



長期停滞下における金融財政政策の有効性

高岡, 瞭

(Degree)

博士 (経済学)

(Date of Degree)

2025-03-25

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第9119号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100496400>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



高岡瞭氏学位請求論文審査報告要旨

論文「長期停滞下における金融財政政策の有効性」

論文内容の要旨

1990 年代初めのバブル崩壊以降、日本経済は長く経済停滞が続いており、政策当局は今日に至るまで様々な施策を実施してきた。日本銀行は、1999 年 2 月にゼロ金利政策を導入し、政策金利はほぼ 0% となり、従来の伝統的金融政策の余地はかなり限られてきた。そこで 2001 年 3 月には量的緩和政策が取られ、日本銀行は操作目標をコール・レートから日本銀行当座預金に変更した。2008 年の世界金融危機のあおりを受け日本経済が長期停滞下から抜け出せずにいる中で、2012 年に発足した第二次安倍内閣はアベノミクスと呼ばれる経済政策を掲げた。この経済政策では、量的質的金融緩和政策と呼ばれる大胆な緩和策とともに、大規模な拡張的財政政策が取られた。こうした金融財政政策を個別に分析する研究は多いが、同一の分析枠組みにおいて考察している先行研究は殆どない。また 2000 年代以降のマクロ経済政策の有効性を、企業のミクロデータを用いて検証している先行研究も多いとは言えない。そこで本論文では 2000 年代以降の金融財政政策の有効性を、ミクロ、マクロの双方のデータを用いて多面的に考察していく。

各章の内容は以下の通りである。

第 1 章「はじめに」では、本論文の問題意識を明確にするとともに、各章の考察内容が簡潔に整理されている。

第 2 章「企業の設備投資と非伝統的金融政策：日本企業の財務データによる分析」では、2000 年代以降に非伝統的金融政策が取られる中で、金融政策が設備投資にどのように影響していたのかという点を検証している。具体的には 企業の財務データを用いて、トービンの q 型の設備投資関数に流動性資産比率等を加え、パネル推定を行っている。分析に際して、金融政策の波及経路としてバランスシートチャネルやトービンの q を通じた影響に着目している。

第 3 章「企業の設備投資と法人税：日本企業の財務データによる分析」では、法人税の実効税率が設備投資に及ぼす影響を検証している。実証分析では、企業の財務データをもとに、tax-adjusted Q を用いた設備投資関数にキャッシュフローなどを加えて検証している。

第 4 章「マクロ経済政策と日本経済」では、金融政策と財政政策の有効性を同一の枠組みにおいて考察している。具体的には、2 つの政策を加えた構造 VAR モデルを

構築し両変数の相互の影響も分析している。

第5章「結論」では、本稿で得られた分析結果及び結論をまとめ、これまで論じられてきた長期停滞論を踏まえて、マクロ経済政策の位置付けについて考察し、今後の課題について展望している。

論文審査の結果の要旨

本研究の主たる貢献は3点にまとめることができる。

第1点目は、2000年代以降の金融政策の有効性を、企業のマイクロデータを用いて精緻に分析している点である。具体的には非伝統的金融政策が取られる中で、金融政策が設備投資にどのように影響していたのかという点を極めて緻密に検証しており、多くの興味深い知見を得ている。

第2点目は、理論的枠組みに基づいて、法人税と設備投資の関係を丁寧に考察している点である。企業の設備投資決定は、理論的には「トービンの q 理論」において把握できるが、同枠組みのもとで2000年代以降の法人税率変更の効果を精緻に分析している研究は殆どなく、その価値は高いと思われる。

第3点目は、金融財政政策の影響を同一の枠組みにおいて考察している点である。論文の中でも指摘しているように、金融財政政策を同じ分析枠組みの中に取り入れ、両政策の相互の関係を明示的に分析している先行研究は多くない。アベノミクスの有効性とは、まさに2つのマクロ経済政策の相互関係の度合いといっても過言ではない。

こうした点から、本論文における考察は大いに意義があると考えられる。

しかしながら、本論文についてなお望まれる点として、以下の3点を挙げることができる。

第1点目は、金融政策のリストラ企業群への効果についてである。論文では、金融緩和政策は、リストラ企業群に対してトービンの q を通じて短期的には設備投資に大きな影響を与えるという結果を得ている。この解釈として、既存事業の維持を反映したものであり、本来必要な構造改革の先送りの可能性もあると指摘しており、中長期的な効果については若干の疑念を抱いている。ただし金融緩和政策が中長期的な視野においてどの程度の効果があるのかという点については、データに基づいた精緻な観察と検証が不可欠であり、サンプル期間の延長を通じた更なる考察が求められる。

第2点目は、第3章における財政政策の評価及び企業の内部留保蓄積に関する評価である。論文では法人税減税に伴う設備投資の浮揚効果は企業群によって一律ではなく、その効果も必ずしも大きくないという実証結果を得ている。その上で例えば租税特別措置法も選択肢となり得ると指摘している。ただし同措置法の適用可能性につい

ては、更なる実証分析も踏まえた慎重な判断が要請される。また論文では、内部留保を貯め込んでいることが、必ずしも設備投資に後ろ向きとは限らないと指摘している。この点についてもより精緻な検討が必要であると思われる。

第3点目は、各章における分析の相互関係についてである。論文では第2章、第3章において企業のミクロデータに基づいて、金融政策及び財政政策の効果を検証している。つまり経済主体（企業）の行動様式に与える影響を、部分均衡的な視点から分析していると言える。そして第4章では、金融財政政策の効果がマクロ経済全体の中でどの程度あるのかという点が、マクロデータの相互依存関係の枠組み（VARモデル）において検討されている。表現を変えれば、マクロ一般均衡体系の視点から分析がなされている。問題は、こうしたアプローチに基づく分析結果及び分析枠組みが、相互にどの程度上手く関連しているのかという点である。第2章及び第3章で得られた分析結果と、第4章での結果の関係を整合的に解釈するのは、やや難しいという印象を受ける。またマクロ一般均衡体系のベースとして主体ごとの考察を行うのであれば、家計部門の経済行動に関する分析（所得税、消費税と家計消費の関係）も取り込む必要がある。

しかし、これらは今後の研究に待つべきものであり、本論文の価値をいささかも損なうものではない。

以上を総合して、下記審査委員は一致して本論文の提出者が博士（経済学）の学位を授与されるに十分な資格をもつものと判定する。

令和7年3月6日

審 査 委 員

主 査 教 授 松 林 洋 一

副 査 教 授 宮 尾 龍 蔵

副 査 教 授 宮 崎 智 視