

## 財政赤字とバブル

吉 澤 昌 恭\*

1. 国債累増の弊害
  - 1.1. 国債累増はいかなる弊害をもたらすか？
  - 1.2. 将来世代への負担転嫁？
  - 1.3. 国債価格の暴落か？
2. なぜ日本でのみ国債が累増したか？
  - 2.1. 日本での国債累増という事実の指摘
  - 2.2. 「日本人の愚かさ」それとも「バブル崩壊」？
  - 2.3. 「バブル崩壊の影響」の評価
3. 非ケインズ効果と財政政策の効き目
  - 3.1. 非ケインズ効果
  - 3.2. 財政政策は効かない？
  - 3.3. 財政再建は景気後退の原因に非ずや？

### 1. 国債累増の弊害

#### 1.1. 国債累増はいかなる弊害をもたらすか？

本稿では、富田俊基氏の『国債累増のつけを誰が払うのか』（1999）並びに『日本国債の研究』（2001）に論評を加えることにする。

一般に、国債累増がもたらす弊害として次のようなものが挙げられる。

1. 財政硬直化
2. クラウディング・アウト
3. 将来世代への負担転嫁
4. 国債価格暴落の可能性の高まり

---

\* 広島経済大学経済学部教授

国債累増が財政硬直化を招く、ということは何人といえども否定し得ないことである。

国債の大量発行によって金融市場等の資金が吸い上げられて資金需給が逼迫するため、企業が市場で資金を調達しにくくなるといった「クラウディング・アウト (crowding out)」が実際に起きかどうかは、景況によって大きく左右される。今日の日本のように、資金供給はあり余るほどあるにもかかわらず、資金需要が伸び悩んでいるというような時期には、クラウディング・アウトは起りようがない。

「将来世代への負担転嫁」と「国債価格暴落の可能性の高まり」については、項を新たにして論ずることにしよう。

### 1.2. 将来世代への負担転嫁？

井堀利宏氏は『財政赤字の正しい考え方 政府の借金は何ぞ問題なのか』（2000）で、次のように述べている。

「公債を発行すると、それを償還するために、やがて増税しなくてはならない。この増税が、自分の生きている期間のうちに行われなければ、将来世代の人がその増税を負担する。また、元本の償還を先延ばしにして利払い費だけを毎年支払うとしても、そのためには毎年財源が必要になる。このケースでも将来の税負担は増加している。したがって、現在世代の政策に直接かかわっていない将来世代<sup>(1)</sup>の人が、財源の多くの部分を負担する——以上が、標準的な見解である。」

井堀氏が上記の「標準的な見解」の支持者なのか否か、筆者は判定し得ないでいる。いずれであるにせよ、上記の見解は「片手落ちの見解」である。将来の公債の元利払いに必要な税の負担者は、疑いもなく、「将来世代」ではあるが、その元利払いを受け取るのも同じ「将来世代」だからである。

富田氏は、上記の「標準的な見解」に含まれる誤謬には陥っていない。同氏は『国債累増のつけを誰が払うのか』の第2章第1節で、「国債を発行すると、その利子と償還のための負担を将来世代が負うように見えるが、それらを受け取るのも将来世代であり、将来世代のなかで所得移転が起こるに過ぎない<sup>(2)</sup>」というラーナー (Abba P. Lerner) の主張に検討を加えている。

(1) 井堀利宏『財政赤字の正しい考え方 政府の借金は何ぞ問題なのか』東洋経済新報社、平成12年、103頁。

(2) 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』東洋経済新報社、平成11年、71-72頁。

### 1.3. 国債価格の暴落か？

国債が累増して行けば「国債価格暴落」の可能性が高まって行く、ということを否定するのは難しい。問題は、今日の日本が「国債価格暴落」の相当大きな可能性に直面しているか否かである。

リチャード・クー氏の見解は次のようなものである。株価は個々の企業の営業努力や収益判断に左右されるが、債券市場、特に国債市場は国全体の動向に反応し、それ故に、債券市場は経済全体の「体温」を見るのに最も適している、とクー氏は言う<sup>(3)</sup>。また、多くの市場の中でも債券市場には最も慎重な投資家が集まる傾向がある<sup>(4)</sup>。従って、国債利回りが非常な低水準にある今日の日本において、国債価格の暴落・国債利回りの急上昇が明日にも起るなどという主張は、「現在の市場参加者は愚かで何か重要なことを見落としている」とでも想定しない限り、正当化されるものではない<sup>(5)</sup>。

上のクー氏の見解はまことにもっともな見解である、と筆者は考える。しかし、富田氏はそうは考えない。同氏は次のように述べている。

「厳粛なる市場は、日本国債をどのように評価しているのか。一九九九年初からの一％台という一〇年国債の金利は、人類史上も稀な低金利である。歴史を紐解いても一七世紀初のジェノバにまで遡らないと、一％台の低金利が持続した時代を見い出すことはできない。このように金利が低いので、巨額の国債発行が続いても、まだまだ安心と思い込みがちである。

しかし、これだけ巨額の国債を累増させてきたのだから、たとえ些細なシグナルであっても、見落とすわけにはゆかない。目を凝らして、国債市場を観察しよう。低金利の裏側で、日本の国債の信用力が問われ始めている。日本国債の金利は、円建てで発行されているスペインやイタリア国債の金利よりも若干だが高くなってしまった。世界の投資家は、日本には財政再建を行う強い政治的意志があるのだろうか、日本国債の償還可能性に大きな注目を払っているのである。<sup>(6)</sup>」  
「国債が低い金利で発行できているからといって、財政がサステナブルであるとは断定できない。二〇世紀末日本の銀行危機では、債務超過の銀行であっても、

(3) リチャード・クー『良い財政赤字 悪い財政赤字 「俗説」の呪縛を解き景気回復へ』PHP 研究所、平成13年、182頁。

(4) リチャード・クー、同上、181頁。

(5) リチャード・クー、同上、179-180頁。

(6) 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社、平成13年、iv 頁。

資金繰りがついている限りは健全に見えたが、極めて短期間で破綻に至ったことを想起するべきである。このため、たとえささいなマーケットの警告であっても、それに耳を傾けねばならない<sup>(7)</sup>。」

クー氏の主張と富田氏の主張を比べれば、クー氏の主張に分がある、と筆者は考える。『国債累増のつけを誰が払うのか』並びに『日本国債の研究』という2著作から判断する限り、富田氏は「手放しの市場礼讃者」のように見える。その富田氏が、国債利回りに関してのみ「厳粛なる市場」の判定から目をそむけようとするのでは、ご都合主義の謗りを免がれ得ないのではないだろうか。

国債価格や国債利回りに関する、小野善康氏の見解も見ておこう。小野氏は『誤解だらけの構造改革』（2001）で、国債が売りに出されればすぐに消化される、という事実を指摘している。

「あまりたくさん発行すれば国債は信用を失うと言うが、国債を売りに出せばすぐに消化される。いまは平気だがもうすぐ危なくなると言うが、それが懸念されているなら、いまでも買手がつかなくなって、すでに国債価格が下がり始めているはずである。しかし、現実には国債価格の値崩れは起こっていない<sup>(8)</sup>。」

小野氏は次のようにも述べている。

「財務省や多くの論者が行っている国債価格暴落の危機キャンペーンは、かつてのバブル・キャンペーンでのあわてぶりとそっくりである。国債は株式と違って償還期限があるからバブルは起こらず、その価値は株式より安定している。民間企業とは違って政府は徴税権を持っているから、政府はかならず国債を返すことができる<sup>(9)</sup>。」

「国債については、多くのエコノミストが国債は危ないという警告を執拗に発して、危機感をあおっている。しかし、それが浸透して国債の信用が本当に失われていけば、ただでさえ不足している経済全体への信用をさらに減少させるはめにもなってしまう<sup>(10)</sup>。」

---

(7) 富田俊基、同上、4頁。

(8) 小野善康『誤解だらけの構造改革』日本経済新聞社、平成13年、147頁。

(9) 小野善康、同上、151頁。

(10) 小野善康、同上、165頁。

クー氏や小野氏の主張はまともであるのに対して、富田氏の主張はまともでない。富田氏のまともでない主張の淵源は、不況や不況対策についての、同氏のかなり奇妙な考え方にあるように見受けられる。以下、富田氏の不況や不況対策についての考え方を吟味してみよう。

## 2. なぜ日本でのみ国債が累増したか？

### 2.1. 日本での国債累増という事実の指摘

『日本国債の研究』の「はじめに」で、富田氏は次のように述べている。

「第1章『日本国債にリスクプレミアム』では、金利の低下が進む中で、日本国債の信用力が市場から問われるようになった原因を究明する。九〇年代を通じて欧米主要国が財政健全化に取り組む中で、日本だけが正反対の方向に猛烈なスピードで突進したのは、なぜだろうか。冷戦終焉に伴う世界レベルでの産業構造の大きな変化と、政策思想の大転換という文脈で検討を行う。」<sup>(11)</sup>（傍点は、吉澤が付した。）

上述の文章を、特に傍点を付した部分に注目しながら読むならば、普通の読者なら、「なぜ日本のみが財政健全化と正反対の方向に進んで行ったのか」についての何らかの説明、あるいは、仮説の提示があるものと期待するであろう。しかし、『日本国債の研究』の第1章には（そして、他の章にも）、そうした説明はない。あるのは、日本で国債が累増して行った、という事実の指摘のみである。

### 2.2. 「日本人の愚かさ」それとも「バブル崩壊」？

国債を累増させて行くと色々まずい問題が出てくる。従って、国債累増にはどこかで歯止めをかけねばならない。こうした主張を否定し得る人がいるとは思えない。

それにもかかわらず、1990年代に日本でのみ国債が累増したのであるから、こうした事態を説明する何らかの仮説が欲しい。

国債を累増させて行くと様々な弊害が生じてくるということが分かっているが、国債累増傾向に歯止めをかけようとししないのは、「欧米主要国の人間と比べて、日本人がとてつもなく愚かだからである」といったものが、1990年代に日本でのみ

---

(11) 富田俊基『日本国債の研究』、v頁。

起った国債累増を説明するための仮説たり得る。しかし、このような仮説を本気で提示する人物がいるとは思えない。また、この仮説は、1981（昭和56）年3月16日に発足した、土光敏夫を会長とする「第二次臨時行政調査会」の主導の下で進められた、1980年代の日本における「増税なき財政再建」という事実と、うまく折り合いをつけるのが難しそうである。

やはり、日本でのみ国債が累増したことを説明するためには、日本にのみ存在した要因に言及する必要がある、と考えるのが穏当であろう。「バブル崩壊」はそうした要因たり得る。

富田氏も、『日本国債の研究』の第1章（22頁，35頁，42頁，44頁）で、バブル崩壊に言及している。しかし、富田氏の議論にあっては、バブル崩壊が「日本でのみ国債累増が起った」ということの主原因である、ということにはなっていない。次のような奇妙な文章がある。

「欧米では財政健全化が進められ、日本では逆に大規模な景気対策が繰り返し行われ財政赤字が拡大した。バブル崩壊によって発生した巨額の不良債権が日本経済に重くのしかかったことを無視することはできないが、その本格処理にも欧米主要国に比べて極めて長い期間を要している。」<sup>(12)</sup>（傍点は、吉澤が付した。）

もし、日本と欧米主要国で何が起ったかを知らない人物が、上述の文章（特に、傍点を付した部分）を読めば、その人物は、①日本でバブル崩壊があった、②欧米主要国でもバブルの崩壊があった、③バブル崩壊によって生じた不良債権の処理は、欧米主要国では迅速に行われたのに対して、日本では遅々として進まなかった、と解釈するに違いない。

確かに①は起った。しかし、2001（平成13）年の『日本国債の研究』刊行の時点で、②は事実ではなかった。従って、③（つまり、先の引用文の傍点を付した部分）はナンセンスである。

## 2.3. 「バブル崩壊の影響」の評価

### (1) リチャード・クー氏の場合

バブル崩壊の影響をどのように評価すべきかについて、まだ定説はない。この点に関してのクー氏の解釈が説得力を持つ、と筆者は考えている。

---

(12) 富田俊基，同上，22頁。

クー氏は、『良い財政赤字 悪い財政赤字』（2001）の第1章～第4章で、「バランスシート不況」という概念を用いて、バブル崩壊の影響について論じている。バブル崩壊の結果、1990（平成2）年に、日本企業の資金需要は半減したが、それでも、その後3年間はそれなりの資金需要があった。<sup>(13)</sup>ところが、1993（平成5）年頃から資金需要がほとんど消滅してしまう。金利は低水準にあり、しかも、銀行の貸し出し姿勢も積極的なものであったにもかかわらず、企業の資金需要が激減したのは、企業のバランスシート毀損の故である、というのがクー氏の解釈である。そして、クー氏は「バランスシート不況」という用語を導入する。

財政出動があったから「バランスシート不況」下でもゼロ成長で済んでいたのであり、従って、財政政策は効いている、とクー氏は言う。<sup>(14)</sup>その証拠に、橋本政権の下で、1997（平成9）年度に、消費税率引き上げ・特別減税廃止・社会保障負担引き上げ・大型補正予算見送り、といった財政再建策が講じられると、経済成長率はマイナスに転じ、日本経済は危機的な状況に陥ったのである。従って、日本にはまだ財政再建のオプションはない、というのである。

クー氏によれば、<sup>(15)</sup>バランスシート不況には2つの段階がある。第1段階は、資産価格が下がり続けている段階である。この段階では、資産価格が下がったことで発生する実害に加えて、資産価格が更に下がるのではないかとこの恐怖が存在するため、人々の行動は慎重なものとなって、前向きの発想が出てこなくなる。それに対して、バランスシート不況の第2段階は、資産価格が下げ止まったか、或いは、回復に転じた段階を指す。この段階にまで達しなければ、企業からの資産需要の回復は期待できない、ということになる。

バランスシート問題に言及することによって、ケインズ革命は完成に到る、とクー氏は言う。<sup>(16)</sup>「ケインズの分析のなかにバランスシート問題を入れれば、元気だった経済が資産価格の下落を機に突然失速してしまう理由もすべて説明できる」<sup>(17)</sup>からである。

## (2) IS-LM 分析の用語への翻訳

以上のようなクー氏の議論を、IS-LM 分析の用語に翻訳してみることにしよう。

(13) リチャード・クー『良い財政赤字 悪い財政赤字』、30-33頁。

(14) リチャード・クー、同上、54-66頁。

(15) リチャード・クー、同上、102-104頁。

(16) リチャード・クー、同上、185-197頁。

(17) リチャード・クー、同上、192頁。

図1 〈金融緩和〉

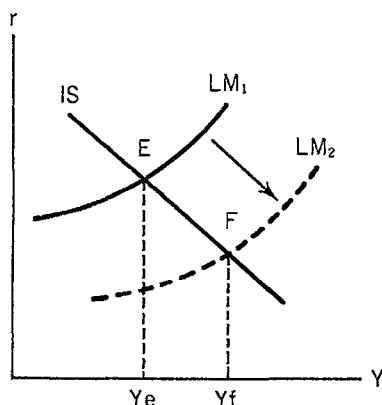


図2 〈利率の下限〉

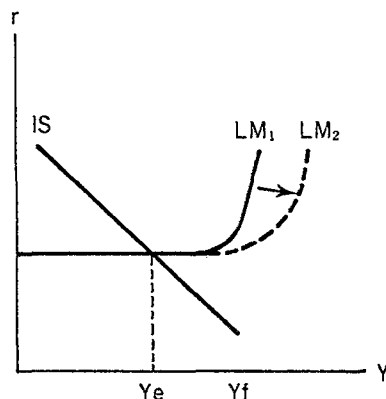
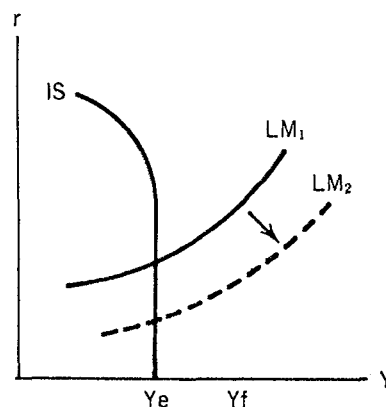


図3 〈投資資金需要の停滞〉



IS 曲線とは「計画された消費・投資と実際の産出高の均衡」と矛盾しない「利率 ( $r$ ) と国民所得 ( $Y$ ) のすべての可能な組み合わせの点」の軌跡を表わすものである。従って、IS 曲線上では財市場が均衡している（財の需要と供給が等しい）のである。この曲線が右下りになっていることの意味は次の通りである（図1 参照）。

1. 利率が高い時には、投資の水準も低く、その結果、国民所得も低い水準に止まる。
2. より高い国民所得の水準が実現されるためには、より高い「計画された」投資を生み出すほどに利率が低くなければならない。



ケインズは、人々が流動性（貨幣）を選好する動機として、①取引動機、②予備的動機、③投機的動機、の3つを挙げている（『雇用・利子および貨幣の一般理論』第13章第2節）。第1と第2の動機に由来する貨幣需要（ $L_1$ ）は、ほぼ国民所得の増減に比例して変動すると考えて差し支えないであろう。それに対して、第3の動機に由来する貨幣需要（ $L_2$ ）は、ケインズの考えに従うなら、専ら利子率に依存して決まってくる。かくして、人々の貨幣需要（ $L$ ）は次の式によって表わすことができる。

$$L = L_1(Y) + L_2(r)$$

さて、利子率が高い時には、①現金保有の機会費用が高いのみならず、②「利子率の一層の上昇（これは債券価格の一層の下落を招来する）が起る」と予想する人の数が減少し、人々の債券保有が促進されて、人々の投機的動機に由来する貨幣需要（ $L_2$ ）が減少する。他方、利子率が低い時には逆のことが起る。

議論を単純化するために、貨幣供給は外生的に与えられるものとしよう。そうすると、貨幣需給の状態を表わすものとしての LM 曲線を、公衆に「現存貨幣ストック」を保有するよう誘引する「利子率（ $r$ ）と国民所得（ $Y$ ）のすべての可能な組み合わせの点」の軌跡として描くことができる。従って、LM 曲線上では、貨幣市場が均衡している（貨幣の需要と供給が等しい）のである。

この LM 曲線が右上りにになっていることの意味は次の通りである（図1参照）：国民所得が増加するにつれて、貨幣に対する取引需要・予備的需要（ $L_1$ ）も増大し、そのために、固定的な貨幣供給量（これは外生的に与えられると仮定されている）の中から投機的需要（ $L_2$ ）を満たすために取っておかれる量が少なくなり、かくして、利子率は、投機的需要を思い止まらせるまでに上昇しなければならない。

\*       \*       \*

図1の IS 曲線と  $LM_1$  曲線の交点 E は、①「計画された」消費・投資の総額と、「実際の」産出量とが等しく、且つ②貨幣需要と貨幣供給が等しい、という点である。この E に相応する国民所得（ $Y_e$ ）は、労働者の完全雇用を可能にする国民所得（ $Y_f$ ）より小さいかもしれない。その時、金融緩和政策が実施されるなら、 $LM_1$  曲線は  $LM_2$  曲線へと右へシフトし、労働者の完全雇用と両立する F が実現されることになる。

しかし、金融政策が効かない、といった事態が出現するかもしれない。利子率に

はこれ以上は下がり得ないという下限が存在するであろう。貨幣供給量の増加はLM 曲線を右側へシフトさせるが、LM 曲線は、利子率の下限で水平になってしまう（図2参照）。今日の日本はこうした状態に陥っている。

その上に、今日の日本は、IS 曲線の垂直部分（図3参照）によって表現されるような事態にさいなまれているのかもしれない。つまり、バランスシートの毀損に苦しむ企業は、金融がいかに緩和されようとも、とにかく借金返済に精を出し、投資を増加させない、というのがそれである。かくして、クー氏の言う「バランスシート不況」とは、IS 曲線の垂直部分によって表現される不況ということになる。

### 3. 非ケインズ効果と財政政策の効き目

#### 3.1. 非ケインズ効果

富田氏の『国債累増のつけを誰が払うのか』（1999）並びに『日本国債の研究』（2001）という2つの著作には、「1990年代になぜ日本でのみ国債累増が進んだのか」の原因についての分析はない。国債累増問題の原因分析なくして、国債累増問題解決のための有効な処方箋が提示できるのだろうか？ こうした問に答える責任は富田氏に転嫁して、先へ進むことにしよう。

『国債累増のつけを誰が払うのか』で、富田氏は「非ケインズ効果（Non Keynesian Effect）」について論じている。『日本国債の研究』でも、「非ケインズ効果」への言及が為されている。

国債累増が著しく進展するならば、①積極財政がかえって景気後退を招き、②財政再建によって景気が回復する——これが「非ケインズ効果」である。富田氏は次のように述べている。

「政府債務の水準が非常に高い状況で大規模な減税が行われると、消費者は『最後の審判の日』が近づいた、つまり利払いと償還の負担を将来世代に転嫁することができず、自らに増税が降りかかってくることを悟るようになるかも知れない。いま減税を行っても近い将来に増税が必ず行われるという予想が働くと、将来可処分所得の現在価値が低下し、消費が抑制されることになる。また、政府債務がさらに増加するということで、経済政策に対する信認が低下し、これが金融資産のリスク・プレミアムを高め、為替レートを下落させ、金利を上昇させることを通じて、民間投資と個人消費に影響を与える。

逆に、高債務国で顕著な財政再建が進展するという期待が高まると、それが景

気拡大につながる可能性がある。歳出カットが十分に大きく、しかもそれが持続し得ると信じられるならば、それは将来の減税のシグナルとなり得るので、恒常的に可処分所得が増大するという期待を生む可能性がある。さらに、政府支出がすでに過剰な水準に到達した状況のもとでは、たとえ小規模の歳出カットであっても、それが大きな政府からの転換の予兆と捉えられ、個人消費の大幅な増加につながることもあり得よう。また、現在の増税によって、将来の増税が微々たるものにとどまるという期待が形成されれば、今日の増税が景気拡大的に作用し得る。財政政策の決定的なスタンスの変化によって、リスク・プレミアムが軽減され、金利が低下するという期待が生まれ、資産価格の上昇を通じて個人消費を拡大させるからである。<sup>(18)</sup>」

上述のようなことは起るかもしれない。<sup>なにびと</sup>何人といえども、その可能性を否定することはできない。しかし、敢えて問いたい。「非ケインズ効果」という概念が、1990年代（並びにそれ以降）の日本経済の動きの分析に役に立つのか？

「非ケインズ効果」が日本で発生した、或いは将来発生する、と主張したいのであれば、①1990年代（並びにそれ以降）の財政政策は効かなかったし、財政政策はこれからも効かない、②財政再建を行っても景気後退につながらないことがある、という2つのことを論証しなければならない。それらはいずれも容易な課題ではない。

### 3.2. 財政政策は効かない？

#### (1) 減税の消費への効果

財政政策が効かないという主張の論拠とされるのが、減税は「将来の増税予測」の故に所期の消費促進効果を生まない、ということであった。

1.2.で、「政府の借金<sup>（国債）</sup>は将来世代への負担転嫁を生む」という標準的な見解が誤りであることを指摘した。将来の公債の元利払いに必要な税の負担者は、疑いもなく、「将来世代」ではあるが、その元利払いを受け取るのも同じ「将来世代」である。「将来世代への負担転嫁」を論ずるに当たっては、富田氏は標準的な見解に含まれる誤謬には陥っていない。

しかし、「非ケインズ効果」を論ずるに際しては、富田氏は、標準的な見解の誘惑に負けてしまったように見える。3.1.で引用した富田氏の文章の内の次の一文に

---

(18) 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』, 113頁。

注目しよう。

消費者は「最後の審判の日」が近づいた、つまり利払いと償還の負担を将来世代に転嫁することができず、自らに増税が降りかかってくることを悟るようになるかも知れない。

上述の文章の傍点を付した部分は、標準的な見解である。しかし、この点はこれ以上追求しないことにしよう。今問題とすべきは、「現在世代」が、現在の減税の受益者であると同時に、直接の増税の負担者である、ということである。こうであるとすれば、人々は減税によって得た所得を直近の増税に備えて貯蓄に回す可能性が高い。従って、減税の効果は「消費性向の低下」によって打ち消されてしまう。

しかし、財政政策の手段は減税だけではない。政府支出もある。ケインジアンにとっては、景気浮揚のための財政政策という時には、減税よりも政府支出の方が重要である。投資需要と共に消費需要も落ち込んでいる時、企業や消費者に代って政府が支出することによって景気浮揚を図る、というのがケインジアンの処方箋である。

従って、減税の効果はない、ということのみをもってして、財政政策は効かない、と論じることはできないのである。

## (2) 構造改革 vs. 景気対策

富田氏の議論において筆者が最も違和感を感じるのが、富田氏が「構造改革」と「景気対策」を二者択一的なものとして提示している点である。富田氏は次のように述べている。

「欧米先進国が、景気対策を行うことなく規制緩和を推進したのは、かつては脅威とすらみられていた社会主義計画経済が実は極めて非効率であったことが、ベルリンの壁の倒壊によって、誰の目にも直接明らかになったためであろう。」<sup>(19)</sup>

「経済構造改革は、国民と企業の自己責任と創意工夫という市場メカニズムを基本とする内容である。これに対して、景気対策は、景気が悪くなれば国債を発行して政府が企業活動を支援するという内容で、国民と企業の行政への依存心を高めてしまう。雇用維持のためとして巨額の公共事業と減税を繰り返すことが、低

---

(19) 富田俊基『日本国債の研究』, 23頁。

生産性部門に労働力を固定させ、必要な産業構造の転換をさらに遅らせる要因となる。構造改革と景気対策がない混ぜになると、国民は冷戦終焉後の新しい時代の枠組みを認識することができなくなってしまう。<sup>(20)</sup>」(傍点は、吉澤が付した。)

いずれも奇妙な主張である。構造改革・規制緩和といったものは、サプライ・サイドに関わるものであり、それが効果を発するのは何年も後のことである。つまり、構造改革・規制緩和は「長期」の問題に関わりを持つ。それに対して、景気対策はディマンド・サイドに関連を持つ、「短期」の政策である。従って、構造改革と景気対策は全く別次元にあって、お互い対立し合うものでも矛盾し合うものでもない。

また、第2の引用文の傍点を付した部分(景気対策は、景気が悪くなれば国債を発行して政府が企業活動を支援するという内容)も、一風変わった見解である。「標準的な見解」に従えば、景気対策とは、「金融政策」と「財政政策」を用いて総需要をコントロールし、景気の過熱や景気の過度の冷え込みを防ぐためのマクロ安定化のための政策である。富田氏の視野からは「金融政策」が消え去っているように見える。

景気循環・反循環政策ということの要諦を富田氏が理解しているのかどうか、はなはだ疑問に思えてくる。そして、以下に引用する富田氏の2つの文章を、筆者は全く理解することができない。

「潜在成長率が下方にシフトし、需要の低迷が景気の循環を超えた長期的なものであると認識されると、企業は供給能力の抑制を始める。これまでの成長に必要であった資本ストックは、新しい成長軌道にふさわしい水準に比べ過大となるので、新規の設備投資は減少せざるをえなくなる。<sup>(21)</sup>」

「九〇年代初のように潜在成長率が低下する過程では、需給ギャップが拡大したのでその分財政を拡大すべきだという議論は正当性を失ってしまう。企業は新しい成長軌道にふさわしい水準にまで資本ストックを減少させざるをえないからである。さらに、公共事業や減税で需要を拡大しても、潜在成長率はもとに戻らないからである。<sup>(22)</sup>」

---

(20) 富田俊基、同上、38頁。

(21) 富田俊基、同上、39頁。

(22) 富田俊基、同上、41頁。

### 3.3. 財政再建は景気後退の原因に非ずや？

3.1.で、次のことを指摘した。「非ケインズ効果」が日本で発生した、或いは将来発生する、と主張したいのであれば、①1990年代（並びにそれ以降）の財政政策は効かなかったし、財政政策はこれからも効かない、②財政再建を行っても景気後退につながらないことがある、という2つのことを論証しなければならない。富田氏が①の論証に成功しているとは到底思えない（3.2.参照）。

②へと議論を進めることにしよう。特に論ずべきは、橋本龍太郎政権下で行われた1997（平成9）年度の財政再建である。

#### (1) 消費税率引き上げと株価

『日本国債の研究』の第2章で、富田氏は、1997年度の財政再建が景気後退の引き金となったのではない、と断じている。1997年度を論ずるに先立って、富田氏は1996（平成8）年の株安に言及している。

「九六年六月二五日の閣議で、九四年十一月二五日に成立した税制改革関連法で定められたとおりに、九七年四月から消費税率を三%から五%に引き上げることが確認された。この閣議が株価下落の原因、さらには景気後退の原因になったという風説が、後日になって流布されるようになった。…中略…九六年六月末からの株価下落はニューヨーク市場の下げ、日本国内での金利上昇懸念が原因であり、消費税の引き上げを閣議で確認したことが原因ではない。」<sup>(23)</sup>（傍点は、吉澤が付した。）

以上の富田氏の主張に対して、2つのことを指摘したい。

第1に、「経験的理由」によってある「仮説」を実証すること（verification）は不可能であるのみならず、その「仮説」を反証すること（falsification）も、実は、それほど容易なことではない。〔筆者は、この問題を「帰納と合理性」（『広島経済大学研究論集』第11巻第1号、1988年6月）で論じた。〕このことは、自然科学であるか社会科学であるかに関わりなく妥当する。何らかの仮説、或いは説明原理を提示することは、けっこう大変なことなのである。富田氏の論じ方は、こうした認識とは相容れないものである、と筆者には感じられる。同氏は自らの意に沿わぬ主張を断定的に排除し、自らの主張を断定的に提示しているように、筆者には見える。

(23) 富田俊基、同上、50-52頁。

第2の指摘に移ろう。富田氏は、「非ケインズ効果」を論ずる際には、消費者の増税予想をその立論の基礎にしている。減税が為されても、消費者は近い将来増税が行われるに相違ないと予想するために、消費を増やさない、というわけである(3.1.参照)。しかし、消費税率引き上げを論ずる際には、「消費者の予想」よりもはるかに確実性の高そうに見える「消費税率引き上げの閣議での確認」が、投資家の行動に、従って、株価に影響を与えることはなかった、と断じられているのである。

(2) 1997年度の財政再建は景気後退の原因に非ずや？

1997(平成9)年度の財政再建と景気後退に関連して、富田氏は次のように述べている。

「九七年度予算によって約九兆円の国民負担が増大したと指摘されることになった。経済企画庁『日本経済の現況』(九七年一二月)によれば、九七年度の国民負担の増加分は、①消費税率の引き上げで五・二兆円、②三年間にわたって先行実施されてきた特別減税の廃止で二兆円、③九月からの医療保険制度改革に伴う社会保険料引き上げで〇・六兆円、④医療費自己負担増で〇・八兆円、合計八・六兆円と示されている。

これらの約九兆円が九七年度に国庫に吸い上げられたことが、景気後退をもたらしたという主張が通説のように広まった。しかし、この主張は、多分に印象的なものであり、十分な検証を踏まえたものではない。<sup>(24)</sup>(①～④の数字は、吉澤が挿入した。)

ここでも、自らの意に沿わぬ主張を、「通説」「多分に印象的」「十分な検証を踏まえたものではない」というような表現と共に、断定的に排除する、という富田氏の論法が展開されている。しかし、1国の有効需要は「消費」と「投資」と「政府支出」と「輸出超過額」から成り立っている、というのがマクロ経済学における基本認識である。従って、これら4つのもののいずれか、或いはその幾つかが減少し、且つそれを相殺する要因が存在しないとすれば、総有効需要は減少し、デフレ圧力が生じることになる。そうなれば、景気加熱の抑制もしくは景気後退が起る。九兆円ものデフレ圧力があって、それが景気後退の引金にならなかったと主張するのであれば、そうした主張の立証責任はその主張者の側にある。

---

(24) 富田俊基、同上、52-53頁。

マクロ経済学の標準的な見解に従う限り、「約九兆円が九七年度に国庫に吸い上げられたことが、景気後退をもたらした」と考える方がまともなのである。

富田氏はマクロ経済学の標準的な見解を論駁しようと試みているように見える。しかし、その試みは量的にも質的にも全く不十分なものである。その試みが量的に不十分であるというのは、関連する議論がわずか4ページ（『日本国債の研究』、53-56頁）しかないからである。

その4ページにおける議論の質も不十分である。富田氏は「欧米諸国は九七年に日本よりも大規模な赤字削減を行った<sup>(25)</sup>」と指摘している。しかし、これは全く場違いな指摘であって、「九兆円のデフレ圧力が景気後退の引金になったか否か」という問と直接の関わりを持つものではない。

次に、富田氏は消費税率の引き上げの影響を検討している。富田氏の結論は次の通りである。

「九七年七～九月期の個人消費、設備投資はともに、消費税引き上げのショックをほぼ吸収していた<sup>(26)</sup>」

筆者は、上記の結論の当否について争うつもりはない。ただ次のことを指摘したい。1997（平成9）年度の国民負担の増加分が、①消費税率の引き上げ、②特別減税の廃止、③社会保険料の引き上げ、④医療費自己負担の増加、から成り立っているということに言及しておきながら、富田氏は①についてしか論じていない。全く不可解と言う他はない。

もっとも、財政政策の有効性について論ずるに際しては、減税のみを取り上げ、政府支出には言及しない〔3.2.(1)参照〕、景気対策について論ずるに際して、財政政策のみを取り上げ、金融政策には言及しない〔3.2.(2)参照〕ということを考え合わせるなら、上記①～④の要因の内、①について言及すればそれで事が足りるとするのは、富田氏にとってはめくじらを立てるほどのことではないのかもしれない。

以上、3.2.～3.3.の議論をもって、筆者は、1990年代（並びにそれ以降）の日本経済の動きの分析に当って、「非ケインズ効果」という概念は役に立たない、と結論する。

---

(25) 富田俊基、同上、53頁。

(26) 富田俊基、同上、56頁。