慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

| | |
|---|---|
| Title | ケインズ理論と日本経済 |
| Sub Title | Keynesian theory and the Japanese economy |
| Author | 大山, 道廣(Oyama, Michihiro) |
| Publisher | 慶應義塾経済学会 |
| Publication year | 2004 |
| Jtitle | 三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.97, No.3 (2004. 10) ,p.321(19)- 336(34) |
| JaLC DOI | 10.14991/001.20041001-0019 |
| Abstract | 周知のIS-LMモデルに企業行動を導入して拡張し, 再解釈することにより, ケインズ理論, 特に「有効需要の原理」を見直す。拡張の方針は, 企業行動を考慮しながらAD-ASモデルではなくIS-LMモデルの原型を保持する点にある。また, 再解釈のポイントは, 中央銀行の目標変数を利子率と見なし, マネーサプライはこの目標を達成するための手段変数と見なすことである。この新しいIS-LMモデルを用いてバブル崩壊の後, 日本経済が長年にわたって陥った停滞を診断し, さまざまな処方箋を批判的に検討する。<br>This study revisits the Keynesian theory, in general, and "the theory of effective demand" in particular, by extending the widely known IS–LM model to incorporate firm behaviors, as a reinterpretation of it.<br>The goal of such extension is not the AD–AS model but rather to maintain the prototype of the IS–LM model while considering firm behaviors.<br>Furthermore, a point is to regard money supply as an instrumental variable in achieving this objective and the central bank's target variable as interest rates.<br>Using this IS–LM model, this study diagnoses the slump that the Japanese economy has been caught in for years after the bubble burst and critically evaluates various prescriptions. |
| Notes | 論説 |
| Genre | Journal Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20041001-0019 |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ケインズ理論と日本経済

Keynesian Theory and the Japanese Economy

大山 道廣(Michihiro Ohyama)

周知の IS-LM モデルに企業行動を導入して拡張し，再解釈することにより，ケインズ理論，特に「有効需要の原理」を見直す。拡張の方針は，企業行動を考慮しながら AD-AS モデルではなく IS-LM モデルの原型を保持する点にある。また，再解釈のポイントは，中央銀行の目標変数を利子率と見なし，マネーサプライはこの目標を達成するための手段変数と見なすことである。この新しい IS-LM モデルを用いてバブル崩壊の後，日本経済が長年にわたって陥った停滞を診断し，さまざまな処方箋を批判的に検討する。

Abstract

This study revisits the Keynesian theory, in general, and “the theory of effective demand” in particular, by extending the widely known IS–LM model to incorporate firm behaviors, as a reinterpretation of it. The goal of such extension is not the AD–AS model but rather to maintain the prototype of the IS–LM model while considering firm behaviors. Furthermore, a point is to regard money supply as an instrumental variable in achieving this objective and the central bank’s target variable as interest rates. Using this IS–LM model, this study diagnoses the slump that the Japanese economy has been caught in for years after the bubble burst and critically evaluates various prescriptions.

「三田学会雑誌」97 巻 3 号（2004 年 10 月）

# ケインズ理論と日本経済*

大　山　道　廣

**要　　旨**

周知の $IS-LM$ モデルに企業行動を導入して拡張し，再解釈することにより，ケインズ理論，特に「有効需要の原理」を見直す。拡張の方針は，企業行動を考慮しながら $AD-AS$ モデルではなく $IS-LM$ モデルの原型を保持する点にある。また，再解釈のポイントは，中央銀行の目標変数を利子率と見なし，マネーサプライはこの目標を達成するための手段変数と見なすことである。この新しい $IS-LM$ モデルを用いてバブル崩壊の後，日本経済が長年にわたって陥った停滞を診断し，さまざまな処方箋を批判的に検討する。

**キーワード**

$IS-LM$ モデル，有効需要の原理，流動性の罠，利子率目標政策，デフレスパイラル，ピグー効果，インフレ・ターゲッティング，構造改革

## 1.　はじめに

日本経済はようやく 1990 年代以来の長期不況を脱しつつあるかのように見える。この不況がいかなる要因によるものであり，その脱却のためにいかなる政策が行われるべきかについて，さまざまな議論が戦わされてきた。その中で，需要不足によって不況を説明するケインズ理論の復活の兆しが見られる。本稿では，ケインズ理論の代表的な定式化として長年にわたって用いられてきた $IS-LM$ モデルにあらためて注目する。$IS-LM$ モデルは，少なくとも学部レベルではマクロ経済の基本的なモデルとして教えられてきた。にもかかわらず，このモデルはミクロ的な基礎付けを欠くという批判にさらされてきた。現在でも，学部では $IS-LM$ モデルが講じられているのに，大学院で

＊　本稿は，2004 年 2 月 25 日に行われた慶應義塾経済学会の内部報告会で述べたことの一部を敷衍したものである。当初は経済学会ブックレットとして刊行するつもりであったが，やや理論的になりすぎたので論説の体裁にした。学部の学生諸君にも読んでもらえるように配慮したつもりである。この内部報告会の企画・司会を担当された山口光恒教授と参会者から貴重なコメントをいただいた。また，当誌の評者から，字句，表現について適切なご指摘をいただいた。記して謝意を表したい。

はこの理由によって無視されるか，否定されるという奇妙な状況が続いている[1]。1930 年代にジョン・ヒックス（Hicks（1937））によって提案されたこのモデルが，当初はともかくとして以後長きにわたってミクロ的基礎付けを与えられなかったことは不思議である。しかし，それは $IS-LM$ モデルのミクロ的基礎付けが不可能であることを意味するものではない。最近になって，そのような試みも徐々に見られるようになった。筆者自身すでに別稿で独自のミクロ的基礎付けを企てた[2]。$IS-LM$ モデルは，需要不足型の不況を説明するモデルとしての意義を失っていないどころか，最近の日本経済の経験に照らしてその有用性はますます高まっていると言いたい。本稿では，憚ることなくこのモデルを用いて日本経済の長期不況の原因と対策を考えてみたい。

ただし，本稿で用いる $IS-LM$ モデルは標準的なマクロ経済学の教科書に示されているものの引き写しではない[3]。その基本構造を保ちながら，拡張と再解釈を試みる。通常の $IS-LM$ モデルは需要側の要因のみを考慮し，供給は需要にしたがうとしているが，ここでは供給側の企業の利潤最大化行動を考慮して拡張する。ただし，よく知られている総需要・総供給（$AD-AS$）モデルの体裁をとらず，総需要（$AD$）曲線，総供給（$AS$）曲線の代わりに，$IS$ 曲線と $LM$ 曲線による幾何学的表示を保持する。このような定式化を採用するのは，通常の $IS-LM$ モデルはもちろんのこと，ケインズ『一般理論』第 3 章の「有効需要の原理」（the Principle of Effective Demand）との関連がそれによっていっそう明白になるからである[4]。本稿の構成と主要な結論は以下の通りである。

第 2 節では，企業の最大化行動を考慮に入れたいわゆる $AD-AS$ モデルを $IS-LM$ モデルとして再定式化し，中央銀行がマネーサプライではなく利子率を目標変数とするものとして再解釈する。通常のマクロ経済学の教科書の論述とは逆に，この再定式化は $IS-LM$ モデルの中に $AD-AS$ モデルを「吸収する」ものであり，本稿の目的のために有用である。また，多くの諸国で通貨当局が利子率を目標変数としてマネーサプライを手段変数としていることからすれば，ここでの再解釈は現実のマクロ経済を理解するためにより適切である。第 3 節では，利子率が下限まで下がり貯蓄手段として債券（貸し付け）が貨幣と無差別となる「流動性の罠」（liquidity trap）をこのモデルに即して再定義し，それがケインズの「有効需要の原理」，あるいは最も単純な「ケインジアン・クロス」

---

(1)　そもそも「ミクロ的基礎付けを欠く」という理由で $IS-LM$ モデルを排斥するのは偏見であるか怠慢であるか，そのいずれにしても不当な態度であるといわざるを得ない。経済学には，経験的，直観的にほぼ妥当と考えられてもミクロ的基礎付けが十分でない「経験法則」は山ほどある。経済学の歴史は，まさにそのような「経験法則」にミクロ的基礎付けを与えようとする試みの歴史であったといっても過言ではない。

(2)　たとえば, Krugman (1998), McCallum and Nelson (1999), Woodford (2003), Ohyama (2002) 参照。

(3)　標準的なマクロ経済学の教科書としては，最近広く使われている Mankiw（1997），Blanchard（1996）などを念頭に置いている。

(4)　以下，Keynes（1936）を多く引用するが，ケインズ『一般理論』，あるいは単に『一般理論』と略称する。

(Keynesian Cross) のモデルが妥当する状況であることを指摘する。第 4 節では，1990 年代後半から今世紀の初頭にかけての日本経済がこの流動性の罠のモデルで説明できるという立場から，それによって財政金融政策，構造改革，賃金引き下げ，インフレ・ターゲッティングなど，不況脱却の諸方策を再検討する。

## 2. $IS-LM$ モデルの拡張と再解釈

$IS-LM$ モデルは財市場の均衡（$IS$ の均衡）と貨幣市場の均衡（$LM$ の均衡）という同時一般均衡として示される。そこでは，「需要があるだけ供給がなされる」という原始ケインズ的な仮定が置かれている。マクロ経済学の標準的なテキストでは，次のステップとしてこの仮定が修正され，企業の利潤最大化行動を考慮した総需要・総供給（$AD-AS$）モデルが提示される。$IS-LM$ モデルが幾何学的に $IS$ 曲線と $LM$ 曲線によって表示されるのに対して，$AD-AS$ モデルは総需要（$AD$）曲線，総供給（$AS$）曲線によって表示され，$IS-LM$ モデルとの違いが強調される。この取り扱いは，$AD-AS$ モデルが $IS-LM$ モデルでは所与とされていた物価水準を内生変数として説明できることを明示するのに有用ではあるが，$IS-LM$ モデルとの関連を隠蔽するという欠点がある。本節では，$AD-AS$ モデルを企業の利潤最大化行動を取り入れた $IS-LM$ モデルとして再定式化しよう。

以下の分析を簡単にするため，閉鎖経済を想定し，国民生産物の需給均衡条件を

$$C(i-\pi,\ Y-T,\ Y^e-T^e)+I(i-\pi,\ Y^e)+G=Y \tag{1}$$

と表す。ここで，$Y$ は現在の国民総生産（以下，国民所得と同義に用いる），$G$，$T$ はそれぞれ現在の政府支出，政府税収（いずれも実質値），$Y^e$，$T^e$ はそれぞれ将来の国民所得，政府税収の予想値，$i$ は名目利子率，$\pi$ は予想インフレ率である。左辺の $C(\cdot\cdot,\cdot\cdot)$，$I(\cdot\cdot)$ はそれぞれ消費関数，投資関数である。消費関数は実質利子率 $i-\pi$ の減少関数，可処分所得 $Y-T$ の増加関数，将来の予想可処分所得 $Y^e-T^e$ の増加関数で，投資関数は実質利子率の減少関数，将来の予想国民所得 $Y^e$ の増加関数であるとする。この定式化は国民生産物に対する需要を規定する最小限の要因を考慮し，最も簡便なかたちで表現したものである。ここでは，標準的なマクロ経済学のテキストと違って，消費や投資が将来の所得予想に依存することを明示している。$IS-LM$ モデルについていかなるミクロ的基礎付けを考えるにしても，企業や家計が将来の景況や所得に関して抱く予想を無視することはできないはずである。特に，需要不足による不況を理解するためには，消費や投資の規定要因として長期的な所得予想をあげないわけにはいかない。

他方，貨幣に対する需要がケインズのいう取引動機に基づく部分と投機的動機に基づく部分から

なることを明示して，貨幣の需給均衡条件を

$$L_1(Y) + L_2(i, Y - T) = \frac{M}{p} \tag{2}$$

と書くことにしよう。左辺第 1 項の取引需要は国民総生産の増加関数，第 2 項の投機需要は名目利子率の減少関数，可処分所得の増加関数とする。このように，取引需要と投機需要を分離して表記するのは標準的なテキストの流儀ではないが，ケインズの定式化にしたがうものであり，理論的にも根拠があることである[(5)]。このような分離加算型の定式化によってケインズ理論における取引需要と投機需要の役割を明確に理解することができる。流動性選好が存在しない場合には，投機需要はゼロとなりいわゆるマネタリストの特殊ケースが現出する。後に見るように，このことから財政政策が単独で景気浮揚効果を持つためには流動性選好が不可欠であることがわかる。

企業行動を考慮して $IS - LM$ モデルを拡張して $AD - AS$ モデルを導くかわりに，ここでは $IS - LM$ モデルの形を維持しながらその拡張をはかる。完全競争下で利潤最大化を目指す企業を想定すれば，

$$\frac{w}{p} = \omega(Y), \quad \omega'(Y) < 0 \tag{3}$$

という関係が成立する。ただし，$w$ は名目賃金率，$p$ は物価水準である。この式は周知の限界生産力説の関係，すなわち労働の限界生産物価値が実質賃金（$w/p$）に等しくなるという関係を表している。(3) 式を用いて (2) 式を次のように書き直すことができる。

$$L_1(Y) + L_2(i, Y - T) = \omega(Y)\frac{M}{w} \tag{4}$$

拡張された $IS - LM$ モデルは，(1)，(4) 式で表される。標準的なテキストの解釈では，外生変数 $\pi$，$G$，$T$，$Y^e$，$T^e$，$M/w$ が与えられると，これら 2 式から内生変数 $i$，$Y$ の均衡値が決定される。それらを (2)，(3) 式に代入すれば，$w/p$ と $M/p$ の均衡値も決まる。この場合，(1)，(4) 式はそれぞれ通常の傾きを持つ $IS$ 曲線，$LM$ 曲線として幾何学的に表現され，したがって通常の比較静学の定性的分析を適用することができる。この標準的ケースについては，ここでは立ち入る必要はあるまい。

標準的な解釈では，貨幣賃金 $w$ とマネーサプライ $M$ が外生的に与えられる。その根拠は，貨幣賃金についてはその短期的硬直性であり，マネーサプライについては中央銀行の短期的な政策目標（policy target）であるとされる。賃金硬直性については暫くおくとしても，中央銀行がマネーサプライを政策目標としていると仮定するのは問題がある。米国連銀や日本銀行の行動を観察すると，利子率について目標水準を設定することが多く，マネーサプライの目標水準を設定することはまれ

(5)　Keynes（1936, p.199）。Ohyama（2002）は $IS - LM$ モデルのミクロ的な基礎付けを与える中で，自然に分離加算型の定式化を導いている。

である[6]。中央銀行家はしばしばマネーサプライは制御可能ではないと主張することさえある[7]。短期的には，中央銀行がマネーサプライではなく，名目利子率を政策目標とすると仮定することには十分現実的意義があるであろう[8]。しかも，以下に見るように，この仮定によって $IS-LM$ モデルはより簡明になり，その分析もより容易になるのである。

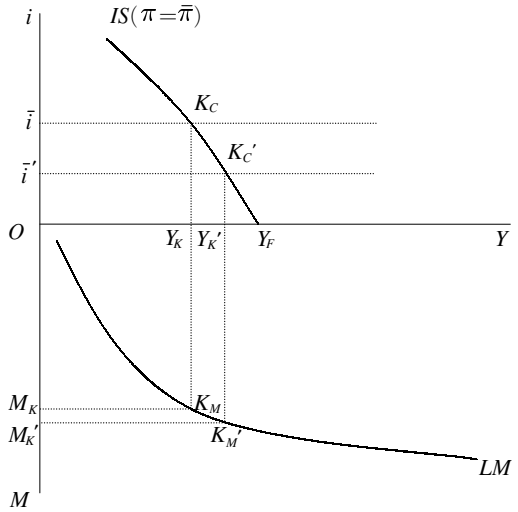


図 1　目標利子率と $IS-LM$ 均衡

中央銀行が利子率を政策目標にする場合，マネーサプライはその目標を達成するための政策手段（policy instrument）となる[9]。拡張された $IS-LM$ モデルでは，このことは $i$ を外生変数とし，$M/w$ を内生変数とすることを意味している。この再解釈のもとでは，(3)，(4) 式は，外生変数 $i$ $(=\bar{i})$ のほか，$\pi$，$G$，$T$，$Y^e$，$T^e$ を所与として 2 つの内生変数 $Y$，$M/w$ を決定する体系と読むことができる。あるいは，標準的なテキストにならって貨幣賃金が硬直的であると仮定し，$w=\bar{w}$ とおくならば，内生変数 $Y$，$M$ を決定するという読み方もできる。図 1 はこの関係を幾何学的に示したものである。上部の $i-Y$ 平面上に右下がりの $IS$ 曲線が示されている。予想インフレ率がある水準

(6)　日本銀行のゼロ金利政策はその典型的な事例である。1980 年代の初頭，米国連銀総裁であった Paul Volker が Milton Friedman の k %ルール（一種のマネーサプライ目標政策）を試行したことがあるが，金利の激しい乱高下を招き，軌道修正せざるを得なかった。

(7)　大多数の国で中央銀行がマネーサプライ・ルール（money supply rule）ではなく，何らかの利子率ルール（interest rate rule）にしたがって行動していることについては，たとえば Romer (2000)，Woodford (2003) などを参照。

(8)　中央銀行のより長期的な政策目標は物価・雇用の安定とされることが多い。そのためにも短期的に利子率を目標として行動することは有効であり得る。

(9)　政策目標，政策手段という概念は Tinbergen (1952) によって与えられたものである。経済政策について論じるに当たっては，これらの概念を正しく理解しておくことが必要だが，今日でもこの点について混乱した議論が見られる。

$\bar{\pi}$ に与えられているとする。$IS$（$\pi = \bar{\pi}$）は，この場合に（5）式を満たす $i$，$Y$ の組み合わせの軌跡である。下部の $Y - M$ 平面には $i = \bar{i}$，$w = \bar{w}$ の場合に（6）式を満たす $M$，$Y$ の組み合わせの軌跡が描かれている。これがこの場合の $LM$ 曲線であり，仮定によって右下がりとなる。(1) 式によって表される財市場の需給均衡は，$i - Y$ 平面で $IS$ 曲線と $i = \bar{i}$ の水平線との交点 $K_C$ で示される。均衡国民所得はこの点の横座標 $Y_K$ である。他方，貨幣の需給均衡条件（4）式は，$Y - M$ 平面上で $LM$ 曲線と $Y = Y_K$ 線との交点 $K_M$ で示される。均衡マネーサプライはこの点の縦座標 $M_K$ となる。均衡所得 $Y_K$ が完全雇用（労働市場の均衡）に対応する所得 $Y_F$ よりも低いとすれば，これはケインズ的な過少雇用均衡を表しているといえる。(10)

このように再解釈されたケインズ均衡の概念は，1930 年代の世界恐慌や最近の日本経済の長期不況を理解し，その打開策について考えるために有用と思われる。特に，日本のゼロ金利政策のように目標利子率が下限まで下げられた特殊ケースは，そのような「深刻な不況」（deep depression）のモデルとして適切である。そこで，節を改めてこの特殊ケースについて考察しよう。

## 3. 流動性の罠と有効需要の原理

目標利子率が実現されている限り，均衡国民所得は財市場の均衡条件（1）だけで決まる。これは，ケインズが『一般理論』第 3 章で示した「有効需要の原理」の世界に通じるものである。そこでは，消費や投資はもっぱら可処分所得に依存するものとされ，利子率の影響は無視されている。したがって，金融政策は有効需要に関わりを持ち得ないように見える。標準的な教科書では，このモデルは最も単純な国民所得決定のモデルとして紹介され，金融政策との関連については言及されないか，言及される場合でも単純化のためにとりあえず捨象すると述べられるのが普通である。中央銀行が利子率を目標変数とする現在のモデルでは，金融政策は一般的には有効需要に影響を及ぼす。図 1 には，目標利子率が $\bar{i}'$ に下げられたとき，均衡所得が $Y_K{}'$ に増加し，マネーサプライが $M_K{}'$ に増やされることが示されている。

このようにマネーサプライを増やして目標利子率を下げることができれば，均衡国民所得をひきあげることが可能である。しかし，実現可能な名目利子率には下限がある。債務不履行のリスクが自分で現金を所持するリスク（紛失，盗難など）よりも大きいとすれば，均衡でマイナスの名目利子率を実現することはできない。誰も他人に礼金を払ってまで借りてもらおうとはしないからである。

---

(10) Romer（2000）は中央銀行が実質利子率を目標とし，予想インフレ率が上昇すれば実質利子率の目標水準を引き上げるという利子率ルールを仮定して「$LM$ 曲線のないケインズ理論」を提案している。本稿の取り扱いは，中央銀行が容易に制御できる名目利子率を目標とすると仮定している点で彼の理論とは異なる。図 1 からも明らかなように，「$LM$ 曲線のないケインズ均衡」という表現はミスリーディングである。

下限の利子率が正であるものとして，これを $i_T$ で表そう。利子率が $i_T$ の水準まで下がった状態を「流動性の罠」(liquidity trap) と呼ぶことにしよう。通常，流動性の罠は「貨幣需要の利子率弾力性が無限大に近くなっている状態」，あるいは「公衆が供給される貨幣をいくらでも保有しようとする状態」と定義される。ここで，流動性の罠を再解釈して「投機的動機による貨幣需要が不決定になっている状態」とする。これは，通常の定義と矛盾することなく，理論の目的のためにその意味内容をいっそう明確にするためである。ケインズ自身は流動性の罠という表現を使っているわけではないが，「ほとんどすべての者があまりに低い利子しか生まない債券よりも貨幣を保有することを選好するという意味で，流動性選好が事実上絶対的になっている状態」に言及している。[11] $IS-LM$ モデルの創唱者として知られるジョン・ヒックス（Hicks (1937)）はこれを「ケインズ氏の特殊理論」(p.152)，さらには「ケインズ氏の書物の中で一番重要なこと」(p.154) として重視したが，近年になって忘れられ，お蔵入りになっていた。ケインズが予言したように，日本経済の長期不況の中でまさに流動性の罠に限りなく近い状態が現出するにいたった。Krugman（1998）が「埃を払って」取り出してきたこの古い概念はまさに日本経済が直面していた状況を理解するのに不可欠と言える。

ここでの定義では，経済が流動性の罠にはまったとき，家計にとって貨幣の保有と債券の保有（あるいは貸付）は無差別となり，投機的動機による貨幣需要は不決定となる。この場合，中央銀行が公開市場操作を通じて取引需要を超える貨幣を供給しても超過部分は退蔵されるだけなので，経済に対する影響は消滅する。換言すれば，実質的意味を持つのは取引需要に見合う最小限のマネーサプライである。このことを考慮して，この特殊ケースに適合するように（1），（4）式を書き直すと

$$C(i_T-\pi, Y-T, Y^e-T^e)+I(i_T-\pi, Y^e)+G=Y \tag{5}$$

$$L_1(Y)=\omega(Y)\frac{M}{w} \tag{6}$$

となる。ここでは，（6）式は必要最小限の貨幣を供給する中央銀行の行動を表す方程式と解釈できる。図 2 にはこの状況が示されている。下部の $LM$（$i=i_T$）曲線は利子率が $i_T$ の水準にあるときに貨幣市場の需給均衡を満たす最小限のマネーサプライと国民所得との組み合わせの軌跡である。ここで最小限のマネーサプライというのは，取引動機による需要 $L_1(Y)$ に対応するものであり，仮にマネーサプライがその水準を超えて与えられるとしても超過部分はすべて自発的に退蔵される。この流動性の罠の特殊ケースは，所与の予想インフレ率のもとで名目利子率が最低水準まで下がっているのに完全雇用国民所得が実現できない深刻な不況のモデルであり，財市場の均衡条件だけで均衡国民所得が決まるとするケインズの有効需要の原理の世界にほかならない。

---

(11) ケインズ自身は流動性の罠について，「将来実際に重要になるかもしれないが，これまでのところその例を知らない」(『一般理論』p.206) と述べている。ケインズにとって重要なのは利子率には正の下限があるということであった。流動性の罠が実際に観察されなくても，実際の利子率がそれに近い水準まで低下していれば，金融政策の効果は頼みがたく小さくなるからである。

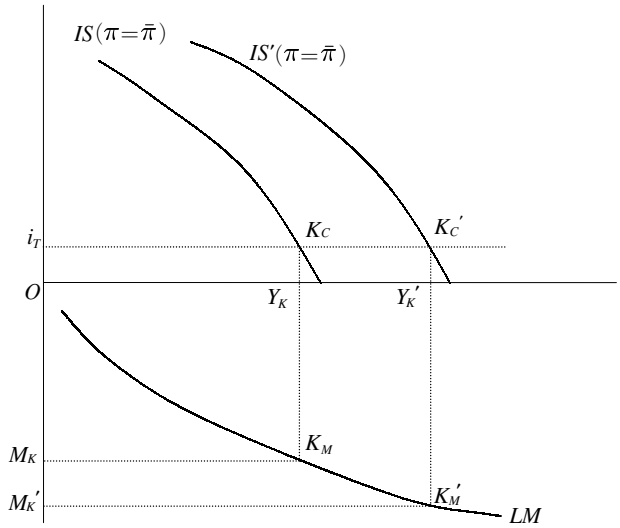


図２　流動性の罠と有効需要の原理

## 4.　不況対策の再検討

1930 年代の世界恐慌や 90 年代の日本の長期不況の基本的要因は，家計や企業の長期的な期待が悪化して消費や投資が極端に落ち込み，その結果として有効需要が決定的に不足したことであった。前節で示した有効需要の原理のモデルはそのような「需要不足型」不況の第 1 次近似となりうるものである。以下，日本経済の長期不況についてよく論じられた対策をこのモデルによって再検討し，ケインズ理論の現代的意義を明確にしたい。

### 金融財政政策と構造改革

経済が流動性の罠にはまった状態では，単なるマネーサプライの増加は貨幣退蔵の増加をもたらすだけで有効需要の増加には結びつかず，それだけでは景気浮揚効果を持たない。ケインズが主張したように，この場合でも少なくとも短期的に有効と考えられるのは財政政策である。図 2 の上部に示したように，財政支出の増加は $IS$ 曲線の右方へのシフト，$IS$ から $IS'$ へのシフトをもたらし，利子率が下限 $i_T$ に張り付いていても均衡国民所得を $Y_K$ から $Y_K{}'$ に増加させる。それどころか，利子率が上がらないので，財政支出の乗数効果は抑制されることなく，まるごと活かされる。ここで注意すべきことは，図 2 の下部にあるように，このとき最小限必要とされるマネーサプライも $M_K$ から $M_K{}'$ に増えていることである。これは，貨幣に対する取引需要が増えるため，中央銀行はそれに見合う貨幣を供給しなければならないことを意味している。これは $IS-LM$ モデルのマネタリ

スト・ケースと一見似ているが非なるものである。[12] マネタリスト・ケースでは，マネーサプライの増加はそれだけで均衡所得の増加をもたらす効果があるとされるが，上に見たように，現在の特殊ケースではそのような効果は生じないからである。他方，財政支出の増加も，それだけでは均衡所得の増加を実現するには不十分であり，取引需要を満たすマネーサプライの増加によって支持される必要がある。つまり，財政政策が有効となるためには，金融政策の補完的出動が不可欠なのである。

最近の日本の不況時のように，政府債務が増えすぎて財政政策に頼ることがむずかしい場合，いったいどうすればよいのであろうか。代表的な代替策，あるいはそれ以上に日本経済再生の切り札とされる「構造改革」は多様な施策を含む曖昧な概念ではあるが，適切に行われれば長期的に $IS$ 曲線の右方へのシフトをもたらす要因となりうる。たとえば，公共事業の改善，企業経営の革新は，生産性の向上ひいては実質賃金の上昇をもたらし，将来の期待所得 $Y^e$ を高めるであろう。年金制度の改革も家計の将来不安を軽減することにより，消費によい影響を及ぼす。規制緩和や不良債権の整理，郵貯民営化などの金融システムの改革は長期的な資金運用の効率を高めることにより投資の拡大に寄与すると考えられる。[13]

貨幣賃金引き下げの無効性

標準的なマクロ経済学の教科書で教えられる $AD-AS$ モデルでは，貨幣賃金の高止まりが失業の原因であるとされる。実際，一定のマネーサプライのもとでは，貨幣賃金の引き下げは均衡国民所得の増加，したがって失業の減少をもたらすことを示すことができる。しかし，この解釈はケインズが『一般理論』で批判した「古典派」の考えに近いものである。ジョーン・ロビンソンをはじめとするケインズ直系の弟子達がこのような意味合いを持つ $AD-AS$ モデルをバスタード・ケインジアンの所産として頑として認めないのも当然である。1930 年代の恐慌について，労働組合を不況の元凶とし，賃金引き下げを不況打開の決め手とする古典派的な言説に対するケインズの批判を『一般理論』から少し引用してみよう。

「1932 年のアメリカ合衆国の失業の原因を労働者が貨幣賃金の引き下げを頑固に拒否しているとか，経済構造が許す生産性を超えて実質賃金の引き上げを執拗に要求していることにもとめるのは無理である。労働者の最低実質賃金の要求や生産性の明白な変化がないのに，雇用は大きく変動してきた。好況時よりも不況時に労働者がもっと尖鋭になることなどないし，生産性が下がる

(12) $IS-LM$ モデルの特殊ケースとしてマネタリスト・ケースを論じたのは Tobin（1974）であるが，多くの教科書に取り入れられている。

(13) 他方，「良薬は口に苦し」といわれるように，不良債権処理，人員整理など，ある種の構造改革が短期的には消費・投資を冷却する効果を持つことも事実である。いかなる良薬といえども一時に過大に摂れば毒薬となることにも留意する必要がある。

ということもない。」（p.9, Keynes（1936），著者訳）

「労働者が全体として経営者と貨幣賃金の交渉をやりなおして実質賃金を一定の水準に引き下げることを可能にする方法はない。われわれが言いたいのはこのことである。一般的な実質賃金水準の決定には他の力が働いていることを示したい。」（p.13，同上）

1990 年代の日本でも，失業率が上昇したのは労働組合が攻勢を強め実質賃金を引き上げたためだとはいえない。それどころか，労働者の組織率はバブル崩壊以前から一貫して低下傾向にあった。労働組合は貨幣賃金の低下は消費を冷やし不況を悪化させるとして抵抗したが，貨幣賃金は長引く不況を通じて徐々に引き下げられた。こうしてみると，教科書的な解釈による $AD-AS$ モデルは 1930 年代のアメリカにも 90 年代の日本にもあてはまらない空理空論ではないかといわれても仕方がない。しかし，それは $AD-AS$ モデルそれ自体の構造的欠陥というよりは，マネーサプライが外生的に与えられるとする通常の仮定の仕業によるものである。本稿で提案している新しい解釈，すなわち利子率が外生変数であるとする解釈のもとでは，まったく違った結論が得られる。

この解釈では，(1)，(4) 式，あるいはその特殊ケースである (5)，(6) 式によって表現されるモデルは，外生変数 $i$ $(=\bar{i})$，$\pi$，$G$，$T$，$Y^e$ を所与として，内生変数 $Y$ と $M/w$ を決定する体系である。したがって，貨幣賃金 $w$ の引き下げは同率のマネーサプライの減少をもたらすだけで，均衡国民所得をはじめ，雇用や実質賃金には影響しない。貨幣賃金の引き下げは不況対策としては完全に無効である。ケインズが主張したように，実質賃金の決定には，他の力，すなわち需要不足という力が働いている。これは，有効需要が均衡所得を決定し，その生産水準に対応する労働の限界生産力に等しく実質賃金が決まる世界，つまり有効需要の原理が支配する世界なのである。

ここで，この均衡が維持可能かどうかという疑問が生じる。労働市場には非自発的失業が存在するので，貨幣賃金が下がるかもしれない。そうすれば，物価も同率で低下する。この状況が続けば，人々はデフレ期待を持つようになり，実質利子率 $i_T-\pi$ が上昇し，消費，投資をさらに押し下げる効果を持つ。その結果，均衡国民所得と雇用はさらに減少する。これに対応して，貨幣賃金の引き下げがさらに加速するようであれば，典型的なデフレスパイラルが発生し，不況は時を追って深刻化する可能性がある。このような世界では，貨幣賃金の下方硬直性は恩寵ではあっても災厄ではないといえる。再びケインズを引用しよう。

「幸いなことに，（労働者は物価上昇による実質賃金の低下には抵抗しないが），（散発的に生じる）貨幣賃金の引き下げに抵抗するという意味で，意識してはいないにせよ，本能的に古典派よりもまともな経済学者なのである。」（『一般理論』，p.14，同上。ただし，カッコ内の文章は文脈を汲んで筆者が挿入した。）

ただし，ケインズはここで労働者の貨幣賃金引き下げに対する抵抗がデフレスパイラルの抑止に役立つと言っているわけではない。むしろ，それが実質賃金の下方硬直性に直結するものではないと言っているのである。

ピグー効果

これまでの分析は，もちろんピグー効果を無視している。アーサー・ピグーは実質資産残高が消費に及ぼす効果に注意を喚起し，ケインズの「古典派」批判に反論した[14]。家計の消費は可処分所得だけでなく実質資産にも依存している。家計の可処分所得が変わらなくても実質資産が増えれば，家計はそれだけ豊かになったと感じて消費を増やすであろう。家計が貨幣，社債・国債などのように名目残高が一般物価と連動しない金融資産を保有しているならば，賃金の引き下げは物価の低下，実質資産残高の増加を通じて消費の増加をもたらし，$IS$ 曲線を右方にシフトさせる。したがって，賃金が労働市場の不均衡を反映して伸縮的に変動するならば，早晩完全雇用が実現するというわけである。このピグーの批判は標準的なマクロ経済学の教科書にも必ず引用されるものであり，現在のモデルにもあてはまる。ここに詳細を述べるまでもなく，(1) 式左辺の消費関数が貨幣と国債の実質残高に依存するという関係を導入すれば，貨幣賃金引き下げが均衡所得に影響しないという議論は当然修正されることになる。

しかし，このピグー効果については懐疑的な見解もある。まず，民間部門が保有する貨幣以外の金融資産のうち，国債については将来の政府税収から元利が償還されるので長期的に見れば家計にとってネットの資産とはいえないという新リカード派の主張がある。政府の民間部門に対する負債である国債は現在納めるべき税金を納めず将来に先送りしているという意味で実質的に民間部門の政府に対する同額の負債にほかならないからである[15]。次に，家計の民間企業への貸付（家計が保有する社債を含む）もその株主である家計の負債であるから全体としては相殺される。この点に関連して，最近の日本経済，特にデフレの影響に関する論議では，ピグー効果は忘れられアーヴィング・フィッシャーのいわゆる「負債デフレ」効果のみが強調されることが多かったのは奇妙である[16]。一般物価の下落は一方では貸し手である家計の実質貸付残高の増加をもたらすが，他方では借り手である企業（あるいはその株主である家計）の実質借入残高の同額の増加をもたらす。ピグーは前者の効果が消費の増加をもたらすことを指摘したが，フィッシャーは後者が借り手である企業や家計の支出を萎縮させることを憂慮したのである。いずれも物事の半面のみに注目する議論である。理論的には，両者はある程度相殺されると考えるのが自然であり，古典派の伝統に忠実な判断であると

(14) Pigou（1943）参照。
(15) 代表的な文献は Barro（1974）である。
(16) Fisher（1933）参照。

言えよう[17]。両者が実際に相殺されるかどうかは，もちろん理論的に決着できる問題ではなく，実証的検証に待たなければならない。

国債も社債も真の富ではないとすれば，民間部門が保有する貨幣残高はどうであろうか。

預金通貨は国民経済全体としては預ける側と預けられる側で相殺されるので，金・外貨など裏付けを持つ民間の現金残高と中央銀行の預かり金のみが純資産であると言えるかもしれない[18]。仮に家計全体として保有する貨幣残高が純資産と見なされるとしても，国債や社債が純資産とは見なされないならば貨幣賃金引き下げの無効性という前項の結論は依然として妥当する。実質貨幣残高が消費に及ぼす効果を考慮して前出の（5），（6）式を書き直し，再掲すると

$$C(i_T - \pi, Y - T, Y^e - T^e, \omega(Y)\frac{M}{w}) + I(i_T - \pi, Y^e) + G = Y \tag{5'}$$

$$L_1(Y) = \omega(Y)\frac{M}{w} \tag{6}$$

となる。この体系でも，内生変数は $Y$ と $M/w$ であり，それらの均衡値は外生変数に依存して決定される。他の条件が変わらない限り，貨幣賃金の変化の効果はマネーサプライの同率の変化によって打ち消され，均衡国民所得に何らの影響も及ぼさないのである。

インフレ・ターゲッティング

日本経済の長期不況の打開策として注目を浴びたものに，いわゆるインフレ・ターゲッティング政策（inflation targeting policy）がある。わが国の経済学界に最も大きな影響を与えたのはおそらくポール・クルーグマンの一連の言説であろう。Krugman（1998）は日本経済が流動性の罠に陥っていると診断し，この罠から脱却するためには，日本銀行が 4 − 5 %のインフレを十数年にわたって維持するために利用可能なあらゆる手段をとることを公表し約束する政策，すなわちインフレ・ターゲッティング政策に踏み切るべきだと提案した。その後，わが国でも多くの経済学者がこの提案に賛意を表明するようになったが，日本銀行はゼロ金利政策をとりながらもインフレ・ターゲッティングの採用には否定的なスタンスをとってきた[19]。最近では，景気回復ムードの中でインフレ・ターゲッティング論はやや冷めつつあるように思われる。

われわれの流動性の罠のモデルはクルーグマンのモデルとも整合的であり，インフレ・ターゲッティングの狙いと意義を考える手がかりを与えてくれる。図 3 の上部には，予想インフレ率 $\pi$ が負

（17） Metzler（1951）は，貯蓄が実質資産に依存するという貯蓄—資産関連説（saving-wealth relation）は，一方では完全雇用均衡を保証するという意味で古典派的に見えるが，他方では古典派の重要な主張である貨幣の中立性を損なうという点で非古典派的な考えであるとしている。

（18） この点をいち早く指摘したのは Kalecki（1944）である。

（19） 日本人学者の見解については，たとえば浅子（2000），小宮（2002），浜田（2003），Hamada（2004）などを参照。

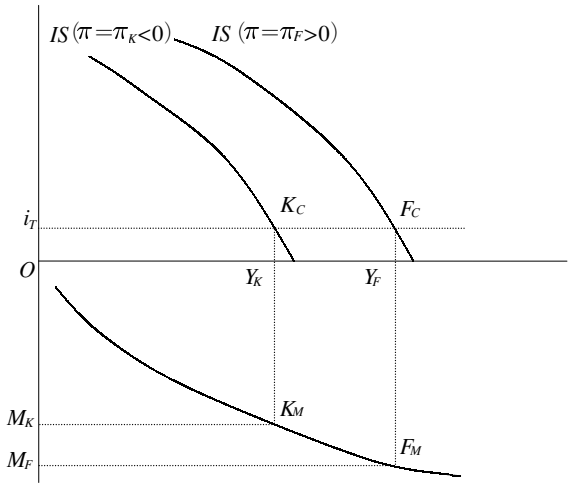


図３　インフレ・ターゲッティング

の率 $\pi_K$ の場合の $IS$ 曲線と正の率 $\pi_F$ の場合の $IS$ 曲線が書かれている。与えられた名目利子率のもとでは，予想インフレ率の上昇は実質利子率の低下を通じて投資や消費の増加をもたらすので，$IS$ 曲線は一様に右方にシフトする。$IS$（$\pi = \pi_F > 0$）曲線が $IS$（$\pi = \pi_K < 0$）曲線の右方にあるのはこの理由による。経済が流動性の罠にはまっているとすれば，予想インフレ率が $\pi_K$ の場合の財市場の均衡は高さ $i_T$ の水平線と $IS$（$\pi = \pi_K$）曲線との交点 $K_C$ で示される。この均衡は最悪期の日本経済の状況に対応していると考えてよい。そこでは，人々はデフレ期待を持ち，名目利子率は底（流動性の罠の水準）にあり，大量の失業が存在する。これに対して，予想インフレ率が $\pi_F$ に高められるならば，財市場の均衡は高さ $i_T$ の水平線と $IS$（$\pi = \pi_F$）曲線との交点 $F_C$ に移動し，完全雇用所得 $Y_F$ が達成されるというわけである。

しかし，問題は経済が流動性の罠にあるときに，いかにして人々にインフレ期待を抱かせるかである。クルーグマンは，日本銀行がインフレ目標を公表し，その実現に邁進することを天下に約束すればよいというが，利用できる政策手段は限られている。(5)，(6) 式によって表される現在のモデルでは，日本銀行が取引需要を満たすために供給するマネーサプライは内生変数である。日本銀行がその水準を超えて債券買い付け操作を通じてマネーサプライを増やすことはできるが，超過部分が退蔵されるだけで消費や投資の刺激効果はなく，物価にも影響しない。実際にインフレを起こすことができなければ，人々のインフレ期待を呼び起こすこともできないであろう。クルーグマン自身，通常の方法によるマネーサプライの継続的増加だけでは効果が上がらない可能性があることを認めている。何らかの財政政策措置，すなわち日銀引き受け国債で資金を調達し投資減税や消費減税を実施するという禁じ手を使えば有効需要を増やしインフレを起こすことも可能かもしれないが，それはインフレ・ターゲッティング政策というよりは極端なケインズ的財政政策であり，その

ような禁じ手を数年にわたって継続的に行うことは望ましくなく，現実的でもない。そうまでしてインフレを起こし，投資や消費を無理に喚起することにどれほどの意味があるであろうか。そもそも実質利子率がマイナスにならなければ十分な投資が行われないということは，投資をしてもプラスの収益が期待できないという状況であり，そうまでして収益を生まない無駄な投資を積み上げることには大きな疑問符が付けられなければならない。

構造改革の理念はまさにそのような状況の根本的是正を求めるものである。新しい魅力的な投資が消滅し行き詰まった経済の基本構造を変革することが必要である。その原動力はもちろん民間企業にあるのであるが，行政の役割もきわめて重要である。政府は時代に合わなくなった規制や政策を撤廃し，それに代わる時代にふさわしい制度や政策を導入・実施することによって，民間に新しい機会を提供し，経済に対する長期的期待を改善し，企業の予想収益率を高め，新製品，新サービスの供給に結びつく投資を誘発するようにつとめるべきである。クルーグマンが用いた「ミクロ的基礎のある」$IS-LM$ モデルをよく見ると，人々の長期的な所得期待が一定という重要な仮定がある。クルーグマンは政治への不信によるものかインフレ・ターゲッティングを前面に押し出したいという動機によるものか，この重要な仮定について何も論じていない。政治家や官僚がはたして時代の要請に応えることができるかどうかは疑問であるが，構造改革を伴わないインフレ・ターゲッティング政策はたとえ実現可能であったとしても，日本経済の将来に禍根を残すものとなりかねない。

## 5. おわりに

近年における日本経済の長期停滞は基本的に需要不足による不況であると見ることができる。かつて世界恐慌の背景のもとに誕生し，一世を風靡したケインズの経済理論はまさにこのような状況にあてはまるものである。このことにいち早く気づき，最近のマクロ経済学ではすっかり忘れられていた「流動性の罠」の概念を持ち出してユニークな対策を提案したのは，現代の鬼才クルーグマンであった。筆者もその著作に啓発された一人であるが，彼のインフレ・ターゲッティング論に与するものではない。本稿では，ケインズ・ヒックスの $IS-LM$ モデルに供給側の要因を取り入れ再解釈することにより日本経済が近年直面してきた諸問題を再検討した。その中で，日本経済の再生のためにはケインズ的な財政政策やインフレ・ターゲッティング政策のみでは不十分であり，適切な構造改革が必要であることを示唆したつもりである。

本稿で用いた $IS-LM$ モデルはアド・ホックなものであり，ミクロ的な基礎付けが別途必要とされるかもしれない。この点については，冒頭にも述べておいたように弁解する必要はなく，またそのつもりもない。しかし，このモデルは日本経済の現実を解明するためには単純すぎるという批判は免れないであろう。まず，銀行の行動が十分に組み込まれていないことである。日本の長期不

況の要因の一つは日本の銀行がかかえる不良債権にあるとされてきた。小泉内閣が構造改革の重要な柱として不良債権問題の早期解消を目指してきたのは，それが銀行の資金仲介機能を弱め，資金配分の効率性を阻害し，ひいては投資の低迷を招いたと考えられるからである。日本の銀行は，一方では中小企業への融資を控える「貸し渋り」の姿勢を見せながら，他方では政府支出の効率化の展望が無いままに国債を大量に買い入れている。それは国債が「安全な」資産であり，利回りが低いとはいえ貨幣よりも有利な資産であると受け取られているからである。この問題を明示的に分析するためには，銀行行動を考慮して $IS-LM$ モデルをさらに拡張することが必要である。

現在のモデルについて，もうひとつ指摘されるに違いない問題点は，国際経済関係を捨象した閉鎖経済モデルであるということである。いわゆるマンデル・フレミングモデルが $IS-LM$ モデルの国際版としてつとに有名であり，どのマクロ経済学の教科書でも解説されている。最もよく知られている「小国モデル」では，変動為替レート制度が用いられ国際利子率が小国にとって与えられているという前提のもとで，金融政策は不況対策として有効であるが財政政策は無効であるとする「マンデルの命題」が喧伝されてきた。そこでは，小国の政府はそもそも利子率をターゲットとする政策をとることはできず，したがって日本で行われたようなゼロ金利政策は実行不可能なはずである。世界全体が大不況で流動性の罠にはまっているような場合を別とすれば，ある「小国」が単独で流動性の罠に陥ることはありえない。マンデル・フレミングモデルでは日本経済が直面してきた「ゼロ金利」状況を理解することはできないように思われる。

本稿で論じたモデルに銀行行動と国際経済関係を適切に組み込み，以上のような批判に耐えうるものに改めることは可能である。しかし，その作業を完遂するためには，かなりの紙数を追加しなければならない。本稿では，最も標準的な $IS-LM$ モデルについて，若干の再解釈を施せば，1990年代以降日本経済が経験してきたさまざまな病理的現象やその処方箋を理解する手がかりになりうることを示した。ひとまずその目的は達したので，銀行行動や国際経済を考慮して現在のモデルをさらに拡充する仕事は他日に譲りたい。

（名誉教授・東洋大学経済学部教授）

## 引　用　文　献

浅子和美『マクロ安定化政策と日本経済』岩波書店，2000.

小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社，2002.

浜田宏一「平成不況の性格：経済理論からの接近」『経済分析』169 号，2003, 1-21 頁.

Blanchard, Oliver J., *Macroeconomics*, Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 1996.（鴇田忠彦他訳『マクロ経済学』東洋経済新報社，1999）.

Barro, Robert J., “Are Government Bonds Not Wealth?” *Journal of Political Economy*, 82, 1974, pp.1095-1117.

Fisher, Irving, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica* 1, 1933, pp.337-358.

Friedman, Milton, "A Theoretical Framework of Monetary Analysis," in *Milton Friedman's Monetary Framework: Debate with His Critics*, ed., Robert J. Gordon. Chicago: University of Chicago Press, 1974.

Hamada, Koichi, "Policy Making in Deflationary Japan," *The Japanese Economic Review*, 55, 2004, pp.221-239.

Hicks, John Richard, "Mr. Keynes and Classics: A Suggested Interpretation," *Econometrica* 5 (2), 1937, pp.147-159.

Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money.* London: Macmillan and Co., 1936.（塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社，1995）.

Krugman, Paul, "It's baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Paper on Economic Activity*, 2, 1998, pp.137-187.

Kalecki, Michal, "Professor Pigou on the Concept of the 'Classical Stationary State'," *Economic Journal*, 54, 1944, pp.131-132.

Mankiw, N. Gregory, *Macroeconomics*, 3rd edition. New York, NY: Worth Publishers, Inc., 1997.（足立英之他訳『マンキュー　マクロ経済学』東洋経済新報社，2002）.

McCallum, Bennet T. and Nelson, Edward, "An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis," *Journal of Money, Banking and Credit*, 31, 1999, pp.296-316.

Metzler, Lloyd A., "Wealth, Saving and the Rate of Interest," *Journal of Political Economy*, 59, 1951, pp.93-116.

Ohyama, Michihiro, "Effective Demand and National Income: A Microeconomics of the IS-LM Analysis," DP 02-1, Keio Economic Society, 2002.

Pigou, Arthur C., "The Classical Stationary State," *Economic Journal*, 53, 1943, pp.343-351.

Romer, David, "Keynesian Macroeconomics without the LM Curve," *Journal of Economic Perspective*, 14, Spring 2000, pp.149-169.

Tinbergen, Jan, *On the Theory of Economic Policy.* Amsterdam: North-Holland, 1952.

Tobin, James, "Friedman's Theoretical Framework," in *Milton Friedman's Monetary Framework: Debate with His Critics*, ed., Robert J. Gordon. Chicago: University of Chicago Press, 1974.

Woodford, Michael, *Interest and Prices: Foundations of Monetary Policy.* Princeton: Princeton University Press, 2003.