

《研究ノート》

野口悠紀雄 『金融政策の死——金利で見る世界と日本の経済』 (日本経済新聞出版社, 2014年12月, 1版1刷) を読んで

森 宏*

1. 本書の狙い

「金利は、経済を理解するための最強の武器である！」を新聞広告で見て、急いで購入し、一読した。帯の表に「量的金融緩和は効果がなく、むしろ有害だ。日本の経済政策は誤った考えに立脚している。金利を手掛かりに経済問題の本質を解き明かし、通説の誤謬を突く！」とある。10数年前『ゼロ金利の経済学』を手にしたが、経済学的に金利とは何かを問う章どころか節もないのが、現代の経済学であると観念し、私なりにささやかな疑問を提示したことがある(森宏『『ゼロ金利の経済学』読んで—従来のマクロ経済学への不満』)。1990年以降、先進諸国に共通してみられる金利の低下は、何を意味するのか?異常ともいえる日本の金利低下は、なぜ生じたのか?金利低下は、資本主義経済の行き詰まりを意味しているのか?

カバーの裏には、「本書はまず、誤解が多い金利という概念の基礎を解説する。そして、金利を手掛かりに世界と日本の経済を分析し、これらの経済が抱える諸問題を解き明かす。(中略)そして、現在の日本経済が直面している問

題の解決には、マクロ政策では限界があり、経済構造そのものを変える政策が必要であることを主張する。」とある。飛びついてページをめくった。

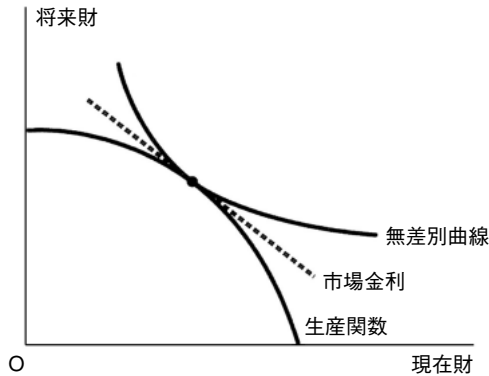
構成は第I部 金利は経済を理解する最強力の武器(第1章 金利は異時点間の価格; 第2章 金利に関する裁定式; 第3章 資産価格と金利)第II部 金利の低下が世界経済を変えた(第4章 1990年代以降の金利大低下; 第5章 世界的金融緩和でバブルが続発; 第6章 財政ファイナンスがたどる危険な道; 第7章 金利への無理解が生んだ年金制度の大失敗; 終章 マクロ経済政策の限界と構造政策の必要性)補論 最適成長理論と自然利子率となっている。著者は名だたる数式の使い手だが(『情報の経済理論』東洋経済新報社, 1974年, イエール大学 Ph.D.論文), 出所と算出法の確かな図表が多数用意され、補論の数ページを除いて、簡単な足し算・引き算に抵抗なければ、読解できるように書かれている。

2. 金利とは何か

「金利」という言葉と「利子率」という言葉があるが、通常は同じ意味に使われており、「収益率」、「打歩」、「割引率」という言葉が用いら

* 専修大学名誉教授

(転載) 図表 1-1 金利決定の一般均衡モデル (2 時点モデル)



出所：野口，27頁。

れることもあるが、本書では言葉の違いにはあまりこだわらず、多くの場合に「金利」という言葉を用いている (p.25)。評者もそのことに異論はない。

著者のイメージする金利の意味内容は、「現在財と将来財の交換比率」である (p.24)。ミクロ経済学の一般均衡モデルでは、財の価格は需要者の選好 (効用関数) と供給者の技術 (生産関数) によって市場で決められる。金利決定の一般均衡モデルは、まず転載した図表 1-1 のようなグラフで示され、本書を一貫する基本的な考え方となっている。

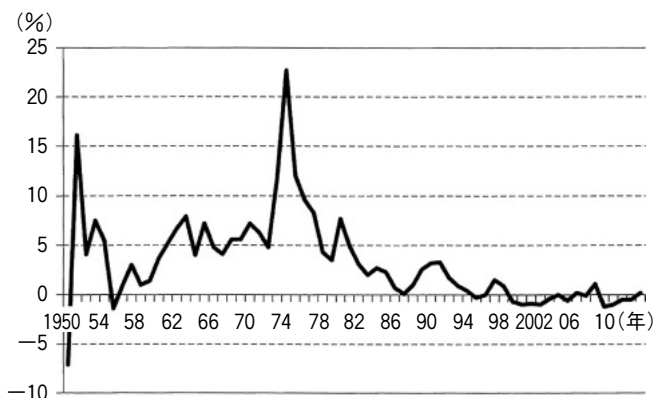
第 2 章 金利に関する裁定式 1 名目金利と実質金利 のはじめに、「フィッシャー方程式」：名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率……(1) が紹介され、先にみた金利は実質金利をさし、われわれが実際に観測する金利は名目金利であるという。実質金利は経済の構造で決まるものであり、インフレ率によって影響を受けるものではない。したがって、「名目金利が不変でインフレ率が下がったから実質金利が高くなり、経済成長のブレーキになった」とか、「実質金利を引き下げするためには、インフレ期待を高めればよい」という考え方はナンセンスであると述べられている (pp.53-54)。

『論集』前号の拙論 (「実質利子率の計測に用

いられるべき物価指数) で触れたように、経済主体によって関連する物価の対象は異なり、また期待の仕方も一律でないから、期待インフレ率は客観的に観測することができない (少なくとも昨今の金融政策論議であげられている年率 2-3% の範囲では)。便宜的に、著者は持ち家の帰属家賃を除く消費者物価指数を充てている (p.116; p.119)。1990年代初頭から現在に至るまで、物価の面でインフレではないが、持続的なデフレでもなく (本書図表 4-6, p.117)、他方 20 年近くゼロ水準に張り付いた超低金利時代の日本経済を、『金利で見る』のに、アーヴィング・フィッシャーの無条件裁定式を最重要な基本方程式として持ち込むのが、現実的に有効であるとは思えないし、なるほどそうだったのかと納得したわけではない。

2 章 1, 亜節 2 のサブタイトルに「インフレ期待が高まれば、名目金利が上昇する」とあるが (p.54)、実質金利は経済の実態、時間選好率や時間生産性によって独立に決まるものだから、上の (1) 式の右辺が大きくなれば、左辺の名目金利は大きくなるのは算数の結果である。しかし理論、あるいは苦し紛れのへ理屈はどうであれ、名目金利は日銀を中心とする金融機関によって客観的かつ明確に決定されるのが通例である。1983年から1987年にかけて消費者物価

(転載) 図表 4-6 日本の消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)の対前年伸び率の推移



出所：野口，117頁：(原資料) 総務省統計局。

指数は91.0から94.2(1990=100, 以下同じ)へ年率1.0%前後上がっているが, 同じ期間に日銀基準割引率は5.50%から2.50%に劇的に低下している。プラザ合意に基づく急激な円高の進行が日本経済に与える影響を緩和する目的であったといわれている^{注(1)}。その後1991年にかけて物価は103.3に年率2.3%で上昇し, 日銀割引率は6.0%に上がったが, 1980年代後半に発生した不動産を中心とするバブルを鎮静化するためであった。ちなみに, 6大都市周辺の地価指数はその間3倍前後に騰貴している(森「吉川『デフレーション』を読んで」, 表1, 2013)。

注(1) 《Plaza Agreement》1985年9月22日(ニューヨーク Plaza Hotel)の日本・米国・英国・旧西ドイツ, フランス5か国蔵相・中央銀行総裁会議における合意。合意内容には国際収支の不均衡を為替相場の調整によって是正することが含まれており, ドル高・円安から円高への契機となった。各国が為替に介入することで貿易収支の赤字で苦しむ米国を支援するのが目的で, 合意前1ドル230円台のレートが, 1987年末には1ドル120円台のレートで取引されるようになった。日本経済は一時期円高不況に陥るが, 低金利政策などによって騰貴が加速され, 1980年代末に向けてバブル経済が膨張した(『デジタル大辞典』の解説, インターネット)。

金利は「現在財と将来財の交換比率」(上記)であるとして, 現在・将来の2次元のグラフで均衡解を示されても, たとえば家計が退職までの30年間の目途でホームローン进行するとき, マイカーを購入するとき, あるいは子供の入学資金の手当てなどでは, 時間の幅や緊急度を含め効用関数が同じでない。企業でも, 短期の設備改善と全く新しい製品を製造するための別工場を設置するための投資では, 資金手当ての覚悟も様式も同じではない。資金を出す方の個人も(金融機関を通す間接か直接を問わず), 近く住宅を購入するためか, 20年先の退職後に備える目的か, 子弟の結婚費用の積み立てかなどによって, 貯蓄行動は同じでない。先にもみたように, 1984年から1990年まで地価は6大都市市街地指数で3倍以上に着実に騰貴したが, 同じ期間消費者物価指数の上昇は91.7から100.0まで年率1%弱にとどまっていた。しかしその後の10年間は, 地価は3分の1の水準まで激落したが消費者物価指数は100から108.6へ反って微増している。輸出・輸入産業にとって, 対米為替レートは1ドル200円から100円弱の間を激しく変動し, その道のプロも1年先を見越すことは容易でなかった(森「吉川『デフレーション』を読んで」, 2013)。

経済には, 企業・個人・公共機関を問わず,

何らかの目的のためにお金が必要、貨幣に対する需要があり、他方では個人・企業・中央銀行を問わず貨幣の供給がある。前者が後者を上回れば、借りるためのコスト、すなわち金利は上がり、逆に後者が上回る、「お金がだぶつけば」金利は下がる。1990年代初頭のバブル崩壊から20年間の低金利は、前出の「裁定式」抜きに、お金がだぶついていたから、お金に対する需要が供給を恒常的に下回っていたからにはほかならない。本書ではその期間、お金に対する需要が（供給に対して）どうして低かったのかは、「インフレターゲット」論者の言う「実質金利」がゼロ水準より十分低くなかったからという主張を否定するだけに止まっている。肯定的に引用している米国経済の「長期停滞」に関するL. サマーズの主張も、「ケインズ理論の中核にはほかならない」(p.133)と、いかにもつれない。サマーズの所論については後節で触れる。

3. 第Ⅱ部 金利の低下が世界経済を変えた「1990年代以降の金利大低下」

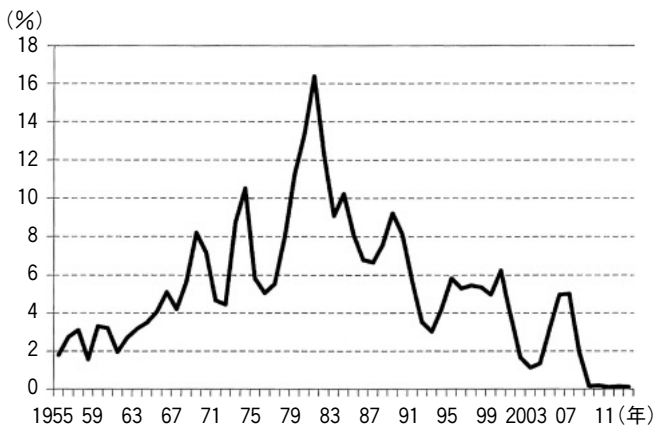
1990年代以降、日本だけでなく米国でも金利が大きく低下した。多くの議論にみられる「雑駁な」(p.110) 統計データでなく、定義・出

所の明確なデータを分かりやすく図表化して議論を進める。タイトルに「世界経済云々」とあるが、他の先進経済のケースにはほとんど言及されていない。おそらく米国の事例で代表させているのであろう。著者の端的な結論は、先にあげたフィッシャー方程式から明らかなように、「名目金利に影響する第一の要因は、期待インフレ率だ」(p.115)。米国における物価は1980年代初頭以降急激に下落したことが、金利の急低下をもたらした説明する。評者は単純な足し算・引き算はできるが、著者のこの説明は、「ああそうなんだ」とは首肯し難い^{注(2)}。

注(2) 水野によると、「利率とは、長期的にみれば実物投資の利潤率を表す」。16世紀のイタリアでは山の頂上までワインのためのブドウ畑になっていた。日本でも「ウォッシュレットが山のてっぺんから地の果てまで行き渡って」、企業が経済活動をしていくうえで設備投資を拡大していくことができなくなっている。これが、資本利潤率低下の長期的背景であると言う（水野，pp.16-19）。野口の「物価」に代えて、「交易条件」を持ちこんでいるが、変動為替レートのもと交易条件の定義、計測には慎重すぎることはない。

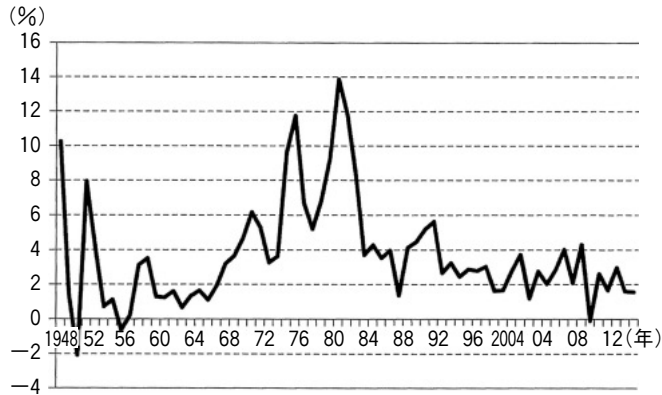
著者は米国と日本を例にとって、1990年代以

(転載) 図表 4-2 フェデラルファンド・レートの推移



出所：野口，112頁：(原資料) FRB.

(転載) 図表 4-5 アメリカの消費者物価指数の対前年伸び率の推移



出所：野口, 116頁：(原資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index-All Urban Consumers.

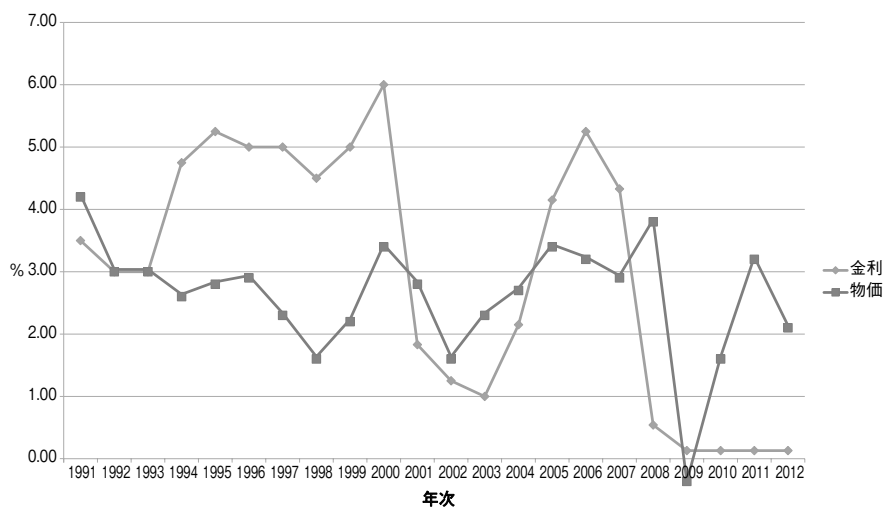
降世界的に金利が大低下したといわれる。確かに第1次オイルショック(1974-5年)および第2次オイルショック(1979-81年)の時期からの30数年の長期間を眺めると、特に米国経済の場合金利の低下と物価の下落の間には傾向的に明確なプラスの相関が観察される(他方、1955年から1980年の期間には、金利と物価上昇率はいずれも着実に上がっている、本書図表4-2と4-5)。日本の物価は1991年のバブル崩壊後も、92、93年、および94年の3年間、年率1.5%前後ずつ上昇したが、日銀の割引率は1990年の6.0%から、91年4.50%、92年3.25%、93年1.75%に激落した。預金金利もその間3.56、4.14、3.35、2.14%に低下している(IMF統計)。1-2年から3-4年の短い期間では、名目金利と物価の間にはラグをおいても現象的に明白な関連は認められない。本稿図1に明らかなように、1991年以降の期間をとると、少なくとも米国に関する限り、物価の上昇率と金利の間には明白な相関は見られない。その点ドイツやスウェーデンについてはかなり明白な相関が存在し、日本は1990年代前半はほぼ平行に近い動きが観察されるが、そのあとは金利は不動で、物価は1%程度微増減を繰り返している(本稿図1-4)。

物価が上がりそうであれば、家計は「買い急

ぎ」、消費は増え、その分貯蓄は減る。この現象は昨今の消費税引き上げ時に現実に観察された。他方企業にとっては、材料の仕入れ・在庫の積み立てを増やす、物価の上昇が一時的でなく当面続きそうとみれば、設備投資を急ぐかもしれない。これが動かしがたい通説である。著者はこれに異を唱える。たとえば砂糖が1kg 1000円であり、1年後にインフレで1100円になるとすれば、現在買った方が有利であろうか? 「そんなことはない。名目金利がフィッシャー方程式によって10%に上昇するからだ。1000円貯蓄すれば、1年後には1100円になり、砂糖は1kg買える。このため人々は買い急ぐことはない」(p.57)。「投資についても、同じことが言える。インフレ率が高まれば、将来売上の名目値は増加するので、名目収益率は高まる。しかし、他方で名目金利も上昇してしまうので、投資の決定には影響は及ばないのである」(p.60)。

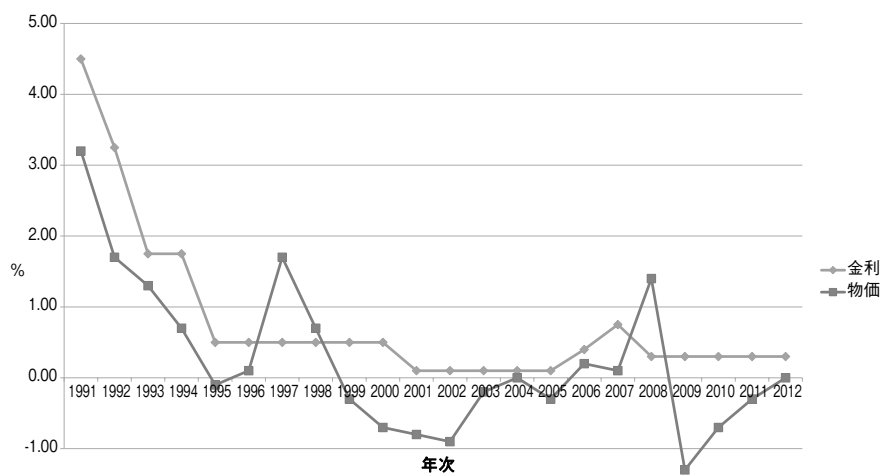
20年に及ぶ「ゼロ金利」に慣らされた(大部分の)消費者は、たとえば消費税が5.0%から10.0%に引き上げられると物価がおそらく2-3%上昇するだろうが、「名目金利がフィッシャー方程式によってそれだけ上がる」とは期待しないだろうし、2度の消費税引き上げの際も、

図1 政策金利と消費者物価の対前年変化率：米国，1991-2012年



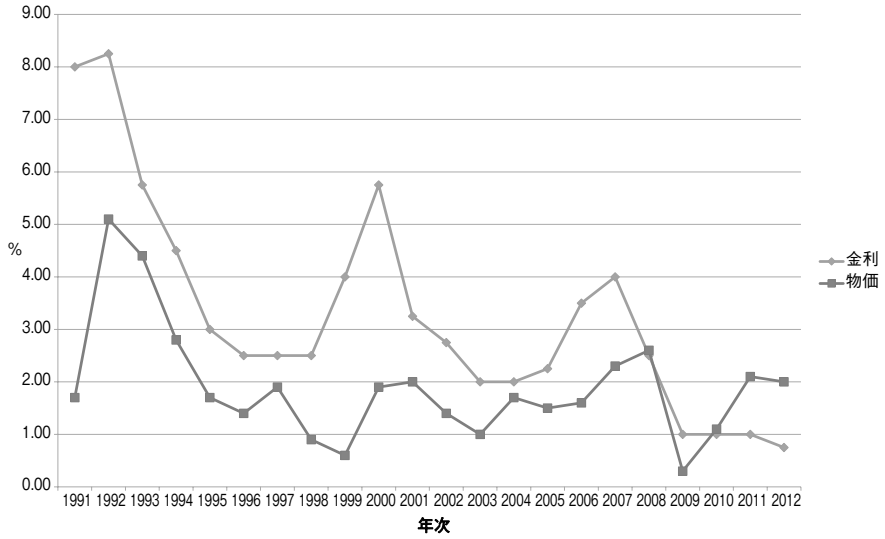
出所：IMF.

図2 政策金利と消費者物価の対前年変化率：日本，1991-2012年



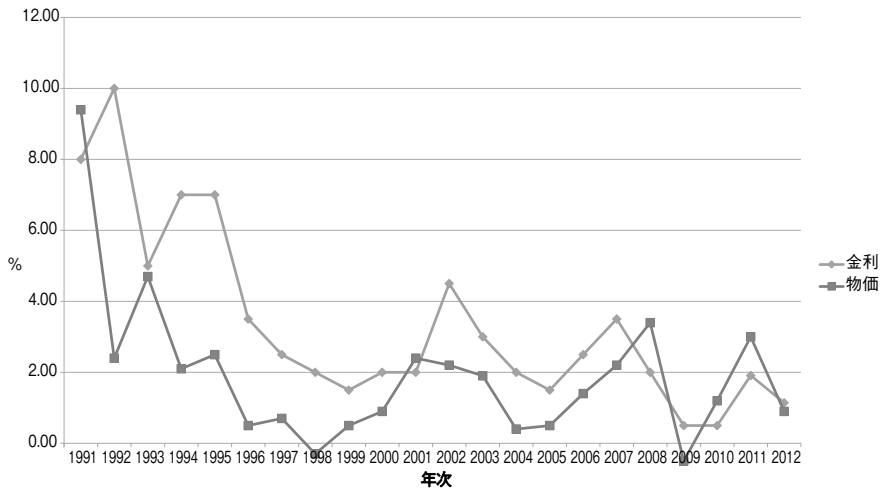
出所：IMF.

図3 政策金利と消費者物価の対前年変化率：ドイツ，1991-2012年



出所：IMF.

図4 政策金利と消費者物価の対前年変化率：スウェーデン，1991-2012年



出所：IMF.

金利の上昇は起こらなかった。評者は食品の消費・価格を専門的に分析しているが、食品の消費に関する限り、価格の将来期待値が現在の消費に影響するとは考えていない。「食べだめ」「食い延し」は2-3日から1-2週間のスパンなら別だが、生理学的にほぼ不可能に近い。来年はお米の価格が20%上がる確率が高いといわれても、買いためするわけにはいかない。米のように貯蔵性がある商品でも、品質低下が生じるし、それを防ごうとすれば、それなりの設備やコストが必要になる。インフレーターゲット論を唱える人々が言う、1年先に2%、2-3年先に5-6%物価が上がると思えば、貯蓄を崩してでも、あるいは予定した貯蓄を少なくしてでも、現在消費を増やすだろうとは、食品に限らず多くの財に関して現実的な想定ではない。評者は大企業や政府機関の元幹部クラス比べ毎月の年金収入は低めで、補足にささやかな蓄えを切り崩して生活しているが、2-3年先の物価が現在より20-30%高くなり、年金はそのまま据え置かれると聞かされれば、蓄えの切り崩し、“dissaving”は確実に小さくなるだろう。あと何年生きられるか分からないが、2-3年先にも現在程度の生活水準を維持していきたいという願いは強い。現在電車やバスで行けるところ、例えば病院やレストランにも、タクシーを利用せざるを得なくなるのは見えている。タクシー料金も上がるとなれば、それに備えなければならない。

著者は議論の大前提として、(実質)金利がプラスの値をとる理由として、「(将来は不確実であるため)人は同じ1単位の財であっても、将来財は現在財に比べ低い価値しか与えられない」と想定している(pp. 29-30)。経済を分析するに当たって、最初に消費者(“single consumer”, Prais and Houthakker, 1955とは言わないまでも、大半ないし平均的家計)の行動様式をこのように「理論的に」決めつけると、昨今日本の社会で実際に起こっている現象を見誤ることになりかねない。人の行動は様々だから、いちいちそのような例外をモデル化するわけに

はいかないという反論もあろうが、上にあげた年金生活者世帯のラショナルが些末な例外であるとは言えない。消費動向の分析にしばしば利用される総務庁統計局の『家計調査』において、調査対象2人以上世帯8000戸弱のうち、世帯主が60歳以上の世帯は1979-81年平均で14.5%だったのが、1994-96年には28.6%、2009-11年には45.5%になっており(『家計調査年報』各号)、家計消費における高齢者世帯の比重は、例外として無視するわけにはいなくなっている。食料消費における人口の高齢化、新旧世代交代の問題は評者たちがここ10数年取り組んできたテーマで、本『論集』にもたびたび取り上げていただいているので、これ以上は言わない。

この論稿で最も強調したいことの一つは、企業の投資行動における将来の収益率にかかわる見通しである。対象期間中、産出量が不変であれば、技術とインプットを所与とすれば、収益率は産出物の価格で支配される(既述)。しかし、投資に対する収益は、価格だけでなく産出量(=販売量)によっても左右される。平均費用をC、平均販売価格をP、販売量をQとすれば、収益Rは、 $(P-C) \times Q$ で与えられる。製品によって相違はあるが、U型の平均費用曲線を想定すれば、Cはある点までは産出量が増えるに従って逡減する。したがって、企業の投資収益(率)を考えると、Qは二重の意味で影響する。ガソリンなどは日常的に短期間で価格が変動するが、例えばビールや菓子類、書籍やパソコン、家庭電化製品などは(総合)消費者物価の数%の変化で敏感に影響されているようには思えない。製造業者にとって勝負は価格が何%高くなるか安くなるかというより、売れるか売れないか、どれだけ量がさばけるかであろう。産出物の価格が来期どうなるかは、評者が学生時代教育を受けた農業経済学の分野の課題で、工業材供給の先決条件ではない。にもかかわらず、本書のみならず金融に関する昨今の議論に、Qの問題が表面に出てこないのは、いかにも不可思議である。入門ケインズ経済学(伊

東光晴『ケインズ』岩波新書) 的にいえば、有効需要が出てこないのである。

4. 金利と有効需要

著者は、L.サマーズが2014年2月24日のNABE Policy Conferenceにおいて行った講演、“U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”を紹介し、米国はじめ高所得国の経済が長期的低迷に落ちこんでいる基本的原因は「自然利子率」の低下であり、経済政策の在り方を再考すべきであると主張して、大きな反響を呼んだという(p.131)。自然利子率には原論的に難しい背景があるのかもしれないが(Laubach and Williams, 2003; 小田・村永, 2003)、サマーズの講演を流し読みする限りでは、物価の変動を考慮した均衡利子率を指し、金融論の格別新しい視角を示唆するものではない。リーマンショック以降、先進経済では利子率がゼロ水準に低下しているが、政策的に強引に引下げらえた(不自然な)水準ではないという程度のことである。ゼロ水準にもかかわらず、どうして金融市場で均衡が保たれているのか。所得の富者への偏りや資本設備の(GDPデフレーターに対する)相対価格が大幅に低下したなど、自然利子率低下の背景にはいろいろあるが、サマーズの診立てで最重要なのはお金に対する需要の欠落である。「我々が直面しているのは、きわめて強力に一種の「逆セイの法則」(“inverse of Say’s Law”), すなわち「供給がそれ自身の需要を創り出すのではなく、需要の不足がそれ自身の供給の不足を創り出している」(p.71)。ケインズ経済学的には、有効需要の不足が先である。

わが国経済における1990年代初頭のバブル崩壊からの「失われた20余年」でなく、サマーズが取り上げているリーマンショックに始まる2009年の初夏以降の米国経済の停滞の時期に合わせて、日本のケースを眺めてみよう。サマーズは短い講演(17個の図表を含んで9印刷ペー

表1 家計の金融資産のうち現金・預金の対前年同月増減額

2009年9月末～2014年9月末(単位:1億円)

	現金・預金	過去1年変化
2009_9	7,971,716	120,666
2009_12	8,104,702	121,672
2010_3	8,047,330	117,483
2010_6	8,133,465	103,936
2010_9	8,066,858	95,142
2010_12	8,208,172	103,470
2011_3	8,148,918	101,588
2011_6	8,278,016	144,551
2011_9	8,223,407	156,549
2011_12	8,372,363	164,191
2012_3	8,331,109	182,191
2012_6	8,426,581	148,565
2012_9	8,381,626	158,219
2012_12	8,539,054	166,691
2013_3	8,474,310	143,201
2013_6	8,600,003	173,422
2013_9	8,557,969	176,343
2013_12	8,736,197	197,143
2014_3	8,644,785	170,475
2014_6	8,739,806	139,803
2014_9	8,704,071	146,102

出所:日銀ホームページ「統計」.

ジ)のなかで、Japanには4か所も言及しているが、いずれも反面教師としての例示で、「量的金融緩和」策には、前向きの評価は見られない。

日銀の資金循環統計に出てくる「家計の金融資産」は、2008年9月末の1482.2兆円から、2014年9月の1653.4兆円へ、6年間で名目年GDPの約3分の1に当たる171.2兆円増加している。保険・年金準備金、投資信託、株式・出資金などを除いた現金・預金の推計額は、表1に示されているように、2009年9月には前年同月に比べ12.1兆円、2010年9月は同じく9.5兆円、2011年、2012年、2013年、2014年には同じくそれぞ

れ、15.7兆円、15.8兆円、17.6兆円、14.6兆円ずつ着実に増加している。退職した高齢者世帯が増え、年金収入の増加はこの数年間天井を突き、預金金利は5年定期でも税引き後では、0.2%を超えない。他方物価は年により微かな増減を繰り返しているが、2014年は消費税の引き上げのためか2.74%も上がっている(『東京新聞』2015年1月30日)。先に述べたが、評者の家計では貯蓄の取り崩しが当然のこととして行われている。そのためにこそ、マイホームのローン返済が終わり、子供たちが巣立った後、退職までにせっせと貯蓄をしてきたのである。年齢・世代・所得階層別に如何なる家計でどの程度貯蓄の積み立てがあり、他方どういふ家計で dissaving が行われているのか、日銀の統計では皆目見当がつかない。上述『家計調査』では、年齢階層別に収入・消費・貯蓄の動向がつかめるが、収入・貯蓄の概念が国民所得計算のそれと一致しないなどの理由で、日銀統計の家計の金融資産の動向を裏付けることはできない。しかし、きわめて大雑把に、家計の金融資産の優に半分以上は、高齢者世帯によって保有されているらしい(小池、2005; 宇南山, 2009)。

入門マクロ経済学的には、今期の所得のうち消費された残りが、意図的か否かを問わず、貯蓄となる。しかし、家計の金融資産が今期1年の国民総所得の3倍以上も存在するストック経済では、かりに今期の生産=所得がゼロでも、借金せずに立派に生計を立てる、所得があった時代と変わらぬ消費を行うことができ、別に Modigliani の LCH に頼らなくとも、合理的かつ現実的な家計行動であると見做せる。

目立った経済成長、所得の増大が期待されず、物価が安定している期間に名目的(預入)金利が限りなくゼロ水準に近くとも、総合的に貯蓄の積み増しがある、それだけ消費が少ない現実を、伝統的経済理論—現在財と将来財の効用の組み合わせは原点に凸である(前掲本書図表1-1, p.27)で説明するのは容易でないし、それにこだわるのは建設的でない。ともかく、年

間14-5兆円ずつ貯蓄が積み増しされるということは、それだけ消費が少なくなることと同じである。過去10数年、有効需要を構成する輸出は年間65兆円前後で、そのうち対米国輸出はここ数年来毎年15兆円を割っている。いずれ dissave すべく save されてきたファンドが崩されず、かえって増加している、それだけ国内需要が低下すれば、当然国内生産はその分減少する、おそらく将来の需要増の期待はそれだけ低くなるだろう。生産増のための投資需要は増大するはずがない。増加する貯蓄は投資さるべき当てが無くだぶつく。日銀の猛烈な量的金融緩和によって、仮に物価が年率2%上昇するとしても、国内消費が増える当てはない。

著者が肯定的に引用するサマーズも、大した知恵を提示しているわけではない。彼自身認めている「通俗的な」表現をすれば、「ケネディー空港の現状を誇りに思っている人がいるだろうか」「長期金利が3%を下回り、建設労働の失業率が高いときこそ、空港を修復するために、一般的公共投資を増大させる好機ではないのか」(p.72)程度を超えない。“stay patient”すべきではない。それは日本が長年追い続け、米国当局もここ3-4年たどっている戦略だが、それでは埒が明かないのはすではっきりしている。「逆セーの法則」の時代には、まず需要を創りださねばならない。しかし米国でも財政赤字の問題を抱え、公共投資による有効需要増大策は、政治・経済的に容易ではない。

参考文献

- 野口悠紀雄(2014)『金融政策の死—金利で見る世界と日本の経済』日本経済新聞出版社、1版1刷。
- 伊東光晴(1962)『ケインズ—新しい経済学の誕生—』岩波新書、第1刷。
- 宇南山卓(2009)「SNAと家計調査における貯蓄率の乖離—日本の貯蓄率の低下—」RIETI Discussion Paper Series, 10-J-003, (独)経済産業研究所、9月。
- 小田信行・村永淳(2003)「自然利子率について:理論整理と計測」『日本銀行ワーキングペーパー』。
- 小池拓自(2005)「家計金融資産1,400兆円の分析」『国

会図書館 Issue Brief]

- 水野和夫 (2014) 『資本主義の終焉と歴史の危機』 集英社, 東京.
- 森宏 (2000) 「岩田規久男『ゼロ金利の経済学』を読んで—従来のマクロ経済学への不満」『専修大学社会科学研究所月報』No. 448.
- (2014) 「吉川洋『デフレーション』を読んで—物価と経済成長」『専修経済学論集』48(1).
- (2014) 「作問の‘実質金利の計測に用いられるべき物価指数’に一言」『専修経済学論集』49(2), 145-148.
- 日本銀行, 『資金循環統計』各号.
- 野口悠紀雄 (1974) 『情報の経済学』 東洋経済新報社.
- 総務庁統計局, 『家計調査年報』各号.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook*, various issues.
- Laubach, Thomas and John C. Williams (2003) “Measuring the Natural Rate of Interest,” *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.
- Modigliani, Franco (1987) “Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations,” Dornbush et al. eds. *Macroeconomics and Finance*, MIT Press.
- Prais, S.J. and H.S. Houthakker (1955) *The Analysis of Family Budget*, Cambridge at The University Press.
- Summers, Lawrence H (2014), “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, 49(2), 65-73.

短い付記：

著者が肯定的に引用するほとんどただ一つの海外文献の主, L.サマーズは今から30年近く前に, 米国の総貯蓄はなぜかくも低い, 低下しているのかを, 真剣に問題にしている (Summers and Carroll, 1987). 国内の総貯蓄が少ないのは総消費が多いことと裏腹であるが, 貯蓄が少なければ将来の生産増加のための投資がファイナンスされないので, 経済成長にセーブがかかる。米国の国内消費の強さ, 国内貯蓄の不足, 経常収支の恒常的赤字の傾向はその後も続くのだが, 日本・ドイツなど, やがて中国からの資金流入によって, 金利の騰貴, 物価の上昇はまぬかれてきた。米国がネットの資本流出国に転じるのは, リーマンショックによる「停滞」(上記サマーズ)以降である (三菱UFJ, 2014)。

本書における著者のアプローチは, closed economy に偏し, 資本の国際移動に関する積極的議論が見られない怨みがある。

米国の貯蓄率低下に関する論考は, 「米国における貯蓄率の低下をめぐって—Literature Review: BPEA を中心に」森宏『コウホート分析—考え方と手法』第4章に代表的議論が紹介されている。

付記文献

- Summers, L. and C. Carroll (1987) “Why Is U.S. National Saving So Low?” *BPEA2*, Washington, D.C.
- 塚田裕昭(2014)「米国際収支統計からみた対外金融資産統計」三菱UFJリサーチ&コンサルティング,1-14.