日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第196回】
2016年７月23日

平成26～27年度共同研究中間発表

「政治的要因が資源配分や価格メカニズムに与える影響に関する実証分析」

〈発表者〉
日本大学経済学部教授　澤　田　　充

日本大学経済学部准教授　岸　田　　真

日本大学経済学部教授　佐久間　　隆

共同研究代表　　澤田　充

それでは平成26－27年度日本大学経済学部経済科学研究所共同研究プロジェクトＡの中間報告を始めさせていただきます．

「政治的要因が資源配分や価格メカニズムに与える影響に関する実証分析」というタイトルで，政治的要因が実体経済に与えるメカニズムを幅広い視点で分析しようというプロジェクトです．きょうは，私，岸田先生，佐久間先生の3人が報告する予定ですが，中間報告ですので，互いの研究の進捗状況を確認して，何かフィードバックがあればいただいて，9月末の「紀要」に提出するのに役立てたいと考えています．

このプロジェクトの代表者の澤田です．どうぞよろしくお願いします．

簡単にプロジェクトの概要を説明して，その後，私個人のプロジェクトについて報告させていただきます．

このプロジェクトは，Politics and Economic Outcome，政治的要因が経済的帰結に影響を与える可能性について分析していくものです．経済政策の決定であったり，経済システムの決定・実行プロセスにおいて政治が深くかかわっていることから，政治的要因が経済的帰結（エコノミック・アウトカム）に影響を与える可能性については強く推察されますが，経済学で政治的要因を明示的に分析のフレームワークに取り入れたものとして，1970年代のポリティカル・ビジネス・サイクルという議論があり，これがスタートだと言われています．

この議論はシンプルで，政権与党が将来の選挙を見越して自分たちに有利な経済政策を行なう．結果として景気循環は政治的な要因に影響を受けるという議論ですけれども，この議論以降，各国のマクロデータを用いて実証研究が盛んに進んでいった．その中で，政治的要因がエコノミック・アウトカム，たとえば経済成長率だとか金融政策とか財政政策に強く影響することが確認されています．

一方で，マクロデータを用いた分析だと，政治的要因が実体経済に影響を与えることは分かっているが，それがどういうメカニズムを通じて影響を与えるかについて詳しいメカニズムが分からない．そこで近年，マイクロデータを用いて，そのメカニズムをより詳しく明らかにしようという動きが見られます．

一方で，経済史の研究者や政治学研究者はこの問題にかなり前から着目していて，研究が進んでいます．企業と政党のつながりとか，経済政策の決定に政治がどのようにかかわってきたかとか，かなり昔から研究が進められていて，蓄積もかなり進んでいるという状況です．

今回のプロジェクトでは，政治的要因とエコノミック・アウトカムの関係について幅広い視点で分析したいと考えています．その際，直接政治的要因を明示的に扱う分析だけでなく，政治的要因に影響を受けやすい経済政策であったり，ポリシー・オリエンテッド・リサーチ（政策的含意の強い研究），それらを含めて幅広い視点で研究していきたいと考えています．

プロジェクトのメンバーは6人で，5人は日本大学の教員，1人は京都産業大学の教員です．私と岸田先生と佐久間先生はきょうご報告するので，3人の研究は割愛させていただいて，本日報告しない3人について簡単に研究を紹介させていただきます．

坂井先生は，安倍政権で進められている金融緩和政策，特に非伝統的な金融緩和政策が金融市場や金融システムの安定性にどういう影響を及ぼしているかということに強く関心を持っていて，特に今年に入って導入されたマイナス金利が銀行のパフォーマンスにどういう影響を及ぼし，それがどういうチャネルを通じて影響を及ぼすのかということを実証分析したいということで，現在進めています．

渡邉先生は「バブル崩壊後の家計所得と消費VARモデルの分析」ということで，バブル崩壊後に賃金所得や利子所得が減少傾向にあって，一方で家計の消費はほとんど同じ水準で推移している．そこで政府が何らかのショック・アブゾーバー的な役割を果たしている．渡邉先生はビルトイン・スタビライザーという効果が何かあるのではないかということで，これらの変数に関してVARモデルを使ってその因果関係を明らかにし，その中で政府が果たした役割を明らかにしていく，というようなことでいま研究に取り組まれています．

川出先生は，慶応義塾大学の家計パネル調査を用いて世帯別の経済状態や税負担をまず概観して，内閣支持率や幸福感といった社会への肯定感や満足感の関係について調査を試みるということで，現在進めております．

政治的要因を企業ダイナミクス：戦前期日本における実証分析

日本大学経済学部教授　　澤田　充

それでは私のプロジェクトについて簡単に紹介させていただきます．

今回，ファンドをいただいて，私は三つのプロジェクトを進めています．いずれも「ポリティカル・コネクション」がキーワードになっています．ポリティカル・コネクションというのは，企業と政治のつながりをマイクロデータを使って識別し，その効果とか意味を実証的に明らかにしようというプロジェクトです．

1番目の“Corporate political connections and firm values”は東京大学の岡崎先生と一緒に進めている研究ですが，1920年代，30年代の企業データを用いて，企業と政治のつながりを識別する．ここでは企業の役員が衆議院議員になっているケースを企業と政治がつながっていると同定して，その企業が政治とつながりを持つタイミングで企業価値がどういうふうに変化したか，実証的に明らかにしようという研究です．

なぜ1920年代，30年代のデータを使うかというと，企業と政治のつながりをダイレクトにとらえる変数をつくるうえで，戦前の企業は非常にメリットがある．戦後のデータを見ると，企業の役員なり大株主が政治家になっているケースは稀で，人的なつながりで政治と企業の結びつきをとらえるのは難しい．まず戦前のデータを使って企業と政治のつながりをとらえて，その意味を実証的に明らかにしたいわけです．

2番目は今回「紀要」で報告しようと思っているプロジェクトです．私自身は戦前の銀行産業に非常に関心を持っていますが，上のプロジェクトは上場企業，さらに一般事業会社が中心のサンプルだったので，銀行産業に関しては明らかにできない部分があります．戦前の銀行産業が面白いのは，産業のダイナミクスが激しかったことです．特に1920年代，30年代は破綻とかM＆Aによる退出が非常に多かった時期で，その退出とポリティカル・コネクションがどのように関係しているのかということを，今回の「紀要」に発表させていただく論文でやりたいと思っています．

3番目のプロジェクトは，現在の企業で政治とのつながりを人的なつながりで識別するのは難しいけれども，資金的なつながりであれば，政治献金のデータを使って識別できるのではないか．political contributions（政治献金）によって政治とつながりを持ったときに，たとえば選挙の前後で利用価値がどのように変化するのか見てみたい．ただ，政治献金のデータをとらえるのが難しくて，まだほとんど進んでいない．こちらは政治学の研究者と一緒に進められたら思っています．将来的には必ず形にしたいなと考えています．

コーポレート・ポリティカル・コネクションズについて学術論文でどんなことが行なわれているのか，特に企業と政治のつながりをどのようにとらえようとしているのか，簡単に紹介したいと思います．

まずTypes of political connectionsというのはどのように企業と政治のつながりをとらえているのかということです．ここで，political CEOs and directorsと書いてありますが，一番直接的な指標で，企業の役員とかCEOが政治家になっているケース．

それ以外に途上国などでは，一族でグループ企業を所有していて，そのグループのメンバーが政治家になっていたり，ときには大統領になっていたりするケースが見られます．途上国では家族のつながりを通じて，企業と政治のつながりをとらえるが一般的です．

途上国では血縁を通じた企業と政治のつながりが頻繁に観察されるのですが，先進国ではこのようなつながりに関して規制がある．だからといって企業と政治がつながっていないわけではなく，最近の研究では，ソーシャル・ネットワークといって，たとえばビジネススクールで同級生や同じクラスメイトの片方が政治家になって，片方が企業の経営者になった場合，そこにつながりがあるというように企業と政治のつながりをとらえるという研究も存在しています．

もう一つはポリティカル・コントリビューションズで，企業献金，資金のつながりで企業と政治のつながりをとらえる．

大きく分けると，このようなつながりを用いて研究が進められている．最近の研究では，企業が政治とのつながりを持つインセンティブが理論

的，実証的に確認されていて，特にどういう便益（ベネフィット）があるのか，それを実際データで明らかにしようという動きが見られます．

その中でどんなことが議論されているかというと，政府調達において企業が優遇を受けるとか，補助金や救済融資といった公的資金を受けやすくなる，また税の優遇を受けられるなどが実証的に確認されている．コストのほうについてはあまり議論されていないのですが，一つあるのは，グラビング効果といって，企業と政治がつながったときに，政治家が企業を私的な目的で利用するような，企業の利益を搾取するモデルがあって，それを実証するような研究も少なからず存在します．

現在取り組んでいる二つのプロジェクトで，私が着目しているのは，Politician Directors（政治家役員）です．では，政治家役員は典型的にはどんな人なのか，イメージがわかなかったので調べてみました．1920年代において政治家役員頻繁に観察されますが，資料として残っているのはそんなに多くない．ここでは，有名な人ではないですが，分かりやすい資料があったので紹介します．

伊原五郎兵衛という長野県の企業家で，伊那電気鉄道の常務取締役だった．彼は2回選挙に出て，1回目は負けたのですが，2回目で衆議院議員になった．彼の自叙伝を読むと，1回負けた後，なぜ2回目の選挙に出たか，詳しく書いてある．彼が政治家を目指した理由は，彼の鉄道ビジネスを成功させるには政治家になるのが一番の近道だ，であり，最善の方法だと考えていた．政治家になることによって，特に鉄道ビジネスはいろいろな便益が得られる，といったことが書いてある．

戦前にはこのような政治家役員がたくさんいて，それがどういう役割を果たしたか．企業と政治がつながりを持ったとき，企業はどんなベネフィットがあり，産業にどのような影響を与えたのか，自分のプロジェクトで明らかにしたいと考えています．

現在取り組んでいるプロジェクトは，1920年代，30年代の銀行産業のデータを用いて，銀行が市場退出する中でポリティカル・コネクションがどういう役割を果たしたのを検証するものです．

銀行産業とポリティカル・コネクションの研究は最近幾つか出てきていますが，これらの研究はほとんどが，ポリティカル・コネクションを持ったときに企業価値がどのように変化するかを見ています．一方で，戦前期の銀行はほとんどが非上場だったので，マーケット・データが使うのが難しい．しかし，ポリティカル・コネクションと退出パターンやポリティカル・コネクションと生存確率の関係をこの研究で見ることができて，その意味では先行研究とは異なり，短期ではなく長期的なパフォーマンスを見ているという位置づけになるのではないかなと考えています．

研究は途中段階ですが，まずは単純に各銀行の役員データを見て，ポリティカル・コネクションを持っているかどうか，政治家役員の有無を調べて，銀行産業がどのぐらいの割合で政治とのつながりを持っていたかということをまず調べています．東大の岡崎先生と共同で行なった研究は上場企業の一般事業会社が中心ですが，そこでは約2割の企業が政治とつながりを持っていたことを明らかにしています．それと比べて銀行産業がどのぐらいの割合なのか見てみたい．

これがまずファーストステップで，セカンドステップは，ではポリティカル・コネクションを持った銀行は何かベネフィットがあったのか．それを推定するために，ポリティカル・コネクションが退出にどういう影響を与えたのかを実証的に見ようとしています．その際に，M＆Aによる退出と実質的な破綻による退出と二つの退出パターンに分けて，それぞれ区別してポリティカル・コネクションの影響を見たいと考えています．

さらにポリティカル・コネクションの影響を分析する上では，そのheterogeneity（異種性）たとえば，企業の属性や政治家の属性によって変わってくる可能性もあるのではないか．先行研究でも，こういった要因を考慮して分析を行なったので，同様の方法を考えています．

（資料1：The number of exits from banking industry）1920年代，30年代，戦前の銀行産業における退出数の推移を時系列に示したグラフで，点線は退出の合計です．それを二つに分解して，緑がM＆Aによる退出数，赤がM＆A以外の破綻や解散による退出数です．これを見ると，1920年代後半から急激に退出数が増えて，30年代前半までかなり多い．その一つの要因に銀行法が影響していると言われています．

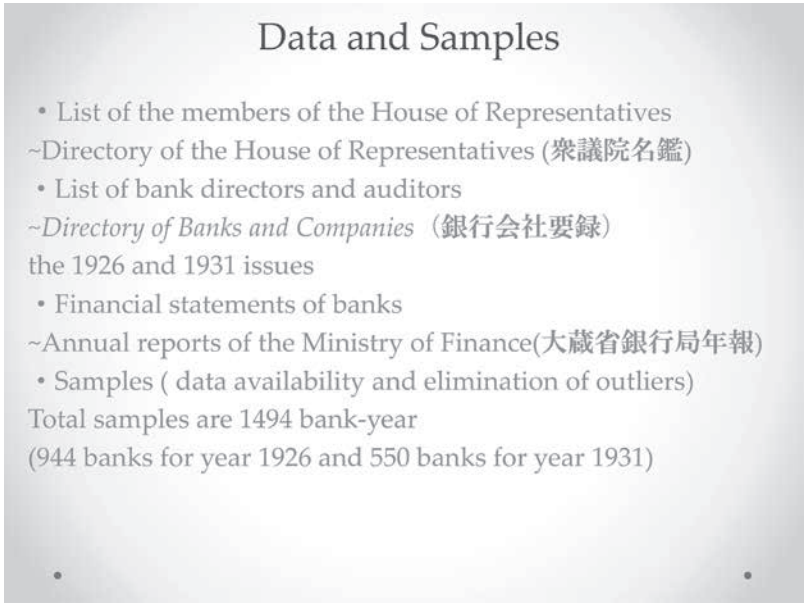
銀行法は1927年に成立したのですが，大蔵省が

各銀行に一定の資本金水準以上を満たすように業務づけるもので，その水準がかなり高く，7割の銀行がそれを満たしていなかった．しかも5年以内に満たし，増資は認めないというのが政府の方針であったので，資本金が大蔵省の設定した水準以下の銀行はＭ＆Ａをするか解散するしかない．さらに，1930年代の昭和恐慌でも多くの銀行が破綻とか休業に追い込まれ，市場を退出した．その結果，1920年代，30年代にこのように銀行の退出が急激に増えている．その退出にポリティカル・コネクションがどういう影響を及ぼしたのか，データで明らかにしたいというのがこの研究です，

（資料2：Data and Samples）どんなデータを使ったかといいますと，まず「衆議院名鑑」で政治家のリストをつくり，「銀行会社要録」の1926

資料1：The number of exits from banking industry

資料2：Data and Samples



年と31年のデータで銀行役員のリストをつくり，これをマッチングさせて「政治家役員」を同定しました．あとは財務データとか，推計に使うコントロール変数とか，銀行の属性をとらえるために「大蔵省銀行局年報」を使って，1926年と31年のパネルで約1500行のオブザベーションを確保しました．

（資料3：Presence of Politically connected banks in 1926 and 31）どれぐらいの割合の銀行が政治とつながりを持っていたのか，政治家役員を抱えていたのかと言うと，1494のうち71行なので，約5％．当初予想したよりかなり少なかったので，推計するとき若干制約になってくるかなと思っています．規模別にも見ていますが，時間の関係で割愛します．

（資料4：Multinominal Logit） まずは非常に単

資料3：Presence of Politically connected banks in 1926 and 31

Presence of Politically connected banks in 1926 and 31

パネルA：総サンプル

	銀行数	%
政治的関係無し(UC banks)	1423	95.25
政治的関係有り (PC banks)	71	4.75
総計	1494	100.00

パネルB：銀行規模別

	銀行数	%
大規模銀行		
政治的関係無し(UC banks)	697	93.3%
政治的関係有り (PC banks)	50	6.7%
合計	747	
小規模銀行		
政治的関係無し(UC banks)	726	97.2%
政治的関係有り (PC banks)	21	2.8%
総計	747	

資料4：Multinominal Logit

Multinominal Logit

$$\Pr ob(Exit_{it} = j) = \frac{\exp(\beta_j X_{it})}{1 + \sum_{j=0}^{2} \exp(\beta_j X_{it})}$$

$$\beta_j X_{it} = \beta_{1j} + \beta_{2j} PC_{it} + \gamma' \cdot Z_{it}$$

Exit takes values, zero,1or 2;
zero ~ the bank did not exit,
one ~ the bank exit due to a consolidation (M&A),
two ~ the bank exit due to a failure,
X ~explanatory variables, PC and other control variables.

純な推計を考えていています．退出要因，退出確率をPC（ポリティカル・コネクション）と関係づける推計だと効果が混合してしまう可能性があるので，退出パターンを分けて推計する方法を調べた結果マルチノミナル・ロジットがよいのではないかと考えています．

Exitは各銀行の退出に関する変数で，0であれば退出しないで存続した．M＆Aで退出した場合は1，破綻で退出した場合は2というフラッグを振って，ロジスティック・ファンクションで定義されるそれぞれの退出確率を計算する．その際に，Xはコントロール変数，その中にポリティカル・コネクションの変数を入れて，最終的には最尤法でパラメーターを推定していきます．

（資料5：Preliminary Results）まだ予備的な推計しかしていないのですが，一番注目している変数はPC Banksという変数で，当該銀行がポリティカル・コネクションを持っているかどうかというダミーの変数です．モデル1は，左側がM＆Aによる退出確率，右側が破綻による退出確率，それにPCがどう影響を及ぼしたのか見ています．コントロール変数を含めたものがモデル2で，完全な分析できていないですが，出てきた結果は，Consolidationsによる退出にはプラスの係数，Failures（破綻）による退出に関してはマイナスの係数です．

破綻に関しては解釈しやすくて，PCを持っていると何らかのベネフィット－たとえば20年代，30年代には銀行は規制産業になっていたのですが，そこで何らかの優遇を受けたり，救済融資みたいなものを受けていた可能性が考えられる．その場合は退出確率を下げる方向に作用する．

統合に対するプラスはPCを持っていると破綻による退出確率を高めるというものですが，この解釈は，当時の大蔵省は銀行合併のために頻繁にコーディネーションをしたと言われています．銀行の合併は交渉の中で決裂することが多く，政府がかかわったケースでは交渉がスムーズにいったことが歴史的エビデンスとして確認されています．PCを持っていると，政治家が大蔵省にうまく働きかけて合併交渉をスムーズにさせてくれたのではないか．そういう効果を実証結果がとらえている可能性があるのではないかと考えています．

いずれにしても統計的に有意ではないので，効果が弱かったのか，それとも何か推計バイアスがあるのか，まだ分かっていないので，これから必要となる分析をまとめてみました．

一つは実証モデルをもう少し洗練されたものにしていかなければいけない．PCの効果に関して，たとえば大銀行と小銀行ではその効果が違うのではないか．その場合，交差項で大銀行と小企業を

資料5：Preliminary Results

Preliminary Results

Model	[1]		[2]	
Types of exits				
– Independent variables	Consolidations	Failures	Consolidations	Failures
PC_Bank	0.1824	−1.1491	0.2894	−0.9824
	(0.3155)	(1.0139)	(0.3289)	(0.9060)
Network			0.2976**	−0.2215
			(0.1502)	(0.2601)
Bank size			−0.3672***	−0.5438***
			(0.0728)	(0.2003)
Earthquake			0.5796***	1.0211***
			(0.2194)	(0.3219)
Market concentration			0.0134**	−0.0330
			(0.0060)	(0.0234)
Capital/Assets			−1.6543***	0.5372
			(0.5645)	(1.1257)
ROE			−0.3404	−12.7663***
			(1.2824)	(3.7874)
Dummy_year1926	1.5000***	−0.8085***	0.9819***	0.4965
	(0.1992)	(0.2510)	(0.2779)	(0.6220)
Intercept	−2.7048***	−2.3772***	3.1264**	6.0319+
	(0.1821)	(0.1591)	(1.2232)	(3.1792)
NOB	1494		1494	
Pseudo	0.050		0.113	
Log-likelihood	−891.9282		−832.6009	

識別するような変数を持ってきて，その効果を見てみるというのも一つの手ですし，それ以外の銀行の属性に関する変数も調べてみる価値があるのではないか.

あとは内生性の問題で，銀行の役員が選挙に出るという意思決定，誰かボードメンバーの一人を選挙に出す，その意思決定は銀行のパフォーマンスと事前的に相関があるかもしれない．その場合，内生性の問題が生じるので，それが推計バイアスとなって結果を弱めている可能性もある.

そこで考えているのは，プロペンシティ・スコア・マッチングという手法です．PCを持った銀行と属性が似ている銀行を推計で選び出し，コントロール・グループとして持ってきて，同様の推計をするという方法です.

もう一つは，Regression discontinuity designといって，さらに洗練された方法ですが，選挙の当選ラインのスレッシュホールドの付近にいる候補者2人とつながりのある銀行を持ってきて，スレッシュホールドの付近はランダムな要因で選挙の結果が決まると考える．その場合，推計値は実験を行ったとほぼ同じようなものが得られることが統計的に明らかにされていて，このRegression discontinuity designを使うことも検討しています．ただ，データが分析の条件に見合うものかまだ調べていないので，今後の課題になると思います.

推計結果の解釈も限界があるので，その場合は，できるだけ歴史資料を当たって，結果の解釈をより深めていくことも必要と考えています.

以上です．ありがとうございました.

「戦前期日本外債のリスク・プレミアムに政治的要因が与えた影響：1905－31」

日本大学経済学部准教授　　岸田　真

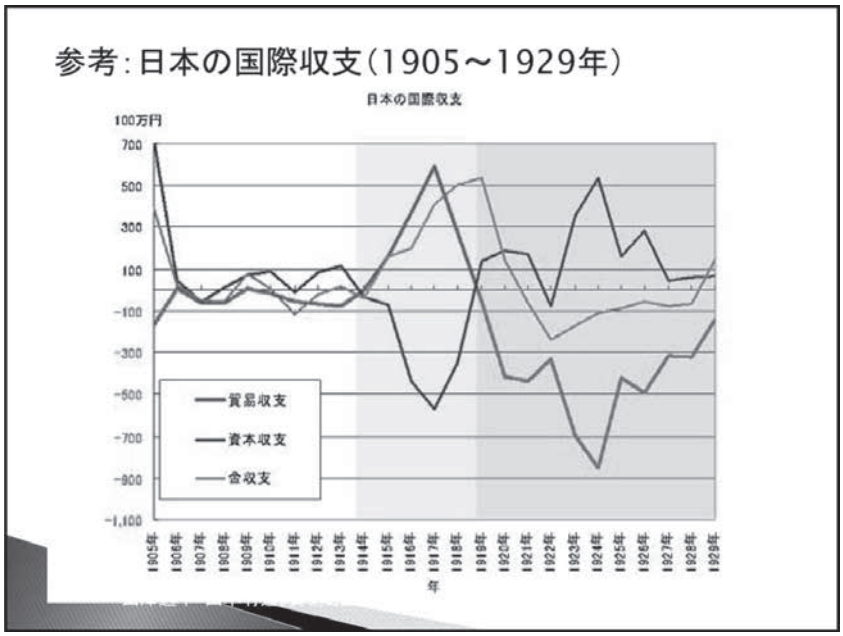
私は戦前期における日本の外債（外貨建て日本国債）発行の具体的な交渉過程に関する歴史的な研究を行っており，日本側の大蔵省財務官と海外のインベスト・バンクとの間でどういう交渉が行なわれ，交渉の成否が当時の日本の経済政策にどういう影響を与えていたのか，交渉の一次資料をベースに研究を行っています．

今回，このプロジェクトでは，戦前期日本国債のリスク・プレミアムを分析し，政治的な要素が海外市場における日本の国債評価にどのような影響を与えていたのを調べることを課題とします．私は歴史研究のアプローチでの研究を中心としており，計量的なモデル分析についての十分なスキルを持っておりませんので，今回の報告では，実際のデータを示し，歴史的な事実と照らし合わせて関連性を出すことにします．結果から言うと，かなりクリアに出たので，本日はその中間的な報告をさせていただき，それが計量的にも裏付けられるか，最終的にはそこまで行けるといいと考えております．

まず前提として，戦前における日本の外債の発行とはどういうものだったか，簡単に事実を押さえておきますと，日本が海外での国債発行を本格化していくのは1897年，日本が金本位制になってからで，とくに有名なのは，日露戦争のとき，戦争費用の半分以上に当たる約8億円の外債をロンドン市場で発行して調達しました．その後も外債の発行は続いて，最終的に政府が発行した外貨建て国債発行残高のピークは1924年の16億円で，これは当時の国債残高の35％前後で，時期によっては40％ぐらいまで達しています．

第一次世界大戦後には政府債の発行は限界に達し，政府保証債というかたちで地方債とか社債の発行が多くなり，政府債は借り換えが中心になっていきます．地方債なども含めた政府の外債発行の残高は20億円程度でした．

このように政府が外債を発行するマクロ的な意義は，一つは1950年代の「国際収支の天井」問題と共通するもので，固定相場制のもとで国際収支の赤字や外貨準備の流出を回避するために資本輸入を続けていく．財政的な側面ももちろんあるわけですが，実質的には対外的な決済，経常収支赤字の穴埋めとして機能していた．言い方を換えれば，外資を導入した「富国強兵」政策の推進を可能にするという意味で，発展途上国型の外資導入をテコとした経済成長モデルと類似していると言えます．（参考：日本の国際収支　1905～1929年）



日露戦後の1905年から29年までの日本の国際収支のデータをみると，貿易収支で見た場合，大幅な黒字を記録したのは第一次世界大戦後の一時期だけで，それ以外の時期はいずれも赤字で，特に関東大震災の23年，24年は大幅な貿易収支の赤字を記録しています．それに対応するように，資本収支は黒字になっており，マクロ的には貿易収支の赤字を資本収支の黒字がカバーするという収支構造になっていました．

次に，国際金融市場において日本の外債はどういう評価を受けていたかということですが，イギリスでは当時最も有力な投資銀行であったベアリング・ブラザーズやロスチャイルド，アメリカではJ. P. モルガンが幹事行となって発行を引き受けています．その意味では日本の政府債は国際金融市場では比較的人気のある銘柄で，発行時の募集は全て成功しています．一方，新規債を発行するに当たっては，既発債の利回りがベンチマークになり，それより若干上乗せしたかたちで設定されます．その意味では，国債価格を維持する，あるいは利回りを下げていくということは，日本の政策的に見ても重要な意味を持っていたと言えます．

金本位制下における国際金融市場の信用と財政金融政策の問題について，BordoとRockoff の研究が「国際金本位制のもとでは，債務国の政府の財政・金融政策が金本位制のルールに従っているかが公債価格に影響している」ということを実証しています．この分析では日本のケースは含まれていませんが，日本についても同様のことが言えるのかが今回の検討の課題となります．今回の中間報告では，まずロンドン，ニューヨークの各金融市場における日本政府外債の価格，利回りを時系列データとして落とし，リスク・プレミアムがどのように変化しているかを示したい．そして，政権交代であるとか，それぞれの政党がどのような財政・金融政策のスタンスをとっていたのかなど，政治的要因の変化と価格変動の関係を歴史的事実と照らし合わせて，それが海外市場における日本公債の価格やリスク・プレミアムにどのように影響を与えていたか確認してみたいと思います．

まずデータの話を先にしておきますと，イギリス，アメリカ，それぞれ幾つかの銘柄が発行されていますが，イギリスの市場では1899年に発行された英貨公債を選びました．四分利付英貨公債と日本で呼んでいる初期の外債ですが，「エコノミスト」に毎週末の価格が掲載されている標準的な銘柄で，長期のデータが取れるためこれを使いました．

アメリカはドル建ての公債が最初に発行されたのは1924年の六分半利付米貨公債で，それまでアメリカで流通している日本政府の国債はイギリスで引き受けたポンド建て外債をアメリカで売るというかたちをとっていました．それ以前に流通していた代表的なものとして，アメリカで実際募集が行なわれたポンド建て公債の第二回四分利付英貨公債があります．これは日露戦時公債の一つですが，この二つをサンプルとして見たいと思います．

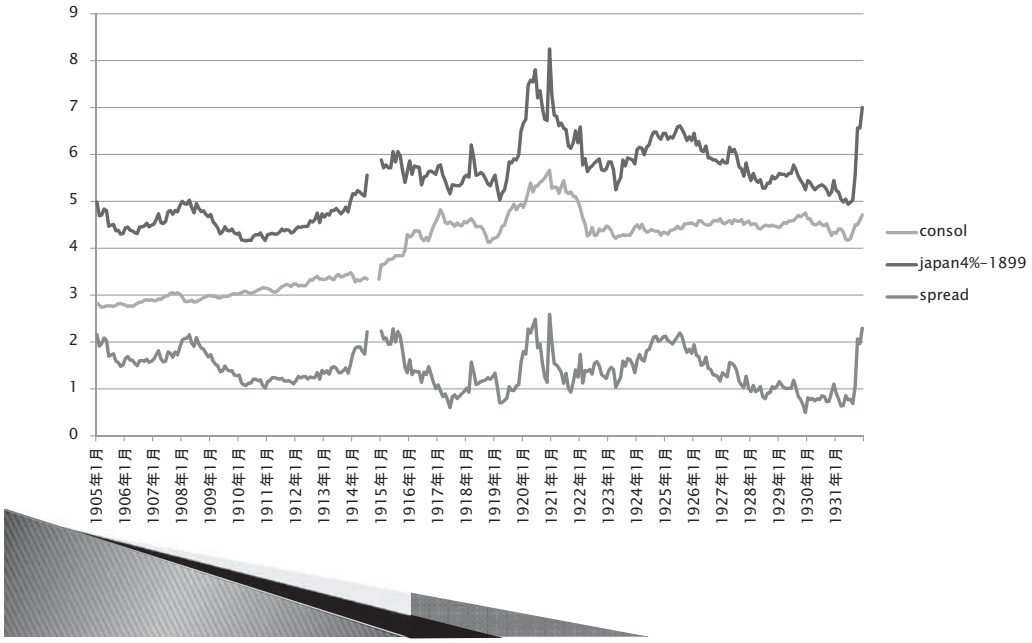
ベンチマークとしては，最終的なリスク・プレミアムを出すための比較対照として，ロンドン市場においてはイギリスの長期債であるコンソル債，ニューヨーク市場に関しては米国長期債利回り，これとのスプレッドを検討します．

図1は，ロンドン市場におけるそれぞれの公債の利回りとスプレッドを示したものです．上の赤い線が先ほどお話しした4％の日本の外債で，当時の市場価格から利回りを換算したもの．真ん中の青い線はイギリスの国債の利回りで，その差を取ったものがオレンジのラインになります．

かなり変動がありますが，ピークだけ先にお話しすると，一つ目のピークが1908年，次が1914年，そして1920年，21年，さらに24年から25年にかけてと四つピークがあって，その後は下がる，上がる，を繰り返しています．

まず1908年のピークに関しては，前年の1907年，若干コンソルの金利も上がっていますが，1907年恐慌という世界的なリセッションが起きたときで，その影響だと説明がつきます．ところが，実際にスプレッドが広がっているのは1908年になってからで，これには当時の財政政策が大きくかかわっています．すでに私が『経済集志』の論文でも書いたのですが，当時，日露戦争には勝ったけれども，賠償金が取れなかったので財政的には苦しくなり，にもかかわらず1906年から07年にかけて，政友会の西園寺内閣のもとで，地方に利益誘導型の積極的な戦後経営政策を打ち出されま

図1　ロンドン市場における日本公債の利回りとリスク・プレミアム（1905-1931）



13

した．そういう状況の中で世界的なリセッションが起き，国際収支も悪化していく中で，イギリス市場では日本の対外信用に関する悲観的な見方が出てきます．これは「エコノミスト」の記事からも明確に捉えられます．こうして1908年にリスク・プレミアムが上昇していったのです．

これが下がっていくきっかけとなったのは西園寺内閣から桂内閣への政権交代でした．当時，桂園時代と言って，政友会の西園寺と憲政会の桂と，二つの政治勢力が交互に政権を取っていたのですが，政党政治グループの西園寺内閣に対して，もともと藩閥出身で官僚や貴族院をバックに持っている桂内閣の経済政策のスタンスは均衡財政主義で，1908年の桂内閣成立以降，抜本的な支出削減政策を行なっていきました．それがロンドン市場では好意的に受けとめられ，1908年から10年にかけてスプレッドは4％台前半まで下がっていきました．また，このタイミングで日本政府は新しいイギリスでの国債発行に踏み切っています．その意味ではこの低下局面は，政権の変化によって政策的なスタンスが変わったことがリスクプレミアムの低下をもたらした典型的な例だと思われます．

次は1914年，第一次世界大戦勃発期に急上昇する時期ですが，これは戦争が起きたことによって日本の貿易に対する悪影響が懸念されたという解釈が成り立ち得ると思いますが，その後，15年から18年にかけて逆にスプレッドは大きく下がっていきます．この下がっていく要因としては，日本の国際収支が大きく黒字に転換し，いわゆる大戦景気と言われたこの時期に高い経済成長を達成している，そういったマクロ的なパフォーマンスの改善が貢献したと考えることができます．

次の局面は1920年，21年で大きく外債の市場価格が下がっています．これは第一次世界大戦後のいわゆる戦後恐慌と言われる時期で，日本だけでなく，アメリカでもリセッションが起きています．特に日本は1920年の3月に株式市場の大暴落があり，それ以降，先ほどの澤田先生のお話にもありましたように，銀行の破綻を日銀が救済するとかそういった状況に陥っていきます. 1回下がった後，なぜ二つのピークがあるのかについては判断が難しいのですがこの時期のピークはおそらく，イギリスのコンソルの金利も上がっていることを考えると，世界的なリセッションの影響がかなり効いていて，それが日本に大きく出ていると見ることができると思います．それが落ち着いてからは再びスプレッドは下がってきています．

次の上昇局面は1923年9月から24年にかけて0.6％ぐらいスプレッドが拡大しています．ここはまさしく関東大震災が要因だと明確に推定できますが，日本の貿易収支も大幅に赤字になり，為替相場も大きく下落しています．対米相場で見ると，1917年から1930年，日本は金本位制を停止していたので為替相場は変動しているとは言うものの，基本的には平価，つまり金本位制のもとでの固定相場に近いところで動いていました．その乖離が大きくなるのは関東大震災直後で，巨額の貿易収支に対して為替相場維持が困難な状況になってきて対米相場は下がってきます．平価からの乖離率が当時の市場から見れば日本の対外的な信用だと考えると，貿易収支の赤字や震災だけでなく，為替相場が下がっていることとリスク・プレミアムの上昇が結びついていると考えられます．

この状況がしばらく続き，明確な下降トレンドに向かい始めるのは25年夏ぐらいで，25年後半からリスク・プレミアムは下がっていきます．これは政策的な転換があったからだと考察できます．1925年8月，当時，憲政擁護運動で生まれた護憲三派の加藤高明内閣の時代ですが，それが内閣改造して憲政会が単独政権を握ります．憲政会は政策スタンスとして国際金本位制への復帰を明確に志向する内閣で，25年夏以降，為替相場の回復に向けた具体的な政策，国債発行額の減少など，均衡財政を目指す政策を続けていきます．一方，為替相場も平価に近づいて上昇していますので，これらの要因がリスク・プレミアムの改善に影響したと考えられます．

次に1927年のところで小さなピークがありますが，これは27年3月から4月，日本の昭和金融恐慌の影響が，わすかではありますが，出ていると思われます．

そして30年1月に一番下がって，リスク・プレミアム0.49％まで下がる．これは日本が金本位制に戻った年で，すでに世界恐慌は始まっていたけれども，まだこの段階ではその影響は出ておりません．おそらくこれは，日本が金本位制に戻り，なおかつ日本の財政金融政策が金本位制を守るというスタンスを維持していることに対して，リスク・プレミアムがここまで下がったと評価することができると思います．

ずっと下がり続けていたスプレッドが1931年9月から12月にかけてはね上がる．31年の9月は政治的には満州事変が起きる年であり，イギリス自体が金本位制を離脱して金本位制が崩壊に向かうときです．そこから動揺が起きて，日本も31年12月に政権が代わって金本位制を離脱する．その前からすでに上がっていたのが，日本の金本位制離脱によって，再び3％台に大きくリスク・プレミアムは上昇していきます．「金本位制の時代」という枠でくくってみた場合，こういうデータの解釈が可能になると思います．

次に図2よりアメリカ市場での日本国債の価格動向についての話をしたいと思います．アメリカに関しては2系列データを取っています．1923年までは，先ほど言及した日露戦後の公債をデータとして取っています．これとアメリカの長期公債との利回りを見た場合，スプレッドは小さかったのですが，24年に最初の米貨債である六分半利米貨公債が利回り7％を超える悪い条件で発行されたことによって，スプレッド自体が跳ね上がってしまう．このジャンプがあまりにも大きく，これをどう説明するか，一つ大きな難しい問題になってきます．当時，アメリカでの六分半利米貨公債は「国辱外債」だと強い批判を浴びたことで有名ですが，なぜこういう結果になったか，幾つか理由が言われています．一つは，もともとこれは償還期限を迎えた公債の借り換えだったので，発行時期の選択ができなかったこと．さらに，イギリスとアメリカと同時起債しなければならず，同時発行の場合，二つの市場間で条件を大きく変えることは難しかったことがあります．イギリスは先ほどの図1で示す通り，23年，4年は6％台後半の利回りをつけており，これに合わせてイギリスで発行するとなると，アメリカでの起債もそれと同等か，それ以上の条件でなければ発行が難しかったと考えられます．

その後，イギリスと違って，アメリカの場合のスプレッドはそんなに大きな差をもって動かない．トレンドとしてはイギリスの動きと似たような動きが説明できると見ていますけれども，変化の幅は小さい状態で推移しています．これをどう解釈するか，明確な要因を把握するとことは難しいのですが，ロンドン市場での外債発行がシティの機関投資家による取引が中心であるのに対して，ニューヨークでの外債発行は，引受行が発行

債を買い取って各地方に持っていき，各州の販売人を通じて売っていくというやり方をとっており，ロンドンと比較して流動性が低いことも多少関係しているだろうと推察しています．

次に図3をご覧ください．アメリカ国債との比較ではなく，公社債との比較もしてみようということで，同じデータベースにアメリカの高格付け社債の利回りがデータとしてあったので，それと

図2　ニューヨーク市場における日本政府公債の利回りとリスク・プレミアム（1914-1930）

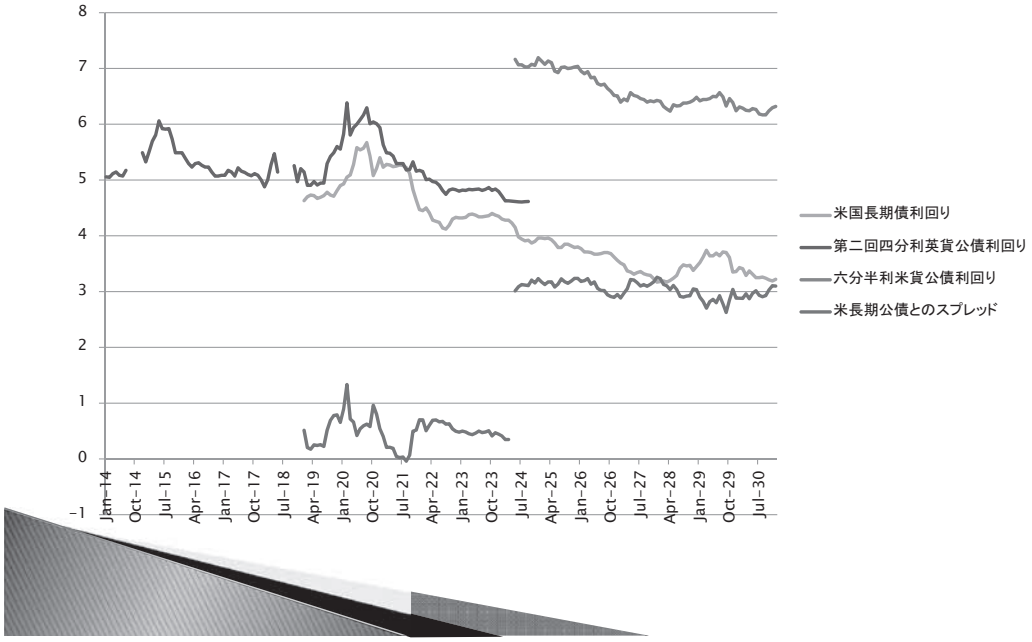
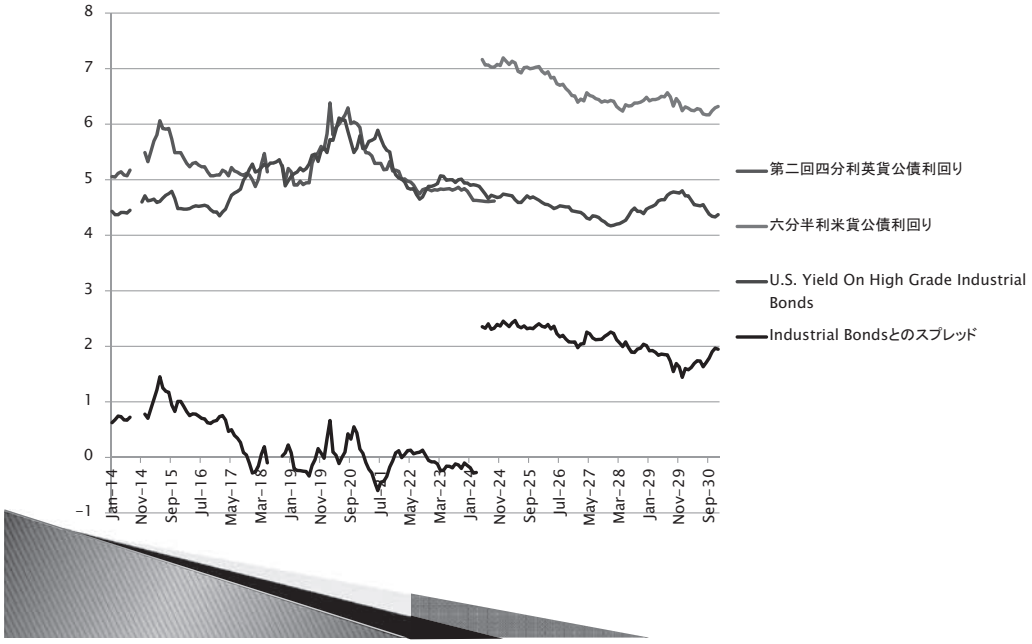


図3　米国市場における日本公債：アメリカ債利回りとの比較



日本の公債の利回りを比べてみると，このほうがスプレッドの低下傾向ははっきり出ています．その意味では，関東大震災以降，政策的な変化等によって日本外債の信用度は若干改善傾向にあったと言えると思います．

以上をまとめますと，ロンドン市場におけるリスク・プレミアムの動向は，政権交代による経済政策のスタンスに対しておおむね整合的に反応していることが確認できます．積極的な財政政策を志向しているのか，緊縮財政を目指しているのか，あるいは金本位制や低落した為替相場の回復に対して積極的なのかなど，政策スタンスや，政権の持っているもの，あるいはそれに基づいて実際取られた政策が，国際金融市場の市場価格に影響していたといえるでしょう．もう一つは，この20年代は金本位制が停止して一時的に変動相場制になっていますので，平価からの乖離が関係している可能性がある．ここはもう少しきちんとデータを取った分析が必要と思われます．また，ニューヨーク市場においては明確な関係性が見えにくいのが特徴で，これがサンプルのデータに起因するものか，アメリカの起債市場の特質に起因するものなのか，これも今後検討が必要です．

今回は30年，31年で切ってしまいましたけれども，政治的な要因が価格に与えた影響を考えれば，日米関係，日英関係自体が悪化していくという意味でも，むしろ30年以降のほうがより政治的な要因の変化が大きく出る可能性があります．30年代以降，少なくともあともう10年データを延長すれば第二次世界大戦まで行きますので，今後，この点を課題としてゆきたいと考えています．

以上です．ご清聴ありがとうございました．

「選挙区における経済社会の地域特性が地域間の資源配分と所得再配分に与える影響に関する研究」

日本大学経済学部教授　　佐久間　隆

私の研究は，地域性・空間性に焦点を当てて，政治と，主に財政を通じた地域間の資源配分，あるいはそれの副次的効果としての所得配分についていろいろ考えてみたい．地図でお見せできれば印象が明確になると思うが，申しわけないことにデータを地図に落とす作業がまだ進んでいない．

研究の背景としては，政治家と有権者の投票行動との間には諸関係がある．選挙区の経済的・社会的特性に応じた利害が投票行動に影響しているし，政治家の公約形成にもコアな支持層の関心事や圧力団体の影響がある．浮動層へのアピールについても，農業とか中小企業といった圧力団体の影響が強い地域とそうでない地域とがある．

政権党がどのように得票し，議席を獲得するか，実証分析もあるが，最近の政治情勢は大きく移り変わってきた．戦後，いわゆる55年体制で自由民主党が38年に及ぶ長期安定政権を続けた．その後，自民党が分裂し，政党が離合集散を繰り返す中で政治改革が実現している．政治資金の流れについても大きな変化があったし，選挙の仕組みも中選挙区制から小選挙区比例代表並立制に変わった．中選挙区制が自民党の長期安定政権を可能にしたとか圧力団体の影響力を強めたといった研究もあるし，それが変わったことによる影響はどうかという研究も少しずつだが蓄積ができてきている．

政党の離合集散と政権交代を経て，いまは自民・公明連立政権で安定化しつつあるようにもみえる．それが以前の長期安定政権時代と政治改革後の状況との間に何か違いがあるのかというのも考えてみたい．

財政を通ずる資源配分・所得再配分の領域としては，社会階層間・地域間・世代間の問題がある．特に地域間の所得格差や地方財政力格差があって，それを財政面でどう調整するかということは常に大きな問題である．

経済的に考えていることとは方向性が少し異なるが，地域に関連する政治的批判の言説としては，まず東京一極集中という地方からの批判がある．他方，政治改革が行なわれた後でも土建国家に対する批判は根強く残っている．全国どこへ行っても同じようになったという全国画一化の批判もある．租税，福祉，公共施設などでは，どこでも同じようにしようというのは，過大な地域間競争であるとの批判もある．このように背反する政治的言説がみられるということは，地域間の資源配分，所得再配分に与える政治的要因の影響が弱まったのかという気もするが，実際にデータではどうなっているかみてみたい．

これは三つの学にまたがる学際的研究であり，まず経済学の領域では，公共選択論，財政学，特に政府間財政調整の問題があり，空間経済学の要素もある．隣接する政治学・行政学の領域では，政府間関係論，集権・分権論，そして政治家や有権者の行動を地域的視野の下に分析するという空間政治学の研究もある．地理学の領域では経済地理学だけでなく，最近は政治地理学や行政地理学でも研究が行なわれている．

先行研究を３つに整理すると，第一に日本型社会経済システムと関連づけて議論するものがある．青木昌彦が1980年代に「仕切られた多元主義」という考え方を出したが，これには空間的要素があまり入っていない．日本型システムが関心を呼んだ時期に神野直彦が日本の税・財政が「集権的分散システム」になっているという見方を出している．政治学の加茂利男は日本の政治システムについて「分権を埋め込んだ集権」という言い方をしている．

第二に，データに基づく実証的研究があり，政治と財政をまたがって検討したものとしては，堀

要の「日本政治の実証分析」が代表的である．小林良彰グループの「代議制民主主義の比較研究」，これは日本だけでなく，アメリカ，韓国とも比べた実証分析である．財政について昔からいろいろな研究があり，ここでは石　弘光他「受益と負担の地域別帰着と補助金の役割」，林　宏明「租税政策の計量分析」，赤井伸郎他「地方交付税の経済学」を挙げておく．最近，地理学の人たちでこの分野に関心を持つ人が多くなり，なかでも梶田　真が地域的・空間的な文脈を踏まえてこの問題にアプローチし，「地域間の財政力格差と財政トランスファー」「公共事業と土建国家」など

を発表している．

第三に，国土政策，格差論，福祉国家論に関係するものがある．筒井一伸「国土空間の生産と日本型政治システム」，塩見英治他「人口減少下の制度改革と地域政策」，川上征雄「国土計画の変遷」，橘木俊詔・浦川邦夫「日本の地域間格差」，渋谷博史「福祉国家と地域と高齢化」などを挙げておく．私自身，国土計画にかかわった経験もあるので特にそう思うのだろうが，日本の国土デザインを成長志向で考えるか，地域間バランスを重視するか，地域格差とか福祉国家の流れをどうみるか，そういう議論をする際に踏まえておくべき指摘がこれらの中にたくさんあると思っている．

次に，日本の経済社会システムの空間的特徴を私なりに整理してみた．

第一に挙げられるのは，経済発展に伴って顕在化した二重構造と地域の関係である．大正期から昭和戦前期に広がり，戦後もそれを引きずっている「都市」対「農村」という問題がある．そこには，「都市部に集中した近代産業 」に対する「全国に分散した農業・在来産業」であるとか，「大都市に集中した大企業」に対する「分散した中小企業」などといった，空間的な側面が二重構造の中に隠れている．

二つ目は行財政の中央・地方関係であるが，日本は一国制の国であるのに，地方政府の役割が連邦制の国並みに大きい．中央から地方への財政調整も比較的大きい．地域格差是正を内包した各種公共政策を打ち出したがゆえに，自民党政権が支持されてきたという面もある．

三つ目は経済社会の地域構造であるが，日本は都市への人口集中が先進国でも最高レベルに高い．一方，都道府県間で見ると，地域間所得格差は非常に小さく，世界最小レベルへと収束している．いま大きな問題になっているのは高齢化率の地域差で，今後それらの地域の人口減少によって地域間のバランスが崩れそうだという指摘もある．

そこで地域間の所得格差を生む要因を考えると，人的資本や資本蓄積が足りない，低生産性部門の産業が大きく，規模の利益が伸びない，社会資本が不足しているなどが考えられる．その是正策として実施されてきたものには，高等教育機関の配置，工場の分散あるいは誘致，低生産性部門である農業や小規模流通業への補助，産業集積の形成によって規模の利益を得られるようにする，さらに産業基盤の整備などがある．

日本では，これらをかなりやってきたと言われるが，バローとサラ・イ・マーティンが地域間所得格差の収束に関して行なった米欧比較よると，日本の収束が特別速かったわけではない．どこの国でも経済発展の初期段階で地域間格差が広がり，その後は似たような速度で収束してきたという結果である．なお，日本の場合，是正策が行き過ぎて財政肥大を招いたという主張もあるが，この結果を踏まえてもう少し考えないといけない．

社会的結合を維持するため，地域特性に応じた給付政策や地域効果を伴う政策が必要になるが，地方交付税，補助金，助成金，公共事業，食糧管理制度，農業補助金，農産物貿易保護，郵政事業などのユニバーサルサービス，国立大学，高齢者福祉などがある．

本来保守的なはずの自由民主党は，長く政権を握っていたがゆえに，このような地域特性に応じた地域政策を行なえたという面がある．逆に，自民党が支持を受ける要因でもあったと思うが，最近になって，地域間格差是正の効果に減退がみられる．

具体的に言うと，市町村合併によって，小規模自治体に対する交付税があまり出なくなる．地方分権で補助金が削減された．公共事業は削減され，更新投資比率の上昇で新規の投資は難しい．TPPが批准できるかどうか分からない情勢であるが，農業貿易自由化の方向に向けて一歩踏み出した．高齢者福祉は抑制されているし，議員定数の是正もさらに行なわれる．

これらに対する反発はあるが，自由民主党内の地方出身議員からの政治的反発はあまり強くないように見受けられる．高度成長期には，中小企業や農家を中心に，大都市に対する地方からの強い反発があり，圧力団体が強硬に動き，地方の首長や議員も動員されていた．そのころと比べると反発はかなり弱まっているように思う．

背景として，すでに地域間格差が縮小していて，地方創生の動きもそれほど効果のあるアイデアが出てこない．これ以上何ができるのかということで，政治的動員力が弱まっているのではないかという感じもする．それが政府支出の数値にど

のように出ているかもみてみたい．

使おうと思っているデータとしては，内閣府のSNAで，これまであまり使われてこなかった一般政府の部門別勘定をよくみてみようと思う．国際比較がきちんとできるので，これで海外と比べてみたい．県民経済計算年報では，地域間の産業構造の違いとか政府支出の地バランスがどう変わっているかみたい．

総務省関連では，特定の政策目的に関連したデータがうまく取れないところがあれば，地方財政計画で補いたい．都道府県ごとの人口や高齢化率などは国勢調査で，党派別得票数は選挙関連資料で分かる．OECDがRegions at a glance という国際比較のレポートを2005年以降，すでに７～８回出している．近年は毎年出版されているので，他国との比較ではそれを参考にする．

具体的なデータをお示しできず申しわけないが，概略以上のように研究を進めている．

報告は以上である．ご静聴感謝する．