

平成不況とマクロ経済政策

児 玉 俊 介

目 次

- | | |
|------------------------|-----------------------------------|
| 1. バブル経済 | 5. 「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」 |
| 2. バブル崩壊と不況の発生 | 6. インフレ目標策 |
| 2-1 バブル経済の終焉 | 7. 流動性の罫からの脱出策 |
| 2-2 不況の原因に関する仮説 | 8. 結論：「基本方針」の評価 |
| 3. マクロデータによる確認 | |
| 4. 1990 年代末の日本のマクロ経済政策 | |

「失われた 90 年代」という言葉に象徴されるように、バブル崩壊以後の我が国は、長期的に景気が低迷し、1990 年代にはマイナス成長を 2 度も経験した。さらに 2000 年代に入ってから、流動性の罫に陥りデフレーションが続くなど典型的な不況に陥っている。このような状況はなぜ発生したのだろうか。経済政策により回避あるいは緩和できなかったのだろうか。また、不況から脱するために、現在、なすべきマクロ的な政策課題はどのようなものなのだろうか。

本論では、まず、バブル経済の発生と崩壊の原因、および平成不況が長期的に持続している原因を、標準的マクロモデルに基づいて検討する。ここでの結論は、不況が深刻化かつ長期化した理由は、将来への不安に基づく消費や投資の低迷、誤ったタイミングでの増税と政府支出削減、デフレーションの総需要抑制効果である、という常識的なものである。また、バブル経済の崩壊に伴って発生した不良債権は、資産価格の持続的下落と共に拡大し、長期間に渡ってマイナスの資産効果を経済に与え、不況を長期化していると考えられる。次に、1990 年代末までの経済政策への反省として 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」（以下「基本方針」と略す）について、近年のマクロ経済理論の成果に基づいて考察する。そこから得られる結論は、基本方針に反して、拡張的財政政策こそ現在必要とされているということである。また、調整インフレ論やインフレ目標策だけでは、不況から脱し得

ないどころか景気を悪化させることも明らかにする。

本論の構成は次のようである。第1節から第3節までは、IS = MP = IA モデルに基づいてバブル経済の発生・崩壊と平成不況の持続している原因を扱う。第4節から第7節までは、基本方針のマクロ的効果とそれに対するマクロ経済政策のあり方を検討する。第8節は、結論として基本方針をマクロ的観点から評価する。

1. バブル経済

現在の不況が1980年代後半からのバブル経済に因るもの、ということは周知の事実である。なぜバブルは生じたのか。バブルはマクロ的な経済活動とどのように整合的でありえたのか。これらの論点を限られたスペースで述べるのは困難であるから、以下では、バブル発生のマクロ的な影響を次のIS = MP = IA モデルに基づいて検討する。

$$[\text{IS 曲線}] \quad Y_t - Y_F = a ((i_t - \pi_t) - r^*) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$[\text{MP 曲線}] \quad i_t = r^* + \pi^T + b (\pi_t - \pi^T) + c (Y_t - Y_F) \quad (2)$$

$$[\text{IA 線}] \quad \pi_t = \pi_{t-1} + d (Y_t - Y_F) + \eta_t \quad (3)$$

i_t : 名目利子率, π_t : インフレ率, $i_t - \pi_t$: 実質利子率 (r)

π^T : 目標インフレ率, r^* : 長期均衡実質利子率

Y_t : t 期の均衡国民所得, Y_F : 完全雇用国民所得 (自然率国民所得)

$Y_t - Y_F$: GDP ギャップ

ε_t : 総需要ショック (含む G, T, M)

η_t : 総供給ショック (インフレショックなど)

$a < 0, b > 0, c > 0, d > 0$

MP 曲線は中央銀行の政策行動を示すが、以下では、利子率を操作変数として動かすので「利子率ルール」、あるいは発案者である Taylor に因んで「テイラールール」とも呼ぶ。IA 線は「インフレ調整線」を指しているが、インフレ総供給曲線ないし動学的総供給曲線として捉えることも可能である。IS 曲線と MP 曲線からインフレ総需要曲線 (あるいは動学的総需要曲線)

$$\pi_t = -\frac{1+ab}{a(b-1)} \times (Y_t - Y_F) + \pi^T + \frac{1}{a(b-1)} \times \varepsilon_t \quad (4)$$

図1 バブル経済(1)

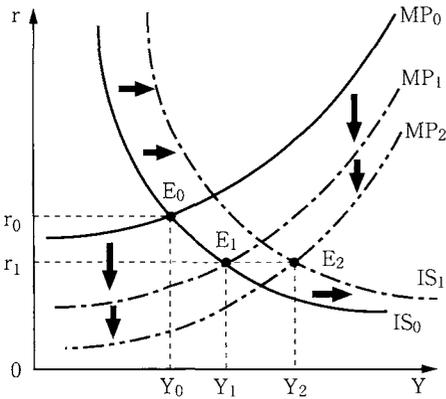
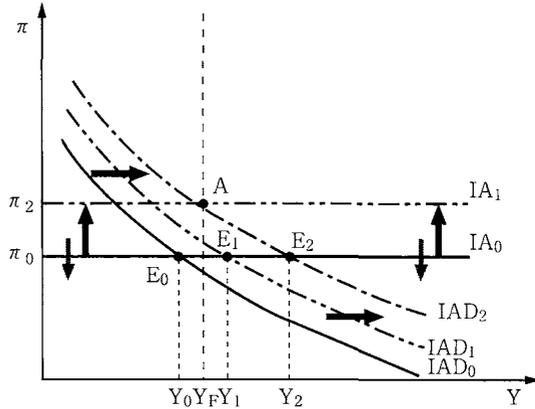


図2 バブル経済(2)



が得られる。

バブル経済は、1980年代中盤の「円高不況」対策および諸外国からの「内需拡大」要求対策として実施された。大幅かつ長期間に渡る金融緩和により引き起こされた。日銀は、1985年から1986年にかけて公定歩合を5%から3%まで低下させ、さらに1987年には2.5%まで低下させた。金融緩和は図1ではMP曲線の下方向シフトで示されている。金融緩和に伴ってマネーサプライは増加したが、物価水準は図2のIA線の下方向シフトで表される急速な円高による輸入財物価の低下により、1985年から1987年までは低下し（2% → 0.1%）、それ以降は上昇したもののマネーサプライ増加率（年率10%）ほどには上昇しなかった（1990年で3.1%）。

マネーサプライ増加により生み出された余剰資金は、貿易不可能な財、すなわちストック市場へと向かい株価と地価が上昇し始めた。株価は、「右肩上がりの経済」という神話に支えられて3年間で3倍に上昇した。また、「地価は下がらない」という根拠のない信念（「土地神話」）が支配していたために、地価も急速に上昇した。株価や地価の上昇は人々の資産を増加させ、資産効果を通じてさらに人々の消費や投資を増加させた。図1では、神話や信念つまり資産価格の上昇期待や消費や投資の資産効果は、IS曲線の右方シフトとして示されている。これらの変化は、図2ではインフレ総需要曲線のシフト（ $IAD_0 \rightarrow IAD_2$ ）で示されており、短期的には、国民所得を急速に上昇させ、1980年代後半から1990年代初頭にかけての好景気をもたらした。

2. バブル崩壊と不況の発生

2-1 バブル経済の終焉

バブル経済は永続するものではなく、いずれは終焉を迎えざるを得ない。長期的には、経済は

完全雇用国民所得に対応する図2のA点に復帰し、それに伴って資産需要も減少し資産価格は下落するからである。人々がこのことに気づく、すなわち根拠のない信念の非現実性に気づき、資産価格の下落を予想して株や土地にさらに投資しなくなればバブルは崩壊する。

終焉を早めたのは、「狂乱地価」とも言われた資産インフレへの対策として、日銀が急激に金融を引き締めたことにあったと考えられる。日銀は公定歩合を1989年5月から12月に2.5%から4.25%へと上昇させた。これにより余剰資金が減少し、まず株式市場への投資が減少した。この結果、株価は1989年末を最高価格として低下し始めた。しかし、地価はさらに上昇し続けたため、日銀は1990年8月には6%まで公定歩合を上昇させた。これにより地価も1991年から下落し始め、漸くバブルは弾けた。

では、巷間で言われているように、日銀による金融引き締めが深刻な不況を起こしたと言えるのだろうか。必ずしもそのようには言えないと考えられる。図3に見られるように、確かに、日銀の金融引き締めによりMP曲線は上にシフトし、均衡国民所得は減少する。しかし、図4に示されるように、均衡 E_3 は短期均衡であるから、長期的にはインフレ率は低下する。すると、日銀は利率を低下させるから、図3ではMP曲線が下にシフトし完全雇用国民所得に対応する均衡Bが実現するはずである（現実のデータに基づけば成長率が潜在成長率2.5%に回復する）。つまり、10年にも渡る長期的な不況は金融引き締めだけでは起きない。従って、これらの図から類推できるように、深刻で長期的な不況は、IAD曲線やIS曲線がさらに左方へシフトし続けなければ起きないはずである。言い換えれば、消費や投資の持続的な減少が平成不況をもたらしたと推測できる。

図3 バブルの崩壊(1)

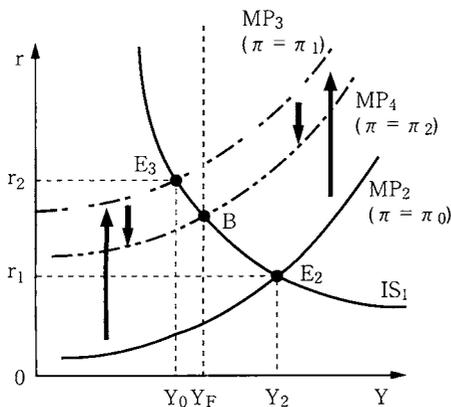
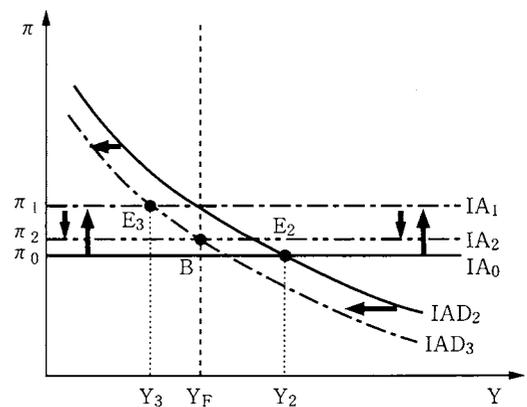


図4 バブルの崩壊(2)



2-2 不況の原因に関する仮説

バブル崩壊による消費や投資の低迷をもたらす景気後退が、不況へと深刻化する理由は何であろうか。近年の標準的なマクロ経済学に基づくと、景気後退を深刻化させる原因としては、2つの仮説が挙げることができる。

①支出アプローチ

資産価格の下落はあくまできっかけであり、それにより家計が将来に不安を抱く、すなわち消費者心理が冷え込み、消費や住宅投資を繰り延べることが不況を本格化させる。消費減少が投資を減退させ、それが乗数効果を通じて拡大するからである。また、資産価格の下落は、長期的には負の資産効果を消費や投資にもたらす。このように、消費や投資など支出（総需要）面からの不況悪化を重視するのが支出アプローチである。

②デフレアプローチ

世界恐慌時のアメリカでは1929年から1933年にかけて25%も物価が低下し、我が国でも1994年および1999年以降はインフレ率はマイナスとなっている。以上の物価の変化は、不況に何らかの影響を与えるはずである。従来のマクロ経済学では、ピグー効果とケインズ効果の2つの効果（仮説）がデフレーションの影響として論じられてきた。これらは、実質マネーサプライの増加を通じて消費や投資を増加させ、景気回復に対してプラスの効果を持つとされてきた。近年、主張されているのは、これらとは逆に、実質利率を通じたデフレーションの景気抑圧効果である。

i) 債務デフレーション (Debt=Deflation) 効果

予想不可能なデフレーションが生ずると、(現実の物価上昇率) < (予想物価上昇率) となり事後実質利率が上昇する。これは債務額の実質値を増加させるから、債務者から債権者への所得再分配と同じ効果を持つ。債権デフレーション効果は、この所得再分配効果の投資や消費への影響を重視している。一般に、債務者は債権者よりも支出性向がより高いと考えられる。それゆえ、債務者から債権者へ所得が移動したときに、債務者の支出減少は債権者の支出増加を上回るから、経済全体での支出性向は低下する、すなわち消費や投資は減少し国民所得は低下する。

ii) 予想デフレーション効果

物価水準が変化するときには、投資や消費の決定に影響するのは実質利率であり、実質利率と名目利率の関係はフィッシャー方程式 $i = r + \pi^e$ によって表される。したがって、デフレ

ーションの起きているときには、予想インフレ率は $\pi^e < 0$ となろうから、実質利子率は名目利子率よりも高くなる。実質利子率の事後的上昇を予想した企業は、資金を借りようとせず結果として投資を減少させる。投資減少による国民所得低下は貨幣需要を減少させ名目利子率を低下させるが、予想インフレ率ほどには均衡名目利子率は下落せず、事後的な実質利子率は企業の予想通りに上昇する。これらの結果として国民所得は減少する。

3. マクロデータによる確認

マクロモデルや仮説からの推論の適切さを、世界恐慌時のアメリカと1990年代の日本のマクロデータで確認してみよう。表1はアメリカの表2は日本のデータであり、比較を容易にするために表3と表4はそれらの値を指数や変化率に変更している。

日米双方のデータには共通に見られる次のような現象がある。

- i) 消費と投資の減少と持続的な低迷。(表1と表2のd列とe列)
- ii) 物価下落(デフレーション)。(同i列)
- iii) 実質マネーサプライは減少している時期もあるが、大きく増加している時期もある。この傾向は消費や投資の動向とは必ずしも一致していない。(同h列)
- iv) 名目利子率に下界が存在する、あるいは流動性の罫に陥っている。(同g列)
- v) 名目利子率の低下にもかかわらず、実質利子率の上昇している時期がある。

(表3、表4のi列)

表1 世界恐慌時のアメリカ¹⁾

年度	a) 完全失業率 (%)	b) 実質GNP (単位: 10億ドル)	c) 実質経済成長率	d) 消費支出 (単位: 10億ドル)	e) 投資 (単位: 10億ドル)	f) 政府支出 (単位: 10億ドル)	g) 名目利子率 (%)	h) マネーサプライ (単位: 10億ドル)	i) 物価水準 (1958=100)	j) インフレ率 (%)	k) 実質貨幣残高
1929	3.2	203.6		139.6	40.4	22	5.9	26.6	50.6		52.6
1930	8.9	183.5	-9.9	130.4	27.4	24.3	3.6	25.8	49.3	-2.6	52.3
1931	16.3	169.5	-7.6	126.1	16.8	25.4	2.6	24.1	44.8	-10.1	54.5
1932	24.1	144.2	-14.9	114.8	4.7	24.2	2.7	21.1	40.2	-9.3	52.5
1933	25.2	141.5	-1.9	112.8	5.3	23.3	1.7	19.9	39.3	-2.2	50.7
1934	22	154.3	9.0	118.1	9.4	26.6	1	21.9	42.2	7.4	51.8
1935	20.3	169.5	9.9	125.5	18	27	0.8	25.9	42.6	0.9	60.8
1936	17	193.2	14.0	138.4	24	31.8	0.8	29.6	42.7	0.2	62.9
1937	14.3	203.2	5.2	143.1	29.9	30.8	0.9	30.9	44.5	4.2	69.5
1938	19.1	192.9	-5.1	140.2	17	33.9	0.8	30.5	43.9	-1.3	69.5
1939	17.2	209.4	8.6	148.2	24.7	35.2	0.6	34.2	43.2	-1.6	79.1
1940	14.6	227.2	8.5	155.7	33	36.4	0.6	39.7	43.9	1.6	90.3

1) 物価は1958年基準。出所: Mankiw [2000]。網掛けは世界恐慌の発生時を示す。

平成不況とマクロ経済政策

表2 バブルと平成不況の日本²⁾

年度	有効求人倍率	a) 完全失業率 (%)	b) 実質GNP	c) 実質経済成長率 (%)	d) 消費支出 (10億円)	e) 投資 (10億円)	f) 政府支出 (10億円)	g) 名目利子率 (%)	h) マネーサプライ (10億円)	i) 物価水準 (1990=100)	j) インフレ率 (%)	k) M/P指数
1984	0.65	2.7	332,383	4.1	195,320	64,205	59,198	5	2,877,186	91.5	2.0	62.6
1985	0.68	2.6	346,737	4.1	202,226	70,682	57,903	5	3,143,405	93.4	0.6	67.0
1986	0.62	2.8	357,685	3.1	210,122	73,206	61,175	4	3,399,629	94.0	0.1	72.0
1987	0.70	2.8	375,623	4.8	218,772	82,729	63,380	2.5	3,788,981	94.1	0.7	80.2
1988	1.01	2.5	397,975	6.0	230,948	95,303	64,065	2.5	4,183,586	94.8	2.2	87.9
1989	1.25	2.3	416,674	4.4	240,751	104,253	65,239	3.5	4,627,790	96.9	3.1	95.1
1990	1.40	2.1	438,804	5.5	250,760	113,641	67,459	6	5,022,086	100.0	3.3	100.0
1991	1.40	2.1	451,971	2.9	257,802	113,988	69,748	5	5,122,051	101.6	1.6	100.3
1992	1.08	2.2	455,084	0.4	260,812	103,808	75,817	3.5	5,099,669	103.0	1.3	98.6
1993	0.76	2.5	456,638	0.5	265,298	96,487	81,160	2	5,168,899	103.7	0.7	99.3
1994	0.64	2.9	459,334	0.6	269,318	95,568	82,321	1.75	5,319,064	103.3	-0.4	102.6
1995	0.66	3.3	473,474	3.0	277,930	100,674	86,657	1	5,487,916	103.8	0.5	105.3
1996	0.7	3.4	495,786	4.4	285,383	113,908	86,770	0.5	5,646,899	104.2	0.4	107.9
1997	0.72	3.4	495,973	-0.1	281,257	113,003	84,663	0.5	5,860,293	106.3	2	109.8
1998	0.5	4.3	486,747	-1.9	283,020	99,255	85,689	0.5	6,089,118	106.5	0.2	113.9
1999	0.49	4.7	488,053	0.5	286,282	98,943	85,743	0.5(0.0)	6,270,862	106.0	-0.5	117.8
2000/9	0.62	4.7	492,934	1.0	n. a.	n. a.	n. a.	0.5(0.25)	6,290,294	105.1	-0.8	119.2

表3 消費、投資、政府支出の変化 (アメリカ)

年度	a) 消費指数	b) 同増減率 (%)	c) 投資指数	d) 同増減率 (%)	e) 政支指数	f) 同増減率 (%)	g) M増減率 (%)	h) M/P増加率 (%)	i) 実質利息率 (%)
1929	100.0		100.0		100.0				
1930	93.4	-6.6	67.8	-32.2	110.5	10.5	-3.0	-0.6	6.2
1931	90.3	-3.3	41.6	-38.7	115.5	4.5	-6.6	4.2	12.7
1932	82.2	-9.0	11.6	-72.0	110.0	-4.7	-12.4	-3.7	12.0
1933	80.8	-1.7	13.1	12.8	105.9	-3.7	-5.7	-3.4	3.9
1934	84.6	4.7	23.3	77.4	120.9	14.2	10.1	2.2	-6.4
1935	89.9	6.3	44.6	91.5	122.7	1.5	18.3	17.4	-0.1
1936	99.1	10.3	59.4	33.3	144.5	17.8	14.3	3.5	0.6
1937	102.5	3.4	74.0	24.6	140.0	-3.1	4.4	10.5	-3.3
1938	100.4	-2.0	42.1	-43.1	154.1	10.1	-1.3	0.0	2.1
1939	106.2	5.7	61.1	45.3	160.0	3.8	12.1	13.8	2.2
1940	111.5	5.1	81.7	33.6	165.5	3.4	16.1	14.2	-1.0

i) の現象は、支出アプローチを次のように支持すると考えられる。アメリカでは世界恐慌時に、株価暴落が人々に将来に対して大きな不安を抱かせた。消費者心理は急速に冷え込んで投資を大きく低下させ、長期に渡って消費と投資は低迷した。(表3のa列, b列) 日本の1991年から94年の第一次平成不況では、株価と地価の低下が家計や企業の心理を冷え込ませ、消費の伸びを鈍化させ投資を大きく減少させた。1997年から1999年の第二次平成不況では、資産価格下落に加えて、少子高齢化に基づく老後への不安が家計の心理に強く影響し消費を減少させ、それに伴って投資も大きく低下した。(表4のa列, b列)

2) 物価は1990年基準。平成13年度版『国民経済計算年報』[内閣府]、日本銀行ホームページ、財務省ホームページから作成。網掛けは株価崩落の年次を示す。

表4 消費、投資、政府支出の変化（日本）

年度	a) 消費 指数	b) 同増 減率 (%)	c) 投資 指数	d) 同増 減率 (%)	e) 政支 指数	f) 同増 減率 (%)	g) M増 減率 (%)	h) M/P 増加率 (%)	i) 実質 利息率 (%)
1984	77.9	2.5	56.5	9.3	87.8	0.3	7.8	5.2	3.0
1985	80.6	3.5	62.2	10.1	85.8	-2.2	9.3	7.1	4.4
1986	83.8	3.9	64.4	3.6	90.7	5.6	8.2	7.5	3.9
1987	87.2	4.1	72.8	13.0	94.0	3.6	11.5	11.3	1.8
1988	92.1	5.6	83.9	15.2	95.0	1.1	10.4	9.6	0.3
1989	96.0	4.2	91.7	9.4	96.7	1.8	10.6	8.2	0.4
1990	100.0	4.2	100.0	9.0	100.0	3.4	8.5	5.2	2.7
1991	102.8	2.8	100.3	0.3	103.4	3.4	2.0	0.3	3.4
1992	104.0	1.2	91.3	-8.9	112.4	8.7	-0.4	-1.7	2.2
1993	105.8	1.7	84.9	-7.1	120.3	7.0	1.4	0.7	1.3
1994	107.4	1.5	84.1	-1.0	122.0	1.4	2.9	3.3	2.2
1995	110.8	3.2	88.6	5.3	128.5	5.3	3.2	2.7	0.5
1996	113.8	2.7	100.2	13.1	128.6	0.1	2.9	2.5	0.1
1997	112.2	-1.4	99.4	-0.8	125.5	-2.4	3.8	1.7	-1.5
1998	112.9	0.6	87.3	-12.2	127.0	1.2	3.9	3.7	0.3
1999	114.2	1.2	87.1	-0.3	127.1	0.1	3.0	3.5	1.0
2000/9	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	0.3	1.1	1.3

次に、現象 ii) のデフレーションによる影響を見てみよう。まず、ピグー効果とケインズ効果については、実質マネーサプライは増加している時期があるにもかかわらず、消費や投資は減少ないし不変に近いから（表3と表4のb列、d列）、これらの効果は否定される。債務デフレ効果と予想デフレ効果については、現象 v) の実質利率の変化と消費および投資の動向から判断すると、一定の相関が見られる。それゆえ、これらの効果があったと見て良いであろう。

データとしては表れていないが、日米共通に見られる現象として金融危機がある。金融危機は、企業や家計への資金供給を妨げ投資を一層低迷させたと言われている。我が国でも、不良債権による「銀行の貸し渋り」という言葉が、1990年代後半にしきりにマスコミに登場した。しかし、実質利率上昇と実質マネーサプライの変化は、市中銀行による貸し渋りだけが、近年の投資低迷の原因ではないことを示唆している。むしろ、これら現象の家計や企業への心理的影響を考慮すべきであろう。なお、次節以降のために強調しておきたいのは現象 iv) であり、日米いずれについても流動性の罍の存在を指摘できることである。

ところで、世界恐慌や平成不況では、消費の低迷と同時に財政政策の失敗があったとされている。アメリカでは、当時支配的であった均衡財政主義に基づいて、政府は不況に伴う国民所得の低下に対応して政府支出を削減した。（表3のe列、f列）これは消費減少に拍車をかけたと考えられる。第二次平成不況では、累積する公的債務の解消を目的として、税制や社会保障制度の改革、すなわち増税（消費税率や社会保険料の上昇）と政府支出削減が行われた。（表4のe列、f列）

最後に、以上のデータからは、中央銀行による大幅な名目マネーサプライ減少が不況の原因とする「マネーアプローチ」も否定できる。

第1に、日本では、第一次平成不況と第二次平成不況時の殆どの年度で、名目マネーサプライについて増加率の低下は見られるが1992年を除いて減少はしていない。マネーを実質マネーサプライとして理解したとしても以上の現象に変化はない。(表4のg列, h列) アメリカについては、名目マネーサプライは1931年から1933年にかけて大きく減少しているが、物価水準の低下により名目値ほどには低下せず、むしろ1931年には増加している。(表3のg列, h列)

第2に、利子率の動きである。もし名目マネーサプライの減少が不況の引き金ならば、その時点で名目利子率は高くなっていなければならない。しかし、アメリカでは1929年から1933年にかけては低下している。(表1のg列) 日本でも、第一次平成不況では名目利子率は上昇しているが、よりシリアスな第二次平成不況では名目利子率は0.5%で固定されている。(表2のg列) マネーアプローチの趣旨から離れて実質利子率にまで拡大しても、アメリカでは1931年から1932年にかけては12%以上になっているが、日本では名目利子率ほど大きくは変化しておらず、第二次平成不況前ではゼロに近く1997年にはマイナスになってさえいる。(表3, 表4のi列) 以上の2点から、マネーアプローチは不況の原因としては棄却される。

従って、日米いずれのデータからも、不況の深刻化に関わる前節の仮説は、支出アプローチ、債務デフレ効果、予想デフレ効果の何れも働いていることが確認できる。それゆえ、我が国の不況が長期化かつ深刻化した理由は、将来への不安に基づく消費や投資の低迷、デフレーションの総需要抑制効果、そして誤ったタイミングでの増税と政府支出削減であると結論づけられる。さらに、バブル崩壊により発生した不良債権は資産価格の持続的下落と共に拡大し、長期間に渡ってマイナスの資産効果を経済に与え続けていると考えられる。これら消費や投資の低迷は、乗数効果を通じて拡大され、総需要のすなわち国民所得と名目利子率の低下をもたらしたのである。

4. 1990年代末の日本のマクロ経済政策

1997年の「財政構造改革法」によりルールの財政政策の実施を企図した我が国であったが、第二次平成不況の発生により僅か1年で放棄し、公共投資を中心とした典型的な裁量的財政政策を実施することとなった。金融政策については、1998年の日本銀行法改正により日本銀行の独立性は達成したものの、不良債権を原因とする金融システムの不安定さから超低金利政策を続けることとなった³⁾。これらにより、経済成長率を21世紀には2.5%以上にすることを目標としていた。

3) これを、弱い意味でのインフレ目標策と考えるか(植田 [2001])、非常事態の緊急避難的政策と考えるかは解釈の分かれる点である。

現代マクロ経済学では、安定化政策としてはルールの政策運営が支持されている。裁量的な総需要管理政策は、短期的には国民所得を完全雇用国民所得以上に増加できるが、長期的には不可能である上に、インフレーションや資源配分の歪みなどの弊害をもたらすことが明らかにされている。それゆえ、長期的に国民所得を増加させようとするれば、長期総供給曲線を右にシフトする政策を推進するしかないというのが合意事項である⁴⁾。

従って、1990年代末に実施された政策は、裁量的政策運営は経済の安定化をもたらし得るか、総需要管理政策は長期的に国民所得を増加させ得るか、という2点で現代マクロ経済学への挑戦と見なし得た。この挑戦が失敗であったことは現状から明かである。短期的には経済成長率を上昇させたが長期的には上昇させ得ず、不良債権も処理できずに公的債務を累積しただけだったからである。

5. 「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」

1990年代の経済運営への反省から、2001年4月に発足した小泉政権では、我が国の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」の政策目標を概括的に述べれば、以下のようなものである。

①構造改革

i) 官から民への資源再配分

・特殊法人廃止・民営化、　・郵政三事業民営化、　・公共投資削減

ii) 低生産性部門から新産業部門への資源再配分

・非製造（非貿易）部門の生産性向上……流通、建設、金融
・情報産業、福祉（保育、介護）産業、医療関連産業の振興

iii) 少子高齢化に伴う資源再配分

②不良債権処理

・主要17行の要管理先債権以下12.7兆円の処理

③財政構造改革

・プライマリーバランス回復、　・財政支出内容見直し、
・中央政府から地方自治体への財源移管（地方交付税制度）

4) 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。しかし、1990年代末に実施された公共投資がそのような性格を持っているかについては、多くのエコノミストから批判が寄せられた。

・社会保障制度改革、 ・税制改革

これらの政策目標の妥当性については、殆どの経済学者は異論を挟まないであろう。しかし、現在（2001年10月）の経済状況に基づいたとき、全ての政策目標を同時に実施すべきかについては様々な論議が交わされている。

基本方針の政策目標をマクロ的に見ていくと、短期的には総需要を抑制する施策の多いことに気がつく。構造改革に伴う公共投資削減、プライマリーバランス回復に伴う財政支出削減であり、最も影響の大きいと思われるのが不良債権処理である。社会保障制度改革についても、内容によっては合理的家計の消費を抑制する可能性がある。標準的なマクロモデルでは、これらの要因は総需要曲線の下方シフトを通じて短期的には国民所得を低下させる。もちろん、それら施策は、官から民、低生産性部門から新産業部門、あるいは中央政府から地方自治体へと資源を再配分して、長期的には生産性を向上させると考えられる。しかし、その効果が表れるのは諸外国の先行事例に基づけば5年から10年後と考えられるから、基本方針の実施は少なくとも短期的には景気をさらに悪化させることが確実と考えられる。

そこで、次節以降では、景気悪化に対して、どのようなマクロ的政策が提案されているのか、またどのようなマクロ的政策を採るべきかを検討してみる。

6. インフレ目標策

景気の長期的低迷、基本方針実施に伴い予想される景気悪化に対して、我が国ではインフレ目標策の実施を望む声が強い。これに対して日本銀行は、景気が安定化するまではインフレ目標策は実施しないと宣言している。インフレーションが発生すれば実質債権額は圧縮され、不良債権や公的債務を自動的に処理できるというのが、インフレ待望論の根本的発想と思われ、日本銀行の保守的指向を難じる声大きい⁵⁾。他方で、伝統的な赤字国債で賄う財政支出、特に公共投資の実施を望む声も一部には在るが、国債発行額30兆円護持の方針にかき消され勝ちである。

以下では、現在、景気対策として最も有望視されているインフレ目標策の有効性について検討するが、論議を明確にするために、近年の文献に応じて「流動性の罨」を「名目利子率に低下余地の無い状況」と定義しておこう。例えば、コールレートや公定歩合が0%であれば、文字通り低下余地はなく流動性の罨にあると言える。日本銀行も認めるように、この定義に従うと、現在の我が国は短期金融市場は殆ど流動性の罨に陥っていると言える⁶⁾。長期利子率の低下余地につい

5) インフレにより国債の利払いや償還に伴う負担が減るか否かについては、松井・藤原 [2000] によるシミュレーション分析がある。同論文の結論は否定的である。

6) 植田 [2001]

での判断は難しいが、利子率の時間構造を前提にすれば、やはりほぼ陥っていると見て良いだろう。他方、インフレ目標策の具体的内容についても、我が国では非常に幅広く論じられており、ままた海外での論議の内容とは一致しない誤った理解も見受けられる。海外でも、そのあり方について、Bernanke, Svensson, Woodford 等の研究者間で論議が続いており、必ずしも統一的な見解は無い⁷⁾。ここでは、児玉 [2000] で述べたように、テイラー（利子率）ルールの実施をインフレ目標策の実施と捉えよう。目標インフレ率を実現するように、インフレ率の実現値ないし予想値と目標値の乖離および GDP ギャップを判断基準として、利子率を操作するのである。

テイラールールについては、頑健性、安定性、最適性など様々な観点から、近年、精力的に研究が進められている。それらの中で、Bernanke and Woodford [1997] や Clarida, Gali and Gertler [2000] 等は、インフレ率の上昇分以上に名目利子率を上昇させる「積極的テイラールール」は、一意で安定的な合理的期待均衡をもたらすことを示した。同時に、インフレ率の上昇分以下にしかな目利子率を上昇させない「消極的テイラールール」は、均衡を未決定とするから不安定であるという結果も得ている。

以上の結果を図を使って説明してみよう。テイラールールを、(2)式のような線形ではなく、より一般的に

$$i = R(\pi) \tag{5}$$

として表すと同時に、GDP ギャップへの対応は捨象しよう。線形であれば、

$$i_t = r^* + \pi^T + b(\pi_t - \pi^T) \tag{6}$$

という形式になる。他方、フィッシャー式から

$$i = r + \pi \tag{7}$$

が得られる。(5)式と(7)式をグラフ化したのが図5である。均衡 E_1 では、

$$R(\pi_E) = i^* = r^* + \pi_E \tag{8}$$

が成立し、線形であれば(6)式から理解されるように、 $\pi^T = \pi_E$ となっており最適な均衡が達成されている。また、図5の E_1 では、(5)式は $R' > 1$ ((6)式では $b > 1$) であるから積極的テイラールールである。また、図の矢印で示されるように安定的な均衡をもたらすという意味で、積極的テ

7) Bernanke, et.al. [1999], Svensson [2001b], Svensson and Woodford [1999] など。Svensson [1997] [1999b] [2001b] は、利子率などの操作変数についてではなく、政策目標の決定方法をルール化することが、インフレ目標策のありうべき姿だと述べている。

イラールールは望ましい政策ルールと言える。

ところが、名目利率がゼロに達すると、ゼロ以下には名目利率を低下させられないから、テイラールールは直線 $i = 0$ の部分を持つことになる。この領域でも $R(\pi) = r^* + \pi$ という意味での均衡は存在するが、矢印が示すように不安定な均衡である。また、 $i = 0$ の傾きは1より小さく ($R' < 1$) 消極的テイラールールとなっている。この状態は名目利率の低下余地が無く明らかに流動性の罫であるから、Bernanke and Woodford や Clarida, Gali and Gertler の結果に従えば、流動性の罫はゼロ名目利率で起きる不安定な均衡として捉えられる。

以上の結果に対し Benhabib, et. al. [1998] [1999] は、テイラールールの均衡の動学的安定性を大域的に再検討し⁸⁾、局所的に安定な均衡に対して、より低い名目利率に対応した大域的に安定な均衡の存在することを示した。そして、局所安定均衡では積極的なテイラールールが成立しているが、大域安定均衡では消極的なテイラールールの成立していることを明らかにした。

図5を応用した図6で見てみよう。Benhabib 等は、名目利率のゼロ制約を明示的に考慮すると、テイラールールは線形としては表し得ず非線形関数になるとした。すると、図6から容易に理解できるようにフィッシャー式との交点、すなわち均衡は E_1 と E_2 の2つが存在することになる。テイラールールは E_1 では $R' > 1$ と積極的であり、 E_2 では $R' < 1$ と消極的である。このため、Bernanke 等の結果とは異なり、 E_1 は不安定となり E_2 が安定となってしまう⁹⁾。大域安定均

図5 ゼロ金利制約と流動性の罫

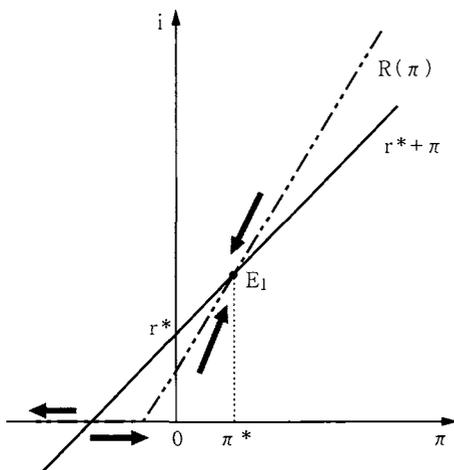
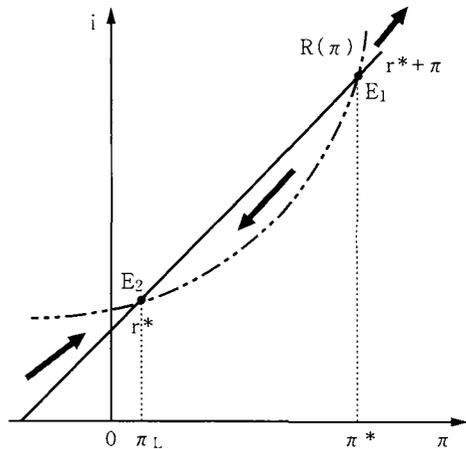


図6 安定な流動性の罫



8) Svensson [2001b] は、Benhabib, et. al. [1998] [1999] のモデルで用いられているような、インフレ率だけを判断基準としたテイラールールは非現実的であると述べている。しかし GDP ギャップをテイラールールの判断基準とすべきか否かについては、確定的な結論は得られていない。(MacCullum [2001b] 等参照。)

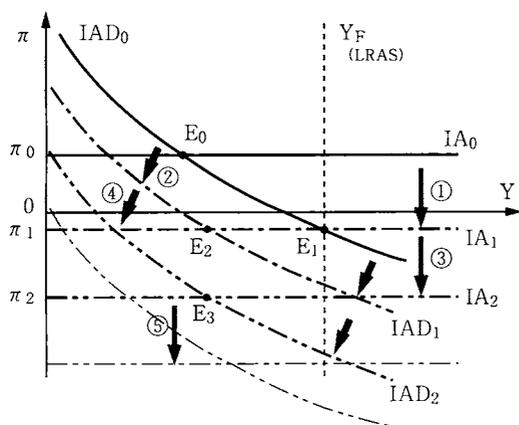
9) 図6では E_1 は不安定な均衡としてしか示せないが、解析的には局所的安定になる。詳細は Benhabib, et. al. [1999], Section5 を参照せよ。

衡 E_2 では、テイラールールは、インフレ率の下落すなわちデフレーションに対して、名目利子率をそれ以下にしか下落させ得ない。この状態は、名目利子率を低下不可能という意味で「流動性の罠」である。しかも、図6に見られるように、流動性の罠はインフレ率や名目利子率がゼロ以上でも発生する。なおかつ、各均衡への動学経路が交わっているため、どちらの均衡に収束するかは偶然事ではない。Benhabib 等の分析は、テイラールールは必ず望ましい結果をもたらすものではなく、低い正の名目利子率で流動性の罠に陥る可能性の高いことを数理的に示している。

名目利子率を低下させ得ないときに、経済はどのような動きを示すのだろうか。IS = MP = IA モデルに基づいて考察してみよう。図7の短期均衡 E_0 での国民所得は完全雇用国民所得以下であるから、景気を刺激するために、 E_0 に対応する名目利子率はゼロに近い水準に設定されていると前提しよう¹⁰⁾。

図7で、短期均衡 E_0 では $Y_0 < Y_F$ だから、IA 線に応じて物価変化率は低下する、すなわちデフレが進行する (① $IA_0 \rightarrow IA_1$)。新たな均衡 E_1 でのインフレ率はマイナスであり、その分だけ予想実質利子率は上昇する。利子率ルールに基づく E_0 から E_1 への名目利子率低下よりもデフレ率が高ければ (利子率がゼロに近いほど可能性は高い)、予想実質利子率は E_0 の名目利子率よりも高くなる。この結果、投資や消費が減少し総需要は低下する (② $IAD_0 \rightarrow IAD_1$)。均衡は E_2 に移動するが、 $Y_0 < Y_F$ なのでデフレがさらに進行する (③ $IA_1 \rightarrow IA_2$)。

図7 デフレスパイラル



同時に、利子率ルールに基づいて名目利子率も低下する。デフレによる実質利子率上昇で総需要がより低下するから (④ $IAD_1 \rightarrow IAD_2$)、デフレはさらに進行し、名目利子率もゼロに達していなければ低下する (⑤)¹¹⁾。

以上のプロセスが繰り返されれば、い

10) 以下の議論は当初の名目利子率がゼロより離れていても、デフレに伴って不況の進行する限り最終的には同じ結果が得られる。Orphanides and Wieland [1998] によれば、目標名目利子率が2%以下であれば流動性の罠に陥る可能性は大である。また、McCallum [2001a] のシミュレーションによれば、目標利子率が4%の場合に比して2%での流動性の罠に陥る確率は5倍である。

11) Taylor [2000] では、流動性の罠に陥ったときには、総需要曲線が下方にシフトするのではなく、インフレ率がゼロより多少低い水準で総需要曲線が屈折するとしている。図7でも、 E_0 、 E_1 、 E_3 の各均衡点を結べば、屈折した総需要曲線が得られる。なお、図7では、図5に基づいて流動性の罠を不安定な均衡として捉えており、Benhabib 等の結果 (図6) は反映していない。Benhabib 等のモデルでは、常に (総需要) = (総供給) が満たされており、IS = MP = IA モデルと同一視して良いかどうか判断できなかつたためである。

ずれかの時点で名目利子率はゼロに達する、すなわち流動性の罍に経済は陥ることになる。流動性の罍に陥った時点以降では、デフレ率=実質利子率であるから、デフレ進行と不況持続（悪化）となるのは明かであろう。従って、名目利子率の低いときに利子率ルールに基づいて政策を運営すれば、言い換えればインフレ目標策を実施すれば、いわゆるデフレスパイラルを招くのみと言える。

インフレ目標策あるいは利子率ルールは、本来、インフレーションを抑制するための政策であり、その効果はプラスとマイナスのインフレ率双方に等しく有効ではない。ゼロ近傍のインフレ率を挟んで全く対照的と言うべきである。従って、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、これ以上の景気の悪化を防ぐ点では賢明な選択と判断できる。素朴なインフレ待望論は危険であり、流動性の罍で実施すると、むしろ不況を悪化する可能性が高いのである。

7. 流動性の罍からの脱出策

インフレ目標策の最も有効な手段であるテイラールールの有効性が否定されるならば、流動性の罍からの脱出策には何があるのだろうか。ケインズ以来、マクロ経済学では、赤字国債に基づく裁量的財政政策が唯一の方策であると論じられてきた。しかし、かつて流動性の罍が論議されたときには、各国に巨額の公的債務は存在していなかった。従って、現在の財政状況を前提にすると、安易に裁量的財政政策は実施できない。近年の論議では、低インフレ期での金融政策のあり方の一環として流動性の罍からの脱出策を取り上げられており、日本は明示的あるいは陰伏的な対象となっている。具体的には、調整インフレ論で著名な Krugman [1998] を始めとして、McCallum [2001a], Meltzer [1999], Svensson [2001a], Benhabib, et. al. [2000], Woodford [2000], Taylor [2000], Goodfriend [2001] など多くの研究を上げることができる。これらの研究を大別すると、金融政策単独でもなお有効とするものと、金融政策単独では無効とするものに分けられる。

Goodfriend, Krugman, McCallum, Meltzer, Svenssonなどは前者に該当するが、彼らの主張をまとめれば次のようである。中央銀行が明示的に目標インフレ率を設定し、目標値を実現するために以下の諸方策を実施する。

- ①中央銀行が市中銀行の預け金を引き上げてマネーサプライを上昇させインフレ率を上昇させる。(Goodfriend, Krugman)
- ②中央銀行が相対的に流動性の低い資産、たとえば、国債などの長期債を購入することによ

り、マネーサプライを増加させる。(Goodfriend, Krugman)

③中央銀行がマネタリーベースに対する保有税 (Gesell Tax) を課し、名目利子率をマイナスにする。(Goodfriend)

④利子率が操作できないから、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。(McCallum, Meltzer, Svensson)

これらの方策はテイラールールに留まらない広義のインフレ目標策と捉えられる。上記の中で①や②は既に日本銀行で部分的に実施しているが、周知の通りその効果は殆ど見られない。Goodfriend は、②の政策で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。③については、今のところ、真摯な論議の対象とはなっていない。④については、理論的可能性には頷けるが、実現可能性は乏しいと考えざるを得ない。実際に財務省と日本銀行は円安誘導政策を実施しているが、大幅に変化させることは不可能である。McCallum [2001a] 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 120 円を基準とすれば、ドルに対して 20 円から 25 円も減価させなければならないことを意味する。大幅な円安に対する他国の態度など現実の条件を考慮すれば、それほどの減価は実現不可能であろう。現実の制約条件を無視して実現するとしても、マネーサプライをほぼ無制限に増加しなくてはならず、流動性の罍からは脱出できるかも知れないが、その後起きるインフレーションをコントロール可能かという疑問が湧く。(もちろん、MacCallum らはコントロール可能であると主張している。)

このように、以上で挙げた諸政策は実現性に乏しいか、副作用の甚だしさが懸念されるものが殆どである。むしろ、これらの政策まで実施しなくては脱し得ないほど現状は深刻かという感すら抱かざるを得ない。Goodfriend [2001] (グッドフレンド [2001]) は、

「ゼロ金利制約のもとでの量的金融政策が有効となるのは、中央銀行がなりふりかまわず何でも行い、経済が回復するまでは金融面からの刺激が続けられる、と人々が信じる場合だけ(であり、)中央銀行がアグレッシブな量的政策には消極的であると人々が考えれば、こうした量的政策は信認を欠いたものとなる」(グッドフレンド [2001], pp. 25)

と述べている。この主張の通り、上の諸政策はなりふりかまわさない手段と言えよう。

以上の金融政策のみの対策に対して、Benhabib 等, Taylor, Woodford らは、流動性の罍に陥った場合には、金融政策単独では無効であるとし、脱出するためには拡張的財政政策を実施するしかないと述べている。ただし、いわゆる裁量的政策ではなく、金融政策ルールに対応したルー

ル的な財政政策の実施を求めている¹²⁾。

Taylor [2000] は1960年代以降のアメリカ経済を対象として、

$$(\text{財政余剰対 GDP 比率}) = k \times (\text{GDP ギャップ}) + (\text{構造的財政余剰対 GDP 比率})$$

という財政政策ルールを検証している。ここで、右辺第1項のkは定数であるから、循環的要因に基づく財政余剰比率、すなわちビルトインスタビライザーなどによる財政余剰の変化を示している。いわゆる裁量的財政支出による変化は、第2項の構造的余剰に含まれる。分析結果として、財政余剰の多くは循環的要因によるものであり、裁量的財政支出による変化は小さいことが確認されている。財政政策を実施するとしても、ルールの政策が主体であり、裁量的政策の余地は小さいと捉えることができる。

Woodford [2000] は、インフレーションに対する財政政策の影響という観点から、財政政策を「リカード的」財政政策と「非リカード的」財政政策に分類する。リカード的財政政策とは、国債の償還と利払いも含めた財政収支が超長期的に一致するような財政運営を指す。具体的には、均衡財政 ($rB + G = T$) や公的債務対GDP比率 (B/Y) の一定値での維持などが含まれる。また、プライマリーバランス回復も、公的債務対GDP比率を維持するからリカード的と見なしうる¹³⁾。これらの政策運営は公的債務の発散を防ぐから、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。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。

Woodford や Benhabib 等は、上の結果を逆転させることが、流動性の罫から脱出する方法であると主張する。非リカード的財政政策とは、財政収支が超長期的に一致しないような財政運営である。具体的には、政府が公的債務の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、経済主体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。総需要の拡大により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罫から脱出できるのである。

Benhabib, et. al. [2000] は、テイラー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、

$$(T/P) = \alpha (\pi) \times (B/P), \alpha' > 0$$

という、実質税収額を実質公的債務の一定比率 α とし、 α をインフレ率に応じて変化させること

12) 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理論的に説明し難い、という Blanchard and Perotti [1999] などによる結果がある。

13) 厳密には、(経済成長率) \geq (国債利子率) の条件が満たされていなければ、利払い費分だけプライマリーバランスは赤字となり国債残高比率は増加する。この条件の簡潔な説明は上村 [2001] を参照のこと。

を提案している。このルールでは、通常はインフレ率の上昇と共に税収を増加させるが ($\alpha(\cdot) > 0$)、流動性の罫に陥ったときには財政赤字を拡大する ($\alpha(\cdot) < 0$) ように運営する。リカード的財政政策と非リカード的財政政策が、インフレ率の水準によって自動的に変更されるのである。なお、Benhabib 等のルールは、Woodford [2000] による公的債務の増加率 ($\Delta B / B$) を一定値に止めるという財政ルールの一般化となっている。Woodford のルールは、公的債務増加率を、局所安定均衡に対するインフレ率 π^* と流動性の罫に対する解 π_T に対して、

$$\pi_T < (\Delta B / B) < \pi^*$$

と設定する。一般歳出を考慮しなければ、実質値での政府の予算制約は $(\Delta B / \Delta P) = (i - \pi)(B / P) - (T / P)$ となるが、 $(\Delta B / B) = (\Delta B / \Delta P) \cdot (B / P) + \pi$ という関係とテイラールールを考慮すると、

$$(T / P) = \{R(\pi) - (\Delta B / B)\} (B / P).$$

が得られる。通常は $(R(\pi) - (\Delta B / B)) > 0$ であり、流動性の罫の近傍では $(R(\pi_T) - (\Delta B / B)) < 0$ となるから、Benhabib 等のルールと同様に、インフレ率に基づく財政収支の自動的変更が達成される。

さらに、Benhabib 等は、政策目標をマネーサプライ増加率に置くといういわゆるマネーサプライルールについても、リカード的財政政策を維持する限りは流動性の罫からの脱出は失敗し、非リカード的財政政策を実施する場合にのみ成功することも示している。Krugman や Goodfriend らによるマネーサプライ増加策をマネーサプライルールと捉えるとしても、やはり財政政策のあり方が成否を握っていると考えることができる。

8. 結論：「基本方針」の評価

近年のマクロ経済理論の結果と対照させると、基本方針および現在のマクロ経済政策のスタンスはどのように評価できるだろうか。

我が国は流動性の罫に既に陥っており、デフレスパイラルにより景気の悪化する可能性が高い。この状態で不良債権処理など総需要抑制的な施策を採れば、さらに景気は悪化しよう。インフレ目標策を実施するにしても、基本方針に唱われているプライマリーバランス回復などのリカード的財政政策は、流動性の罫からの脱出を不可能にしてしまう。この点で、マクロ的には、現時点で実施するには基本方針は好ましくない政策と言え、少なくとも不況から脱するための施策ではない。

デフレーションと不況から脱するためには、むしろ、政府が思い切った拡張的財政政策を実施することが望ましい。確かに、公的債務がさらに増加するという不安はあるが、大規模な財政政策の実施が全く不可能とは言い切れないであろうし、公共投資に適した対象が尽きているとも言えない。欧米と比較して我が国の社会資本は整備されているとは言い難く、特に大都市部の社会資本は道路などを始めとして貧困である。これらへの投資は、マクロ的な生産性向上すなわち長期総供給曲線のシフトが十分に期待できるし、国土交通省の試算によれば乗数効果も大きいと考えられる¹⁴⁾。もちろん、基本方針に掲げられている不良債権処理や構造改革を、不況から脱した後に実施すべきことは言うまでもない。現在の社会構造では、今後の少子高齢化社会を乗り切れないことは経済的には自明だからである。

なお、本論は、不況脱出というマクロ的目標に力点を置いているから、不況から脱出しても構造改革が実現されるかについては考慮の範囲外である。過去の経緯を考慮すると、実現は疑わしいと言わざるを得ない面がある。それゆえ、ミクロ的目標である経済構造改革を優先するならば、短中期の不況には耐えて、不良債権処理や財政構造改革を進めるべきであろう。これらも長期的には生産性を改善させ不況からの脱出が期待されるからである。いずれの目標を優先するかは、最終的な負担を負う国民が決定すべき事柄である。

参考文献

- Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé, and Martin Uribe [1998] "Monetary Policy and Multiple Equilibria," The University of Pennsylvania, forthcoming *American Economic Review*.
- Benhabib et. al. [1999], "The Perils of Taylor Rules," The University of Pennsylvania, forthcoming *Journal of Economic Theory*.
- Benhabib et. al. [2000], "Avoiding Liquidity Trap", The University of Pennsylvania. [<http://www.econ.nyu.edu/user/benhabib/>]
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen [1999], *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- Bernanke, Ben S., and Frederic S. Mishkin [1997], "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives* 11, pp. 97-116.
- Bernanke, Ben and Michael Woodford, [1997] "Inflation Forecasts and Monetary Policy," *Journal of Money Credit and Banking* 29, pp. 653-684.

14) 「東京に道路、効果40兆円」、『朝日新聞』(2001年7月3日)。

- Blanchard, Olivier and R. Perotti, [1999] "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending on Output," NBER Working Paper No. 7296.
- Clarida, R., J.Gali, and M. Gertler, [2000] "Monetary policy rules and macro-economic stability: Evidence and some theory", *Quarterly Journal of Economics*, February, pp. 147-180.
- Goodfriend, Marvin., [2000], "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy" *Journal of Money, Credit, and Banking* 32, November, Part 2, pp. 1007-35.
- Goodfriend, Marvin., [2001], "Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy," in Ninth International Conference, The Role of Monetary Policy Under Low Inflation: Deflationary Shocks and Their Policy Responses, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Special Edition, Vol. 19, No. S-1. [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]
- Krugman Paul. [1998] "It's Baaackpp. Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap." *Brookings Papers on Economic Activity* 1998, No. 2, pp. 137-187.
- Mankiw, N. Gregory. [2000] *Macroeconomics*, 4th edition, New York: Worth Publishers.
- 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. [2001a], "Inflation Targeting and the Liquidity Trap", NBER Working Paper No. w8225.
- McCallum, Benett. [2001b], "Should Monetary Policy Respond Strongly to Output Gaps?", *American Economic Review: Papers and Proceedings* 91, pp. 258-262.
- Meltzer, Allan. [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.
- Orphanides, Athanasios, and Volker Wieland, [1998] "Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero." Working Paper1998-35, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board.
- Svensson, Lars E. O. [1997], "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets" *European Economic Review* 41, pp. 1110-1146.
- Svensson, Lars E. O. [1999a], "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?" in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, proceedings of a conference at Jackson Hole Wyoming, August 1999, pp. 195-259.
- Svensson, Lars E. O. [1999b], "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule," *Journal of Monetary*

- Economics* 43, pp. 607-654.
- Svensson, Lars, E. O. [2001a], "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap" *Monetary and Economic Studies* 19 [S-1], pp. 277-312. [スベンソン [2001] 「開放経済下における名目金利の非負制約：流動性の罠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]
- Svensson, Lars, E. O. [2001b], "What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules," mimeo. [<http://www.princeton.edu/~svensson/>]
- Svensson, Lars E. O., and Michael Woodford [1999], "Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting," mimeo. [<http://www.princeton.edu/~svensson/>]
- Taylor, John B. [1995], "Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline," in *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Taylor, John. B. [1997], "The Polisy Rule Mix: A Macroeconomic Policy Evaluation", mimeo. [<http://www.stanford.edu/~johntayl/>]
- Taylor, John B., ed. [1999], *Monetary Policy Rules*, Chicago University Press.
- Taylor, John. B. [2000], "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *Journal of Economic Perspectives* Volume 14, issue 3, pp. 21-36.
- Woodford, Micheal [1999], "Self-fulfilling Inflations and Deflations," mimeo. [<http://www.princeton.edu/~woodford/>]
- Woodford, Micheal. [2000], "Fiscal Requirements for Price Stability", NBER Working Paper No. w8072
- Woodford, Micheal [2001], "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", *American Economic Review: Papers and Proceedings* 91, pp. 232-237.
- 植田和男 [2001], 「流動性の罠と金融政策」, 日本銀行ホームページ [<http://www.boj.or.jp>]
- 上村敏之 [2001], 「財政再建を成功させるシナリオをどう描くか」, 『経済セミナー』, 第 560 号, 日本評論社, pp. 34-39.
- 児玉俊介 [2000], 「マクロ政策ルール」, 『経済論集』 26 卷, 東洋大学, pp. 61-81. 財務省ホームページ [<http://www.mof.go.jp>]
- 内閣府 [2001], 『国民経済計算年報』(平成 13 年度版), 財務省印刷局. 日本銀行ホームページ [<http://www.boj.co.jp>]
- 松井 聖・藤原茂章 [2000], 「「調整インフレ」による政府債務の負担軽減は可能か?」, 日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ.