

デフレーションと安定化政策

児 玉 俊 介

目 次

- 1 ディスインフレの背景
- 2 デフレーションの原因
- 3 財政政策は有効ではないのか
- 4 流動性のわなと利子率ルール
- 5 金融政策のみによる脱出策
- 6 物価水準の財政理論
- 7 拡張的財政運営を伴う脱出策

1990 年代以降，先進諸国では，インフレ率は 2 % 程度に低下し，70 年代から 80 年代のような厳しいインフレーションは終息したと考えられる。特に，90 年代半ば以降ではインフレ率の低下，すなわちディスインフレ傾向が強まっており，中でも生産物価格の上昇率低下が著しい。マクロ経済学でも，90 年代までのように，インフレのみを念頭に置いた議論は展開されなくなっている。この中で，我が国は，香港と並んでデフレーションが顕著であり，デフレーションからの，特に流動性のわなからの脱出が，マクロ経済政策上の最大の課題である。流動性のわなからの脱出策については，多くの人が様々な提言をしており，日本はマクロ経済政策の実験場と化していると言っても過言ではない。また，他国にしても，日本のような状況に陥らないことを，ディスインフレ下での安定化政策の最大の課題としている。

本論は，日本の現状に基づきつつ，デフレーションや流動性のわなに関わる政策運営上のトピックの紹介とそれらの評価を目的としているが，検討内容を要約すれば次のようである。伝統的な不況対策である裁量的財政政策は，巷間言われるように無効とは言えず，一時的に景気を下支えする効果は否定できない。しかし，巨額の公債残高による弊害も顕著であり，積極的に展開す

る余地は少ないと言える。近年、金融政策運営の主流となっている利子率ルールは、民間部門と中央銀行の行動に関する想定によるが、低利子率でデフレーションを悪化させたり流動性のわなを発生させる可能性は低い。しかし、既に金利のゼロ制約が有効となっている日本では、利子率ルールによるデフレーションからの脱出は不可能である。量的緩和政策についても、デフレーションを悪化させない効果はあるものの解消するだけの力はない。可能性が高いのは、インフレ目標策あるいは物価目標策と規則的な財政運営を併用して、民間部門の信認を勝ち取りつつインフレ期待を喚起させる政策と言える。

以下の構成は次のようである。1節と2節ではデフレーションの原因について概括する。3節は、伝統的な不況対策として、裁量的財政政策の有効性と可能性について検討する。4節ではデイスインフレ下での金融政策の運営という観点から、利子率ルールと流動性のわなの発生可能性についての論議を紹介する。5節以下は金融政策によるデフレからの脱出策を検討していくが、5節では現在実施されている量的緩和策の有効性について考察する。6節と7節では、近年提唱されている、利子率ルールと規則的財政政策の併用について紹介する。

1 ディスインフレの背景

近年のディスインフレは、日本だけに留まらず世界的な傾向である。森本・平田・加藤（2003）によれば、その原因は次のようにまとめられる。

インフレ抑制的な安定化政策の成功によるインフレ率低下。

利子率ルールを主な手段としたインフレ目標策により、欧米諸国のインフレ率は概ね2%の水準に留まるようになった。

世界同時的な景気循環の下での需給ギャップの発生。

2000年のいわゆるITバブルの崩壊以後、近年は、各国とも超過供給状態にあり、労働市場も超過供給気味である。

IT関連財製造業等における趨勢的な生産性向上。

1990年代後半以降、IT関連財産業での技術進歩の加速が実証研究でも確認されている。また、90年代後半のアメリカでは、金融・保険や小売・卸売業等で、IT関連財の活用により生産性上昇率が高まったという実証結果もあり、「ニュー・エコノミー」との呼び方も行われている。

新興国の供給力拡大による世界的な供給ショック。

NIEs, ASEANが大きく台頭した1980年代に続き、90年代には、冷戦終結や自由貿易協定（例：NAFTA）などの効果により、ラテンアメリカ、東欧、中国といった地域が世界市場に本格的に組み込まれ、少なくとも貿易財部門では世界競争が本格化した。これにより、圧倒的に

デフレーションと安定化政策

低賃金の中国など新興国の供給力拡大が、貿易財価格を世界的に押し下げ、さらには一般物価に対しても下降圧力を及ぼしている。¹⁾

日本や通貨・金融危機を経験したアジア諸国の一部等におけるバブル崩壊の影響。

現在の日本の持続的なデフレ、一部のアジア諸国等のディスインフレは、資産価格の大幅な変動などのバブル生成・崩壊が影響している可能性が高いと思われる。

これらの原因を標準的なマクロ経済学に基づいて説明すれば、¹⁾は、テイラールールを代表とする利子率ルールによる安定化政策の成功と考えられる。²⁾は、技術革新に支えられた生産性向上、すなわち有利な供給ショックにより、総需要・総供給モデルでは、長期総供給曲線が右にシフトして、物価水準低下と国民所得の拡大をもたらす動きである。³⁾は、有利なインフレショックであり、総供給曲線が下にシフトして、物価水準低下と短期的な国民所得の拡大をもたらす。

⁴⁾は、ITバブルの崩壊、すなわち不利な需要ショックにより、総需要曲線が左にシフトして、物価水準低下と短期的な国民所得の低下をもたらす動きに対応している。ただし、ITバブルの崩壊は長期均衡への調整経路上の循環的な変動と捉えられ、短期的なインフレ率低下は説明できるが、長期的な持続的低下は説明できないと考えられる。

2 デフレーションの原因

前節の¹⁾から⁴⁾の原因は、物価水準を低下させるからディスインフレはもたらす。しかし、これらの現象は先進国共通に影響を及ぼしており、日本だけが影響を受けたわけではない。それゆえ、日本が経験したような長期的な景気低迷とデフレーションの併存は、¹⁾から⁴⁾によっては説明不可能と考えられる。したがって、現在、日本が陥っている苦況を説明できるのは⁵⁾という結論になる。

バブル崩壊とそれによるデフレーションの発生については、児玉(2002)で論じたので詳述しないが、遠因は1980年代後半からのバブル経済の発生にあり、直接的な契機は、バブル対策としての日銀による金融引き締めと考えられる。しかし、95年から96年の一時的な回復を除けば、10年にも渡る長期的な景気低迷は、金融引き締めだけで起きるとは考えがたい。それに続く消費や

1) に関しては、「為替レートの調整機能を考慮していない」、「貿易財価格の下落は物価のみでディスインフレには直結しない」といった疑問が出されている。前者については、購買力平価が常に成り立てば、あるいは、為替レートが経常収支の不均衡を速やかに調整するならば、新興国企業が相対的な低価格を活かして輸出を増やそうとしても、新興国の通貨が相対的に切り上がるため、製品価格差は縮小に向かうであろう。しかし、実際には、為替レートは様々な要因で動いており、少なくとも短期的には、投機的な動きなどから調整は実現していない。後者については、国内の調整が摩擦なく行われるならば、物価水準が下落したり、景気が悪化する必然性はない。しかし、短期的には、様々な硬直性(特に労働移動の困難さ)により調整が円滑には行われず、貿易財価格の下落が起こったときに、物価水準や景気に下方への圧力がかかると考えられる。

投資の持続的な減少が、すなわち総需要の大幅な不足が、世界的なデフインフレーションの傾向を深刻化させた結果として現在のデフレーションがもたらされたと考えられる。消費や投資の減少は、資産デフレがもたらした負の資産効果、1997年の財政構造改革や金融危機などによる消費者心理の冷え込みなどでもたらされた部分もあるが、デフレーション自身がもたらす総需要抑制効果、負債デフレーション効果や予想デフレーション効果による部分も否定できない。つまり、デフレがさらにデフレをもたらすというデフレスパイラルが発生している。

バブル崩壊前後からデフレーション発生までの金融政策への評価は、「80年代後半の引き締めの遅れ、90年代初と90年代末の緩和の遅れが検出されている」(原田・大西(2002))という主張や「金融緩和政策を、もっと早い段階に行っていた場合、マネーサプライが拡大され、デフレが概ね解消され、実質のマイナス成長も回避されていた可能性がある」(大西(2002))などの主張もある。そのほか岩田(2001)にも同様の主張が見られる。これに対して Ito & Mishkin(2004)は、中央銀行は資産価格よりは一般物価水準こそ注視すべきであるから、バブルの発生と崩壊については、金融政策というよりは金融制度の監督に責務があるとするが、バブル崩壊後については、金融政策により弊害を緩和できたとしている。それゆえ、コンセンサスを求めるならば、金融政策を適切に実施すればデフレーションの発生は防げたとなるであろう。

デフレーション発生の原因とその責任所在については、今後も議論が続くであろうが、未だに日本経済は安定的に物価上昇率がプラスになったとは言えず、デフレーションは現在も持続している。さらに、名目利率を低下させられないという意味での、流動性のわなにも陥ったままである。それでは、デフレーションからどのようにして脱却するのか。次節以下では、この問題に焦点をあてて進めよう。

なお、日本や東南アジア諸国と同様な通貨危機と金融危機を経験した韓国では、デフレーションへの悪循環に陥ることが避けられている。通貨・金融危機発生後の韓国では、日本とは異なり、速やかに、業績不振企業の強制的な退出と、金融機関の不良債権処理が実施された。これと同時に、業績優良企業が活発な投資を行った。これにより、投資家や家計の将来への見通しが改善され、低金利と共に株価や住宅価格を上昇させ、資産効果などを通じて家計支出を増加させた。結果として、経済全体がうまく動いたとみられている。また、ITバブル崩壊後のアメリカに関しては、FRBが標準的な政策評価基準(テイラールール)に照らして極めて大幅な金融緩和を行ったことや、バブル崩壊後の日本と異なり金融部門の健全性が維持されたことなどから、デフレーションには陥っていない。

3 財政政策は有効ではないのか

マクロ経済学の伝統的な議論では、財政政策は不況対策として、特にデフレーションや流動性のわなからの脱却策として有効とされている。しかし、平成不況に関しては、巷間、財政政策の無効性を主張する声が大きく、実際に財政政策は景気対策として無効であったのだろうか。無効であったとしてそれはなぜなのだろうか。

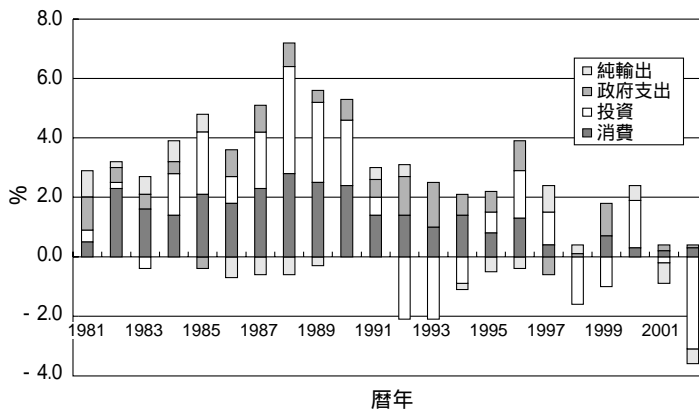
3.1 財政政策は無効であったか

1981年から2000年までの、実質経済成長率に対する総需要の各構成要素の寄与度を、**図1**としてグラフ化してみた。1990年度以降について見ると、第一次平成不況では、投資や円高による純輸出の落ち込みが激しく、それを政府支出が支えている。政府支出の増加が無ければ、成長率は92年度から93年度にかけてマイナスであったと言えよう。

その後、95年度から96年度にかけて投資が増加したことを考慮すると、財政政策は景気を下支えしたと言える。さらに、95年度でも政府支出の成長率への貢献度が1/3を越えるなど、財政政策は景気対策として有効であったと考えられる。

1997年度からの第二次平成不況については、その原因が政府支出削減と増税に在ったことがグラフから読みとれる。増税による可処分所得低下が消費を減少させ、その消費減少が98年度に投資を大きく落ち込ませている。図1から確認できるが、98年度補正予算と99年度予算で、政府は

図1 実質経済成長率への寄与度²⁾



2) 「需要項目別時系列表(68SNA)」(内閣府社会経済研究所)より作成。

大幅な赤字国債の発行に伴う景気対策を実施している。この結果、1999年度には成長率はプラスに転じ、2000年度には景気は上昇局面に入っている。これらの点からは、第二次平成不況に対しても財政政策は有効であったと言える。従って、近年流布している景気対策としての財政政策を論外に否定する考え方は、余りにも皮相的と考えられる。少なくとも、投資や消費の落ち込みに対するカンフル剂的役割は、未だに果たし得ると言い得る。³⁾ただし、財政が構造的に大幅な赤字に陥っており、結果として公債残高が看過できない危険領域に達しつつあることは否定できない。また、経済に同じだけのインパクトを与えるために必要な政府支出増加額が、大きくなっていることも確かであるから、次項ではこの点について検討する。

なお、図1での2001年以降の景気後退は、純輸出が大きく低下していることから、IT産業不振やワールドセンタービル爆破に因るアメリカの景気後退と、それに伴う世界的な景気後退の影響と考えられる。

3.2 財政政策効果低下の原因

図1で、1990年度以前と以降を比較すると、90年代、特に90年代後半以降は、政府支出増加に伴う消費の伸びが低いことに気が付く。95年から96年の景気回復期でさえバブル以前の伸び率よりも低く、第二次平成不況では最低水準である。また、政府支出増加率に対する消費増加率の比も低い。景気対策としての政府支出に関する最も基本的な説明は、「政府支出増加 所得増加 消費増加 所得増加 消費増加……」という乗数過程である。それゆえ、上で述べた事実は、政府支出増加に対して消費が伸びないために、財政政策は景気対策として有効ではあるが効果の低下していることを示唆すると言えよう。⁴⁾

消費はなぜ伸びないのか。これについては、次のような原因が考えられる。

将来への不安（金融危機、リストラ、少子高齢化）による抑制

資産価格低下によるマイナスの資産効果

デフレーションによる消費性向低下

等価定理による消費抑制

等価定理はリカードの中立命題とも呼ばれ、家計が合理的であれば公債を将来の租税とみなす

3) 「公共投資の赤字財政乗数について、短期日本経済マクロ計量モデル（2001年暫定版）でみると、名目公的固定資本形成を名目GDPの1%相当額だけ継続的に拡大した場合、実質GDPは、1年目に1.09%、2年目に1.24%、3年目に1.05%、それぞれ増加する結果となっている。また、個人所得税の赤字財政乗数については、個人所得税を名目GDPの1%相当額だけ継続的に減税した場合、実質GDPは、1年目に0.62%、2年目に0.59%、3年目に0.05%、それぞれ増加する結果となっている。これを用いて試算すると、公共投資の均衡財政乗数（個人所得税を増税しながら公共投資を増加させたときの乗数）は、1年目に0.47%、2年目に0.65%、3年目に1.00%、それぞれ増加する結果となる。」『平成14年度経済財政白書』1章3節1項脚注（67）より転載。

4) 『平成12年度経済白書』2章2節3項。同項では、財政政策の有効性について、かなり詳細な考察が行われている。

から、赤字公債に基づく政府支出増加分を将来の納税に備えて貯蓄するという考え方である。財政赤字の大幅な悪化が継続し国債残高が巨額に昇る場合には、家計が財政収支の変化をより強く意識するから、等価定理に基づく消費行動が成り立ちやすいと言われている。『平成 12 年度経済白書』は、「弱いながらも近年では中立命題が成り立ちやすくなっている可能性が示唆されている」と述べている。

や は、IS = LM モデルでは、IS 曲線を左方にシフトさせる効果を持ち、や は与件の変化に対する IS 曲線のシフト幅を小さくする効果を持つ。それゆえ、政府支出を増加させても、これらの要因により期待通りの効果はもたさらされないであろう。以上は消費についてのみ検討したが、や は投資にも似たような効果をもたらすことを考えると、いよいよ財政政策の効果は小さくなるであろう。また、不良債権は、上記の と の効果を併せ持つことを考えると、甚大な影響を日本経済に及ぼしていると予測される。

以上検討した事項を、本節頭の論点に基づいてまとめれば次のようになろう。バブル以降でも、財政政策は景気対策として有効ではあったが効果は低下している。効果低下の原因については、標準的なマクロモデルで説明可能である。また、増税と政府支出削減が第二次平成不況の原因であったこと、巨額の国債残高が増え続けていることなど、財政運営に問題のあることも指摘できる。これらの点は、福田・計（2002）によっても、「90 年代半ば以降になると、大幅な財政支出拡大が決定されても、株価が大きく上昇することはまれとなり、90 年代末には、有意性は低い、長期利子上昇や円安が政策決定後に観察された。これらの結果は、90 年代を通じて財政赤字の累積が顕在化するにつれて、民間部門が政府の予算制約を通じた財政拡大のマイナス面を大きく認識するようになり、それによって財政のインパクトも大きく低下した」と実証的にも確認されている。

3.3 破綻しつつある財政

公債残高に関する我が国の現状は、『平成 12 年度経済白書』に基づけば、等価定理の成り立ちやすい状況にはあるが、厳密に成り立っているとは言い難い。少なくとも、政府支出増加に対して消費が減少するという傾向は見られない。それゆえ、人々は公債を負担であると多少とも考えていると言えよう。世代間の不公平を正しく捉えるためには、コトリコフによる「世代会計」という考え方が必要だが、『平成 12 年度経済白書』には、世代会計を用いると、「日本は先進国中最も世代間格差が大きい国の一つであることが指摘されている」と述べられている。⁵⁾ また、国債費が歳出の 20 % を越えている状態は深刻で、財政を硬直化させている。それゆえ、巨額の公債残高

5) 『平成 12 年度経済白書』2 章 2 節 3 項。

は我が国に弊害をもたらしていると言える。

さらに、以上の現象は、財政赤字が現状のまま続き公債が増加し続ければ財政は破綻するのではないか、という問題に肯定的な答えを与える。第1に、公債がこのまま累積し続けるという可能性である。名目経済成長率が利子率を上回っていれば、利払い費は税収の伸びを下回るから、プライマリーバランスが達成されていれば公債残高の対GDP比は一定値に収束する。しかし、1990年代後半以降は、政府の財政収支はプライマリーバランスすら達成されていない。第2に、世代間の不公平が深刻になれば、青壮年層による社会保険料の未払いや税の滞納などが起き、いよいよ歳入を減らす可能性がある。第3に、クラウドリングアウトについては、日銀の低金利政策もあり現状では起きていない。しかし、今後、景気回復に伴って期待インフレ率が上昇する一方で、大幅な財政赤字が継続し、国内の貯蓄超過幅が縮小したときには長期利子率の上昇、すなわちクラウドリングアウトの起きる可能性がある。他方で、債務は簡単には減らないため、利子率の上昇に伴い利払い費が増加して、さらなる財政収支の硬直化と赤字財政の悪化をもたらすであろう。現状のまま進めば、財政破綻、振幅の大きい景気変動、インフレーション、低成長という暗澹たる将来が予想されるのである。

したがって、我が国財政上の最大の課題は財政収支の早急な改善にある。これを旨として、1997年度秋に、ルールの財政政策として「財政構造改革法」が成立した。しかし、この財政構造改革法は、1997年度春頃からの深刻な不況に対処するため、98年9月に棚上げされ、同法を無視して「弾力的」に財政は運営されることとなった。つまり、我が国はルールの財政政策を僅か1年で放棄し、再び裁量的政策運営に戻っている。これ以降2000年度までの予算は、毎年30兆円余の赤字国債を発行し、景気対策としての様々な公共投資が実施されたが、多くのエコノミストは「従来型のバラマキ財政」と批評した。総需要管理政策の一端として実施される公共投資は、社会資本の増加などにより長期総供給曲線を右にシフトさせる可能性を持っているが、近年の公共投資は、投資先や運用方法などから、そのような性格を持っているとは考えられないからである。

2001年4月に発足した小泉政権では、1990年代の経済運営への反省から、経済構造と財政運営を抜本的に改革することが目標となっている。2001年6月26日に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」では、財政再建が重要な方針の1つとなっている。しかし、いわゆる「三位一体の改革」や年金制度改革に見られるように、議論は二転三転を繰り返し、財政収支は顕著に改善されておらず、むしろ2004年度予算では、政府支出の45%近くを赤字国債で賄う状態となっている。また、道路公団改革の一連の議論に見られるように、公共投資や財政支出の内容見直しが進んでいるとも言い難い。したがって、現状のまま政府支出を拡大しても、下支えにはなるにせよ、効果的な不況対策として機能するとは考えがたい。

4 流動性のわなと利率ルール

財政政策の有効性に限りがあり、また財政面からも実質的に不可能とすれば、デフレ対策としては金融政策に頼らざるを得ない。金融政策の中で、近年、最も注目を浴びているのはインフレ目標策である。伊藤（2001）、岩田（2001）、Bernanke（2000）、Krugman（1998）、Svensson（2003）など、その実施を強く望む声がある反面で、日本銀行は景気が安定化するまでは実施しないと繰り返し明言している。

児玉（2002）では、利率ルールをインフレ目標策の具体的な政策手段として捉えた上で、名目利率が低くなると、名目利率に低下余地の無い状況としての流動性のわなや、不安定解としてのデフレスパイラルを誘発する可能性のあることを述べた。このことから、コールレートがほぼゼロに近い状態で、日本銀行がインフレ目標策を拒否することは賢明な判断と結論づけられた。

ところが、デフレーションとの関連に関するごく近年の研究では、利率ルールは流動性のわなやデフレスパイラルをもたらさないという結果が得られている。児玉（2001）で述べたように、新ケインジアンモデルには、民間部門（企業や家計）と中央銀行の行動に応じて「前向きモデル」と「後ろ向きモデル」があり、中央銀行の行動を表す利率ルールについても、判断基準により「前向きルール」と「後ろ向きルール」の区別がある。前向きな利率モデルでは、経済主体は合理的に期待を形成するとし、モデルの構造を熟知していることが前提となっている。しかし、現実には、中央銀行ですら完全にはマクロモデルを把握しておらず、学習により徐々にマクロモデルを把握するに過ぎない。それゆえ、合理的期待モデルの持つ完全知識という欠点を回避し、併せて学習を通じてモデルを把握するという側面を導入すれば、流動性のわなに対する利率ルールの異なった結論を得られる可能性がある。学習行動を考慮した分析結果に進む前に、まず、利率ルールを運用すると流動性のわなを均衡として発生させるという主張を見てみよう。

4.1 利率ルールと流動性のわな

短期の経済変動を表す標準的なマクロモデルは、生産物市場を表すIS曲線、中央銀行の行動を表すMP曲線、物価調整を表すAS曲線からなるが、近年の、利率ルールの論議で共通に使われているモデル、新ケインジアンモデルは、

期待IS曲線

$$(Y_t - Y_N) = E_t(Y_{t+1} - Y_N) - (\dot{i}_t - E_{t-1} \dot{i}_{t+1} - r_N), \quad > 0$$

$$\text{テイラールール } i_t - (\tau + r_N) = r_N + (\pi_t - \tau) + (Y_t - Y_N),$$

$$\pi_t > 0, \quad \tau > 0$$

$$\text{新ケインジアン・フィリップス曲線 } \pi_t = (Y_t - Y_N) + E_t \pi_{t+1}, \quad \alpha > 0$$

Y_t = 今期の均衡国民所得, Y_N = 自然国民所得, π_t = インフレ率,

τ = 目標インフレ率, r_N = 自然利子率, i_t = 名目利子率,

という前向きモデルであり, 民間部門は次期のインフレ率や国民所得について合理的に期待している。⁶⁾

前向きモデルでの利子率ルールに関する研究成果の中で, インフレ率の上昇分以上に名目利子率を上昇させる「積極的」利子率ルール, いわゆる「テイラープリンシプル」は, 一意で安定的な均衡をもたらす, インフレ率の上昇分以下にしか名目利子率を上昇させない「消極的」利子率ルールは, 不安定な均衡をもたらすという結果が得られている。⁷⁾ このことから, 名目利子率のゼロ制約近傍では消極的ルールを実施せざるを得ないから, 経済が不安定に陥り流動性のわなの発生することが知られていた。⁸⁾ また, この結果を根拠として, 目標名目利子率(目標インフレ率 + 自然利子率)が2%以下であれば流動性のわなに陥る可能性が大きいから, 目標インフレ率を2%以上にすべきというコンセンサスも得られていた。⁹⁾

これに対し, Benhabib et al. (2000)(2001) は, 均衡近傍だけでなく, 大域的な経済変動を考慮すると, 流動性のわなが経済の均衡状態として実現する可能性のあることを指摘している。特に, 中央銀行が, 目標インフレ率の近傍でテイラー・プリンシプルを満たした政策運営を行っていても, 経済が流動性のわなに陥る可能性があるとして述べている。

Benhabib et al.の結果を図で説明してみよう。利子率ルールを, 非線形関数として $i_t = R(\pi_t)$ と表し GDP ギャップへの対応は捨象する。他方, フィッシャー方程式より $i_t = r_N + \pi_t$ という直線が描かれる。両者の交点が均衡だが, E_t では, 利子率ルール $R(\pi_t)$ の傾きが1より大きいから, テイラープリンシプルが満たされており安定的な均衡である。しかし, ゼロ制約が存在するため, 名目利子率が低水準の場合, 政策ルールはテイラー・プリンシプルを満たせない。特に,

6) IS 曲線 $Y_t - Y_N = -\alpha(\pi_t - \tau - r_N)$

テイラールール $i_t - (\tau + r_N) = r_N + (\pi_t - \tau) + (Y_t - Y_N)$

NAIRU 型フィリップス曲線 $\pi_t = \alpha(Y_t - Y_N) + \pi_{t-1}, \quad \alpha > 0, \quad \tau > 0, \quad r_N > 0, \quad \beta > 0$

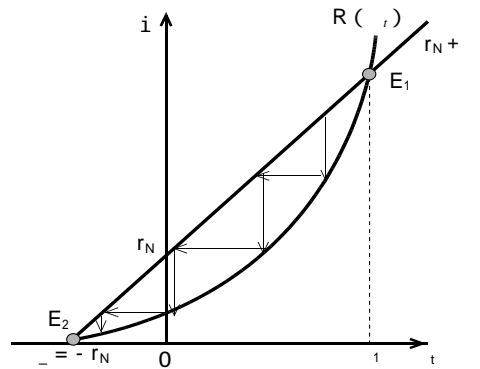
というモデルが, Taylor (1998) により新しい教育用マクロモデルとして導入されている。詳しくは児玉(2003)参照。

7) 正しくは, テイラープリンシプルは一意性のための必要条件である。なお, 本論で取り上げた後ろ向きテイラールールの場合は, テイラープリンシプルは一意性の必要十分条件でもある。

8) Bernanke and Woodford (1997) や Clarida, Galí, and Gertler (2000) 等。

9) Orphanides and Wieland (1998), McCallum (2000), (2001)

図2 名目利率のゼロ制約と流動性のわな



名目利率がゼロ%の場合、名目利率のインフレ率への反応はゼロとなる。このとき、政策ルールとフィッシャー方程式の交点は、 E_1 だけではなく E_2 も存在する。この E_2 が流動性のわなの均衡である。しかも、図2の矢印は、 E_2 周辺で安定的な動学経路を示しているから、流動性のわなは大域的に安定である。

このように、名目利率のゼロ制約下では、中央銀行が目標インフレ率近傍でテイラープリンシプルを満たすと、正常な均衡とは別に流動性のわなの均衡が生じ、その均衡は不安定ではなく大域的に安定である。テイラープリンシプルは、均衡が一意であるための必要条件だが、流動性のわなを発生させ、なおかつ動学的に実現可能性が高いということになってしまう。

4.2 学習行動と流動性のわな

新ケインジアンモデルでは、経済主体の合理的期待が前提されているが、それは中央銀行も含む経済主体がモデルの構造を熟知していることを意味する。しかし、現実の我々は学習により徐々にマクロモデルを把握するに過ぎない。Evans and Honkapohja (2001) を代表的文献とする学習行動を考慮したマクロ経済分析では、経済主体が適応的学習行動により経済構造を把握していくことを前提として金融政策ルールを検討している。それらの研究成果の中で、Evans and Honkapohja (2003b) は、民間部門が適応的学習を行なう状況下で流動性のわなの均衡の安定性を検討している。

適応的学習とは、前項の新ケインジアンモデルに即して説明すると次のようになる。民間部門はマクロモデルのパラメータ、 β 、 γ 、 δ を知らないために、過去及び現在のデータを用いて、最小二乗法によりパラメータを每期推計する。しかし、推計誤差があるために、人々が認識する経済変動と実際の経済変動は必ずしも一致せず、さらに、推計誤差に応じて実際の経済変動も変化していくから、人々の期待は合理的期待から乖離する可能性がある。このため、期待が合

理的期待と一致するためには、学習を通じることにより、人々の知識が実際の経済変動と整合的となる、言い換えれば人々のパラメータの推計値とモデルのパラメータが一致する必要がある。適応的学習行動の下での均衡とは、推計値がそれ以上変化しない合理的期待均衡であり、動学的安定性を「E-stability」という。言い換えれば、E-stability を満たすとは、学習行動を通じてパラメータの推計値が真の値に収束していくことである。それゆえ、ある合理的期待均衡が E-stability を満たさないならば、その均衡は僅かなパラメータの推計誤差に対して頑健でなく、現実に存在する可能性は薄いと考えられる。

この学習行動を考慮した動学過程の下では、一意性のための必要条件であるテイラー原理は合理的期待均衡を安定的にする、すなわち E-stability をもたらすことを Evans and Honkapohja は示している。テイラー原理が E-stability をもたらす理由は、直感的には次のように説明できる。民間部門の期待インフレ率が、構造パラメータの推計誤差が原因で合理的期待値よりも上昇したとしよう。フィリップス曲線より、実際のインフレ率も合理的期待値よりも高くなる。テイラー原理が満たされているならば、名目利子率が推計誤差に基づくインフレ率の上昇分を上回って引き上げられる。このため、GDP ギャップは低下するから、実際のインフレ率はフィリップス曲線を通じて低下する。次期になると、民間主体は、実際のインフレ率を用いてパラメータを推計し直す。実際のインフレ率が低下したため、誤差に基づく期待インフレ率の上昇分が前期よりも小さくなる方向に、パラメータの推計値も修正される。以上のプロセスが続く結果、パラメータの推計値は最終的に真の値へと近づき、人々は合理的期待を形成するようになる。

また、E-stability とテイラー原理の関係に基づいて、Evans and Honkapohja は、Benhabib et al.の流動性のわなの均衡が E-stability を満たさないことを明らかにしている。その理由は簡潔である。流動性のわなの均衡が E-stability でないのは、図 2 で見たように、流動性のわなの均衡の近傍で利子率ルールがテイラー原理を満たさないからである。すなわち、Benhabib et al.が示した流動性のわなの均衡は、民間部門が学習に基づいて期待を形成するときには、不安定な均衡であり現実に存在する可能性は極めて乏しいと結論づけられる。

5 金融政策のみによる脱出策

テイラー原理を満たす利子率ルールの下では、流動性のわなが発生する可能性は低いことを前節の結論は示している。ディスインフレ下の国々にとり、この結果は好ましいと言える。しかし、デフレーション下にある我が国にとってはプラスにもマイナスにもならない。なぜなら、我が国は、名目利子率のゼロ制約が作用し利子率ルールを用いる余裕は無いという条件下で、流

動性のわなからの脱出を求められているからである。

実質利率が自然利率に等しいと想定した上でフィッシャー方程式を用いると、現状は、自然利率が低く名目利率はゼロのために、インフレ率がマイナスになっている（例： $0\% = 0.5\% + (-0.5\%)$ ）と捉えられる。同時に、名目利率の下方への操作は不可能であるから、デフレーション脱却のためには、通常の金融政策の伝達メカニズム以外のルートにより、実質利率を低下させざるを得ないことも明かである。ここで、フィッシャー方程式を事前の関係、（名目利率）＝（事前実質利率）＋（期待インフレ率）として見てみよう。名目利率がゼロであるときには、期待インフレ率がプラスになれば事前実質利率の低下が可能である。それゆえ、マネタリストのインフレ加速仮説と同様な発想で、何らかの手段により人々に将来のインフレを予想させ得るならば、実質利率の低下により投資や消費を拡大させて物価上昇を実現できる。このように、理論的には、簡単に、デフレから脱却するための方策が得られる。では、現実には、人々のインフレ期待を上昇させる手段としてどのような策があるのだろうか。以下、それらの方策を説明していくが、金融政策単独での脱出策と、財政政策と組み合わせた脱出策の2種類に区別して進める。

金融政策単独で流動性のわなから脱出しようとする諸策の中で、¹⁰⁾ マネーサプライ増加以外の方策で対応しようするものには、以下のものがある。

明示的に期限を切って目標インフレ率を設定する、

中央銀行がマネタリーベースに対する保有税を課し名目利率をマイナスにする、

為替レートの操作ルールによりインフレ率を上昇させる、

は、他の策との組み合わせで主張されており、日本銀行の行動を拘束することにより、民間部門に将来におけるインフレーションの発生を強く信じさせようとしている。これに対して、日本銀行は、インフレーションを確実に発生させる策は無く、失敗したばあいには信認を失うとして、景気が安定化するまで目標インフレ率は設定しないと繰り返し明言している。はごく一部の人の人たちから主張されており、真摯な論議の対象とはなっていない。は、理論的な可能性としては妥当な策であろうが、実現可能性は乏しいと言わざるを得ない。実際に日本銀行は円安誘導政策を実施しているが、一時的には可能でも、長期間レートを変化させることは不可能である。¹¹⁾ 仮に大幅に円安を実現できるとしても、マネーサプライを無制限に増加しなくてはならず、流動

10) Benhabib, et. al. (2002), Ito&Mishkin (2004), Krugman (1998), Meltzer (1999), Taylor (2000), Woodford (2000), 伊藤 (2001), グッドフレンド (2001), スペンソン (2001) など。

11) McCallum (2001) のシミュレーション結果では、GDPギャップの解消などの政策目標を達成するためには、為替レートを15%から20%以上も変化させる必要がある。これは100円を基準とすれば、ドルに対して15円から20円も減価させなければならないことを意味する。現実の条件を考慮すれば、これは殆ど実現不可能であろう。なお、『平成14年度経済財政白書』は、「量的緩和策は、このように円安をもたらすことを通じて、实体经济にプラスの影響を及ぼしてきた可能性がある。」(1章3節2)として量的緩和策による円安誘導に一定の評価を与えてはいる。

性のわなからは脱出できるかも知れないが、脱出後のインフレーションがコントロール可能な水準に留まるかという疑問が湧く。また、日本は小国ではなく大国であるから、日本の行動が他国の反応を引き起こさないという保証はなく、特にアメリカが円安を容認するとは考えられない。

マネーサプライ増加によりインフレーションを起こそうという諸策は次のようだが、伝統的なマネーサプライ増加策とは様相をかなり異にしている。

市中銀行の日銀預け金を引き上げてマネーサプライを増加させる。

流動性の低い資産、国公債などの長期債を購入しマネーサプライを増加させる。

株、社債、不動産などの実質資産を公開購入し、マネーサプライを増加させると同時に、民間部門のバランスシートを改善する。

グッドフレンド（2001）によれば「なりふりかまわない」、Ito&Mishkin（2004）によれば「月並みでない」これらの策は、ゼロ金利制約の下で、経済がデフレから脱却するまでは金融面からの刺激が続けられると人々を信じさせることにより、デフレと闘う日銀という信認を人々から勝ち取るための政策と言える。

現在、日本銀行が実施している「量的緩和策」は、とに相当すると捉えられる。2001年3月以降、日本銀行は目標インフレ率をゼロとしてゼロ金利政策を持続し、マネタリーベース拡大や長期国債購入などの量的緩和を実施している。の提案者であるグッドフレンドは、社債も含むありとあらゆる長期債を念頭に置いているが、社債までも買オペの対象とするについては日銀内部でも抵抗が大きい。2002年12月から実施された銀行保有株買取は、マネーサプライ増加のためではないとされており、量的緩和策では長期国債のみを買取対象としている。

量的緩和策は、日銀自身は「時間軸効果」と呼ぶ次のような発想に基づいて行われている。ゼロ金利を将来にわたって継続する、あるいは短期金利をゼロにまで低下させるよう潤沢な流動性を供給するとの公約（コミットメント）によって、中央銀行は、さらなる緩和効果を生み出すことができる。¹²⁾これにより、将来の金融政策に関する人々の期待に働き掛けることを通じて、名目利子率をゼロ以下には引き下げられない制約を乗り越えようとしている。翁・白塚（2003）は、量的緩和策は、短期利子率の将来経路に関する金融市場の期待を安定化させるうえで有効であり、

12)「日本銀行は、展望レポートにおいて透明性向上の観点から以下の条件が満たされない限り、2001年3月以来の量的緩和政策を続けることを決定しています。すなわち、現在の消費者物価指数の前年比上昇率が、基調的な動きとしてゼロ、またはゼロ以上であると判断できること（具体的には数か月均してみ確認する）政策委員の多くが予想期間内で、消費者物価指数前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していること、また、以上の条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・金融情勢によっては量的緩和策を継続することが適当であると判断することも考えられること、を明示しています。将来もゼロ金利を継続することについて予め公約することにより時間軸効果を働かせ、短期金利のみならず、より長めの金利も安定化させることによってデフレ克服を目指すというのが現在の日本銀行の政策です。」岩田（2003）より引用。

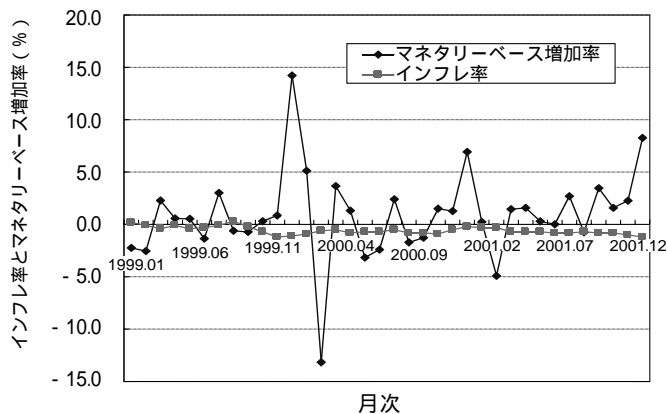
デフレーションと安定化政策

長期利率を低位・安定化させることに寄与しているとしている。¹³⁾

しかし、1999年以後のマネタリーベースと消費者物価指数上昇率の関係は図3のようであり、量的緩和策はデフレーションに対して殆ど効果の無いことが判る。量的緩和策のみで、金融市場における低成長とデフレの持続期待を反転させることは不可能と言えよう。この原因として、木村・小林・村永・鶴飼(2002)は次の事項を指摘している。第1に、不良債権処理を含む構造改革や先行きの経済見通しに関する不確実性の存在が、金融資産や実物資産のリスク・プレミアムを押し上げている。第2に、そうした不確実性の増大が、一般的に貨幣の(予備的)需要を高めている。第3に、過剰資金が存在しても、金融機関は不良債権を抱え企業も過剰債務を抱えているために、両者がリスクを取る余力が乏しく投資をしようとならない。

理論的にも、量的緩和策だけでは流動性のわなから脱出するのは困難どころか、量的緩和策を続けている限り不可能かもしれないことが示されている。先に取り上げた Evans and Honkapohja (2003b) は、中央銀行がある水準以下のインフレ率に対して、貨幣数量目標策(マネタリーターゲティング)を行うことを民間主体に提示していると、Benhabib et al. (2001) が示したのとは別の流動性のわなの均衡が生じる可能性があり、しかも、その均衡は E-stability を満たすことを主張している。つまり、名目利率がゼロでもマネーサプライを供給すれば、経済がデフレスパイラルに陥ることは免れる一方で、E-stability を満たす安定的な流動性のわなの均衡が生じ、デフレが均衡状態として実現することになる。

図3 マネタリーベースとインフレ率(1999=2001)¹⁴⁾



13) 『平成14年度経済財政白書』は、「(筆者注：テイラールールに基づいて)適正なコールレート水準を計算すると、マイナス金利という結果が得られる。このことは、コールレートの現在の水準(筆者注：ゼロ)が、名目金利はマイナスになれないという非負制約があるために実現された金利であることを示唆している。量的緩和策が必要とされる根拠も、このようなどころにあるといえる。」(1章3節2)として量的緩和策を支持している。

14) 日本銀行および総務省ホームページ上の資料より作成。

6 物価水準の財政理論

金融政策のみの対策に対して、流動性のわなに陥った場合には、金融政策単独では無効であり、脱出のためには拡張的財政政策を同時に実施するしかないという主張がある。ただし、財政政策を併用すると言っても、いわゆる裁量的な財政政策ではなく、金融政策ルールに対応したルーレ的な財政政策である。¹⁵⁾

財政政策の併用を主張する立場には幾つかの考え方があるが、1つの考え方の背後には、物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of Price Level) という元来はインフレ抑制のための理論がある。従来は、物価安定については、独立した中央銀行がインフレ抑制に固く関与していさえすれば実現できる、との考え方が主流であった。近年になって、物価安定を実現する上で、インフレ抑制的な金融政策だけでなく、財政規律の必要性を強調する考え方が注目されている。(Woodford (2000), 木村 (2002)) この理論の要点は、物価水準は、

$$\frac{(\text{民間保有の公債残高})}{(\text{物価水準})} = (\text{財政余剰の現在割引価値}) + (\text{マネーサプライの変化の割引現在価値})$$

という政府の異時点間の予算制約式に基づいて決まるという考え方である。この式は、「既に発行された国債のうち、民間が保有する国債の実質価値は、将来にわたる財政余剰とマネーサプライの変化の割引現在価値に等しい」ことを述べており、言い換えれば、長期的な財政収支は一致しなければならないことを示している。マネーサプライが関係するのは、政府は「将来にわたる財政余剰」を財源として国債の償還を行うが、中央銀行が公開市場操作で民間から国債を購入し貨幣を供給すれば、その分だけ、財政余剰を財源とした国債の償還負担は減少するからである。

例えば、中央銀行は中立的な姿勢を維持するが、政府が減税など放漫な財政政策を採用したとしよう。財政余剰が減少するため、上の式は (現在の実質公債残高) > (将来の財政余剰の期待現在価値) と変わる。民間部門から言えば、政府に貸した資金が帰らず不要な資産が増えるから、増加分だけ消費を増やす (一種の資産効果)。結果として、実質公債残高を減らすように物価上昇がもたらされる。逆に財政規律が強まれば、これと反対のことが起こり、物価下落がもたらされることになる。

財政規律を維持する政策手段としては、均衡財政 ($rB + G = T$) や国債残高対 GDP 比率

¹⁵⁾ 背景の一つには、裁量的財政支出の効果を検証すると、効果が一時的な上に規模や時期が不確実であり、また理論的に説明し難いという研究結果がある。

(B/Y)の一定値での維持,あるいは「基礎的収支(プライマリーバランス)」の回復がある。これらは,国債残高の発散を防ぐから,民間の経済主体に財政収支の長期的な一致を期待させる。このような財政運営を「リカード型財政政策」という。長期的な財政収支が一致するときには,国債を増発しても合理的な経済主体は将来の増税を考慮するから消費や投資を増加させない。また,国債価格も安定するために長期利子率は安定化し,これらの結果としてインフレーションは抑制され物価は安定化する。

7 拡張的財政運営を伴う脱出策

Woodford(2000)やBenhabib等(2002)は,上の結果を逆転させることが,流動性のわなから脱出する方法であると主張する。政府が,財政収支が長期的に一致しないように財政を運営する,つまり「非リカード型財政政策」を実施するとしよう。具体的には,政府が国債残高が減少しないように,拡張的財政政策を行うとともに将来の増税も実施しないと約束するなどである。長期的な財政収支が一致しないときには,民間部門は将来の増税を考慮しないから消費や投資を増加させる。この結果として総需要が拡大して物価は上昇し,実質利子率がマイナスになるから,さらに総需要が拡大して流動性のわなから脱出できるのである。

利子率ルールと共に用いるべき具体的な財政政策ルールとして,Benhabib等は,実質税収額を実質国債残高の一定比率とし,その比率をインフレ率に応じて変化させることを提案している。このルールの下では,通常はインフレ率の上昇と共に税収を増加させるが,デフレーションに陥ったときには財政赤字を拡大するように財政は運営される。さらに,Benhabib等は,金融政策の目標をマネーサプライ増加率に置きいわゆるマネーサプライルールについても,長期的財政収支を一致させるような財政運営では流動性のわなからの脱出には失敗し,一致させない財政運営だけが脱出に成功することも示している。先に述べた量的緩和策などのマネーサプライ増加策をマネーサプライルールと捉えれば,やはり財政政策のあり方が成否を握っていると言える。ただし,Benhabib等の方策はデフレ回避策としての色合いが強く,デフレ脱却のためにのみ考案されていない点には注意を要する。

量的緩和策を念頭に置いた政策として,岩田(2003)は,基礎的収支の均衡を目標とする財政政策の下で,中央銀行が中長期的に望ましいインフレ率と潜在成長率を実現するようマネタリー・ベースを拡大することを提案している。日本の潜在成長率が中長期的にみて1.0~1.5%程度であれば,望ましいインフレ率は1~2%程度となる。これらを実現するように,貨幣の流通速度の変化を考慮しながらマネタリーベースを拡大する。他方で,財政政策は,2010年代初頭に基礎的収支が均衡することが意図されている。基礎的収支の均衡を目標とする財政政策の下では,

物価上昇により将来にわたって国債名目残高が増加を続けることになり、併せてマネタリーベースも増加する。この時、民間部門は、増加すると予想される金融資産残高を消費に振り向けるから、民間支出が拡大しデフレから脱出可能となる。

Bernanke (2003) や Eggertsson and Woodford (2003) はインフレ率ではなく、望ましい物価水準を目標とし、中央銀行が財政政策の支援を得て、適切にマネタリーベースを拡大するという方策を提案している。目標物価水準としては、消費者物価指数が下落を始める直前の物価水準を上げることができ、財政政策としては貨幣発行でファイナンスされた減税が一つの有力な手段である。インフレ率ではなく物価水準を目標としているのは、望ましい物価水準が実現されない場合には、中央銀行はより大幅な物価上昇の実現が求められ、インフレ率を目標とするより人々に強いインフレ期待を抱かせ得ると考えられるからである。

また、これらの流れを組むのではあるが、岩本康志 (2004) は、むしろ名目利子率を上昇させるべきとしている。これは次のような理由による。通常の議論では、自然利子率の低下により適当な目標インフレ率 (例えば 1%) に対する名目利子率はマイナスなのだが、ゼロ制約により実質利子率は高止まりし、このためデフレが続いているとされる (例: $0 > -2 + 1$ $0 = 0 + 0$)。しかし、実証的には、日本では 2003 年以降はプラスの自然利子率が確認されている。すると、フィッシャー方程式に基づけば、デフレーションから脱出するためには、むしろ名目利子率をプラスにすべきことになる (例: $2 = 1 + 1$)。つまり、現状は、ゼロ制約を維持しているがためにデフレが続いていると考えるべきである。(岩本は、前者を「流動性のわな」、後者を「デフレのわな」と呼んでいる) したがって、流動性のわなから脱出するためには、マネーファイナンスによる減税、将来のマネーサプライの持続的増加の公約、および名目利子率の引上げが求められ、財政当局は政府負債と基礎的収支を安定化させる財政を維持すべきであると述べている。

岩田や Bernanke などの案の共通点の第 1 は、発行した国債を将来の税負担増加で償還する必要がなく、将来時点でも国債残高が残ることになる非リカード型財政政策という点である。貨幣発行でファイナンスされた減税政策は国債償還の必要がない。同様に、基礎的収支の均衡を目標とする財政政策運営でも、発行した国債を将来の税負担増加で償還する必要がなく将来時点でも国債残高が残る。共通点の第 2 は、マネタリーベースの拡大である。将来も国債残高が残る非リカード型財政政策とマネタリーベース拡大の組み合わせにより、家計は将来の実質金融資産残高が大きくなり過ぎないように支出を拡大する。中央銀行が、中長期の目標実現に必要なマネタリーベース拡大を予め明示することにより、等価定理とは逆に、民間部門は安心して支出を拡大できるようになり、金融政策の効果がより強力になると考えられる。

しかし、これらの対策に対しては、実現可能性について 2 つの疑問点がある。まず、巨額の公債残高を知っている家計や企業が、政府が非リカード的財政政策に変化したことを信認するかと

いうことである。少なくとも、小泉政権になって以後の日本政府には、基礎的収支均衡や政府支出削減など、リカード的財政政策を目指す動きが目立っている。減税を実施したとしても容易に政策方針を転換したと信認させることは難しく、むしろパローの等価定理が働くのではないかも考えられる。Auerbach and Obstfeld (2004b) は、消費税率を一時的に下げた後に定常水準に戻すという方策により、デフレから脱却できることは認めるものの、税制の持つ歪みが経済厚生を損なう上に信認を欠くとして否定的であり、むしろ大規模な公開市場操作によるデフレからの脱出を主張している。次に、マネーファイナンスで減税を実施すると言っても、現実にマネーファイナンスを実施する手段はあるのかという点である。岩本 (2004) は、減税財源はインフレ率上昇にともなう中央銀行納付金の増加であり、中央銀行は貨幣を目標インフレ率で成長させるよう公債を（市中から？）買い取ればよいとしているが、これには財政当局と中央銀行の精密な協調行動を必要とすると考えられ、どこまで実現可能か疑問である。また、Svensson (2003) は、仮に実施可能としても、マネーファイナンスによる減税は、中央銀行がインフレーションの発生を恐れていずれは公債を引き受けなくなることを民間部門は予測するから、信認に欠けるとしている。

これらの疑問に答える形ではないが、Eggertsson and Woodford (2004) は、「歴史依存的」な金融政策ルールと共に¹⁶⁾、ルールに基づいた増税と減税を実施すべきと主張している。実質利子率が自然利子率以下に低下し流動性のわなが起きたときに消費税を増税すれば、企業は価格に転嫁するからインフレーションが確実に起こる。流動性のわなから脱出後に減税すると公約しておけば、人々は将来の実質所得増加を期待して消費を拡大するから、デフレからの脱出が確実になるとしている。確かに、減税の財源は増税で賄うことができるから、リカード的財政政策は維持され、先に述べた方策よりも信認を得やすいとは考えられる。しかし、日本の現状を想定すると、上昇させた消費税率を低下させるという公約がどこまで信認を得られるか、また Eggertsson らが想定するほど先見的に人々は行動するかなど、新たな疑問を感じざるを得ない。

裁量とルールという違いはあるにせよ、金融政策の限界を認識し拡張的財政政策の必要性を求めている点で、以上の主張は、ケインズ以来の伝統的な不況対策の現代版と見なすこともできよう。中央銀行と財政当局が協調的に行動し、民間部門にデフレ脱却の意思を信認させ物価上昇の強い期

16) 利子率ルールに関する近年の研究では、テイラーが提唱したいわゆる利子率ルールだけではなく、Svensson (2003) により明示された、中央銀行の目標関数と構造モデルに関する動学最適化条件をルールと捉える考え方も主流となりつつある。前者を「操作ルール (instrumental rule)」と呼び、後者を「ターゲッティングルール (targetting rule)」という。Eggertsson and Woodford (2003) は、ターゲッティングルールの観点から、名目利子率ゼロ制約下での最適金融政策ルールは、ルールの中に過去のインフレ率や GDP ギャップを含むという意味で「歴史依存的 (history dependent)」であると同時に、経済が十分に回復するまでゼロ金利を継続すべきとしている。それらにより人々のインフレ期待を操作しやすくなるからである。また、名目利子率ゼロ制約下で有効な歴史依存性の強い政策運営方法として、物価水準ターゲティング型のルールを提案している。須合・寺西 (2004) は、最適金融政策ルールとして、名目金利の非負制約下においても歴史依存性を有する政策運営が必要なこと、また、過去の内生変数の動きを通じてのみ政策に歴史依存性を持たせることが望ましいと述べている。

待を抱かせることが重要，とする点ではいずれの論者も共通している。

これらの主張を理論的立場から検討したときの問題点は，民間部門は合理的に期待し行動するという前提である。4節で述べた学習行動と期待に関する研究からは，合理的期待は学習行動の定常状態として得られる。現代版ポリシーミックスと言うべき上の諸政策のもたらす均衡が，学習行動を踏まえても安定的な均衡として得られるのか，早急な検討が必要である。他方，日本の現実への妥当性を考えたときに最大の問題は，政府が民間部門から信認を勝ち得ていない点である。特に，日本銀行と財務省が協調的行動を取りうるかについては，大いなる疑問を感じざるを得ない。

[参考文献]

Auerbach, Alan J., and Maurice Obstfeld (2004a) "The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap," *American Economic Review*, forthcoming.

_____ and _____ (2004b) "Monetary and Fiscal Remedies for Deflation," *American Economic Review Papers and Proceedings*, forthcoming, May 2004.

Benhabib, et. al(2000) , "Monetary Policy and Multiple Equilibria," *American Economic Review* 90.

Benhabib, et. al(2001) "The Perils of Taylor Rules," *Journal of Economic Theory* 96: 40-69.

Benhabib,J.,Schmitt-Grohe,S,and Uribe,M.(2002) "Avoiding Liquidity Traps", *Journal of Political Economy*, vol.110.

Bernanke,B.S.(2003) "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Japan Society of Monetary Economics May 31

Bernanke and Woodford (1997) "Inflation Forecasts and Monetary Policy," *Journal of Money Credit and Banking* 29,pp.653-684.

Clarida, Richard, Jordi Gali,and Mark Gertler (1999) "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37, pp1661-1707.

Clarida, Gal_ and Gertler (2000) "Monetary policy rules and macroeconomic stability : Evidence and some theory", *Quarterly Journal of Economics*, February, pp.147-180.

Eggertsson, Gauti B., and Michael Woodford (2003) "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003, No.1, pp. 139-211.

Eggertsson,G., and Woodford,M., (2003) "Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap", mimeo.

Evans, George W., and Seppo Honkapohja (2001) *Learning and Expectations in Macroeconomics*, Princeton : Princeton University Press.

_____ (2003a) "Expectations and the Stability Problem for Optimal Monetary Policies," *Review of Economic Studies*, vol.70 (4) pp.807-824.

- _____ (2003b) " Policy Interaction, Expectations and the Liquidity Trap," Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, no.2003-16.
- Ito, Takatoshi and Frederic Mishkin (2004) " Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem," NBER working paper no. 10878.
- Krugman (1998) " It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap." *Brookings Papers on Economic Activity* 1998, No. 2, pp.137 -187.
- Orphanides and Wieland (1998) " Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero." Working Paper 1998-35, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board.
- McCallum, Benett (2000) " Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates," *Journal of Money, Credit, and Banking* 32, November, Part 2, pp.870-904.
- McCallum, Benett (2001) " Inflation Targeting and the Liquidity Trap ", NBER Working Paper No. w8225.
- McCallum, Benett., and Edward Nelson (2004) " Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy ", NBER Working Paper No. 10612.
- Svensson, Lars E.O (2003) " What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules," *Journal of Economic Literature* 41, 426-477.
- Svensson, Lars E. O (2003) " Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others," *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4) Fall.
- Svensson, Lars E.O., and Michael Woodford (2003) " Implementing Optimal Policy Through Inflation-Forecast Targeting." NBER Working Paper No. 9747.
- Taylor, J.(1998) *Economics*, 2nd ed., Boston, MA : Houghton-Mifflin.
- Taylor, J.(2000) " Reassessing Discretionary Fiscal Policy "; *Journal of Economic Perspectives* Volume 14, issue 3, pp.21-36.
- Meltzer (1999) " Commentary: Monetary Policy at Zero inflation," in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, proceedings of a conference at Jackson Hole Wyoming, August 1999, pp.261-276.
- Woodford (2000) " Fiscal Requirements for Price Stability ", NBER Working Paper No. w8072.
- 伊藤隆敏 (2001) 『インフレ・ターゲティング』, 日本経済新聞社。
- 岩田・吉川・吉野 (2003) 「日本経済の課題 - デフレと経済政策」(財務省財務総合政策研究所経済集中セミナー)
- 岩田一政 (2003) , 「最近の金融経済情勢について」, 日本銀行ホームページ [<http://www.boj.or.jp>],

- 岩田規久男 (2001) 『デフレの経済学』, 東洋経済新報社。
- 岩本康志 (2004) 「「デフレのわな」脱却のための金融財政政策のシナリオ」, 『金融研究』 第 20 巻 第 4 号, 日本銀行金融研究所, 1 ~ 48 頁。
- 植田和夫 (2001), 「流動性のわなと金融政策」, 日本銀行ホームページ [<http://www.boj.or.jp>]
- 大西茂樹 (2002), 「デフレーションの要因分析」, 財務省財務総合政策研究所 PRI Discussion Paper Series No.02A-23。
- 翁邦雄・白塚重典 (2003) 「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実証的検討」 日本銀行金融研究所, Discussion Paper Series 2003-J-13。
- 木村武 (2002) 「物価の変動メカニズムに関する 2 つの見方」, 『日本銀行調査月報』(2002 年 7 月号)
- 木村・小林・村永・鶴飼 (2002) 「ゼロ金利制約の下でマネタリーベースの増加が日本経済にもたらした効果：実証分析」, 『日本銀行調査月報』(2002 年 12 月号)
- グッドフレンド (2001) 「金融の安定, デフレと金融政策」, 日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2001-J-5。
- 児玉俊介 (2001) 「マクロ政策ルール」, 東洋大学 『経済論集』 26 巻 1-2 合併号, 61 頁 ~ 81 頁。
- 児玉俊介 (2002) 「平成不況とマクロ経済政策」, 東洋大学 『経済論集』 27 巻 1-2 合併号。
- 児玉俊介 (2003) 『ベーシックマクロ経済学』, 中央経済社。
- 須合・寺西 (2004) 「名目金利の非負制約下の最適金融政策ルール」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 04-J-8。
- スペンソン (2001) 「開放経済下における名目金利の非負制約・流動性のわなを脱出する確実な方法」, 日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2001-J-6。
- 原田・大西 (2002), 「90 年代の財政金融政策と景気動向」, 財務省財務総合政策研究所 PRI Discussion Paper Series No.02A-01。
- 福田・計 (2002) 「日本における財政政策のインパクト - 90 年代のイベント・スタディー」, 日本銀行金融研究所 Discussion Paper Series 2002-J-25。
- 武藤一郎 (2004) 「学習行動を導入した最近の金融政策ルール分析」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.04-J-8。
- 森本・平田・加藤 (2003) 「世界的なデスインフレ」, 『日本銀行調査月報』(2003 年 4 月号)