

【論文】

クリントン政権の経済政策の評価をめぐって（下）

——ミアロポールの研究との関連で——

十河利明

目次

はじめに

1 経済政策評価の基準

- (1) 経済政策の「革命」
- (2) 経済の成功と失敗とは何か
- (3) 経済悪化とその診断
- (4) 保守派の診断
- (5) レーガン政権登場の経緯

2 経済政策の「革命」の進行

- (1) 金融規制緩和
- (2) レーガン政権時代の評価をめぐって
…第77巻第1号
- (3) 1980年代共和党政権の経済実績の比較検討
- (4) 1980年代共和党政権時代の政府財政赤字・国債膨張について
- (5) 政府支出の不生産的利用
- (6) 連邦財政の義務的支出における資格給付プログラムの削減
…第77巻第2号

3 クリントン政権の経済政策の評価をめぐって

- (1) 1992年大統領選挙
- (2) クリントン政権の経済政策
- (3) クリントン政権時代の財政政策と金融政策の関係
- (4) 「ニューエコノミー」と財政政策
- (5) 「ニューエコノミー」と金融政策

おわりに

…本号

3 クリントン政権の経済政策の評価をめぐって

(1) 1992 年大統領選挙

1992 年大統領選挙はいくつかの歴史的な記録を残した。まず、ロス・ペロー候補はどの州をも取ることができなかったけれども、豊富な個人資産を使ってテレビ放送を通じた選挙キャンペーンを行い、19%の一般投票の獲得したのであり、これは二大政党以外の第三の独立系候補としては1912年以來最多の得票である。次に、現職候補ジョージ・ブッシュ I は、湾岸戦争に勝利した後、91年2月に89%の支持率を誇ったにもかかわらず、翌年の大統領選では共和党現職大統領としては32年選挙でハーバート・フーヴァーが2期目を務めることができなかった時以來の敗北を喫した。これに対して勝利した民主党新人のビル・クリントンは32州を取ったのだが、一般投票の43%を獲得しただけで過半数に届かなかった。この当選得票率はウッドロー・ウィルソンが1912年に大統領に当選した得票率42%以來、大統領当選得票率としては最小の数字であり、ブッシュ I に対して5%多かっただけで、88年大統領選挙でブッシュ I に敗北した民主党候補マイケル・デュカキスの得票よりも3%少なかった⁽⁶¹⁾。選挙結果はクリントンの勝利と言うよりも、62%の有権者がブッシュ I 大統領を拒絶したことを示したのであり、得票率の差が5%であったことから、あるいは容易にブッシュ I 政権二期目という反対の結果があり得たのである⁽⁶²⁾。

現職大統領が2期目の再選を目指すとき、何らかのスキandalな事件に妨害されず、アメリカ経済が強いか、少なくとも回復途上にある限り、再選の可能性は極めて高いことが経験的に確かめられているが、このときのブッシュ I はこの基準を満たしていた。すなわち、1990年8月に始まったアメリカ経済のリセッションは翌91年3月には底を打ち、同年第2四半期からは回復が始まっており、92年11月の投票までの約18ヶ月間のアメリカ経済は、強くはなかったとしても回復途上にあった。少なくとも、景気後退最中ではなかった。ところが、投票直前のCBSニュースとニューヨークタイムズによる世論調査によると、アメリカ経済の状態を悪いと判断した人は77%（「かなり悪い」40%と「やや悪い」37%の合計）を占めた⁽⁶³⁾。この世論調査結果は、リセッションは終わったにもかかわらず、失業率は92年6月に7.7%のピークに達するまで上昇し続けたこと、すなわちこの回復が「ジョブレス・リカバリー」⁽⁶⁴⁾であったため、多くの人々にとって回復の実感を持つ

(61) Alan Grant, "The 1992 US Presidential Election", *Parliamentary Affairs*, Vol. 46, No. 2, Apr. 1993, p. 239.

(62) Everett Carl Ladd, "The 1992 U.S. National Election", *International Journal or Public Opinion Research*, Vol. 5, No. 1, Spring 1993, p. 2.

(63) *Ibid.*, p. 8.

(64) 「ジョブレスリカバリー」は、2000年のITバブル崩壊後のリセッションからの「回復」や、2006年住宅バブルの崩壊後のリセッションからの「回復」でも見られるアメリカ経済の特徴である。特に後者における雇用喪失は深刻であり、2008年1月のピーク時の非農業雇用者数は2010年2月のボトム時まで約875万人分が失われた。本文後掲図21参照。けれども、全米経済研究所景気日付委員会によると、2007年12月に始まったこの「大景気後退」は2009年6月には終わったことになっており、その後「回復」が始まっても半年以上雇用が失われ続けたことになる。その後ようやく始まった雇用回復の力は弱く、2008年1月のピークを取り戻すのは極めて難しい。これが住宅バブル崩壊後のアメリカ経済の基本問題の一つであり、

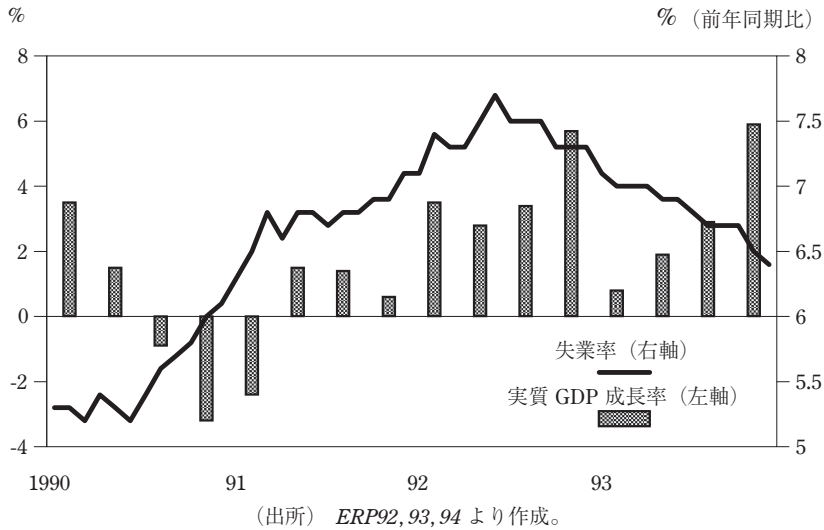
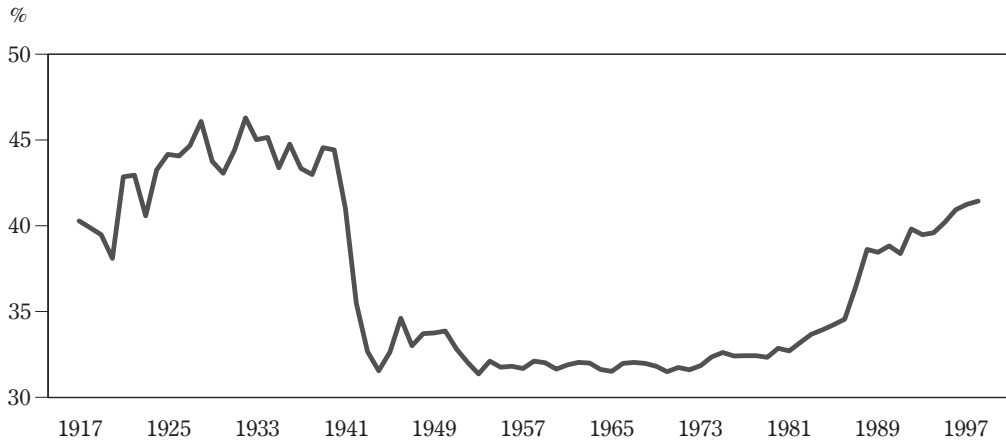


図 16 1991 年第 2 四半期以後の雇用なき回復

ことができなかつたことを反映していた (図 16)。実際には、失業率のピークは投票日の数ヶ月前に過ぎていたのだから、投票日を迎える頃にはジョブレス・リカバリーは終わっていたはずであり、この点で現職のプッシュ I は不運だった。

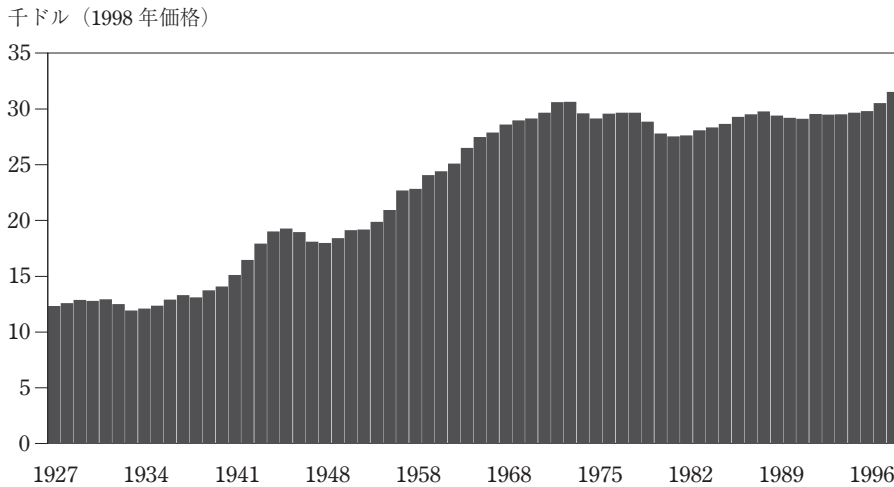
当時多くの人が経済的不安を感じた理由は、景気循環の要因だけではなく、レーガン政権の成立を転機にしてアメリカでは所得不平等の拡大が顕著になったことにもあった。このことについてまず、図 17 を見てみよう。これはピケッティ／サエズによる米国所得不平等に関する有名な研究をもとに作図したものである。この図で示された集団は所得上位 10% を占めるだけの人口集団だが、第一次世界大戦後に所得シェアを増やし続け、第二次世界大戦前のピーク時の 1932 年には全米所得の 46.3% を獲得していた。その後にニューディール政策が展開され戦時経済が始かるとともに、この集団の所得シェアの増加は抑制され、急速に低下した。それでも概ね 32% 前後でとどまって第二次世界大戦後は安定していたが、レーガン政権が登場した 1981 年から再び同シェアが上昇し始めたことを図 17 から指摘することは十分可能である。次に、平均実質勤労所得について図 18 を見ると、戦後景気循環による影響を受けつつも 1973 年まで順調に伸び続けたが、その後停滞するか減少しさえするようになった。いわゆる「スタグフレーション」の時期を経て、実質所得減の原因の一つと考えられるインフレーションが抑えられたレーガン政権時代を過ぎても、73 年のピーク時の 3 万 532 ドルの水準を取り戻すことができなかつた。同政権時代のピーク時でも 2 万 9,691 ドルに過ぎない。戦後の所得不平等の是正が 1970 年代に停滞した後に、80 年代から再び不平等が拡大し始めたばかりでなく、中間所得層の所得が停滞するか、むしろ減少するようにさえなり、中間所得層から低所得層に転落する人が増え始めたことは広く認められている。多くのアメリカ人に

オバマ政権は輸出の拡大と、起業や中小企業による雇用創出に期待をかけている。たとえば、*Economic Report of the President (ERP) 2011* (萩原伸次郎監訳『米国経済白書 2011』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊 2011 年 5 月 23 日号) の第 7 章で、中小企業支援を通じて雇用を創出する政策を提起している。



(出所) Thomas Piketty and Emmanuel Saez, “Income Inequality in the United States, 1913-1998”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, Issue 1, Feb. 2003, Table II column (3) より作成。

図 17 所得上位 10% が全米所得に占めるシェア (キャピタルゲイン所得除く)



(出所) 図 17 に同じ文献 Table IV, column (2) より作成。

図 18 平均実質賃金所得

とって深刻になりつつある問題は、財政や経常収支の赤字よりも、図 18 に典型的に見られるように、平均所得が成長するどころか、停滞ないしは実質的に減少していることから「アメリカ経済の衰退」を多くの人が実感したことにあつたと思われる⁽⁶⁵⁾。

(65) ブッシュ I 政権最後の経済報告は、アメリカ経済が衰退しているとする論者を「衰退論者」(the Declinists)と呼んで、この見解とともに、特定の産業部門の国際競争上の劣位による貿易収支不均衡やジョブレス・リカバリーなどの試練にアメリカ経済が直面していることについての問題意識を共有しているとしながらも、アメリカは依然として世界最大最強の国であり、世界最高の生活水準を維持している事実を認めるべきだとして、共和党の 12 年間の経済政策を擁護している。ERP 1993, Chap. 1 (平井規之監訳『93 米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊 1993 年 4 月 5 日号, 99~108 頁) 参照。しかし、ブッシュ

このことが一つの理由で、テキサスの富豪として二大政党に対する第三候補に名乗りを上げ、経済問題を争点の第一に掲げたロス・ペローが、二大政党以外の候補として1912年以来最多の票を獲得したのである。すなわち、彼はアメリカ人の多くが経済的困難を感じていることをとらえて、かつてのアメリカ経済の「強さ」を取り戻すため、人々が身の丈にあった生活をして、自分の抱えた負債を自ら返済するという原則を復活させることを掲げ、連邦政府の財政赤字と国債の削減を選挙争点の中心に据えた。当然ながら、この財政赤字の責任は現職ブッシュI大統領に帰せられた。

景気の後退期や低迷期には政府の財政赤字が増えるものだが、このことを一般の人々は景気要因による税金の自然減収や、失業補償等の政府支出の自然増などもまた理由の一部であることを理解せず、自分たちの苦境をよそに政府が「浪費」する結果と見なしがちである。選挙の時には、こうした人々のイデオロギー的理解に乗じた政府財政赤字批判のキャンペーンに与党はさらされるものであり、ここにペロー旋風が吹いた一つの理由がある。これに対して、ブッシュI大統領は1990年予算執行法（Budget Enforcement Act of 1990；BEA）に署名して、赤字拡大を繰り返さない仕組みを導入したことを訴え、赤字削減の努力とその成果を自らの実績にあげて応じた。そのうえ、彼は「タックス・アンド・スPEND・デモクラット」の民主党クリントンが選出されるとさらなる増税がなされると警告した⁽⁶⁶⁾。だが、これではペローによる批判に対抗したことになるのであり、事実上、現職のブッシュI大統領がペローの財政赤字批判を受け入れたのに等しく、この問題で彼はすでに選挙戦に敗北したことになる。しかも、BEAはブッシュIのかつての大統領選挙運動での「私の唇を読み、増税はしない」（“Read my lips, no new tax”）の公約に違反して増税措置を盛り込んでいたのであって、彼の成果であるどころか、大統領再選を妨げる要素でさえあった。このように彼は争点の財政赤字問題について適切に応じることができなかつただけでなく、アメリカ経済はリセッションからの回復の途上にあつたものの、それを実感できない有権者が多数だったのだから、肝心の経済情勢を見ても大統領再選を支持する要素が不足していたのである。

クリントンもまた、ペローと同じく財政赤字問題を第一の争点に掲げて現職ブッシュIに対する攻撃材料に利用するとともに、共和党の12年間の「トリクルダウン」式の経済政策、すなわち減税を通じて投資を優遇すればやがて中間層や下層にも恩恵がしたり落ちるとする理論とその実践を批判することでもペローに同調したのである。というよりも、この選挙戦のなかでペロー候補が躍進したのを目にして、クリントンは与党共和党批判の材料としてペローが財政赤字問題と「トリクルダウン」政策を持ち出すことに次第に同調していったのだという見方もある⁽⁶⁷⁾。こうしてクリントンは、赤字削減のために富裕者に対しては増税しながら、中間層に対しては減税を行い、政府

I 政権の経済諮問委員会（CEA）はこのように「衰退論者」を批判しつつも、所得不平等拡大傾向が強まり、中間所得層が「衰退」している事実について注意を払っているわけではない。

(66) 本稿（中）注（37）で指摘したように、共和党はここでもまた、民主党政権が実現したときの「増税の脅威」を選挙宣伝の一つに据えた。

(67) さらに、得票率が43%にとどまったことから、クリントンは対共和党での党派性を薄めるようになり、財政赤字と「トリクルダウン」政策に対するペローによる批判への同調だけでなく、実際の政策内容でも対共和党での同調を強めていったと見ることもできる。なお、ミアロポールはリセッションとペローの選挙宣伝がクリントンの党派性を後退させたとして述べている。Michael Meeropol, *Surrender; How the Clinton Administration Completed the Reagan Revolution*, University of Michigan Press, 2000 (*Surrender*), p. 344.

支出を教育・インフラ投資に使うと公約した。彼は財政赤字を問題にするだけでなく、共和党の 12 年間で、政府支出を通じてできるはずの財政の生産的利用が、減税や軍拡でないがしろにされたことを批判したのである。さらに、彼は経常収支赤字をも問題にして、ブッシュ I 政権が日本の「不公正な」競争に対してアメリカの貿易を擁護しなかったとしながら、北米自由貿易協定の批准を支持し、このことについて労働・環境団体の支持を得るために、途上国メキシコとの間で多くの補完協定を伴う交渉を行うとした。結局、ペローを支持した 19% の支持者の多くは保守派であったため、それまでの共和党ブッシュ I 支持票を掘崩すことになり、その結果、クリントンが過半数の得票にも及ばなかったにもかかわらず当選した。

(2) クリントン政権の経済政策

クリントンが大統領に就任した当日の 1993 年 1 月 20 日に、自らの最初の予算案の基礎となる考え方を示す「アメリカのための変革のビジョン」(A Vision of Change for America)⁽⁶⁸⁾ を発表して議会で提出した。この報告書の初めの「新たな方向」(A New Direction) で、それまでの共和党政権の 12 年間で、低成長、家計所得低迷、不平等増大、貧困児童の増加、医療費高騰、財政赤字増大の時代であり、中間階級と働く貧困層を犠牲にして少数の富裕層を優遇する「トリクル・ダウン」政策が採用されていた時代と特徴づけた。これに対して、あらゆる人々の生活水準を向上させる変化を起こし、支出の優先順位を消費から投資に変更して、少数の特権者だけでなく、全ての国民に意味ある機会を与える国を目指すのが変革のビジョンだという。このビジョンの中で、人々は分断されることなく全て同じコミュニティに属する成員となるべき「責任」の精神を求められ、政府をそれまでのように民間セクターを妨害するものではなく、成長を促進するよう「機能する」(a government that work) ものとなすべきだとしている⁽⁶⁹⁾。ここには、12 年間の共和党政権時代を厳しくかつかなりの確に批判する内容が盛り込まれているが、「トリクル・ダウン」政策とは実際にどんな政策として実施され、それがなぜ、どのように失敗したのかについて具体的にはそれほど分析しているわけではない。

報告書は次に、共和党時代の 12 年間に及ぶ「負の遺産」(A Legacy of Failure) を具体的に見ていく。91 年第 2 四半期以来の回復を「ジョブレス・リカバリー」と呼ぶのを「これ以上適切な表現はない」(a description that is all too apt) とまで言うのだが、その理由については極めて簡単に、生産の拡大が極めて遅いことを同義反復的に挙げるだけで、回復をより確実にする政策プログラムが必要であることの提起に一挙に飛躍する。そのプログラムでは、家計所得低迷の原因をサプライサイドの生産性成長の停滞に求め、さらに生産性成長停滞の原因を過小投資に求める議論をもとに、80 年代の「トリクル・ダウン」政策から転換するべきだとするのだが、ここでも恐らく多くの米

(68) Office of Management and Budget, *A Vision of Change for America*, Government Printing Office, February 17, 1993.

(69) クリントン政権以来 8 年ぶりに民主党政権を実現させたオバマ大統領の 2009 年 1 月 20 日の就任演説には、アメリカ経済が負債に依存する状態から脱却するための「新たな責任」を強調しながら、「小さな政府か大きな政府か」が問題ではなく「機能する政府かどうか」が問題だとする一節があり、クリントン時代の民主党政権のビジョンをオバマ政権が今日的に引き継ぐ姿勢を伺うことができる。

国民が感じている当時の家計所得低迷の問題をクリントン大統領はかなり正確に指摘しつつも、その問題と「トリクル・ダウン」政策や生産性停滞との関連を必ずしも明確にしているわけではない。

報告書における「負の遺産」では、「トリクル・ダウン」政策とその転換についての分析がほとんど曖昧であるのに対して、財政赤字削減の課題についてはかなり具体的で比較的明瞭に分析している。すなわち、前政権から引き継いだところの増大する財政赤字は、短期的には景気後退と貯蓄貸付金融機関の破綻処理に起因するが、その要因を取り除いても恒常的に増大する「構造的赤字」があり、その原因は80年代の所得税減税と軍事費拡大にあることを指摘する。この間、政府支出の構成で見ると、国防支出が連邦支出比で22%を占めるようになったが、非国防の裁量的支出は80年の同24%から92年の17%に減少し、非国防の物的資本と研究・開発、教育と職業訓練に対する公的投資支出が同8.2%から6.3%に減少したことも指摘する。これはミアロポールが指摘するところの政府支出の不生産的利用を示す一つのデータである。同じ期間に、メディケアとメディケイドが同7.8%から13.3%に増え、投資支出が抑制されて医療費が膨張することに強い懸念を示す。要するに、国防費や医療費の増加に見られる政府支出の不生産的利用を、マクロ経済の投資の増大に結びつくところの生産的利用へと転換させながら、同時に財政赤字を削減するという、一見すると両立困難な二つの課題に同時に取り組もうとするのであった。

財政赤字削減が必要であることの理由について、報告書は、利払い費が裁量的支出を圧迫すること、赤字削減を実現すれば国際的な経済交渉を有利に進めることができること、赤字削減方法についての政治的議論が膠着状態に陥る危険などを指摘するが、それら以上に最も強調するのは、景気後退期ではない時の財政赤字の政府資金調達が高金利を上昇させて民間投資を妨げるか、海外借り入れを増やすというクラウドイングアウト仮説である。この仮説に基づく赤字削減による投資増大への貢献は報告書全体で繰り返し出てくる。しかし、共和党政権の12年間における財政赤字が実際にどのようにクラウドイングアウトを引き起こして投資を停滞させたかについて、具体的に分析しているわけではない。実際には、共和党時代の財政赤字がクラウドイングアウトを引き起こし金利を上昇させ、投資が停滞したことは事実としては証明されないのである。

ただし、その財政赤字削減策はクラウドイングイン効果を発揮するというだけでなく、赤字削減に取り組む一方で共和党政権時代にながしろにされた政府による生産的支出を再構築することによって、民間投資を促進するということにクリントン政権の一つの独自の財政政策があると言っ
てよい⁽⁷⁰⁾。それは、政府財政の緩和あるいは引き締めによる景気効果を直接的に期待するわけでは

(70) このようにクリントン政権の財政政策の独自性を指摘する点に、ミアロポールの研究の一つの貢献があると思われる。たとえば、彼は「拡大的でありながら収縮的な財政政策 (an expand-then-contract fiscal policy) といったものによって、赤字削減の必要性が前提でありながら経済を刺激するといったことが可能かどうかの問題に対して、クリントン大統領はそれが可能であるとの刺激パッケージを提案しており、これはかつて行われなかったことと考えた」との趣旨のことを述べている (*Surrender*, p. 232)。クリントン政権の「拡大的でありながら緊縮的な」財政政策という考え方は、現在の民主党オバマ政権が「拡大的財政収縮」(“expansionary fiscal contractions”) の理論的可能性を提起するという仕方でも再現されている。ERP 2010, p. 150 (萩原伸次郎監訳『米国経済白書 2010』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊 2010年5月24日号, 146頁) を参照。オバマ政権は前任のブッシュII政権の残した巨大な財政赤字の扱いと、住宅バブル崩壊後の戦後最悪の「大景気後退」からの回復という、整合的に対処することが極めて困難な課題に直面して

く、財政赤字による特に回復期のクラウドイングアウト効果と赤字削減によるクラウドイングイン効果を期待するだけでもない。財政赤字の需要拡大効果よりもそれを打ち消すクラウドイングアウト効果を重視する保守主義の側面を持ちながら、財政支出の生産的効果を認める積極主義の側面を併せ持つ政策であり⁽⁷¹⁾、赤字削減で政府関与を小さくして市場機能に委ねるだけでなく、政府財政の生産的利用を再構築してアメリカ経済の行方に一定の方向性を与えようとする戦略的性格を有する政策である。それは前述のように、アメリカ経済の経常収支赤字体質を是正することをも目的にしており、そのためには同国経済の消費力よりも供給力を強化する必要があり、消費よりも投資を増やすという結論になるわけである。政府の財政政策の目標も投資を増やすことに向けられる。経済政策の目標を投資増大に定めるこの結論そのものは、保守派の考えとも結果的に一致するのであり、サプライサイド重視の経済政策そのものである⁽⁷²⁾。

問題は、クリントン政権が企てた民主党版サプライサイド経済政策とでも言うべきものが、赤字削減と景気刺激とを実際にどのように両立させたパッケージとなったかである。それは 1993 年包括財政調整法 (Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993; OBRA 93) の成立に見られる。同法の成立はクリントン政権自らが、同政権最初の大きな成果としたものである。それは政府支出の生産的利用よりも基本的には赤字削減を優先したものであり、前任のブッシュ I 政権時代に合意された 1990 年予算執行法 (BEA) の赤字削減方法に従ったものである。すなわち、裁量的支出については支出上限額を課して規制し、義務的支出については支出増を伴う新規の支出政策はそれによる赤字要因を相殺するために他の手段による支出削減、または財源を確保するための新規増税の措置を

いる。クリントン政権も、レーガン政権時代以来の財政赤字の削減と、1990 年景気後退からの回復という両立困難な課題に直面したが、オバマ政権が直面するのは 90 年不況に比べて桁違いに深刻な「大景気後退」なのだから、クリントン政権の時のような「拡大的財政収縮」で乗り切れるとは思えない。オバマ政権は、かつてローズヴェルト政権がニューディール政策を展開しながら緊縮財政に転じて 1937~38 年の深刻な不況を招いたことを大不況期の教訓としているが、1929 年株価大暴落後のアメリカの大不況や、日本の巨大なバブルの崩壊後の 1990 年代以後の長期不況を見れば、日米経済のような主要経済国が巨大なバブルを崩壊させた後の大不況を自律的に克服した経験がこれまでないことがわかるのであり、オバマ政権は歴史上達成されたことのない困難な課題に直面していると言ってよい。だとすれば、同政権は、かつてアメリカが 1937~38 年恐慌を招いた失敗からというよりも、ニューディール政策全体が大不況からの自律回復を果たせなかったことから教訓を引き出さなければならないのである。

(71) クリントン政権最初の経済報告でこのことについて直接的には次のように述べている。「われわれは政府支出全体を抑制するだけでなく、それをより生産的に利用 (more productive uses) できるよう新たに方向付けようとしている」(*ERP 1994*, p. 38 [平井規之監訳『94 米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊 1994 年 4 月 11 日号, 66 頁]) なお、ミアロポールはクリントン政権の財政政策のこうした性格について次のように述べている。「1995 年 (経済) 報告に一貫する主張は、政府はもっと少なく支出すべきだが、それだけでなく、支出を振り向ける方向を変えてより効果を上げなければならない、より少ない予算でより多く購入できるよう、行政サービスを配分する仕方を変えていかなければならないということである。」(*Surrender*, p. 241)

(72) クリントン政権の経済政策は、雇用拡大と所得不平等の是正と経常収支赤字削減を目指したが、実際の内容はローラ・タイソンとロバート・ライシュの議論に影響されてハイテク産業を重点目標に強化するためのサプライサイド重視であるという議論が、たとえば Candace Howes, “Long Term Economic Strategy and Employment Growth in the US: An Analysis of Clinton’s Economic Policies”, *Contributions to Political Economy* (1995) 14, 1-31 で展開されている。

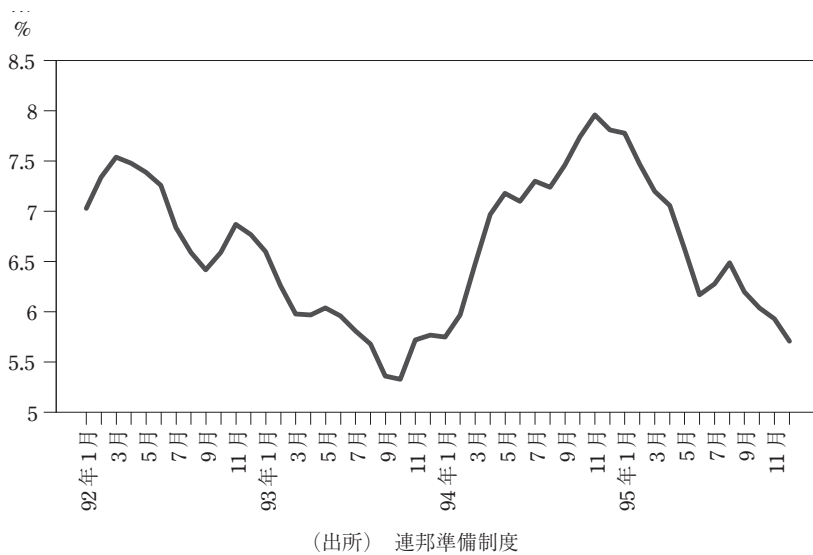
採用しなければならないという、いわゆるペイゴー規制に従うというものである。これらの規制により、裁量支出の名目額は98会計年度でOBRA93が成立しない場合に比べて362億ドル少ない5,481億ドルに抑えられ、義務的支出は同256億ドル少ない9,450億ドルに抑えられるため、利払い費が同255億ドル少ない2,450億ドルに抑えられ、支出の合計は同873億ドル少ない1兆7,382億ドルに抑えられると見込んだ。収入面では、大統領選での公約の中間所得層減税を見送りながら、賃金所得で上位1.2%に対する所得税率を31%から36%または39.6%に引き上げる増税を増収の最大の源泉とするほか、メディケア課税の所得上限の撤廃、ソーシャル・セキュリティ給付の上位者13%に対する増税、自動車燃料税の引き上げ、上位法人所得税率引き上げを通じて98会計年度で同法不成立の場合に比べて586億ドル多い1兆5,508億ドルに増えると見込んだ。その結果、赤字は同1,458億ドル少ない1,874億ドルに抑えられると見込んだ⁽⁷³⁾。

これに対して、同法に盛り込まれた規定に政府支出の生産的利用の側面を見ると特に目立つものはなく、税制面での研究・実験税額控除と勤労所得税額控除の拡大が挙げられるくらいである。少なくとも、クリントン政権が目指したはずの政府財政の生産的利用の再構築と言えるものではなく、赤字削減のための超党派合意であるBEAの枠内で、特に非軍事面での先端技術分野の民間投資や低所得者の勤労を促す減税が盛り込まれたただけであった。これらには、なるほど国防転換や「福祉から勤労へ」という従来にない、クリントン政権独自の新たな方向性が窺えるが、レーガン軍拡からポスト冷戦時代の軍縮への転換という時代の当然の要請であることや、レーガン政権時代の福祉依存批判を経過した後のサプライサイド重視の福祉再編といったものでしかなく、それまでの共和党政権時代の政策の延長または修正にとどまると言える。むしろ、共和党政権時代からの目立った転換をなすものは財政赤字の削減だが、この目標それ自体は共和党も同様に共有するのであり、党派間で対立するわけではない。ただし、共和党は財政赤字削減それ自体を目標とすることに違いがある。これに対して、クリントン政権はそのこと自体を目標とするというよりも、財政赤字削減を通じて民間投資増大を誘導することが目標であるという⁽⁷⁴⁾。

クリントン政権は、同法の赤字削減策が金融市場で信認され、共和党政権時代に高止まりしていた長期金利が同法成立とともに低下したこと、それによる民間投資増加を期待できることを同法の成果として強調した。図19を見ると、1992年にクリントン大統領が選出された11月からその

(73) 以上のOBRA93の内容は、*ERP1994*, pp. 32-34 (邦訳, 61-63頁)を参照している。

(74) ただし、共和党の減税路線には課税の累進制を緩和してフラットタックス化することが含まれており、連邦税制の重点を所得税から消費税に移して、消費よりも貯蓄と投資を優遇して増やすことを目標とするのだから、投資を増やすという財政政策の目標について見ても、クリントン政権の財政規律路線の目標と異なるわけではない。それどころか、同じ目標を達成する手段でも、減税と赤字削減とで違いはあるが、いずれも消極的な財政政策であるところまで両党は似通っている。と言っても、共和党の減税路線では減税を重視するあまり全体収支が疎かになって赤字になりがちなのに対して、クリントン政権の財政規律路線では政府収支全体に配慮するので、実際に出される財政政策には両党間で色々な違いが出てくる。さらに逆説的なことに、共和党の減税政策は政府の経済的役割を強く否定することによるのではあるが、この役割をさほど否定せずに再構築しようとするクリントン政権の財政規律路線よりも景気浮揚効果が大きいのである。このことから、一見すると共和党の財政政策は民主党よりも保守的なのだが、実際には多数の支持が民主党よりも共和党に集まることがある。



(出所) 連邦準備制度
 図 19 10年物財務省証券利回り
 1992～95年

翌年のOBRA93審議を通じて、時期的に一致して長期金利が低下しているともできるので、クリントン政権はそこに因果関係を見出して、同大統領就任後の赤字削減を優先する財政政策の変更が原因で長期金利が低下したと考えた。財政赤字削減はそれ自体で民間貯蓄を財政赤字ファイナンスから民間投資に開放するが、金融面では長期金利を低下させることで企業固定投資、住宅、耐久消費財といった金利感応の景気要因の支出が増えて、景気回復を牽引し供給面でもアメリカ経済を強化することを期待したのである⁽⁷⁵⁾。これは政府財政の積極主義的な生産の利用を通じてではなく、赤字削減という消極主義的な手段を通じてではあるけれども、それでもなお連邦政府財政政策を通じてアメリカ経済を方向付けようとするものであったと言えるかもしれない。なぜなら、因果関係の有無はともかく、金融市場で長期金利が低下するという仕方で評価されるような赤字削減の予算を成立させるのに政治的に多大な労力を要したからである。

とはいえ、やはりそうとは言えないだろう。なぜなら、金利の低下を誘導するというのは財政面でのイニシアチブというよりも金融政策の目標とするべきものであり、その実現は金融政策の緩和が前提でなければ期待できないからである。事実、OBRA93成立でクリントン政権の財政規律路線が確立した翌94年には、後述するように連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めに移したが、これにより財政規律にもかかわらず長期金利は上昇したのである。このことはさしあたり図19でも確認できよう。この意味で、財政赤字削減とそれによる景気回復という一見すると相反する二つの目標を掲げたクリントン政権の経済政策は、これまで以上により一層金融政策の協力を必要とするのであり、ここでは財政政策は金融政策とより一層一体化するか、あるいは財政政策の目標は金融政策の目標に解消されてしまっている。なぜなら、ジョブレス・リカバリーから本物の回復への

(75) ERP1994, pp. 78-83 (邦訳, 96-99頁)。

移行を課題とするこの時期の財政政策は、インフレや金利上昇に留意しつつも財政の緩和と拡大を基調とすべきであったのに、逆にクリントン政権ではインフレと金利の上昇を抑えることそれ自体を目標に定めてしまい、財政を引き締めて財政政策固有の景気浮揚の役割を放棄してしまったからである⁽⁷⁶⁾。こうして、クリントン政権において景気回復のための財政政策の役割は、赤字削減優先の超党派合意⁽⁷⁷⁾に制約される一方で、景気回復の政策的イニシアチブは金融政策に移ったと言つてよい。同政権では、経済政策において金融政策が財政政策に対して優位に立ったと言えよう⁽⁷⁸⁾。

そこで次に、クリントン大統領就任後2年ほどのアメリカ経済の実績を見ながら、同時期の財政政策と金融政策の関係を見ていこう。

(3) クリントン政権時代の財政政策と金融政策の関係

1994年のアメリカ経済は、総需要が年率平均で約3.6%増加したことから、経済的には比較的よい時期と見られていた。もっとも、当時の潜在成長率は2.5%付近とする控えめな見方もあって、グリーンズパン議長のFRBは総需要超過によるインフレを懸念して金融引き締め姿勢に転じたのであり(図20)、アメリカ経済は当時の金融当局が需要の伸びを抑えることを目標とするほどの回復局面にあった⁽⁷⁹⁾。にもかかわらず、この年の中間選挙に与党民主党は敗北し、連邦議会下院で1954年以来40年ぶりに過半数議席を割ることになったのあり、民主党にとって大きな打撃となった。

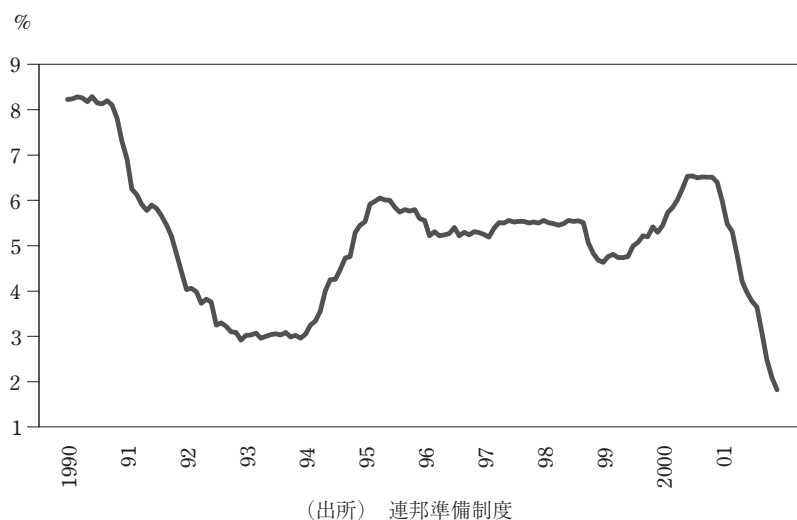
共和党はこの中間選挙で、1994年9月27日に公にした「アメリカとの契約」を選挙公約にした。この「契約」では、議会に財政責任を再び課して、家計や企業と同様の財政的制約の下におくよう

(76) FRB副議長及びクリントン政権のCEA委員を務めた経験を持つアラン・ブラインダーと、FRB理事及び同政権のCEA委員長を務めたジャネット・イエレンは共著のなかで次のように述べている。「いずれにせよ事実はこうだ。すなわち、連邦準備の異例なほどの金融緩和の時期は1994年初めまで続き、クリントンの最初の予算は財政政策の異例の引き締めを表していた。」(Alan S. Blinder & Janet L. Yellen, *The Fabulous Decade—Macroeconomic Lessons from the 1990's*, The Century Foundation Press, 2001, p. 24 [山岡洋一訳『良い政策悪い政策』日経BP, 2002年, 52頁])

(77) 財政赤字削減の超党派合意と言っても、赤字の段階的削減を求める民主党と、憲法修正で財政均衡を政府に義務づけるという当時の共和党とでは、立場が異なる。後述するようにこの立場の違いは、1994年中間選挙で共和党が勝利し、その後同党による財政均衡要求が強まったことから次第に先鋭化した。

(78) ボブ・ウッドワードによれば、グリーンズパンFRB議長は就任前のクリントン次期大統領と1992年12月に二人だけで会談する機会を持ち、その場で財政赤字が大きいときの財政支出に効果はなく、むしろ財政赤字を削減することによる長期金利の低下に景気回復効果を期待することができること、FRBは長期金利を管理できないが政府の財政赤字削減が長期金利低下を誘導することが期待できることについて講義した。クリントン大統領の就任後の経済政策は、このときのグリーンズパンFRB議長の講義内容と全く同一のものと言つてよい。Bob Woodward, *Maestro—Greenspan's Fed and the American Boom*, Touchstone, 2000, pp. 95-96 (山岡洋一, 高遠裕子訳『グリーンズパン』日経ビジネス人文庫, 2004年, 156~158頁) 参照。ただし、金融当局の責任者が金融当局では長期金利を誘導することができないというのは理解に苦しむ。なぜなら、金融当局は公開市場操作の長期国債の売買を通じて長期金利に影響を与えることができるからである。

(79) 拙稿「1990年代のアメリカ経済の展開と経済政策」福島大学国際経済研究会編『21世紀世界経済の展望』八潮社, 2004年, 49頁を参照されたい。



(出所) 連邦準備制度
 図 20 フェデラル・ファンド・レート
 1990～2001年

求める「財政責任法」をはじめ、納税者負担を軽減するとともに、政府の経済的関与に制限を加える法律を成立させるという公約が並んだ⁽⁸⁰⁾。政府財政を個別の家計や企業の財政と直接的に同一視することから、政府財政赤字を単なる「浪費」と見なし、この「浪費」の財源になる税金を削減するか⁽⁸¹⁾、「浪費」としての政府活動を縮小させる規制緩和を推進するという点で、有権者に対して極めてわかりやすくアピールできる内容を含んでいた。もともとクリントン大統領自身が共和党政権時代の「負の遺産」の一つに財政赤字の膨張を挙げて、第三候補ペローと一緒に財政赤字批判キャンペーンに加わり、就任後も連邦財政赤字削減を最優先課題にしたのだが、今度はこの問題が、野党となった共和党から与党の側の財政赤字責任を追及される立場に変わって、攻撃される材料になったのである。このことは、二大政党のどちらであるかを問わず、財政赤字問題が常に与党の責任として攻撃材料にされることを示している。

この敗北の理由には財政赤字問題だけではなく、クリントン政権発足後 1994 年までのマクロ経

(80) 「アメリカとの契約」が選挙公約に掲げたのは、均衡予算を義務づける憲法修正を伴う「財政責任法」(Fiscal Responsibility Act)、犯罪の厳罰化などの「防犯強化法」(Taking Back Our Streets Act)、生活保護給付を 2 年間に制限する福祉改革などを伴う「個人責任法」(Personal Responsibility Act)、児童扶養強化などの「家族強化法」(Family Reinforcement Act)、結婚懲罰税制撤廃などの「アメリカンドリーム回復法」(American Dream Restoration Act)、国連軍事関連予算削減などの「国防強化法」(National Security Restoration Act)、年金支給所得制限引き上げなどの「高齢者公正法」(Senior Citizens Fairness Act)、キャピタルゲイン等資本所得減税などの「雇用創出・賃金増大法」(Job Creation and Wage Enhancement Act)、訴訟を減らすための「当たり前の司法改革法」(Common Sense Legal Reforms Act)、議員の任期制限を厳格化する「市民議会法」(Citizen Legislature Act) の 10 法案であった。Ed Gillespie and Bob Schellhas, *Op. cit.*

(81) 民主党の財政政策に対して共和党の財政均衡主義が批判する際に用いる常套句の一つは、「課税と浪費」の政治 (“tax and spend” politics) である。こうした議論は、企業や政府が資金不足部門であり、家計の余剰資金を活用するというマクロ経済の一般的あり方を無視することを前提に、政府の存在意義を狭く限定する政府観を反映している。

表 8 1960 年、70 年代、80 年代、90 年代前半のマクロ経済パフォーマンスの比較 (%)

期間	循環 (回復→山)	投資 (GDP 比)	失業率	能力利用率	一人あたり実質 GDP 成長率	生産性成長率
KJN	1962 年回復→ 1969 年山 (32Q)	15.63	4.44	86.42	3.23	3.16
NFC	1974 年回復→ 1980 年山 (20Q)	17.18	6.93	82.32	3.15	1.63
VRB	1983 年回復→ 1990 年山 (31Q)	16.08	6.75	80.92	2.77	1.38
BC	1991 年回復→ 1994 年 (15Q)	13.30	6.53	81.30	1.67	1.31

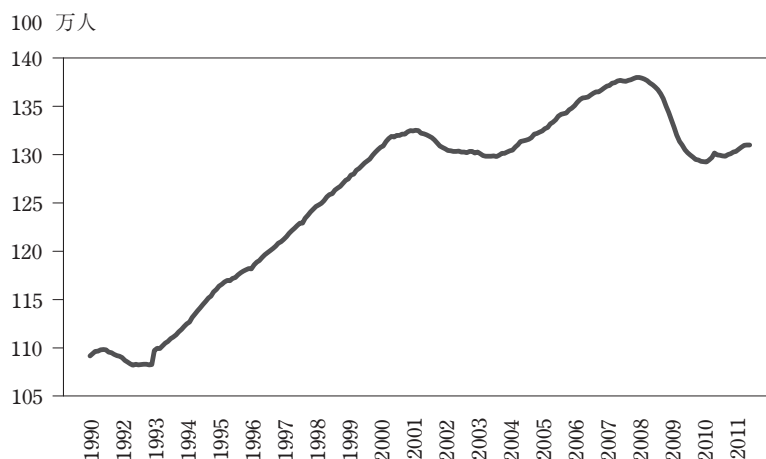
(出所) *Surrender*, Table 12, 14.

済の実績が関連していたと見られる。1991 年以後の前政権のブッシュ I 時代を含む回復時期に当たる BC (ブッシュ I / クリントン) の時期の経済実績を、それまでの 30 年間の主要な景気の回復から山までの循環に対比して、景気循環を考慮して比較したのが表 8 である。これを見ると、BC はこの時期すでに VRB (ボルカー / レーガン / ブッシュ I) と比較して、失業を減らして能力利用度を高める改善を示したが、まだ KJN (ケネディ / ジョンソン / ニクソン) と NFC (ニクソン / フォード / カーター) ほどアメリカ経済の生産能力を生かす水準に達してはいない。投資率、一人あたり GDP、生産性成長率については、この時点で KJN と NFC の水準に及ばず、VRB の水準も回復してもいない。91 年以後 94 年中間選挙までの回復は、まだ VRB の回復に比べて際立つほどではなかった。

とはいえ、図 16 で見たように失業率は 1992 年 6 月をピークに徐々に低下し始めており、雇用統計で見ると、この時点でさしあたりジョブレス・リカバリーは終わり本格回復が始まったと言える。また、労働統計局データから雇用者数の回復を見れば、非農業雇用者数は 90 年 6 月のピーク (1 億 982 万人) をリセッション後に回復するのは、クリントン大統領就任後間もない 93 年 2 月 (1 億 997 万人) であり、その後、雇用回復と拡大は順調に進んだ (図 21)。大統領就任よりも前に始まったこの本格回復の原因は、当然ながらクリントン政権の経済政策に帰することはできないが、同政権にとって有利な事情になることを妨げるものではない。それでも 94 年中間選挙に同政権与党は敗北したのであり、雇用回復の恩恵が一般の有権者に実感できるほどのものではなかったことに加えて、財政赤字と政府の「浪費」についての共和党キャンペーンの影響力が強かったことを映し出した。

財政赤字削減を優先する超党派合意にもかかわらず、共和党による財政赤字批判のキャンペーンが強まった理由の一つに、クリントン政権が財政均衡達成時期を特定せずに段階的に赤字削減を進める方針があり、これが OBRA93 に具体化されたのに対して、共和党は前述したように、憲法修正を通じて財政均衡を連邦政府と議会に義務づける条項を盛り込むよう求めるより強硬な財政均衡主義を掲げることで、選挙をより効果的に戦おうとしたところにあった⁽⁸²⁾。財政赤字削減をめぐる

(82) 1980 年代のグラムラドマン法などの財政赤字削減方法が財政均衡達成期限の目標を設定して失敗したのに



(出所) 労働統計局

図21 非農業雇用者数

この党派間対立は、中間選挙での共和党勝利の翌1995年に政府機関の一時閉鎖という異常事態にいたった。このような経過を通じて、同年、両党は2002年までの7年間で財政均衡を達成することで合意した。財政赤字削減をめぐるこの新たな超党派合意はOBRA93よりさらに厳しい赤字削減目標を設定することになり、クリントン政権の財政政策をさらに厳しく拘束することになる⁽⁸³⁾。

このため、景気浮揚策は金融政策に委ねられることになったが、実際には前述したようにFRBは1994年に入って金融引き締め政策に転じたのであり、政府側が財政規律を重視する分、FRBが金融を緩和するポリシーミックスを行うことを通じて景気を浮揚させるというクリントン大統領の思惑に反することになった⁽⁸⁴⁾。このポリシーミックスで期待されたのは金利の低下であったが、金

対して、OBRA93はBEAに依拠して、均衡達成期限の目標を定めず、連邦政府財政の収入と支出の赤字要因となる決定方法に制限を加えるが、それ以外の景気要因で赤字が増えることまで妨げるものではなかった。1980年代から90年代にかけての連邦政府財政赤字削減の取り組みの発展については、拙稿「連邦政府財政と財政政策」(萩原伸次郎・中本悟編『現代アメリカ経済——アメリカン・グローバリゼーションの構造』日本評論社、2005年)を参照されたい。ただし、この旧稿には財政赤字をそれ自体として問題視し、90年代の赤字削減を直ちに肯定的に評価する傾向がある。ここには再検討を要する問題点があることを指摘しておきたい。

(83) しかし、これを同政権はOBRA93で具体化された自らの赤字削減努力が、期限を切って赤字をなくすという超党派合意に発展したものとして肯定的に評価した。*ERP96*, p. 20 (平井規之監訳『96米国内閣白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊1996年4月22日号, 59頁)を参照。なお、ミアロポールは、この95年の合意にいたって、クリントン政権がそれまで財政均衡の日程を特定するのを有害無益としていたのを一切やめてしまったと指摘し、同政権が共和党に屈した出来事の一つに挙げている。*Surrender*, p. 249を参照。

(84) クリントン政権は当初、以前の1980年代には財政赤字が拡大したので金融政策では金融を引き締めてポリシーミックスさせたことに対して、OBRA93で「信用できる」財政赤字削減策がまとまったことから金融政策側で金融を緩和するよう、ポリシーミックスを転換できると期待した。*ERP1994*, pp. 83-84 (邦訳, 99~100頁)参照。にもかかわらず、FRBは引き締め政策に踏み切ったのだから、これに対してクリントン大統領は激怒した。大統領自ら苦闘の末によりやくOBRA93を成立させたのに、その後間もなくFRBは

融引き締めによりポリシーミックスはなされず、94年には長期金利は上昇した（図19）。この金融引き締めの理由は、前述したようにFRBが「インフレを加速させない経済成長率」の上限を控えるに見ていたことによる「インフレ懸念」にあった。これは、かつてボルカー議長時代のFRBの「新金融調節」導入によるインフレ収束策が1970年代のインフレに対して後手に回ったのに対して、「インフレに対する先制攻撃」であることに一つの意味がある。なぜなら、この「先制攻撃」が成功すれば、厳しい景気後退を招いたかつてのボルカー時代のインフレ収束策の時と違って、より強力な金融引き締めを余儀なくされるインフレを回避できれば、金融政策の「微調整」⁽⁸⁵⁾で済みかつ景気後退を回避することもできるからである。これが、景気後退という「ハードランディング（墜落）」を回避するために当時のFRBが採用した「ソフトランディング（軟着陸）」政策と言われるものであり、この政策にはそれがうまくいけば96年の大統領選挙を現職の大統領クリントンが景気後退の最中に戦わずにすむということまで織り込まれていた⁽⁸⁶⁾。このように、当時の金融引き締めはグリーンズパン議長自らが支持するクリントン政権の財政規律路線の前提を反故にするかのように見えるかもしれないが、そうではなく同議長のFRBにしてみれば、実は財政規律路線のクリントン政権継続を支持し、かつその条件を用意する戦略でもあったということになる。

それだけではない。94年の経過を通じて、財政政策の裁量性は一段と制約されるのとは対照的に、金融政策の裁量性は一段と増したことが、より一般化して言えば財政規律の持続が期待される場合には金融政策の裁量性が増すことが、クリントン政権時代を見ればはっきり認められる。そのことを通じて、金融政策のこのときの「ソフトランディング」目標が達成されれば、その後アメリカ経済がいわゆる「ニューエコノミー」、すなわち「インフレなき経済成長持続」に移行することの起点を、この金融政策の「ソフトランディング」戦略に見出すことさえできるのである。ここにいわゆる「グ

金融引き締めに移行したからである。だが、ルービン大統領補佐官らはFRBのこの政策を適切と判断し、大統領に対してFRBを公の場で批判しないよう助言したのであり、大統領は結局これに従った。以後、同大統領は任期中、FRBの金融政策に干渉しない姿勢をとり続けたが、これほどFRBに干渉しない大統領は過去にいなかった。Blinder & Yellen, *Op. cit.*, p. 26（邦訳、56頁）参照。こうしたことからクリントン政権がかつてないほど金融政策に屈する姿勢であったことがわかる。これについてミアロポールは次のように言う。「クリントン政権は『アメリカ変革のビジョン』とともに『国民第一』を公約に就任した。同政権はこの公約を実現するだけでなく、経済の金融セクターを代表するが、選挙で選ばれることのない人々のグループに対する惨めな屈服（an abject surrender）というべきものを実績として残す。」（*Surrender*, p. 257）

(85) ブラインダーはクリントン政権でCEA委員を務めた後、FRBがこの「軟着陸」政策を採用した時期にFRB副議長を務めたという経歴を持つが、彼は同政策を「微調整」(fine-tuning operation)と特徴付けている。Blinder & Yellen, *Op. cit.*, p. 29（邦訳、59頁）参照。かつて、財政政策もまた、このように短期の景気変動を見ながら政策を「微調整」していたが、これはブッシュI政権最後の経済報告で、短期の景気変動と、議会通過をめぐって政治的に時間のかかる財政措置との間で、政策実施に時間の遅れ（ラグ）が生じるなどの理由で効果がないと総括された。ERP1993, pp. 78-9（邦訳、141～2頁）参照。ブッシュI政権による財政政策に関するこの総括は、クリントン政権の財政政策にも受け継がれていると見てよい。なお、本稿（上）で指摘したように、ボルカー議長時代のFRBもまた、1982年の景気後退に際して、自らに課した「新金融調節」のマネーサプライ成長率一定のルールを修正し、金融緩和に移行する「微調整」を行ったことがある。『商学論集』第77巻第1号、2008年9月、58頁参照。

(86) Woodward, *Op. cit.*, p. 118（邦訳、197～8頁）参照。

リーンスパン神話」が生まれる一つの根拠がある⁽⁸⁷⁾。それはまた、ミアロポールの言う経済政策の「革命」が進行すること、すなわち財政政策の景気政策としての役割が制限されるか終焉する代わりに、その役割は財政政策ではなく専ら金融政策が担うことを意味するのであり⁽⁸⁸⁾、所得再分配や特定産業の保護・育成、または規制などの国家による関与を排除したい保守派から見て歓迎すべき事態であるという意味でも、「新しい」局面であると言える。

だが、そうだとしても、なぜクリントン政権の財政政策はFRBの金融政策に優位を譲ることになったのだろうか。得票率過半数に達しなかった大統領、自らを財政規律路線に拘束する姿勢、金融市場と金融政策への配慮を優先する経済閣僚の助言への追従といった事情の他に、支出削減や増税を通じて赤字を削減しながらも、政府財政が以前にも増して生産的に機能するよう再構築するというクリントン政権の当初の方針が挫折し、単なる赤字の削減と政府のリストラに終わってしまったという事情が考えられる。つまり、同政権の掲げた「赤字を削減して消費から投資へ」、または「国民への投資」という方向に政府財政を改変すれば、アメリカ経済の供給面での強化をいくらか期待できるかもしれないが、そもそも「財政赤字削減による景気拡大」という政策それ自体の根底に政府の経済的役割を否定する発想がある以上、それを打ち消すほど強力に政府財政の改変が行われるか、あるいはその改変が国民の実感できるものでもない限り、緊縮財政のそれでは少なくとも需要面での景気浮揚を直接期待することはできないのである。

(87) グリーンスパンは当時のことを自伝のなかで、「しかし今の時点で振り返ってみると、1995年の軟着陸は私の任期中にFRBが達成したことなかでも、特に誇りを持つ点の一つである（one of the Fed's proudest accomplishment）」と述べている。Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Penguin, 2008, p. 156（山岡洋一、高遠裕子訳『波乱の時代（上）——わが半生とFRB——』日本経済新聞社、226頁）なお、グリーンスパンに対する高評価が「インフレなき経済成長持続」を演出した実績にあったことに言及されることは多いが、それだけでは極めて不十分である。なぜなら、それでは彼が拡大持続にもかかわらず金融「緩和」を続けたことが「高評価」の対象になるだけだからである。そうではなく、この場合、94年の彼の「軟着陸」戦略に言及するべきであり、実際にはこのとき彼が採用したのは金融「引き締め」の方だったのである。それゆえ、この時の金融政策は積極主義ではなく、消極的で保守主義的だったのである。

(88) たとえば、彼は次のように言っている。「積極的な連邦支出や課税がリセッションからの回復を加速させる介入は過去のものとなった。財政政策の唯一の役割は、サプライサイド減税論者が近い将来に思い通りにすることがないと仮定すれば、財政赤字をゼロに削減することになる。今では、どれほどの低失業が許されるのか、避けられないリセッションがいつ来るのか、経済への刺激の実施をどれほど素早くかつ力強く実施するのかの決定は、連邦準備に委ねられる。」（*Surrender*, p. 255）こうした経済政策の「革命」が進行するのは、財政赤字問題を別とすれば、国家または政府の経済的なあるいは生産的な役割とは何か明確でなく、これをはっきりと否定する保守派の議論が力を得るとい事情があるためである。これに対して、所得再分配や公共投資によるインフラ整備の実施を通じた関与などの必要性を挙げて政府の役割を承認する議論は、今日的にはいかにも消極的に見える。もっと積極的に政府の経済的役割を見出すことができるのか、そうではなく見出せないとすれば、市場機能を通じた自動調整のみを承認する保守派の議論以上の何かを政府以外に見出すことができるのかどうか問われるだろう。この問題が解決されなければ、政府の経済的役割を承認する議論は、経済政策の「革命」を通過した今日では、保守派との対比で安易に政府に依存する議論という印象を払拭しきれないだろう。

(4) 「ニューエコノミー」と財政政策

「ニューエコノミー」と呼ばれる 1990 年代後半の拡大は、低インフレ・低失業を伴っていたとされるが、このこととクリントン政権の財政政策、あるいはグリーンズパン議長の FRB の金融政策との関係にどんなことを示唆するのかについて、以下に見ていこう。

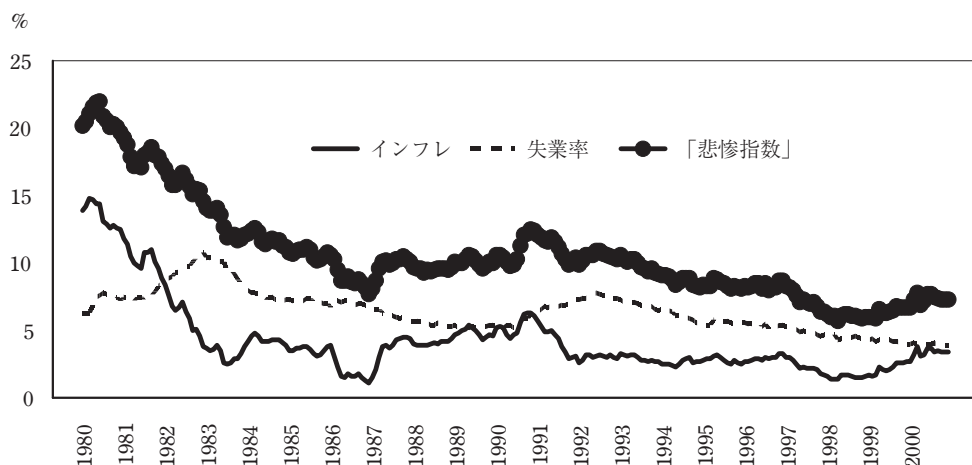
1990 年代のアメリカ経済は長期に拡大を持続させたことに際立つ特徴があるとされている。全米経済研究所 (NBER) 景気循環日付確定委員会の決定によれば、景気循環の日付が適用される歴史上最初の 1854 年以來最長の 10 年間 (120 ヶ月：1991 年 4 月～2001 年 3 月) にわたって拡大が続いたとされており、これは連邦政府の公式見解となっている。けれども、前述したとおり、この拡大の初期はジョブレス・リカバリーであり、その後も 1994 年の FRB の「ソフトランディング」政策によって、拡大の勢いが一時的に抑え込まれた時期がある。翌 95 年はアメリカ経済が回復から自律拡大へ移行する時期と見られており⁽⁸⁹⁾、この後に拡大の勢いが増したのである。それでも物価インフレに火が点くことがなかったので、拡大を抑え込む政策を発動する必要もない時期が比較的長く続いたのであった。90 年代後半の拡大の勢いは図 21 で同時期の雇用創出の強さから伺うことできる。また、これに伴い失業率は持続的に低下していくが、インフレは沈黙したままであり、拡大末期に上昇傾向が認められるものの 3% 台を超過することはなかった (図 22)。このため、同時期の拡大は「インフレなき持続的拡大」とされるのであり、90 年代の拡大に次いで長期持続した 60 年代の拡大 (106 ヶ月：1961 年 3 月～69 年 12 月) が後半期に勢いが増すとともに、インフレがじりじりとではあるが持続的かつ確実に上昇したのに対して⁽⁹⁰⁾、拡大持続の長期化が同じでもインフレが沈静化したままであった点が対照的である。60 年代の場合、失業率 4% が「完全雇用」水準と考えられていたが、同時期の拡大後半の 66 年からはこの水準を下回る「超完全雇用」をその後 60 年代いっぱいまで持続させたのであり、これを 4% に戻せばインフレは収まると考えられ、引き締め政策が実施された。ところが、インフレはほとんど収まらず、失業率だけが上昇したため、いわゆる「スタグフレーション」となったのであり、その後、インフレにならない下限の失業率は 4% を上回って上昇したと考えられるようになった。それは 90 年代には 6% まで上昇したと考えられるようになり⁽⁹¹⁾、経済政策が保守化していった。94 年には FRB は、失業率がいずれこの水準に近づきさらに下回ると見たので、インフレに対する「先制攻撃」を仕掛けたのである。だが、この FRB の「インフレ懸念」にもかかわらず、あるいはその「先制攻撃」が功を奏してか、インフレに火が点くことなく失業率は 6% を下回り、この拡大末期には、かつて「完全雇用」水準と考えられていた 4% さえをも一時的にだが下回った。

このことはクリントン政権が 93 年発足当初以来直接目標にしてこなかったのであり、同政権にとって予想しなかった意外な成果である。それは、かつてケネディ政権が「完全雇用」を目標に掲げて実現したもののだが、その代償にインフレと「スタグフレーション」を招いたとされ、そのため経済政策の保守化に道を譲ることになった。また、カーター政権が「雇用法」の修正まで行って失

(89) *ERP1996*, p. 75 (邦訳, 100 頁)

(90) 本稿 (上) 図 2 参照。

(91) *Blinder & Yellen, Op. cit.*, p.51 (邦訳, 92 頁)



(注) 「悲惨指数」はインフレ率と失業率の合計。

(出所) 米労働省, FRB データより作成。

図 22 「悲惨指数」
1980～2000 年

業率 4% の実現を法的に義務づけながらも、インフレ抑制の方を優先したがゆえに達成できなかった目標である。ところが、これをクリントン政権では、かつての民主党政権のケネディ政権やカーター政権と違って、政権発足当初以来直接には一度も目標に掲げなかったにもかかわらず、インフレの代償を払うこともなく実現したことになる。これこそ、いわゆる「ニューエコノミー」の成果とされるべきであり、インフレなき「完全雇用」がなぜ達成されたのか、それを持続させ、さらに「完全雇用」失業率をより引き下げていくことは可能かどうか、可能であればどんな条件が必要かを政策課題に掲げて探求すべきだろう⁽⁹²⁾。

だが、実際には、このことは、一般の「ニューエコノミー」に関する議論で論点になることはまぎれなかったと言ってよい。なぜなら、いわゆる「インフレが加速しない失業率」(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment ; NAIRU) が低下したことの理由について様々に検討がなされるとしても、実際には「インフレなき持続的失業率低下の理由」を探求すると言うよりも、「持続的失業率低下にもかかわらずインフレが上昇しない理由」を議論する場合が圧倒的に多いからである。私はこれは失業抑制よりもインフレ抑制を優先する FRB の金融当局者の発想であると考える。こ

(92) 永井靖敏氏は「ニューエコノミー論は正しいか」という論文のなかで、「失業率がどこまで下がっても賃金が増えない」というのなら、普遍的な経済現象だが、そのように考えている人は誰もいない」として、失業率低下にもかかわらず賃金が増えないことを「ニューエコノミー」の議論からあらかじめ除外している。佐藤祐一、永井靖敏編『アメリカ経済の繁栄は続くか』東洋経済新報社、1999年、41頁参照。だが、失業率が持続的に低下しながら賃金が増えないことは、90年代のアメリカ経済の長期拡大で実際に起こったことである。また、これがこの時期だけの特殊な事情であって、この時期に限らない普遍的な事情ではないとしても、だからといって、これを「ニューエコノミー」の議論から除外する理由にはならない。実際には、後述するように、大方の「ニューエコノミー」論はこのことに議論を集中させていた。しかし、氏の議論のより重要な問題点は、多くの「ニューエコノミー」論と共有する問題、すなわち失業率の持続的低下の事実とその理由を検討することをはじめから除外していることにある。

の発想に基づく議論では、90年代の特に後半期の拡大の最も大きな特徴の一つが図21に見るように、雇用創出の勢いが加速したことにあったにもかかわらず、その理由は問われないうまま前提とされるだけなのに対して、インフレが上昇しないことの理由ばかりが問題にされるのである。こうした議論の問題点は、拡大が持続するのになぜインフレにならないのかというFRB的問題設定の仕方から不可避的に発生するのである。というのは、ここから景気循環が消滅したのかどうかを問題にする議論や⁽⁹³⁾、ついには景気循環が実際に消滅して拡大が永遠に続くという「ニューエコノミー」幻想までもが必然的に発生することになるからである。さすがにこれは極論として退ける「ニューエコノミー」論者も、「インフレが加速しない失業率」が低下する理由ではなく、「持続的失業率低下にもかかわらずインフレが上昇しない理由」を問題視するFRBの金融当局者的問題設定から出発して「ニューエコノミー」を議論する限りでは、景気循環消滅論者と同じなのである。なぜなら、金融当局者的問題設定では、景気循環を事実上、物価インフレの上下動と同一視する傾向があるがゆえにインフレが沈静化してしまえば景気循環も消滅すると考えても不思議はないからである。

この事情はクリントン政権でも同じである。なぜなら、同政権は財政当局者なのだから、本来は「雇用法」の趣旨に添って雇用を最大限創出して、失業率を可能な限り低下させる政策をまとめて実施に漕ぎ着ける努力を払うべきであったにもかかわらず⁽⁹⁴⁾、実際には金融当局者的な発想をFRBと共有し、インフレ抑制と金利低下を目標に掲げて、財政赤字削減を最優先する財政政策を取りまとめて実際に実行に移したからである。この緊縮財政に加えて、金融政策では1994年にFRBは金融引き締めを踏み切り、景気回復よりもインフレ予防を重視したのは前述の通りである。

だが、クリントン政権はこの経験を通じて、反インフレ重視の目標をFRBと共有して緊縮財政を継続しながらも、NAIRUの低下を問題にし始めるようになった。そのことを同政権の経済報告

(93) 周知のように、この議論で最も有名なのはSteven Weber, “The End of the Business Cycle?”, *Foreign Affairs*, Vol. 76 No. 4, Jul./Aug. 1997である。この論文では、景気循環は経済内部ではなく、政府介入や国外事情の変化などの「外部ショック」(external shocks)によって生じるとしている。これはCEAの景気循環論と全く同じ理解である。ウェーバーは、この「外部ショック」が生産のグローバル化、金融手段の発達、雇用の性質の変化、政府政策、新興国市場、情報技術の六つの要因で吸収されるようになり、さらに在庫積み増しの影響が少ないサービス産業とその雇用が増加することで景気循環の意義が低下してきたとしている。これは「ニューエコノミー」論そのものであり、「景気循環の終焉」を否定はしないのである。これに対して、景気循環の中心的要素をなすのは利潤、投資、信用、株価、インフレ、金利といった内生的な(endogenous)要因の相互関係であり、ショックや政策効果といった外生的な(exogenous)要因はより一時的で周辺的なものであって、「ニューエコノミー」論で1990年代の経済安定化要因とされるダウンサイジング、技術革新、在庫管理、サービス経済化、規制緩和、金融財政政策、グローバリゼーションは決して安定化要因ではないとする見解がある。Victor Zarnowitz, “Theory and History Beyond Business Cycles: Are the 1990s the Onset of a Golden Age?”, *NBER Working Paper 7010*, Mar. 1999 参照。

(94) 1929年以後の大恐慌に対して、財政政策が財政均衡主義の拘束から解放されて、試行錯誤的でありながらも目的意識的な恐慌対策としてのニューディール政策となって展開した経験を経て、連邦政府財政は国民経済の一部門にとどまらず、国民経済全体をコントロールする財政政策としての役割をもまた担うべきものとして、1946年に成立した「雇用法」(Employment Act of 1946)に集約的に規定された。同法によって連邦政府財政の位置づけが変わり、財務的な収支均衡達成ぶりよりも、雇用を最大限創出することの貢献によって評価されることになった。このことについては、平井規之『大恐慌とアメリカ財政政策の展開』(岩波書店、1988年)を参照。

で見るならば、この問題を最初に取り上げたのは 96 年報告であり、同報告のボックスと称するコラムで「持続可能な失業率」(Sustainable Rate of Unemployment) が低下したかどうかには言及するところがある⁽⁹⁵⁾。ここでは、それまで 6% の水準であった NAIRU が 95 年までを通じて 5.6% まで低下したとして、以前に比べてせいぜい 0.4% 低いだけのこの数字を失業率達成目標に設定したのであった⁽⁹⁶⁾。これはかつてのケネディ政権やカーター政権の時代の失業率目標 4% に比べるとまだ控えめすぎると言えるが、それでも当時の FRB に比べれば恐らく積極的であったかもしれない。だが問題は、同報告の同コラムで、NAIRU 低下の可能性に同政権では初めて言及しながら、実際には雇用拡大または失業率低下の理由よりもむしろ、失業率が 6% を安定的に下回ったにもかかわらずインフレが上昇しない方の理由を問題にしていることにある。そして、インフレが上昇しない方の理由をあれこれ取り上げていく議論が行われて、次第に「ニューエコノミー」論が形作られていくのである。すなわち、96 年経済報告では、「ニューエコノミー」論が一般に取り上げる冷戦構造崩壊と新興国の世界経済への参入による国際競争の激化、労働組合組織率の低下、雇用保障の脆弱化と雇用流動性の高まりなどの要因が、失業率低下にもかかわらず賃金上昇圧力を抑え込み、物価インフレもまた封じ込める可能性があることに言及するのである。これらの要因はいずれも、雇用が拡大する要因ではなく、賃金や物価の上昇を抑え込む要因でしかないことに注意すべきである⁽⁹⁷⁾。この場合、賃金と物価の上昇を抑え込むのに貢献するとされるこれらの諸要因を「ニューエコノミー」的条件と呼んでいいだろう⁽⁹⁸⁾。

これらの「ニューエコノミー」的條件は証明されたものではなく、仮説にとどまるに過ぎない。ただし、そのいずれもアメリカの労働者の総体にとっては賃金が抑え込まれる条件になるのだから、

-
- (95) この「持続可能な失業率低下」について、クリントン政権はすでに 95 年経済報告で、財政金融政策の目標を「低インフレでの高雇用という持続可能な路線に米国経済を乗せる」ことに設定するべきだとして言及している。ERP95, p. 104 (平井規之監訳『95 米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊 1995 年 4 月 10 日号, 126 頁) 参照。
- (96) ERP96, p. 53 (邦訳, 84 頁) 参照。それゆえ、前年の経済報告が提起したように、アメリカ経済の「低インフレ・高雇用」経済への誘導を政策目標に設定すると言っても、実際には NAIRU 目標値をそれまでに比べて 0.4% 引き下げに過ぎないのである。
- (97) 当然ながら、これに対しては、単に労働市場の需給関係から見て、賃金上昇圧力が抑制されたままだから労働需要が増加し続けることができ、その結果として雇用拡大が続くに過ぎないという反論が予想される。だが、それでは、需要が増大し続けても価格はそのままなのだから、需要供給関係から価格を議論することそれ自体の意味が無くなるのだが、それだけでなく、後に言及するように、賃金低下圧力はアメリカだけでなく国際的に見られる現象であるのに、アメリカのように雇用が拡大する国もあれば、拡大しない国もあることを説明できないという点を指摘できる。
- (98) 反対に、これらの要因が条件として存在しないために、失業率低下とともにインフレ上昇を心配しなければならぬ経済を「オールド・エコノミー」と呼ぶことになる。従って、この場合、経済の「新・旧」の区別に際して、製造業中心かサービス産業中心か、IT 革命がどれほど進んだかなどの産業構造の問題はさしあたり関係がないのである。なお、低インフレを導く「ニューエコノミー」的條件については、95 年以降のドル高政策への転換をも考慮すべきだとする指摘がある。飯島寛之「アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因」『立教経済学研究』第 59 巻第 3 号(2006 年 1 月 10 日)参照。これは、90 年代後半の「ニューエコノミー」と、経済政策がドル高政策採用を転機に金融市場寄りに傾斜したこととの関連を示唆する重要な指摘である。

逆境をなす不利な条件になると考えられるが⁽⁹⁹⁾、クリントン政権の労働政策はこれらの条件を単に前提するだけであり、アメリカの労働者がこれらの「ニューエコノミー」的條件に適應するように促す教育・訓練を強化するサプライサイド重視の政策を提起するだけであった。他方、「ニューエコノミー」的條件は仮説にとどまるにしても、信用に値するならば、クリントン政権の経済政策にとっては歓迎すべき有利な条件として利用できる。なぜなら、これらの条件を、仮説ではあっても与えられたものとして前提することができるならば、従ってインフレ抑制の持続を期待できるならば、景気拡大が持続してもインフレが上昇しないと仮定することができるのであり、拡大を中断させて抑え込む緊縮政策をとる必要がなくなるからである。

ただし、この場合、クリントン政権はすでに景気動向にかかわらず財政規律を守る路線をすでに確立しており、もはや財政引き締めに移る余地は限られるのだから、ただFRBが金融引き締めに踏み切る必要がなくなることに同政権側が期待を寄せることができるだけだということの意味する。より具体的に言えば、「ニューエコノミー」的條件に初めて言及した96年経済報告公表時の同年2月には、すでに91年4月以降の景気拡大が60年代と80年代に次いで戦後3番目の長期拡大になっていたが、同政権が最大の景気循環要因と見なす物価インフレがこのまま封じ込められれば、その上昇を抑え込むための金融引き締めの必要もなくなるので、この後も拡大の継続を期待できるのである。同報告では、従来の経験から見て、拡大に伴って発生するインフレや金利の上昇とそれを抑え込む緊縮政策が原因で景気は後退に転じることが知られるとしており、物価インフレが沈黙したままならば、拡大持続の長期化それ自体が理由で、拡大の勢いが衰えて景気後退に転じるなど

(99) しかし、後に生産性の上昇が「ニューエコノミー」的條件に加えられ、これにより物価上昇圧力が吸収されるので、賃金上昇が抑えられても実質賃金は上昇するはずであり、さらに「ニューエコノミー」は失業率を低下させるのだから、「ニューエコノミー」は労働者の側にも階級横断的に利益を配分することができるという議論が展開されていく。これは、成長利益が最初に所得階級上層部に与えられたあとに所得階級中・下層部に均霑していくという「トリクルダウン」型経済とは異なり、「ニューエコノミー」では成長利益がはじめから階級横断的に配分されるという議論だが、いずれも幻想に過ぎないという意味では同じである。この議論の全ては生産性成長の加速を根拠とするのであり、それは当初は仮説に過ぎなかったが、次第にデータを伴って定説化されていく。CEA報告で見れば、まず2000年報告で、60年代や80年代の長期拡大期では徐々に生産性成長が減速してインフレの原因になったのに対して、反対に90年代の長期拡大では徐々に生産性成長が加速したのでインフレも沈黙したままであったとする。ERP2000, p. 35 (平井規之監訳『2000 米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊2000年5月29日号, 40頁) 参照。次に、政府公認の「ニューエコノミー」論を全編にわたって展開したクリントン政権最後の経済報告では、生産性成長が1973~95年の1.4%から95~2000年に3.1%に上昇したとするデータを示した。ERP01, p. 27 (平井規之監訳『2001 米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊2001年6月4日号, 38頁) 参照。この生産性成長加速の議論はブッシュII政権にも引き継がれた。たとえば、2007年経済報告で、やはり95年以降に生産性成長が加速したことを取り上げて、その要因分析を行っている。ERP07, Ch. 2 (萩原伸次郎監訳『2007 米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊2007年5月21日号, 57~70頁) 参照。これらの要因分析はデータを伴っているため、もっともらしく見えるが証明されたとは言いがたく、依然として仮説にとどまっている。ともかく、CEAの列挙する「ニューエコノミー」のいずれの要因も生産側の要因なのであり、クリントン政権もブッシュII政権も、「ニューエコノミー」のサプライサイドを賞賛することでは全く同じ立場なのである。しかし、労働者一人当たり生産量や一人当たりGDPの増加のデータが得られるのは、生産性成長加速が原因ではなくて、単に需要が伸びたためなのかもしれない、需要側が原因なのかもしれないのである。

ということ懸念するには及ばないという見解を示している⁽¹⁰⁰⁾。

これは、景気循環を事実上、物価インフレの上下動と同一視することを前提に、90年代にインフレが沈静化したため、景気拡大の永続化を明言しないものの否定もしない議論を提示したものであり⁽¹⁰¹⁾、すでに96年経済報告の段階でクリントン政権の事実上の「ニューエコノミー」論の立場と見解を示したものと見えよう。これには、民主党を支持するリベラル派の経済界にもインフレなき成長率引き上げが可能とする見解があって、その後押しがあったことも関係していると思われるのであり⁽¹⁰²⁾、従来よりも低めにNAIRUを見積もることで経済政策の積極主義的アプローチを採用することができる⁽¹⁰³⁾。ところが、財政政策では積極主義を採用しないというのがクリントン政権の財政規律路線なのであり、たとえ同政権は従来よりもNAIRUを低く見積もる限りでリベラル派的な積極主義に回帰したとしても、また、その見積もりが信用できるものだとしても、それに応じて積極主義的な財政政策に転じることはできず、ただ金融当局に対して拡大継続を中断させる金融引き締めに踏み切るのを思いとどまらせ、またその限りで従来よりも積極主義的な金融政策を採用するよう促す論拠として、NAIRU低下の議論が役立つに過ぎないのである。このように、財政金融政策の積極主義化が可能となったNAIRU低下の経済情勢であっても、クリントン政権では金融政策が財政政策に対して優位に立つ関係は変わらない。それゆえ、「ニューエコノミー」の長期拡大を積極主義的に演出したのは財政政策ではなく、金融政策であると一般に見られることになるのである。

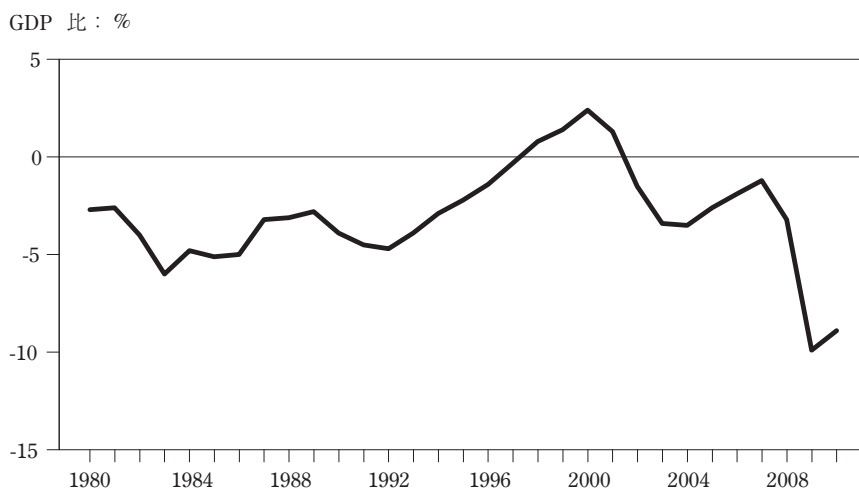
とはいえ、同政権の財政政策は景気調整機能を大幅に低下させる代わりに、景気動向にかかわらず財政規律を継続させることで、2002年までに財政均衡させるという超党派合意を大幅前倒して

(100) *Ibid.*, pp. 65-69 (邦訳, 94~96頁) 参照。

(101) CEAは景気循環消滅論に対しては懐疑的で慎重ではあったが、これを全面否定するわけではなく、この時期にアメリカ経済に「インフレなき拡大持続」に貢献する基本的な要因が生じていたことについても否定しないで、むしろ積極的に認める姿勢を強めていく。たとえば98年報告では、「景気循環は克服されたという見解はかなり疑わしい」としながらもはっきりとは否定はせず、「にもかかわらず、多くの分野で基本的な変化がアメリカ経済の現状の成果に、多くの場合望ましい影響を与えただろうということを確認できる」としている。*ERP98*, p. 62 (平井規之監訳『98米国経済白書』毎日新聞社エコノミスト臨時増刊, 1998年5月4日号, 60頁) 参照。この場合の「望ましい影響」とは、サプライサイドから見た場合の影響を意味する。

(102) ウッドワードによれば、事実上初めて「ニューエコノミー」に言及した96年経済報告発表の前の95年に、クリントン大統領は投資銀行ラザール・フレールやゼロックス社などの5人のCEOと大統領執務室で会談する機会を持った。この時、どの経営者もそれまでいかにリストラを進めてきたかを語り、グリーンSPAN議長が景気を減速させようとしているがその必要はなく、企業が贅肉を削ぎ落としてきた新興経済(a new emerging economy)では旧来の常識は当てはまらず、インフレなき高成長は可能と口を揃えて主張したという。*Woodward, Op. cit.*, p. 150 (邦訳, 255頁) 参照。

(103) 同じくウッドワードによれば、先のクリントン大統領とCEOの会談に加わったラザール・フレールの経営者フェリックス・ロハティンは、熱心な民主党員で自他共に認めるリベラル派だが、この会談の後に95年11月30日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙に共和党議会と民主党政権の双方を批判して、「彼らの最大の罪は、この国が現在の成長率にとどまるのを受け入れ、事実上それを運命づけていることだ」とする論説を寄稿した。*Ibid.*, p. 151 (邦訳, 257頁) 参照。これは財界にも、リベラル派に属する側において、財政政策の積極主義化を促す見解もあったことを示している。



(出所) 行政管理予算局

図 23 連邦政府財政収支
1980～2010年

実現して1998年には財政黒字を計上することができた(図23)。ただし、これは、財政政策が「ニューエコノミー」景気を演出する側ではなく、その「利益」を手にする側に回ったことを意味するだけである。しばしば、この1969年以来30年ぶりの財政黒字はクリントン政権の財政政策の「誇るべき成果」として言及されるが、それは事柄の一面に過ぎないのであり、他面では「ニューエコノミー」景気によるキャピタルゲイン増徴などの結果としても言及されるように、金融政策の「成果」であるかもしれないのである。さらに言えば、これは、財政政策の目的意識的で積極的な立案によるのではなく、クリントン政権が財政均衡の超党派合意に拘束されたことによる予想外の副産物であったに過ぎない。このため、予想外に早く生まれた財政黒字は、その後見込まれる分の使途の計画が十分に確立しないまま、ブッシュII政権の減税財源に消えてしまったのである⁽¹⁰⁴⁾。

(5) 「ニューエコノミー」と金融政策

次に当時の金融政策の展開を見ておこう。1994年の金融政策の「ソフトランディング」戦略の一つの目的は、失業率が当時考えられていた下限値のNAIRUの6%を下回る勢いを阻止しようとしたことにある。これは、94年2月から95年3月にかけての約1年間でFF金利を3.0%から6.0%へと3.0%も上昇するよう誘導するきつめの引き締めとなった(図20)。にもかかわらず、失業率低下の勢いは止まらず、94年末には6%を下回り始め、翌95年には安定的に6%を下回った一方、インフレは95年前半に3%に上昇しただけで、加速する兆しは見えなかった(図22)⁽¹⁰⁵⁾。この経

(104) 拙稿「アメリカ連邦財政と公的社会保障年金」『商学論集』第69巻第4号(2001年3月)で、この財政黒字の意味とクリントン政権の黒字活用提案について検討した。

(105) Dean Baker, "Macro Policymaking in the New Economy", Derek C. Jones (ed.), *New Economy Handbook*, Elsevier Academic Press, 2003, p. 815では、この間の金融政策とインフレの展開を手際よくまとめている。なお、この論文には、「明らかに、赤字削減は経済資源の多くを現在の消費から将来への投資へ、それが直接的に

験を通じて、前述したように、政策当局者の間で NAIRU 水準見直しの気運が高まり、それが FRB の見方に反映されて最初に明らかになったのが、グリーンズパン議長の「雇用不安のトラウマ」仮説を示した 95 年 2 月の同議長の議会証言である。そこで同議長は次のように述べている。

「消費者信頼感が全般的に著しく改善しているにもかかわらず、仕事が容易に見つかるかどうかについての消費者の見方に関する調査結果は、1989 年の最近の景気循環のピーク時に遠く及ばずに落ち込んでいる。さらに、自発的に離職する人々の数は現在、通常よりも少ないことを示すいくつかの証拠がある。このことは、深く居座った雇用不安 (job insecurity) が、最近の強い雇用成長にもかかわらず、まだ十分に解消されていないことを示す。労働者が転職する際、医療保険を失うとか、場合によっては年金を失うことを心配することに起因して、この現象が起こると考える分析家もいる。理由はどうかであろうと、不安の感覚を拭えないままであることが、賃金上昇と労働コスト全体を抑える一つの要因であることは確かだ。」⁽¹⁰⁶⁾

ここで、グリーンズパン議長は、ジョブレス・リカバリーが終わって雇用が拡大しつつあるにもかかわらず、人々の多くは一端離職した場合に次の就業機会を見つけ出すことの困難さを感じたまままでいることから「雇用不安」が生まれ、この「不安」が作用して、労働者の側では雇用の確保と生活保障を優先する一方で、賃上げ要求を抑え込んでいると証言している。この議会証言が行われた 95 年中には、この仮説が FRB の金融政策に反映され、FF 金利誘導目標は同年 2 月に 6.0% まで引き上げられた後、7 月に 0.25%、12 月にはさらに 0.25% 引き下げられ、同年末には 5.5% となった (図 20)。これは時期的に見て、翌 96 年経済報告で NAIRU 目標値を 6.0% から 5.6% に引き下げたクリントン政権側と政策的に歩調を合わせたものであり、FRB の金融政策の路線は 94 年における「ソフトランディング」政策の経験を踏まえて、翌 95 年には NAIRU を従来よりも若干低く見積もる「積極主義」に移行することについて財政政策と一致したと言えよう。このことをより詳しく見るならば、グリーンズパン FRB の「雇用不安トラウマ」仮説は、クリントン政権が NAIRU 目標値引き下げの根拠にする「ニューエコノミー」的條件の仮説と内容的にはほとんど同じである

国内投資の形態であろうと、あるいは間接的に純輸出の増加を通して海外資産の所有を増加させてであろうと、いずれのやり方でも、シフトさせはしなかった。2000 年に投資または純輸出に向かった GDP シェアは 9.4% であり、赤字が GDP 比で 2.9% 相当であった以前の景気循環のピーク時に比べて 0.3% 少なかった。この指標で見れば、赤字削減政策は失敗であった」(*ibid.*, p. 811) とする箇所があり、クリントン政権の財政赤字削減政策の評価に一つの重要な示唆を与える。

- (106) “Testimony by Alan Greenspan Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, February 22, 1995”, p. 5. ウッドワードによれば、グリーンズパン議長から FRB 内で「雇用不安トラウマ」仮説が語られた当初、FRB スタッフはインフレ上昇を懸念してさらなる金融引き締めを必要と考えていたため、同仮説は支持が得られなかったが、これに対抗して当時 FRB 理事であった労働経済学者イェレンは議長を援護したという。Woodward, *Op. cit.*, pp. 168-9 (邦訳, 286 頁) 参照。これは、「雇用不安トラウマ」もまた他の「ニューエコノミー」的條件と同様、仮説にとどまるがゆえに、高めの NAIRU を信じてインフレ懸念を根強く持つ FRB スタッフを議長が説得するのに、いくらか時間がかかった事情があったことを示している。なお、FRB の「雇用不安トラウマ」仮説は、NAIRU 低下の一つの根拠として言及されるのが一般的だが、これは供給側の事情であり、需要面では逆に、個人消費心理を冷え込ませて回復を遅らせる可能性を持つことについても考慮する必要があるだろう。

だけでなく、「雇用不安トラウマ」を前提にこれを政策的に利用はするけれども、この「トラウマ」そのものを解消させることは最初から問題にならないことでも全く同じであることがわかるのである。

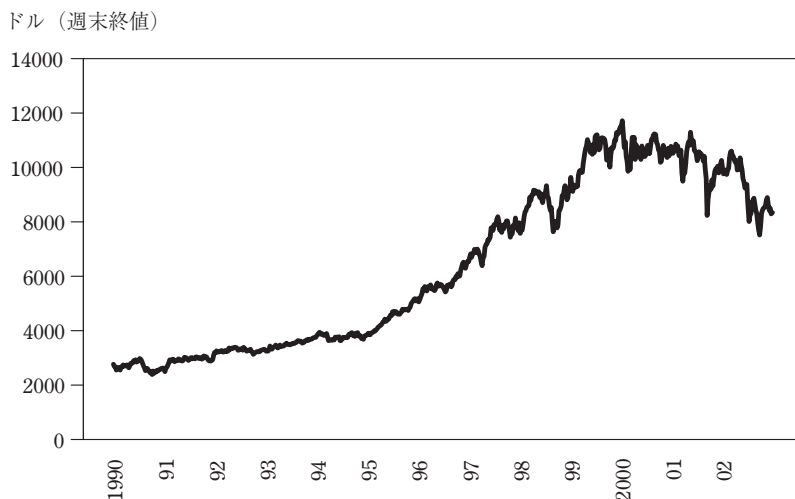
「ニューエコノミー」論によってだけでなく一般に言及されることも考慮して、「ニューエコノミー」的条件をなす現実を考えるとすれば、それは次のようなものである。すなわち、グローバル化とIT革命の進行とともに、それに適合的な業態や熟練労働に対する報酬は急増する一方で、非適合的な業態と生産要素に対する報酬は抑制されるか減少することさえあるのであって、特に後者の側に属する大多数の非熟練労働に対する報酬の抑制はますます厳しくなるがゆえに、全体として「雇用不安トラウマ」が解消されないであろうということである。この「ニューエコノミーの現実」は当然ながら所得格差を拡大させるのだが、それと同時に、平均的技能を有する大多数の労働者の賃金水準が、GDP成長や生産性成長の加速にもかかわらず、抑えられるか減少することさえある。この所得格差拡大と平均賃金報酬の停滞または減少は別個の事柄ではなく、むしろ表裏一体の関係にあり、いずれも極めて重大なマクロ経済政策上の問題となるはずだが、どちらか一方の問題を与件にとどめて手をつけないということは、もう一方の問題にも手をつけないということにならざるを得ないのである。この場合、「雇用不安トラウマ」を与件にとどめるだけだということは、所得格差問題も同様ということになる。この問題に対して、クリントン政権とグリーンズパンFRBの財政金融政策はこの現実を与件にとどめて利用はするけれども、これに対抗して是正措置を講じるなどの積極主義的な関与に訴えることは決してないのである⁽¹⁰⁷⁾。こうして見れば、クリントン政権の財政均衡主義と並んで、金融政策の場合も、このときの金融緩和は一見すると積極主義的だが、実は消極主義的で保守主義的であることに変わりはないという意味で、ミアロポールのな経済政策の「革命」の進行の一部をなすのであり、「ニューエコノミー」の新たな現実を前提に達成した保守主義的金融政策の一つの「成果」であると言えよう⁽¹⁰⁸⁾。そして、人々はこれをグリーンズパンの「業績」として賞賛するのだが、事態はそれほど単純ではない。

というのも、こうした政策姿勢から導かれる金融緩和継続は「副作用」と言うべき側面効果を発揮したからである。95年に金利が低下したため株式市場が急上昇したのであり、資産インフレの芽が出始めたのである（図24）⁽¹⁰⁹⁾。FRBは物価インフレを懸念する必要がなくなった代わりに、資

(107) このグローバル化とIT革命による国際的な賃金引き下げ圧力の激化に対しては、もはやアメリカといえども一国レベルで政策的に対抗できるものではないと考えられる。だからといって、クリントン政権のように、これを与件として前提するだけでとどまってよいわけでもない。ましてや、これを利用して国際競争をさらに激化させる側に回るなどということは政策当局のすべきことではない。そうではなく、このような問題にこそ、アメリカがリーダーシップを発揮して国際協調体制を呼びかけて、国際的レベルで政策的に対抗すべきであることをここでは指摘しておきたい。

(108) この保守主義的金融政策から、グリーンズパンの資産バブル放置政策が必然的に導かれる。つまり、日本のバブルがピークに向かう1989年以後、日本の財政金融当局が実行に移した「バブル潰し」は、資産バブルの持つ所得格差拡大効果の是正を目標にしていたのは明らかだが、その代償としてバブル崩壊後の反動も厳しくなったのが日本の失敗の経験であり、これを教訓にしてグリーンズパンはバブルの所得格差拡大効果を、従ってバブルそのものを放置したと考えられるのである。

(109) 96年経済報告には、金融政策についてFRBが前年2月以降にFF金利を引き下げたことを報告した箇所があり、ここでCEAは、投資家が短期金利の持続的低下を期待したことを反映して95年に株価が急上昇し



（出所） Yahoo Finance HP より作成。

図 24 ダウ工業株平均
1990～2002年

産インフレに対して金融政策がどう対処するかの問題に直面するのである。ここではこの問題に関わって、金融政策の展開を詳しく跡づけることはせず、いくつかの論点に絞って論じる。

グリーンズパン議長が資産インフレに対して一面で警戒的であったことは、1996年12月の有名な「根拠なき熱狂」(Irrational Exuberance) 演説などで知られるが、他面で株価上昇が「根拠ある」ものであって、単なる資産インフレではないかのように議長が考えていると受け止められる発言もしてきたのであり、次の97年7月の有名な議会証言にその一端を見ることができる。

「現在の展開が生産性上昇トレンドを国内的及び世界的にさらなる高みに移行させる百年に一度か二度のものなのか、あるいは、そうではなくこれまで見られた景気循環の拡大のうちのいくつか特殊なバリエーションを見ているだけなのか、わからないし、誰かが知っているとも思えない。」⁽¹¹⁰⁾

ここでは「わからない」としながらも、当時の景気拡大が、「百年に一度か二度」という印象的な表現を用いて、極めて希に訪れる特別な生産性上昇に根拠を持つ可能性のあることを示唆するのであり、それゆえ通常の大拡大ではなく特別の大拡大であることを否定はしないのであり、金融緩和を中断する理由も見当たらないのである。この発言の後、株式市場は8,000ドルの大台を乗せた(図24)。同じ頃、グリーンズパンの語った言葉として「新時代経済」(new era economy) がメディアで紹介され、これで株式市場の上昇の根拠に対する議長の考え方が変わったと受け止められたのである⁽¹¹¹⁾。この言葉もまた、当時のアメリカ経済がそれまでと違って特別に望ましい状態にあるので

た可能性が高いと説明している。ERP96, p. 63 (邦訳, 92頁) 参照。

(110) “Statement by Alan Greenspan Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy Committee on Banking and Financial Services, US House of Representatives, July 22, 1997”, p. 8

(111) このグリーンズパンの言葉は97年の7月のビジネスウィーク誌に紹介されたという。Robert Shiller, *Irra-*

金融緩和が続く可能性が高いことを示唆するものであり、金融市場に影響力のある人の発言として人々の意識に「新時代」イデオロギーを普及させる役割を果たして株式市場の楽観材料となったのである。「百年に一度か二度」にせよ、「新時代」にせよ、総じて「ニューエコノミー」関連の表象とその表現は、その多くが仮説にとどまり、証明されることはないが、その代わりに間違いであるとも証明されないで、結局は証明されることがないけれども否定もされない観念表現となり、印象的な表現を与えられて楽観的気分を醸成するけれども、実は生産性上昇という供給サイド重視の側のイデオロギー的立場を代表するものであり、そういうものとしてこの観念を財政金融当局者も含む一定多数の人々が共有するイデオロギー的社会的関係が形成され、経済に作用しがちなのである⁽¹¹²⁾。グリーンズパンの一連の発言は、この経済的作用に参加する広い意味での金融政策であると言える。

グリーンズパンの資産インフレに関する発言には常に曖昧さがつきまとうが、1997年は、上昇する株価が単なる資産インフレではなくて現実的根拠を持つ可能性があるとして議長が考える転換の時期に重なるのは確かであり、だからこそ、その後は株価の上昇がバブルかどうかについては、バブルは破裂してからでなければバブルであることがわからないことを理由に、明確に判断して特定するのを避けるのである⁽¹¹³⁾。グリーンズパン議長のFRBでは、物価インフレに対する「先制攻撃」姿勢に比べると、資産インフレに対しては寛容さが際立っていたと言えるだろう。むしろ、FRBは、資産インフレが仮にバブルであってもそれを政策的につぶす金融政策だけでなく、「対資産インフレ先制攻撃」をも有害視して、資産インフレよりも回避されるべき深刻な不況をもたらすことを理

tional Exuberance 2nd Edition, Princeton University Press, 2005, p. 107 (植草一秀監訳『投機バブル：根拠なき熱狂』ダイヤモンド社、2001年、118頁) 参照。同書では、「新時代」の用語は国民所得などのデータに基づく現実的な解釈と言うよりも、90年代の株価上昇を説明するために後から持ち出された解釈であって、株式ブームという劇的な出来事であったがゆえに、それに相応しい劇的な解釈が求められたことによるものとしている。

- (112) イデオロギーそれ自体は人間の意識による現実の想像的反映であり主観的意識にとどまるとしても、一定多数の人々の意識を通過して社会的に一定の共通した人々の意識形態になるとそれは社会的意識形態であり、人間の単なる主観の産物でありながら、一つの客観的な人間の社会的関係となって人々の意識と行動を規定するようになる。これは社会的イデオロギー形態またはイデオロギー的社会的関係である。このイデオロギーとイデオロギー的社会的関係の理解については、上野俊樹『経済学とイデオロギー』（有斐閣、1982年）を参照。「ニューエコノミー」論の場合も、それ自体は証明されない単なる主観的意識にとどまりながらも、大統領経済報告などの影響力のある媒体を通じて何らかのまとまった表現形態を与えられ、一つの時代を象徴する観念様式となり、一定多数の人々の意識を通過したイデオロギー的社会的関係となって、経済的社会的影響力を発揮したものであると思われる。もちろん、この場合でも、あらゆるイデオロギーが人間の意識に何らかの現実を反映したものであるのと同じく、「ニューエコノミー」論もまた、人間の単なる主観的創作物というわけではなく、「ニューエコノミー」的現実を仮説的で想像的ではあっても人間の意識に反映するのだが、それだけではなく生産性上昇による供給サイド「改善」を賞賛し、これを支持する側のイデオロギー的立場をも示すのである。
- (113) グリーンズパンの曖昧な発言は「戦略的曖昧さ」と言われたものだが、何を曖昧にするがゆえにどんな戦略性があるかが問題である。彼の曖昧さは、アメリカ経済の生産性成長が加速したことで「ニューエコノミー」の現実的根拠があることを否定しなかったり、バブルの存在とその対策を明示しなかったりしたことであり、これらの曖昧さの戦略性は、「ニューエコノミー」に関連する幻想的ではあるけれども確かに存在する人々のイデオロギー的社会的関係の形成に貢献することにある。

由に、いわゆる「バブルをつぶす」政策を決して採用しないことを明確にしたのである⁽¹¹⁴⁾。

これは、景気循環を事実上、インフレの上下動と同一視する考え方に基づく金融政策の当然の帰結である。なぜなら、この見解によれば、かつての景気循環では景気の上昇局面でインフレが発生したのでこれを抑える金融引き締めが必要だったが、インフレなき景気拡大が続く「ニューエコノミー」ではその必要がなく、金融緩和を続けることができるということになるからである。にもかかわらず、「ニューエコノミー」の局面で金融引き締めに踏み切るということは、資産バブルを抑えることを目標とする金融政策を採用することを意味する。それをグリーンSPANは有害視するのである。これに対しては批判が当然ありうる。なぜなら、この資産バブル容認的な金融政策では、資産バブルを抑え込む対策を採用しないか少なくともそれに消極的であるため、いずれ訪れるバブル崩壊による景気後退という「ハードランディング（墜落）」を避けることができないからである。

それゆえ、ここには、バブルを「つぶす」政策も、バブルを「放置する」政策も、ともに「ハードランディング」を避けることができないという金融政策上のジレンマが生じるのである。結局のところ、資産バブルに際してもまた、物価インフレの場合と同じく、グリーンSPANの「名声」を高めた 94 年の対物価インフレ「先制攻撃」と同様の、資産インフレとそのバブル化に対して早期警戒的な「先制攻撃」に打って出て抑え込むことが可能でかつ有効かどうか、こうして金融引き締めに踏み切る代わりに「ハードランディング」を回避しながら経済全体を「ソフトランディング」させて落ち着かせることが可能かどうか問題となるのであり、むしろ、実際に起きたかどうかかわからない物価インフレよりも、実際に起きてしまった資産インフレ・バブルの機先を制することの方が重視されるべき政策問題となるのである⁽¹¹⁵⁾。それは可能だとする議論があり、たとえばインフ

(114) 後にグリーンSPANは、90年代後半の資産バブルに対する金融政策を回顧する演説のなかで、バブル崩壊後の日本経済の不況が深刻化した理由の一つに財政金融当局による「バブル潰し」があったことを明らかに念頭に置いて、次のように言っている。「事態が進展していたとき、われわれは疑いの目を向けながらも、バブルを明確に特定するのは、それが事実となる——すなわち、その破裂がその存在を示すまでは非常に困難であったと認識していた。さらに、バブルはそれが早期に特定されたとしても、中央銀行が経済活動のかなりの縮小を導く——これこそ回避すべき結末である——ことなしにバブルの機先を制することが確かであったことはまったくない。」（“Opening Remarks of Alan Greenspan Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole, Wyoming, August 30, 2002”, p. 5）このように、グリーンSPANは、資産バブルを潰すのはもとより、その機先を制することさえもはっきりと拒否している。他方で、彼は、市場投機の際の借入に必要な「委託保証金」(margin requirements)の比率を高める規制を行えば、バブルを効果的に抑えることができると考えていたのだが、実際にはそうしなかったのである。Robert Pollin, *Contours of Descent, U.S. Economic Fractures and the Landscapes of Global Austerity*, Verso, 2003, p. 33（佐藤良一・芳賀健一訳『失墜するアメリカ経済——ネオリベラル政策とその代替策』日本経済評論社、2008年、38頁）を参照。その代わりに、彼の金融政策は、バブル崩壊とその後の金融市場の破滅を阻止する救済策や、そのための大規模な金融緩和に躊躇することはないのである。

(115) グリーンSPANの資産バブル容認論が、ITバブルとその後の住宅バブルを放置することになり、「大景気後退」を招いた責任を追及する議論が最近多く見られる。これはその通りなのだが、日本の大蔵省（当時）と日銀による「バブル潰し」がバブル崩壊後の後遺症を深くした失敗の経験をグリーンSPANが念頭に置いていたであろうことを考慮しなければ、極めて不十分な議論である。なぜなら、資産インフレが資産バブルに拡大してしまえば、もはやこれを「潰す」政策を実行することは、なるほどグリーンSPANの言う

レターゲティングと同様に、純資産所得の対可処分所得比を指標に資産価格インフレーターゲティングを実施すべきだとする議論があるのだが、ここでは、資産インフレ・バブルに際して、何れの政策を採用すれば「ソフトランディング」が可能となるのかの重要な論点があるのを指摘するのにとどめておきたい⁽¹¹⁶⁾。

おわりに

以上、ミアロポールの研究に依拠しながら、彼の研究ではほとんど言及されなかった「ニューエコノミー」と財政金融政策との関係の考察を付け加えて、クリントン政権の経済政策の評価を試みてきた。それを概略的に示せば次のようになるだろう。

1970年代のいわゆる「スタグフレーション」では、失業とインフレが同時に上昇したので、失業対策を実施すればインフレが一層悪化し、インフレ対策を実施すれば失業が一層悪化するという経済政策上のジレンマが生じたが、1979年の事実上の強い金融引き締めを意味するFRBの「新金融調節」の導入とこれを政府が支持したことにより、失業対策よりもインフレ対策を優先して、インフレを抑え込む代わりに失業を増やす犠牲を払った。これはインフレ抑止を重視する一方で、不況に際してでも財政政策を積極的に活用しないという経済政策の保守主義的転換が開始されたことを意味する。それはリベラル派であるはずの民主党カーター政権時代に始まったのであり、その後の共和党レーガン政権時代には大胆な減税と、政府支出の生産的活用を縮小する試みを通じて、政府の経済的または生産的役割を否定する傾向を強めたことにより、財政赤字を増やして政府不信を増幅させながら、経済政策の保守主義化は一段と進められたのである。

90年代の民主党クリントン政権では、それまでの共和党時代の経済政策の実績のなかでも財政赤字を最も強く批判したのであり、財政規律を大統領任期の2期8年間堅持するなかで、財政赤字削減を優先することの超党派合意は、時期を特定して財政均衡を達成する目標を共有するまでにいたった。こうしてクリントン政権時代に、財政政策は財政規律路線に拘束されるとともに、景気政策の役割は金融政策に委ねられる傾向を一層強めた。こうして1979年に始まった経済政策の保守主義的転換または「革命」は、クリントン政権時代にはほぼ達成されることになった。他方で、同政権が発足当初掲げた政府機能の生産的利用については、ほとんど実績を残すことができず、それも財政規律路線に解消されてしまったのである。この消極主義的な財政政策は、「ニューエコノミー」

ようにその代償も大きくなるため、一段と難しくなると考えられるからである。それゆえ、より正確には、グリーンスパンが物価インフレの場合とは異なって、資産バブルに拡大する前の資産インフレに対する早期警戒的な政策の目標設定と実行の可能性と有効性を、はじめから排除していることの理由とその当否を問題にするべきなのである。

(116) Philip Aresitis & Elias Karakitsos, *The Post Bubble US Economy; Implications for Financial Market and the Economy*, Palgrave Macmillan, 2004, p. 28 を参照。同書は、資産バブルが負債を増やすテコの効果を発揮してさらに資産投資を促すので、貯蓄率を低下させてブームを過熱させるが、バブルが破裂すると人々が負債超過に陥り、借入の返済を優先するので、貯蓄率を上昇させて不況をさらに深刻化させる景気循環増幅効果を持つことを指摘し、資産バブルを抑えるならば経済を「ソフトランディング」させることができるが、グリーンスパンの金融政策ではそれができないと主張する。

景気のおかげで当初計画よりも大幅前倒しで財政黒字を計上することができたが、財政政策を目的意識的に利用する戦略を欠いたままであったので、この黒字を効果的に利用する戦略をもまた十分に持ち得なかったのである。金融政策の側では、インフレに対する「先制攻撃」戦略が「インフレなき成長持続」を演出することに成功したかのように見えたので、この意味で財政政策に比べて経済政策としての優位性と積極性を発揮していくが、資産インフレ・バブルに対しては曖昧だが明らかに「先制攻撃」を控えたのであり、金融市場寄りの容認姿勢が際立つ。これは、IT バブルとその崩壊の結果から見て問題の残るものであり、インフレなき拡大持続の一方で生じる資産インフレとそのバブル化に対して、政策的にどう対応するかが重大問題として残された。

とはいえ、クリントン政権時代に進んだアメリカにおける経済政策の保守主義的転換と、それを維持するコンセンサスは、同政権以後も引き継がれて、ブッシュ II 政権の減税政策を断行させ、現在のオバマ政権の景気対策を拘束する仕方できていると思われる。だが、今やこのコンセンサスは、IT バブルよりも劇的でより広がり大きい住宅バブルの「ソフトランディング」に失敗したことにより、このバブル崩壊の影響が IT バブル崩壊とは比較にならないほど深刻化する「大景気後退」となったがゆえの重大な挑戦に直面していると言える。(完)