる４つの論文を収める．バブル崩壊後の不況対策としての公共事業が地方自治体の債務膨張の一因であること，公共事業の効果が疑問視されていることを考えると，いずれも互いに密接に関連したテーマである．

論題Ⅵ（塩路悦朗「社会資本の生産性効果の非線形性」）は，近年の実証研究における社会資本の生産性効果に対する疑問を踏まえ，全要素生産性の一人当たり社会資本に関する弾力性が一定でなく，一人当たり社会資本の充実と共に逓減する，という仮説をパネルデータによって検証したものである．著者は，上記の理論仮説から演繹される推計式，すなわち，次期の一人当たりの域内 GDP の対数値が前期のそれと，一人当たり域内 GDP と１人あたりの社会資本の交差項に依存するという推計式について，交差項の係数が有意に負となるかどうかを検証している．推計式の目新しさのみならず，都道府県単位のパネルデータではなく近年利用可能となった都市圏データを用いた点でも斬新である．

理論で想定された生産関数から導かれる推計式の定数項に，データからは直接観察できない，技術水準等に関する地域固有の要因が含まれるため，著者は４つの推計方法（ランダム効果モデル・固定効果モデル・階差 GMM モデル・システム GMM モデル）を試みている．著者が当初設定した仮説（社会資本の生産性効果は正であるが，社会資本の充実と共に逓減する）と最も整合的な推計結果を与えるのは階差 GMM モデルである．ただし，著者が認めるように階差 GMM モデルは生産性効果の推計値が小標本において著しい下方バイアスをもつため，結果の解釈には慎重を要する．

また推計式自体が，所得水準が高くなるほど社会資本の生産性効果が低くなるという含意をもつため，討論者の岩本康志氏が述べるとおり，社会資本が大都市圏で過小で地方圏で過大である，との先行研究のコンセンサスと斉合的

かどうかが問題となる．地域固有の効果を直接データによりコントロールするなど先行研究との斉合性を明らかにすることが求められるが，社会資本の充実とともにその生産性効果が逓減する仮説を生産関数に織り込んだ分析の意義は，今後の公共投資のあり方を考える上で非常に大きい．

論題Ⅶ（三井清「分野別社会資本の限界便益に関する地域間比較」）は，Roback（1982）によるヘドニック関数を用いた地域環境（アメニティー）の評価方法を，税制が一括税ではなく通常の所得税であるケースに拡張したものである．ヘドニック分析の応用に際し，Roback（1982）は一括税を仮定したため，地域の賃金水準の上昇による勤労者の厚生改善がその地域の企業の生産費用上昇によって相殺され，地価データのみでアメニティーを計測できた．これに対し，三井論文は所得税を考慮するので，賃金の上昇が勤労者の可処分所得の同率での上昇をもたらさず，企業の生産費用上昇によって相殺されない税制の影響を考慮する必要が生じる．この配慮の上，著者は，生活基盤型・第2次産業基盤型・防災基盤型・第1次産業基盤型の4分野の社会資本について，地価・税収関数を都道府県パネルデータから推計し，分野別の社会資本の地域毎の限界便益を推計・比較している．

得られた結果のうち，生活基盤型・第2次産業基盤型・第1次産業基盤型の社会資本についての結果（生活基盤型の限界便益は全地域にわたり正，第2次産業基盤型の限界便益は都市圏で正，地方圏で負，第1次産業基盤型の限界便益は全国的に負）は直観的にも首肯できる．しかし，防災型社会基盤資本の限界便益は全体として都市圏の方が大きいものの，ひときわ人口規模が大きい東京都，神奈川県，大阪府について逆に負となり，推計値の頑健性も低い．防災型社会基盤資本の整備は，地域のアメニティーや生産性に影響をもつものとしては認識されにくく，直接的に地価には反映されにくいのかもしれない．

この論文は Roback が避けた問題に果敢に取組んだが故の困難や論点があり，それらを討論者の水野利英氏が取り上げている．最大の論点は所得税の影響の取り扱いである．税収はいずれ国民のために支出され経済厚生に正の寄与をするが，三井論文は部分均衡分析であり，この点が必ずしも明らでない．水野氏が試みた一般均衡モデルの計算例は三井論文の枠組みに於ける，税の影響を1回だけ足しこんだ扱いが正当である可能性を示唆する．

一般均衡の検討に基づいた推計方法の見直しに加え，推計する地価関数や税収関数の関数形の特定にも改善の余地があるものと思われる．しかし論文の推計結果は，防災型社会資本に関するもの以外は頑健であり，推計モデルを拡張しても結果の基本的な性質が根本的に揺らぐことはないと思われ，本論文はベンチマークとしては重要な意義をもつだろう．

論題Ⅷ（土居丈朗「実証分析で明らかにしたわが国の地方債制度の問題点）は，2005年度以前の地方債許可制度の問題点をまとめ，地方財政の「早期是正措置」を検証する．

周知のとおり従来日本の地方債起債は総務省および財務省の強力な規制下に置かれ，起債制限比率を中心とする財政規律についての要件を満たさない自治体の起債は制限された．

しかし，2006年度の北海道夕張市の財政破綻に象徴される諸団体の財政危機は，こうした「早期是正措置」の機能に対する疑念を人々に抱かせた．著者は地方債の元利償還金の交付税措置を初めとする地方債許可制度の運用実態に，自治体のモラルハザードを招く欠陥があったことを主張する．実際，著者の先行研究は財政力の弱い自治体への暗黙の利子補給や交付税措置のもたらした過大な債務の存在を窺わせ，新たに付加された実証においても，起債制限比率は純債務残高の増加の抑制には有意に効いているものの，基礎的財政収支の改善には有意には効いていない．

これらの結果を踏まえ，著者は地方債元利償還金の交付税措置と政府保証の廃止，自治体の財政運営に市場を通じた規律をはたらかせること，地方自治体の破綻処理の法的スキームの整

備を説く．財政力の弱い自治体への配慮は本来は一括補助金で行なわれるべきであり，交付税措置のような実効利子率を歪める手段は廃止すべきとの著者の指摘は正鵠を得ているが，外部性が存在する場合など，暗黙の利子補給が資源配分の歪みにつながるとは限らない事例も存在するだろう．また，論文では地方自治体のモラルハザードが専ら議論されるが，起債を許可した国側の責任やモラルハザードも問われて然るべきであろう．

また，起債制限比率のシグナル効果について，評者は得られた結果からシグナル効果を云々するには慎重であるべきと考える．国は地方債許可制度の下，自治体の起債を直接コントロールできる立場にあった．自治体自身に対するシグナル効果を問題とするなら，国の起債方針の影響を除去した分析が求められる．起債制限比率のシグナルとしての機能以前にその情報価値も問題である．夕張市の破綻は簿外債務の発覚に端を発しており，許可制度そのものが粉飾の誘因となった可能性もある．起債制限比率がシグナルとして機能しなかったことの背景として，起債制限比率の情報価値の低さの原因を考慮することが重要であると思われる．

論題Ⅸ（松村敏弘「競争促進的な公共投資と経済厚生」）は，交通部門への公共投資の便益評価に際し，従来は考慮されなかった新たな視点の必要性を指摘する．道路建設や架橋には，移動費用の縮減だけでなく，人々の移動の促進によって企業間の競争を促進し，経済厚生を高める効果も本来は存在する．従来の費用便益分析では前者は考慮されるが後者は考慮されない．しかし競争促進効果は無視できない大きさであり，これまでの費用便益分析の手法は，公共投資の便益を過小評価している恐れがある，と論文は指摘する．

著者はこの問題を，Salop の円環都市モデルと，クールノー競争モデルによって極めて明快に示している．Salop の円環都市モデルでは，消費者にとっての単位距離あたりの移動費用が企業の価格支配力を生む．このような市場において参入障壁がなければ，社会的にみて過剰な数の企業が参入する（過剰参入定理）．ここで交通部門への公共投資が行われると，移動コストの低下の直接的な効果のほか，顧客の移動コストの低下が企業間競争を生み，過剰参入が抑えられ，経済厚生が高まるという効果が生じる．企業数を所与とした便益評価では後者の効果は考慮されず，公共投資の便益が過小評価され，公共投資が過小となる．また，クールノー競争モデルでも，交通部門への公共投資によって過剰参入が抑えられることが示される．同様のクールノー競争が行なわれている二つの分断された市場が架橋によって統合された場合，競争促進によって消費者余剰が増えると共に過剰参入が抑えられ，規模の経済を生かした生産が行なわれる結果，経済厚生が増す．

著者は現実に公共投資が競争促進を通じて経済厚生に寄与する例として，都市ガスや電力部門を挙げ，ガス道管や連系線の充実が経済厚生の水準を高める可能性を指摘する．

コメンテーターの阿部顕三氏が指摘するとおり，競争促進効果の大きさは経路の付け方に依存する．道路や鉄道の建設に際し，ルートの選定が政治的に歪められることはしばしばあり，松村論文の結論を過度に一般化することはできないが，公共投資の便益を考える際に，競争促進効果を考慮すべきであることを明快に示したこの論文の功績は大きい．

以上みるとおり，所収の９論文は扱うテーマも方法論も多様で野心的な挑戦を行なっている．推計手法に改善の余地を残すものもあるが，それは発展途上の新しい挑戦を行なっていることの反映とも言える．一見，結論が「通説的理解」と大きく異なる論文もあるが，それも正統的な理論経済学の緻密な論理の積み重ねの所産である．論題ⅠとⅣ，Ⅵ，Ⅶ，Ⅷ，ⅧとⅨ，のように，似たテーマを扱いながら力点や見解を異にする論文もあるが，これは互いに相容れない関係というより，相互に補完的なものとみるべきだろう．これら多様な見解から読者が何かを汲み取るための情報は，すでに十分に本書に含まれている．

参考文献

大瀧雅之・玉井義浩（2009），「貨幣経済における独占的競争の動学的役割」，『社会科学研究』第61巻第1号：101-110

花崎正晴・堀内昭義（2000），「銀行危機と経営統治構造」，『社会科学研究』第51巻第2号：55-82

花崎正晴・堀内昭義（2006），「銀行融資中心の金融システムと企業統治――金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか――」，日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.06-J-07

Bernanke, B and M.Gertler, 1989. "Agency costs, net worth, and business fluctuations" *American Economic Review* 79, 14-31

Mankiw, N. G., 1988. "Imperfect competition and the Keynesian cross" *Economics Letters* 26, 7-13

Otaki, M., 2007. "The dynamically extended Keynesian cross and the welfare-improving fiscal policy". *Economics Letters* 96, 23-29

Roback, J., 1982. "Wages, rents, and the quality of life" *Journal of Political Economy* 90, 1257-78

Salop, S. 1979. "Monopolistic competition with outside goods" *Bell Journal of Economics*, 10, 141-156