

# 日本の「失われた20年」における財政政策の評価

岡 本 英 男

## はじめに

ハーバード大学経済学教授で、同大学元学長、そして1999-2001年に財務長官、2009-2010年に国家経済会議委員長を務めた、まさに経済学界のみならずアメリカの経済政策決定者の間でもエスタブリッシュメントと言えるローレンス・サマーズは、2015年10月8日のファイナンシャル・タイムズ紙上に次のような一文を掲載した。

「健全財政、潜在的供給能力、そしてインフレの回避に焦点を当てる伝統的アプローチは大惨事を招くだろう。さらに、経済の収縮に対処するための世界の主要なツールであった金融政策はほとんど使い尽されてしまった。それゆえ、グローバルな需要を引き上げるための政策は絶対に必要である。……私の考えが正しくて、政策が現状の方向で進むなら、グローバル経済は日本が過去25年にわたって陥っていたのと同じ罠に陥るだろう。まさに日本では、成長が停滞し、成長を回復させる手段をほとんどとり得なかった。伝統的に無謀な政策と見なされている政策こそが唯一前向きで賢明な政策となる。これこそ、今日の長期停滞のアイロニーである」<sup>1)</sup>。

サマーズは、ここで長期停滞を回避するには、従来なじんできた伝統的アプローチを捨て、大胆な財政政策をとることが何よりも必要であると訴えている。2008年の経済危機とそれ以降の世界的な経済停滞を目にして、財政政策の必要性を強く訴えるようになったのはサマーズだけに限らなかった。たとえば、かつて日本の不況対処方法として財政拡大政策を用いることに疑問を呈していたポール・クルーグマンも今や次のように述べる。

「15年前に比べ、私は日本やそれ以外の国からさまざまな事実を学んだ。自国の通貨で借入をする国は手綱が緩く、借金のレベルが高くても、公債についてはそれほど悩む必要がない。財政拡大の恩恵とリスクについて、かつてに比べれば私の考え方は大きく変化した。いまではその積極的な拡大を行う必要がある、と確信している。問題は危機に直面したとき、リアルタイムでいかなる政策手段が必要か、ということだ。財政政策がより有効な解決策である、というのがその答えだ。この点については、私もコロンビア大学教授のマイケル・ウッドフォードも同じ意見だ」<sup>2)</sup>。

以上のように自己の考え方の変化を率直に認めているポール・クルーグマンもその代表としてあげられよう。

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

サマーズは、「失われた20年」における日本の経済政策に対して手厳しい批判を行っているが、実は当時の日本にもサマーズと同様に、いやかれよりも早く「停滞期」における財政政策の有効性を日本経済に即してかなりの説得力をもって展開していた論者がいた。本報告ではそれらの代表として、アメリカ人の日本経済研究者であるアダム・ポーゼン、植草一秀、そして2008年の経済危機以降、世界的に高い評価を受けるようになったリチャード・クー、そして一貫してケインズ経済学の立場から政府紙幣の発行の有効性を訴えてきた丹羽春樹を取り上げる。

次に、2007-08年の世界金融危機以降の世界経済の停滞の中でエコノミストおよび各国の政策形成者の間で新たに注目されるようになった、アデア・ターナーのマネタリー・ファイナンス論とクリストファー・シムズの「物価水準の財政理論」を検討する。というのは、両者とも「日本の失われた20年」における財政金融政策、未曾有の国債の累積、目標インフレ率になかなか到着しえない現状に注目し、それに対する処方箋を既存の経済学を十分に消化した上で明瞭なことばで提示しているからである。

最後に、第二次大戦末期に執筆されたカレツキ「完全雇用の政治的側面」をやや詳細に紹介し、ここでのカレツキの議論からわれわれは今日何を学ぶべきかを述べることによって、本稿のむすびに代えたい。

## I. 日本経済低迷の真相についてのもう一つの見方

### 1. ポーゼンと植草の財政政策有効論

バブル崩壊後、5、6年が経過した後も日本経済は立ち直りを見せなかった。国債の累積を目の前にして財政の健全性を確保すべきだという主張が優勢を占めるようになり、1997年には橋本首相は財政赤字削減のために消費税率を3パーセントから5パーセントに引き上げた。

この時期に、財政政策の有効性を主張した代表的研究として、Adam Posen, *Restoring Japan's Economic Growth*, 1998 と 植草一秀『現代日本経済政策論』2001年、が挙げられる。まず、ポーゼンの議論から見ていく。彼はその著書のなかで、おおよそ次のように述べている<sup>3)</sup>。

日本経済が1992年を境にして、模範とすべきものから劣悪なパフォーマンスの経済に陥ったのは、マクロ経済政策の方向が間違っていたためである。現在の日本および国際経済の置かれた環境では、拡張型のマクロ経済政策に代えて構造改革を行うことは有害である。

1990年代の日本において、比較的緊縮型の財政政策がとられ、財政、金融の安定化がなおざりにされた理由は、次のような提言が一般に受け入れられてきたためである。

(1) 1990年代の日本経済の停滞は、経済のファンダメンタルズの低下を反映したもので、

総需要のそれではない。したがって、マクロ経済政策の対応は適当ではない。

- (2) 大規模な財政による刺激策が既に実行されてきたが、それは失敗に終わった。
- (3) その刺激策は望んでいたような短期の効果を示しそうになく、さらに、日本が目前に抱える社会保障の重荷による長期的なコストによって、たとえ効果があったところで、結局はそれに呑み込まれてしまうだろう。

ポーゼンは、これらの提言はどれも、マクロ経済政策不在の理由としては十分ではないとして以下のような反論を加えている。

第1の提言について。近年の生産量の低下の程度とその原因については、潜在的な成長性の変化によって説明することはできない。日本経済の構造問題に関しては、1980年代末から1990年代初めにかけて停滞と呼ぶほどに急速に悪化したとは言えない。潜在成長率はまだ少なくとも年率2%はある。

第2の提言について。1992年以降の日本政府による税制と支出の実際のパッケージは、提言の内容に比べてはるかに小規模であった。事実、多くの年で、予算がそれらのプログラムの効果を減殺する方向で働いていた。1992年から1998年春にかけての、7つの政策パッケージによる公的投資は23兆円、GDPの4.5%であった。これはけっして小さな数字ではないが、7年間を越す不況でGDPの9%を越す生産量の減少があつては、政府の公表する65-75兆円の公的支出という数字からみても、とても妥当なものとは言えない。

また別の数字を挙げれば、1960-92年間の間、OECDの12の経済大国で、21回の財政拡大政策が実行されているが、そのいずれもが、1992年以降に日本で実行された単年の財政刺激策よりも大きかった。

第3の提言について。国民の国内投資からの逃避という問題を抱えている今日の日本では財政刺激策は実際に効果的に機能している。それに対して、金融政策は効果がなかった。というのは、家計の現金に対する需要が急激に高まっており、家計も企業もどちらも投資報酬の期待が非常に低いため利用可能な資金をほとんど遊休させてしまっているからである。この状況から判断すると、フィスカル・ポリシーの実施のために金利が上がり、民間部門の投資が追い出されるという通常のクラウディング・アウトは起こりえない。

フィスカル・ポリシーの長期的側面について。歴史的記録と日本の経済政策の制度的フレームワークから見て、景気回復のために上昇する国債の対GDP比率は景気の回復とともに下落に転じ、債務が爆発的に増大することはないだろう。逆転するまでの新たな借入れの直接コストは懸念に及ばないほど少額である。事実、日本の純借入額は、OECD諸国の中でも最低で、外国債権者のシェアは小さいから、信用度について不安を起こさせる要因はない。

最後に、日本の高齢化の問題は、圧倒的に人口統計学的要素によって引き起こされており、日本政府の債務を完済したところで問題の20%の解決にもならないことを認識すべきである。政府はこの1990年代の(失われたあげくの)残りの成長をこれ以上犠牲にはなら

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

ず、長期的に見て、あまり影響のない問題にかかずらうべきではない。

次に植草一秀の議論を見ていこう。かれはおおよそ次のような議論を展開している<sup>4)</sup>。

90年代のバブル崩壊不況に対応し、政府は大型の景気対策を数次にわたって決定してきた。景気対策の規模の累計は140兆円にも達する。大型の景気対策の発動は当然のことながら、財政赤字の激増をもたらしてきた。日本の財政状況は、90年代を通じて著しく悪化してしまった。しかし、日本経済は混迷を抜け出すことができなかった。何度か経済改善の動きは見られたものの、低成長、高失業、低株価の構造は大きく変化せず2000年代へと突入した。経済の長期低迷と財政赤字の激増。これが90年代の総決算なのである。

この2つの事実を単純に結び付ければ、景気対策が財政赤字激増の原因となってしまう。度重なる景気対策は、日本経済を改善させなかったばかりでなく、巨額の財政赤字の累増というかたちで後世代にとつてもない負担を押し付ける原因になったということになる。財政再建を主張する人びとは、このようなロジックに基づいて、無責任な景気対策は即刻廃棄し、むしろ増税や歳出削減など財政構造改革を目指せと言う。

植草は、92年以降の日経平均株価の推移とそれぞれの局面での景気対策の関連を詳細に検討した結果、財政再建派の主張は一見もっともらしいものの、現実を著しくゆがめたものであるという。実際には、92年、94年、95年、98年、99年の経済政策はいずれも抜群の効果を発揮している、と主張する。

事態を悪化させたのは、景気後退の初期対応の誤りや、94年の金融政策の時期尚早の引き締めによる実質短期金利の大幅上昇による急速な円高進行や、96年の個人消費、設備投資牽引の景気回復の流れを根本から突き崩してしまった橋本政権の無謀な増税だった。

安定的な景気回復の軌道を定着させることが、もっとも短期にもっとも少ない費用で日本を再浮上させる道である。しかし現実には、景気対策の効果が発揮され、株価上昇、景気改善が明確になり始めると、政策が逆噴射を始めるのである。94年も、96年も、そして2000年もこの点で共通している。政策の逆噴射を契機に株価が下落し、やや遅れて景気は悪化し、金融市場も不安定化する。その行き着く先は巨大な景気支援政策の要請であり、結果として残るのは、経済の長期低迷と財政赤字の激増である。

以上の研究結果から植草は、景気対策が無効で、経済の長期低迷と財政赤字増大が生じているのではない、景気対策の効果が明確に発揮されるごとに発動されている緊縮政策、政策の逆噴射こそ諸悪の根源なのである、と結論付ける。

1990年代末から2000年代初頭にかけてのポーゼンと植草の研究は、今日の視点から見ても、十分な説得力をもっている。ただし彼らの研究は、なぜ、数次の経済政策にもかかわらず、日本経済がなかなか安定的な成長軌道に乗ることができないのか、すなわち当時の日本経済が抱える独自の問題について明らかにすることはできなかった。それを果たしたのは、次に述べるリチャード・クーの balan sheet 不況論であった。

## 2. リチャード・クーのバランスシート不況論

クーは、日本ではバブル崩壊後の十数年間、ゼロ金利の状態企業が一斉に借金返済をやっていたことに注目する<sup>5)</sup>。

1995年ごろから短期金利がほとんどゼロであるにもかかわらず、日本企業はおカネを借りるところか、ずっと借金返済に回っていた。2002年～2003年ごろには年間20兆円～30兆円という想像を絶する規模の借金返済に走っていた。本来、資金を調達して事業を拡大しているはずの企業が一斉にそれをやめ、借金返済に回ったら、二つの意味で需要が失われ、景気が悪化する。一つは企業が自社のキャッシュフローを再投資に回さなくなったことで失われる需要であり、もう一つは、企業部門が借金返済に回るために、彼らが家計部門の貯蓄を借りて使わなくなったことで失われる需要である。

本来、低金利になればおカネを借りるはずの企業が、なぜゼロ金利でも借金を返済していたのであろうか。それは、この十数年間、日本国内で空前の資産価格の下落が発生してしまったからである。例えばゴルフ会員権や商業用不動産等は、最悪期の2003～04年には前者がマイナス95%、後者がマイナス87%と、ピーク時の10分の1まで下落した。ピーク時の1990年から2004年までの15年間に株と土地の二つの資産だけで1500兆円という規模の富が失われた。この1500兆円という数字は、日本の個人金融資産と同じ金額であり、日本のGDPの3年分である。ということは、今回の資産価格の下落だけで、3年分のGDPに匹敵する富が消えてしまったということになる。これは恐らく平時に失われた富としては、人類史最大であると思われる。

このように、全国的な資産価格の暴落が発生して借金だけが残し、その借金を返そうと民間が一斉に借金返済に回ると、経済全体が「合成の誤謬」といえる非常に困った事態に陥る。ゼロ金利でも誰もおカネを借りない。借りないどころか、企業が一斉に借金返済に回るということになると、家計の貯蓄を企業に回すという「経済の根底のメカニズム」が完全に機能しなくなってしまう。

1990年に始まった資産価格の大暴落を受け、バランスシートに大きな穴が空いてしまった企業部門は90年以降、ずっと資金調達を減らしていったが、1998年になると、企業部門全体が借金返済をしているという大変恐ろしい事態になり、2000年には、企業部門は家計部門を超えていちばんの資金余剰主体になってしまう。それまでおカネを借りて投資をしていた主体がそれをやめて借金返済に回った結果、失われた日本の法人需要はGDP比で20%を上回るところまで拡大した。GDP20%に匹敵する需要が消えれば、不況になるのは当然で、これは不況どころか、大恐慌シナリオそのものだったのである。

しかし、不思議なことに、この10数年間の日本のGDPは、アメリカの大恐慌のときとは異なり、バブル期のいちばん高いところからほとんど変わらなかった。本来であれば、このような事態になれば、1929年のアメリカの大恐慌のようにデフレスパイラルに陥り、今

## 日本の「失われた20年」における財政政策の評価

ごろ日本のGDPは、バブル期の数分の1になっていても不思議でないのに、現実はそのようではなかったのである。

その答えは2つあるとクーは述べる。一つは、この間、家計部門はずっと貯蓄額を減らしてきたことである。この家計貯蓄の下落は決して良い話ではなくて、そのような状況におかれた家計にとっては極めて不幸な話なのだが、マクロ的な観点から見れば、結果的にそれが銀行に滞留しかねなかった資金を減らし、経済を支えたということになる。

もう一つは、政府部門の動きであり、これが最も重要だった。政府部門は、1990～91年はまだ黒字だった。当時はバブルの影響もあって、税収が非常によかったからである。しかし、1992～93年ごろからの景気の急速な悪化を受けて、政府は国債を発行して景気対策を施した。当初は、景気対策が効いたと喜んだものの、次の年、前年の対策が切れるころになると、また経済がおかしくなってくる。なぜ財政出動をやっても、それがポンプの呼び水にならず、再び経済がおかしくなっていくのか。それは、商業用不動産がピークから87%も下がり、国全体で1500兆円も富が失われれば、一年、二年の借金返済でバランスシートがきれいになるはずがないからだ。少なくとも三年とか五年、運が悪くてバブルのピークで不動産を買った企業は20年くらい借金を返済しないと、バランスシートはきれいにならない。そのため、企業は収益がある限り、それを借金の返済に回す。そうすると、毎年、家計が貯蓄しても企業は借りないという構図が繰り返されることになる。一方、政府自民党は毎年景気対策を打って、そのギャップを埋めていったのである。

その結果、一般政府部門はどんどん資金不足が拡大していき、これが財政赤字という、日本が直面している問題として残った。しかし、この財政支出があったからこそ、企業の行動がこれだけドラスティックに変わってGDP比で20%もの法人需要が失われ、しかも1500兆円もの国富が失われたにもかかわらず、日本は500兆円のGDPをずっと維持してきたのである。そういう意味では、政府の財政出動は大変重要な役割を担っていたわけであり、政府は毎年毎年、デフレ・ギャップが表面化するのを景気対策で回避してきたのである。

このように大きな財政赤字が残ったが、もしもこのような財政出動をやっていなかったら、日本のGDPは少なくとも半分から3分の1になっていただろう。大恐慌時のアメリカは、GNPの1年分の資産価値が失われただけでGNPは半分になったのだから、今回の日本はGDPの3年分の資産価値が失われたことを考えれば、大恐慌時のアメリカよりも、もっとひどい状況になっても何ら不思議でなかった。そのような事態が当初から回避されたのは、早い時期から政府が財政出動を決断し、それを続けたからである<sup>6)</sup>。

たしかにクーが述べるように、民間による借金返済から発生する合成の誤謬を、今回の日本では政府が民間と逆の行動をとることにより回避してきた。政府はこの間、財政出動することによって、実際には日本経済に巨大な危機が発生していたにもかかわらず、国民の生活水準が大幅に下落することをずっと回避してきた。クーが「これは人類史上でも、最も成功

した経済政策と言えよう」と高い評価を与えるのも十分頷ける。しかしその一方で、膨大な国債の累積を前にして多くの人々がたじろぐのも事実である。このような容易ならざる財政状態を前にして、デフレ下日本における「真の財源」を利用するにはどうすればよいかを大胆に提出したのは次に見る丹羽春樹の議論である。

### 3. 丹羽春樹の政府紙幣発行論

丹羽は『新正統派ケインズ政策論の基礎』のなかで、おおよそ以下のような主張をしている<sup>7)</sup>。

近年の日本経済におけるデフレ・ギャップはきわめて大きい。この文脈における「デフレ・ギャップ」とは、労働力と資本設備の総合的な「完全雇用・完全操業」の状態での生産能力として把握されたマクロ的な「生産能力の上限」という「天井」から見て、実質 GDP の水準が、「総需要」の不足によって、どれだけ下回っているかという意味である。このデフレ・ギャップという膨大な「生産能力の余裕」は、マクロ的には、わが国の社会にとっての「真の財源」である。これを活用しさえすれば、雇用の増大と国民の生活水準の大幅引き上げをはじめ、国家財政の再建、社会資本の整備、防衛力の充実、社会保障の拡充、高齢社会の乗り切り、自然環境の改善、対外援助の拡大、などすべて十分可能となりうる。

ところが、現在、わが国においては、政党も政府も、学界も、論壇も、このようなデフレ・ギャップという形の巨大な「真の財源」を動員し活用しようという発想を、ほとんどまったく持っていない。その主たる理由は、「反ケインズ主義」の流行によるものであろう。いま、世に流行している「ケインズの政策は効果がない」と主張する見解は、大別して「需要サイド」からの議論と「供給サイド」からの議論に分けることができる。

そのなかで最もポピュラーなものは「需要サイド」からのもので、「乗数効果が働かなくなった」とする意見である。産業連関分析によれば、現在のわが国の経済においては売上額の産業間波及効果が小さくなっているから、ケインズの乗数効果も小さくなっているという説があるが、これは、「レオンチェフ乗数」と「ケインズ乗数」とを混同するという初歩的な間違いによるものである。たしかに、経済のサービス化によって「レオンチェフ乗数」の値は低下傾向にあるが、だからといって、所得の波及効果を示す「ケインズ乗数」の値が小さくならなければならないといった理由はない。

次に、利率の高騰といった「副作用」を考慮に入れば、実際には、乗数効果はきわめて小さいものでしかないとする説がある。しかし、このような国内金利の上昇という「副作用」の発現は、政策当局がその気になりさえすれば、簡単にそれを防止することができる。一番常識的な方策としては、中央銀行が適切な規模で買いオペをおこなってマネーサプライを増加させれば、それでよいはずである。もちろん、新規発行国債を日銀が直接に引き受ける方式であれば、いっそう決定的で即効的であろう。さらには、「国の貨幣発行特権」

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

(seigniorage) を大規模に発動して、政府自身で直接に「政府貨幣」としての「政府紙幣」(したがって「銀行券」ではない)を発行して、それを積極的財政政策の財源にするといった方策を実施することもできるはずである。

次に、「供給サイド」からの観点からする「ケインズの政策無効論」について丹羽は以下のような反論を加えている。

「反ケインズ主義的」な立場の経済学者たちが、その「供給サイド」からの「ケインズの政策無効論」を立論するにさいして基本的に立脚しているのは、「供給曲線」の実質ベースでのシフトが、したがって「生産関数」の同じく実質ベースの上方シフトが起こりえないものだとする「暗黙の前提」である。これは、不況期に有効需要の不足で遊休していた生産設備が、需要の回復にともなって稼働しはじめたような場合には生産性がきわめて大幅に向上し利潤も大きく増えるという一般的現象を無視した「理論的トリック」にほかならない。

以上から、近年における諸種の「反ケインズ主義的」経済論の流行にもかかわらず、理論的には「ケインズの政策」が依然として有効であることが確認しえる。とは言え、現在、わが国の国家財政が容易ならぬ「財政状態」にあるということも、一方の現実である。だとすれば、そのような「財政破綻」に陥っている政府が、具体的にどうすれば、上記の「真の財源」を実際に使うことができるようになるのだろうか。このような問いを投げかけ、それに対して丹羽は次のように答える。

いくつかの方法が考えられるのであるが、現在のわが国経済の諸種の状況を考えれば、「国(政府)の貨幣発行特権」の大規模発動による「政府貨幣」としての「政府紙幣」(したがって「信用貨幣」としての「日銀券」ではない)の発行という直接的な方策で政府の財源を確保するか、あるいは、同じく「国(政府)の貨幣発行特権」の大規模発動ではあるが、政府が所与の必要一定額分の「政府貨幣の発行権」を日銀に売却するという間接的な方策で政府の財政財源を調達するのが、基本的には最も有効な方策であろう。

以上、日本の失われた20年において財政政策は有効であるといういくつかの議論を見てきた。なかでも、クーの議論は、当時の日本が戦っていた日本経済独自の問題を突き止めるなかで財政政策の有効性を明らかにした優れた研究であった。また丹羽春樹の政府紙幣発行論も大胆で想像力豊かであるのみならず、彼自身の長年にわたる経済的素養に基づく地に足がついた議論であったと言える。まさにそういう意味では、この二人の主張は「今日の長期停滞の下では、伝統的に無謀な政策と見なされている政策こそが唯一前向きで賢明な政策である」というサマーズの言葉があてはまる議論であったと言える。



## Ⅱ. 世界金融危機以後の診断と政策提言—ターナーとシムズの議論—

2008年の世界経済危機とその後の長期停滞のなかで、財政政策の有効性に関する優れた研究がアメリカを中心に大量に出現するようになった<sup>8)</sup>。その研究はきわめて精緻になったし<sup>9)</sup>、しかも「名目利子率がゼロまたはゼロ近傍にある国々にとっては、財政刺激による効果はあまりにも簡単すぎて考えるまでもないことだ。政府が借り入れる利子率が、インフレ率、労働の成長率、労働生産性の成長率の合計よりも小さいかぎり、追加借入額の償還コストはマイナスになるだろう。その一方で、追加支出がもたらすプラスの効果は著しいものがある。大規模な先進工業諸国経済のケインズの乗数効果は約2となると信じられている」(DeLong 2016) というデロンクの言葉に代表されるように、きわめて大胆にもなった。

それらのなかで、日本の財政金融政策の再検討に最も強い影響を与えたのは、アデア・ターナーの政府紙幣発行論(彼の言葉を用いれば、マネタリー・ファイナンス論)とクリストファー・シムズの「物価水準の財政理論(FTPL=Fiscal Theory of the Price Level)」であった。そこで、次にターナーとシムズの議論と彼らの議論に対するいくつかの批判を見ていくことにする。

### 1. ターナーのマネタリー・ファイナンス論

ターナーは財政赤字のマネタリー・ファイナンスについて多くの講演や著書・論文で持説を展開しているが<sup>10)</sup>、本稿ではその理論的展開が最もまとまっていると筆者が見なす2015年のIMFでの報告論文<sup>11)</sup>を中心に彼の理論の特徴を見ていくことにする。

その報告論文の中で彼は、財政赤字のマネタリー・ファイナンスは実現可能であり、現実重要な問題のすべては政治的イッシュに関わるものである、と主張している。

というのは、マネタリー・ファイナンスに関わるテクニカルな争点はすでに十分に理解されており、いくつかの状況下でのマネタリー・ファイナンスの技術的実現可能性(feasibility)と望ましさは疑問の余地がないほど明らかだからである。赤字財政拡大のマネタリー・ファイナンスはつねに名目総需要を刺激するだろう。いくつかの状況下では、マネタリー・ファイナンスはその他の政策手段よりも刺激を達成するうえでより確かで、よりリスクの少ないものとなるだろう。そして、その方法は刺激の規模を適切に調整することができ、コントロールすることができる。危険なほど高いインフレを不可避にする鋭利な非線形性は存在しない。

しかし、もしわれわれがマネタリー・ファイナンスを実行可能(feasible)な政策オプションであると受け入れたならば、大きな政治的リスクが創出されることも同時に明らかである。というのは、ひとたびわれわれが、それは実行可能であると認め、それを使用するための法的小および伝統的な障害を取り除いたならば、政治的ダイナミクスがその過剰な使用をも

たらずことになるからである。それゆえマネタリー・ファイナンスに関わる最も重要な問題は、適切な量と適切な状況でその使用を可能にする一方で、その危険な濫用を防止するところの一連のルールと責任を構築することができるかどうかという問題である。

しかし以上のような断りを述べながらも、この論文の大部分はいまなおテクニカルな正当性を主張することに割かれている。その理由としてターナーは、テクニカル的には実行可能であり、望ましいという事実は経済学の専門家の間でもまだあまねく受け入れられていないからであり、もしわれわれが政治経済学の決定的に重要な問題へと進もうとするならば、その前にあまねく受け入れられる必要があるからだとして述べている<sup>12)</sup>。

### (1) マネタリー・ファイナンスの定義と他の代替政策との相違

まず、ターナーは、「マネタリー・ファイナンス」という用語を以下のように定義づけ、その言葉は何を意味するのか、を明らかにしていく。

「マネタリー・ファイナンス」は、利子付き国債の発行によってファイナンスされるのではなく、マネタリーベースの増加によって——すなわち、償還することのない政府／中央銀行の利子を生まない法定貨幣債務（フィアット・マネー）の増加によって財政赤字（あるいは増大する財政赤字）を運営することとして定義される。

貨幣は多数の方法で「創出」しうるが、それぞれの方法によって中央銀行のバランスシートにとって異なった意味合いをもつ。それらには次のものが含まれる<sup>13)</sup>。

- ① 中央銀行が政府の預金口座（経常口座）に信用を直接付与する（中央銀行それ自身で保有されているか、または商業銀行に保有されている）。そして、「政府から返還予定（due from government）」の利子を生まない償還されることのない資産として記録する。
- ② 政府が利子を生む国債を発行する。それを中央銀行が購入し、そののち利子を生まない非償還の「政府からの返還予定」の資産に転換する。
- ③ 政府が利子生み国債を発行する。それを中央銀行が購入し、保有し、永遠に借り換えをする（政府が古い国債を償還するたびに新規国債を購入する）。そして、中央銀行が政府から受け取る利子所得を収益として政府に返還する。この場合、中央銀行もまたこの永続的な借り換えを前もって約束しておかなければならない。

しかし、これらの異なったメカニズムの間のどれを選択しても経済にもたらす実質的な帰結はまったく同じである。というのは、政府と中央銀行を一緒にした統合バランスシートは同じであり、償還されることのない利子を生まない貨幣のマネタリーベースは増加し、かくして政府はより多くの利子を支払う将来の債務を発生させることなしに減税したり、支出を増加させることができるからである。

次に、このように定義されたマネタリー・ファイナンスは以下の3つの可能な他の代替政策と異なっているのかを明らかにしていく<sup>14)</sup>。

(i) デット・ファイナンス（国債発行）による財政赤字

これらは利子生み国債の発行を通じてファイナンスされる減税または公的支出の増加を伴う。マネーファイナンスによる赤字と異なって、それらは将来の公債費（元利償還費）増を生み出す。そのような操作は財政赤字と国債残高を増加させるが、マネタリーベースの増加を伴うことはない。

(ii) 政策利率の変更を通じて機能する純粋な貨幣政策（金融政策）による刺激、または、もし利率がゼロ近傍にあるならば、①将来の利率の経路についてのフォーワード・ガイダンス、②量的緩和（QE）政策。

この場合には、中央銀行が政府の利子生み証券を購入するが、それと同時に財政赤字の増加を伴わない。そして、国債はいつか民間部門に売り戻されるという意図が明示されている。QE オペレーションはマネタリーベースの一時的増加を伴うが、財政赤字や国債の残高の増加をもたらすことは決してない。

(iii) QE オペレーションを伴う財政赤字の増加。

この場合には、国債発行による財政赤字の増加とマネタリーベースの一時的増加の両方が伴う。しかし、この組合せはそれでもなおマネタリー・ファイナンスとは異なっている。というのは、QE 操作は最終的には元に戻されると明示することは、利払いに関しても元本の償還に関しても政府は長期的に国債費の負担の増加に直面することを意味するからである。そのようなオペレーションは財政赤字の増加と国債残高の増加、そしてマネタリーベースの一時的増加を伴う。

図表1は、財政赤字、国債の残高、マネタリーベースの変化の観点からそれぞれの代替政策の相違を図示したものである。

図表1 代替的な需要刺激政策の財政と貨幣に及ぼす影響

	その年度の財政赤字	国債残高	マネタリーベース
マネーファイナンスによる財政赤字	増加	変化なし	恒久的増加
国債発行による財政赤字	増加	増加	変化なし
量的緩和	変化なし	変化なし	一時的増加
国債発行による財政赤字 + 量的緩和	増加	増加	一時的増加

出所) Turner (2015), Exhibit 2 より引用

(2) マネタリー・ファイナンスの専門技術的正当性

ターナーは、マネタリー・ファイナンスを利用可能な政策オプションとして扱うことの

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

「専門技術的」正当性はまったく疑問の余地がない、その選択肢を排除する有効な専門技術的な理由はまったく存在しない、と主張する<sup>15)</sup>。

「専門技術的」考察という言葉は次のような意味で使われている。政策当局（政府と中央銀行）が共に、マネタリー・ファイナンスを行使する状況と行使するマネタリー・ファイナンスの量を確定する信頼できる公約を行い、それを遵守しうるとわれわれが想定するならば、それは専門技術的に正しいと云う。そのような公約は信用しうるかどうかという政治的質問についてはまた別に考察されている。

マネタリー・ファイナンスのテクニカルな正当性は以下の4つの提言から導かれると言う。

1. 何らかの政策によって名目総需要のより速い成長を図るのが望ましいいくつかの状況は存在する。
2. 財政赤字の拡大のマネタリー・ファイナンスはつねに名目総需要の成長を刺激するだろう。
3. マネタリー・ファイナンスが純粋な財政政策アプローチ（デット・ファイナンスによる財政赤字）や純粋な貨幣的アプローチ（利子率、フォワード・ガイダンス、またはQEを通じて作用する）よりも確実で、マイナスの副作用のリスクも小さく機能する状況は存在する。
4. マネタリー・ファイナンスが名目総需要に及ぼす影響の大きさは適切にコントロールしうる。

それでは、ターナーは日本財政をどのように見ているのだろうか。次の項でそれについて述べていこう。

### (3) ターナーの日本財政の見方—日本におけるマネタリゼーションの不可避性

日本は現在直面しているような深刻な過大債務残高問題に対処するための利用可能なツールとしてマネタリー・ファイナンスを受け入れなければならない、とターナーはいう<sup>16)</sup>。

1990年から2015年までの日本の経験はその極端な例であったが、他の先進諸国も2008年以降同様の傾向をたどっている。日本では、法人企業債務の対GDP比率は140%から100%へとゆっくりと低下したが、デット・ファイナンスによる大規模な財政赤字は国債残高の対GDP比率を50%から246%にまで引き上げ、いまなおその比率を上昇させている。

そのような巨大な公債の累積に直面して、日本政府は公式的には次のような政策方針を表明している。すなわち、政府は将来いつか財政赤字を削減し、その後プライマリー・バランスの黒字を生み、国債の償還を可能にするだろう。他方、超緩和的な貨幣政策は2%のインフレ目標と潜在成長力に見合った成長率を達成するのに十分な名目需要の成長を呼び起こすだろう、という方針を。

しかし、この政策が信頼できることを示すいかなる証拠もないとターナーは述べる。

例えば、財政の側面では、財政再建が成功裏に達成される予定の日には容赦なく将来へと先送りされている。これらの財政の持続可能性のための目標を満たすのに必要とされる規模での財政再建が可能となるどのような兆候も存在しない一方で、2014年4月における消費税増税をはじめとした財政再建の試みは、名目需要の成長とインフレ率を望ましい率に復帰させようとする目標を明らかに挫折させることになる。そして、日本は気力を挫くような将来の財政再建の課題に直面しているという絶えざる警告は、民間消費を増やすようにという政府の熱心な勧告に応じようとしない日本の家計の行動を合理的なものとしている。

他方、貨幣の側面については、QE政策によって日本銀行の日本国債の保有は2014年末までにGDPの44%にも達した。そして、日本銀行はいまや政府が発行する国債以上の額の国債を購入しており、日銀の国債保有は2017年までにGDPの95%にまで達することになるだろう。理論上は、これらの国債は将来のある時点で民間セクターに売り戻されることになっているが、日本のインフレ率とコア・インフレ率は目標の2%をかなり下回っており、5年以内に売り戻されるというシナリオは信頼できるものでは決してないとターナーは述べる。

かくして、日本の貨幣・財政当局には真に「なすべき手段が何も残されていない」と思われるかもしれない。しかし、そのようなことはないとターナーは主張する。というのは、日本銀行は日本政府に日銀の国債保有の一部（あるいは全部）を政府の資産から支払われる利子を生まない非償還債に転換するよう勧告することができるからである<sup>17)</sup>。

このことは将来の日銀の支払い能力（solvency）にとってどのような意味合いをも持たない。というのは、日銀は政府から国債の利払いを受け取ることはやめるが、日銀はまたまさにそれと同額分中央銀行利潤として政府に支払っていた上納金の支払いもやめることになるからである。また、そのことは、QE政策によって大きく膨らんでしまっている現在のマネタリーベースの規模にとってどのような意味ももたないであろう。また、そのことはその性格上名目需要に対してすぐはいかなる直接的な刺激を持つこともないだろう。

しかし、そのことは日本政府が直面する予算拘束を緩和し、それゆえ財政再建の将来の道筋をより緩やかなものとし、現在想定されている道筋に比べて将来の名目需要をより強く刺激することになるだろう。そして、リカードの等価原理が適用される度合いに応じて、このことはその分だけ今日の家計支出に追加的な刺激を与える傾向をもつ。

それゆえ、ネットの効果はほぼ確実にその他の場合よりも幾分速いペースで名目需要の成長を高めるであろう。実質産出の幾分か増加と目標物価水準へのより速い復帰をもたらすであろう。

実際、もし日本が2003年におけるベン・バーナンキのアドバイスに従っていたならば、そしてその後の数年間大規模な財政赤字の一部をデット・ファイナンスでなく新しく創出さ

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

れた貨幣で（マネタリー・ファイナンスで）賄っていたならば、当時すでになっていた状態にいまや日本は到達することになるだろう。

それは明らかにテクニカル的に可能な政策である。そして、それが望ましいと信じる強い理由が存在する。日本が国債を通常定義されるような「持続可能な」水準にまで削減するのに必要な十分な財政黒字を生み出すことができる信頼できる道筋は存在しない。そして、それが不可避であるならば、日本の貨幣・財政当局にとって、この政策をアドホックな、潜在的に無規律なかたちで採用するよりも、その事実をいま認め、マネタリー・ファイナンスを健全なかたちで運用するためのルールと責任ある組織をつくり出すほうがずっと望ましい。

以上のターナーの主張はまことに理に適ったものであると筆者は考える。

#### (4) ヘイズと浜田による反対論

ターナーの議論に対する批判として、ドイツの著名なエコノミストであるマイケル・ヘイズの議論とアベノミクスの理論的支柱の一人と言われる浜田宏一の議論を見ていく<sup>18)</sup>。

ヘイズは、「ヘリコプター・マネーの避けることのできないコスト」の中で、おおよそ次のような議論を展開している<sup>19)</sup>。

ヘリコプター・マネーは中央銀行がそのバランスシートに対応する資産や請求権なしに配る新たに印刷された現金である。それは公衆への現金の移転というかたちでも、あるいは国債のマネタリゼーションというかたちをとることもある。両方とも、それは中央銀行にとっては永続的な損失である。

実際には、ヘリコプター・マネーは、中央銀行が銀行システムに流動性を投入するために流通市場で国債を購入する量的緩和にかなり似ている。ヘリコプター・マネーのバージョンは、それらが永久公債あるいはそれらが満期になるたびに借り換えられるという理由から、償還されることのないゼロ利子率の政府証券の購入ということになる。これは日本銀行が現在行っていることである。黒田東彦日銀総裁は、財政赤字の直接的引き受けはオプションにないと言ってきた。それにもかかわらず彼は、中央銀行の帳簿にある政府債の量を絶えず増大させながら満期に達した国債を日銀のバランスシート上にある政府債に置き換える政策を開始した。

これは、ブラッド・デロングや前FRB議長ベン・バーナンキのような著名なエコノミストがヘリコプター・マネーはデフレ克服の道を提供すると宣言した後で生じた。そのアイデアは、財政赤字を貨幣化することによって、中央銀行はデフレに対処するのに必要な流動性を供給しながら、政府のインフラをはじめとした成長のための投資をファイナンスするのを助ける、というものである。

実際のところ、ヘリコプター・マネーには大きな欠点がある。その最大の欠点は、国債の無制限の貨幣化を可能にすることによって、その政策は物価安定と安定した金融システムと

いう当局の目標の信頼性を侵食することである。これは、戦時金融の歴史的経験が明白に示しているように、単なるリスクというより確実に生じることである。

1930年代初頭、高橋是清大蔵大臣の下で、日本は経済をデフレから脱却させるために貨幣を財源とした赤字財政支出に乗り出した。しかし、それはごくわずかしかうまく機能せず、強力なインフレの波を生み出した。軍事支出を切り詰めることによって財政赤字を制御しようとする高橋是清のその後の試みは失敗に終わった。軍部が反乱を起こし、高橋是清は1936年に暗殺された。第1次大戦後のドイツの貨幣の崩壊もまたドイツ国民に対する戦時国債の発行に起因していた。

アデア・ターナーのようなヘリコプター・マネーの提唱者たちは、貨幣および財政の刺激に制限を設ける明確なルールでもってこの危険性は除去できると主張する。理論的に見れば、彼らは正しいかもしれないが、そのような制限は政治的に見て現実的ではない。ひとたび政府債務のマネタリー・ファイナンスのタブーが打ち破られれば、中央銀行は自らの独立性を守るために苦闘することになるだろう。政策策定者は中央銀行にただで成長に貢献し続けるよう、とくに選挙が近づいているときには、そうするように、圧力をかけることになるだろう。

続いて、浜田のターナーに対する批判を見ていこう<sup>20)</sup>。

ヘリコプター・マネー、あるいはベン・バーナンキが「貨幣によってファイナンスされる財政プログラム」(MFFP)と名づけた政策のポイントは、新しく印刷した現金を租税の払い戻しなどを通じて消費者に直接分配することである。過去半世紀の間、中央銀行は繰り返しMFFP(マネー・ファイナンスによる財政プログラム)の使用を排除してきた。しかし現在の持続する弱い総需要、目標インフレ率を下回る、産出成長のゼロまたは停滞という環境下で、一部のエコノミストはヘリコプター・マネーに目をつけるようになった。

現在、MFFPの最も著名な擁護者はアデア・ターナーである。政府の債務負担に対する政治的拘束、そしてMFFPのより直接的で、より素早い経済全体のスペンディングに及ぼす効果を考えると、MFFPは国債発行による財政刺激よりも望ましい、とターナーは主張している。しかし、MFFPは過剰な需要を生み出す傾向をもつ。インフレ高騰を防御するうえで保証となるものは政策形成者の慎重さしかない。しかし、インフレを食い止めようとするインセンティブは強くない。実際の歴史を通じて、政府は財政赤字を貨幣化しようとする強力な政治的インセンティブを、そしてインフレを引き起こして債務負担を軽減するというインセンティブをもっていた。そのために、インフレは歴史的にみてデフレよりも頻繁に生じている。

ターナーは、とくに日本においてはヘリコプター・マネーが有効であると信じている。MFFPは日本ですでに過大になっている債務負担をさらに増大させることなく需要を喚起する理想的な解決策である、と彼は主張する。しかし、日本の大規模な公債負担は、債務の

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

貨幣化を通じたインフレ拍車の潜在的可能性があるがゆえに危険である。実際、日本は1930年代にこの失敗を経験した。10年以上に及ぶ深刻なデフレの後、大蔵大臣高橋是清が国内経済の復活をもたらすために国債の日銀引き受けによる財政拡大を行った。その後、高橋は支出を統制すべきときが来たことを知り、1934年にそのことを実行しようと試みた。しかしながら、彼が軍事費の削減に焦点を当てたために、陸軍の将校から強力な反対を招き、高橋は彼らによって暗殺された。高橋の後継者は新しく創出された貨幣によって財源を付与された軍事予算の膨張を許容した。このことは急激なインフレを刺激することになった。そのインフレ高騰は第2次大戦後の再建期になってはじめてコントロールされた。

ヘイズと浜田のターナーのマネタリー・ファイナンスに対する批判は、①その政策は、国債の無制限の貨幣化を可能にすることによって、物価安定と金融システムに対する信頼性を侵食し、強力なインフレの波を生み出す、②貨幣および財政の刺激に制限を設ける明確なルールによってインフレの危険性を除去できるという主張は理論的には正しいかもしれないが、そのような制限は政治的には現実的ではない、③実際に、1930年代における高橋是清による日銀の国債引き受けによる財政拡大は、高橋の軍部による暗殺を挟みながらその後のマネタリー・ファイナンスによる軍事予算の膨張、戦後の急激なインフレを招いた、という3点に集約できる。

確かに、両人がマネタリー・ファイナンスをひとたび許容すればその過大な濫用を招きかねないというリスクに焦点を当てているのは正しいが、過大な濫用の例として1930年代の高橋是清の国債の日銀引き受け、その後の軍備拡張、戦後の急激なインフレを引き合いに出すのは正しくない<sup>21)</sup>。高橋の暗殺後に軍部の支配の下で戦争に突入し、敗戦後にハイパー・インフレを引き起こした状況とバブル崩壊後の日本の長期停滞や2008年世界金融危機後の需要不足に起因する深刻な経済停滞といった状況を比べることはできない。また、マネタリー・ファイナンスがコントロール不可能なインフレをもたらすリスクをもつと同様に、深刻なデフレを放置することによって生じるリスクも存在する。ナチスの台頭を許しワイマール共和国の崩壊を導いたのはハイパー・インフレではなく、深刻なデフレ不況であったことを想起すべきである<sup>22)</sup>。

また浜田は「安倍首相の貨幣拡張のアプローチ——経済回復のためのアベノミクスの中心プログラム——は好成績を収めつつある」と自画自賛しているが、日本の深刻なデフレをもたらしたそもそもの原因は過剰な民間信用の拡大によるバブル経済であったことを忘れるべきではない。同様に、世界金融危機以降のデレバレッジによる世界の長期停滞の根本的原因は過剰な民間信用の拡大であり、浜田がデフレからの唯一の脱却策と見なしている金融の量的緩和政策やマイナス金利政策は資産バブルに導くリスクをつねに抱えているのである<sup>23)</sup>。

以上のことを考慮に入れば、規律のある、そして穏健なマネタリー・ファイナンスはデフレの危険性と戦うことによってむしろ民主主義制度や法の支配を確保し、健全な市民社会



を維持するうえで有用な政策といえる。日本が国債を通常の財政再建政策でもって「持続可能な」水準にまで削減するのに必要な財政黒字を生み出すことができる道筋は存在しないことを貨幣・財政当局は認め、この政策をアドホックで、潜在的に無規律なかたちで採用するよりも、マネタリー・ファイナンスを健全なかたちで運用するためのルールと責任ある組織をつくり出すほうが日本経済と日本社会にとってはるかに望ましいとわれわれは考える。そういう意味で、ターナーのマネタリー・ファイナンス論は十分な検討に値する議論であるとわれわれは考える。

## 2. クリストファー・シムズの「物価水準の財政理論 (FTPL=Fiscal Theory of the Price Level)

アデア・ターナーの「日本では公的債務の一部のマネタイゼーション（財政ファイナンス）が不可避である」という議論が日本の経済論壇や経済政策担当者の中で話題になって少ししてから、クリストファー・シムズの「ゼロ金利近傍では金融政策の効き目が薄れるため、インフレを目ざした財政支出でインフレ期待を引き上げるべきだ」というアメリカのジャクソンホールでの講演（2016年8月23日）が急に注目を浴びるようになった。

大きく注目されるようになった要因としては、アベノミクスのブレインの一人である浜田宏一内閣府参与が、シムズのジャクソンホール会議で発表した講演論文を読んで、「目からうろこが落ちた」と発言し、これまでの主にクラウディング・アウトの懸念から財政政策に懐疑的であった姿勢から財政政策の重要性を強調するスタンスに大きく変わるようになったこともあげられよう<sup>24)</sup>。

筆者も「目からうろこが落ちた」以降の浜田と同様に、「物価水準の財政理論」は強い説得力をもつ議論であると考えている<sup>25)</sup>。よって、本稿ではシムズのジャクソンホールでの基調講演論文の概要や結論を述べるのみならず、そこでの議論の運び方も含め、やや詳細に検討したい。

### (1) 物価水準の財政理論の概要

まず、物価水準の財政理論の概要についてシムズは次のように述べる<sup>26)</sup>。

物価水準の財政理論は単純な概念に基づいている。物価水準は通貨と財の交換比率であるのみならず、それはまたドルで表示された利子生み政府債が財と交換する比率でもある。インフレが20ドル紙幣の価値を削減するのとちょうど同じように、それは1万ドルの満期財務省証券の価値を削減する。ほとんどの富裕な国の経済において、利子生み政府債は通貨よりもその価値は圧倒的に大きい。利子生み政府債の存在を無視する単純なモデルにおいては、物価水準は貨幣量によってコントロールされると考えることができる。政府はドルの通貨量をコントロールすることはできても、人びとが交換のために保有したいと考える貨幣残高の

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

実質価値はどれくらいかについては直接的にコントロールすることはできない。貨幣政策はドルの貨幣量をコントロールし、その量と人びとが保有したいと考える実質取引残高の比率が物価水準を決定する。

利子生み名目債務をモデルに取り込むと、事態は必然的により複雑になる。というのは、人びとはその利子生み債券を主にそれがもつ便利さのためではなく報酬のために保有するからである。財政政策は将来国債の利子と償還にどれくらいの実質資源が利用可能となるかを決定することによって、名目政府債が投資としてどれくらい魅力的かに影響を与える。期待される将来のプライマリー・バランスの黒字の増加は国債の名目額をより魅力的な投資にする。このことから、需要を削減し、デフレ圧力を生み出す。名目利子率の低下は、もしそれが期待される将来の黒字の増加とともに生じるならば、デフレ圧力を延期することはできても排除することはできない。

名目債務量の増加は政府の赤字財政を通じて生じる。そして、赤字の理由に依存しながら、名目債務の増加は債務残高の量に影響を与えると同時に債務に対する将来の財政支援についての信念を変更させる。財政赤字はまた貨幣政策のリアクションを通じて利子率の変更へと導く。それゆえ、物価水準の財政理論はたんに政府債の量、すなわち名目赤字の連続が物価水準を決定するというアイデアでもって貨幣量が物価水準を決定するという考えに取って代わるものではない。それは、現在および将来に予想される利子率政策、租税政策、支出政策が一緒になって物価水準を決定するということを意味する。

## (2) 中央銀行の独立性

次に、現在の環境下での中央銀行の独立性とはどのようなもので、その独立性はどのようにして維持可能となるのか。この問題についてのシムズの考えを見てみよう<sup>27)</sup>。

ある種の財政と貨幣（政策）の相互作用は可能であり、そしてダメージを及ぼすものでありと長いあいだ認識されてきた。近視眼的な政治家は国債を財源とした支出に賛成票を投じ、そして高利子率を生み出すことを回避し、中央銀行に国債の購入を要求する。このことは彼らにとって魅力的である。そのような政策がもたらす高インフレは遅れてやってくるからである。

中央銀行の独立性は多様な特定の制度形態をとる。しかし、その目的は近視眼的な政治勢力からある程度隔離され、主要目的としてインフレをコントロールする責任を負う制度を創出することである。この制度は財政的でないことが意図されている。それは直接的な課税権限をもたずに、制限された政策命令を実行するためにのみ支出することができる。実際には、その政策手段は公開市場操作であり、証券の売買を通じて通貨と準備の供給を管理する。

中央銀行を財政政策の考慮から隔離する試みにおいて、多くの国々は、中央銀行理事の長期の任命期間、自国債の中央銀行による購入の禁止、中央銀行の政策決定の地位から選挙で

選ばれた高官の排除などのかたちで政治的圧力に対する法的障害を設けた。しかしながら、たとえ中央銀行が財政当局からいかなる命令も受けず、物価安定の目標を追求し続けるとしても、いくつかの種類の財政政策上の行為は中欧銀行の手を強制的に縛ることができる。そして、あらゆる貨幣政策上の行為は財政上の帰結をもつ。これらの帰結がかなり大きくなる時、議会はその独立性を維持するために制度構造に疑問を投げかけたり、修正したりする可能性がある。

中央銀行の独立性には財政当局による貨幣政策を支える必要性の受容が伴うものと見なすとき、その独立性にとって何が脅威であり、いかにしてその独立性は維持可能となるか。利子率が適度にプラスで、中央銀行のバランスシートが十分にヘッジされており、政府債の対GDP比率が大きくない「通常の」時には、貨幣政策上の行為の財政に及ぼす効果は大きくなく、議論を呼ぶようなことは生じそうもない。中央銀行は財政政策についていかなる公的な議論を引き起こすことなく、このような状況下でその使命を遂行することができる。しかし、要求される財政上の対応が大きくなる時、あるいは予期しなかった時には、独立性に対する脅威が生じる可能性は大いにある。これらの状況下にある中央銀行は貨幣政策と財政政策の間にある関係を説明し、適切な財政の支援なしではインフレをコントロールする彼らの能力に限界があることを明らかにする必要がある。

高インフレで予算が機能不全に陥っていた1980年代のブラジルにおいては、財政政策が相変わらず応答的でないままである限り、中央銀行は与えられた任務を実行することはできないと中央銀行が主張しなければならなかった。今日、ゼロ近傍の利子率と停滞した経済を抱えた国々においては、貨幣政策と同様に財政政策もまたインフレ目標値を達成することを目指すべきだと中央銀行は説明する必要がある。このことは、インフレが意図的に現在の債務と赤字をファイナンスする手段となるだろうと主張することを意味する。現在、欧州通貨同盟や日本と異なりアメリカはそのインフレ目標に近づき、完全雇用にも近づきつつあるように見える。それにもかかわらず、ゼロ近傍の利子率が真の財政拡大の引き金となるべきだということが広範に理解されないかぎり、アメリカも容易に低成長と低インフレに再び戻っていく可能性が高い。利子率が非常に低いときに真の財政拡張へのコミットメントの必要性が広く理解されていなければ、経済を目標インフレに戻していく自動安定メカニズムは存在しない。

以上みてきたように、シムズは、現在多くの国々で中央銀行は貨幣政策と財政政策の分離を試みているが、それは完全な分離ではないと主張する。なぜならば、あらゆる貨幣政策は財政的な帰結をもっているからである。それゆえ、1980年代のブラジルのような急激なインフレーション時あるいは今日の先進諸国を襲っている長期におよぶ非常に低いインフレーションと低利子率の期間中は、財政政策と貨幣政策のコーディネーションが必要となる。むしろ、独立性を維持するためには、これらの状況においてコーディネーションの必要性を率

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

直に認めることが必要である。このような主張がシムズ理論の核心であると言えよう。

### (3) 中央銀行の大規模なバランスシート

次に、2008年以降のアメリカ、ヨーロッパ、日本が経験している中央銀行のバランスシートの規模拡大についてシムズがどのような考えをもっているかを見てみよう<sup>28)</sup>。

2008年までのアメリカにおいては、連邦準備制度は通貨残高によって支配されていた。その資産は主に利子生み財務省証券であった。それゆえ、プラスのシーニョレッジ（貨幣発行益）はほとんど保証されており、それは通常の景気循環による利子率変動に際してもほとんど変動することはなかった。連邦準備制度の資産ポートフォリオは単純であり、リスクをとりすぎるとか、特定の発行者を優遇しすぎるといって批判される余地はほとんどなかった。それはときどき最後の貸し手として行動する必要があったが、そしてときにはリスクをとることもあったが、そのバランスシートは十分に強固で、そのような介入が永続的なバランスシート問題を生み出すことはなかった。

しかし、中央銀行が2008年以降そのバランスシートを拡大するにつれて、中央銀行は大量の利子生み債券を獲得した。通貨はいまなお中央銀行の債務構成の中で些細でない地位を占めるものの、もはや支配的位置を占めてはいない。中央銀行は利子率の変動に伴って債務の価値に比べてその価値が変動する長期の資産（とくにアメリカと日本において）を獲得した。アメリカとヨーロッパの両方において、資産はリスクにおいてもはや完全に債務に釣り合うわけではなくなった。

中央銀行のバランスシートの利益と損失の財政上の影響は拡大したバランスシートの現在の水準においてすら、もし利子率が通常の水準にまで上昇したときに生じる財政上のインパクトに比べれば穏やかなものである。しかし、ひとたびそれらが公的な議論を巻き起こすほど十分大きくなったならば、バランスシートの変動はより直接的に中央銀行の責任であると見なされる可能性をもつ。貨幣発行益の急激な低下、あるいは国家から中央銀行に対する相当な規模の資本注入の要請すら生じうる。それらは間違っ、あるいはシニカルに中央銀行の管理の失敗の結果生じたものと描かれる可能性がある。そして実際に、それらは中央銀行がリスクをとり、そのことによって重要な財政上の決定をしたことを表わしているのである。このことが生じたことを遅れて認識した議会は当然、中央銀行がその法的命令を逸脱したかどうかを問うようになるだろう。

中央銀行は貨幣を創出することができるので、中央銀行はバランスシートについて心配する必要はないと時々主張される。中央銀行は債務が支払えなくなったために倒産するということもありえない。たとえ、ネットの富がマイナスになったとしても。しかしながら、貨幣を創出することはインフレ的な帰結をもつことがありうる。中央銀行はその資産からのネットの利子所得が利子生み債務の支払い義務額を超えているかぎり、市場でのネットの富がマ

マイナスであっても無限に存続することができる。しかし、長期の資産と短期の債務（たとえば、利子を生む準備）を抱えている中央銀行は通常利子率を引き上げることによってそのネットの富を削減するだろう。そして、資産の価値が利子生み債務の価値以下に低下した点に達したならば、中央銀行はそのインフレ目標を維持するために資本注入を要求するかもしれない。中央銀行は貨幣発行益を創出することによってつねに資本注入を回避することは可能である。しかし、そのようなことをすれば一般的に高いインフレを受容することになる。資本注入の必要性を生み出すのは、ネットの富が深刻なマイナスに落ちこむのを防ぐと同時にインフレを低く保つ目標も維持しなければならないというジレンマである<sup>29)</sup>。

大規模な中央銀行のバランスシートは、そして獲得した資産と利子を生む債務の間の不完全なつり合いは、最後の貸し手行動の必然的な一時的副作用として生じたのである。しかし、そのような大規模なバランスシートは中央銀行の貨幣政策のオプションの財政上の影響力を増大させ、財政政策と貨幣政策の相互作用についての議論を政治的舞台へと押し上げ、中央銀行の独立性を脅かすことになるので、そのようなバランスシートの拡大は最終的には戻されるべきである。

#### (4) アメリカ、ヨーロッパ、日本における貨幣政策の効果

次に、なぜ、アメリカ、日本、ヨーロッパにおいて貨幣政策がインフレを目標水準に到達させるうえで効果がなかったのか。シムズは、これについて以下のような説明をしている<sup>30)</sup>。

これらの国々における低利子率、大規模な中央銀行のバランスシート、低インフレについての一般的説明は、利子率がゼロ近傍に近づいたときに効果的な財政拡大が貨幣政策を引き継がなかったことによるというものである。もちろん、これらの国々において、財政赤字は大きく、政府債務の対 GDP 比率も増大してきた。しかし、財政赤字の増加には課税と大衆の支出プログラムに対するそれらの長期効果についての緊縮感が伴っていた。ヨーロッパにおいては、緊縮政策重視は明瞭であり、かつ広範に広まっている。債務の増加は債務の一部を支払うことになるインフレを創出することを意味するという考えは公的議論の一部となっていない。日本においては、コーディネートされた財政拡張と貨幣拡張へと向かう最初の明瞭な動きの後、インフレ目標に達する以前に消費税のかなりの増税が導入されることになった。アメリカにおいては、どのような哲学が財政政策の指針となっているかは、あまり明瞭ではない。おそらく、そのことがインフレ目標への到達度の相対的成功の原因となっているように思える。それにもかかわらず、アメリカの公衆が国の長期的な財政問題と年金と医療問題に対する財政問題が及ぼす潜在的インパクトを心配していることは明らかである。このような文脈において、国民の多くは財政赤字を将来の増税または給付の削減の前兆となる財政の機能不全の兆候として捉えている。そのような認識を変えるためには、将来の財政緊縮はイ

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

インフレ目標に到達し、その目標インフレが維持可能となるという条件をクリアしてから行われるということを明確にする必要がある。

以上のようにシムズは、今日のアメリカ、ヨーロッパ、日本が実際に経験しているように、低い利率が相当規模の財政拡大を生み出さないときに低いインフレと低い利率が持続するのは何ら驚くべきことではないという。貨幣政策が効力をもつためには、高いインフレ率で利率の上昇が財政緊縮を必要とするのと同様に、低いインフレ率では利率の低下が財政拡大を生み出すことを必要とする。これもまたシムズの「物価水準の財政理論」の核心的主張であるといえよう。

#### (5) 財政赤字の役割

最後に、シムズは、財政赤字はゼロ近傍にある効果のない貨幣政策に置き換わることができるかという質問を投げかけ、この質問に対する答えはこれまでの節での議論からほぼ明らかになるはずであると言いながら、以下のように答えている<sup>31)</sup>。

利率の引き下げは効力のある財政拡張が伴ってはじめて需要を刺激することができる。たとえば、もし利率がマイナスにまで引き下げられ、マイナスの利率によって銀行システムと貯蓄者から搾り取られた資源がたんに財政の名目赤字の削減につながり、それに伴って減税や支出の拡大が行われなければ、マイナスの利率はインフレ圧力ではなくデフレ圧力を生み出す。

必要なことは、財政政策がインフレ率を高めることを目標にしていると認識され、貨幣政策と財政政策がインフレ目標に向けてコーディネイトされることである。日本においては、これは将来における消費税の増税計画とインフレ目標の維持とを明確に結び付けることによって達成可能となる。ヨーロッパにおいては、必要とされる財政政策のコミットメントがいかにアレンジされるかを予想することはより困難である。というのは、ヨーロッパにはより多くの国々にそれぞれの財政当局が存在するからである。ヨーロッパ全域でインフレが目標水準に到達し、その水準が持続的になるまで、マーストリヒトでの財政ルールをヨーロッパ全域で一時停止することが効果的であろう。もちろん、ユーロ圏における制度的フレームワークを前提にすれば、これがどのようにアレンジされうるかを予見することは困難である。

以上のようにシムズは、財政拡大 (fiscal expansion) はゼロ近傍にある効果のない貨幣政策に代替しうると主張しているのであるが、注意すべきはシムズが「財政拡大 (fiscal expansion) は赤字財政 (deficit finance) と同じではない」と述べていることである。彼は次のことを強調するのである。「財政拡大はインフレを生み出すことを目的とした、そしてそれに条件付けられた財政赤字を必要とする。その財政赤字は将来の税や歳出削減ではなく将来のインフレによってファイナンスされるものと見なされなければならない」<sup>32)</sup>。

シムズは、たんなる財政赤字がインフレを導くとは考えていない。財政赤字の存在が人び

とに将来の増税を予想させるならば、それはむしろデフレすらもたらす。重要なのは、インフレを生み出すことを目的とした財政拡大であり、政府債務の一部を増税ではなくインフレで帳消しにすると政府が明確に宣言することなのである<sup>33)</sup>。

その一方で、シムズは「歯止めの効かないインフレは恐ろしいものだ」ということは認めており、手放しのインフレ論者ではもちろんない。「物価上昇が一定に達するまで」という条件をつけなければ財政拡張は歯止めの効かないインフレをもたらす危険があると十分認識している。多くの人の抱くインフレの恐怖に対して、「しかし今では金融政策の進化で、インフレを抑制する手段が多くある。(民間銀行が中央銀行に預ける)準備金を操作して政策金利を一定の範囲で保つことができる。財政当局者の信頼性も高まっており、いざとなれば緊縮財政に転じることもできる」と、インフレはテクニカルには抑制可能であると経済学者らしい冷静な判断を示している<sup>34)</sup>。

このシムズの「物価水準の財政理論 (FTPL)」に対して、多くの日本の識者やメディアの反応は「理論はいまだ消化不良で賛否を戦わず議論の土壌が育っているとはいいいがたい」、[シムズ氏が主張するのは野放図な財政拡張ではない。増税先送りによる財政悪化とインフレを容認しつつ、ハイパーインフレにならないように政府・中銀のコントロールは保つという矛盾したような狭い道を進む必要がある。政策は極めて実験的といわざるをえない]と否定的、あるいは消極的である。また、「低インフレからの脱却には金融政策と財政の協調だけでなく、政府規制や商慣行の見直しなど全面的な改革が必要となる」といった的外れの論評も存在する<sup>35)</sup>。

しかし、FTPLに基づくシムズの日本に対する政策提案はシンプルかつ明快である。「この政策は、財政赤字で生み出された政府債務のすべてをインフレで解消するわけではない。一部をインフレで賄うだけで、物価上昇率が2%に達すれば、段階的に連続的に消費税を引き上げていくことが合理的だ。最終的に増税が必要だとしても、経済に悪影響をもたらす低金利・低インフレが続いている間は増税しないと宣言することが重要だ」<sup>36)</sup>。

井上裕行が述べるように、このシムズの政策提言に対しては、「議論が行われたというよりは、一過性の話題としてメディアに取り上げられ、特に明示的な結論もないままに関心対象から外れていった」ように見える。「マクロ経済政策の核となる部分に関する方針を決めるためには、学会から政策担当者まで幅広く関係者が参加し建設的で開かれた議論を可能とする場が必要」である<sup>37)</sup>。その際、議論の焦点となるべきは、シムズの「物価水準の財政理論 (FTPL)」は経済学的に見て正しいかどうか、日本の経済状況はシムズによる政策提案が機能する状況にあるかどうかを巡るものでなければならない。

また、議論するうえで念頭に置くべきことは、2008年金融危機以降、「経済の収縮に対処するための世界の主要なツールであった金融政策はほとんど使い尽されてしまった」という事実であり、より一般的に述べれば、「さかさまの経済 (upside-down economy) に妥当す

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

るのはさかさまの経済学 (topsy-turvey economics) である」という視点をもつことの重要性である。

アバ・ラーナーは、「機能的財政の経済学」は失業状況に適應するにあたってさかさまになっていることは否定しえないものの、この経済学が否定されるべき理由にはまったくならないという。「さかさまの経済学は失業に苦しむ経済にとってまさに妥当する経済学なのである。失業に苦しむ経済はさかさまの経済 (upside-down economy) なのであり、そのような経済に役に立つのは唯一さかさまの経済理論なのである」と<sup>38)</sup>。

失われた20年という「さかさまの経済」の時代にあっては、健全財政、潜在的供給能力、インフレに焦点を当てる伝統的アプローチではもはや経済を正しい軌道にのせることができないのである。

### むすびに代えて——カレツキの議論から学ぶ——

今まで、「失われた20年」、あるいは現在の日本の財政政策に関して、アダム・ポーゼン、植草一秀、リチャード・クー、丹羽春樹、アデア・ターナー、クリストファー・シムズの議論を見てきた。彼らの日本財政についての議論はそれぞれ独創性に富んでおり、しかも理論的に見て理にかなったものであったと評価しうる。それにもかかわらず、日本の財政政策の対案として十分に顧みられたとは言えない。なぜ、彼らの主張は日本の政策形成者によって意義ある経済政策および財政政策として真剣に取り上げられなかったのであろうか。その問題を考察するうえで、カレツキが *Political Quarterly* 誌に1943年に書いた「完全雇用の政治的側面」という論文<sup>39)</sup> は重要なヒントを与えてくれる。

完全雇用は政府支出によって達成させるということに今ではほとんどのエコノミストが賛成しているけれど、それでもこの完全雇用学説に反対する経済学の専門家が少なからず存在する。彼らの反対意見は経済学的な装いをとってはいるものの、彼らの経済学の背後に潜む政治的背景のほうがより重要である、というのがこのカレツキ論文の問題意識である。

1930年代の大恐慌において、ナチスのドイツを例外としてすべての国々において、大企業は政府支出による雇用増加の実験に対して首尾一貫して反対した。アメリカ (ニューディールに対する反対)、フランス (レオン・ブルムの実験に対する反対)、ヒットラー以前のドイツにおいて、反対姿勢は明白にみられた。そのような態度を説明するのは容易ではないとカレツキは述べる。というのは、政府支出による産出と雇用の拡大は企業家の利潤をも増加させるので、労働者のみならず企業家にも利益を及ぼすからである。では、なぜ企業家は政府が彼らに提供することができる総合的なブームを喜んで受け入れようとしないのであろうか。カレツキはこのような問いかけをして、次のような回答をしている<sup>40)</sup>。

政府支出によって達成される完全雇用に対する産業界の指導層の反対の理由は、①雇用問



題への政府による介入への嫌悪、②政府支出の方向、すなわち公的投資と消費への助成に対する嫌悪、③完全雇用の維持から生まれる社会的、政治的变化に対する嫌悪の3つの種類に分けることができる、とカレッキは述べる。

①については、次のように説明している。

国家活動の拡張はいかなるものであれ産業界の指導層によって疑惑の目で見られているが、政府支出による雇用創出はその反対を特別厳しいものにする特殊な側面をもっている。レッセフェールの下では、雇用水準はいわゆる信認の状況 (state of confidence) に大いに依存しており、このことは資本家に政府の政策に対する強力な間接的支配権を与えている。しかし、ひとたび政府が政府自身の購買によって雇用を増大させる政策を学んだならば、資本家の強力なこの統制装置はその効力を喪失する。このことから、政府介入を実行するのに必要な予算赤字は危険なものとして見なされる。

②については、次のように説明している。

産業指導層の政府支出への嫌悪は、財政資金がある種の公的投資と大衆消費への助成という対象に使われるようになるという激しいものとなる。政府介入の経済原則は、公的投資が病院、学校、ハイウェイのような民間ビジネスの投資対象と競合しない狭い対象に限定されねばならない。そうでなければ、民間投資の利潤獲得可能性は棄損されることになるからである。さらに、財政でもって大衆消費を助成することは産業指導層やその周囲にいる経済学の専門家によって公的投資よりももっと激しく反対される。というのは、この点にこそ最も重要な資本家的な道徳原則が関わってくるからである。彼らにとって「汗水たらして働いてパンを獲得せよ」という原則は不可侵の性格をもっている。

③については、次のように説明している。

完全雇用の維持は社会的、政治的变化を引き起こすことになり、そのことがビジネス指導層の反対に新たな駆動力を与えることになる。永続的な完全雇用体制の下では、「首切り」が規律の手段としての役割を演じることはなくなり、経営層の社会的地位は浸食されることになり、労働者階級の自信と階級意識は増大することになる。「工場における規律」と「政治的安定」はビジネスの指導層によって利潤よりも重要であると認識されている。彼らの階級的本能は、永続的完全雇用は彼らの観点からみて不健全であり、失業は「ノーマルな」資本主義システムの必要不可欠な構成要素である、と確信させるのである。

以上の3つの観点から、産業界の指導層は政府支出による完全雇用政策に対して原則的に反対の立場をとるものの、世界大恐慌、そして今回の世界大戦のなかで、不況を緩和するための政府介入に対してどのようなものでも反対という立場を貫くことは難しくなったことももう一方の重要な事実であるとカレッキは述べる。第2次大戦中における完全雇用の実現、完全雇用のための経済学説の発展、「失業を決して復活させてはならない」というスローガンの大衆への浸透などによって、「不況期には何かがなされなければならない」という必要

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

性が労使をはじめとした国民の間で同意されるようになったからである。

その結果、現在（1943年）の重要な争点は、第1に、不況期に何がなされるべきか、すなわち政府介入の方向性はどのようなものであるべきか、第2に、それは不況期においてのみなされるべきかどうかという点に移っている、とカレッキは述べる<sup>41)</sup>。

これらの中で、民間投資を刺激することによって不況に対処するという考えがたびたび出現している。このことは利子率を引き下げることによって、所得税を削減することによって、あるいは別のかたちで直接民間投資を助成することによってなされることになる。そのような考えは企業家にとって非常に魅力的である。企業はあいかわらずそれを通じて介入が実行される媒介機関でありつづけるからである。しかし、この考えの一番の問題点は、民間投資の刺激は大量失業を防御する十分な手段を提供しえないかもしれないということである。

利子率または所得税が不況期に急激に削減され、ブーム期に引き上げられる場合、景気循環の期間と振幅は縮小されるものの、雇用は不況期のみならずブーム期においてすら完全とは程遠く、平均失業率は依然としてかなりのものとなる。利子率または所得税率は不況期に削減される。しかし、その後のブーム期に引き上げられない場合、ブームの期間はより長く続くものの、それは結局のところ新しい不況で終わりを迎える。新しい不況下では、再び利子率または所得税率を引き下げることが必要となり、将来において、利子率はマイナスとならなければならない、所得税は所得補助によって置き換えられなければならない。もし民間投資を刺激することによって完全雇用を維持しようと試みるならば、利子率と所得税が永続的に引き下げられなければならないだろう。

以上のような民間投資を刺激することによって失業と闘うことの根本的弱点に加えて、利子率の低下や減税に対する企業家の反応は不確実であるという実際的な困難も存在する。もし不況が激しいものであるならば、企業家たちは将来に対して非常に悲観的な見方をし、利子率の引下げまたは所得税の減税は長期的にみて投資に与える効果がほとんどない可能性がある。かくして産出と雇用水準への効果も期待しえない。

そのため、不況に対処するために民間投資を刺激することを擁護する人々ですら、もっぱらそれだけに頼ることはなく、それは公的投資と結びつけられるべきだと考えるようになってきている。現在では、ビジネスの指導層とその影響下にある専門家たちは不況を緩和する手段として債務によってファイナンスされる公的投資を最後の手段として受け入れる傾向にある。しかしながら、彼らは消費を助成することによって雇用に創出することに対しては、そして完全雇用を維持することに対しては一貫して反対しているように思われる。

カレッキは、以上に述べた事態こそ「資本家的デモクラシーの将来の経済レジームの兆候である」と主張する。

不況期においては、大規模な失業を防ぐために公共投資が企画されるかもしれないが、その後も引き続いて高雇用水準を維持するためにこの政策を適用し続けることには産業指導層

は強力に反対する可能性が高い。なぜならば、持続的な完全雇用は労働者を彼らにとって「手の負えないもの」にするからである。さらに、景気上昇期における物価上昇は大小にかかわらずレントナー階級に不利になるため、彼らは持続的なブームに飽きてくるようになる。この状況において、ビッグ・ビジネスとレントナー利益集団との間に強力な同盟が形成される可能性が高い。そして、その同盟に随伴して、状況は明らかに不健全であると宣言するエコノミストも必ず出現する。政府部門に対する影響力が大きい大企業をはじめとしたあらゆる勢力が政府に対して予算赤字を削減する正統派の政策に復帰するよう圧力をかけるようになるだろう。その結果として、不況がやがて生じ、不況になると政府の支出政策が再び生じるようになる。

以上のような、完全雇用は好況期の頂点時にのみ達成可能となり、不況は相対的にマイルドになるものの景気循環は消滅することなく平均失業率は依然と高い景気循環をカレッキは「政治的景気循環」と名付け、これこそ資本家的デモクラシーの将来の経済レジームとなる可能性が高いと予言した<sup>42)</sup>。

われわれは、このカレッキ論文の現実に対する洞察力はきわめて高く、たとえばE.H.カーの『新しい社会』の福祉国家の現状に対する分析とその将来の見通しと比べても格段に優れている<sup>43)</sup>。われわれの観点からすると、このカレッキ論文のとくに優れた点は次の3点を明らかにしたことである。

①完全雇用は政府の支出プログラムによって確保されるという完全雇用の経済学説は大方のエコノミストによって支持されるようになったものの、その政治的支持は万全ではない。とくに、産業指導層は、雇用問題への政府の介入、政府支出の方向の変化、完全雇用の維持から生じる社会的、政治的变化を嫌悪しており、産出と雇用の拡大に伴う利潤増加の可能性にもかかわらず、この学説には依然として反対の立場にある。

②しかしながら、産業指導層は不況を緩和するための政府介入に対してどのようなものであれ反対する段階は過去のものとなりつつあり、利子率の引下げや減税による民間投資の刺激によって不況に対処するという考えについては容認するようになった。ただし、不況が激しいものとなると、これらの諸手段を通じた対策では投資に与える効果、産出と雇用水準への効果は少ない。

③景気上昇期における物価の上昇はレントナー階級の反発を招きやすく、この状況が続くと大企業指導層とレントナー層の間の強力な同盟が形成される可能性が高まる。これらの同盟に同伴するエコノミストも現れ、一緒になって政府に予算赤字を削減する政策への復帰を求めるようになる。

①について述べると、第2次大戦後の「資本家的デモクラシー下の経済レジーム」はまさにカレッキが予言したように推移した。資本主義の中心国アメリカにおいては、1945年完全雇用法案が議会の保守派の手によって骨抜きにされ1946年雇用法という妥協的法律に落

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

ち着いたことからわかるように、ケインズ主義的政策は保守的なマクロ経済学の影響を強く受けきわめて慎重に現実的に運営された。この実際の政策推移と同時並行して、アメリカ経済学の主流も大きく変容していった。その変容ぶりを、ウィリアム・ヴィックリーは「アメリカ経済学会会長就任演説」の中で次のように表現した。

戦後しばらくのあいだ、ケインズの財政政策を通じて景気循環をなだらかにし、高い経済活動を維持する展望にかんして経済学の一部の専門家の間には、根柢なき幸福感が覆っていた。しかしながら、やがて事態は違った方向に進んだ。財政赤字は思慮のない浪費であり、国債は将来世代に対する臆病な先送りの遺物であると見なす通説が再び支配力をもつようになった。アイゼンハワーの時代においてすでに、ケインズの処方箋に対する深刻な禁忌が存在しなかったにもかかわらず通説が支配するようになった。このような思考法が支配的となった結果、権力に近い位置にいる経済学者の多数が、今すぐに「均衡財政」の状態にしないまでも、いわゆる財政赤字を削減する想像上の必要性によって、そしてインフレ再燃の恐怖によって強いられた穏当で一時しのぎの政策に満足するようになっていた<sup>44)</sup>。

②についても、カレッツキの予言が当てはまった。

一般的にはケインズ政策の成功と呼ばれる1960年代の経済政策の基本的方針は、実際には経済成長率をいっそう高めるために民間投資を増加させることを目標としたものであった。アメリカをはじめとして、投資の社会化は現実にはそれほど進まなかった。この方針は、政策の究極的目標が高水準で、しかも急増する利潤の達成であることを意味していた。1960年代初頭の順調な拡大と、投資促進を目的として企画された租税・補助金制度が、終戦後その時期まで深刻な不況がなかったことと相まって、1960年代の半ばの華々しい投資ブームをもたらした。この投資ブームを支えたのは企業による金融機関からの過大な借入であり、それは容易に投機に転化する性格をもっていた。このように完全雇用を目指す高投資・高利潤政策は、金融システムの不安定性を高め、経済パフォーマンスの不安定性を増す性格を持っているのである<sup>45)</sup>。70年代のインフレーション、80年代のインフレ抑制のための新保守主義的政策、その後のバブルとバブル崩壊後の長期停滞など、経済と経済政策は短期間のうちにめまぐるしく変転していったのも、このような過大な借入に依拠した民間投資主導型の経済のあり方が根本的原因となっている。この民間投資主導型の経済成長モデルは、バブル崩壊後の深刻な長期不況に対しても、公的投資と公的消費の拡大によるのではなく、量的緩和政策など金融に依存して成長軌道に戻そうとする日米欧の今日の姿勢にも貫かれている。

③のカレッツキの予言も現実化し、1980年代の新自由主義革命は多国籍化する大企業とレントナー階級の同盟によって牽引され、支持基盤を与えられたと言える。新自由主義は企業の行動する自由を解放し、「市場経済」への復帰を主張した。この市場イデオロギーに沿って、新自由主義はあらゆる分野における規制緩和を、とりわけ金融メカニズムにおける規制緩和を促進した。それは物価の安定を至上命令とすることによって貸手（レントナー）の保

護に狙いを定めた強力なマクロ政策と貿易と資本のフロンティアの開拓を国家押しつけた。その結果、労働者の購買力は封じ込まれ、世界は超国籍法人企業に開放され、政府と家計における債務の増大は利子の大規模な流れの源泉となり、金融化は金融セクターにおける巨大な所得を生み出した。このようなかたちで1930年代以降抑圧されてきた金融ヘゲモニーが完全に蘇ることになった。

以上述べたような、戦後の民間投資刺激型の完全雇用政策の性格がインフレ、経済の金融化と金融システムの不安定化、バブルとバブル崩壊後の長期におよぶ経済停滞をもたらしたのである。日本における1990年初頭のバブル崩壊後の「失われた20年」と2007-08年の世界金融危機とその後の欧米諸国の長期停滞は民間投資刺激型の政策の危険性と失敗をわれわれに強く印象付けた。

それでは、われわれは今後どのような経済レジームを目指すべきであろうか。それについても、カレッキの以下の言葉が大きなヒントになる。

進歩主義者は民間投資重視型の政治的景気循環レジームに対して、①それは永続的な完全雇用を保証しない、②政府の介入は公的投資に結びつけられており、消費への助成を擁護していない、という理由でもって反対すべきである。今や公衆が求めていることは不況の緩和ではなく、不況を完全になくすることである。そのさい資源は、雇用を生み出すことのみを目的とした、望まれていない公共投資に向けられるべきではない。完全雇用を維持するのに必要な政府支出の残りは公衆の消費を助成する家族手当、老齢年金、間接税の減税、生活必需品の助成に利用されるべきである<sup>46)</sup>。

カレッキは、不況を完全になくすために、社会的効用が高い公的投資と家族手当や老齢年金をはじめとした社会保障給付の拡大が必要であると明確な言葉で述べているが、今日ほどカレッキの提言が当てはまる時代はない。

というのは、2008年の世界金融危機以降の世界経済において、日本においてはそれよりも早い1980年代のバブル経済とバブル崩壊以降の「失われた20年」において、過大な外部資金に依存した民間投資主導型の経済システムはきわめて不安定であり、ひとたびバブル景気が崩壊すると超金融緩和政策でもってしても民間投資は復活せず、経済を不況から脱出させることが容易ではないことが誰の目にも明白になったからである。

投機を誘発し経済を不安定化させる金融システムの規制はもちろんであるが、投資それ自体も今以上に社会化されなければならない。さらに、経済を安定化させるには公的消費のウェイトを今以上に高める必要がある。

経済システムの不安定化と並んで日本をはじめとした先進資本主義諸国を悩ませている問題は経済格差拡大傾向がずっと続いていることである。これ以上の格差拡大はわれわれの経済システムのみならず自由な社会をも不安定化させる。

格差拡大を食い止めるには税制と社会保障制度が重要な役割を果たすが、完全雇用政策の

復活こそが最も重要である。今日の非正規雇用の増大という経済環境を考えれば、今日の完全雇用政策の切り札は最低賃金を保証した公的雇用である。当然、雇用を保証する財源をどのように調達するかが問題になる。本稿が今まで検討してきたアダム・ポーゼン、植草一秀、リチャード・クー、丹羽春樹、アデア・ターナー、クリストファー・シムズの議論は「失われた20年」のような根強い不況期、デフレ期において財政政策はどうあるべきかを明らかにしているのみならず、今後最低賃金を保証した公的雇用をどのように創出すべきか、公的雇用を保証する財源をどのように調達するかを考えるさいにも十分に参考になる議論である。このような可能性こそ、彼らが提起した議論の生命力は多くの人々が考えている以上に強力で長いとわれわれが考えるゆえんである。

注

- 1) Summers (2015)
- 2) クルーグマン (2013) p. 39.
- 3) ポーゼンは、アメリカの著名なエコノミストでピーターソン国際経済研究所の所長である。統一後のドイツ政府、日本政府、米議会予算局、イギリス政府の経済顧問を務め、2009-2012年にはイングランド銀行の金融政策委員会の委員を務めた。以下は、主に Posen (1998) pp. 5-7, 邦訳: pp. 8-12 を要約したものである。景気対策による公共投資の増加にもかかわらず現実の公共投資は大幅に増加しなかった点についての類似の優れた研究として、貞廣 (2005) がある。そこで貞廣は、実績としての公共投資は1990年代前半の3年間しか増加しなかったとして、「90年代を通じた景気対策にもかかわらず、日本経済はなぜ浮揚しなかったのか」という問いは誤った問題設定であると述べている。1990年代に必ずしも財政政策の効果が低下したとはいえないとする他の優れた研究として小巻 (2015) がある。1990年代において日本の金融緩和の有効性が大きく損なわれたという研究については、田中 (2006) 8章を参照せよ。
- 4) 以下は、主に植草 (2001) pp. 51-62 を要約したものである。
- 5) クーは、多くの著書のなかでバランスシート不況論を展開している。ここではクーのバランスシート不況論を一躍世界的に有名にした著書 Koo (2008) の日本版原典であるクー (2007) を用いた。以下は本書の pp. 2-37 を要約したものである。
- 6) クーと同様に、財政政策はきわめて有効だったという議論を展開している優れた研究として、土生 (2003)、土生 (2004) がある。
- 7) 丹羽は、多くの著書でケインズ経済学の有効性、政府紙幣の発行こそ日本経済の復活のカギになると主張しているが、本報告ではそれらのうち一番学術性が高く、一番良くまとまっていると筆者が考える丹羽 (2006) を用いている。以下は、本書の pp. 5-16 を要約したものである。
- 8) 代表的なものとして、Romer, David (2012) と Romer, Christina D. (2012) がある。
- 9) 代表的なものとして、DeLong and Summers (2012) がある。この論文を比較的容易に解説したものとして、Ball, DeLong, and Summers (2014) がある。そこでは、現在経験しているような流動性の罍の状況下では、適切にデザインされた財政刺激は長期の債務負担を増大させるよりもむしろ軽減する可能性が高いことが論じられている。これは、①財政刺激が歳入を増大させるという直截的便益②総国内生産 (GDP) 増加が国債の対 GDP 比率を削減するうえでも

つ好影響③今日の財政刺激が延期されたメンテナンス費用のような将来の支出負担を削減する可能性④公的投資の供給面にもたらす良好な影響⑤期待インフレ率の増大から生ずる実質利子率の削減の可能性、という5つの効果が結合したものであると述べられているが、さらに財政政策がもつサプライサイドに対する「履歴現象 (hysteresis)」を考慮いれば、その効果はさらに高くなると主張されている。

- 10) ターナーの議論の全容は、Turner (2013), Turner (2015), Turner (2016) で知ることができる。筆者はすでに、岡本 (2014) にて、主に Turner (2013) に基づいてターナーの「財政赤字の公然たる貨幣ファイナンス (overt monetary finance: OMF)」の議論を検討している。
- 11) これは2015年11月5、6日にIMFが主催したジャック・ボラック記念研究コンファレンス(ワシントン)におけるターナーの講演原稿であるが、ターナーのマネタリー・ファイナンスの議論がTurner (2013), Turner (2016) よりも厳密に展開されている。
- 12) Turner (2015) p. 1.
- 13) Turner (2015) p. 2.
- 14) Turner (2015) p. 3.
- 15) Turner (2015) pp. 3-25.
- 16) Turner (2015) pp. 29-31.
- 17) Turner (2015) pp. 30-31.
- 18) ターナーのヘリマネ論に対する批判として、他に齊藤 (2016) と白井 (2016) がある。齊藤は「政府は、日銀の国債直接引き受けのおかげで民間貯蓄の制約から逃れて財政資金を自在に捻出できる。…物価は確実に高騰する」、しかし「財政資金捻出の必要度が高ければ高いほど、ヘリマネの規模に歯止めがきかず、早晚途方もない物価騰貴を引き起こす」という。これはインフレ税であり、国民が暴力的な負担を強いられることになる、と主張する。白井もまた、ターナーの提案の「最大の問題は、財政規律が弱まって財政再建が果たせなくなり、そのように市場に認識されれば国債の格下げにつながる懸念」が生じることだと述べている。両者とも、日本経済における企業の過剰貯蓄に言及していないし、長期に及ぶデフレのリスクについて軽視している。
- 19) 以下は、Heise (2016) を要約したものである。なお、ヘイズの経済観については、Heise (2013) にて知ることができる。
- 20) 以下は、Hamada (2016) を要約したものである。
- 21) 高橋是清自身は放漫財政の元祖というよりも健全財論者であったこと、高橋による国債の日銀直接引き受けが財政規律の崩壊をもたらした戦後のハイパー・インフレにつながったという通説も事実とは異なる、という点については、松元 (2017) を参照せよ。
- 22) アドルフ・シュトゥルムタールは『ヨーロッパ労働運動の悲劇』のなかで、世界恐慌の勃発時に国際収支の赤字と財政赤字のなかで身動きがとれなくなっていたドイツ政府に対していかなる代替案も提示することができず、その結果ナチズムの台頭を許した社会民主党とドイツ労働組合に対して次のような的確な批判を行っている。「多くの社会民主党と労働組合の指導者たちは、国家の恐慌への介入は目先の救済をもたらすはするが、それはただその代償として恐慌をいっそう長期化させ、さらに性質においていっそう厳しいものとするような別の不況を準備するに過ぎないという正統派の学説に固執した。その結果、社会民主党と労働組合は、政府のデフレ的な経済政策を変えさせる努力は一切行わず、ただそれが賃金と失業給付金を脅かすか

- ぎりにおいてそれに反対したのである。」(Sturmthal 1951, p. 141, 邦訳 p. 165. ただし、訳文は一部変更している)
- 23) 中央銀行による貨幣創造は商業銀行の準備を増大させるがゆえに、最初のうちは貸し出しが増えないが、いったん景気回復の火が着くと急激に増えるというリスクをつねにもつ。また、ミンスキーは、過剰な信用に依存した民間投資促進型景気拡大政策は金融システムの不安定性を高め経済パフォーマンスの不安定性を増すとして、次のような原理的批判を行っている。「高水準の投資と高利潤が債務構造に関する投機に依存し、またそれを誘発するので、経済的拡張をコントロールすることは次第に難しくなる。そこでの選択は、加速的インフレーションに順応するか、あるいは深刻な不況につながる負債デフレ過程を誘発させるかのいずれかのように見える。」(Minsky 1975, p. 164, 邦訳 p. 261)
- 24) 浜田はシムズの論文を読み「目からうろこが落ちた」と述べたあと、次のように述べている。「金利がゼロに近くては量的緩和は効かなくなるし、マイナス金利を深堀すると金融機関のバランスシートを損ねる。今後は減税も含めた財政の拡大が必要だ。」(浜田(2016))別のところで浜田は、①「物価水準の財政理論 (FTPL)」は物価水準に対する財政政策の影響を強調する理論であるが、FTPLの信奉者たちが中央銀行のひのき舞台のジャクソンホールで講演したという事実は、FTPLが学界だけでなく実務界にも徐々に浸透していることを示している、②シムズの2016年ジャクソンホールでの基調講演論文を読んで自分が今までFTPLをきちんと理解していなかったことが分かり、今では財政の方も重要であると自己批判を含め公言するようになった、と率直に述べている(浜田(2017))。なお、浜田の旧来の財政政策に対する懐疑的な見方については、浜田(2012)を参照せよ。
- 25) もちろん、論理的に強い説得力をもつ議論だからといって、わが国の政治的文脈の中でFTPLが物価上昇のための財政政策としてすぐに使用できるとは筆者も考えてはいない。なお、井上裕行は、2016年秋から2017年初めにかけて急激な盛り上がりを見せた「シムズ理論」を巡る経済政策論議が急速に終焉を迎えるようになった背景として、わが国において経済政策に関する適切な検討の場が確保されていないこと、とりわけ経済政策に関わる行政部門内部における多層的で柔軟な議論の場が消失してしまったことをあげている。井上(2017)を参照。
- 26) 以下は、Sims (2016) pp. 4-6 を要約したものである。
- 27) 以下は、Sims (2016) pp. 6-10 を要約したものである。
- 28) 以下は、Sims (2016) pp. 11-13 を要約したものである。
- 29) ここでのシムズの議論と同様の趣旨で、翁は日本銀行の「量的・質的金融緩和からの帰還」のシナリオを予想し、いずれのオプションも多額の財政コストが発生しその実行は困難を極めるだろうと述べている。詳しくは、翁(2013) pp. 261-272 を参照せよ。
- 30) Sims (2016) pp. 14-15.
- 31) Sims (2016) pp. 15-16.
- 32) Sims (2016) p. 3.
- 33) シムズは、日本のリフレ政策、すなわち日銀による「量的質的金融緩和」政策は失敗であったかという質問に対して、次のように回答している。日銀が大量の資金を提供して金利水準を低く保ったのは正しい政策であった。ただ日本のように政策金利が下がってゼロ金利制約に直面すると、金融政策で物価をコントロールすることはもはやできない。むしろ、最大の失敗であったのは、物価上昇率が2%に達する前に消費税増税に踏み切ったことである、と。そして、



- 日本の物価引上げにとって決定的に重要なことは、政府が2%の物価上昇率目標を掲げ、達成するまでは消費税増税を延期することだと主張する。シムズ (2017) を参照。
- 34) シムズは、「インフレは国債保有者に負担を強いて利益が減ることになり『インフレ税』と言われればその通りだ。……インフレで日本の政府債務がどれだけ軽減されるか、一方で国債保有者への『インフレ税』によって金融システムにどのくらいの悪影響が及ぶのか、吟味して政策判断すべきだ」と慎重な意見を述べながらも、「物価が2%に上昇するにしても、金融機関にはバランスシートを調整する時間はある」と、FTPLの実行はテクニカルには可能であるという立場を崩してはいない。シムズ (2017) を参照。
- 35) シムズ (2017)
- 36) シムズ (2017)
- 37) 井上 (2017)
- 38) Lerner (1951) pp. 142-143. ラーナーは「さかさまの経済学」について次のように述べる。「節儉が貧困の原因となりうるという考えは、多くの人々にとって不健全のみならず非道徳的であるように思える。浪費的な活動と不生産的な投資によって経済はより豊かになりうるという考えはあまりにもばかけており、真剣な検討に値しないように思われる。理論全体が完全にさかさまのように思われ、その実体のないもともらしさによって一瞬でも惹きつけられたことに多くの人々は当惑するばかりである。」Lerner (1951) p. 142.
- 39) この論文は1942年春にカレッツキがケンブリッジにおけるMarshall Societyで行った講義をまとめたものである。
- 40) 以下は、Kalecki (1943) pp. 325-326 を要約したものである。
- 41) 以下は、Kalecki (1943) pp. 326-329 を要約したものである。
- 42) 以上の叙述は、Kalecki (1943) pp. 329-330 を要約したものである。
- 43) E. H. カーの『新しい社会』の福祉国家観の意義と限界については、岡本 (2015) を参照せよ。
- 44) Vickrey (1994) pp. 432-434. なお、ヴィックリーの完全雇用の経済学については、岡本 (2017) を参照せよ。また、ミンスキーは、1960年代に金融財政政策を適切に用いることによって経済を微調整し、景気後退や不況を防止できると高らかに宣言したアメリカのニュー・エコノミクスについて、ケインズの『一般理論』の精神に反していたのみならず、金融と不確実性を事実上無視したモデルであったがゆえに経済システムの動きの主要決定要因として投機を意味ある形で導入できなかった、と厳しい批判を加えている。Minsky (1975) p. 159, 邦訳：p. 253.
- 45) Minsky (1975) pp. 159-160, 邦訳：pp. 253-254.
- 46) Kalecki (1943) p. 330.

#### 参 考 文 献

- Ball, Laurence, Bradford DeLong, and Larry Summers (2014), "Fiscal Policy and Full Employment," *Full Employment: A Project of the Center on Budget and Policy Priorities*, April 2, 2014.
- DeLong, Bradford J. and Lawrence H. Summers (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy," *Brookings Papers on Economic Activity 2012: 2*.

日本の「失われた 20 年」における財政政策の評価

- DeLong, Bradford J. (2016), "Rescue Helicopters for Stranded Economies," Project Syndicate World Opinion Page, April 29, 2016.
- Eggertsson, Gauti B. (2006), "Fiscal Multipliers and Policy Coordination," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 241, March 2006.
- Eggertsson, Gauti B., Neil R. Mehrotra, and Lawrence H. Summers (2016), "Secular Stagnation in the Open Economy," *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, no. 22172, April 2016.
- Hamada, Koichi (2016), "Money from Heaven?," Project Syndicate World Opinion Page, April 29, 2016.
- Heise, Michael (2013), *Emerging from the Euro Debt Crisis: Making the Single Currency Work*, Springer.
- Heise, Michael (2016), "The Unavoidable Costs of Helicopter Money," Project Syndicate World Opinion Page, September 2, 2016.
- Kalecki, Michael (1943), "Political Aspects of Full Employment," *Political Quarterly*, 1943
- Koo, Richard C. (2008), *The Holy Grail of Macro Economics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons.
- Krugman, Paul (1999), *The Return of Depression Economics*, W. W. Norton & Company. ポール・クルーグマン著, 三上義一訳『世界大不況への警告』早川書房。
- Krugman, Paul (2012), *End This Depression Now*, W. W. Norton & Company. ポール・クルーグマン著, 山形浩生訳『さっさと不況を終わらせろ』早川書房, 2012 年。
- Lerner, Abba P. (1951), *Economics of Employment*, McGraw-Hill Book.
- Minsky, Hyman P. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press. H. P. ミンスキー著, 堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か』岩波書店, 1988 年。
- Posen, Adam S. (1998), *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute for International Economics. アダム・ポーゼン著, 三原淳雄・土屋安衛訳『日本経済の再挑戦』東洋経済新報社, 1999 年。
- Romer, David (2012), "What Have WE Learned about Fiscal Policy from the Crisis?," Olivier Blanchard, David Romer, Michael Spence, and Joseph Stiglitz eds., *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, The MIT Press.
- Romer, Christina D. (2012), Fiscal Policy in the Crisis: Lessons and Policy Implication, April 16, 2012. [elsa.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf](http://elsa.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf)
- Streeck, Wolfgang (2013), *Gekaufte Zeit: Die Vertagte Krise des Demokratishen Kapitalismus*, Suhrkamp Verlag, Berlin. ヴォルフガング・シュトレック著, 鈴木直訳『時間かせぎの資本主義』みすず書房, 2016 年。
- Sturmthal, Adolf (1951), *The Tragedy of European Labor 1918-1939*, Columbia University Press. シュトゥルムタル著, 神川信彦・神谷不二訳『ヨーロッパ労働運動の悲劇 I・II—1918~1939—』岩波書店, 1958 年。
- Summers, Lawrence H. (2015), "Global Economy: The Case for Expansion," *Financial Times*, October 8, 2015.
- Summers, Lawrence H. (2016), "The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do

- about It," *Foreign Affairs*, March/April 2016.
- Temin, Peter and David Vines (2013), *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It*, Princeton University Press. ピーター・テミン&デイビッド・バインズ著, 貫井佳子訳『リーダーなき経済』日本経済新聞出版社。
- Turner, Adair (2013), *Debt, Money and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess?*, Cass Business School, 6<sup>th</sup> February 2013.
- Turner, Adair (2015), The Case for Monetary Finance-An Essentially Political Issue, 16<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference, November 5-6, 2015.
- Turner, Adair (2016), *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press. アデア・ターナー著, 高遠裕子訳『債務, さもなくば悪魔』日経BP社, 2016年。
- Vickrey, William (1993), "Today's Task for Economists." *American Economic Review* 83, no. 1 (March).
- Wolf, Martin (2014), *The Shifts and Shocks: What We've Learned-and Have Still to Learn from the Financial Crisis*, Penguin Press. マーチン・ウルフ著, 遠藤真美訳『シフト&ショック』早川書房, 2015年。
- Wray, Randall L. (2015), *Modern Money Theory*, second edition, Palgrave Macmillan.
- 青木泰樹 (2012), 『経済学とは何だろう』八千代出版。
- 井上裕行 (2017), 「シムズ論議に見る政策当局の不在」『エコノミスト』毎日新聞社, 2017年6月20日号。
- 井堀利宏・岩田一政・岡本英男・小野善康 (2010), 「シンポジウム ケインズは甦ったか」日本財政学会編『財政学研究第6巻 ケインズは甦ったか』有斐閣。
- 植草一秀 (2001), 『現代日本経済政策論』岩波書店。
- 岡本英男 (2013), 「「失われた20年」と財政金融政策」『東京経大会誌・経済学』第279号。
- 岡本英男 (2014a), 「福祉国家と財政金融政策」持田信樹・今井勝人編著『ソブリン危機と福祉国家財政』東京大学出版会。
- 岡本英男 (2014b), 「福祉国家と機能的財政—ラーナーとレイの議論の考察を通じて—」『東京経大会誌・経済学』第283号。
- 岡本英男 (2015), 「福祉国家と資本主義発展段階論」『東京経大会誌・経済学』第285号。
- 岡本英男 (2016), 「日本における2つの福祉国家構想—「日本列島改造論」とシビル・ミニマム論—」『経済学論纂 (中央大学)』第56巻第3・4併号。
- 岡本英男 (2017), 「完全雇用の財政学—ウィリアム・ヴィックリーの完全雇用の経済学の検討—」『東京経大会誌・経済学』第293号。
- 翁邦雄 (2013), 『日本銀行』ちくま新書。
- 小巻泰之 (2015), 『経済データと政策決定』日本経済新聞出版社。
- 斉藤誠 (2016), 「日銀の追加緩和をどうみる (下): 国債直接引き受けは無謀」『日本経済新聞』2016年8月8日。
- 貞廣彰 (2005), 『戦後日本のマクロ経済分析』東洋経済新報社。
- 白井さゆり (2016), 『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社。
- 関根友彦 (2004), 『経済原論教科書』創英社/三省堂書店。

日本の「失われた20年」における財政政策の評価

- 関根友彦 (2010), 「資本主義から次の歴史社会への過渡期をどう見るか」 桜井毅・山口重克・柴垣和夫・伊藤誠編著『宇野理論の現在と論点』社会評論社。
- 田中敦 (2006), 『日本の金融政策：レジームシフトの計量分析』有斐閣。
- 丹羽春樹 (2006), 『新正統派ケインズ政策論の基礎』学術出版会。
- 浜田宏一 (2016), 『アメリカは日本経済の復活を知っている』講談社。
- 浜田宏一 (2016), 「減税含む財政拡大必要」『日本経済新聞』2016年11月15日。
- 浜田宏一 (2017), 「経済政策の新たなパラダイムを語る」『月刊資本市場』2017年1月号 (No. 377)。
- 土生芳人 (2003), 「誇張された財政危機」『岡山商大論叢』第39巻2号。
- 土生芳人 (2004), 「長期不況と財政」『学会報』No. 844。
- 藤田孝典 (2016), 『貧困世代』講談社現代新書。
- 松田学 (2016), 「財政財源論の比較検討—財政規律とニューマネーに関する考察—」『政策科学学会年報』第6号, 2016年3月。
- 山本幸三 (2010), 『日銀につぶされた日本経済』ファーストプレス。
- クー, リチャード (2007), 『「陰」と「陽」の経済学』東洋経済新報社。
- クー, リチャード (2013), 『バランスシート不況下の世界経済』徳間書店。
- クルーグマン, ポール (2013), 『そして日本経済が世界の希望になる』PHP新書。
- ターナー, アデア (2016), 「経済教室 ヘリコプターマネーの是非 (上) 日銀の財政資金供給不可避」『日本経済新聞』2016年6月7日。
- シムズ, クリストファー (2017), 「日曜に考える 脱デフレ 金融政策では限界だ」『日本経済新聞』2017年1月29日。