
序 章

1 財政規律棚上げという厄介な事態

本書でいう財政規律は、現在の政府債務残高が、将来の財政余剰（税収を中心とした財政収入から利払いを除く財政支出を差し引いたものであり、基礎的財政収支と呼ばれる収支）によって支えられる、すなわち返済できる範囲で規律付けられていることを意味している。したがって、ここでの財政規律は、英語でいう *fiscal sustainability* に対応していることになる。

あえて財政規律という用語を用いたのは、*sustainability* がしばしば「維持可能性」ではなく「持続可能性」と訳されてきたからである。*fiscal sustainability* が「財政の持続可能性」と訳されてしまうと、現在の政府債務がかならずしも将来の財政余剰によって支えられていなくても、債務の元利返済を先送りすることが続けられている状態（要するに政府による「借りっぱなし」の状態）もそこに含まれるという誤解を読者に与えかねない。

本書の中心テーマは、過去四半世紀以上にわたって、財政規律を棚上げにしても、超低金利政策（ゼロ金利政策）さえ継続すれば、大胆な財政政策で生まれた膨大な政府債務であっても「借りっぱなし」にできるという政策主張の通りに、日本の財政金融政策が幸か不幸か首尾よく展開されてきた事実そのものが、日本経済をきわめて厄介な状況に置いてしまった背景をマクロ経済学的に明らかにするところにある。そして、私たちがそうした厄介な状況を克服して、日本経済の再出発を図るための方策を考えていきたい。

さて、2023年春現在、日本政府の債務残高は、すでに日本経済の経済規模（名目GDPによって代表される規模）の2倍を大きく超えている。21世紀に入って日本政府の債務を精力的に買い入れてきた日本銀行（日銀）が発行する銀行券（日銀券、紙幣のこと）の残高も名目GDPの2割に達した。国内銀行が日銀に開いている当座預金（日銀当座預金）と日銀券を合わせた残高は（両者の合計はマネタリーベースと呼ばれている）、名目GDPを大きく上回っている。もちろん、日銀が発行する銀行券も、日銀に開かれている当座預金も、日銀の借金である。政府と日銀を「統合した政府」と考えると、名目GDPの2倍を超える政府の借金のほぼ半分を日銀が肩代わりしてきたことになる。

近代日本において財政金融制度が確立した19世紀末以降の歴史を振り返ってみても、日本の政府と中央銀行（中銀）が背負った公的債務がこれほどまでの規模に膨張したのは、1937年から1945年までの日中戦争と太平洋戦争の戦時期に公的債務が急激に拡大したことに匹敵する。平時では、まちがいなく未曾有の事態である。

非常に不思議なのであるが、2010年代半ばごろになると、どのようにすれば、増税、歳出削減、社会保障改革などで財政規律を取り戻し、膨張した公的債務を返済していくのかという政策議論が、実務の現場でも、学問の現場でも、みるみるうちに後退してしまった。2010年代前半よりも前には「日本の財政が維持可能かどうか」を検証することが、マクロ経済学の重要な研究テーマの1つであったことを考えると、財政規律の立て直しと距離を置く現在の政策議論は隔世の感がある。

財政規律をめぐる議論が変貌してきたことを象徴するように、「財政規律を棚上げにすれば、物価や金利が高騰し、さらには財政が破綻する」という議論も鳴りを潜めた。一方では、「財政規律の遵守など必要がない」という議論が大手を振ってまかり通ることになった。確かに、財政支出が拡大し始めた1990年代前半から、そして、超低金利政策が着手された1995年以降、すでに四半世紀を超える長い年月が経過しているにもかかわらず、金利や物価の高騰、そして財政破綻は、それらの兆しさえ見えなかった。

さらに私たちの社会では、国債が、国民にとって借金どころか、「富」であるという、標準的なマクロ経済学ではすでに完全に否定された考え方が、闊歩する

ようになった。この「国債は国民の富である」という考え方も、過去四半世紀あまりの期間、国債が暴落しなかった（長期金利が高騰しなかった）という紛れもない事実によって補強されてきた。

1990年代前半以降、現在に至るまで、財政余剰（基礎的財政収支）は、常に赤字であった。また、2020年代を通じて、財政余剰が黒字に転じることは見通せていない。財政余剰は国債の元利返済の原資になるはずであるが、その原資が赤字のままでも、国債が暴落することがなかった。返済原資が欠乏しているのに暴落しなかったのは、「国債は、そもそも（国民が返すべき）負債でなく、（国民に豊かさをもたらす）資産である」というわけである。

ある意味でもっと不思議なのは、財政規律を重視する経済学者たちが、財政規律を棚上げにしてまで展開してきた大胆な財政政策が、日本経済の短期的なパフォーマンスさえ高めなかったことを問題視しなかったことであろう。彼らは、財政規律棚上げの悲惨な帰結（金利や物価の高騰、財政破綻など）の可能性に警鐘を鳴らしても、財政規律を棚上げにした（彼らの目からすれば、無謀としか思えない）マクロ経済政策の非常に弱い景気刺激効果については沈黙してきた。

他方、財政規律の棚上げを是とする経済学者も、財政破綻になるどころか、小康状態を保っている理由について、「過去四半世紀以上、大丈夫だった」という経験（確かに、非常に重たい事実ではあるが）を超えて、確固たる理論的確信があるわけではなさそうである。彼らは、時々、財政規律を偏重する標準的なマクロ経済学に対峙していると（彼らが）考えるリフレ理論、FTPL（物価水準の財政理論）、MMT（現代貨幣理論）などを持ち出すことはあっても、それらに基づいて厳密な理論的、実証的な検証をしてきたわけではない。そもそも、リフレ理論が依拠している貨幣数量説や、FTPLは、標準的なマクロ経済学の物価理論を代表するものであって、標準理論のアンチテーゼでさえない。

もっとも、いっそう理論的な確信を失っているのは、財政規律を重視する経済学者の方であろう。彼らは、財政規律を棚上げにしても、長期金利や物価水準が安定し、国債が負債でなく資産のように振る舞っている過去四半世紀あまりの経済現象を、「そんなことが起きるはずなどないのだが……」と、明らかにもてあましている。

2 予知・予言に関する財政規律棚上げ派と財政規律重視派の対立

上で見てきたように、財政規律棚上げ派と財政規律重視派は激しく対立してきたが、現在のところ、棚上げ派に軍配が上がっているように見える。一方、マクロ経済学の研究者である筆者は、両者の対立にどのように関わっていけばよいか、途方に暮れてきたというのが正直な思いであった。

棚上げ派は「財政破綻は絶対に起きない」と主張し、重視派は「20xx年以内に（あるいは、もっと曖昧に『近い将来に』）財政破綻がかならず起きる」と主張する。両側の主張は正反対であるものの、どちらも財政破綻に関する、大胆な、あるいは、曖昧な予知や予言である点で共通している。

しかし、マクロ経済理論では、そうした予知や予言などできないのである。せいぜい行うことができるのは、現在までに観察される財政金融状況を首尾よく説明できる理論モデルを構築し、いくつかの前提を置きながら（しばしば、現実から離れた強い仮定とならざるをえない）、理論モデルの描く将来の姿を1つの可能性として受け入れることであろう。当然、前提が異なれば、将来の可能性も異なってくるので、将来の財政金融状況について、いくつものシナリオができあがる。

したがって、標準的なマクロ経済理論の運用からは、「財政破綻がかならず起きる」とか、「財政破綻は絶対に起きない」とかいう主張ができない。そもそもシナリオの中で「財政破綻」という言葉が使われることもまずない。「破綻」という言葉がイメージする「秩序の破壊」の前に、秩序の回復の可能性が数多く、いや、無数にあるからである。

もちろん、理論モデルが描くシナリオについては、非常に深刻なケースも含まれるであろう。その場合、深刻なケースをどのように回避するのか、不幸にしてそうしたシナリオが実現した場合にどのように対応するのかについて、理論モデルはいくつもの重要なヒントを教えてくれる。なぜ深刻なケースが生じるのかについて理論的な理由が明らかになれば、事前の周到な準備や事後の有効な対応も可能となる。

3 財政規律をめぐるマクロ経済学

本書は、標準的なマクロ経済モデルを用いながら、あるいは、標準的なセットアップから離れる場合には、どのように仮定を変更するかを明らかにしながら、財政規律に関わって以下のことを解明してみようと思う。

- ①なぜ、過去四半世紀にわたって、財政規律を棚上げにした大規模なマクロ経済政策を展開しても、長短金利や物価水準が低位で安定してきたのか。
- ②なぜ、財政規律を棚上げにした大規模なマクロ経済政策のもとで、国債は、国民にとって負債ではなく、資産のように振る舞うのか。
- ③なぜ、財政規律を棚上げにしてまで展開してきた大胆な経済政策は、景気回復や経済成長に無力なのか。
- ④なぜ、そして、どのようにして、1990年代半ば以降、財政規律を棚上げにできるような状況が生まれたのか。
- ⑤財政規律を棚上げにできる状態から、それを遵守しなければならない状態に移行するときに、どのようなことが起きるのか。

本書で展開される基本的なアイディアは、とても簡単である。財政規律を棚上げにできるのは、民間の家計が、消費を抑制しながら、国債（政府の借金）や貨幣（日銀の借金）を積極的に保有しているからである。

この場合、家計は、生涯の所得を消費に使い切ることなく、将来の税収に裏付けられていない「借りっぱなし」の国債や貨幣などの政府債務（正確には政府と日銀を合わせた統合政府の債務）を、銀行などを通じて「貸しっぱなし」の状態ですべて資産として保有していることになる（②の説明）。国債や貨幣が大量に発行されても、それらの資産に対して旺盛な需要があれば、長期金利も、物価水準も高騰することはない（①の説明）。また、財政規律の棚上げは、家計消費の犠牲の上に実現されているわけで、総需要拡大（家計消費の拡大）の形で政策効果が表れないのも当然の帰結となる（③の説明）。

ここまでをまとめてみると、①から③の背景にあるのは、国債と貨幣をめぐって、政府や日銀の「借りっぱなし」と、家計の「貸しっぱなし」ががっぷり四つ