

はしがき

マクロ経済政策をエッセー風に論考する著作は、岩本康志、大竹文雄、二神孝一の各氏と共著の『経済政策とマクロ経済学』（日本経済新聞社、一九九九年）、単著の『先を見よ、今を生きよ 市場と政策の経済学』（日本評論社、二〇〇一年）に続いて三冊目となる。

一冊目の著作は、マクロ経済政策を戦後の文脈において、国内的にも国際的にも金融市場を強く規制し、自由な資本移動を封じてきたブレトンウッズ体制のもとで培われてきた経済政策発想がどのようなものであったのか、金融市場が自由化された後にも同様の発想で政策を展開していくことでどのような弊害が生じたのかを議論してきた。

ブレトンウッズ体制においてマクロ経済政策は、消費と設備投資の間の配分、裏返しにいえば、

所得から消費を差し引いた貯蓄と設備投資のバランス (Investment の I と saving の S をとって I S バランスと呼ばれる) を最終的に調整してきた。マクロ経済政策は、動学的な資源配分の要となる I S バランスの決定に大きく関与してきたのである。

一方、金融市場が自由化されると、投資と設備投資の配分は基本的に市場メカニズムに委ねられる。それにもかかわらず、従前と同様の発想でマクロ経済政策が I S バランスの決定に積極的に介入していけば、せっかくの市場メカニズムの成果を台無しにしかねない。前著では、そうした不意な政策介入に対する深い懸念を表明してきた。

二冊目の著作は、執筆当時 (二〇〇一年から二〇〇二年) に従来の発想から展開されてきたマクロ経済政策 (財政政策、とりわけ金融政策) が、動学的な資源配分を基本的に市場メカニズムに委ねている環境において不具合を起こしていること、むしろ、現在から将来の時間の流れの中にマクロ経済政策を位置付ける必要があることを議論してきた。

「先を見よ、今を生きよ」といった、かなりうがったタイトルも、政策の手仕舞いというか、その着地点を含めて将来を十分に見通したうえで、マクロ経済政策を発動しなければならないことを含意したつもりであった。

当時は、「政策的積極主義」と呼んでもよいような風潮が強く、「だめでもともと」的な発想で大規模なマクロ経済政策を展開すべきであるという主張が声高に叫ばれている時期でもあった。したがって、拙著も懸念の表明というトーンが強かった。

本書は、時間的なパースペクティブからいうと、戦後の日本経済を射程に置いた第一冊目と、二〇〇〇年前後のマクロ経済政策を念頭に置いた第二冊目の中間的な位置付けになるかと思う。すなわち、金融市場が国内的にも国際的にも、原則的に自由化された一九八〇年代以降の四半世紀の時間の流れの中でマクロ経済政策を論考している。

また、先の二冊は、どちらかといえば、「現在進行形のマクロ経済政策を憂える」といったトーンが強かったが、本書では、曲がりなりにも小康状態を得た現在に立って、どのようなマクロ経済政策の枠組みを再構築すればよいのかということまでできるだけ前向きに考えている。

そうした作業の必要性を強く感じたのは、経済政策の成果を評価するのに「小康を得ている」という程度のあいまいな基準はふさわしくない。あれだけ大規模な財政政策や金融政策を展開したものであるから、小康状態が生じるといった成果ではあまりに不釣合である。事実、財政再建についても、金融市場の正常化についても、将来にわたって重い課題をわれわれに突きつけている。より深刻なのは、将来に向かってのマクロ経済政策的な対応が、われわれを皆さんに悩ましてきた資産価格バブルの生成と崩壊の種を蒔いてはしないかという点である。

本書で明らかにしていくが、こうした懸念は、根拠のない杞憂といった類のものともまったく異なっていて、現在のマクロ経済政策を形作っている発想の理論的な帰結として十分に予測できるものなのである。

本書で終始一貫して採用する政策評価の基準は、単純で明快である。「高水準で安定した消費を享受できるのか」を基準として、それに貢献することができるかどうかでマクロ経済政策を評価していく。

本書で詳しく述べていくが、こうした評価基準は、現在、マクロ経済政策の現場でしばしば用いられている評価基準、すなわち、GDP（国内総生産）を高めに誘導し、インフレ率をある程度水準に引き上げることができたことをもってマクロ経済政策を評価する座標軸と大きく異なっている。

たとえば、円安誘導で輸出を促進し、低金利政策で設備投資を後押しすれば、確かに総需要は刺激されGDPが増大する。しかし、輸出や設備投資の促進が現在から将来の消費水準の改善をもたらさなければ、優れた経済政策と判断することはできない。

円安の追い風で輸出品を一生懸命に生産していた一九八〇年代前半、われわれは本当に高い消費水準を享受していたであろうか。輸出で稼いだ収入はドル建て資産にせっせと貯蓄をしたが、一九八五年のブラザ合意によるドル高是正で少なからぬ富を失ってしまった。

一九八〇年代後半、あれだけ設備投資が活発に行われマクロ経済が活況を呈したにもかかわらず、資産価格バブルの崩壊で残ったものは、劣悪な投資プロジェクトばかりであった。こうした劣悪な設備投資は、一九九〇年代の消費を下支えするどころか、企業側から見れば過剰設備投資となり、銀行側から見れば不良債権となった。日本経済は、不良債権問題の解決に一〇年以上の時間を費や

すことになる。

後者の事例は、市場メカニズム自体が消費と設備投資の適切なバランスをとることに失敗したという側面がある。しかし、マクロ経済政策が、ブレトンウッズ体制当時からISバランスに積極的に介入しようとしたことが、事態を是正するどころか、かえって深刻にしまった面も否めない。

前著二冊でも、本書でも、IS-LMモデルや、それをモダンな装いにしたニュー・ケインジアン・モデルに基づいてマクロ経済政策を展開していくことの危険性を指摘していく。

突き詰めて見れば、IS-LMモデルがそうしたリスクをはらむのも、「高水準で安定した消費を享受できるのか」という評価基準を、「高水準で安定した総生産（GDP）を実現できるのか」という評価基準に置き換えてしまっていることに起因している。

本書で詳しく見ていくように、政策評価において総消費の変化と総生産の変化が同じように取り扱うことができるのは、政策介入などいっさい必要としない理想的な資源配分が実現している周辺だけなのである。マクロ経済政策が潜在的に要請されるようなときには、GDPの水準よりも、その中身である消費、設備投資、（純）輸出の構成こそが重要な判断基準となってくる。

それにもかかわらず、GDP水準を増大することにこだわって大規模なマクロ経済政策を発動してしまうと、低生産性の投資プロジェクトでも資金調達が可能で低金利環境が生み出され、劣悪な

投資プロジェクトばかりが実行されることになる。そのプロセスでは、資産価格バブルも生成されやすい。こうした低生産性の投資プロジェクトは、将来の消費を支えるどころか、不良債権問題となって将来のマクロ経済に大きな負荷をもたらしてしまう。

さまざまな理由から生産性が著しく低下した事態に直面した場合、マクロ経済政策は、生産性が低いにもかかわらず設備投資を後押しする必要はなく、劣悪な投資プロジェクトでなく消費全般に資源を振り向けるような工夫をすべきなのである。あるいは、必ずしもマクロ経済政策の領域ではないけれども、長期的に生産性が向上するような政策を展開すべきなのである。もしケインジアン・モデルの前提にあるように生産性の低迷が一時的であれば、いつそのこと生産性が回復することを待って投資を実行しても決して遅くない。

本書では、「高水準で安定した消費を享受する」ために積極的に国際的な環境を活用していく方途についても考察をめぐらしている。先にも述べたように、日本の投資家は、貿易で一生懸命に稼いできた資金をドル建て資産投資一辺倒で米国内経済に注ぎ込んできた結果、長期的なドル安傾向で巨額の損失を被ってきた。

このような富の移転で日本経済が米国内経済に貢いできたのは、米国内に戦後の復興を支援してもらい、十分な安全保障を提供してもらったことを考えると、やむをえない面があるのかもしれない。しかし、今後急速に進む少子高齢化を考えれば、貿易で稼いだ資金は、将来の高齢者層の消費を支える貴重な原資となるわけである。

そうした長期的な事情を鑑みれば、為替リスクを緩和するためにも、自国通貨建て（円建て）で米国内に貸し付けるチャネルも設けるべきであろう。また、経済危機や金融危機、あるいはエネルギー危機で円安が急激に進行する局面では、海外から円建てで資金を調達しておくことがショック・アブソーバー（衝撃緩衝装置）にもなる。

米国内経済も、自国通貨建て（ドル建て）で資金調達をしておいたおかげで、急激なドル安によるショックをうまく吸収することができた。こうしてみると、日本経済にとって、円建てで資金の運用や調達が可能となる国際金融市場が是非とも必要になってくる。

しかし、本書で詳しく述べていくが、一九九五年以降、国内事情を優先して展開されてきた超低金利政策は、円通貨に対する国際的な信認を致命的なまでに落としてしまった。その結果、円建て国際金融市場の形成を後押しするどころか、その可能性を根こそぎ摘んでしまった。その裏側で米国内経済は、日本からの巨額な富の移転を継続的に享受してきた面も否定できない。

日本のマクロ経済政策の消極性については、海外、とりわけ米国内から強い批判を受け、そのことが積極的なマクロ経済政策への転換を促していくという何を何度となく経験してきた。しかし、そうしたアドバイスが親切心などからではなく、積極的なマクロ経済政策が市場メカニズムを破壊するという冷徹な帰結（この場合であれば、円建て国際金融市場の未成熟）が米国内の国益に適っていることを肝に銘じるべきであろう。

本書の最後では、かなりの資本蓄積を成し遂げてきた日本経済において、どこに租税基盤を求めのかという問題もマクロ経済学的に考察している。具体的には、課税対象を労働所得や消費に求めるのではなく、資産所得や資産そのものにシフトさせていくことが、効率性ばかりでなく、公平性の観点からも優れていることを議論していく。

高度な資本主義社会においても、というか、進んだ経済社会であるからこそ、個人間の経済格差が著しくなる問題は決して看過できない。しかし、ライフサイクル上のさまざまなリスクをすでに反映している労働所得や消費水準の格差を縮小しようとして、労働所得に過度の累進税をかけてしまえば、労働意欲が失われてしまう可能性がある。高度な資本主義社会において個々の労働者の創意工夫をどれだけ引き出すが重要なときに、労働意欲を低下させかねない租税は望ましくないであろう。

むしろ、資本所得や資産そのものに課税をして、将来に、あるいは次世代に持ち越す資産を牽制するほうが公平性も効率性も向上させることができる。たとえば、相続税は、ライフサイクルの出発点での（事前の意味での）経済格差を縮小する。同時に、効率性の観点からも、手許に資産がありすぎてかえって労働意欲が低下してしまうという問題も緩和できる。資本所得課税は、資本蓄積が過剰気味になることを前もって防ぐ役割も果たすであろう。

資本を十分に蓄積した、高度な資本主義社会において公平性と効率性の両面を保っていくうえで、事前の格差と事後の格差をきっちりと区別して、前者の側面で経済格差を縮小していくような所得再分配スキームが是非とも必要となってくる。

本書がエッセー的な性格であることから、読者の方が読んでいく流れを遮られないように、また、経済学的な考え方そのものに集中していただくために、データや文献を直接参照することを控えた。ただ、マクロ経済理論については拙著『新しいマクロ経済学（新版）』（有斐閣、二〇〇六年）の該当箇所を、ファイナンス理論については拙著『金融技術の考え方・使い方』（有斐閣、二〇〇〇年）の該当箇所を脚注に記している。また、本書で取り扱っているほとんどの実証課題について筆者は実証論文を著しているの、該当する論文も脚注に記している。本書の議論の背後にある参考文献については、それらの脚注にある著書や論文を手がかりにしてほしい。なお、未刊論文については論文を私のウェブ・サイトで公開している。

本書では、マクロ経済学が楽しい学問であることも語ってみたかった。どの学問分野でも同じような事情があるのだと思うが、特にマクロ経済学の教科書は、実用性と必要性を重んじすぎて、あるいは、聖人君子の学問という建前も若干あって、知的に面白いところを削ぎ落としてしまっている。

そうした知的関心から日本のマクロ経済政策をながめると、一生懸命にバケツに水を貯めようとしているかと思うと、バケツにすでに穴が開いていて、マクロ経済政策がその穴をいっそう広げよ

うとしているようなところがあるし、穴の広げ方をめぐって喧々囂々の政策議論をしているようなところもある。

物的資本についても、人的資本についても、ここまで蓄積してきたからこそ、なりふりかまわず生産拡大で資本のいっそうの積み増しを図ろうとすることはかりを考えるよりも、今ある資本を守り、良いものに育てて、それを将来の豊かさの糧にしていこうと考える時期に差し掛かっているのではないであろうか。一九八〇年代後半、あれだけ設備投資を展開しておきながら、ガラクタ設備の山積みだけが残され、その後片づけに四苦八苦してきたことの二の舞いを踏むのだけは是非とも避けたい。

勁草書房の宮本詳三氏にマクロ経済政策に関する論考を著述することをお約束してから五年あまりが経過した。執筆が遅れたのは、ひとえに私の怠慢のせいである。

日本のマクロ経済政策について考え始めると、頭の中で考えがまとまらないままに発散することばかりを繰り返してきた。そこで、あちらこちらの方向に暴走するさまざまな雑念を一極に集約するために取った作業が、自分自身が日頃から研究課題として必死に取り組んできたマクロ経済モデルの原理原則にできるだけ忠実に考えていくことであった。

「高水準で安定した消費を享受できるのか」という評価基準も、IS-LMモデルやニュー・ケインジアン・モデルにはまったくないけれども、標準的なマクロ経済モデルには経済厚生判断基準として当たり前に備わっているものである。

関連する作業として、旧著の『新しいマクロ経済学』（有斐閣、一九九六年）を一〇年ぶりに大幅改訂したことも、自分の中で経済政策の評価軸を鮮明にするうえで大いに役立った。

もう一つの作業として、一九八四年に住友信託銀行の調査部に着任してから公表を前提に書いてきたエッセーを読み返してみた。一九八八年から一九九二年のマサチューセツ工科大学（MIT）での留学期間、一九九二年から一九九五年のブリティッシュ・コロンビア大学（UBC）での助教時代、一九九五年に京都大学に赴任してからも当初二年間は、ほとんど現実の経済への関心を払ってこなかった。しかし、一九九八年頃から再び一般向けにエッセーを書き始めた。一連のエッセーは、私のウェブ・サイト (<http://www.econ.hit-u.ac.jp/makoto/>) でも閲覧できる。

こうしたエッセー風の書き物は、図書館に残る学術論文と違って、すぐに読み捨てられる消費財的な運命をたどることから、ずいぶんと勝手なことを書いてきた。今読み直してみると、顔を赤らめてしまうようなものも少なくない。それでも、その時点その時点で、自分がどのように判断していたのかと、現時点でどのように考えるのかで折り合いを付けることを通じて問題意識を深化させることができる。

いずれにしても、こうしたことは、遅筆の言い訳にはならない。宮本詳三氏には、ここに深くお詫び申し上げる。

本書を書くまでの経緯で、ここ四、五年にさまざまな方々と議論させていただいたことがもつと

もありがたかった。もちろん、経済政策について考え方を共有したとか、同じ政策主張を展開するに至ったとかという意味ではまったくなくて、とても有意義な議論をさせていただく機会を持た。また、市場や政策の前線に立っていた方々との議論も大変にありがたかった。どんなに抽象的な経済モデルであっても、「市場の風景」が浮かび上がってくるのでなければ優れた経済モデルと判断できないであろう。そうしたぎりぎりのところでの判断には、現実へのセンスが是非とも必要になってくる。ただ、経済理論ばかりでなく価値観にまで踏み込んだ記述も多い本書に、お名前をあげさせていただくのはご迷惑にもなり、失礼にもあたる。ここにお世話になった多くの人々に深く感謝申し上げます。本当にありがとうございました。

二〇〇六年九月 東京国立にて

齊藤 誠

成長信仰の桎梏 消費重視のマクロ経済学 目次

はしがき

第1章 問題の所在——要旨に代えて……………3

はじめに／中期的な視点からのマクロ経済政策再考／GDPは適切な政策目標か／劣悪投資を後押しする超低金利政策／投資プロジェクトの発掘と金融システムの安定／超低金利政策の評価軸／「物価の安定」の内実とは／金利なのか、貨幣供給なのか／適切なインフレ率とは／日本銀行の何が消極的であったのか／国際環境の積極的活用／ドル建て一辺倒の対米投資／自国通貨建て国際金融市場の重要性／企業金融環境の変化と経済格差／必要悪的な事後的格差／事前的格差を緩和する資産所得・

第2章

GDPは政策目標なのであるか……………25

はじめに／なぜGDPが経済目標に／将来の消費としての投資／生産性と実質金利／時間選好率による割引／オイラー方程式とGDPの中心／資本蓄積のプロセス／資本蓄積と設備投資の生産性／いつ「生産性Ⅱ時間選好率」なのか／キャピタル・ゲイン（ロス）による調整／理想的な長期均衡とGDP目標／生産性の変動の影響／技術進歩の影響／消費と設備投資のバランスを誤ると——過剰消費の社会主義国の悪夢／消費と設備投資のバランスを誤ると——資産価格バブルの生成と崩壊の悪夢／資産価格バブル崩壊の調整コスト／消費の高位安定を政策目標に

第3章

物価と金利の物語……………63

はじめに／コアとなるフィッシャー方程式／インフレ目標の重要性／二つのアプローチ／貨幣数量説の複雑な理論的背景／貨幣市場の供給と需要／貨幣数量関係の導出／ヘリコプター・ドロップの実際／超低金利環境の貨幣数量関係／ポスト・ゼロ金利政策としてのインフレ目標／適切なインフレ目標とは／デフレーションを引き起こすためには／貨幣製造収入とは／政府と中央銀行の予算制約／金利なのか、貨幣供給なのか／

物価の財政理論／日本銀行のどこが消極的であったのか／公開市場操作と準備預金制度／公開市場操作と翌日物コール・レートの決定／流動性効果の可能性——公開市場操作の積極性と消極性／定期決済慣行と日本銀行の公開市場操作／金融危機における日本銀行の公開市場操作／極端から極端へのスイング——消極的な公開市場操作と消極的な貨幣供給姿勢

第4章

伝統的な政策発想のどこが問題なのか……………111

はじめに／IS-LMモデル——伝統的な政策発想の源／IS-LMモデルの理論的な特徴／IS-LMモデルはいつ正しいのか／IS-LMモデルはいつ間違っているのか／ニュー・ケインジアン・モデルのジレンマ／GDPギャップの計測について／「失われた一〇年」と伝統的な政策発想／超低金利政策と金利リスク配分／金利リスクのシェアリング／通常であれば……／円金利マーケットの国際的孤立／超低金利政策が残した負の遺産／低金利バイアスの金融政策／超低金利政策の歴史的な評価／本書の後半に向けて

第5章 金融システムとマクロ経済政策——間接金融と直接金融の

中間領域

はじめに／間接金融とは、直接金融とは／キャッシュ・フローから見たローン価値／従来型の融資形態と不良債権問題／間接金融と直接金融の中間領域／金融機能面から見た中間領域／金融技術の進展と金融行政／良いローンの成長、悪いローンの成長／住宅ローンの譲渡・証券化／新しい金融システムに向けて／新しい金融システムと公的金融／金利リスクの緩衝装置としての公的金融／民営化以後は……／新しい金融システムと公共投資のファイナンス／中途半端な道路公団の民営化／新しい金融システムと公団・公社の民営化

第6章

国際環境とマクロ経済政策——円建て国際金融市場の可能性

はじめに／米国内経済の対外ポートフォリオ／双方向の資金循環が生じるための裁定条件／円安誘導と日本からの資金流出／為替デリバティブを組み合わせたカバー付き金利平価関係／金融危機におけるカバー付き金利平価関係／量的緩和政策下の過剰な円／円に対する国際的な信認と円建て国際金融市場／日本経済の体温計としての金融市場／投機家の草刈り場になりにかぬ金融市場／金融市場を正常化させることの重要性

第7章

経済格差とマクロ経済政策——資産所得税・資産税の

効率性と公平性

はじめに／標準的な租税理論の考え方／なぜ、消費レベルで経済格差を把握すべきなのか／企業金融環境の変化と所得格差／年齢とともに増大する消費格差／なぜコーホート内の消費格差が年齢とともに増大するか／理想的な保険があると／貸借契約があっても／洗練された保険契約があっても／まさかの時の貯蓄（予備的貯蓄）と資本蓄積／事前的な格差と事後的な格差／所得再分配政策の公平性と効率性／労働意欲への弊害／資産所得課税の公平性と効率性／資産課税の公平性と効率性／どこに租税基盤を置くべきなのか／なぜマクロ経済学で相続税を／資産所得課税・資産課税に向き合う必然性

マクロ経済学の考え方・使い方

——個人の豊かさのために、優れたプロジェクトのために

索引