

IV 低成長の構造とマクロ経済政策

2022年度「日本経済」

川端 望

構成

- 1 現代資本主義におけるマクロ経済政策
 - 1 – (1) 管理通貨制度における通貨
 - 1 – (2) マクロ経済における供給と需要
 - 1 – (3) 金融政策と財政政策の理論
 - 1 – (4) 小括
- 2 アベノミクス以後の経済政策の検証
- 3 小括

1 現代資本主義におけるマクロ経済政策

1－(1) 管理通貨制度における通貨

管理通貨制度における本位貨幣の不在

- 現代資本主義では、様々な形での本位貨幣制が停止され、発券集中を伴う管理通貨制度となっている
 - 本位貨幣制: 価値尺度となる貨幣が実際に用いられて制度の中心となる貨幣制度
 - 発券集中: 銀行券の発券主体が中央銀行に一元化されていること
 - 管理通貨制: 本位貨幣制が停止されているもとの、通貨当局が通貨の発行を管理する制度
- 本位貨幣(正貨)以外の貨幣
 - 素材面から: 紙幣, 代用硬貨, 預金通貨(デジタルな存在)
 - 経済的性質から: 価値シンボル(国家の強制通用力による), 信用貨幣(債務支払いへの信用による)
 - 経済的機能
 - 価値尺度, 世界貨幣, 富の蓄蔵: 正貨しか直接にはできない
 - 流通(購買)手段, 支払手段, 不安定な価値保蔵: 正貨以外でもできる

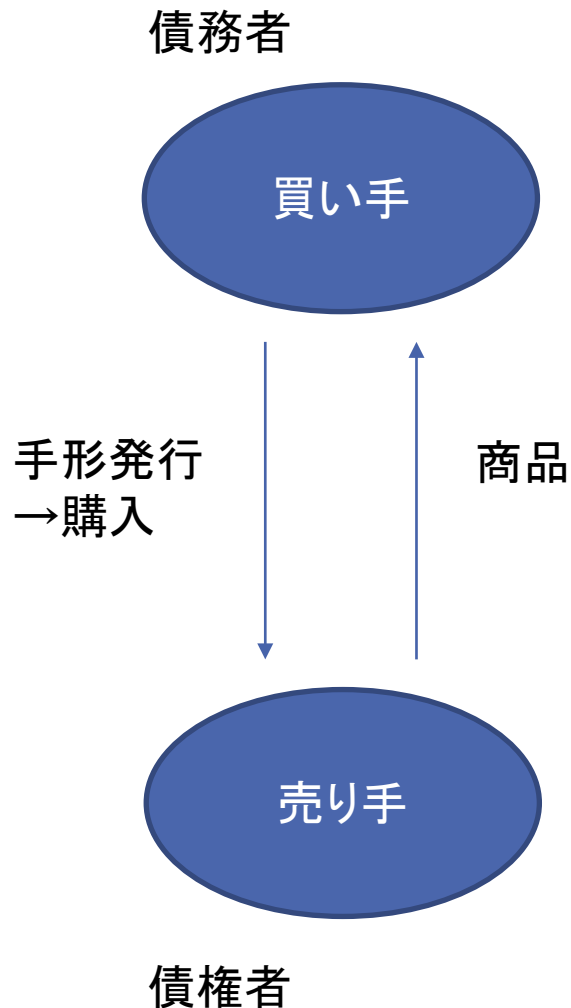
管理通貨制度における信用貨幣

- 管理通貨制度における通貨の根幹は信用貨幣である
 - 誰かの債務証券が信用によって流通しているのであり、紙切れが国家の強制通用力で流通しているのではない
 - 通貨の新規発行とは、債務証券が発行されて、それが流通するようになることである（すでに誰かが持っている貨幣と引き換えに債務証券が発行されるのではない） スライドジャンプ用
 - 通貨供給量が増えるということは、社会的に債務と債権が増えることである
- 信用貨幣発行の原理
 - 信用貨幣を発行して、給付や購買を行う（商業手形の原理）：企業の手形
 - 信用貨幣を発行して、それを貸し付ける（商業手形＋貸し付けの原理）：預金通貨，（中央）銀行券

信用貨幣の発行原理

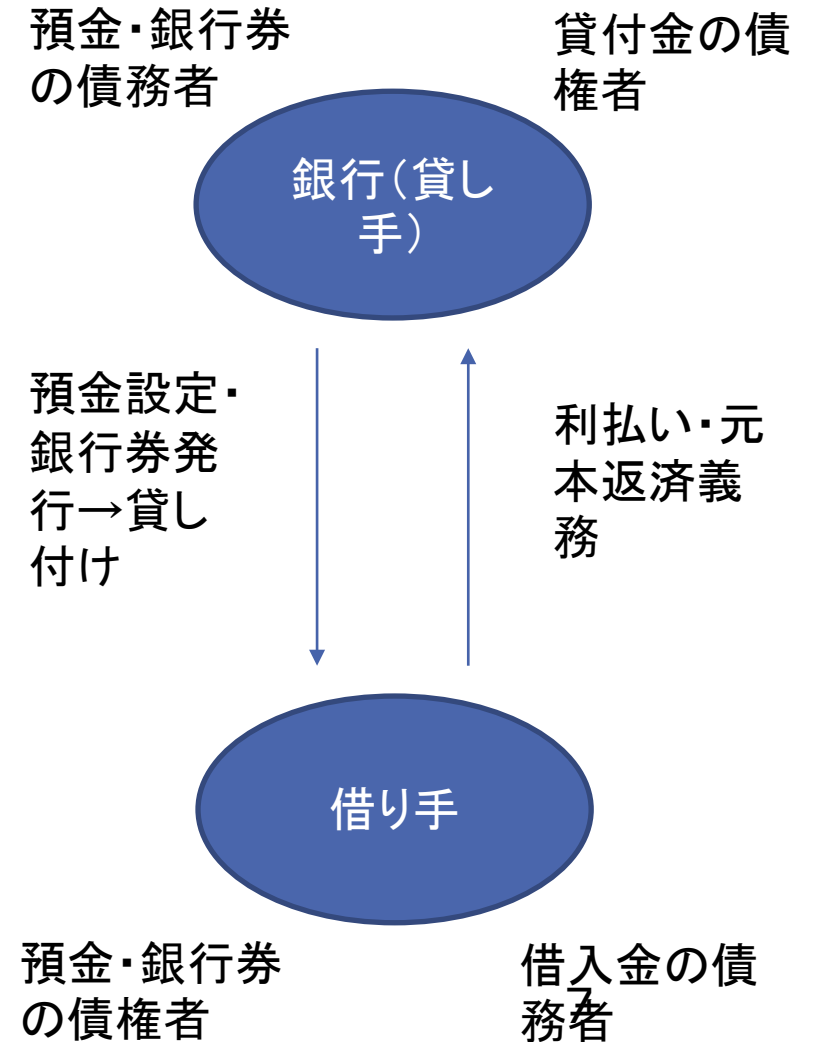
- 原形：商業手形の発行

- 貨幣としては未発達
- 通貨とは認められていない



- 典型：銀行の信用創造

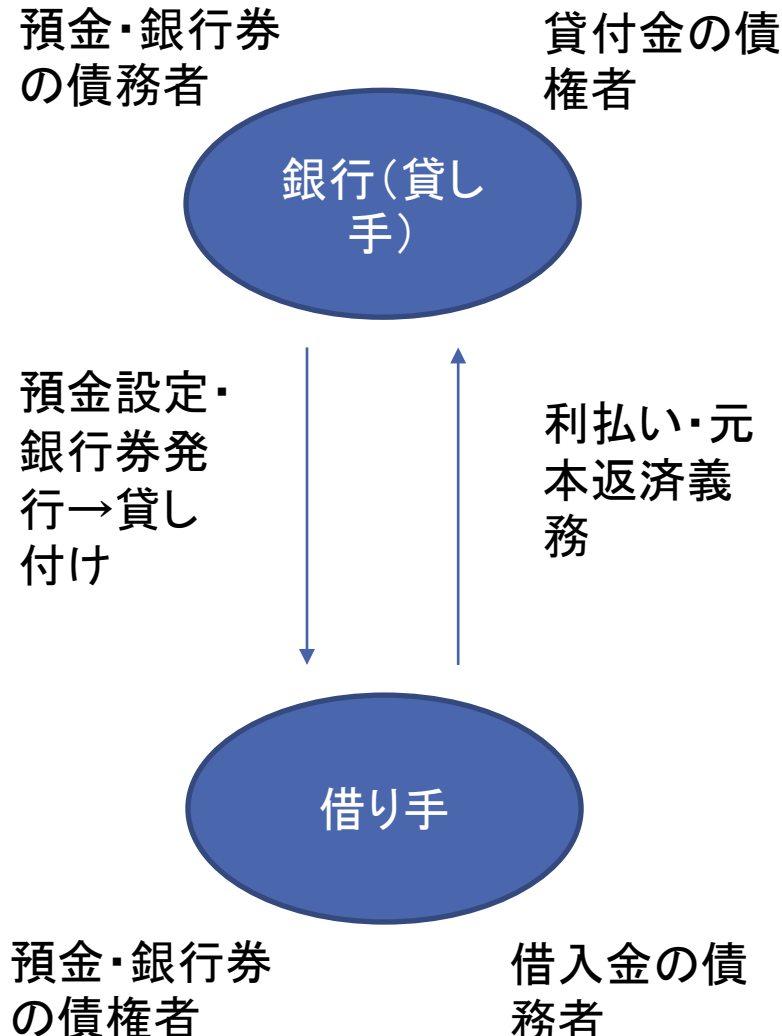
- 銀行は預金通貨や銀行券を発行して貸し付ける



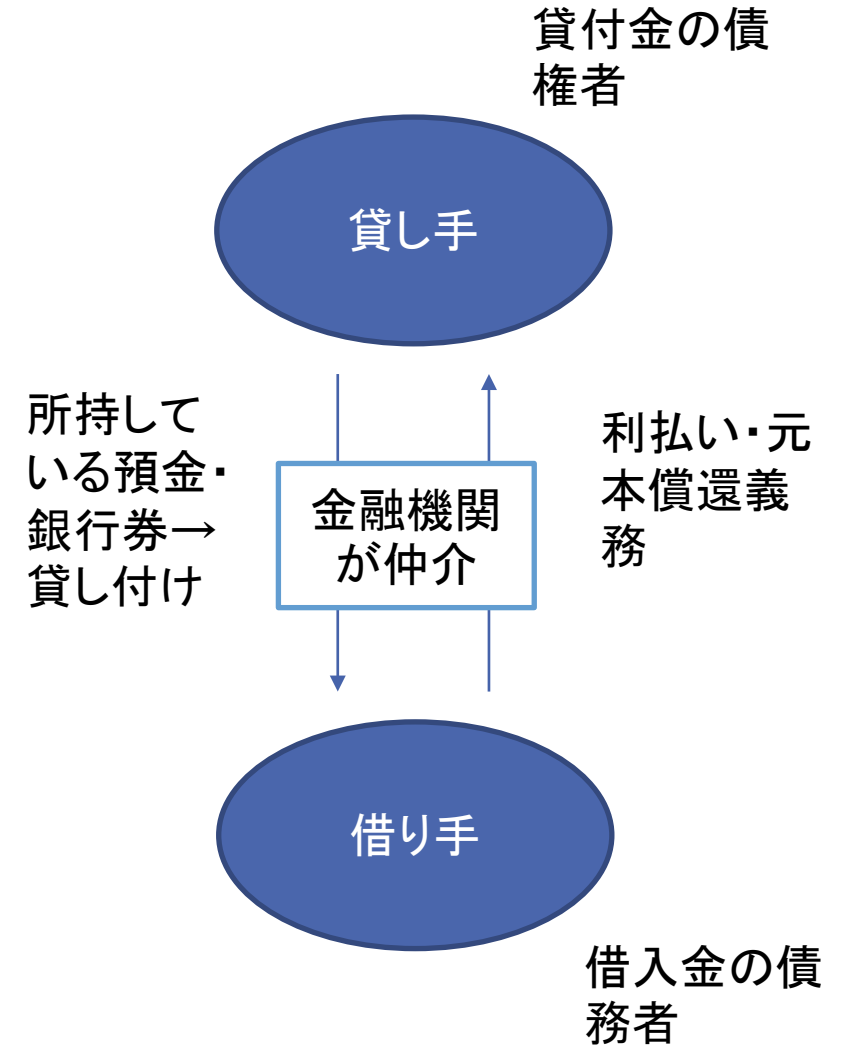
信用創造と金融仲介の違い

- 銀行による信用創造では通貨が増える

- 「間接金融」ではない。貸すこと自体には預金は必要ない
- 預金は現金引き出しに備えるため必要



- 銀行以外による金融仲介では通貨は増えない
- 既に存在している貨幣を融通する



通貨となる信用貨幣

- 広義の政府（中央銀行+狭義の政府）の債務
 - 中央銀行が金融機関に設定した当座預金
 - _____
 - 政府発行紙幣や補助貨幣
 - これは価値シンボルとして発行することもできる
- 銀行の債務
 - 民間銀行券（現代日本にはない）
 - 民間銀行が家計や企業に設定した預金（預金通貨）
 - とくに支払いに用いることができる当座預金，普通預金
- これは日本の統計ではM1, M2に相当する

正貨なき世界での信用貨幣の決済

- 信用貨幣の決済
 - 1) 正貨との交換(兌換)
 - 2) 債権・債務の相殺
 - 手形交換所での決済
 - 例: 日銀券で借りて, 日銀券で返す(日銀への債務を日銀に対する債権で相殺)
 - 3) 債務を, 債務者の債務よりも信用度の高い債務証書で返済する
 - 自分の債務を日銀券で返す(自分の債務を日銀の債務証書で返済)
- 管理通貨制度の場合
 - 1) が停止されている = 債務を正貨で返済することができない世界に私たちは生きている
 - 日銀券で返したところでそれは日銀の債務であり, 銀行預金への振り込みで返したところで, それは〇〇銀行の債務に過ぎない。2)か3)である。
 - 2)3)は可能なので, 債務返済能力に対する信用に基づき, 信用貨幣が流通する
 - 金兌換されない日銀券も銀行預金も信用貨幣であって価値シンボルではない
 - 強制通用力や根拠なき共同幻想で流通しているのではない

信用度による債務の階層性

- 信用度の高さによる債務の階層性(レイ, 2019)
 - 個人の債務→企業の債務(手形)→**ここから先が一般に流通する通貨**→銀行の債務(預金, 民間銀行券)→中央銀行の債務(中銀当座預金, 中央銀行券)→(本位貨幣制では正貨, 管理通貨制では無し)
 - 借金を1万円札で払って借用証書を取り戻す=自分の債務証書を中央銀行債務証書に置換える
 - 国際的には, 非中心国中央銀行の債務→中心国中央銀行の債務(基軸通貨国の中央銀行債務や中央銀行券)→(金本位制では**正貨**, 管理**通貨制**では無し)
- 管理通貨制度における通貨流通の基礎
 - 信用貨幣が代表する価値の安定→インフレーションのリスクを伴う
 - 債務の階層構造の安定(決済, 置き換えの連鎖の安定)
 - 上記二つがあれば, 金と交換できないことは致命的ではない

管理通貨制度における銀行の取引

- 銀行・中央銀行の取引は二つの原理に基づく
 - 原理（銀行は自行宛て債務を創造して取引。債権債務は相殺可能）
 - ただし、手形で財・サービスを買うのではない
 - 貸し付け原理（購買・販売でなく貸し付けと返済を行う）
 - ただし、既に存在する預金を又貸しするのではない
- 銀行・中央銀行は、預金を創造して貸し付ける
 - 預金＝自行宛て債務を作り出して貸す
 - バランスシートの資産側に貸付金，負債・資本側に預金生まれる
 - まず預金を集めて，それを又貸しているのではない
 - 元本が返済されれば，預金＝自行の債務を消滅させる
 - バランスシートの資産側から貸付金，負債・資本側から預金消える
 - 「自分の債務証書を取り戻したのだから廃棄する」とも解釈できるし，「自行の貸出先に対する債権と，貸出先が持つ自行債務を相殺した」ともいえる

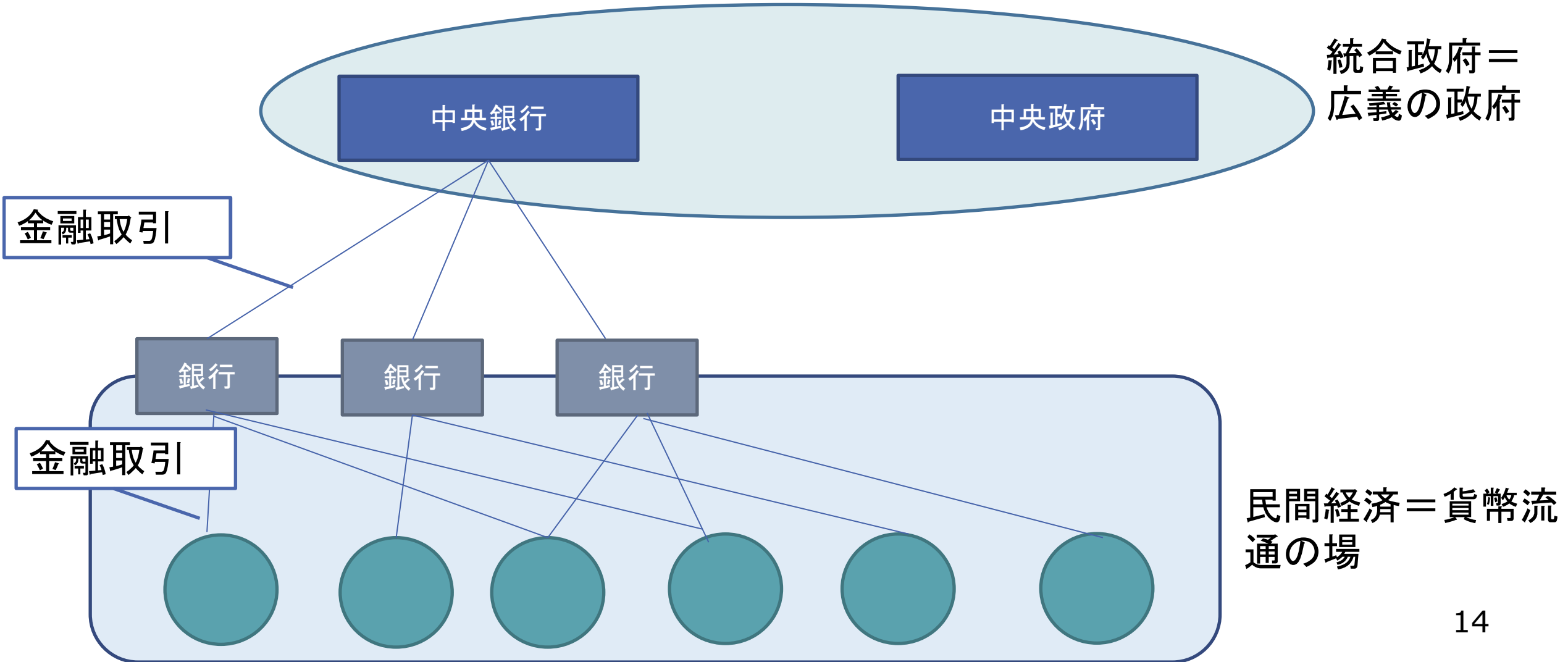
中央銀行券の発行と流通

- 中央銀行券は，中央銀行当座預金が銀行によって引き出され，さらに銀行から企業・家計によって引き出されることによって発行される
- 企業・家計が当面使わない中央銀行券や，利払い・返済のための中央銀行券を銀行に預けると，一部は銀行手持ち現金となり，大部分は_____として預けられる
- 中央銀行当座預金に預けられた中央銀行券は廃棄される
 - 中銀から見ると「自行の債務証券取り戻し」または「民間銀行に対する債権と自行債務の相殺」
 - 厳密には，額面として帳簿から消え，単なる紙という資産になる

通貨供給の概念図(金融システム)

スライドジャンプ用

※補助貨幣は略



管理通貨制度における通貨供給（金融システム）

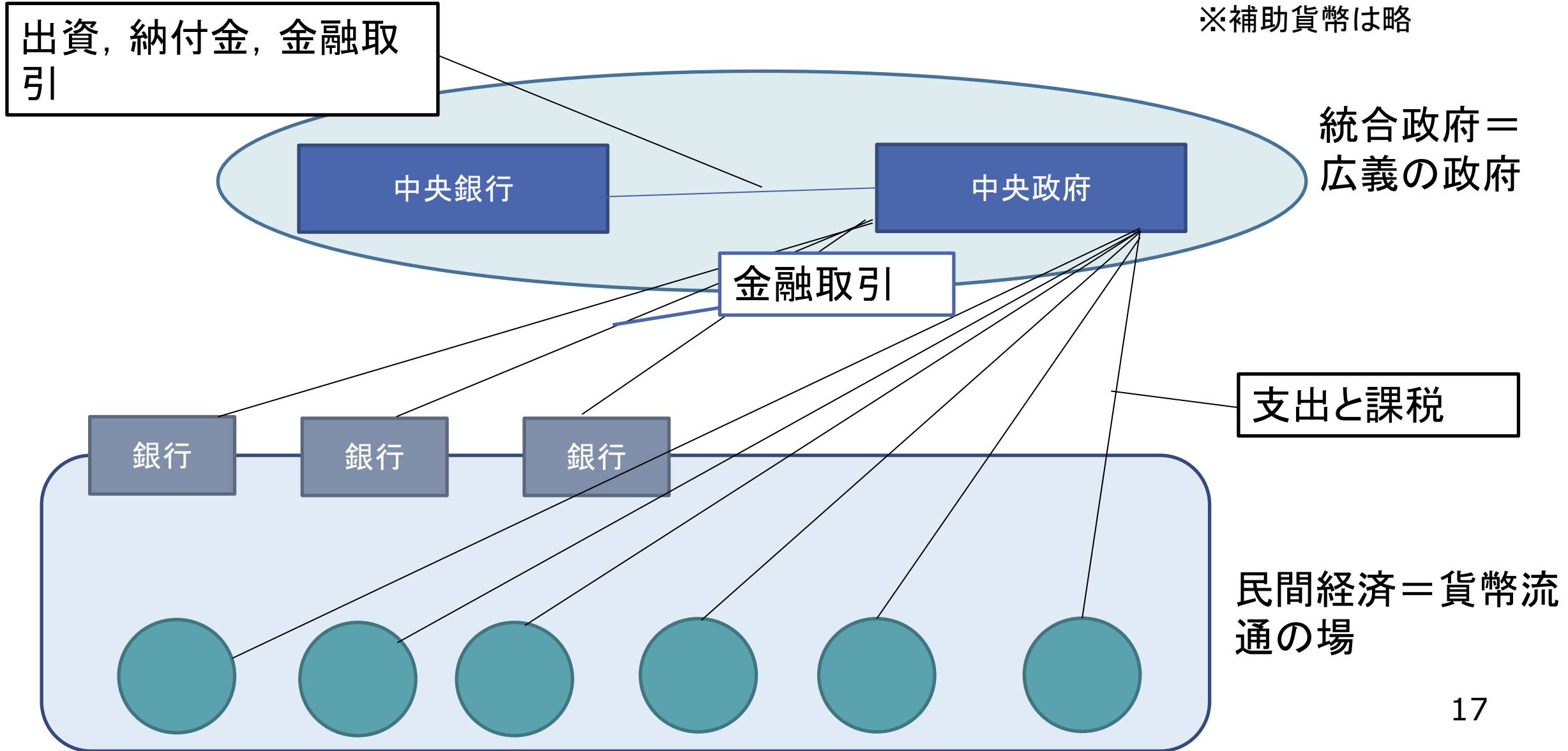
- 民間銀行→企業・家計（信用供与=貸し借りの原理）
 - 民間銀行は預金をわずかな費用で作りに出せる
 - 貸付・返済
 - 信用代位=手形割引・取り立て
- 中央銀行→民間銀行・その他金融機関（信用供与=貸し借りの原理）
 - 中央銀行は金融取引のための銀行券や預金をわずかな費用でつくりだせる
 - 貸付・返済
 - 信用代位=金融資産（国債など）の購入・売却
- 金融システムを通じた通貨供給は内生的
 - 財・サービスの流通の必要に応じて供給され、必要なくなれば流通から出る

なぜ金兌換をしなくても金融システムは成り立つか

- 国内の金融システム
 - 仮に中央銀行が債務返済を一方向的に迫られる(金で払え!)と破綻する
 - 実際には, 中銀当座預金は中央銀行が信用を供与した場合に設定されるし, 中央銀行券はその預金を引き出した場合に発行される
 - だから, 中銀当座預金や中央銀行券という債務の決済を中銀が迫られるのは, 中央銀行への返済が中銀当座預金や中央銀行券でなされるときである。それは何ら問題ない(同レベルの債務と債権の相殺)
- 国際金融システム
 - 債権債務の差額は, 通常, 債権者がドルやユーロ建ての預金(基軸通貨国の中央銀行や銀行の債務)を保持したままであるため成り立っている
- リスクはインフレーション(通貨価値下落)と, 債務の階層構造不安定化にある

スライドジャンプ用

通貨供給の概念図(財政システム)



管理通貨制度における通貨供給（財政システム）

- 狭義の政府→企業・家計（支出と課税の原理）
 - 支出（一方的給付や財・サービス購買）・課税（一方的徴税）
 - 借り入れ・返済（民間銀行，または中央銀行から）
- 財政赤字・黒字と通貨供給
 - 支出だけすれば通貨供給量は_____，政府債務が増える
 - 課税だけすれば通貨供給量が_____，政府債務が減る
- 財政赤字＝政府債務増大
 - 本質的には「統合政府債務の新規発行」
 - ただし中央銀行と狭義の政府は別機関なので，国債発行で政府預金を調達する方式をとる
 - 調達元は直接には民間銀行の中央銀行当座預金だが，究極的には中央銀行となる（統合政府債務とは中央銀行の預金か中央銀行券）。以下，具体的な仕組みを述べる

国債発行と通貨の流れ(1)

- 発行された国債を国内の銀行が買う際の通貨の流れ
 - 1) 国債発行による資金調達
 - 政府: 国債(債務)1億円発行 → 民間銀行: 国債(債権)1億円増
 - 政府: 政府預金1億円増 ← 民間銀行: 中銀当座預金預金1億円減(a)
 - 2) 政府の財政支出
 - 政府: 公共事業成果物受け取り ← 民間企業: 公共事業成果物供給
 - 政府: 小切手1億円発行 → 民間企業: 政府宛て小切手1億円増
 - 3) 民間企業の代金受け取り(銀行による立替)
 - 民間企業: 政府宛て小切手を銀行で換金 → 銀行: 政府宛て小切手受け取り
 - 民間企業: 預金(債権)1億円増 ← 銀行: 預金(債務)1億円増
 - 4) 銀行による取り立て
 - 銀行: 小切手を政府に提示 → 政府: 小切手消滅
 - 銀行: 中銀当座預金預金1億円増(b) ← 政府: 政府預金1億円減

国債発行と通貨の流れ(2)

- 結果
 - 政府：国債債務1億円増
 - 民間銀行：国債債権1億円増。中銀当座預金±ゼロ。預金(債務)1億円増
 - 民間企業：預金(債権)1億円増
 - 通貨供給量(マネーストック)：預金通貨1億円増
- aとbの間にはタイムラグがある。一時的な金利上昇に対しては、通常は中央銀行が国債を一時的に買って金利を維持する
- 以上は、民間銀行の中銀当座預金が十分にあることが前提
 - 具体的には、法定準備を越えた超過準備預金があること
 - 十分でない場合は中央銀行が買いオペレーションを行い、事前または事後に日銀当座預金を銀行に供給する

国債発行と通貨の流れ(3)

- 銀行が購入した国債を事後に中央銀行(日銀とする)が買い上げる場合の通貨の流れ
 - 5) 日本銀行による買いオペレーション
 - 日銀: 国債1億円増 ← 銀行: 国債1億円減
 - 日銀: 当座預金(負債)1億円増 → 銀行: 当座預金(資産)1億円増
- 結果
 - 政府: 国債債務1億円増
 - 中央銀行: 国債債権1億円増。中銀当座預金(債務)1億円増
 - 民間銀行: 中銀当座預金1億円増。預金(債務)1億円増
 - 民間企業: 預金(債権)1億円増
 - 通貨供給量(マネーストック): 預金通貨1億円増

国債発行は民間資金を吸収しない(レイ, 2019)

- 通説「政府が国債を発行すると民間資金(貯蓄)を吸収する」は誤り
 - 国債を銀行や中銀が保有するならば, 民間資金を吸収するどころか, 民間資金(通貨供給量)を増やす
 - したがって国債発行はカネのクラウディング・アウトによる金利上昇をもたらさないし, 民間の資金需要と競合しない(民間の物資調達とは競合することがある)
- なぜか: 本質的には「政府債務証券の新規発行」だから通貨供給量が増える
スライド6参照
 - 本質的理由: 政府が手形を発行して支出しているため, 政府債務の発行分だけ通貨供給量は増える(民間が持っていた資金を引き抜いたのではない)
 - ただし, 狭義の政府と中央銀行は別主体なので, 支払い要求があったら, 多くの国では政府は自分の債務証券(政府貨幣)で払うのではなく, 中央銀行債務(中央銀行預金が中央銀行券)を調達して支払わねばならない。だから, 国債を発行して政府預金を確保しておく必要がある
 - その際の国債代価は, 中銀当座預金(銀行引き受け)か中央銀行(買いオペした場合)によって供給されるので民間資金を引き抜かない

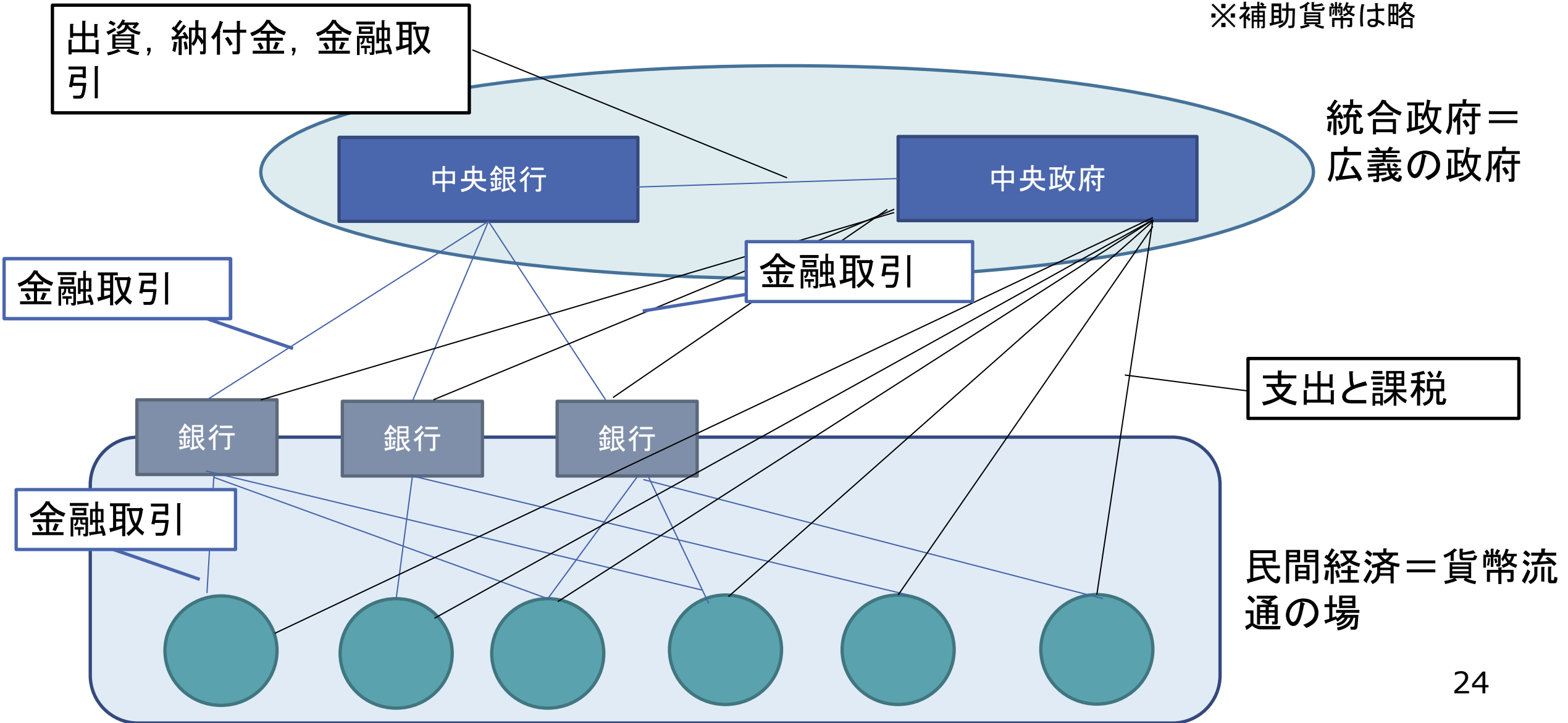
中央銀行と国債

- 財政ファイナンスに対する規制
 - 中央銀行が直接政府に融資することを財政ファイナンスと言う。融資できるなら国債発行は必要なく、中央銀行が国債を引き受けるなら国債は流通しない。
 - 財政ファイナンスは日本を含めて規制されている国が多い。財政膨張の制度的歯止めを失うからであり、日本の場合は戦前の教訓(Ⅲ-2)
- 事実上の財政ファイナンス
 - 国債引き受けの原資は直接には銀行の超過準備であるが、不足すれば中央銀行が当座預金を増加させて引き受ける。すると財政拡張を中央銀行が支えていることになり、事実上の財政ファイナンスになる
 - 世界金融危機以降、各国の財政拡張により、事実上の財政ファイナンスが進行している
 - 事実上の財政ファイナンスは、中央銀行の信用供与で財政を支えるという点では真正の財政ファイナンスと変わらないであるが、民間銀行が国債の信用度を評価して購入することが、財政膨張の歯止めとなっている
- (事実上のものを含め)財政ファイナンスがあってもなくても、財政赤字は通貨供給量を増やす

通貨供給の概念図(総合)

スライドジャンプ用

※補助貨幣は略



通貨供給の概念図の説明

- 直接に通貨を供給しているのは民間銀行の信用供与である
 - 貸付・返済, 割引・取り立てにより預金通貨が増減する
 - 預金が引き出される時には中央銀行券を引き渡す
 - 貸し倒れリスク, 銀行間決済のリスク, 中央銀行券需要に対応して準備金(手持ち中央銀行券+中銀当座預金)を持つ必要がある
- 中央銀行は金融取引により間接的にのみ通貨を供給する
 - 中央銀行のオペレーションで銀行の準備金＝中銀当座預金を供給。それはまだ民間に通貨として供給されていない(マネタリーベースだがマネースtockではない)
- 政府は支出と課税により財・サービスの取引も金融取引もできる
 - 支出だけすれば通貨供給量は_____, 政府債務が増える
 - 課税だけすれば通貨供給量が_____, 政府債務が減る

一国の経済成長と通貨供給

- 経済が成長すれば財・サービスの流通に必要な貨幣量は増加する。これは、信用システムを通じた貨幣供給により賄われる
 - 内生的＝民間の経済主体の要求がなければ貨幣は供給されないという意味
 - 銀行による貸し付けと返済は元本がゼロサムで、金利を考慮すれば回収される通貨の方が多い
 - 経済成長とともに必要とされる通貨は、貸し付けが返済を上回り続けることによって供給される
 - 中央銀行と銀行の総債務が増えるが、債権と債務は同時に増えるので純債務は増えない
- しかし、経済政策上の理由で、政府の財政システムを通じた貨幣供給が行われることもある
 - 外生的＝政策当局が実質的に貨幣を供給できるという意味
 - 政府が財政赤字を出せば通貨供給量は増加し、財政黒字を出せば通貨供給量は縮小する
 - 政府による外生的通貨供給は経済成長をもたらすこともあり、インフレをもたらすこともあり、バブルをもたらすこともある
 - 財政赤字が拡大すると、狭義の政府の純債務が増える
- マクロ経済政策において金融政策に限界があり、財政政策を重視せざるを得なくなることから、財政赤字の恒常化(＝政府債務の累積)が起こる(具体的には後述)

1－(2) マクロ経済における供給と需要

財政・金融政策による経済的介入の必要性

- 管理通貨制度の下での通貨供給の調整
 - 通貨発行自由化でもしない限り, やらないことはありえない
 - 非自発的失業を解消するための有効需要の創出・調整
 - 所得再分配
 - 市場で供給され難い公共財の供給
 - 規模や不確実性に対するリスクの軽減
- 下線部を達成するための財政・金融政策の経済学的把握のために, 以下, 最小限のマクロ経済理論の解説を行う

GDPの三面等価

- 生産：国内総生産（中間投入を除き付加価値を合計）→供給
 - 1次産業＋2次産業＋3次産業（政府サービス，非営利サービス含む）
- 所得：国内総生産（国民所得＋生産・輸出品課税－補助金）
 - $\frac{\text{国民所得}}{\text{税－補助金}}$ ＋財産所得＋企業所得＋生産・輸出品に課される
- 支出：国内総支出→需要
 - $\frac{\text{民間住宅投資} + \text{民間企業設備投資} + \text{民間在庫品増加} + \text{政府最終消費支出} + \text{公的固定資本形成} + \text{公的在庫品増加} + \text{輸出} - \text{輸入}}$

需要と供給の諸問題(1)

- GDPギャップ(II章, III章スライド参照)
= 需給ギャップ = (実際のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP
 - 潜在GDP: 現存する経済構造の下で, 利用可能なすべての資源を利用した場合に達成可能なGDP = 供給可能水準
 - 潜在成長率: 潜在GDPの成長率
 - 実際のGDP: 実際の総需要
 - GDPギャップの存在は, 利用されていない労働力(失業)や遊休設備や在庫があることを示唆する

需要と供給の諸問題(2)

- デフレ＝持続的な物価水準の低落。通常は不況によって生じる
 - 需給ギャップの存在＝需要不足→物価の低下(不況を反映したデフレ)
 - 不況→デフレ→不況の悪循環
 - 販売不振→価格低下→投資減退・雇用縮小→需要減・失業増→販売不振
- ただし、独自要因によるデフレもあり得る
 - 通貨供給量を政策的に絞りすぎたことによるデフレ
 - 海外からの重要輸入品(原油など)の価格低下によるデフレ

需要と供給の諸問題(3)

- インフレ＝持続的な物価水準の上昇。好況・景気過熱と併存しやすい
 - 需要拡大→物価の上昇(好況を反映したインフレ)
 - 好況→インフレ→好況の循環
 - 価格上昇・実質賃金下落→投資増加・雇用増加→失業減・需要増→価格上昇
 - ただし、需給ギャップが解消すると、それ以上に買い手が購入しようとしても供給を伴わないので実際の需要・所得は増加せず、ただ物価だけが上昇(悪性のインフレ)
- ただし、独自要因によるインフレもある
 - 財政赤字で通貨供給量が外生的に増大したのに財・サービス流通量が増えないことによるインフレ(貨幣的インフレ)
 - 海外からの重要輸入品の高騰(原油など)によるインフレ
 - ボトルネックや独占価格によるインフレ

需要と供給の諸問題(4)

- 経済成長のためには
 - 供給側政策: 供給の天井 = 潜在GDPを引き上げる
 - 需要側政策: 有効需要(貨幣支出を伴う需要)を引き上げて現実のGDPを引き上げる
- マクロ経済政策の目的は経済成長と失業の解消 + α 。その公共的意義は弱者救済だけではなく経済効率からも言える
 - 国民所得が大きくなる
 - 無駄がなくなり資源が有効利用される。とくに失業(_____無駄)がなくなる
 - _____(インフレを加速させない失業率)程度まで失業率を下げる
 - それらを, 将来社会にとって有効な設備や制度が生まれるように行う(小野(2007))

供給側：潜在GDPの成長

- 成長会計([Ⅲ章スライド参照](#))の論理で考える
 - 労働投入を増やす(労働の質の向上を含む)
 - 資本投入を増やす
 - 生産性(TFP)を向上させる
- 生産性のイメージに注意：以下どちらでもいい
 - 今までと同じことを短時間で行う(プロセス・イノベーション)
 - 高い価格で売れる新製品を生み出す(プロダクト・イノベーション)
- 政策方向
 - 人口増加促進(減少抑制)
 - 技術開発支援策
 - 教育・訓練体制の整備
 - 起業促進
 - 産業化促進(産学官連携など)
 - 生産性向上のための労働政策

供給側政策に関わる論点(1)

- 成長の天井は長期的には重要問題
 - 経済の長期展望の上での問題(技術や生産方法の変化という長期の問題)
→では, 政策として常に供給側政策を重視すべきかということそうでもない
- 供給側改革のパラドックス
 - GDPギャップがなく, 成長の天井が低いことが問題の時は有効
 - 例: 途上国が外貨制約で成長できない(需要増→輸入増→外貨不足)ときに, 国産の財・サービスに競争力があれば, 輸入品を代替できる
 - GDPギャップがあるときに天井が上がると_____
 - 個々の企業が労働者を削減して生産性をあげると, 社会的には失業者が増える
 - 新製品ができて売れないと意味がない
 - 効率改善型イノベーションは市場も雇用も作らない(クリステンセン&ビーバー, 2014)

供給側政策に関わる論点(2)

- 供給は需要を伴わないと意味がない
 - 物々交換なら、必ず供給＝需要(セー法則)
 - ところが貨幣経済だと違う。貨幣は単なるベールではない(マルクス, 2019; ケインズ, 2008)
 - 貨幣に価値保蔵機能があるため、遊休することがある。支出されなければ需要にならない
 - 片方に売れないマンション, 他方にホームレス, という状態が持続することがありうる
- 市場創造型イノベーションの重要性(クリステンセン&ビーバー, 2014)
 - 新市場を開き, 雇用を増やす
 - そのために必要なことは, 科学・技術の上で最先端なこととは限らない。本質的なのは市場拡大。それはローエンド市場から始まることが多く, 一見すると性能が劣り, その代わりに別の美点があるようなプロセスやプロダクト

需要側考察のためのモデル

- 対外貿易・投資を捨象すれば, 貯蓄と投資は事後的には必ず等しい
 - 総需要の決定: $Y=C+I$ (貿易を捨象) (Y :国民所得, C :消費, I :投資)
 - 得られた所得の分解: $Y=C+S$ (S :貯蓄)
 - $I=S$ (これは, 「投資が貯蓄を決める」と読む。後述)
- 需要不足とは, 消費と投資を合計しても潜在的GDPが実現できず, 非自発的失業が存在していること
 - 自発的失業: 今の賃金では働きたくない。もっと賃金が高ければ働く
 - 非自発的失業: 今の賃金で働きたいが雇ってもらえない

非自発的失業は労働需要を拡大しないと解決しない

- 実質賃金が w の状態
 - 労働需要＝雇用量は N
 - A と労働供給曲線との間の線分だけ非自発的失業
 - 実質賃金が w' に下がれば失業は減少
- ところが労使では_____しか決められない
 - 貨幣賃金を切り下げれば物が売れなくなり、物価が下がる
 - すると実質賃金は上がるので雇用量は N から動かない
- 投資が増えて労働需要曲線が右にシフトしないと解決しない

非自発的失業

投資と消費を左右する要因：流動性選好

- 貨幣の特性
 - 流動性：貨幣の便益としての交換可能性と安定性
 - 利子＝流動性を手放すことに対する報酬
 - 他の財・資産との違い
 - 簡単に増やせない
 - 増やすだけでは雇用は生まれない
 - 他の財・資産で代替できない
 - 需要が増えてもその魅力が落ちない（他の資産は、需要が増えれば価格は上がり利回りが下がる）
- 流動性選好により貨幣が求められると、経済全体の需要が不足する（小野, 2007）
 - 消費性向低下＝消費の抑制
 - 利子率高止まり→投資の抑制
 - なお、貨幣以外の金融資産が求められとバブルとなる

投資を左右する要因：資本の限界効率（1）

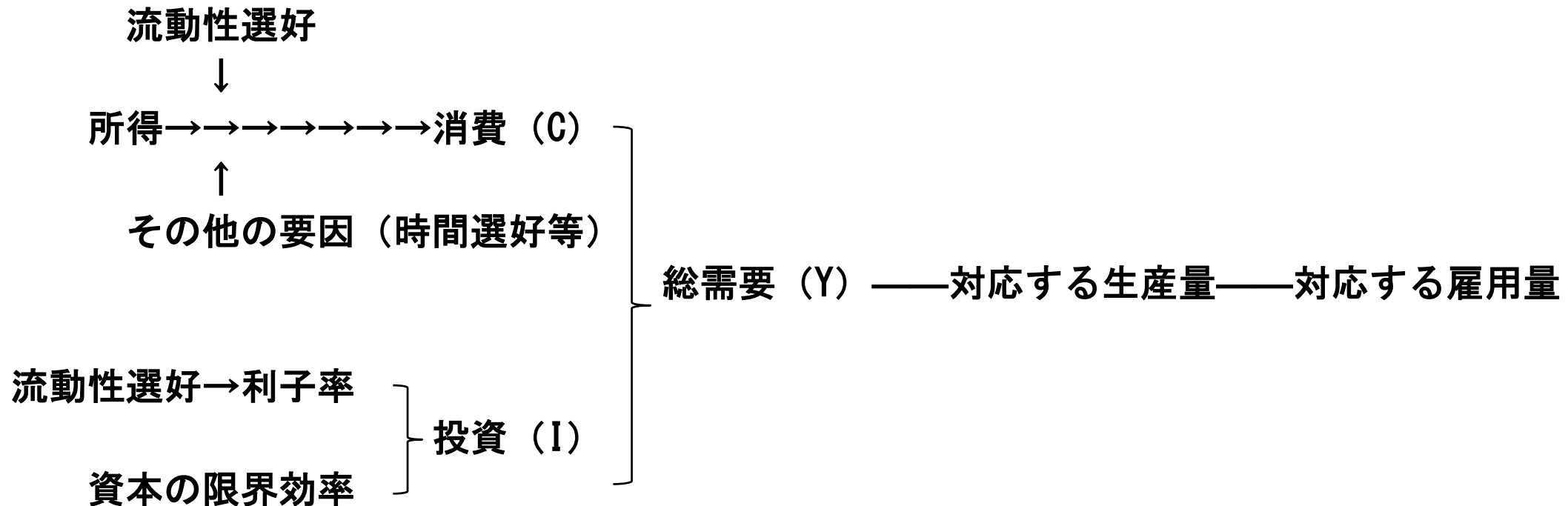
- 資本の限界効率：期待利潤率
 - 企業家は、「資本の限界効率 $>$ 利子率」なら投資
- 資本の限界効率の不確実性
 - 株式市場の「美人投票」(ケインズ, 2008)(原著1936年)。大衆心理により左右されて株価は決まる
 - 美人コンテストの結果を的中させるためには、自分の基準で美人と思う人でなく、周囲の多数が美人と思うであろう人に投票しなければならない。全員がそうすると、誰も自分自身の美人の基準を表明していないのに美人コンテストは実施されることになる
 - どの株式が値上がりするかを的中させるには、自分の基準で優良企業と思う企業でなく、周囲の多数が優良と思う企業の株式を購入しなければならない。全員がそうすると、誰も自分自身の優良企業の基準に従っていないのに優良企業扱いされた企業の株価は上がる

投資を左右する要因：資本の限界効率（2）

- （続き）
 - 逆に，周囲の基準を顧みないビジョンによる投資もありうる
 - 株価を基準にした投資決定は，期待，企業家精神，ビジョン，価値観等々に依存する
- 投資決定の不確実性
 - 利子率は流動性選好（現金，金融資産への選好）に左右される
 - 資本の限界効率は，期待，起業家精神，ビジョン，価値観に左右される

有効需要の決定

- ケインズ『一般理論』の定式化以来発展させられた
- 総需要の決定要因
 - 消費(所得, 流動性選好, 時間選好などその他の要因に規定される)
 - 投資(利子率, 資本の限界効率に規定される)



需要拡大には投資と消費を増やすのが有効で、貯蓄性向を高めると逆効果（伊東, 2006, pp.96-100）

- 投資を増やして雇用を増やし、消費も増やすand/or貯蓄性向を低めて消費性向を高めるのが需要増の基本策
- もし貯蓄性向を高めると――投資(I)が決まり貯蓄(S)がそれにしたがうから
 - 例: 誰もが貯蓄性向を0.1から0.125にしたら? (=消費性向を0.9から0.875にしたら)
 - $Y(100) = 90(C) + 10(I)$ ($100 - 90 = 10(S)$)
 - $Y(97.5) = 87.5(C) + 10(I)$

$97.5 \times 0.875 \doteq 85.3$

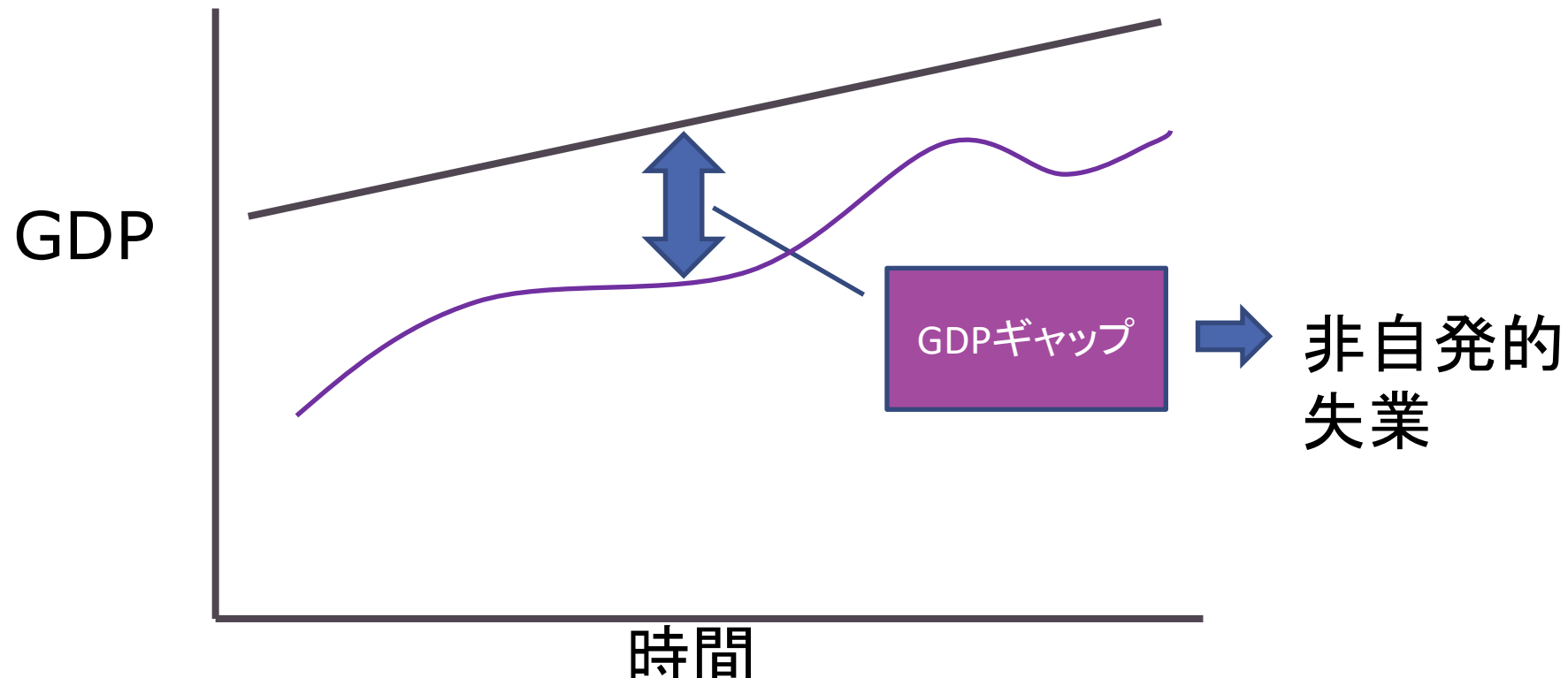
 - $Y(95.3) = 85.3(C) + 10(I)$

$95.3 \times 0.875 \doteq 83.4$

 - $Y(93.4) = 83.4(C) + 10(I)$
 -
 - $Y(80) = 70(C) + 10(I)$ ($80 - 70 = 10(S)$).....でようやく下げ止まる
 - $80 \times 0.875 = 70$, $80 \times 0.125 = 10$
- 諸個人が生活防衛のために節約し、貯蓄を増やすと不況は悪化する(_____)

成長の天井と現実の経済（再掲）

- 成長の天井（潜在GDP）＝供給の天井＝完全雇用時の経済
- 現実の経済（GDP）＝需要不足により供給が天井に達しない
＝非自発的失業の発生



経済政策における「成長」と「分配」(1) (松尾, 2016を参考に)

- 「需要増による成長促進」(各種景気対策)の意義
 - 失業が発生しているときには必要。失業は人的資源の無駄であり, 格差と貧困のもと
 - 完全雇用達成時には実効性なし。ただインフレになるだけ
 - 物的生産能力停滞, ボトルネック, 独占などにより, 完全雇用達成前にインフレになることもありうる
- 「生産性向上=供給増による成長促進」の意義
 - 失業が大きいときに潜在成長率を引き上げると, さらに失業が増えるだけ
 - 完全雇用達成時に引き上げると, 成長の天井が引きあがる。需要がつかれば完全雇用を維持しながら成長できる。ついてこないと不況に陥る

経済政策における「成長」と「分配」(2)

- 失業が存在する時の成長と分配の関係
 - 需要増による成長促進=失業解消が分配改善(格差・貧困軽減)の基礎になる。
 - 需要の「成長は分配の必要条件」になる。十分条件ではない
 - 供給増を一方向的に図ると失業者が増えて格差は大きくなる。
 - だからどのような成長か, 誰の利益になるか, 分配改善につながりやすい成長かどうかが問題
- 成長の天井に近いときの成長と分配の関係
 - 「(供給)成長か分配か」は背反になる。
 - 「(供給)成長と(需要)成長の両立」と「分配改善」の同時追求が望ましい

経済政策における「成長」と「分配」(3)

- 成長を追求する立場に立つ場合
 - 需要重視か供給重視か，どんな局面でどちらを重視するかが重要。
 - どんなときでも「生産性向上による供給増が大事」というのは，個々の企業や産業にとっては妥当だが，マクロ的には正しくない
- 分配を重視する立場に立つ場合
 - 制度改善によって，格差・貧困を縮小することは，常に重要になる。
 - ただし，どんなときでも「分配が重要だから成長は追求しなくていい」と一般化するのには正しくない

1－(3) 金融政策と財政政策の理論

需要をどう刺激するか (I) 金融政策 (1)

- 主体:中央銀行
- 0) 金融政策は, 必ずやらねばならない
 - 管理通貨制度の下で通貨管理をせざるを得ないので, 金融政策をやらない「小さな政府」はあり得ない
- 1) 利子率を下げ, 投資と消費を促す (伝統的方法)
 - 民間銀行への貸付金利 = 公定歩合の操作 (規制金利の時代)
 - _____ (この場合は買いオペレーション) で短期金利を低く誘導 (国債購入, 他の金融資産を購入) (金利自由化, 国債累積の時代)
- 2) 市中銀行が中央銀行に持つ支払準備率を操作 (伝統的方法)
 - あまり本質的でなく, 今日ほとんど使われない
- 20世紀末から1)の効果が薄まり (ゼロ金利の限界), 非伝統的方法が大規模に導入されている

需要をどう刺激するか (I) 金融政策 (2)

- 3) 銀行が持つ中央銀行当座預金を増加させ、通貨供給を促す (量的金融緩和)
 - 公開市場操作で国債, 他の金融資産を購入
 - 低利または無利子の中銀当座預金増加により, 銀行はより高い収益を求めて貸し出しを増やす動機を持つ。また流動性を得て貸付をしやすくなる
- 4) 金融市場のリスク・プレミアムを下げて投資を促す (質的金融緩和)
 - 長期国債, 社債, 株式, 投資信託などリスク性のある金融資産を購入
- 5) 期待に働きかける政策 (リフレーション政策)
 - 中銀が物価上昇率にコミットしながら1)3)4)を行い, インフレ期待を生み出して通貨供給量を膨張させ, 投資・消費を刺激する

金融政策はどこまで有効か(1)

- 不況期に利子率を下げるべきことについては、意見の相違はない
 - 国際環境を考慮すると違ってくるが(資本流出→為替下落がありうる)
- 利子率が下げれば、その分だけ必ず投資と消費は促進されるか？
 - リフレ派の肯定論(岩田, 2013など)と否定論(伊東, 2006; 小野, 2007など)があり、日銀の「量的・質的金融緩和」は肯定論に依拠している。だが、川端は否定論に立つ
 - 投資決定は利子率と予想利潤率の関係に依存する
 - 予想利潤率に_____が大きいため、利子率のみ操作しても効果があるとは限らない
 - 貯蓄は利子に依存しない。所得の大きさ、流動性選好、その他の諸要因に依存する。もともと金利がゼロに近い時、金利引き下げにより貯蓄が消費に回ることはない

金融政策はどこまで有効か(2)

- 中央銀行が買いオペレーションをすれば、通貨供給は増えるか
 - 外生的貨幣供給論による肯定論(岩田, 2013などリフレ派)と内生的貨幣供給論による否定論(松本, 2013など)がある。川端は1-(1)で見たように後者に立つ
 - 中央銀行が銀行から国債や金融資産を購入しても、直接には銀行が中央銀行に持つ当座預金が増えるだけ。まだ市中には通貨は供給されない
 - 銀行に対して借り入れ需要があつてこそ、信用創造で通貨供給高が増える
 - 中央銀行は引き締めは効果的にできるが、緩和は必ずしもそうではない(紐の理論)
- 「期待」に依存したリフレーション政策の含意
 - 中央銀行が「インフレを起こすこと」にコミットすれば、人々が「インフレ期待」をもち、実質利子率が下がって投資が増え、貯蓄が減って消費が増えるという考え
 - リフレ派は現実の需要より先に「インフレ期待」が起きることを想定している(「好況だからインフレになる」のではなく、「人々がインフレを期待するから好況になる」とかんがえている)
 - リフレ派は「中央銀行が通貨供給量を増やすことができる」という虚偽の命題に依存しており、そこがおかしい。アベノミクス下での実際は次節で詳述。

需要をどう刺激するか(Ⅱ) 財政政策(1)

- A) 赤字財政により直接所得を増やす
 - $Y=C+I+G-T$ (G:政府支出, T: 税金)
 - 政府債務が増加。多くの国の法制では国債発行が必要
- B) 消費性向の低い人から徴税し, 消費性向の高い人に給付する
 - _____の差の分だけ需要が増える
- C) 公共事業により人を雇う
 - 税金増で行うなら総需要はプラマイゼロ
 - 労働需要は増え, 失業者は一時的に減る(翌期はまた失業するが)

需要をどう刺激するか(Ⅱ)財政政策(2)

- D) 公共事業により人を雇い, 有益な財・サービス(のための資産)をつくりだす(小野, 2007, 2012)
 - 税込増で行うなら総需要はプラマイゼロ
 - 労働需要は増え失業者は減る
 - 生産された財・サービスの価値の分だけ社会の便益が増す
- E) 上記手段で間接的に投資・消費を促進
 - 公共事業関連分野の期待利潤率向上による投資拡大
 - 失業者減少によるデフレ(物価下落)の緩和。投資促進
 - 社会不安の緩和。投資と消費促進

赤字財政は有効需要を拡大できるか？(1)

- 財政赤字によって有効需要を刺激できるかどうかについては、経済学者の意見は大きく分かれる
- 需要拡大不可能論：リカード・バローの中立命題
 - 政府が財政支出のために国債を発行してお金を借り入れたら、将来時点での増税によって返済しなければならない
 - それを国民が予想して行動すれば、現在の需要増分だけ将来需要が減退することを理解するので、消費や投資を増やしたりはしない(貯蓄を増やすだろう)
 - この見地に立つと前スライドの財政政策A)は無意味ということになる。そこから「財政政策など行わず、財政規模は最小にすべき」という小さな政府論も現れる
 - だが、この見地に立っても、実はB)C)D)E)はスライドに記した範囲で有効である(小野, 2007, 2012)。とくに非自発的失業解消にはC)D)が必要。この見地からは不況期には「財政は赤字にせず、ただし増税をしてでも財政政策を行うべき」となる

赤字財政は有効需要を拡大できるか？(2)

- 需要拡大可能論(主流理論):リカード・バローの命題は, 少なくとも完全には成り立たない(現在の実務を支配する考え)
 - 増税を先送りすることが可能なときに, 人々は将来の増税を完全に織り込んで行動などしない
 - 例:1980年代アメリカの「双子の赤字」。財政赤字拡大期に人々は貯蓄を増やさず消費した
 - 赤字財政政策が経済拡張効果を発揮する程度を規定するもの(野口, 2015, 第5章)
 - その政策に対する人々の消費・貯蓄行動←増税をどのように行うかという政府の財政政策スタンス
 - この見地に立つとA)も有効である上に, _____を国債発行によって行えばプラマイゼロではなくなり, 需要を拡張できることになる(野口, 2015; 松尾, 2016)。「不況期には財政赤字をためらわずに財政を拡張すべき」となる。
 - ただしこの見地に立つと, 財政赤字が大きくなると, クラウディング・アウト(国債発行により民間資金需要が押しのけられる)による金利上昇, インフレーション, 債務の持続性に問題が生じることになる。

赤字財政は有効需要を拡大できるか？(3-1)

- 需要拡大可能論(現代貨幣理論=MMT)(レイ, 2019):リカード・バローの命題は全く成り立たない。川端は4-(1)の信用貨幣論からみてこれが正しいと思う
 - 通貨発行権を持つ政府は、債務が自国通貨建てであればデフォルトしない。なので、債務を恒常的に背負い続けることは可能
 - 財政赤字は通貨供給量を増やすし、国債は銀行の持つ超過準備預金によって引き受けられ、中央銀行の信用供与でバックアップされるので、民間資金を圧迫しない
 - 管理通貨制度の下で、政府が完全雇用を政策目標にするならば、財政赤字は必然であり、ある程度までは望ましいので、政府債務が完済されることを前提にしたリカード・バローの中立命題は問題の立て方がおかしい

赤字財政は有効需要を拡大できるか？(3-2)

- なぜ、完全雇用を目指す限り財政赤字は増え続けるのか？
 - 経済成長に必要な通貨供給は、すなわち債務の創造
 - 不況期の非自発的失業発生は不可避
 - 金融緩和＝金融システムを通じた通貨供給増(債権・債務の同時増)には限界がある(IV-1-(3))
 - 財政拡大＝財政システムを通じた通貨供給増(政府純債務の増)が必要
- この見地に立つとA)も有効である上に、C)D)を国債発行によって行えばプライマイゼロではなくなり、需要を拡張できることになる。
「不況期には財政赤字をためらわずに財政を拡張すべき」となる

赤字財政は有効需要を拡大できるか？(3-3)

- 赤字財政の有効性は、実施する政策内容が、効果的に資源を動員し、失業を減らせるものであるかどうかにかかっている
 - カネの動員に困難は小さい
 - 財政支出が需要(投資+消費)に結びつくには、貯蓄されないことが必要条件
 - 例: 減税や補助金や給付金が預金や金融資産に回ると効果がない
 - 投資や消費に結びつき、価格上昇に吸収されないことが必要条件
 - 適度な価格上昇は好循環を生む
 - 生産能力がフル稼働し、非自発的失業が解消されてからも赤字財政を続けると悪性インフレになるだけ
 - 制約は物的生産能力停滞, 独占, 労働力ミスマッチ, ボトルネックの存在など
 - そして、有効でない政策を促進してしまう利害関係や錯誤

財政赤字のサステナビリティ(1)

- 政府債務累積の危険についての通説的指摘
 - 増税による債務返済の困難→後の世代の負担
 - 大衆民主主義の下での公共的意思決定において、各自が自分の効用最大化を追求すれば必然的に財政赤字を引き起こす(_____)
 - 大企業が財政に寄生して財政赤字を引き起こす(国家独占資本主義論)
 - 国債価格と通貨価値の暴落による信用不安, 金融機構の麻痺
- しかし, 仮に主流理論によるとしても, 財政赤字は, 現在世代全員が借金して消費し, その返済を後の世代全員に負わせているのではない
 - 受益者は, 所得が増えた現在世代だけと限らない。借りた金を使って後の世代が使える資産を残していれば後の世代にも受益が及ぶ
 - 後の世代では所得が納税者から国債保有者に分配されるのであり, 時を超えて現在世代に所得が移転するのではない

財政赤字のサステナビリティ(2)

- 中央銀行券による管理通貨制では、自国通貨建て政府債務であって、中央銀行と政府が協調している限り返済不可能はあり得ない(MMTの主張。レイ, 2019など)
 - 中央銀行が国債を買い上げる。政府は満期国債を借り換える
 - 借り換えを継続できて、中央銀行の利益を国庫納付金として政府に戻せば返済不可能はあり得ない
 - ただし外貨建て債務では話が違ふ。自国通貨の発行では返済できず、外貨調達が必要。為替レートが下落すると困難

財政赤字のサステナビリティ(3)

- ありうる危険(1)悪性インフレーション
 - 財・サービスの生産・供給を刺激する効果がないのに財政赤字で需要刺激を続けると、悪性インフレーションになる(例:戦後直後の日本)
- ありうる危険(2)バブル
 - 財政赤字が実物経済の需要を刺激せず、金融取引だけを活発化させるとバブルとなり、経済構造を歪める(例:バブル期の日本経済)
- ありうる危険(3)課税能力の減退
 - 税収増加率<国債利払い費が長く続くと財政自由度が制約される
- ありうる危険(4)為替レートの変動
 - 上記(1)や(3)に伴って起こる。また、外貨建て国債の返済困難によって起こる
- 主流理論では政府債務の総額やGDP比率をコントロールすべきとするが、川端は(1)(2)(3)(4)をコントロールすべきと考える [スライドジャンプ用](#)

1－(4) 小括

小括(1)

- マクロ経済政策は、管理通貨制度のもとでの信用貨幣を基礎とした通貨供給システムに規定されている
- マクロ経済政策には供給側を刺激するものと需要側を刺激するものがある
- 不況期の問題は、需要不足による非自発的失業の発生(労働力という資源の未活用)であり、これは需要を拡大しなければ解決できない
- 需要が不足する主要な原因は流動性選好の強まりと期待利潤率低迷・不安定化による総需要、すなわち消費と投資の停滞である
- マクロ経済政策における「成長」と「分配」の関係は、需給ギャップが存在するかどうか、需要側と供給側のどちらを重視するかによって異なるので、場合に応じて正確に見る必要がある
- 需要を刺激する政策には金融政策と財政政策がある

小括(2)

- 不況期に金融を緩和すべきことについては意見の相違はない。通貨供給とインフレ期待の醸成に関する金融政策の有効性については意見の相違がある。川端はゼロ金利下において、金融政策のみで通貨膨張(リフレーション)を起こすことは不可能と考える
- 財政政策により、労働需要を拡大し、総需要も伸ばしていくことが可能である
- さらに赤字財政政策による総需要拡大も可能かどうかは、意見の相違がある。政府債務をいずれは完済すべきと考えたと、総需要拡大の可能性は制約されるが、完済すべきではなく政府債務は傾向的に拡大すべきものと考えたと、有効になる余地が高まる。川端は有効性を広く認める
- 財政赤字のサステナビリティが政府債務の規模そのものやGPD比によって測られるべきか、インフレ、バブル、課税能力、為替レートによって測られるべきかは意見の相違があるが、川端は後者だと考える。政府債務の規模自体は問題ではないが、財政政策の内容に問題があると効果的に失業を十分減らせないうちに悪性インフレになったり、バブルになったりする。

1節 参考文献

- クリステンセン, C.M. & デレク・ビーバー(有賀裕子訳)(2014=2014)「資本家のジレンマ」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー』2014年12月号。
- ケインズ, J. M. (間宮陽介訳)(1936=2008)『雇用・利子および貨幣の一般理論(上)(下)』岩波書店。
- マルクス, K(日本共産党社会科学研究所監修)(1867=2019-2021)『新版 資本論』新日本出版社。
- レイ, L. R. (島倉原監訳・鈴木正徳訳)(2015=2019)『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社。
- 伊東光晴(2006)『現代に生きるケインズ』岩波書店。
- 岩田規久男(2013)『リフレは正しい』PHP研究所。
- 小野善康(2007)『不況のメカニズム』中央公論新社。
- 小野善康(2012)『成熟社会の経済学』岩波書店。
- 野口旭(2015)『世界は危機を克服する』東洋経済新報社。
- 松尾匡(2016)『この経済政策が民主主義を救う』大月書店。
- 松本朗(2013)『改訂版 入門金融経済』駿河台出版社。