

デフレーション下の日本銀行の独立性と 財政規律

奥 井 克 美

要旨

日本銀行の独立性を規定した1998年施行の改正日本銀行法では、インフレーションバイアスを持つ政府に対して、インフレを抑制する日銀の役割が期待された。しかし、デフレーションのもとでは、日銀にもインフレのインセンティブがあり、日銀の独立性が政府抑制機能を十分に持たなくなる。政府と日銀が協調するのは悪いことではないものの、財政赤字を助長する効果がある。政府が国債発行を拡大すると市中の資金需要がひっ迫し通常上昇する利子率が、インフレ目標を掲げる日銀の金融緩和継続によって上昇しておらず、財政支出の負担を軽減しこの拡大を促している。日銀の国債保有比率が50%近くに達しており、政府と日銀の距離が縮まっている。昨今は、政府と日銀が一体となった統合政府による拡張的な財政政策を肯定する理論が台頭してきている。ブキャナン＝ワグナーは『赤字の民主主義』において、ケインズ主義は民主的な政治制度のもとで財政膨張をもたらすとした。この『赤字の民主主義』での指摘がこれら統合政府理論にもあてはまる。選挙での当選に関心のある政治家に利用され、財政赤字に歯止めがかからなくなる。財政規律を取り戻す必要がある。

キーワード：財政規律、統合政府、日本銀行の独立性、ハーベイロードの前提、フィスカルドミナンス

Keywords : Fiscal Discipline, Integrated Government, Independence of the Bank of Japan, Harvey Road Presumption, Fiscal Dominance

1. はじめに

デフレーションから完全に脱却できていないとして、日本銀行が大規模な金融緩和を続けている。長期停滞からの脱却のため日本政府は拡張的な財政政策を取り続けてきた。その結果、世界最大とも呼ばれる政府債務が蓄積された。財政破綻の可能性が囁かれるものの、拡張的な財政政策は継続されている。そして大規模金融緩和維持による低金利が赤字財政の負担を軽くして、財政規律を弛緩させていることが指摘される。一方、拡張的な財政・金融政策にもかかわらず長期停滞から抜け出せないため、一層の拡張的な財政・金融政策を正当化する理論が台頭してきている。この状況を本稿では公共選択論を用いて評価し、政策提言する。

政治の世界にも経済の原理を適用してものごとをみていこうとする公共選択論は、政治的意思決定主体のインセンティブに着目する。選挙での当選に関心のある政治家は有権者の歓心を買うため政府支出を増やし税金取り立てを控えるため、インフレーションバイアスを持つ。日銀政策委員は選挙では選ばれないため、違う効用関数を持つ。日銀の意思決定の独立性を高めるよう制度改正を施してきたのは、政治家の圧力に影響を受けにくい金融政策を実行しようとしたからである。インフレ期は、日銀の独立性は政治家のインフレバイアスを抑えるよう機能する。しかし、デフレ期は、日銀もインフレにしたいので、この抑制機能が働かない。現在の大規模金融緩和で財政規律を弛緩させている状況は、このように政治的意思決定主体の合理的行動で説明できる。

財政を弛緩したままにしていよいのだろうか。最近では、物価水準の財政理論やMMTなど政府と日銀が一体となった統合政府を考え、大規模金融緩和と大規模財政拡大の組み合わせを是とする理論が台頭してきている。しかし、これらの理論は政策意思決定主体が誤らないとするハーベイロードの前提に基づいており、実際に適用するのは危険である。政治家も効用最大化すると問題提起した公共選択論は、政府の失敗や政治の失敗を数多く明らかにしてきた。

Buchanan and Wagner (1977) は、ケインズ理論は理論として間違っ

いないかもしれない。しかし、民主的な政治制度のもとでこの理論に基づく政策は財政膨張をもたらす失敗する可能性が高い、と主張した。同じことが統合政府を考える理論群にも言える。これらの理論は選挙での当選に関心のある政治家に利用され、財政赤字に歯止めがかからなくなる。政府の失敗の可能性を重くみて制度設計すべきで、財政規律を取り戻す必要がある。

本稿の構成は以下のとおりである。第2章でデフレをともなった長期停滞からの脱却を目指し、日本において拡張的な財政・金融政策がとられてきた様子を見る。第3章では、デフレによって政府と日銀の距離が縮まったことを論ずる。金利上昇を引き起こすことが多い財政支出拡大のもとでも低金利が維持されているのは、日銀が大量の国債を購入しているからで、財政状況に引きずられて日銀が国債購入を止められなくなるフィスカルドミナンス（財政支配）に近い状況にあることをみる。そして、1998年施行の改正日銀法でインフレバイアスを持つ政府に対する抑止の役割を期待された日銀が、デフレのもとで、その姿を変容させていく様子を見る。この変容は、財政赤字拡大を助長し、財政破綻の可能性を高める。第4章では、財政破綻を否定する統合政府理論である物価水準の財政理論とMMTを説明する。第5章では、公共選択論を用いてこれらの理論を評価するとともに日銀の行動原理を考察する。統合政府理論は政府が間違えないとのハーベイロードの前提にたつもので危険である。日銀には政府と違う行動原理が期待できるものの、デフレはその違いを縮める。これらを論ずる。第6章では、需要喚起によって長期停滞から脱却できないのか、政策の効果のサーベイと政府の失敗の経験から考える。最近の研究成果は拡張的な政策が必ずしも成功しないことを示しており、ハーベイロードの前提も成り立たないことを示す。第7章では、財政規律を取り戻すための政策提言を行う。第8章で結論と今後の研究課題について述べる。

2. 日本経済の長期停滞、デフレ、財政・金融政策

2.1 日本経済の長期停滞

長期停滞の概念はサマーズが2013年に提起した。リーマンショック以降の

経済回復が遅い。リーマンショック以前のバブルと思われていた時期も低金利・低インフレで需要の停滞がみられた。リーマンショック以前から現在にいたるまで、アメリカは総需要不足による長期停滞状況にある、と。そして総需要を補うためにインフラ投資を行うべきである、とした。

バーナンキはこれに対して、低金利であるのは世界的貯蓄過剰のためである。アメリカ内で今は需要不足でも、資金は海外に流れ、外需による景気回復に期待できるため、政策的対応は不要である、と反論した。しかし、クルーグマンは、日本がそうであるように、流動性の罫のもとでも資金が海外に流れるとは限らず、政策的対応が必要である、としている。2017年、バーナンキは日本についても言及しており、積極的な財政・金融政策を推奨し、自身の貯蓄過剰論を後退させている。

最近のアメリカ経済の好調と金利引き上げは、サマーズのいう長期停滞の状態とは違い、これからの脱却を示唆しているようにみえる。しかし、未だにデフレと低金利から完全に抜け出せていない日本は、長期停滞からの脱却を達成できていないと言ってよいだろう。

日本の長期停滞の要因については百家争鳴状態にある。福田（2018）は、サマーズらの積極的な財政・金融政策の有効性に言及する一方、構造的な問題として特に少子高齢化と巨額に累積した財政赤字をとりあげ、これらが日本の長期停滞の大きな要因であり構造改革が必要であるとする。荒巻（2019）は、経済停滞の原因は過剰な資産の蓄積にあったとし、需要不足ではなく供給力の過剰が問題であった、としている。長期停滞の原因に櫻川（2021）は、金融の劣化をみる。これは銀行を含む外部資金依存度の低下である。バブル期の地価高騰は資産担保価値の拡大による銀行貸し出しを増大させ、不良債権問題を顕在化させた。バブルの崩壊とともに、この不良債権は銀行貸し出しを低下させた。これによる投資の減少が失われた30年という長期停滞をもたらしたのである、と。小川（2020）は、不良債権問題が日本経済低迷の要因ではない。2000年代に入ってバランスシートは改善した。それでも低迷を脱却できないのは、公的年金についての心配が家計の将来不安を増幅させ消費の低迷を招き、これが企業の長期見通しを悲観化させ設備投資の停滞をもたらしたからだ、と言う。石見（2021）は、失われた30年の原

因について「少子高齢化こそが最大の構造的要因（石見（2021），p.146）」と述べている。河野（2022）には、グローバル化にともなう非正規雇用の増大や外需依存が長期停滞の原因である、との記述がある。

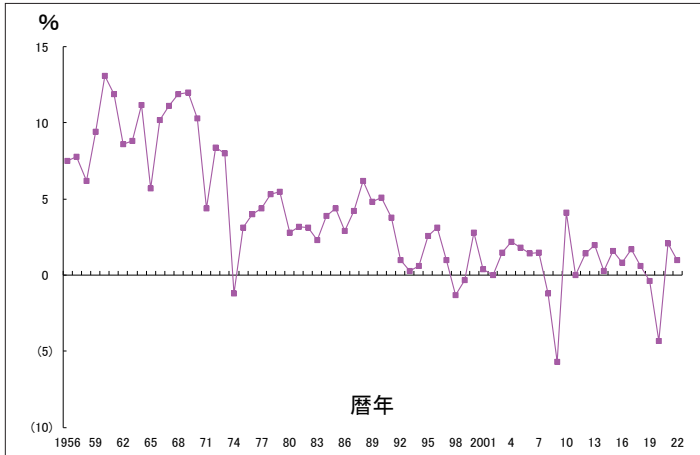


図2-1 1956年から2022年までの日本の経済成長率の推移

（出所）1956年から1994年については内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算（GDP統計），1955年からの需要項目別一覧，増加率，実質暦年（前年比）」
https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2001/qe011/gdemenuja.html（2023年4月9日）。1995年から2022年については内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算（GDP統計），統計表一覧（2022年10-12月期2次速報値），I. 国内総生産（支出側）及び各需要項目，増加率，実質暦年（前年比）」
https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2001/qe011/gdemenuja.html（2023年4月9日）。

図2-1は、日本の実質GDP成長率の推移を示したものである。1950～60年代にかけて高度経済成長を実現した日本経済はオイルショックにより1974年に戦後初めてのマイナス成長を記録する。その後は、高度経済成長期のような高い成長率は達成できなくなった。しかし、その中でも経済が好調であったのが1980年代後半のバブル期である。しかし、1990年代はじめにバブルが崩壊すると、日本経済は長期停滞に陥り現在に至る。政府の公式見解では、その間景気回復期が存在する。一つは、2002年1月～2007年10月のいざなぎ景気と呼ばれる戦後最長の景気回復期で、バブル崩壊からその開始期までを「失われた10年」と呼んだ。もう一つが2012年11月～2018年10月のアベノミクス景気で、バブル崩壊からその開始期までを「失われた20年」と呼ん

だ。しかし、これらの景気回復期は、人々が経済的成功を実感できるものでなかった。バブル崩壊から現在に至るまでの経済停滞を「失われた30年」と呼び、多くの人々がこの感覚を共有している。

2.2 資産価格の高騰とデフレ

景気が悪いにもかかわらず、日本の株価は現在好調である。図2-2に日経平均株価の推移を示した。株価はバブル期に迫ろうという勢いである。

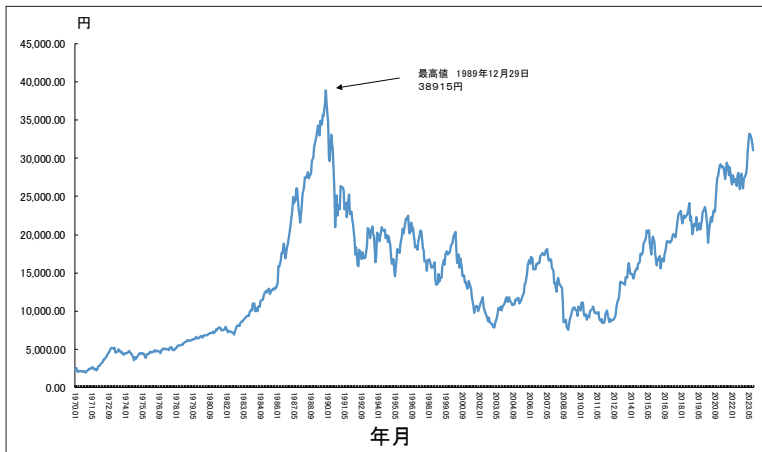


図2-2 1970年1月から2023年10月までの日経平均株価の推移

(出所) 1970年から1999年までは日経平均プロフィール「アーカイブ、ヒストリカルデータ」
<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data> (2022年8月15日)、2000年以降は日経平均プロフィール「指数一覧、ダウンロードセンター、日経平均株価、月次データ」
<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download> (2023年10月25日)。

この現象を小野（2022）は、人々の資産選好で説明する。資産選好とは人々の持つお金や資産そのものへの執着心である。これによって株価は高くなっているものの、人々は財に対して支出せず、経済が停滞している、と。そして、金融緩和でお金が増えても、人々はすでに欲しいものを手に入れており、支出に回さない。日本経済停滞の原因は需要不足であるので、生産能力改善など供給面を重視した政策をとっても経済はよくならない。政府による需要喚起が重要である、としている。

図2-3に主要国の平均賃金の推移を示した。アメリカなどと較べて日本は

賃金が伸びていないことがわかる。これは現下の人口事情を鑑みれば、マクロの総需要曲線が上方にシフトしていないことを意味しており、総需要の不足を示す材料と言えよう。

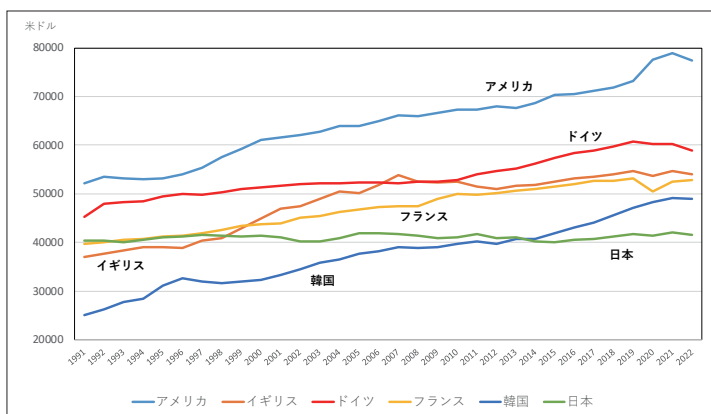


図2-3 1991年から2022年にかけての主要国の平均年収（2016年米ドル基準）

（出所）OECD「Employment and Labour Market Statistics, Average annual wages」
<https://data.oecd.org/earnwage/average-wages.htm>（2024年2月3日）

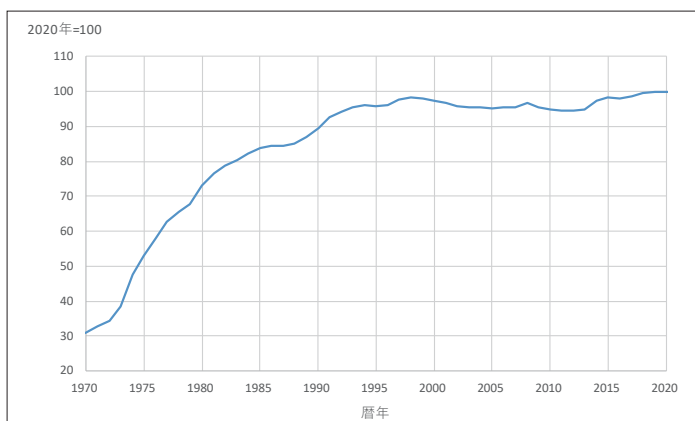


図2-4 1970年から2022年にかけての消費者物価指数、
長期時系列指数（全国）総合

（出所）総務省統計局「消費者物価指数、長期時系列指数（全国）総合」
https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200573&tstat=000001150147&cycle=7&year=20220&month=0&tclass1=000001150150&result_back=1&tclass2val=0（2024年2月2日）

こうしたことを背景にデフレが日本経済を襲った。図2-4の消費者物価指数の動きからわかるように、日本では1990年代から物価が上がらなくなった。最近では、コロナからの経済活動の再開、2022年ロシアによるウクライナ侵攻、そして円安といった要因から物価の上昇がみられる。しかし、デフレから完全に脱却できていないとの判断から、日銀は2024年1月にも金融緩和解除を見送っている。

2.3 日本の金融政策の変遷

経済停滞に対処するため、日銀は大規模な金融緩和を続けてきた。図2-5に政策金利の推移を示した。1999年に日銀は政策金利をほぼゼロにまで下げた「ゼロ金利政策」を採用し、ここから非伝統的金融政策開始となる。2001年3月、日銀は金融政策で主として操作する対象を「金利」から日銀当座預金残高という「量」に変えた。量的緩和の導入であった。リーマンショック後、これはアメリカやヨーロッパにも広がった。

2008年11月にアメリカのFRB（The Federal Reserve Board：連邦準備制度理事会）が始めた量的緩和はQE（Quantitative Easing）1と呼ばれた。2010年11月にQE2、2012年9月QE3が行われた。ヨーロッパも同様の非伝統的金融政策をとった。2013年4月、日銀はQQE（Quantitative and Qualitative Easing：量的質的緩和）というさらに強力な非伝統的金融政策を導入した。これは量的緩和に加えて、長期のリスクのある資産も購入する金融政策である。2016年1月、日銀は超過準備の一部にマイナス金利を適用した。フォワードガイダンス（時間軸政策）は量的緩和に加えて、将来の金融政策の方針を表明することによって人々の期待に働きかける政策であるが、ゼロ金利政策やQQEと併用されている。2016年9月、日銀はイールドカーブコントロール（YCC）をQQEに追加した。これはイールドカーブをステイプ化する政策である。マイナス金利で打撃を受ける金融機関が長期金利で儲けることができるように配慮した。なお、イールドカーブとは満期毎の金利をプロットしたグラフで、長期になるほど貸出しリスクが高まるので、通常右上がりの曲線となる。日本ではQQEによりベースマネーは大きく増えたが、信用乗数の低下によってマネーストックの増加は穏やかである（図2-6）。

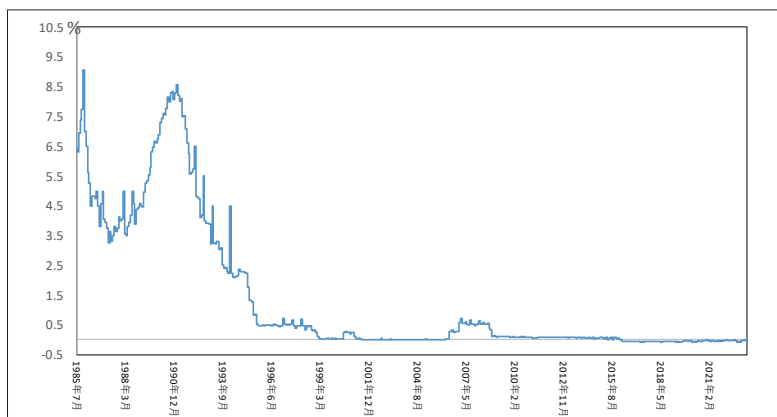


図2-5 1985年7月から2023年9月までの政策金利
（無担保レート・O/N（無担保コール翌日物）月末金利の推移

（出所）日本銀行「主要時系列統計データ表（月次）」https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/fm02_m_1.html（2023年10月25日）

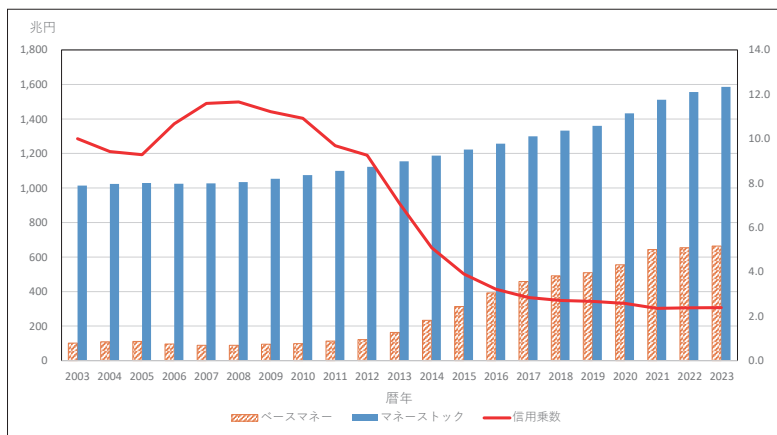


図2-6 2003年から2023年までのベースマネー、マネーストック、信用乗数の推移

（出所）ベースマネーは日本銀行「マネタリーベース」
<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mb/index.htm>（2024年2月28日）のマネタリーベース平均残高、暦年、平均。マネーストックは日本銀行「マネーストック」
<https://www.boj.or.jp/statistics/money/ms/index.htm>（2024年2月28日）のM3／平／マネーストック、暦年、平均。信用乗数はマネーストックをベースマネーで割って求めた。これらをもとに筆者が作成した。

ここでは2013年1月に出された「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」の共同声明に着目したい。いわゆる、インフレターゲット政策で、物価安定の目標を2%と定め、これを導入した。ゼロ金利の流動性の罫の状況にあり、金融政策は無効との議論があるなか、インフレターゲット政策がデフレを克服する手段とされた。当時は、デフレが企業の売り上げを減らし、従業員に支払う賃金が減ることによって総需要の低下が生じ、これがさらにデフレを加速させるデフレスパイラルの状況にあるとされ、このスパイラルからの脱却が急務とされた。ただし、この目標は十分に達成できておらず、2024年1月、植田和男日銀総裁が目標到達の確度は高まっているとしたものの大規模金融緩和を継続するとしたのは、このためである。

2.4 日本の財政状況

経済停滞からの脱却のため、財政も積極策が繰り返された。デフレからの脱却のため2012年12月に政権についた安倍晋三首相は、アベノミクス「三本の矢」を掲げた。「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」である。2013年1月のインフレターゲット政策のための日銀との共同声明も安倍首相のもとでなされている。安倍首相の政策で財政との関連で特筆されるのが、消費税税率の二度にわたる引き上げ延期である。1989年4月に3%で導入された消費税は1997年4月に5%になってから長らく税率が維持されてきたが、2012年、当時政権にあった民主党と自民党・公明党との間で消費税の税率を引き上げる三党合意が交わされ、これを受けて安倍首相は2014年4月に税率を8%に引き上げた。しかし、2015年10月に10%に引き上げられることになっていた消費税税率の引き上げを、景気悪化への懸念から二度にわたって延期し、実際に引き上げたのは2019年10月であった。

2020年に入ってから新型コロナウイルス対策のために大きな補正予算が組まれることになる。一人あたり10万円を給付する特別定額給付金を含む4月の補正予算を皮切りに、2020年度には76.8兆円にもものぼる3回の補正予算が組まれた。2021年度、2022年度にもコロナのため引き続き補正予算が組ま

れ、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻などの影響で物価が高騰しはじめると、2023年度には物価対策のための補正予算が組まれた。

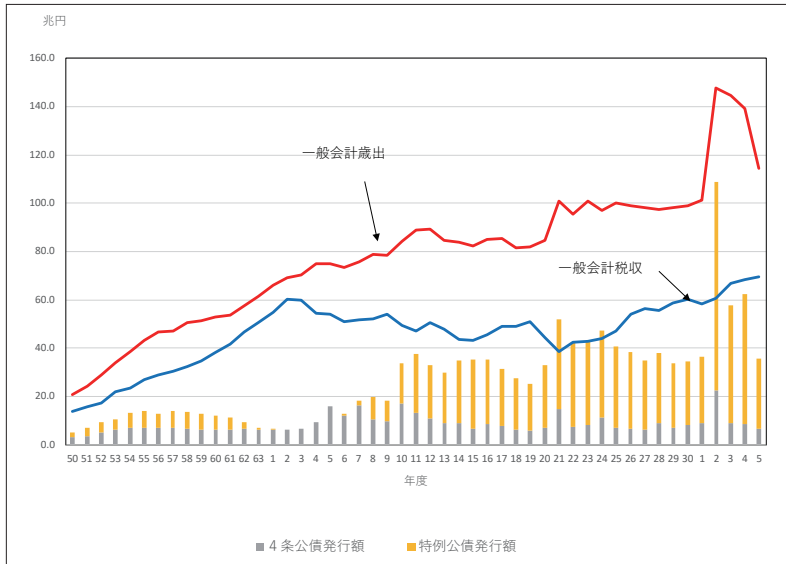


図2-7 一般会計税収、歳出総額及び公債発行額の推移

（出所）財務省主計局（2022）「我が国の財政事情（令和5年度予算政府案）」https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/budget/fy2023/seifuan2023/04.pdf

国の財政状況を見るために図2-7に1975年度以降の一般会計の税収、歳出、国債発行額を掲げた。歳出は一貫して増加しているのに対し、バブル崩壊後から税収が伸び悩み、この図はよくワニの口に例えられる。2020年度に歳出が大きく膨らんでいるのは、コロナ対策補正予算のためで、ワニの口は閉じるどころか、ますます開いてしまっている。その結果、図2-8にあるよう、政府債務残高の対GDP比は200%を越え、先進国中最大となっている。

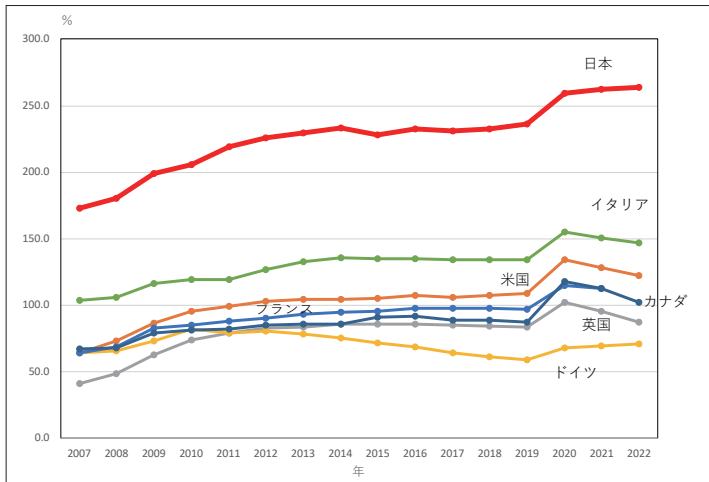


図2-8 債務残高の国際比較 (対GDP比)

(出所) 財務省主計局 (2022) 「我が国の財政事情 (令和5年度予算政府案)」 https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/budget/fy2023/seifuan2023/04.pdf

このように日本の財政状況が悪い。2023年度政府予算は114.4兆円であった。歳入は公債金収入35.6兆円 (31.1%)、所得税・法人税・消費税などの基礎的財政収入が78.8兆円 (68.9%) で、借金が収入の3割である。歳出は国債費25.3兆円 (22.1%)、社会保障や教育などへの支出である基礎的財政支出が89.1兆円 (78.9%) で、借金の元利返済が全体の支出の4分の1近くにまでのぼろうという状況である。

財政状況改善のために現在重要な指標と考えられているのがプライマリーバランス (基礎的財政収支) である。債務償還費と利払い費以外の国債費項目費用をゼロであると仮定してプライマリーバランスを求めると、基礎的財政収入78.8兆円－基礎的財政支出が89.1兆円＝－10.3で、プライマリーバランスが10.3兆円の赤字となる。これがマイナスである限り借金は増え続ける。プライマリーバランスの黒字化、これが財政再建のために現在求められる最大の課題である。

政府は当初、プライマリーバランス黒字化の期限を2011年度としていたものの、積極財政派の麻生太郎首相のもとで延期された。安倍首相のもとで出

された2013年の「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」では2020年度までの黒字化の記述があるものの、安倍首相は後にこれを諦める発言をした。2018年の骨太の方針では2025年度までの黒字化の記述があるものの、コロナ禍のもと2020年の骨太の方針ではこの記述が消える。2021年の骨太の方針では2025年度までの黒字化目標堅持の記述があるものの、それ以降の骨太の方針ではプライマリーバランスの文言が消えている。財政健全化への目途はたっていない。

Reinhart and Rogoff (2009) は、世界各国の長期データを調べ「1800年から2009年にかけて、ソブリン・デフォルトは対外債務について少なくとも250回、国内債務でも68回はあった (Reinhart and Rogoff (2009), 邦訳, p.77)」と言う。日本の財政破綻は起きないとは言えない。2010年代初頭に財政破綻で話題になったギリシャの政府債務残高GDP比率も200%には達していなかった。日本が財政破綻するかどうかについては、様々な見解が存在する。Ito and Hoshi (2020) は、「現在の税率と歳出傾向が継続するとするならば、日本の財政政策は持続可能ではないという分析結果に至っている。

(Ito and Hoshi (2020), 邦訳, p.229-230)」財政の持続可能性とは、政府債務のデフォルトや約束した社会保障の変更などを引き起こすことなく、長期的に現状の支出や税の水準を維持できることを言う。しかし、後にみるようにソブリン・デフォルトはあり得ないので、さらに財政支出を増やすべき、との理論も台頭してきている。本稿では、デフレが日銀の独立性のあり様を変容させ、財政破綻の可能性を高めることを主張するものである。

3. デフレによって縮まる政府と日銀の距離

3.1 フィスカルドミナンス

財政規律の弛緩が中央銀行を巻き込む形で進んでいる。物価上昇をはかりたい日銀にとって、政府支出の増加がその助けとなる。政府支出を増やしたい政府にとって、日銀の金融緩和は金利低下による国債費抑制を期待ができる。

日本政府は大量に国債を発行して支出を行っている。これは民間が利用可

能な貸付資金供給を減少させるため、通常、金利を上昇させる。しかし、日本ではゼロ金利が維持され、そうっていない。これは民間金融機関が保有する国債を日銀が買い取り、民間金融機関に資金供給を行っているからである。図3-1は国債を誰が持っているかを示したものである。国債発行額に占める日銀保有比率は47.3%で、日銀が最大の国債保有主体であることがわかる。民間銀行など32.5%、海外部門14.5%が続いている。

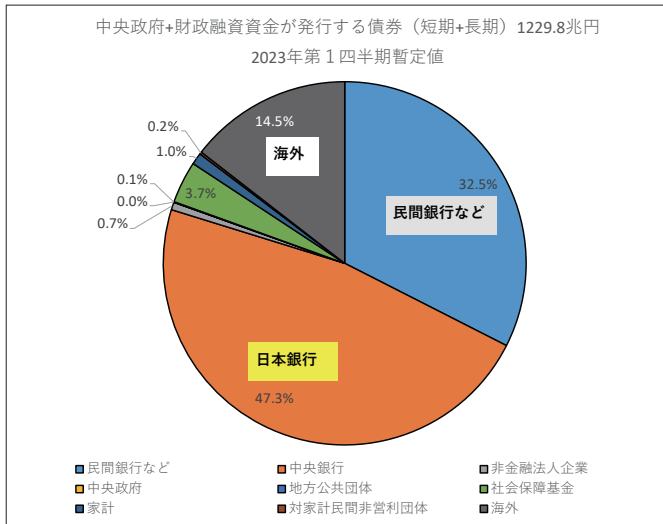


図3-1 各保有主体が持つ国債の割合

（出所）日本銀行「資金循環、時系列、2023年6月27日」

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjlong.xlsx>（2023年9月15日）より筆者作成

財政赤字の穴埋めのために日銀が直接国債を引き受けることを財政ファイナンスと言う。日銀が政府から直接国債を購入することは、財政法によって禁止されている。しかし、民間金融機関が政府から購入した国債を日銀が購入することによって、日銀の国債保有が大きくなり、事実上の財政ファイナンスの状態になっているのではないかと、との批判がある。

政府支出が日銀の国債引き受けによってまかなわれた場合、政府支出によって民間の持つ現金あるいは民間金融機関の預金準備が増加する。すなわち、ベースマネーが増加する。よってマネーストックが増加する。一方、政

府支出が民間金融機関の国債引き受けによってまかなわれた場合、政府支出によって民間の持つ現金あるいは民間金融機関の預金準備が増加する分だけ、民間金融機関の預金準備が減少する。すなわち、ベースマネーが変化せず、マネーストックも変化しない。ところが、この民間金融機関が引き受けた国債を日銀が購入すれば、減少した民間金融機関などの預金準備が回復し、政府支出による民間の持つ現金あるいは民間金融機関の預金準備の増加が残る。すなわち、ベースマネーが増加し、よってマネーストックが増加する。政府支出が日銀の国債引き受けによってまかなわれた場合、政府支出が民間金融機関の国債引き受けによってまかなわれるとともにその引き受けられた国債の日銀購入が行われた場合、途中経過が異なっているとしても、結果において両方の場合に違いがない。こうして巨額の財政赤字があり、日銀が大量に国債保有している現状は、事実上の財政ファイナンス状態であるとして、財政規律の弛緩が憂慮されている。

日銀が買いオペによって民間金融機関などから大量に国債を購入した資金は、民間金融機関などに渡り貸付資金供給を増加させ、金利が低位に保たれている¹。これは大きな国債残高を抱え、毎年、巨額の利子支払いを行っている政府にとっては有難いことである。河村（2023）は、「2016年初時点での財務省の利払費の仮定計算の際に採用されていた前提金利が、黒田日銀がイールド・カーブ・コントロールをやらなかった場合に形成されていた市場金利であると仮定して考えてみましょう。（中略）2016年度の仮定計算時点での利払い見通しであった17.6兆円から、利払い費の実績値の7.3兆円を引いた分だけ、実に10.3兆円相当の利払い費を払わずに済んでいたことがわかります。2022年度という単年度だけで、10兆円余りの金額を負担せずに済ませることができていたのです。（河村（2023）, p.179）」

1 金利が上がらないことは日銀にとっても利があることが河村（2023）や野口（2023）によって指摘されている。金利が上がると国債価格が下がり、大量に国債を保有する日銀は自身の持つ資産価値を大きく減らしてしまう。さらに、日銀は出口戦略を考えて、嘗ては無利子であった日銀当座預金に日銀が利息を払う（付利する）ようになっているので、金利が上がるとこの利払額が大きくなる。こうして金利が上がると日銀は債務超過になる、よって、日銀は金利を上げたくないのだ、と河村や野口は言う。

後に説明する物価水準の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level：FTPL）を中心に、財政支配（fiscal dominance）という言葉がしばしば使われる。財政従属や財政優越という言葉が使われる時もある。財政規律を維持したうえで中央銀行が金利を能動的に操作する財政政策と金融政策の組み合わせが金融支配（monetary dominance）である。これに対して財政規律を放棄して金利を動かさない金融政策をとる財政政策と金融政策の組み合わせが財政支配である。FTPLは、基本的に、ゼロ金利で金利操作の余地がないなかで財政規律を放棄して物価上昇をはかる政策を是とする、財政支配をよしとする政策スタンスである。しかし、金利上昇からの利払い増により財政が破綻に向かう事態に配慮して、中央銀行が国債購入をやめられない状況も財政支配であり、この時両者の関係は政府の意向に日銀が追随する、というようになっている。日銀の独立性が保つことができていない状態と言えよう。

3.2 日銀の独立性とデフレ

日本では、1998年4月に日本銀行法が改正され、日銀は金融政策運営の独立性が与えられた。

日銀については1882年の創立後、1942年の政府コントロールを強化する日銀法改正を経て、1949年に連合国軍最高司令官総司令部（GHQ）の指示により日銀民主化を進める日銀法改正が行われた²。しかし、大蔵省が日銀を監督し、蔵相が日銀総裁の解任権や業務命令権を持つなど、政府による広範な介入主義的な規定はそのまま温存されていた。1995年大蔵省不祥事と住宅金融専門会社などによる大蔵省批判が、日銀法改正の下地をつくることになった。「経営破綻した東京協和信用組合の高橋治則理事長（後に背任容疑で逮捕）から、2人の大蔵官僚が過剰接待を受けていたことが発覚（河浪（2023），p.218）」、「不良債権問題は待ったなしの状況に追い込まれていた。大蔵省は、（中略）住専7社の破綻処理に取り組んだが、公的資金6,850億円の注入を決めた過程が不透明だとして厳しい批判を浴びることになった。

2 日銀の目的は物価の安定と金融システムの安定である。本稿では、前者に焦点をあてる。後者については、木下（2018）に詳しい。

（黒田（2016）, p.33）」

日銀法の改正が実現に至った理由としては、第1に、1980年代後半に生じた未曾有のバブルに対する反省が挙げられる。長期にわたる金融緩和の継続はバブル発生の原因をつくったとの認識が共有されるようになり、そうした事態を避けるためには、金融政策に対する政府の強い影響力を排除する必要があるとの認識が高まった。第2に、中央銀行の独立性強化に向けての世界的潮流である。1970年代に2度の石油危機とスタグフレーション（インフレと景気後退の同時発生）を経験した先進国では、政府の景気拡大的な政策運営から切り離すために各国の中央銀行の独立性を高める機運が高まった。1998年には独立性の高いECB（European Central Bank：欧州中央銀行）が発足した。

新日銀法第3条第1項では「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」と日銀の金融政策運営の独立性が明記された。新法では、金融政策の決定は総裁、副総裁（2人）、審議委員（6人）の9人の政策委員会委員による合議制とし、政府からの参加は議案提出権と議決延期請求権だけを持つ政府委員（2人）に制限した。旧法下では、政府と意見が異なることを理由とする役員解任の余地があったが、新法では、役員の解任事由を、心身の故障その他一定の事由に限定する身分保障条項が盛り込まれた。なお、新法では総裁、副総裁、審議委員はいずれも内閣が任命し、両議院の同意が必要となった（旧法では総裁、副総裁の国会同意は必要でなかった）³。大蔵省の関与は予算の認可程度にとどめ、日銀に対する権限を大幅に縮小した。

中央銀行の独立性を高めることによってインフレを抑えることができる、ということは理論面からも（例えば、Rogoff（1985）、三木谷・石垣

3 2008年の福井俊彦日銀総裁退任時は、衆議院の多数派が自民党で参議院のそれが民主党という「ねじれ国会」で、自民政権側の武藤敏郎副総裁を次期総裁にする案が、武藤氏が財務官僚出身であることに民主党が難色を示し、国会同意を得られなかった。総裁空位期間を経て、白川方明総裁が誕生した。それまで大蔵省を交渉相手として金融政策を運営してきた日銀は国民を代表とする国会と直接対峙することになり、これは新日銀法が日銀に与えた新たな試練の側面である。

(1998)にも数多く紹介されている)と実証面からも(例えば、Alesina and Summers (1993)や高橋(2000))、多くの研究が支持している。日銀法改正はこの効果をねらったものであった。しかし、本稿で問題にしたいのはデフレ期である。

デフレ期は、物価を上昇させたい日銀とインフレバイアスを持つ政府の利害が一致する。実際、2013年1月、政府と日銀の共同声明「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」が発表された。インフレバイアスを持つ政府に対抗するために日銀の独立性を強化したので、これを重んじて政府と日銀の政策連携は認めない、とする考え方はあるかもしれない。しかし、新日銀法第4条は「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らねばならない。」とも明記している。共同声明は法律上問題がない。

ここでは、インフレ期に較べてデフレ期は、中央銀行の独立性が当初期待された姿から変容することを指摘しておきたい。2012年2月の日銀政策委員会・金融政策決定会合で「中長期的な物価安定の目途」を当面1%にすると決定し、白川方明日銀総裁は「インフレーション・ターゲティングと呼びたいければ呼んで構わない(白川(2018), p.541)」としていた。そして「(2012年12月)総選挙が公示された。この時、自民党は「明確な物価目標(2%)を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行う」と選挙公約に明確に謳った。当時野党党首であった自民党の安倍晋三総裁は選挙中、かなり過激な表現を使って日本銀行に対し大胆な金融緩和の実施を要求するとともに、具体的な為替レートの水準に言及しながら円安誘導発言を行った。(白川(2018), p.547-548)」これに対し白川総裁は、2%物価上昇の達成時期明示の圧力に屈しないなどの日銀の独立性に留意しながらも、「さまざまなことを熟慮の末、私は閣僚と日本銀行総裁が署名した何らかの共同文書を公表することはやむを得ないと判断した。(白川(2018), p.552)」総選挙に勝利し政権奪還を果たした安倍首相と白川総裁のもとで、先の共同声明が発表された⁴。

白川総裁は2013年3月に任期満了を待たず日銀総裁を辞任する。安倍首相は後継に自身の政策に近い考えを持つ黒田東彦アジア開発銀行総裁を指名する。「私が野党の総裁として金融緩和を掲げ、マスコミや経済学者からさんざん批判されていた時に、黒田さんは、私の政策を評価していたのです。国際機関とはいえ、政府側の立場の銀行総裁が、当時、野党だった党首の政策を、ですよ。その度胸があれば、そして私と政策が一致できれば、と考えました。しかも、財務省出身ではないですか。だから、財務省も受け入れざるを得ないと思いました。（安倍（2023），p.114）」黒田日銀総裁は2013年4月に銀行券ルールを一時停止する。銀行券ルールとは日銀が保有する国債残高について、銀行券発行残高を上限とするというもので、2001年に導入された財政ファイナンスを規制するルールである。このたががはずされ、黒田総裁は異次元の金融緩和を推し進めていった。

こうしてデフレ期は政府と日銀の利害が一致しやすくなり、拡張的な政策がとられやすくなる。デフレ期に中央銀行の独立性の姿が変容する、ということ意識した制度設計が求められるのではないだろうか。

4 このエピソードは日銀の独立性の維持のために新日銀法だけでは十分でないことを示唆しているかもしれない。一つの解決策は憲法を利用することである。憲法に中央銀行の独立性を記している国がある。スイス国立銀行とECBである。スイス連邦憲法の第99条第2項には「スイス国立銀行は、独立の中央銀行として、国全体の利益に資する貨幣・通貨政策を担う。スイス国立銀行は、連邦の協力及び監督の下で運営される。」とある。欧州連合に関する条約（欧州連合条約）と欧州連合の運営に関する条約（EU運営条約）は、欧州連合の「憲法」とも言われる。後者の第130条には「欧州中央銀行、国の中央銀行及びそれらの決定機関の構成員は、基本条約及びESCB（European System of Central Banks：欧州中央銀行制度）及びECB定款により付与される権限、任務及び義務を遂行する場合、連合の機関、補助機関、部局又は外局、構成国の政府又はその他のいずれの組織からも、指示を求め又は受けてはならない。連合の機関、補助機関、部局又は外局並びに構成国の政府は、この原則を尊重し、欧州中央銀行又は国の中央銀行の決定機関の構成員の任務の遂行について影響力を及ぼさないことを約束する。」とある。ECBが世界で最も独立性が高い中央銀行と言われる所以である。

もっとも本稿が優先したいのは財政健全化であり、憲法改正をしてこれを謳うことを含め財政規律の法制化の方を急ぐべきという考えである。

4. 財政破綻を否定する統合政府理論

デフレが日銀の独立性の姿を変容させ、財政破綻の可能性を高めるというのが本稿の主張である。しかし、財政破綻を否定する議論で最近よく取り上げられるのが政府と日銀を一体のものとみなす統合政府の概念である。政府債務残高が大きかろうと、政府と日銀一体の統合政府を考えるのであれば、日銀が国債の50%を所有しているのだから、政府債務残高は大きく減る。財政余力はあるのであって、政府支出はもっと増やしてよい、といった具合である。財政破綻を否定する統合政府理論として物価水準の財政理論とMMTをとりあげ検討してみよう。

4.1 物価水準の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level：FTPL）

FTPLは物価水準に関与する政府の役割を重視する考え方で、Christopher Simsによって提唱された。岩村（2018）にしたがって説明を加える。

FTPLの出発的となっているのは、貨幣価値決定における政府と中央銀行の財務的な不可分性である。政府と中央銀行の財務は、両者一体となって貨幣価値を支えているし、またそのようにみられているという事実である。

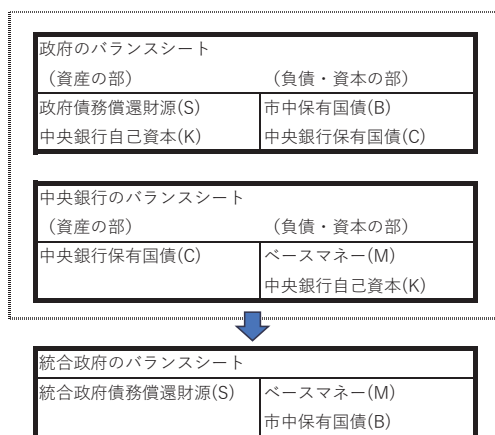


図4-1 統合政府のバランスシート
(出所) 岩村（2018）, p.53より筆者作成

FTPLには、その根本から、政府と中央銀行の協調がビルトインされていると言えよう。

図4-1を用いて説明しよう。まず政府のバランスシートの資産の部にある政府債務償還財源（S）である。FTPLでは、国債が人々に受け入れられている以上は、発行済みの国債に見合う何らかの償還財源についての予想が資本市場で共有されている筈だという考え方に基づいて議論を組み立てる。償還財源は何でもよい。だから、この数字には、普通の意味での税収から政府の経常的な支出を控除した残差についての予想だけでなく、政府がその気になれば処分可能な国有財産の価値や、社会政策や対外政策変更による社会保障費あるいは国防費圧縮可能額など、さまざまなものが含まれていることになる。それらは、具体的な金額として政府の財政計画などに計上されているわけではないが、本気で財政を整理しようとするときには政府債務償還財源として活用できるからである。

そしてこのSは実質値であることが重要だと言う。現在の貨幣価値で評価した金額（名目額）ではなく、実物的な財やサービスの量つまりは実質額で考えるべきということである。政府が提供するサービスと対価である税金は実質ベースで見合っていなければならない。もっとも、提供するサービスと対価たる税収とが単年度で見合っている必要はない。政府が将来に備えて基金を積み立てたり、将来の税収を見合いに前借つまり国債発行を行ったりすることも、それが納得できる収支計画に基づいて行われるのであれば、納税者からも資本市場からも拒否されないであろう。これが政府債務償還財源（S）を実質ベースで考えるとした理由である。バランスシート左側の二番目が中央銀行自己資本（K）である。中央銀行が貨幣発行により得ている利益つまりシニョレッジは、究極的には政府に帰属するというのが、これを表の左側に計上しておく理由である。

続けて政府のバランスシートの右側である。中央銀行以外の金融機関や個人あるいは外国などに保有されている国債を市中保有国債（B）とし、中央銀行保有分を中央銀行保有国債（C）として分けて整理しておく。国債は貨幣ベースで表示される政府の債務証券であり、その大きさは貨幣の量つまり名目額で測るものだということである。

次に中央銀行のバランスシートを説明しよう。左側是对市中与信や金準備など額の少ない資産を無視するならば、中央銀行保有国債（C）となる。左側は、実質ベースの財政的権利である。右側の一段目はベースマネー（M）で、中央銀行発行券と準備預金から成る。右側の二段目は中央銀行自己資本（K）である。返済の必要がない資金調達が自己資本であるが、日本銀行には会社の株式に相当する出資証券があるもののその額は小さく、中央銀行自己資本は過去のシニョレッジの蓄積と言ってよい。

政府と中央銀行のバランスシートを統合して、左右で打ち消し合う項目を消去したのが一番下の統合政府バランスシートである。政府債務償還財源（S）を統合政府債務償還財源（S）と書き直している。統合政府のバランスシートの資産側には、実質ベースでの価値である統合政府債務償還財源（S）があり、負債側は名目ベースの数字であるベースマネー（M）と市中保有国債（B）がある。この両者をバランスさせるように実質ベースの価値と名目ベースの価値との交換比率である貨幣価値（P）が決まるから、

$$S = \frac{M+B}{P}$$

あるいは、

$$P = \frac{M+B}{S}$$

となる。これがFTPLの物価水準決定式である。

中央銀行が国債の買いオペを行ってベースマネー（M）を増やしても、その分だけ市中保有国債（B）が減るので、分子の値が増えず、物価水準（P）を上昇させることはできない⁵。一方、統合政府債務償還財源（S）が低下すれば物価が上昇する。「FTPLはどのようなときに物価が上がると考えるか」と言うと、将来の税収見込みが減ったときです。たとえば、将来減税すると政府が決めたり、橋や道路の建設に大きなおカネをつぎ込むことを新た

5 中央銀行が対価をとらずベースマネー（M）を増やす政策をヘリコプターマネー政策と言う。この場合、分子の値が増え、物価水準（P）が上昇する。ヘリコプターマネーはミルトン・フリードマンによって提起された概念で、パーナンキ（2004）や岩村（2018）などが支持している。

に決めたりすれば、貨幣（と国債）の裏づけに使える税収が減ります。そうになると貨幣の魅力が薄れ、需要も減り、その結果、物価が上がります。（渡辺（2022）, p.31）」「もし物価水準を引き上げることが目的であるならば、ゼロ金利制約下に必要なことは財政の拡大ということになる。（白川（2018）、p.489）」金利が十分に低くなっている流動性の罫のもとで金融政策にデフレ脱却効果が十分に期待できない状況では、財政拡大によるインフレ目標達成をFTPLは正当化する。

4.2 MMT

MMT（Modern Money TheoryあるいはModern Monetary Theory：現代貨幣理論）について説明しよう。特徴は、(1)通貨発行権のある政府にデフォルトリスクはない。したがって、(2)政府は財政収支を気にせず、政府支出を増やすることができる。心配なインフレーションについては、(3)不完全雇用ならインフレは生じない、というものである。これらから、経済停滞期である今、大きな政府支出をすべし、との主張がなされる。代表的な論者はRandall WrayやStephanie Keltonらである。

MMTをより詳細に検討しよう。貨幣には金や銀のような実質的な価値がある実物貨幣と紙幣や預金のように実質的な価値がない名目貨幣がある。後者が支払い手段として価値を持つようになるのはなぜだろうか。この価値は「徴税権」という国家権力によって付与されたもの、とMMTはみる。政府に対する納税において使用が義務付けられているが故に、名目貨幣が価値あるものとみなされている、と言うのだ。「なぜ誰もが政府の「法定不換通貨（名目貨幣のことである）」を受け取るのか。それは、政府の通貨が、政府に対して負っている租税などの金銭債務の履行において、政府によって受け取られる主要なものだからである。租税の不払いに対して課される罰（刑務所行きもある）を避けるために、納税者は政府の通貨を手に入れる必要があるのだ。（Wray（2015）, 邦訳, p.120）」

私たちは通常貨幣を作らないし、作ったとしてもそれで納税はできない。したがって、まず政府が貨幣を使わなければ、私たちは納税すべきお金を得ることができない。「支出が先で、納税は後」というわけである。MMTは

これを「スペンディング・ファースト」と呼んでいる。これは租税の目的が財源確保であることを否定している。そして貨幣は政府と中央銀行によって作られる。私たちが普段使っている千円札や一万円札には「日本銀行券」と書かれているが、これらは中央銀行によって刷られたものである。これらが政府にデフォルトはなく、財政収支を気にせず政府は支出を行ってよい、との考え方につながっている。

MMTは貨幣を債務証券とも考えている。預金は銀行が私たちに出す債務証券であるが、これが貨幣として機能する。銀行にあるコンピュータ上のデータが貨幣となるわけで「キーストロックマネー」と呼ばれたり、無から貨幣をつくることができることから「万年筆マネー」と呼ばれたりする。紙幣も政府の債務証券と考える。政府に対して私たちが持つ租税債務は政府にとって債権であり、私たちが紙幣を政府に支払うことによって、この債権がなくなるからである。政府が国民に対して持つ債権を帳消しにするものという意味で、紙幣を債務と考えるのである。こうした国家に対する納税義務が私たちにはあるという前提がMMTにはあり、国家有機体説を否定する公共選択論と根本が違っている。MMTの浸透をねらう藤井（2019）は、公共選択論の始祖で均衡財政主義を説くBuchananを「我が国日本の政治家や官僚、学者達といった「インテリ」層もまた、このブキャナンの財政思想に「汚染」されていった。要するに、住民達は皆バカで、そんな住民が好きな財政拡大は、不道德なものだ、というイメージが、日本のインテリ層の「常識に」（藤井（2019）, p.76）」になった、と論敵としてとりあげている。

収支を気にせず財政支出を拡大するのはインフレにつながるのではないだろうか。藤井（2019）は次のように言う。MMTは「国債発行に基づく政府支出がインフレ率に影響をするという事実を踏まえつつ、「 taxation」ではなく「インフレ率」に基づいて政府支出を調整すべきだという新たな財政規律を主張する経済理論（藤井（2019）, p.6-7）」である。財政収支ではなく、過剰なインフレにならない程度の財政支出になっているかどうかを財政規律として採用すべきだ、と。政府が意図的に財政政策でもってインフレ率を抑制することが難しいのだから、MMTが言うように、適切なインフレになるまで財政政策を拡大していく、というのは望ましくない、との主張に対し、

「日常的にクルマを普通に運転しているドライバーに「おまえはアクセルを一旦踏み込めば緩められなくなってしまうかもしれない。だからクルマの運転はもう、やめた方がいい」と非難するようなものだ。（藤井（2019），p.69）」としている。

5. 公共選択論による考察

FTPLもMMTも理論としては間違っていないかもしれない。しかし、政治プロセスも考慮に入れて、これらの理論に基づく政策を行うと、失敗する可能性が高いことをこの章では論ずる。Buchanan and Wagner（1977）は、ケインズ理論は理論として間違っていないかもしれない。しかし、民主的な政治制度のもとで、これらの理論に基づく政策は財政膨張をもたらす失敗する可能性が高い、と主張した。同じことがFTPLやMMTにも言えると考ええる。

5.1 ブキャナン＝ワグナーの『赤字の民主主義』

ケインズ理論は、市場にまかせておいても失業がなくなるので、政府が需要を喚起して失業を解消せよと説く。Buchanan and Wagner（1977）は、次のように言う。ケインズ理論はハーベイロードの前提にたつもので、この前提が満たされないのでケインズ政策は失敗する、と。ハーベイロードはケインズの生家があるケンブリッジの地名で、ハーベイロードの前提とは政治家や官僚が望ましい行動をとる、という想定である。

ケインズは少人数の知識エリートによる政策運営を理想としていただけでなく、現実の政府も基本的にはそのように動いていると想定していた。しかし政治家の一番の関心は選挙で当選することである。拡張的な政策は有権者の支持が得られやすいため政治家は喜んでこれを採用する。しかし、景気が過熱してくれば、政治家は政府支出を抑え増税をするといった引き締め政策をとる必要があるにもかかわらず、有権者に不評なこれら政策を採用しない。こうして政府運営はインフレイバイアスを持つことになり、財政が肥大化していく。かくしてケインズ理論は民主主義政治のもとで政策の失敗を導くこ

となる、とブキャナン＝ワグナーは主張したのである。日本財政の窮状は、この公共選択論の見立てがよくあてはまっていると思われる。

この公共選択論によるケインズ批判を、そのままFTPLやMMTに適用したい。これらの理論はハーベイロードの前提にたつもので、民主主義政治のもとで、そのまま適用するのは危険である。これらは選挙での当選に関心のある政治家に利用され、財政赤字に歯止めがかからなくなる。

5.2 日銀の行動原理

政治家や日銀政策委員にハーベイロードの前提を適用すべきでないとして、日銀政策委員の効用最大化はどのような行動になるだろうか。選挙での当選に関心のない日銀政策委員の行動は政治家のそれとは違ってこよう。

Niskanen (1971) は、官僚の効用最大化を予算最大化で近似した。Migué and Bélanger (1974) は、この議論を発展させて官僚が自由に支出できる裁量的財政余剰にも関心を持つモデルをつくっている。これらは最適規模より予算を拡大する官僚行動となる。公共選択論の描く政府関係者像は、公共部門拡大路線一辺倒ではない。Dunleavy (1991) は、予算を縮小する官僚を説明するモデルを提示している。上級官僚の効用は下級官僚と異なり、金銭上の効用よりも仕事上の効用と密接に結びついている。上級官僚はルーティンで煩わしい仕事やステータスの低い仕事には関心がなく、仕事の質やそれから得られる効用に関心がある。したがって、アウトソーシング（業務の外注）によって、よりスタッフ機能（創造的で、長期的視座にたった、裁量権のある仕事）に特化した組織形成戦略をとることがある。この時の官僚の合理的行動は予算の縮小となる、と。柴田・柴田 (1996) や Shibata and Shibata (1997) も、予算を縮小する大蔵省官僚のモデルを提示している。他省庁の官僚のように事業実施に伴う利益を享受できない大蔵官僚のような予算官僚は、予算縮小によって効用を増やすことができる場合がある、と。

Rogoff (1985) は、望ましい中央銀行意思決定者がインフレに対して感応度が高い人で、インフレファイターとしての中央銀行に金融政策の運営をまかせることの重要性を指摘した。中央銀行意思決定者は、Rogoffの提案ほど完全ではないかもしれない。しかし、選挙当選に関心のない中央銀行意思決

定者には、インフレバイアスを持つ政府に対する抑制者としての役割は期待できよう。

政治家と日銀政策委員の効用関数の違いを考慮に入れた制度設計を考えた。インフレ時には、日銀の独立性は両者の競い合いを強め、景気の過熱を抑えるよう機能しよう。しかし、デフレのもとでは、日銀にもインフレのインセンティブがあり、日銀の独立性は政府のインフレバイアスを抑えるように機能しない。これは財政赤字を増やし、巨額の政府債務残高を抱えるという日本の負の部分の助長する。デフレ時には、日銀の独立性だけでは政府に対する抑制が不十分で、さらなるしばりを政府に入れる必要がある。

6. 政策の効果と政府の失敗

しかし、デフレの原因は総需要の不足であるので、拡張的な財政・金融政策が必要ではないか、との議論があり得よう。本章では、この点について考えてみたい。

6.1 政策の効果

まず、ゼロ金利のもとで金融政策には大きな期待をかけられないであろう。Blanchard (2023) は、次のように言う。経済が長期停滞に直面し、金融政策は実効下限制約という限界にある。そして、公的債務の水準は上昇してきたが低金利は継続している。その中では、財政政策がマクロ経済安定化の役割を担うべきだ。低金利は債務の負担を軽減してくれている、と。しかし、ゼロ金利が今後も維持されるかは不透明である。財政の持続性についての認識が楽観的に過ぎる、というのが本稿の立場である。

飯田 (2023) は、高圧経済論に基づき、財政金融政策によって需要面を喚起することを主張する。高圧経済というのはオーカンの1973年の論文 (Arthur M. Okun (1973), "Upward Mobility in a High-Pressure Economy," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 4(1), pp.207-262) にある言葉である。これは供給能力を上回る需要の圧力によって労働力の移動や投資を促進することで生産性、つまりは供給能力そのものを引き上げよ

う、というものである。不況期に職につけなかった労働者が職を得て、労働の経験を積むことによって生産性が上昇する。労働需要増大による賃金上昇圧力によって、企業は労働節約のための技術導入をはかるようになる。そのうえで財政の黒字化を達成するための緊縮を急ぐことは経済成長率を低め、税収の低下をもたらすことで財政健全化をさらに困難にする、と言う。現在、主要国で金利が経済成長率を上回る可能性は少なく、財政破綻の可能性は低い。金利が上昇すればその可能性は高まるものの、そうならないよう金融政策と連携すればよい。財政政策と金融政策は高い連携性をもって運用されるべきで、金融政策の独立性は限定的であるべきだ、と。本稿は、インフレバイアスを持つ政府を抑制する日銀の存在が、適切なマクロ経済政策のためにも財政健全化のためにも重要である、との立場をとる。日銀の独立性を一層強めることを考えたい。

結局、神津（2022）の次の指摘が本稿の立場に近い。高い成長率を狙って行うマクロ安定化政策は十分に効果をあげることができなかった。これは総需要刺激政策の供給面への作用が乏しかったからである。一時の景気拡大より、長期のミクロの政策が重要になる。

櫻川（2021）は、逆に利上げせよ、と言う。櫻川によれば、現在にいたるまでのデフレも貨幣資産需要バブルである。ゼロ金利下では貨幣と国債がほぼ同じ性質を持つ資産となっており、貨幣・国債資産需要バブルと言ってもいい状態である。ゼロ金利下で貨幣が投資に回らず、こういった資産需要に回る流動性の罫にある現状からの脱却策として櫻川が掲げているのが利上げである。政府・日銀は金融引き締めに転じよと言う。名目利子率が上昇すれば、貨幣・国債資産需要に向かっていた資金はタンス預金から余剰資金へと変換し、実質利子率は下がる。こうして利上げはインフレと景気回復をもたらす、と。合わせて円の国際化の推進も提言している。円の信用が高まり海外投資家が日本国債を買うようになれば、やはり資金は国内投資へと向かい、インフレと景気回復をもたらす、と。櫻川が問題にしているのは貸し出しが低迷する「金融の劣化」である。通常の経済は等価交換を基本とする。しかしバブル経済は、交換の対象となる財の価値が人々の期待で増幅されており、本人同士では等価交換のつもりでも、客観的には不等価交換となってい

る。つまり、財の一方的な供与、贈与となっており、櫻川はこれを贈与経済と言い換えている。「低金利の経済学」環境では、財政赤字の利払い負担も抑えられ、日本の財政は悲観的な状態にはならない。しかし、経済の贈与化のもと資金は投資へと回らず、国債残高は増え続け長期停滞は続く。利上げが「金融の劣化」防止につながる、との主張であると考える。財政健全化に大きな優先度を置く本稿の立場からは、金利上昇の誘導はとれない政策である。

財政政策の効果の定量的な分析結果はどうなっているだろうか。宮本（2023）にしたがってみておこう。Ramey（2016）のサーベイでは、米国における財政乗数は0.6～1.5の範囲にあることが示されている。日本に関しては、財政乗数を推定する様々な分析があるが、その大きさについて一致した見解は得られていない。Auerbach and Gorodnichenko（2017）は、1960年から2012年までのデータを用いて日本の財政支出に関する乗数を推定し、短期的には1.0未満、財政ショック発生から2～3年後には1.5程度としているが、最近の期間については結果が不明確で、乗数の不安定性が示唆されている。政府支出の生産力効果（公共投資の蓄積である社会資本が生産要素としてGDPに及ぼす効果）についても、それを認める分析結果があれば、認めないとのそれもあることが紹介されている。

森（2018）も、2000年から2018年までに発表された財政乗数の推定に関する実証分析を展望し、「結果は多様であり、財政政策の効果の大きさに関しては依然としてコンセンサスが得られていない状況である（森（2018），p.62）」としている。拡張的な財政政策を行っても効果があるとは限らないことを指摘しておきたい。

6.2 政府の失敗

今後の政策運営については、ハーベイロードの前提を捨て、政府の失敗を意識してのぞむべきであることも指摘しておきたい。政府の失敗として、戦後期のハイパーインフレーション、オイルショック期の狂乱物価、そしてバブル期とその崩壊を取り上げる。

6.2.1 戦後期のハイパーインフレーション

戦後期のハイパーインフレーションを石（2012）にしたがってみていく。第二次世界大戦の折、政府債務残高のGDP比率は200%を超えるまでに増大した。この時期の国債は日銀による直接引き受けが可能であった。貨幣量の流通が増え、戦後、急激なインフレに見舞われた。「卸売物価指数でみて、1934～36年平均の水準を1とすると、戦後の1951年に342.5倍にまで跳ね上がって、すべての価値のモノサシが狂ってしまった。膨大な国債つまり国の借金証文の価値は、実質的に数百分の一まで下落し文字通り紙切れ同然になった。このことは、国の借金はインフレにより一挙に解消されたことを意味する。（石（2012）, p.85）」財政赤字の解決方法としては、政策上最悪の選択であったとしている。

6.2.2 オイルショック期の狂乱物価

渡辺（2022）は、オイルショック期の狂乱物価の真の原因が日銀によるドル買いと政府の財政拡張にあると言う。狂乱物価は中東戦争とともに訪れた。産油国は原油の価格引き上げと輸出停止を行った。原油価格は大きく上昇した。当時のインフレの原因は原油高である、と多くの人が考えている。「しかし、その後のデータをもちいた検証によって、原油高→狂乱物価という因果関係ははっきりと否定されています。（中略）では、何が1974年の狂乱物価を引き起こしたのでしょうか。真の原因は、日銀による貨幣の供給過剰です。（渡辺（2022）, pp.15-16）」

当時は固定相場制から変動相場制への移行期で、これによって円高になると予想した商社や金融機関は、ドル売り円買いの取引にでた。日銀はそうした動きに呼応するかたちで、大量のドルを買い取り、円を市場に大量に放出するというオペレーションを実施した。また、この当時は、「列島改造」を掲げる田中角栄政権によって大量の財政資金が市中にばらまかれた。日銀によるドル買いと政府の財政拡張による過剰流動性がオイルショック期の狂乱物価の原因である、としている。

6.2.3 バブル期とその崩壊

村松・奥野（2002）は、バブル期における金融政策の失敗を指摘する。1980年代は大幅な日本の経常収支黒字による日米摩擦が大きな問題であった。ドル高円安が原因とみなされ、1985年9月に先進5カ国の間でかわされたプラザ合意によってドル高円安是正が図られた。その結果、円高が進行し日本は円高不況となった。これに対して日銀は金利引き下げで対応した。この金融緩和が行き過ぎであった。プラザ合意によって進行したドル安円高を安定化させるため先進7カ国の間でかわされた1987年9月のループル合意によって、日銀は金利を下げ続けた。こうした国際的な配慮、特にアメリカへのそれは、当時のアメリカの悪くない経済状態を鑑みれば不要で、金利をもっと早く引き上げるべきであったのではないかと⁶。櫻川（2021）も、「1987年の段階で、アメリカとの政策協調を反故にして利上げに転じていれば、事態は大きく変わっていただろう」としている。Bernanke and Gertler（1999）は、日銀が1987年から89年までの間に4%程度であった政策金利を8～10%に引き上げていれば、バブルは抑制できた、としている。

バブルは崩壊していくのだが、小峰（2019）には、「政策的なバブルつぶし」が指摘されている。当時の最大の問題の一つであった地価高騰に対して、大蔵省は1985年から1989年まで数回にわたり金融機関の投機的な土地取引の自粛等を指導したものの地価上昇が止まらなかったため、1990年「土地関連融資の抑制について」の通達を出した。不動産向け融資の伸び率を総貸出伸び率以下に抑えるという、いわゆる総量規制である。その後、地価は下落に転じた。金融政策もバブルつぶしに転換した。日銀は公定歩合を歴史的な低水準であった2.5%から1989年5月に3.25%に引き上げたのを皮切りに、1990年8月までのわずか1年3カ月の間に合計5回にわたる公定歩合の引き上げを行った。特に1990年3月以降の2回の引き上げ幅は大きく、1990年8月には6%に達した。当時の三重野康日銀総裁はバブル退治の功績を称えられ「平

6 しかし、Ito and Hoshi（2020）は、1987年～1988年の消費者物価指数は低かったため、資産バブルを止めるために緊縮的政策が必要とは考えにくかった、また、国際的な圧力があつたかもしれないが、日銀の判断にどの程度影響を及ぼしたかは分からない、としている。

成の鬼平」と呼ばれた。バブル崩壊が後の日本経済に残した傷の大きさから、これらのバブルつぶしも政策の失敗として語られることが多い。

村松・奥野（2002）は、バブル崩壊後の不良債権問題の官民の先送りも政治的・経済的失敗と指摘する。バブル期の過剰融資は、バブル崩壊後に不良債権（回収不能となった貸付金）となって金融機関に重くのしかかった。不良債権問題は「貸し渋り（融資をしぶること）」、「貸しはがし（返済期限前に回収をはかること）」や「追い貸し（貸し出し債権が不良化しているにもかかわらず融資を継続すること）」を引き起こし、日本経済を停滞させた。銀行の意思に反して最終的には国家が介入して不良債権処理を行った国もあるのに対して、日本は不良債権問題を先送りした。政治家・官僚は、1990年代を通じて、不良債権処理と銀行を破綻させることに関する決断がつかないままに事態を先送りしたため、民間金融機関に対して公的資金を投入せざるを得なくなった。金融機関は、この公的資金を利用して、倒産させるべき生産性の低いゾンビ企業を債権放棄で救ってしまった、と。

バブル崩壊後の政策対応の遅延を指摘する議論も多い。櫻井（2023）によると、1991年2月に景気が転換点（山）を迎えたにもかかわらず、政府の「月例報告」は1991年8月まで「引き続き拡大傾向にある」との判断が示されていた。Ahearne et al.（2002）は、1990年代前半にさらなる金融緩和と財政拡大が必要だったとの主張を行っている。岡田・飯田（2004）は、1990年代の金融政策がテ일러ールやマッカラムルールから導かれるそれより過剰に引き締めの的であったことをデータによって確認している⁷。

7 ただし、この点については反論も多い。例えば、白川（2008）は「彼ら（Ahearne et al.（2002））がこの結論を引き出すのに用いたシミュレーションは標準的なニューケインジアン・モデルに基づくものであり、この時期の日本経済を特色づけた最も重要な特徴、すなわち、資産価格の下落に伴う自己資本の大幅な毀損が経済に深刻な影響を与えたルートは組み込まれていない。（白川（2008）, p.409）」櫻川（2021）は、「バブルが崩壊すると、日銀の対応は緩慢であったという指摘は多い。しかし何をもって緩慢であったと結論づけるのかは難しいところである。（櫻川（2021）, p.321）」Ito and Hoshi（2020）は、「日銀は景気の減速を予想していたため、かなり迅速に動いた。公定歩合は、1991年7月に5.5%に引き下げられ、1991年11月には5%に、1991年12月には4.5%になった。公定歩合の引き下げは1992年から1993年にかけてずっと続いた（Ito and Hoshi（2020）, 邦訳, p.172）」としている。

7. 財政規律をとり戻すために

デフレ期には政府と日銀の両方にインフレーションセンティブが生じ、財政赤字が助長される。デフレを拡張的な政策で止めたいが、政策の効果がはっきりしない。むしろ政府の失敗を意識して財政規律をとり戻したい。どうすればよいだろうか。

公共選択論からの政策提言は、政府の肥大化に制限をかけるルール、例えば均衡財政法の採用である。ルールは長きにわたって持続するので、それらの選択の際に人々は不確実性のヴェールという将来の不確実性に直面することになる。不確実性のヴェールのもとでは、人々はかなり長期的視点にたった選択を行うので、自分たちを縛るルールの選択が合理的になる。こうして公共選択論は、政府を縛るルールへの人々の合意を提言する。

具体的にはどうすればよいだろうか。財政規律の問題を正面から扱った齊藤（2023）から考えてみよう。政府支出の大幅な拡大のもとでも、なぜ金利や物価水準が上がらなかったのか。齊藤（2023）は、政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」によって説明することを試みている。家計は政府の発行する国債を資産と考え、これを大量に購入した。家計の貸しっぱなしである。このため国債価格の高騰・金利の低下が生じるとともに、資金が財購入に回らず物価も安定した。家計の旺盛な国債購入によって、政府は税収の裏付けがなくとも財政支出を拡大することができた。政府の借りっぱなしである。政府支出は拡大させたものの、財需要が増えず、景気は低迷することとなった。齊藤（2023）は借りっぱなし貸しっぱなしといった状態をモデル化している。そして、こうした状態から財政規律を取り戻そうとすると、金利や物価が一気に高騰するので、現状維持が望ましくはないものの改善の策であると言う。しかし、第二次世界大戦中や敗戦直後の物価高騰のように政府の借りっぱなしの状態が維持できなくなる緊急事態に備えた危機対応マニュアルが必要であるとしている。そして、第二次世界大戦中や敗戦直後の物価高騰からの脱却が財政規律の回復によってもたらされたとして、そのマニュアルには財政規律が重要な要素となることが主張されている。齊藤（2023）からは、財政規律の今すぐの回帰は導かれないであろう。しかしな

がらマクロ経済政策を今すぐに変更しないものの、財政規律回復に向けての法整備を進めることと、齊藤（2023）の主張は矛盾しないであろう。

Buchanan and Wagner（1977）は、均衡財政ルールを盛り込んだものに憲法を修正せよ、と提言する。日本でも自由民主党が2005年に発表した「新憲法草案」には、財政の健全化が提示され、2012年に採択された「憲法改正草案」にも明記されている⁸。しかし、2018年に発表された自民党「たたき台素案」では、(1)「自衛隊」の明記、(2)緊急事態対応の強化、(3)参議院の合区解消、(4)教育環境の充実、が示され財政健全化は入っていない。Buchanan and Wagnerの提言をそのまま採用するならば、日本でも財政健全化を盛り込んだものに憲法を改正せよ、ということになろう。

しかし、日本において憲法の改正は非常にセンシティブな問題であり、すぐの実行を考えるのは現実的でないかもしれない。筆者は、1997年に成立した財政構造改革法の復活がよいのではないかと考えている。橋本龍太郎内閣時の1997年6月に財政構造改革会議が発足し、そこでまとめられた歳出や国債発行の削減案をもとにした財政構造改革法（財政構造改革の推進に関する特別措置法）が成立した。財政構造改革法では、国と地方の財政赤字を合わせて対GDP比3%以下にして赤字国債の発行を制限するなど、2003年までの財政健全化目標が定められた。ところが1997年にはアジア通貨危機、そして、北海道拓殖銀行や山一証券など大手金融機関が経営破綻した金融危機が起こったため、小渕恵三内閣時の1998年「財政構造改革の推進に関する特別措置法の停止に関する法律」が制定され、財政構造改革法は凍結され現在に至る。復活の機運を盛り上げるために、まずはプライマリーバランスの黒字化目標を明確にするところからはじめたい。骨太の方針にプライマリーバランスの黒字化を明記することがその第一歩となろう。

8 複数年度予算も合わせて提案されている。複数年度で予算を策定し、各部局が単年度で使い残した予算を当該部局の次年度の新規事業に充当することを認める制度である。

8. 結論と今後の課題

デフレはこれを反転させたい日銀とインフレバイアスを持つ政府を同じ方向を向かせる。政治家は有権者の歓心を買うために拡張的な財政政策をとる。1998年施行の新日銀法は政治家からの影響を受けずに日銀が金融政策をとれるようにし、このインフレバイアスを減じた。しかし、デフレのもとでは日銀もインフレを目指す。拡張的な財政政策と金融緩和の組み合わせが両者に得となる。日銀の独立性は政府拡大を抑制するように機能しなくなる。日銀による大量の国債購入・保有は、金利を低位に保ち、政府による支出拡大を容易にしている。こうしてデフレは政府と日銀の相互作用を変化させることで財政赤字の拡大を助長している。そして、これは財政破綻の確率を高めている。

デフレ脱却を優先して政府と日銀の一体性を是とする理論が台頭している。FTPLやMMTは、政府と日銀が一体となった統合政府が拡張的な財政政策と金融緩和の組み合わせを選択することに理論的正当性を与えている。しかし、これらの理論はハーベイロードの前提にたつもので危険である。

ブキャナン＝ワグナーの『赤字の民主主義』は、ケインズ理論は理論として間違っていないかもしれない。しかし、選挙での当選に関心のある政治家に利用され、この理論に基づく政策は財政膨張をもたらす失敗する可能性が高い、と主張した。同じことが統合政府を考える理論にも言える。これらは民主的な政治制度のもとで財政破綻の確率を高める。

デフレから脱却して税収が増えれば、財政状況が改善する。そちらを優先すればよい、との議論をどう考えればよいだろうか。最近の研究は拡張的な政策が必ずしも成功しないことを示している。政策が失敗に終わった過去を踏まえて、政府の失敗を考慮に入れた制度設計をすべきである。財政規律を取り戻すことによって政府を抑制し、財政破綻の可能性を減らすべきである。

今後の研究課題について記す。第1に、デフレが政府と日銀の相互作用を変化させるかを仮説検定することである。政府と日銀の関係がデフレによって競争的なものから協力的なものに変化するのか、データを用いて調べたい。そのためには、それを扱うことができるモデル構築が必要になる。

第2に、政府と日銀の関係の変化が財政赤字に影響を与えているのかを、第1の点と同様、仮説検定することである。本稿の趣旨からは、政府債務残高の伸長からデフレによる政府・日銀関係の変化によるそれを抽出する必要があり、作業は簡単ではないだろう。

第3に、日銀の行動原理を定式化することである。本稿では、政府と違う行動原理を日銀がとると指摘しただけで、日銀の行動を表すモデルを提示できなかった。これができれば、分析は発展しよう。

総じて、本稿で論じたことを仮説検定型スタイルの論文へとつなげていくことが今後の課題である。

参考文献

- Ahearne, A. et al. (2002), "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s," *International Finance Discussion Papers*, No. 729.
- Alesina, A. and Summers, L. (1993), Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2, pp. 151-162.
- Auerbach, A. and Gorodnichenko, Y. (2017), "Fiscal multipliers in Japan," *Research in Economics*, Vol. 71, No. 3, pp. 411-421.
- Bernanke, B. and Gertler, M. (1999), "Monetary policy and asset price volatility," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Vol. 84, pp. 17-51.
- Blanchard, O. (2023), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, Cambridge: MIT Press (田代毅訳 (2023) 『21世紀の財政政策：低金利・高債務下の正しい経済戦略』日本経済新聞出版).
- Buchanan, J. and Wagner, R. (1977), *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*, New York: Academic Press (深沢実・菊池威訳 (1979) 『赤字財政の政治経済学：ケインズの政治的遺産』文真堂, 大野一訳 (2014) 『赤字の民主主義：ケインズが遺したもの』日経BP社).
- Dunleavy, P. (1991), *Democracy, Bureaucracy and Public Choice: Economic Explanations in Political Science*, London: Harvester Wheatsheaf.
- Ito, T. and Hoshi, T. (2020), *The Japanese Economy, Second Edition*, Cambridge: MIT Press (祝迫得夫・原田喜美枝訳 (2023) 『日本経済論』東洋経済新報社).
- Migué, J. and Bélanger, G. (1974), "Towards a General Theory of Managerial Discretion," *Public Choice*, Vol. 17, pp. 27-51.

- Niskanen, W. (1971), *Bureaucracy and Representative Government*, Chicago: Aldine Atherton.
- Ramey, V. (2016), "Macroeconomic Shocks and Their Propagation," in Taylor, J. and Uhlig, H. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2, pp. 71-162.
- Reinhart, C. and Rogoff, K. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press (村井章子訳 (2011) 『国家は破綻する：金融危機の800年』 日経BP社).
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, pp. 1169-1189.
- Shibata, H. and Shibata, A. (1997), "The Budget Minimizing Bureaucrat: The Japanese Case of the Invisible Hand," in Blejer, M and Ter-Minassian, T. (eds.), *Macroeconomic Dimensions of Public Finance: Essays in Honour of Vito Tanzi*, London: Routledge, pp. 40-69.
- Sims, C. (2016), "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence," <http://sims.princeton.edu/yftp/JacksonHole16/JHpaper.pdf> (2023年9月10日)
- Wray, R. (2015), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems, Second Edition*, New York: Springer (島倉原監訳・鈴木正徳訳 (2019) 『MMT現代貨幣理論入門』 東洋経済新報社).
- 安倍晋三 (2023) 『安倍晋三回顧録』 中央公論新社
- 荒巻健二 (2019) 『日本経済長期低迷の構造：30年にわたる苦闘とその教訓』 東京大学出版会.
- 飯田泰之 (2023) 『財政・金融政策の転換点』 中央公論新社.
- 池尾和人 (2017) 「財政政策と金融政策の相互連関」『三田学会雑誌』 Vol. 110, No. 3, pp. 209-228.
- 石弘光 (2012) 『増税時代：われわれは、どう向き合うべきか』 筑摩書房.
- 井上智洋 (2019) 『MMT：現代貨幣理論とは何か』 講談社.
- 岩田規久男 (2021) 『資本主義の未来』 夕日書房.
- 石見徹 (2021) 『日本経済 衰退の構図』 東京大学出版会.
- 岩村充 (2018) 『金融政策に未来はあるか』 岩波書店.
- 江口允崇・畑農鋭矢 (2022) 「財政の持続可能性とは何か?：横断性条件、ドーマー条件、物価水準の財政理論」『フィナンシャル・レビュー』 No. 150, pp. 19-45.
- 岡田靖・飯田泰之 (2004) 「金融政策の失敗が招いた長期停滞」 浜田宏一・堀内昭義・内閣府経済社会総合研究所編 『論争日本の経済危機：長期停滞の真因を解明する』 日本経済新聞社, 第5章, pp.149-201.
- 小川一夫 (2020) 『日本経済の長期停滞：実証分析が明らかにするメカニズム』 日本経済新聞出版.

- 翁邦雄（2013）『日本銀行』筑摩書房.
- 小野善康（2022）『資本主義の方程式』中央公論新社.
- 河浪武史（2023）『日本銀行 虚像と実像』日本経済新聞出版.
- 川野辺裕幸・中村まづる編著（2022）『公共選択論』勁草書房.
- 河村小百合（2023）『日本銀行：我が国に迫る危機』講談社.
- 木下智博（2018）『金融危機と対峙する「最後の貸し手」中央銀行：破綻処理を促す新たな発動原則の提言：バジヨットを超えて』勁草書房.
- 黒川和美（2013）『官僚行動の公共選択分析』勁草書房.
- 黒田晃生（2016）「日本銀行の金融政策（1994～1998年）：「日本銀行法」改正と金融システム危機」明治大学『政経論叢』第84巻第1・2号, pp. 33-76.
- 神津多可思（2022）『日本経済 成長志向の誤謬』日本経済新聞出版.
- 河野龍太郎（2022）『成長の臨界：「飽和資本主義」はどこへ向かうのか』慶應義塾大学出版会.
- 小寺剛・出水友貴（2017）「物価水準の財政理論と政策に関する諸議論」『ファイナンス』Vol.53, No.9, pp.42-48.
- 小峰隆夫（2019）『平成の経済』日本経済新聞出版社.
- 小峰隆夫・村田啓子（2020）『最新日本経済入門』日本評論社.
- 齊藤誠（2023）『財政規律とマクロ経済：規律の棚上げと遵守の対立をこえて』名古屋大学出版会.
- 櫻井宏二郎（2023）『日本経済論：史実と経済学で学ぶ〔第2版〕』日本評論社.
- 櫻川昌哉（2021）『バブルの経済理論：低金利、長期停滞、金融劣化』日本経済新聞出版.
- サマーズ, ローレンス=ベン・バーナンキ=ポール・クルーグマン=アルヴィン・ハンセン=山形浩生（2019）『景気の回復が感じられないのはなぜか：長期停滞論争』世界思想社.
- 塩路悦朗（2018）「物価水準の財政理論と非伝統的財政・金融政策：概観」『PRI Discussion Paper Series』No.18A-07, pp. 1-30.
- 柴田弘文・柴田愛子（1996）「予算過程の「見えざる手」」『公共選択の研究』第27号, pp.4-23.
- 白川方明（2008）『現代の金融政策：理論と実際』日本経済新聞出版社.
- 白川方明（2018）『中央銀行：セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社.
- 白塚重典（2023）『金融政策：理論と実践』慶應義塾大学出版会.
- 関根照彦・岡本三彦（2002）『スイス連邦憲法概要』参議院憲法調査会事務局.
- 高橋智彦（2000）「改正日銀法と中央銀行の独立性」『公共選択の研究』第34巻, pp. 31-42.

- 高橋洋一（2019）『財政破綻の嘘を暴く：「統合政府バランスシート」で捉えよ』平凡社。
- 釣雅雄・宮崎智視（2009）『グラフィック財政学』新世社。
- 中曽宏（2022）『最後の防衛線：危機と日本銀行』日本経済新聞出版。
- 野口悠紀雄（2023）『日銀の責任：低金利日本からの脱却』PHP研究所。
- バーナンキ, ベン・高橋洋一訳（2004）『リフレと金融政策』日本経済新聞社。
- 福田慎一（2018）『21世紀の長期停滞論：日本の「実感なき景気回復」を探る』平凡社。
- 藤井聡（2019）『MMTによる令和「新」経済論：現代貨幣理論の真実』晶文社。
- 三木谷良一・石垣健一編著（1998）『中央銀行の独立性』東洋経済新報社。
- 宮尾龍蔵（2017）「財政・金融政策運営をセットで分析する意義：「シムズ提案」から学べべきこと」『NIRAオピニオンペーパー』, No.30, pp. 1-7.
- 宮尾龍蔵（2019）「財政と金融の協調：緩和長期化のもとでのリスクと意義を考察する」『NIRAオピニオンペーパー』, No. 41, pp. 1-10.
- 宮本弘暁（2023）『日本の財政政策効果：高齢化・労働市場・ジェンダー平等』日本経済新聞出版。
- 村松岐夫・奥野正寛編（2002）『平成バブルの研究（下）』東洋経済新報社。
- 森泰二郎（2018）「財政乗数についての諸議論」『ファイナンス』2018年7月号, pp. 59-63.
- 薬師寺公夫・坂元茂樹・浅田正彦編集代表（2017）『ベーシック条約集2017』東信堂。
- 湯本雅士（2023）『新・金融政策入門』岩波書店。
- 渡辺努（2017）「シムズ理論の意義と課題」『月刊資本市場』No. 380, pp. 4-14.
- 渡辺努（2022）『物価とは何か』講談社。
- 渡辺努・岩村充（2004）『新しい物価理論：物価水準の財政理論と金融政策の役割』岩波書店。