

日本における財政赤字の膨張とMMT

——1990年代を中心として——

星 野 富 一

はじめに

IMFの世界経済見通しによると¹⁾、新型コロナ・ウイルスによるパンデミックによって2020年の実質GDPは世界全体で前年比約-3.3%となるなど大幅な落ち込みを示した。戦後の世界経済が初めてマイナス成長となったのは、100年に一度の危機と言われる世界経済危機の影響を受けた2009年が恐らく最初であるが、その年でさえ-0.094%であった。それに対して-3%という数字は、今回の経済成長の落ち込みが如何にすさまじいものであったかを如実に示している。またその内訳を見ると、新興諸国が約-2.2%であるのに対して、先進資本主義諸国は-4.7%に達している。世界全体の輸出入額も-8%であった。輸出入がマイナスになるのも極めて異例の事態なのである。

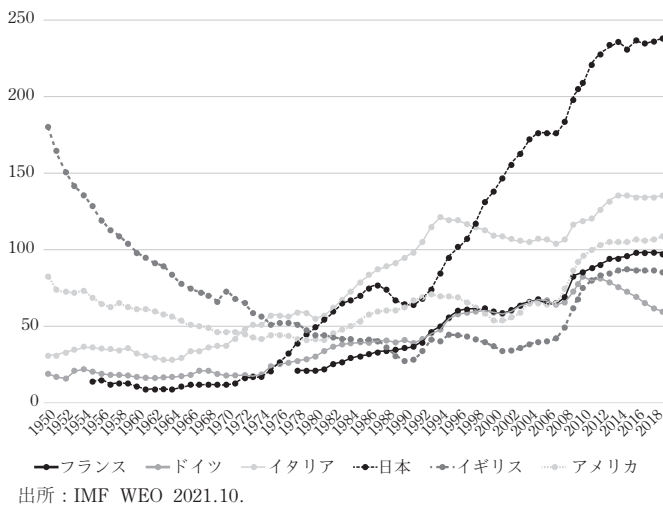
各国ではこうしたパンデミックへの対策として、医療機関への財政支援、大規模な景気対策、中小企業向けの所得保障、失業給付金の上乗せや定額給付金など巨額の財政支出を余儀なくされた。

また以上のパンデミックへの対処の結果、各国の財政における歳出額も急増している。最近のIMFブログでは、「2020年3月以降、政府はパンデミックの中で財政支援を提供するために16兆ドルを費やし、世界の中央銀行

1) IMF, World Economic Outlook, April 2021.

は合計で7.5兆ドルのバランスシートを増やした。財政赤字は第2次世界大戦以来最大であり、中央銀行は過去10年間の合計よりも過去1年間に多くの流動性を提供してきた。これは絶対に必要だった²⁾というのである。こうした歳出の急増や歳入不足を埋め合わせるため、各国とも国債増発や借入金等、中央政府や地方政府の長期債務残高も急増している。政府部門が抱える財政赤字はコロナ禍の中で急膨張しているのである。中でもそれが先進国において突出しているのは、周知の通り、日本なのである(図1)。

図1 先進諸国の一般政府債務残高の対GDP比 1950-2019



こうした日本を始めとする各国での財政赤字の膨張に対しては、新古典派経済学などの主流派から、将来における長期金利の上昇による財政破綻やハイパー・インフレの発生などについて、強い懸念が表明されている³⁾。

2) <https://blogs.imf.org/2021/07/20/seizing-the-opportunity-for-a-pro-growth-post-pandemic-world/>

それだけではない。それらとは経済学の理論体系を全く異にするマルクス経済学派からも、財政赤字の膨張を懸念する声が上がっている。例えば、日本における代表的なマルクス派の経済学者である神野直彦氏と金子勝氏からも既に20年前の共著の中で、「2000年度末に国と地方の債務残高は約645兆円、実にGDPの約1.3倍に達する。この水準は第2次大戦突入時の水準に匹敵し、主要先進国中、日本は最悪の債務残高になる」との認識が示されていた⁴⁾。そして、「もはや短期間では返せないほど、財政赤字は巨額に上っている。では、あり得る選択肢は何か」と問い、「これ以上、財政赤字を増やさないが、直ぐには財政赤字も返さないという政策」「つまり一種の債務〈凍結〉に近い状態を作り出し、時期を限定せずに長期間で財政赤字を返済してゆく」債務管理型国家が提唱されていたのである⁵⁾。

こうして、経済学派の如何を問わず、財政赤字の膨張が将来に齎すかもしれない悪影響に対する懸念が高まる中、何ら財政赤字の拡大を懸念するには及ばないという、ランダル・レイ氏に代表されるMMTなど反緊縮学派が昨今、急速にその影響力を拡大しつつある⁶⁾。しかも彼らからは、就中、

3) 日本の巨額の財政赤字と累積債務の持続可能性に関する強い危機感と、財政再建の必要性等を強調する主流派の経済学者や民間エコノミストによる文献は枚挙にいとまがないが、ここではその一部だけを挙げておこう。小林慶一郎「日本の財政の持続性と経済成長について：サーベイ」(RIETI Discussion Paper Series 13-P-004, 2013年3月)、吉川洋「オオカミ少年」(『ファイナンス』2017.9)、同「ポストコロナの国民負担〈議論避けられない〉」(朝日新聞, 2020年7月20日)、伊藤隆敏『日本財政〈最後の選択〉』日本経済新聞出版社、河村小百合「巨額の赤字国債は問題ないのか」(『都市問題』2020年9月号)など。

4) 神野直彦・金子勝『財政崩壊を食い止める』(岩波書店, 2000年), 3ページ。

5) 同前, 42ページ。

6) アメリカではランダル・レイ氏(代表的な著書としてL. Randall Wray, *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* 2nd edition, 2015 [L. ランダル・レイ著, 島倉原監訳, 鈴木正徳訳『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社, 2019年])やステファニー・ケルトン氏(代表的な著書としてStephanie Kelton, *THE DEFICIT MYTH: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, 2020 [ステファニー・ケルトン著, 土方奈美訳『財政赤字の神話 MMTと国民のための経済の誕生』早川書房, 2020])を代表とし、また日本でも岡本英男氏(代表的な論考に「赤字財政を恐れてはならない 今こそ〈MMT〉による〈完全雇用〉政策を実現すべき」『週刊エコノミスト』Online「とことんMMT(現代貨幣理論)」2019年6月17日。ほか著作多数)、中野剛志氏(「巻頭解説〈現実〉対〈虚構〉MMTの歴史的意義」(ランダル・レイ『現代貨幣理論入門』ほか)、松尾匡氏

先進国の中でも財政赤字の膨張が著しい日本の財政政策こそは彼らの理論の正しさを実証するモデルケースとして、好んで言及されている。先進国の中でも突出した財政赤字を抱えた日本を見ても、長期金利の上昇やハイパー・インフレを懸念するには及ばないというのである。こうした反緊縮派から見れば、財政赤字の膨張が将来、財政破綻やハイパー・インフレを引き起こすかもしれないと「ほとんどあり得ない」事態を懸念し、危機を声高に叫ぶ経済学者たちは、(言葉は悪いが) あたかも「オオカミ少年」と五十歩百歩ということにもなるのであろうか⁷⁾。

それはともかくとして、本稿ではこのレイ氏が日本の財政政策や財政赤字について述べているごく最近の論文を取り上げ、その主張がどこまで妥当性を持つのかを検討することが課題である。レイ氏のこの論文は、2021年1月22日に開催された「東京経済大学経済学部120周年記念シンポジウム」において Modern Monetary Theory and the COVID-19 Crisis と題して行われた彼の基調講演の際の下敷きにされた論文であり、Yeva Nersisyan との共著，“Has Japan Been Following Modern Monetary Theory Without Recognizing it? No! And Yes.” (東京経済大学経済学部120周年記念シンポジウム組織委員会訳「日本は知らずに現代貨幣理論を使ってきたのか？ そうではなく、またそうでもある」)⁸⁾ である。彼はそこで、MMTの視点から、1990年代のバブル崩壊以降、今日までの日本の財政政策を考察している。ここには、MMT派としての彼の立場が遺憾なく発揮されているのであ

(「反緊縮三派の議論の整理」(『景気とサイクル』2019年11月、など多数)、佐藤一光氏(「<MMT>は誤解されている 赤字容認より重要な完全雇用」とは何か(『週刊エコノミスト』Online「とことんMMT(現代貨幣理論)」2019年6月17日)ほか)などがMMTに好意的な論陣を張っている。各氏とも、多くの著書や論文を執筆している。

- 7) 吉川、前掲「オオカミ少年」は、繰り返し「財政危機」を叫びながら(幸いにも)危機が訪れない現状に対する自虐ネタのようにも見えつつ、実はこのイソップ童話の最後には実際にオオカミが現れ羊が食べられてしまう(つまり財政危機が発生する)というのがオチになっている。
- 8) levyinstitute.org/publications/has-japan-been-following-modern-money-theory-without-recognizing-it-no-and-yes (翻訳C:/Users/Administrator/Downloads/insertedEventimage.asp.pdf.)

る。ただ本稿ではその論文をすべて取り上げるだけの十分な余裕はないので、以下では、日本の財政赤字の急膨張が始まった1990年代についての考察が行われている部分（第1節から第3節）を中心に紹介しつつ、検討することを目的とする。2000年代以降の日本の財政赤字問題に関しては、もし別な機会があれば取り上げることにしたい。

一 レイ論文の課題

レイ氏の論文はまず第1節「イントロダクション」で、MMT派の経済学者たちがこれまで、大きな財政赤字や政府債務残高が、倒産や高金利、インフレに繋がらない国の例として日本を挙げてきたが、この日本の事例は政府の財政赤字の危険性に関する主流派経済学の現実からはかけ離れているという。しかし、そうだからといって、この議論から日本がMMTを実施しているとみるのは誤解であり、実際にも麻生太郎財務相(当時)を始め日本の政府関係者たちはいずれもそれを否定しているという。そしてレイ氏は、以下では巨額の財政赤字と債務を生み出した日本の財政政策の失敗を批判し、それは如何にMMTの主張とは異質でかけ離れたものであり、誤った政策であったかを強調するのである。すなわち、「日本は政策全体ではMMTの提言に従ってはならず、MMTが提案するものと全く逆の政策を適用してきたと考える。MMTの処方箋は、完全雇用と成長を促す強力な財政刺激策(と雇用保証)であるが、日本は景気後退に直面した際には一時的かつ十分ではない財政刺激策を行い、景気が回復し始められるときには必ず緊縮財政を行うという、ストップ・ゴー型の財政措置を一貫して選択してきた。これを赤字と債務が大きすぎるという信念によって正当化した」⁹⁾のである、と。要するに、日本の財政赤字は政府がストップ・ゴー政策という誤った財政政策を採用したが故に生じた事態なのであり、決して

9) イエヴァ・ナーシジャン&ランダル・レイ, pp. 1-2。

日本政府がMMTの政策を採用したからではないというのである。さらに、それに加えて、MMTの主張と財政赤字との関係について、次のようにもいう。「MMTはしばしば大きな財政赤字と同一視されるが、我々はMMTが〈財政赤字支出〉を政策手段とはしておらず、その政策提言が必然的により大きな赤字をもたらすわけではないことをはっきりさせたい。同様に、日本が財政赤字を計上し、債務を積み上げているからといって、MMT政策に従っているわけではないことも示したい。日本が大きい赤字と債務を抱えているのは、積極的な財政政策をしたためではなく、積極的な財政政策をしなかったためである（傍点は引用者）」¹⁰⁾と。しかし、こうしたレイ氏の批判は日本が1990年代当時に行った景気刺激政策の実態と照らし合わせた場合、果たして妥当なものだろうか。疑問を抱かざるを得ないが、その点はまず措き、1990年代以降の日本経済の動向や日本の財政政策に関するレイ氏の主張を具体的に検討していくことにしよう。

二 レイ氏のクラウディング・アウト論批判

レイ氏は、日本の財政政策を検討する前にまず、国家予算に関する主流派経済学の主張が如何に誤っているかが、日本の事例を取り上げることによって明白になるという興味深い主張を行っている。主流派のクラウディング・アウト論を批判する第2節「負債、利子率そしてインフレ」がそれである。以下、この節をまず検討することにしよう。

レイ氏によると、主流派経済学者は2つのクラウディング・アウト論を主張している。まず第1のクラウディング・アウト論は、政府部門と民間部門が限りある実物資源を巡って競合しているため、大幅な財政赤字はインフレを引き起こすというものである。これが実物資源に関するクラウディング・アウト論である。また、第2に、政府部門と民間部門は限られた

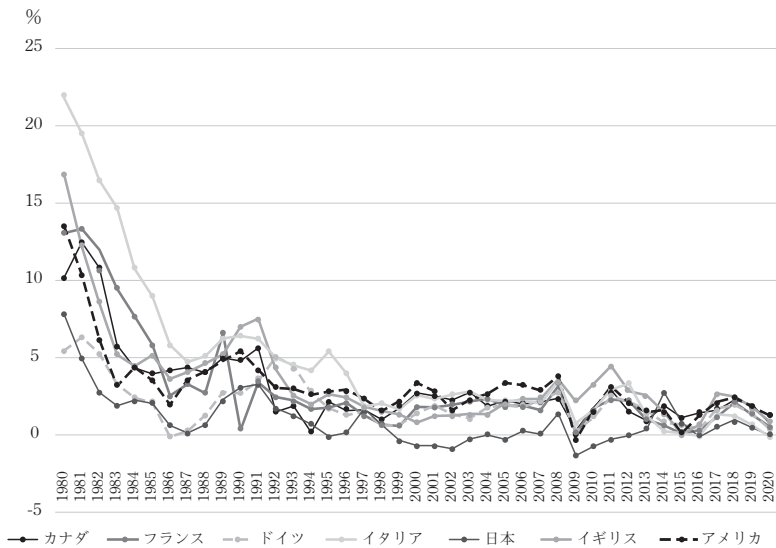
10) 同前, p. 2。

額の貸付可能資金を巡っても競合しているため、政府部門の赤字は、それを埋めるための債務が金利を押し上げるというのである。これは金融のクラウディング・アウト論である。最後に、財政赤字の支払いを「貨幣発行」に頼ることは、ハイパー・インフレや通貨危機に繋がりがねないため、最悪の戦略だというのである。

以上のような主流派のクラウディング・アウト論に対してレイ氏は、以下に述べるような日本の財政赤字の現状から、明らかにそうした主張が妥当しないと批判している。

すなわち、日本の財政赤字(政府長期債務残高)の対GDP比率は、1980年の50%強から2018年の235%にまで上昇しており、世界で最も高い水準にある(前掲図1, 参照)。他方、日本のインフレ率は一貫して低く、数年間はマイナスに転じてさえもいる(図2)。また、財政赤字比率の上昇にもかかわらず、長期金利は1990年の7%からほとんど0%にまでなり、近年では

図2 先進諸国のインフレ率 1980-2020



出所：IMF World Economic Outlook Database October, 2021.

図3 日本とアメリカの長期金利（10年国債利回り）の推移 1980-2019



ほぼマイナスにさえもなっているからである(図3)。以上よりレイ氏は次のように結論づける。

こうした日本の「動向は主流派の予測とは整合的ではなく、国債金利は負債拡大に対する〈市場〉の恐れには依存せず、主に中央銀行の態度に依存し、政策的な変数であるというMMTの中核的な主張の1つを裏付けている¹¹⁾、と。

そして、こうした日銀の金利に連動する長期国債金利の低下の結果、政府の長期債務残高の増加にもかかわらず、政府の利払いはむしろ減少している¹²⁾。したがって国債費や利払い費の増加によって「赤字が手に負えなくなる」という主流派の予測とは逆の結果が出ている」というのである。また逆に、1970～1980年代に負債比率が低かったにもかかわらず、日銀の金

11) 同前, p. 3.

12) 同前, p. 4, 及び財務省「日本の財政関係資料(令和3年版)」「20. 国・地方の公債等残高対GDP比の推移」, 参照。

利が高かったために、利払いが増加していたことの説明が付くというのである。こうしてレイ氏は、主流派の主張するクラウディング・アウト論は誤りであると主張すると共に、さらに日本の長期金利が低く維持されたのは、それと連動している日銀の金融政策によって可能とされたものであると主張しているのである。

まず第1の実物的クラウディング・アウト論から見てみよう。確かに不況期には一方では過剰生産能力が大量に存在すると共に、他方では、多くの失業者が存在し、労働力の供給余力も大きい。こうした状況下では、政府が財政赤字を拡大して大規模な景気対策を実施したとしても、限られた生産手段や労働力を巡って政府と民間企業が競合しインフレを引き起こすという事態は考えにくいであろう。しかし、こうした総需要の拡大が持続し、やがて景気拡大のピーク時に生産手段や消費手段の需給が逼迫して物価が上昇したり、労働力の需給が逼迫して実質賃金が増加し、逆に利潤率の低下が起きたりする、といった事態は決してあり得ないことではない。景気循環の局面の如何に応じて、インフレが起きないこともあり、また逆に激しいインフレが起きることもありえよう。

しかし、日本のバブル崩壊後の1990年代には、非金融企業部門が大規模な過剰生産能力を抱え、また企業が過剰労働力を抱え大規模な雇用リストラを行っていたりしたため、高い失業率が続いていた。こうした時期であれば、公共投資の拡大によって民間部門の投資と競合し、実物的クラウディング・アウトが発生する懸念はほとんどなかったといって良いであろう。その意味では主流派に対するレイ氏の批判は適切であったといえる。

また第2の金融クラウディング・アウト論についてはどうだろうか。日本の長期金利が極めて低い水準に維持されたのは、確かにレイ氏のいうように、日銀の超金融緩和政策によるものであると言い切っても良いであろう。政府部門と民間部門が限られた貸付可能な資金を巡って競合し、長期金利の上昇によって民間部門の投資が排除される状況では全くなかった。それどころか、日銀が長引くデフレからの脱却のために、金融機関から大

量の国債を買い入れ資金の供給を行ったにもかかわらず、巨額の内部留保を抱える非金融企業部門による金融機関からの借り入れ資金需要はほとんど発生しなかった。こうした状況下では、金融のクラウディング・アウトも起きようはずがないのである。

しかし、日銀の超金融緩和政策に若干付け加えると、果たして世界経済の動向とは無関係に日銀だけが単独でそうした政策を実行できるものであろうか。2000年のITバブル崩壊や2007-8年における世界金融危機など、大規模な金融危機が発生している中で、グローバル資本主義が不安定化していたことなども考えれば、むしろ、日米を始めとする各国間での金融協力の下で大規模な金融緩和が行われたとみるべきではなかろうか。日本の長期金利が傾向的に低下した同じ期間について米国長期金利（10年国債利回り）の推移を見ると、時々で上下動はありつつも、1990年初めには長期金利が約9%であったのに、それ以降一貫して低下傾向を示していたからである（図3）。就中、最近の10年間におけるこの10年債の利回りは、少なくとも1972年以降では過去最低水準に止まっている。密接な関係にあるアメリカ経済に対して日本の円相場や金利が連動していることは周知の事実であり、日本の金利だけがアメリカの金融政策とは無関係に動いているというのは事実と反する。日米の長期金利も両国間でのインフレ率の違いなどから短期的に見ればズレが生じることはありうるにせよ、長期的には両者が密接に連動しているというのが事実であろう。昨近、アメリカではインフレ率が急激に高まっており、FRBが量的緩和政策を縮小し、今年早々にも利上げに動くのではないかとみられている。これに対して日本は、利払い費をできる限り低位に維持するため、量的緩和政策の縮小は何としても先送りしたいのが山々であろう。そうした日米間の金融スタンスの違いから、為替相場も徐々に円安方向に触れ始めている。しかし、アメリカの量的緩和政策の縮小にも拘わらず、日本だけが現在の異次元の量的緩和政策を維持するとすれば、今後それが日本国内におけるインフレ率を加速させたり、円安による日米間での貿易収支赤字の増大から両国間の貿易摩

擦を引き起こすことにもなりかねない。しかし、そうなれば、日銀も否応なしに量的緩和政策からの出口戦略に向けて動かざるを得ないであろう。MMTにはそうしたグローバル資本主義の枠組みの中で各国がどういう政策を採りうるのかについての視点がややもすると乏しく、閉鎖経済的ないしは一国主義的な思考法に留まる嫌いがありはしないだろうか。対外関係に関しては変動為替相場制を採用すれば国際関係からの影響が遮断され、主権通貨の権限が守られ裁量的な財政政策を維持出来る、といったわけでは決してないのである。

ところで、レイ氏はこの節の最後に、財政赤字の対GDP比率が高いため国債の格付けが引き下げられ、債券市場からの締め出しや長期金利の引き上げなど、資金調達面での悪影響を受けることはないのかどうかという問題にも言及していた。その場合には、日米が格付機関によって格付けが引き下げられたことは事実だが、国債の金利に有意な影響が生じたことはないと言い、何ら問題がないと断定している¹³⁾。しかし、今後、日米の国内での経済情勢や世界における安全保障や政治経済等の環境が激変した場合にも、何らの影響もないとは断定出来ないであろう。国債の格付けや長期金利などの発行条件も、「あくまで現時点では」という留保付きで考えなければならないはずであろう。

三 日本の1990年代の財政政策と財政赤字に関するレイ氏の見解

それではレイ氏のこの論文におけるハイライトとも言うべき第3節「MMTとは正反対の日本の財政政策」の検討に入ろう。この節は、1990年以降の日本の財政政策を批判的に検討することが主要な課題だが、その前にまず彼は、アバ・ラーナー氏の有名な機能的財政論やその理論を踏襲するMMTの財政論を簡単に紹介している。それによれば、機能的財政論とは、

13) 同前, p. 5。

予算編成は税収と支出が均衡していることが健全」なのではなく、「公共の利益のための政策を追求する〈機能〉であるべきだ」という考え方である。財政収支の均衡それ自体は決して自己目的ではなく、目的はあくまで「公共の利益のための政策を追求」することにあることを強調している。ここでは、財政赤字や累積債務残高が増大したからといって、財政が不健全な状態にあるわけでは決してないことを強調したいのであろう。

財政の機能が「公共の利益を追求する」ためにあることについては、私も異議を唱えるものではない。しかし、そうだからといって財政赤字の膨張に対する歯止めについては、ここでは言及のないことが懸念される。財政赤字の膨張に対する歯止めについての言及がないというのは、それはラーナーの場合にもその問題を考える必要がないと考えていたからであろうか。

全く歯止めがないと見るのは語弊があるのかもしれない。確かにMMTの場合には、完全雇用状態下でインフレが発生する場合には、増税を実施し総需要の拡大を抑制すると主張しているからである。しかし、この増税の実施にあたっては、特に政府の裁量による増税では、そもそもインフレ率が何パーセントを超えれば増税を行うのかが問題にならざるを得ないはずである。前もって増税をする基準を決めておかなければ、いたずらにずると問題が先送りされる可能性がないとは言えないからである。また、増税が政府によって意志決定されたとしても、増税のための法案の作成手続きや議会での審議など、様々な民主主義的手続きが必要となるから、実施までには相当に長い時間を要するであろう。さらに、選挙の前にはどの政党であっても増税には及び腰になるであろうから、増税は選挙後に先送りされる可能性も高い。またそもそも、有権者の側にはMMTの財政政策は「フリーランチ」だと誤解して政策を支持する向きも少なくはないだろうから、増税が政策課題になっただけで有権者からの抵抗感は強まることが予想される。こうした諸事情を縷々考慮すれば、特に民主主義制度の下では、増税に対する政治的な困難は極めて大きいことが予想される。

こうした指摘に対しては、例えば次のような反論が行われている。すなわち、増税には単に政府の裁量による増税だけではなく、累進課税制度の下での景気自動安定化装置の1つであるインフレによる所得増加により、自然増税のメカニズムが働くという主張がそれである¹⁴⁾。しかし、こうした自然増税のメカニズムが働くためには、累進税率が高い税制度でなければうまく機能しないであろうが、今日のような累進税制が緩和された状態では、自然増税のメカニズムは機能しにくいと考えられる。またハイパー・インフレの歴史をたどって見ても、そのメカニズムによってハイパー・インフレがコントロールされたという事実は寡聞にして知らないし、むしろ破滅的な危機に見舞われたというのが事実であろう。いずれにせよ、財政赤字や累積債務残高が無制限に膨張し拡大する場合、その経済的帰結がインフレか、長期金利の急騰か、あるいはまた通貨危機かはわからないが、やがて何らかの経済危機によって「公共の利益を追求する」財政の本来的な機能が損なわれてしまわないとも限らない。それだけに、財政赤字の歯

14) 佐藤一光氏は前掲論文の「論点(2) インフレは起きないか」の中で、次のように述べている。やや長いが引用しよう。まず「レイによれば財政赤字を増やす際に、J G/E L Rという方法を使えばインフレ圧力は高まらないという。」(注：J Gとは Job Guarantee の略で政府が全ての失業者に対して一定の賃金で保証する職の保障、E L Rとは Employer of the Last Resort の略で最後の雇い手であり、以下合わせて J G/E L R によって完全雇用が実現可能であるという。)[「J G/E L R で雇用される人々は働いていなかったとしても失業給付などを受けて生活が保障され、消費を行っている。だから J G/E L R を行ったとしても総需要は変化しない。他方で、働いていなかった人々が生産に従事するようになるので、総供給は増加する。総需要が変化せずに、総供給が増加するのであれば、それはインフレ圧力ではなくでデフレ圧力になる。」「仮にインフレ圧力が高まったとしても、租税と J G/E L R にはインフレを沈静化させる自動安定化機能がある。インフレ圧力が高まればおのずから税収が増えて、購買力を削ぐことになる。J G/E L R 支出も減少して、財政収支は改善する。財政収支の改善は失業率の上昇を招く。その結果、相対的に高い賃金の職を得ていたものが、相対的に賃金の低い J G/E L R で雇用されることによって購買力が削られるとともに生産費用は低下することになる。こうしてインフレは沈静化するという仕組みだ。」と。

自然増税のメカニズムによるインフレ抑制効果については、既に本文中で批判したのでここでは触れない。J G/E L R でも、インフレが進めば所得が増加して税収が増え、インフレを沈静化させる効果があるというのは興味深いメカニズムだが、しかし、いずれにせよ自然増税のメカニズムで激しいインフレが抑制されるというのは、歴史的な事実によっても確認されたとは言えない。また自然増税による財政収支の改善により失業率の上昇が生じるという降のメカニズムについての説明は、必ずしも明確とは言えない。

止めが欠けていることについて一応の懸念を表明しておくことは重要であろう。

それは兎に角として、こうした機能的財政論を踏まえてMMTは、以下の財政政策における3つの柱を建てている、とレイ氏はいう¹⁵⁾。

- (1) まずMMTは完全雇用（「雇用保証プログラム」）を優先し、雇用創出を目標とした財政政策を用いること。
- (2) MMTはまたゼロエミッションの達成を含む「グリーン・ニューディール計画」への支出を推奨すること。
- (3) 最後に、MMTの財政政策には、各国ごとの問題に取り組むべき一連の「社会的セーフティーネット」プログラムが含まれるべきこと。

これら3つの柱は確かに重要であり、MMTがこれらを重視して財政政策を実施していくということ自体は意義のあることだと言えよう。

以上、幾分前置きが長くなったが、早速レイ氏による日本の財政政策の検討に入ろう。多くの経済学者や政策立案者は、MMTが強力なツールになり得ると考える財政政策が有効ではなかったことを日本が実証したと信じているが、それはレイ氏によると日本がバブル崩壊後の1990年代以降に行った景気刺激策があまり成果を上げなかったことに起因しているのだという。それによれば、1990年代に、日本は「大規模な財政刺激策と思われる」いくつかの政策を発表したものの、それには少なくとも2つの問題点があった。まず第1に、「実際の景気刺激策への支出額は明らかに発表された額を下回った」こと、第2に、「景気が回復し始めると思われるたびに、景気刺激策のプラグがあまりにも早く抜かれてしまい、景気回復を妨げた」のであり、「実際、日本の財政政策は、一見拡張的に見えるが、実際にはこの期間かなり緊縮的であった」というのである¹⁶⁾。

以上のうちの第1点について具体的に見ていくと、ポーゼン氏の著書¹⁷⁾

15) 同前, p. 5。

16) 同前, p. 6。

などを引用しながら、政府によって公表された景気刺激策には公共事業のための土地取得費なども含まれており、GDPを直接増やす効果があるとされる実際の刺激策（真水 Mamizu）の2倍ないしはそれ以上に誇張されていたというのである。ポーゼン氏がその著書の「表2.4 1990年代の公表済み景気刺激パッケージ」（表1）で挙げている具体的な事例を紹介すれば、例えば1993年4月13日発表の景気刺激策は15兆円であった。しかし、その内訳は、真水は5兆820億円でパッケージ総額のわずかに39.6%で、公共投資刺激策部分は4兆2,100億円であり、また1995年9月20日発表の景気刺激策12兆8,100億円の内訳は、真水は8兆円でパッケージ総額の62.50%に過ぎず、公共投資刺激策部分は0円だという具合である¹⁸⁾。

表1 1990年代に公表された（日本の）景気刺激パッケージ

	1992/3/31	1992/8/28	1993/4/13	1993/9/16	1994/2/8	1995/4/14	1995/9/20
経済状況							
為替相場（円/ドル）	132.92円/ドル	123.26円/ドル	113.4円/ドル	104.45円/ドル	108.66円/ドル	104.15円/ドル	103.25円/ドル
公定歩合（%）	3.75%	3.25%	2.50%	1.75%	1.75%	1.75%	0.50%
日経500株価指数	19,799円	18,000円	20,919円	20,502円	20,660円	16,304円	18,198円
公表された景気刺激パッケージ総額	3,900億円	10兆7,000億円	15兆2,300億円	6兆4,180億円	6兆200億円	4兆8,000億円	12兆8,100億円
真水	0円	4兆2,400億円	5兆820億円	1兆5,000億円	0円	2兆7,000億円	8兆円
パッケージ総額に対する真水のシェア	0.0%	39.60%	33.40%	23.40%	0.00%	56.30%	62.50%
GDPに対する真水のシェア	0.0%	0.90%	1.10%	0.30%	0.00%	0.60%	1.60%
公共投資刺激策の部分	0円	2兆1,000億円	4兆2,100億円	1兆2,680億円	5兆7,100億円	na	0円

出所：Adam S. Posen, *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute For International Economics, September 1998, p. 42（訳書，63頁）。
（アダム・S.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，65-66頁）。

17) Posen, Adam S.(1998), *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute For International Economics., pp. 41-45.

18) *ibid.*, p. 42.（訳書，63頁）。

また、第2点については、「1997年の財政緊縮政策」¹⁹⁾という表現をも用いているように、1997年に消費税が5%へと引き上げられたことを指して、緊縮政策であると見なしている。しかも、その「緊縮政策」の結果、バブル崩壊後の不況からの回復途上にあった景気が腰折れしてしまったというのである。

以上レイ氏は、1990年代の日本の財政政策について、景気刺激策が実施されたと大々的に公表されつつも、その実際の事業（「真水部分」）は極めてわずかな規模に過ぎなかっただけでなく、1997年には景気刺激策とは正反対の緊縮政策を採用してしまったこと、の2つの問題点によって景気刺激策は完全な失敗に終わってしまったと述べているのである。このことをレイ氏は「ストップ・ゴース的な財政政策」²⁰⁾であったとも表現している。しかし、こうした1990年代日本の財政政策に対するレイ氏の評価は、妥当なものだったのだろうか。

四 1990年代日本の財政赤字膨張とその原因

まず第1点で、景気刺激策における実際の事業規模は公表された景気刺激策の数分の一に過ぎなかったとし、そのことが景気回復に繋がらなかった大きな理由だと見做しているようである。しかし、1990年代の日本の財政政策に関する福田慎一氏らの詳細な研究²¹⁾によって見ても、ポーゼン氏やレイ氏による、日本の財政政策に対する以上のような評価は、(その効果のほどは兎も角として)総事業規模の点から見ても必ずしも妥当なものではないように思われる。以下、その要点を紹介しておこう。

それによれば、1990年代の主な経済対策は9度に亘って実施されている

19) ナーシジャン&レイ, p. 6.

20) 同前, p. 10.

21) 福田慎一/計聡「日本における財政政策のインパクト—1990年代のイベント・スタディー—」(日本銀行金融研究所『金融研究』2002.9)。

(表2)が、その「第1の特徴は、1993年9月と1995年4月の経済対策を例外として、経済対策の総事業規模は回を重ねるごとに大規模なものとなった」ことである。1990年代末の経済対策の規模は、1990年代初めの経済対策の規模と比較して2倍近くにまで拡大したのである。すなわち、宮澤喜一内閣の下で実施された1992年8月の「総合経済対策」は、当時としては過去最大規模の経済対策であり、総事業規模は10兆7,000億円であった。これに対し、小渕恵三内閣の下で実施された1998年11月の「緊急経済対策」は、減税分を含めて23兆9,000億円、また減税分を除いて17兆6,000億円にも達していた。またやはり同じ小渕内閣の下で実施された1999年11月の「経済新生対策」では、総事業規模は18兆円であり、減税分を除けば1998年11月の緊急経済対策に匹敵するものとなっているという。

しかも、その経済対策では、「その効果をより高めたいという考えから、各経済対策の規模は少なくとも前回の規模を上回るべきだという議論が一般化し、それが総事業規模を回を重ねるごとに増額させる大きな要因となった。その結果として、財政支出の規模は1990年代を通じて飛躍的に拡大

表2 1990年代の主な経済対策

名称	時期	首相	事業規模
総合経済対策	1992年8月	宮沢喜一	10兆7,000億円
新総合経済対策	1993年4月	宮沢喜一	13兆2,000億円
緊急経済対策	1993年9月	細川護熙	6兆1,500億円
総合経済対策	1994年2月	細川護熙	15兆2,500億円
緊急・円高経済対策	1995年4月	村山富市	—
経済対策	1995年9月	村山富市	14兆2,200億円
総合経済対策	1998年4月	橋本龍太郎	16兆6,500億円
緊急経済対策	1998年11月	小渕恵三	23兆9,000億円
経済新生対策	1999年11月	小渕恵三	18兆円

出所：福田慎一・計聴「日本における財政政策のインパクト」（日本銀行金融研究所『金融研究』2002年9月）、60ページ、表1。

し、結果的に巨額の国債残高を生むことになった（傍点は引用者）」²²⁾ というのである。

また、これをさらに補完するものとして第2の特徴が挙げられている。

すなわち、「第2の特徴は、各経済対策の事業規模を決定する過程で、当初に見込まれていた金額が減少したことは一度もなく、最終案が決定されるまでに数兆円単位で必ず増額されたことである。」「(事業規模が明確にされなかった1995年4月の緊急円高対策を除く)すべての経済対策で当初の金額が、最終決定までの間に複数回にわたって増額された……。また、最終的な増額は、少ない場合でも当初の2割増、多い場合には8割近くの増加になっている。その中で最も増額が大きかったのは、1992年8月の総合経済対策と1999年11月の経済新生対策である。前者では6～7兆円という自民党政務調査会の当初の表明から20日間余りの間に10兆7,000億円に膨れ上がり、後者では10兆円超という当初の首相方針表明から1ヶ月余りの間に18兆円となった。特に、1992年8月の総合経済対策では、8月28日午前中に最終的な決定が行われる直前の数日間に8兆円超から10兆7,000億円へと2兆円を超える上積みが行われ、その後の経済対策決定過程での規模増額の先例となってしまった。」と。

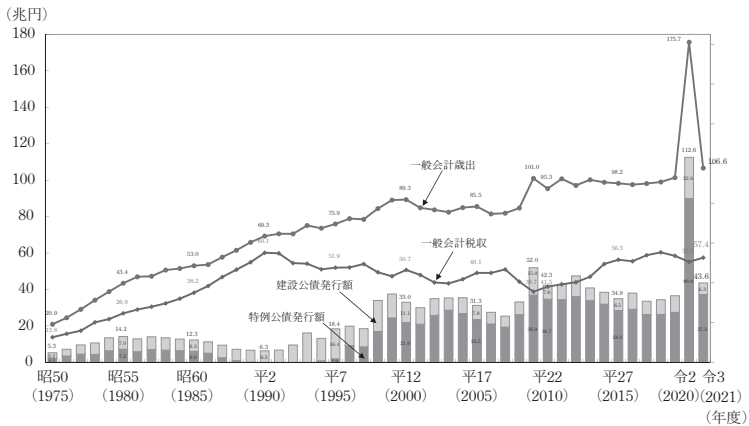
こうした第2の特徴からもはっきりと見て取れるように、8つの経済対策のほぼすべてにおいて、ポーゼン氏やレイ氏が言外でも匂わせていたような、何か財政赤字の増加を恐れてこわごわとした腰の引けた景気対策を実施していたというのでは全くなかったというべきであろう。むしろそれどころか、バブル崩壊後の長期不況下で税収が細って行くことをもあえて厭わず、年々、特例公債や建設公債の発行によって巨額の公共投資や減税を実施していったことが明らかである。それによって財政赤字の規模も2000年には最大で40兆円近い規模に達したのである(図4)。このことか

22) 同前, p. 60. なお、それぞれの経済対策の概要については、同前, 表3(1)～(9) (63～66頁)に詳しい。

ら、いささか行き過ぎではないかと感じられるほどに、あらゆる手段を総動員して景気対策が推進されていった様子が浮かび上がってくるのである。

なお、以上の福田氏らの研究では、総事業規模のうちで、いわゆる「真水」についての言及はない。これについては、民間の「ニッセイ基礎研究所」エコノミストの最近の研究によれば、「真水に厳密な定義はないが、実際にGDPの増加に寄与するものとされており、00年以前に（その割合は）平均55.6%あった」²³⁾という。公表された景気刺激策は真水の2倍ないしそれ以上に誇張されていたとポーゼン氏やレイ氏がいうのは、正確さを欠いた表現であり、過小評価していると言われるを得ない。総事業規模は

図4 一般会計収税、歳出総額及び公債発行額の推移



(注1) 令和元年度までは決算，令和2年度は第3次補正後予算，令和3年度は予算による。

(注2) 令和元年度及び令和2年度の計数は，臨時・特別の措置に係る計数を含んだもの。

(注3) 特例公債発行額は，平成2年度は湾岸地域における平和回復活動を支援する財源を調達するための臨時特別公債，平成6～8年度は消費税率3%から5%への引上げに先行して行った減税による租税収入の減少を補うための減税特例公債，平成23年度は東日本大震災からの復興のために実施する施策の財源を調達するための復興債，平成24年度及び25年度は基礎年金国庫負担2分の1を実現する財源を調達するための年金特例公債を除いている。

出所：「日本の財政関係資料」令和3年10月 財務省ホームページより。

23) 鈴木智也「裁量的な財政政策の効果？—平成を振り返り，次の景気後退に備える」(『ニッセイ基礎研究所レポート』2019年3月8日)。

大きかったのである。しかしながら、問題はそれにも拘わらず、なぜはかばかしい景気回復の効果が見られなかったのかである。これについては、後ほど改めて取り上げることにしたい。

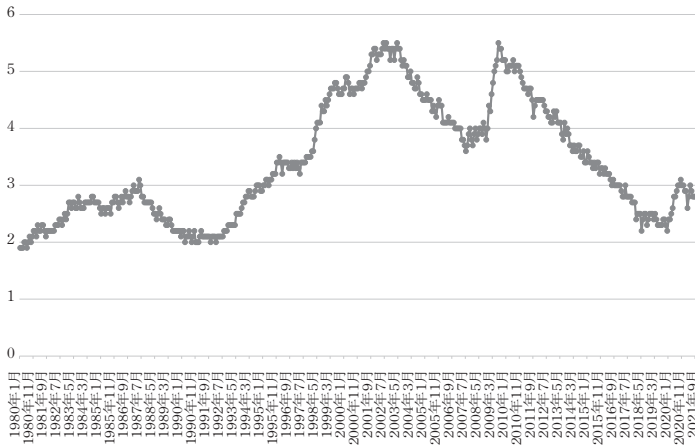
それはさて置き、以上のような歳出入面からの説明によってこそ、なぜ1990年代を通じて財政赤字があのように飛躍的に膨張していったのかが明らかになってくるのではないだろうか。

五 1997年消費税引き上げと金融危機の原因

それでは次にレイ氏による第2の批判すなわち、「景気が回復し始めると思われるたびに、景気刺激策のプラグがあまりにも早く抜かれてしまい、景気回復を妨げた」との日本の財政政策への彼の批判を検討することしよう。彼は前述のポーゼン氏の著書からも引用しつつ、「日本はすでに1996年予算で公共事業を3兆円削減（1996年比）し、続いて1997年には1兆5,000億円の削減……を行うなど、財政政策の拡張的方針を転換していた」が、その上に1997年4月には3%から5%へと「縮小効果の強い消費税が導入された」と批判するのである。とりわけ消費税の引き上げが97年11月の北海道拓殖銀行や山一証券などの大手金融機関の破綻に始まる金融危機の引き金になったと見做しているわけであろう。

確かに、ポーゼン氏やレイ氏の批判にももっともな点はあるかもしれない。先述したように、問題が総需要の不足や失業率の増大にあったのだとすれば、拡張的な財政政策を続けていたならば、あるいは景気回復が達成されたかもしれないからである。しかし実際には、1990年代の10年間には大規模な公共投資にも拘わらず、むしろ逆に完全失業率は1990年の2%から2003年の5%へとほぼ一貫して上昇していたのである（図5）。これらのことを考えれば、問題は総需要を拡大すれば解決できたといった簡単な問題ではなかったのである。その点を一応確認した上でいえば、確かに、なぜよりによってそうした完全失業率が上昇していた正に1996-7年の時

図5 (季節調整値) 日本の完全失業率(男女計)【%】



出所：総務省統計局。

期に、公共投資を縮小したり消費税を5%に引き上げたりするなどの「緊縮財政政策」ないしは財政再建路線へと政策の舵を切ってしまったのかは疑問であり、それは政策の失敗であったかもしれない。ただ、実質GDP成長率が1995年の0.5%から翌96年の3.6%へと上昇していたという当時の景気の状態や、これまでには過去に例のないほどの巨額の公共投資を実施してきており、その結果もはや簡単には返済不可能な水準へと財政赤字と累積債務が膨張してしまったことなどを考慮すれば、自律的な景気回復の進展に期待して、財政再建路線へと転換したとしても無理はない。逆に、MMTにはなぜそうした資本主義における自律的な景気回復という概念はないのだろうかと問うてみたい。

さらに毎年毎年、前年度を上回る巨額の公共投資が続けられて行く場合、真に必要とされている訳ではない無駄な公共投資が、ただ予算の消化を自己目的化して行われていくということがないわけではない。事実、そのことは今日でも年度末などにはしばしば見受けられるところである。例えば、

日本銀行の元理事の早川英男氏は、次のように述べているが、それにも一応の道理はあると言えよう。

すなわち、「(リチャード・) クー氏の財政出動論は、1997～98年の金融危機直後の深刻な不況期を除くと、日本の経済学者・エコノミストの多くから支持を得られなかったことも述べておかなければならない(実際、その後の小泉政権では公共事業の大幅な削減が行われた)。それは、1990年代に何度も行われた景気対策に伴う公共事業(その背後には、米国政府による公共投資拡大圧力もあった)には、いつも空席ばかりの市民ホールや飛行機が着陸できる農道など、あまりに無駄が多かったからだ。確かに、そうした財政政策では短期的な景気浮揚効果はあっても潜在成長率はむしろ低下し、今風に言えば自然利子率が低下する。つまり日本経済の長期低迷という元々の問題解決に繋がらないと考えられたからである。」²⁴⁾

但し、小泉政権による公共事業の大幅な削減など緊縮財政を評価する早川氏に対して、私の立場は異なることを強調しておきたいが、かといって総需要を拡大して雇用の拡大にも繋がる景気刺激策さえあれば、その中身は問わないというわけでは決してない。その点では、早川氏はまた、米国の経済学界は無駄な公共工事という日本の経験から学ぶべきだと言いつつ、wise spending概念の重要性について次のように述べている。

「財政政策が長期停滞を克服できるか否かは、結局、潜在成長率を高めるようなwise spendingができるかどうかにかかっているということだ。この点、米国では劣化の著しい公共インフラの修復は wise spending であり得るし、(MMT派の学生ローン帳消しはともかく)低所得者の高等教育進学を支援することもwise spendingになり得るだろう……米国の経済学者には、他国の政策に口出しをする前に、財政支出を効率化するメカニズムの研究に注力してもらいたいものである」²⁵⁾。

24) 早川英男「MMT(現代貨幣理論):その読解と批判」(『富士通総研』2019年7月1日)。

25) 早川、同前。

早川氏のいうこうした「財政支出を効率化するメカニズム」に関する wise spending の研究は、日米を問わず一定の意義を持つというべきであろう。

ところで、話は少し逸れたかもしれないが、1997年11月の金融危機の原因に戻ろう。それは果して97年の消費税率の引き上げに象徴される緊縮財政政策ないしは財政再建路線への転換が主要な原因であったのだろうか。むしろ、レイ氏らがほとんど念頭に置いていなかったのではないかと思われる巨額の不良債権問題やアジア通貨危機こそが、金融危機の主要な原因だったのではないだろうか²⁶⁾。

すなわち、金融危機の原因としてまず第1に挙げなければならないのは、何よりも1990年に始まるバブル崩壊によって多くの金融機関が抱えることになった巨額の不良債権問題の存在を忘れるわけにはいかない。1992年度から2000年度までの預金取扱金融機関における不良債権の処分損は、累計で71兆円余り（そのうちの直接償却等の累計は31兆円強）に達しながら、なお約43兆円の不良債権が存在していたのである。また全国銀行の不良債権比率は6.6%であったと言われるのである²⁷⁾。そうした金融機関の不良債権問題は同時にまた、非金融企業部門における過剰債務、過剰生産能力、過剰雇用の3つの過剰問題の反映でもあった。また特に不良化した債務を多く抱えていたのが、建設業や不動産業などの大手ゼネコンと流通業などの業種であったと言われる。いずれにせよ、バブル崩壊後の1990年代にこうした問題の処理が進まなかったことが、景気が長期に亘って低迷を続けた主要な原因であったと言わなければならないのである。

26) 本稿と同様の主張は、齊藤勉「消費税増税の可否を検証する—1997年とは大きく異なる経済環境が消費税増税の下地に—」（大和総研『経済分析レポート』2013年9月3日）、3-4頁、小椋正立「巻頭言：消費税の増税について」（『医療経済研究』Vol.23.No.2, 2012）、83頁、竹中正治「消費税の呪われたジククスとMMTの信憑性」（『DIAMOND online』2019.10.15: 40）でも行われており、通説になっていると言って良い。

27) 不良債権問題については、星野富一『現代日本の景気循環と経済危機』2014年、御茶の水書房、第2章「金融機関の不良債権問題と日本経済」、を参照されたい。

それに加えて、第2の原因として挙げなければならないのは、1997年7月にタイで始まったアジア通貨危機の問題である。1980年代以降、タイを初めとした東アジア諸国は、自国通貨をアメリカ・ドルにペッグしIMFや世界銀行が推奨する資本自由化政策を積極的に進めた結果、為替リスクのない魅力的な投資先としてこれら諸国には海外から巨額の短期資金が急速に流入してくることとなった。このため、これら諸国は著しい経済発展を遂げ、世界銀行からは「東アジアの奇跡」ともはやされた。しかし、そうした短期資金の流入はやがて株式市場や不動産市場においてバブルを発生させることになった。また96年末になるとタイでは急速な経済発展により経常収支の赤字幅も拡大しつつあったため、タイ経済への警戒感も高まった。資金の流出やタイ・パーツ売りも始まっていた。さらに97年2月には、タイの主要な不動産会社が倒産する事態さえも起きたため、パーツ売りはより一層加速することになった。また韓国でも97年1月には韓宝鉄鋼が倒産し、同年2月には起亜自動車が危機に陥るなど、危機の前兆が始まっていた。同年5月にはタイ・パーツ売りがさらに加速し、7月にはパーツはドル・ペッグから変動相場制への移行を余儀なくされた。そのみではなく、タイの外貨準備が遂に底をつき、パーツの暴落という危機的事態が発生したのであった。こうしてタイで外貨建て短期資金の流出を契機として始まった通貨危機はその後、フィリピン・ペソ、インドネシア・ルピア、マレーシア・リングgit、韓国・ウォンにも波及したのである²⁸⁾。こうしたアジア通貨危機により、日本からこれら東アジア諸国に向けた輸出も減少を余技なくされ、バブル崩壊後の実体経済の悪化に拍車が掛かることになったのである。

28) 星野富一「アジア通貨危機と地域金融協力」(東アジア共生研究会『東アジアの中の日本』富山大学出版会、2008年)。

むすびに代えて

以上で述べたように、1990年代における日本の巨額の財政赤字や累積債務は、戦後日本において例のない最大規模の景気刺激政策によって発生したものであったと言っても過言ではないだろう。また、1997-98年に大規模な金融危機が発生したのは、96年からの財政の「緊縮政策」への転換や、97年4月の消費税の引き上げといった、レイ氏らMMT派が強調するストップ・ゴー政策を主要な原因としたわけではなかったのである。バブル崩壊後の金融機関における巨額の不良債権問題という、短期間で簡単には処理出来ない困難な問題が存在していたからであった。それに加えて1997年には、タイの通貨・パーツの暴落に始まったアジア通貨危機の発生がさらに事態を悪化させたことも無視出来ないものであった。事実、その後、消費税は2014年4月に8%へ、2019年には10%へと、それぞれ引き上げられた際にも、1997-98年の金融危機のように深刻な事態は生じていなかったからである。何か問題が全て、財政政策が拡張的であったか否か、それとも緊縮的であったか否か、で簡単に割り切れるほどに単純なものではないのである。であるからと言って勿論、私も、財政政策の役割が重要であるということを決して否定しようとするわけではない。しかし、MMTなど反緊縮派のように、すべての経済現象やそこでの因果関係を、財政の緊縮政策や拡張政策によって説明出来、またそれによって問題を全て解決出来るかのように論じようとする、やや行き過ぎた「財政万能論」に与することには躊躇せざるをえないのである。

そもそも、こうした「財政万能論」であるかのようなMMTの主張が生まれる原因の1つは、「国の通貨は……主権を有する政府により発行される通貨」すなわち「主権通貨」であるという理解から発しているのではないかとと思われる。この考え方によれば、公式な計算尺度としての計算貨幣を決定する権限は主権を有する政府にのみあり、それに表示される通貨を発行する権限を持つのも政府である。政府は金銭契約を履行するための貨幣を

定め、自らの通貨で支払いを行い、また租税の支払いを要求するのであるという²⁹⁾。MMTはここでは主権通貨を発行する政府の権限ないし権能は、絶対的であるかのように主張しているのである。しかし、コスタス・ラパビタス氏とボブ・ローソン氏が共著で的確に指摘するように、各国の通貨は国際的には階層構造をなしており、この階層構造の頂点にあって国際的準備通貨を生み出す通貨によって、この階層の底辺部分にある各国通貨の主権は制約されている³⁰⁾。MMT派のいわゆる主権通貨の権限も、決して万能のものではないのである³¹⁾。

29) L. Randall. Wray (2015), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary System*, edition 2. (L. ランダル・レイ著、島倉原 [監訳] 鈴木正徳 [訳] 『MMT 現代貨幣理論入門』2019年、東洋経済新報社)、訳書、113-114頁。

30) Costas Lapavistas & Bob Rowthorn (2020), Debating modern monetary theory, *The Japanese Political Economy*, 46:4, 227-229, DOI: 10.1080/2329194X.2020.1865821. (<https://doi.org/10.1080/2329194X.2020.1865821>). また、ジェラルド・A・エプシュタイン氏も次のようにMMT派を鋭く批判している。「MMT派は自らが提唱するマクロ経済政策が主権通貨を発行する全ての国々に適用可能であると主張している。しかし、開発途上国のうち小規模の開放経済がMMTのマクロ経済政策を実施する余地は先進国よりも小さいことも認識している……。さらに、レイは主権通貨を発行する貧しい小国経済がマクロ経済政策を実施する際の鍵は変動相場制を採用出来るかどうかにあるとしている」。「残念なことに、変動相場制の採用によって開発途上国がMMTのマクロ経済政策を実施出来るとするレイの主張は、厳密な実証分析によって裏付けられていない」Gerald A. Epstein (2019), *What's Wrong with Modern Monet Theory?: A Policy Critique*, Palgrave. (ジェラルド・A・エプシュタイン著、徳永潤二/内藤敦之/小倉将志郎 訳 (2020) 『MMTは何が間違いないのか?』訳書、第3章、78-80頁)。

31) 本稿の執筆に際しては、特に個々に言及させて頂く機会はなかったものの、『季刊経済理論』第58巻第4号に掲載された以下の論文や、著者との議論の過程において、多くのことを学ばせて頂いたことを付記させて頂きたい。

- ・池上岳彦「コロナ危機下の財政政策とMMT」
- ・二宮健史郎「現代貨幣理論(MMT)と金融の不安定性——一つの批判的検討——」
- ・新田滋「管理通貨制=不換通貨制下における財政・金融政策の有効性——MMTないし反緊縮三派の妥当性をめぐって——」
- ・岡本英男「現代資本主義と財政赤字」

The Swelling Fiscal Deficit in Japan and MMT
—Focusing on the 1990s—

Tomiichi HOSHINO

《Abstract》

Prof. L. Randall Wray, a typical MMT economist, argues that the Japanese experience with relatively high deficits and debt validates the core argument of MMT concerning sovereign deficits and debt—largely unwittingly and because of Japan’s failure to follow MMT policy recommendations. The author, however, cannot agree with his argument. In this paper, the author wishes to demonstrate that Japan’s high deficits and debt arose from policies closely resembling MMT fiscal stimulus by examining Japan’s positive and active countercyclical measures in the 1990s.

