

バブル崩壊後の日本の不況の分析と対策をめぐって

金 尾 敏 寛

I 序

90年代から続いてきた長期デフレ不況にもようやく終止符を打つ日が近づきつつある現状である。これまで新古典派経済学の側からも多くの現状分析と対策が論じられてきた。筆者も幾つかの論考を提示してきた（金尾, 2004; Kanao, 2005）。しかしこれらの論考では新古典派経済学の分析的基礎の問題点への言及を不十分なままにしており、提示された分析ツールも分かりにくかったのではないかと思う。ここでは、これらの点をより掘り下げて分析する。

以下の順序で論じることにした。まずⅡ節では、新古典派経済学は短期的に完全雇用からの一時的乖離を認めるけれども、長期的にはその分析的基礎はセイ法則と貨幣数量説に立脚していることを述べる。Ⅲ節では、90年代後半以降の長期経済停滞の原因は投資不況であるとの認識のものに、資金の借手側に光を当てる。そしてとくに、資本を投下する際企業が直面する不確実性に伴うリスク要因を中心に分析する。Ⅳ節では、本稿と同様に日本の長期不況は需要不足にあるとする、新古典派経済学の側からの不況対策としてのインフレ目標政策に対して、批判的検討を行う。そしてそれとともに、本稿の投資分析から出てくる対策について論じる。しかしデフレからの出口論が論じられているとき、今更何故インフレ目標政策を取り扱うのか、疑問に思う人がいるであろう。しかし未だその政策を推奨する論者が根強く存在するのである¹⁾。最後にⅡ節からⅣ節まで論じてきたことを纏めて結語とする。

Ⅱ 新古典派経済学と長期均衡

経済学の主流は、もともとは短期においてもセイ法則が作用し、完全雇用が成立するという立場である（セイ法則については付論を参照）。しかしケインズ経済学を經由して以降、短期において完全雇用均衡＝自然失業率均衡からの乖離は認めるものの、長期においては完全雇用均衡＝自然失業率均衡が成立するとの見解が主流を占めるに至った。フリードマン（Friedman, 1970 & 1977）が代表的見解であるが、これは近年では図1のような総需要曲線 AD と総供給曲線 AS を用いて表すことができる。

まず議論を簡単にするために、労働生産性を一定と仮定し、一人の労働者が産出量1単位を生産するように、産出量の単位を選ぶことにする。総供給曲線を表す労働者と企業の行動方程式は、次式で示される（Blanchard, 2005, pp.126-129）。

$$W = P^e F(u, z), \quad P = (1 + \mu) W$$

(-, +)

ここに、貨幣賃金率 W 、予想物価水準 P^e 、失業率 u 、制度的要因 z 、現実の物価水準 P 、マークアップ率（利潤分配率） μ である。 Y_n は自然失業率のときの産出量（以下自然産出量）とし、 $P^e = P$ のときの失業率を自然失業率と定義する。周知のごとく図1の AS 曲線は A 点で $P^e = P$ と仮定して上の2式より得られたものであり、 AD 曲線は貨幣市場と財市場を均衡させる物価水準と産出量の関係を描いたものである。

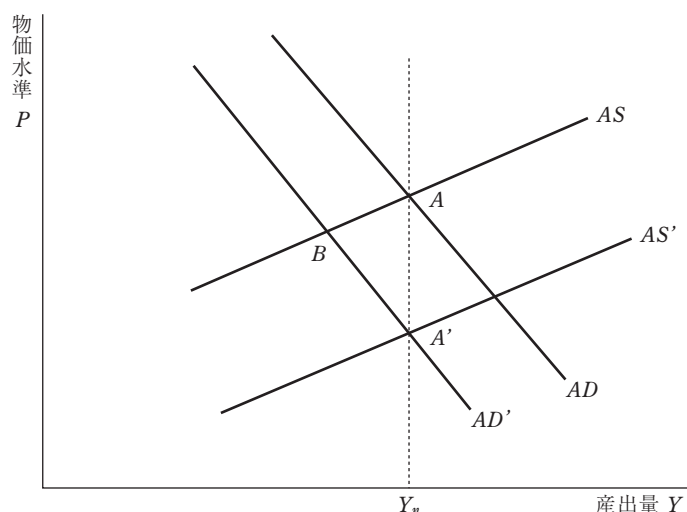


図1 自然産出量とデフレ

自然失業率から乖離した後自然失業率に戻るプロセスについては、よく知られていることなので、詳細な説明は止めてポイントだけ述べる。要点は、自然失業率からの乖離が賃金決定者、とくに労働者が一般物価水準の予想について誤認することから生じる。しかし予想物価水準は現実の物価水準に修正されてそれに応じて貨幣賃金率も調整されていくので、最終的には自然失業率に戻る。

自然失業率からの乖離に関する叙述は、現実の失業率が自然失業率を下回るインフレのケースについての叙述が圧倒的に多いのであるが、図1は新古典派経済学がどのようにデフレを捉えているかを示している。垂直線と横軸の交点は自然失業率（完全雇用）に対応する自然産出量である。Blanchard (2005, pp. 151-154) は、 B から A' に移行する際、もっぱら $AD-AS$ 曲線と $IS-LM$ 曲線との対応関係に焦点を合わせて論じている。しかし、上2式で表わされる総供給関数に注目すれば、マークアップ率が一定であれば、失業率が自然失業率を上回っている限り、すなわち産出量が自然産出量を下回っている限り、貨幣賃金率と予想物価水準 P' は下方に修正され続け、物価水準 P は下落し続ける。すなわち総供給曲線は AS' に至るまで低下する。

このように、新古典派経済学では長期においては完全雇用均衡＝自然産出量均衡が成立し、長期においてはセイ法則が成立する。また金融政策の効果も短期に限定され、自然失業率からの乖離は一時的であり、長期においては自然失業率に戻るのである。したがって、貨幣は長期では中立的であり貨幣数量説が成立する。

近年の長期不況論議を展開している林 (2004) においても、基本的には日本の長期不況は R. ソロー (Solow) の成長モデルで説明可能であり、供給サイドだけを考察すれば十分であるとの立場をとっている。しかし不確実な将来においては、購買力を繰り延べる手段としての貨幣が存在する限り、貯蓄は単に現在の財・サービス需要からの漏出だということだけにとどまらず、貯蓄の一部は不活動残高貨幣需要に吸収される可能性があるため、将来消費となって戻ってくるとは限らないのである。

新古典派経済学は、何故か未だセイ法則が妥当しかつ貨幣数量説が当てはまる世界に、留まりつづけている。デヴィッドソン (Davidson, 1994) が強調するように、新古典派経済学では貨幣は存在していても購買力繰延手段という貨幣の本質的機能を無視しているために、このことは、未だ基本的には物々交換経済の世界に留まっていることを意味する。

このように、長期においてセイ法則が論理的に否定されるだけでなく、バブル崩壊後の90年代から最近までの長期間にわたって、需要不足による失業は実際面でも無視できない大きさになっている（平成

17年版『労働経済白書』参照)。勿論需要不足が継続する中で、供給面の再構築が行われ、供給面での成長（潜在成長力）が低下していくメカニズムを否定するものではない。90年代後半以降の非正規社員やニートの顕著な増加は労働力の質的低下という側面を通じて、潜在成長力低下に寄与していると考えられる。

本節を閉じるにあたって、新古典派の自然失業率（自然産出量）概念について一言述べておく。自然失業率の大きさは、制度的要因や経済構造によって変化するとされる。さらに自然失業率は現実の失業率に引きずられて上昇したり下落したりするという側面をもっている。このようにこの概念はブラックボックス化しており、失業率の大きさも恣意的解釈の余地を残している。また新古典派経済学自身も制度や政策によって影響される自然失業率の「自然（natural）」という言葉の不適切さを認めている（Blanchard, 2005, p.131）。したがって自然失業率は名称変更されるべきであり、この失業率の中身の洞察も一層推進される必要があると考える。

Ⅲ 投資不況

1. 投資とリスク

資本財のストック需要価格（現物価格）がその短期フロー供給価格（先物価格）を超える、すなわち、相場用語で逆鞘と言われる状態にあると予想される限り、純投資は正である²⁾。しかし過剰能力が存在するために、資本財ストック需要価格（現物価格）が資本財の短期フロー供給価格（先物価格）を下回る順鞘のときは、純投資は負となるが、資本財のフロー需要価格（投資財需要価格）が最低短期フロー供給価格（投資財の最低短期供給価格）を上回る限り、正の粗投資（以下投資）が生じる³⁾。投資量 I の限界点は投資財需要価格が投資財の短期供給価格に等しくなる点で決定される。ここに、投資財需要価格は最後の追加 1 単位投資を行ったときの年々の予想収益＝予想粗利潤を、限界資金調達コストと借手が主観的に評価する投資に伴う限界リスクプレミアム ρ の合計値で割り引いた現在価値総和であり、投資財の短期供給価格は投資財追加 1 単位を生産するための追加コストである。なお、年々の予想収益の期待値の割引現在価値総和を投資財の供給価格に等しくする割引率を投資の限界効率の期待値という。したがって、限界資金調達コストと限界リスクプレミアム合計が投資の限界効率の期待値に等しいときに、投資財需要価格＝投資財供給価格となる。ここにおける限界リスク ρ とは、追加 1 単位投資に対

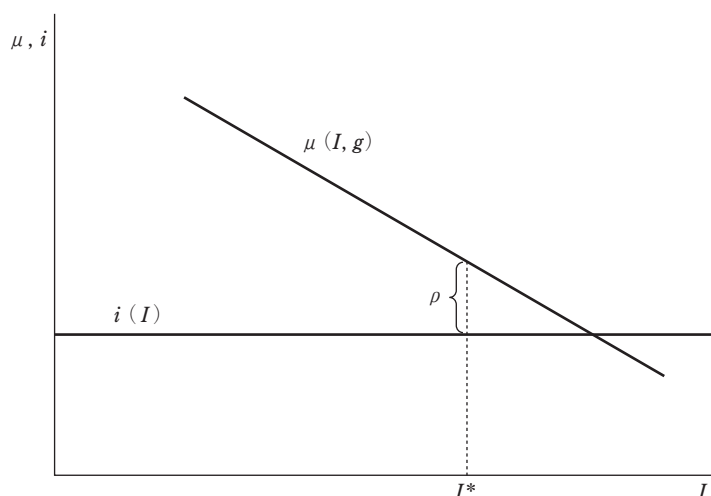


図2 投資の決定

して確実性値としての限界効率 R が得られるならば、獲得される投資の限界効率の期待値 μ の一部を犠牲にすることを厭わない最大値である。すなわち、 $\mu \sim R$ に対して $\mu - R \geq \rho$ が等号で成立することである。

ケインズでは、資金の借手が資本を投下するときの不確実性に伴うリスク（以下借手リスク）と貸手の（借手の支払い不能などによる）リスクが勿論考慮されているが、明確に区分された形でモデルに導入されているとは言い難い。借手リスクは、減少させることはできるけれどもなくすことはできないという意味で、真の社会的費用である。しかし、貸手リスクは借手と貸手が同一人物であったら存在しない費用である⁴⁾。借手の限界資金調達コストは、純粹の限界流動性リスクプレミアムと債務不履行の危険を表す貸手の限界リスクとから成っている。流動性リスクプレミアムについては、III節2項で詳論する。

今、民間投資資金需要は、Eichner (1976, pp.88-96) にならって、GDPの期待成長率と投資の限界効率の期待値に依存するものとしよう。すなわち、期待成長率 g が投資資金需要関数の位置を決め、限界効率の期待値 μ が曲線の傾きを決めるものとするのである。この関係は投資資金の逆需要関数として次式で示される（ただし期待成長率 g はパラメーターとして取り扱う）。

$$\mu = \mu(I, g)$$

バブル崩壊後の不況は、過剰設備の顕在化と、多くの論者によって指摘されているように、それにづく期待成長率の低下によって特徴付けられる。期待成長率の低下は、上式を図示した図2の μ 曲線を下方にシフトさせる。また図2の企業（借手）リスク ρ は、バブル期およびそれ以前の期間に比して増大したものと推測される。総資本営業利潤率の標本標準偏差を平均で除した変動係数の変化を ρ の変化を表す近似的指標として用いれば、表1より計算した変動係数は、1982年度～1991年度までは6.39%なのに1993年度～2003年度までは11.70%とかなり大きくなっていて、事実、企業（借手）リスク ρ が増大していることを確認できる。投資資金の逆供給関数としての限界資金調達コスト $i(I)$ は、内部資金調達コスト、新株発行による資金調達コストおよび借入コストの複合体である。すなわち、各投資量に対応する調達資金額は、これら資金源泉の限界資金調達費用を均等化するように（最小調達コストの原則にもとづいて）決定される。したがって投資資金量が小さい段階では、投資資金はこれら資金源泉のうち限界資金調達費用の低いものだけで賄われる。しかし借入が必要投資資金として調達される段階においては、利用される資金調達源泉からの限界資金調達コストはすべて等しくなるので、それらは限界流動性プレミアムと貸手の限界リスクの合計値としての借入による限界資金調達コストに一致する⁵⁾。

規制緩和による競争激化は、企業が内部資金を獲得する際の代替効果に基づく実質コストを大きくし⁶⁾、このため一定額の内部資金を調達するためのコストは、80年代に比して大きくなったものと推測される。また株価の大幅下落も新株発行による同様な資金調達コストを上昇させていったものと推測される。しかし投資の資金供給コストを構成するそれぞれの限界資金調達コスト（図2では単純化して水平線で示

表1 総資本利潤率、売上高営業利潤率、資本回転率（全産業）(%)

年 度	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
総資本営業利潤率	4.6	4.5	4.7	4.3	3.8	4.3	4.7	4.6	4.6	4.2	3.3
売上高営業利益率	2.8	2.8	2.9	2.8	2.6	3.1	3.4	3.5	3.5	3.3	2.8
総 資 本 回 転 率	1.62	1.59	1.59	1.54	1.45	1.38	1.39	1.31	1.31	1.26	1.19
年 度	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
総資本営業利潤率	2.5	2.5	2.7	2.7	2.5	1.9	2.3	2.9	2.4	2.6	3.0
売上高営業利益率	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	1.8	2.1	2.6	2.2	2.4	2.8
総 資 本 回 転 率	1.13	1.11	1.12	1.12	1.12	1.04	1.08	1.11	1.07	1.06	1.09

出所) 財務省財務総合政策研究所『法人企業統計年報』(1999年以前の数値は大蔵省財務総合政策研究所)

表2 長短国債利回り差と長期国債利回りと約定平均金利差

(%)

暦 年	スプレッド (1)	スプレッド (2)	スプレッド (3)
1992年	1.597 - 0.411	1.1275	0.6422
1993年	1.793 - 1.043	1.5165	
1994年	2.336 - 1.428	1.9983	-0.3015
1995年	2.788 - 1.725	2.3401	-0.3863
1996年	2.782 - 2.410	2.6119	-0.6315
1997年	2.269 - 1.503	1.940	-0.0093
1998年	1.55 - 0.725	1.1445	0.723
1999年	1.884 - 1.282	1.615	0.202
2000年	1.697 - 1.262	1.4903	0.274
2001年	1.339 - 0.98	1.2091	0.430
2002年	1.494 - 0.9933	1.2741	0.627
2003年	1.4918 - 0.4621	0.9747	0.242
2004年	1.8386 - 1.2573	1.4888	0.139
2005年1-10月	1.5007 - 1.2103	1.3316	

注) 1. 日本銀行調べ「公社債応募者利回および発行条件」「貸出約定平均金利」(ただし2005年は財務省統計)より算出。

2. (1)は10年利付国債応募者利回と6か月割引国債利回の月次計数差の最大と最小。

3. (2)は10年利付国債応募者利回と6か月割引国債利回の月次計数差の単純年平均。

4. (3)は長期貸出約定平均金利(新規)と10年利付国債応募者利回の月次計数差の単純年平均。

5. 6か月割引国債が月2回発行されているときは、2つの利回の単純平均。

6. 長期約定平均金利(新規)のデータが得られず、93年(3)は空欄になっている。

しているが)は資金調達額とともに逡増していくと考えられるので、必要投資資金のための調達額が低ければ限界資金調達コストは必ずしも高いとは言えないであろう。

次に、投資資金の借入コストに目を転じよう。いまこのコストを国内銀行の新規の長期約定平均金利(新規)で代表させることにする。確かに、長期約定平均金利(新規)はバブル崩壊後低下している(日本銀行調「貸出約定平均金利」)。しかも重要な点は、表2より、10年物長期利付国債応募者利回りの平均と長期貸出約定平均金利(新規)とのスプレッドが1994年～1997年までマイナスとなっていることである。通常国債利回りと約定金利を比較すれば、国債は債務不履行リスクがゼロであるので、約定金利は債務不履行リスクが存在するだけ高いはずだからである。この逆説は、以下のように説明できる。

バブルが崩壊した数年後は、この不況と不良債権累増は短期的なものでやがては不況からの回復がもたらされるのではないかという期待が、金融機関の側に働いていたのではないかと考えられる。このような期待がある確率で存在しかつ不良債権の実態を公表しないで済むならば、貸出を圧縮して不良債権を整理して損失を確定するよりも、金利減免に留まらず、追い貸しすらして企業を救済するほうが金融機関にとって有利である。このことは理論的実証的に確認されている(星, 2000, pp.241-256)。このように、過剰債務を抱えて経営難に陥った企業を救済する貸出の存在と1980年代半ば頃までは不良債権の開示が義務付けられていなかったという事情が、表2(3)に示されるような結果となって現れたものと思われる。

企業の資金調達の側面から、企業の銀行借入と内部資金調達の状況をみることにしよう。1986年度～1990年度のバブル期には、資金調達構成比でみると、大企業(資本金10億円以上)では銀行借入は-0.1%と減少しているものの、全産業では1979年度～1985年度37.5%に比して、43.1%へと上昇している(詳細な議論については、Kanao, 1999を参照)。しかし表には示していないが、92年度(実際は91年)以降借入による資金調達額は低下の一途を辿り、97年度に増加したことを除けば、2003年度に至る

まで低下している（財務省（旧大蔵省）『法人企業統計年報』⁷⁾）。

貸出金利低下自体は、投資に有利な効果をもたらす筈であるが、上述の内部資金調達コストと新株発行による資金調達コストの上昇は、90年代後半頃以降の期待成長率低下と企業（借手）リスク増大とともに、貸出金利低下の効果を凌駕するように作用して投資を抑制したものと推測される。資金調達額は、内部資金調達も含めて、91年度の1029兆円から、その後多少上下への変動を伴いながら、98年の371兆円に至るまで減少し、99年度と2000年に連続して増加した後、2001年度と2002年度にはそれぞれ332兆円、177兆円へと下落し、2003年度に459兆円へと大きく増加している。この間、内部資金調達額は、1991年度の水準650兆円から下落傾向をつづけ、2000年度に至って677兆円と1991年水準をようやく突破している。しかしそれもつかの間、2001年度、2002年度と連続低下して、2003年度に720兆円へと上昇している。このように内部資金調達額増加が停滞気味であったのに、内部資金調達比率は92年度以降91年度水準を下回る年度は一度もなく上昇傾向をつづけ、2002年度、2003年度にはそれぞれ232.9%、156.5%に達している（以上各数値は財務省『法人企業統計年報』）。このような内部資金調達比率上昇は自己資本比率上昇となって現れるのであるが、上述した総資本利潤率の変動係数増大と同様、企業リスク増大の一つの反映と見做すことができる。何故ならば、不確実性が増大するとき、他人資本の増大は企業リスクを高める、いわゆるカレツキの「危険増」を生じさせるからである。したがって自己資本比率上昇は、企業が事業に伴うリスクを回避しようとする行動の一つの結果としての軌跡を表すものと解釈できる。

以上のような事態は、既存資本ストックの需要価格の側面からも、みることができる。表に示されているように、総資本営業利潤率は93年度以降低い状態で推移している。これは、一部は営業利益が現状維持か上昇する中での上高低下と他は過剰資本ストックによる総資本回転率の低下を反映したものである（後ほどより詳細に論じる）。事実売上高営業利潤率は、（1998年度を除けば）バブル以前と比較してそれほど低くはない⁸⁾。低い総資本営業利潤率が継続することは、既存資本ストックが生み出す予想利潤率を引き下げる。このことは、上述した資金調達コストと借手リスク増大の議論を併せ考慮すると、既存資本ストックの需要価格を低下させる。したがって、資本財の短期フロー供給価格がその低下を相殺するほど十分に低下しなければ、投資は低下していく。

以上は、94年以降から2000年初頭頃までの平均的状況を論述したのであるが、個々の暦年ベースでは、民間企業設備について実質総固定資本形成の伸び率は、1997年11.2%、2000年8.7%ときわめて高く、水準自体も高い（内閣府『国民経済計算年報』平成17年版）。

以上は民間投資を中心にした分析であったが、これにカレツキが「外部市場（external market）」（Kalecki, 1969, pp.51-52）と呼んだ、輸出超過と財政赤字を加えることができる。すなわち、財政赤字も輸出超過も、乗数を一定と仮定して、民間投資と同様有効需要を高めるからである。この有効需要の側面で見ると、失われた10年一貫して今日までつづいている財政赤字は、雇用と生産を引き上げてきたと言える。しかし他方では、財政支出が費用・便益を考慮されずになされたことから、そうでなければ整理された筈の（建設業に典型的である）過剰能力を温存することによって、不況を長引かせ総資本回転率の低下（集計レベルでは資本係数の上昇）を招いた側面があることも否定できない⁹⁾。

民間投資、財政赤字および輸出超過を加えた総投資が得られれば、これと乗数の関係により GDP に到達できる。

以上の分析は、通常の長期の分析ツールに連繫することもできる。国内総資本ストックを K 、国内投資を I_D 、国内貯蓄を S とすると、長期の資本蓄積経路は、 $S/K = I_D/K$ で表される。 K は I_D に比して変動率が小さいので、 I_D と I_D/K は同一方向に動くものと見做すことができる。そして国内投資対国内実物資本ストック比率は、国民経済計算年報の国内総資本形成対国民非金融資産比率を利用することによって、その動向をみることができる。

さてここに、国内総資本形成と国民非金融資産とを対比するのは問題ではないか、との疑問が生じるかもしれない。一方が国内概念であるのに対して他方は国民概念ではないかとの疑問が生じるからであ

る。しかし国民非金融資産と「国民」が付与されているけれど、実態は国内の非金融資産残高であり、日本国居住者の対外実物資産取引残高は金融資産残高（対外純資産）として処理されているからである。

上式の $S/K = I_d/K$ で注意すべき第1は、新古典派のように長期的には貯蓄要因が蓄積率を決定するのでなく、あくまでも投資が貯蓄を決定するということであってその逆ではない、ということである。したがってこの式は左辺が右辺によって決定された帰結を表示しているということである。第2は、この式には利潤原理によって決定される民間資本形成のほかに、政治的・政策的判断によって決定される公的資本形成が含まれている、という点である。

2. 流動性選好と流動性プレミアム

借入による投資資金調達コストは、ケインズが純粋利子率と呼んだ純粋流動性プレミアム（以下流動性プレミアム）と貸手リスクとからなる（Keynes, 1973, p.208）。流動性プレミアムは一定期間流動性を手放すことに対する報酬である。このプレミアムの動きをみるために6か月割引短期国債利回りと10年物長期利付国債応募者利回りを比較してみよう。国債は債務不履行リスクゼロなので、相違は投下資金のデューレーション（回収期間）の相違から来るリスクだけを反映している。したがって両者の利回りスプレッドは、流動性プレミアムの動きをみるのに最適であろう。ところで、主流派経済学では、両者の利回りスプレッドをフィッシャー方程式により説明できるとの見解が根強く存在する。フィッシャー方程式は次のように表せる。

$$\text{名目利子率} = \text{期待物価上昇率} + \text{実質利子率}$$

上式から、実質利子率があまり変化しないとすれば、期待物価上昇は名目利子率を上昇させる。他方、利子率期間構造理論の1つである純粋期待仮説によれば、長期利子率は現在から満期までの一期物短期利子率の平均である。したがって、これにフィッシャー方程式を適用すれば、物価が継続的に上昇すると期待されるときは将来の一期物短期利子率も上昇すると期待されるので、長期利子率は現行の一期物短期利子率に比して上昇する。すなわち、イールドカーブは傾きの急な右上がり曲線となる。

Fongemie (2005) は、20年物と3か月物アメリカ財務証券について、1990年第1四半期から2004年第3四半期までのイールドカーブの傾きがフィッシャー方程式によって説明できるかどうか、それともケインズの流動性仮説によって説明できるかどうか、を検討している。検討の結果、フィッシャー方程式によつては説明できず、流動性仮説が当てはまると結論づけている¹⁰⁾。

やや観点は異なるものの、大雑把ではあるが、同様な検討を日本について行ってみよう。表2の10年物長期利付国債応募者利回りと6か月割引国債利回りのスプレッドの動きは、1992年～1996年については、フィッシャー方程式によって説明できないことは明らかである。何故ならば、スプレッドは96年に至るまで一貫して上昇をつづけているけれども、経済はデフレ懸念を強めており、物価上昇の期待はなかったと言ってよいからである。確かにGDPデフレーターの前年比上昇率は92年、93年に僅かにプラスであり消費者物価上昇率も同様な動きを示しているけれども、上昇率自体が年々低下している。しかも上昇率は95年、96年はマイナスに転じている（ただし消費者物価上昇率だけは+0.1%）からである。対前年比上昇率を見る場合、97年と98年は消費税の影響があるためこの期間を除き、99年以降から2003年までのGDPデフレーター上昇率動きを見ると、-1.3%～-1.5%の上昇率を示しているし、消費者物価も下落をつづけている（以上数値%は内閣府『同上年報』）。したがって、インフレ期待がこの間生じていたという根拠はない、と言える。したがって、2003年から2004年にかけてのスプレッドの増大も説明できない。もっとも、99年2月ゼロ金利政策が採られ一時的中断を挟み2001年から量的緩和政策の採用へと続いて現在に至る期間は、コールレートはゼロ近傍にあり、クルーグマンのいう「流動性の罠」にあったと考えられる。流動性の罠ではフィッシャー方程式そのものが理論的にも成立しなくなるからである（渡辺, 2000）。

以上から、10年物長期利付国債応募者利回りと6か月割引国債利回りのスプレッドの動きは、フィッシャー方程式によつては説明できないと結論づけることができる。

以下流動性選好説にもとづく説明を試みてみよう。バブル崩壊は、資産価格の大幅下落による貨幣以外の資産の非流動化をもたらし、流動資産を手放し流動資産を保有することは、非流動資産を換金する際の不確実性の増大とそれに起因する資本損失の危険を高めた。全国的に土地を含む資産価格の下落は、92年から始まり、それ以降継続している。しかしそれでもなお、94年頃までは不況は短期的に終わるとの期待が支配していた。このような事情が、スプレッドは拡大しながらも、相対的に小幅に留まる結果をもたらした、と推測される。95年、96年は民間設備投資（総固定資本形成中の民間企業設備）が実質で対前年比3.0%、4.7%と増加し不況からの脱出の期待が膨らんだ期間である。この間のスプレッド拡大の原因を解く鍵は、デフレーションそのものにある。デフレーションは投下資金の回収期間であるが、債券価格の利子率弾力性でもある。不況からの脱出の期待は、将来金利上昇の期待を生み、回収期間の長い債券ほど利子率上昇による資本損失リスクを高める。資本損失リスクの高まりは保険料としての利子率を高める。このような状況が95年と96年のスプレッドを大きくさせたのであろう。しかし92年以降金融不安はずっと継続していたので、日銀は日銀特融等によって金融機関への流動性供給政策を展開した。そして97年5月がさざ波景気のピークであり、民間設備投資は実質11.2%と増加しているものの、住宅投資（総固定資本形成中の民間住宅）が-12.0%であり民間投資全体（民間総固定資本形成）は96年（6.4%）と比べて伸び率が（5.0%へと）低下している。しかも住宅投資は耐久消費財需要増加を伴うので、この面での影響も無視できないであろう。そのため経済回復期待が萎み金利上昇による資本損失リスクが低下した。このことが、97年のスプレッド縮小に寄与したと考えられる（以上数値%は内閣府『同上年報』）。

既に述べたように、99年2月からはいわゆるゼロ金利政策が実施され、2000年8月に解除される。しかし2001年3月には量的緩和政策が実施されて今日に至っている。そのため流動性不安は緩和され、2003年まではスプレッドは縮小基調にある。しかし2004年スプレッドは何故再び拡大し、（10月現在、当然11月と12月は未公表で、1年間のデータではないが）2005年にスプレッドはやや低下しているものの何故高い水準にあるのであろうか。しかも2004年から今日までは、長期不況からの出口が論じられてきたのである。長期不況からの出口と量的緩和解除論議の高まりは、既に述べたように、利子率上昇に伴う長期国債価格下落の危険性を高める、つまり非流動性の危険を大きくしていったものと考えられる。このことが、2003年と対比しての2004年と2005年1月から10月期までの両期間の平均スプレッドを大きくしていったのである。以上のように、ケインズの流動選好説にもとづく説明は、長短国債利回りのスプレッドを、概ねよく説明できていると思われる。

IV 投資対策

1. インフレ目標政策

日本の長期不況を需要不足と認定する新古典派の立場からの不況対策としては、インフレ目標政策がある。インフレ目標政策は大なり小なりクルーグマン（Krugman）の議論にもとづいて展開されている。クルーグマン（1998）モデルについては、多くの論者が詳細な議論を展開しているので、ここでは詳細な説明は省略し、以下ポイントだけ述べよう。

クルーグマンによれば、正常な経済は単純な貨幣数量説が当てはまる経済である。しかし名目短期金利がゼロ近傍にありこれ以下に名目短期金利を引き下げることができないという意味での利子率の下限にある「流動性の罠」に陥った経済は、伝統的金融政策が適用できなくなっており、貨幣数量説が当てはまらない経済である。しかし流動性の罠にあっても価格が伸縮的な経済であれば、たとえ完全雇用に必要な実質短期金利がマイナスであっても¹¹⁾、現在物価が将来物価に比して低下、すなわち期待物価が上昇することにより実質金利はマイナスになり得る。したがって完全雇用貯蓄と投資は均等化し貯蓄過剰の問題は解決される。そのとき経済は流動性の罠にあるので、名目金利上昇率が期待物価上昇率に等しくなるという意味でのフィッシャー効果は成立せず、名目金利上昇率は期待物価上昇率より小さい。

さて価格が硬直的なヒックス的流動性の罠にある経済ではどうであろうか。この場合一時的拡張的金融政策は効果がない。しかし金融拡大が永続的であることを人々に信じさせることができれば、拡張的金融政策は、期待物価を上昇させ実質金利を完全雇用に必要な水準までに下げることができる。クルーグマンは、日本について、4%のインフレ目標とそれを実現するために15年間（最低でも10年間）の外部貨幣としてのマネタリベースの増加を提案している。

以上のようなクルーグマンの理論と政策提言の問題点については、筆者は別なところで既に述べてきた（金尾，2004）。したがって、これらをここで繰り返すことはできるだけ避けて、以下の3点に絞って論じることになろう。

a. 日本では、ここ10年間程度クルーグマン提案に近い形でマネタリベースを増加しているが、貨幣乗数は低下しており、マネーサプライの増加率はむしろ低下している。そのためインフレ期待もインフレも生じていない。クルーグマンを初めとするインフレ目標論者に言えることは、マネタリベース増加とマネーサプライの増加をつなぐ経路について説得力ある確固とした議論を展開していないことである。インフレ目標政策にある程度好意的な論者ですら、この点はインフレ政策が成功するかどうかの鍵になるとの認識を有している。すなわち、（渡辺，2000，p.95）は、日本銀行の本来の使命である物価の安定を放棄してインフレを起こすという無責任な政策を採るという宣言をしても、それを公衆が信用することは保証の限りではない、と述べているのである。実際は、吉川（2000，p.283）が述べているように、現在物価が上昇することなしには人々はインフレ期待を持たないのではないかと、ということである。

b. インフレ期待上昇過程で名目利利率が上昇する可能性があることである。「流動性の罠」にあれば、確かに名目金利は物価上昇率と同率では上昇しない。しかし幾らかの上昇は生じるであろう。もしそうであれば、国内銀行だけを取り上げてても国債を初め膨大な金融資産を持っているので、金融資産価値の下落が生じて日本経済に新たな難問を発生させてしまうであろう¹²⁾。

どれだけのキャピタルロスが生じるかを、10年物新規国債を例にとり、単純な仮定の下に計算してみよう。クルーグマンの言うように目標物価上昇率4%（インフレ目標論者は3%）の実現を目指し、完全雇用に必要な実質金利は-1%と仮定しよう。経済は「流動性の罠」にあるので、現在0%の短期金利は期待物価上昇率4%と同率ではなく、それより低い3%になるとしよう。上述した流動性選好の議論から、このような場合長短金利のスプレッドは拡大する。このスプレッドは少なく見積もって2%としよう。長期国債の最終利回りは5%となる。このとき表面利率1.4%、最終利回り1.5%の10年物新規国債価格は73%に減少してしまう¹³⁾。すなわち27%だけのキャピタルロスが生じる。

しかし10年物新規国債のデュレーションは9.4年であるが¹⁴⁾、国内銀行の保有国債残高のデュレーションはより短期であり、しかも保有国債残高減少傾向を考えると、キャピタルロスはいくらか小さくなることが予想される。しかし他方で、2005年4月現在、国内銀行は国債保有残高107.2兆円に加えて、143.9兆円に及ぶより多額の地方債と社債（公社公団債、金融債、事業債）を保有しているし（日本銀行『金融経済統計月報』）、当然これら地方債と社債の価値も下落する。これらの価値下落率は、国債に比してプラスされるリスクが存在しそのリスク増大も懸念されるので、価値下落もより大きくなると考えられる。したがって、国内銀行だけをみても、保有金融資産のキャピタルロスは無視できない大きさである、と言ってよいであろう。

以上是国内銀行に限定しており、他の金融機関およびその他の民間経済主体も国債、地方債および社債などの巨額な金融資産を保有しているのである。

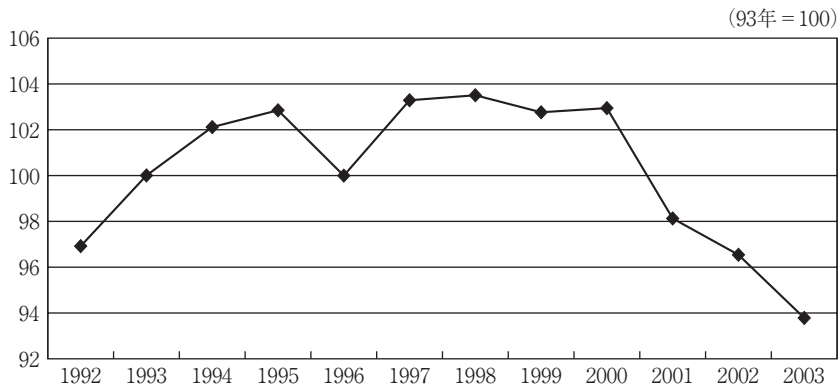
c. 投資は実質利利率低下に対して非弾力的だということである。これに関しては、伊東（2000）に興味深い調査が掲載されているので、これを引用しておこう。「利利率低下が投資に影響すると答えた企業は（東京、大阪、名古屋の証券取引所一部・二部上場企業1618社のうち回答をえた1171社中）やや可能性あり12%を含め、12.5%であり、影響なしとするのは57.7%であり、わからないが29.8%である」（同上，p.56）。この調査は、伊東が注意を喚起しているように、90年代の長期不況中ではなく、1984年の景気回復期という投資が行われやすい環境下に行われたのである。

以上、インフレ目標政策は推奨できない政策であるばかりではない。そのよって立つ理論は、「流動性の罠」に陥った経済では貨幣数量説が成立しないけれど、短期物債券利回りが有意に正である正常な経済であれば、貨幣数量説（とセイ法則）が成立するという仮定に立脚している。すなわち、「個々人は、消費〔すなわち取引〕に必要とされる以上の現金を保有しようとしなないであろう。…そのため、正常な状況下では、貨幣供給と物価水準の間には単純な比例関係が成立」（Krugman, 1998, p.9, [] 内は筆者）するのである。ここに見られるように、クルーグマンは貨幣を交換手段としてのみ捉えていて、不確実性に対処するための価値貯蔵機能を無視している。したがって、彼の理論においては、不確実な将来に直面して貨幣で諸契約が締結される経済にあつて、貨幣に適切な役割が与えられていない。貨幣の価値貯蔵機能が重要になるのは、不確実性が存在する経済においてだけだからである。

2. 投資政策

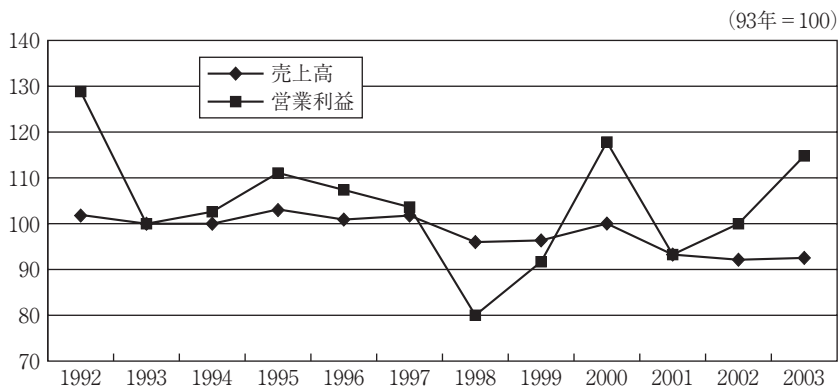
投資政策について述べる前に、90年代初頭頃から現在に至る不況は消費不況であると呼ばれることもある中で、何故投資不況としたのか、簡単に述べておく。表には示していないが、93年以降、GDPギャップがマイナスであり、さらに、表1と表4に示されているように、全産業の総資本回転率は低位水

表3 全産業の人件費



注) 財務省(旧大蔵省) 財務総合政策研究所『法人統計年報』より作成

表4 全産業の売上高と営業利益の推移



注) 財務省(旧大蔵省) 財務総合政策研究所『法人統計年報』より作成

準で売上高も低下傾向にある。これらは生産能力に比しての有効需要不足が背景にあることを物語っている。ところで有効需要のうち相対的に独立した要因は投資支出であると考えられるのに対して、有効需要を構成する大きな項目である消費支出は、所得および期待所得に依存して決定される。以上の理由によっている。

以上Ⅲ節の考察から出てくる対策は、インフレ目標政策のように投資の資金調達コストを低下させる政策と異なって、投資資金の需要関数に直接影響を与える、期待成長率と投資の限界効率の改善策、借手リスク軽減策や投資家が直接リスクを採る政策の推奨である。

さて企業は人件費などの固定費を中心としたコスト削減努力によって利益を確保しようとした。表3にみるように、人件費は92年～95年に上昇した後、2000年まで横ばいで推移している。しかし2000年以降は下落しつづけている。このようなコスト削減の結果としての企業収益の状況は、表4に現れている。すなわち、92年から93年にかけて営業利益は一時的に減ってはいるが、その後多少の変動は経験しながらも、傾向としては上向きに推移している。そして98年、99年、2001年を除いて、営業利益は売上高を絶えず上回っている。このように売上高が低下傾向をつづける中で、企業の営業利益確保努力の過程で創出されたのが、過剰人員整理・雇用形態見直しによる失業率と非正規社員の顕著な増加である（失業率の増加と非正規社員の増加については、厚生労働省編『労働経済白書』平成17年版、p.79）。このように雇用不安がある中では、消費意欲が高まらないし、期待成長率も高まる筈はない。

筆者は、政府によって緩衝在庫として雇用を活用する政策が（大きな政府をつくる懸念はあるが）、予備的貯蓄削減による消費性向増大策として有効であることを論じたことがある（詳細は金尾2004, pp.127-135）。緩衝在庫として雇用を活用する政策にニート対策（同白書ではニートに近い用語として若者無業者を用いている）を加えたい。確かに各方面で検討されている若者雇用支援プログラムも、引きこもりニート対策や側面支援策として有用である¹⁵⁾。しかし、ニートの中には働く意志は過去にはあったものの、求職活動の結果職が見つからず、職探しを諦めてしまった者も少なくない。しかもニートに対する企業の目は極めて厳しいのである。2004年秋上場企業（従業員1,000人以上、943社）を対象に実施され2005年5月に報道機関に発表された、経済産業省、社会経済生産性本部の「子供たちの健全な成長と就業への移行」に対する教育界と産業界の協力のあり方に関するアンケート調査によれば、「ニートやフリーター経験者の雇用について」の意思を尋ねたところ、短期間に限定した採用形態も含めて僅か14.4%の企業しか雇用の意思を表明していない。したがって、政府が直接雇用機会を提供することは雇用対策として有用であると思われる¹⁶⁾。これらの政策は、現在および将来発生する社会的コスト削減や供給面で潜在生産能力向上という側面で貢献することは勿論、漸次的に雇用が進むにつれて短期・中期的に家計所得を高めることにより、需要面で投資促進の影響をもつであろう。また、借手の投資リスク軽減策やリスクをとることができる資本市場の育成策も有効であろう。これは（金尾、同上）で既に論じてきたことなので、ここで再論することは避ける。

吉富（2005）は、デフレで景気が回復しないというデフレ罪惡論の根拠2つを挙げている。1つは実質金利が高止まりするということ、もう1つは物価下落が予想されると消費の繰り延べが行われるということである。そして2つとも根拠が薄弱であることを論じている。このうち前者は、実質金利は消費者物価下落率で計算して1.5%程度であり、高すぎるとは言えないとし、むしろ企業収益率が低すぎたいして高くもない実質金利をクリアできなかったと考えるほうが素直である、と述べている。そして後者については、デフレでは景気回復が望めないと考えるのは誤りであり、最近デフレが足を引っ張るところか1.5%程度の成長路線で好況を迎えている、とされている。最後に「真の政策課題は、成長路線を高めるイノベーション（革新）の促進や、公的金融、年金を含む総合的政策的パッケージの形成なのである」と結んでいる。本稿と分析視角が一致していて興味深い。

最後に、経済を上昇気流に乗せるより長期的施策として、構造改革のあり方が論じられているが、それに一言述べておきたい。その議論は、国際分業という視点をもつことが不可欠なのではないであろうか、ということである。東アジア、とくに中国などとの棲み分けを考えれば、堺屋（2004）が提唱する

ように、部品生産と組み立てという資本集約的工程は中国に任せ、日本はスマイルカーブの川上と川下の賃金の高い分野に特化することが要求されるであろう。川上とはコンセプトメイキング、技術開発、デザインといった労働集約的工程であり、川下は広告宣伝、金融といった労働集約的工程である。このような工程分業を推進する構造改革は、吉川（2003）が言う新しい製品を創出する需要創出型技術革新（プロダクトイノベーション）と重なる部分を持ち、期待成長率や投資の限界効率の改善に資するであろう。しかし逆に言えば、東アジアとの価格競争の激しい部品生産と組み立てという停滞産業にしがみつ়くことは、期待成長率を一層低下させ、長期的投資停滞からの脱出を益々困難にさせるであろう。このような工程分業を成功裏に推進させるためには、堺屋（2004）が言うように、「税制、都市政策、教育制度、移民政策、医療方針」（p.84）全般にわたる再構築が必要になるのかもしれない。

V 結語

新古典派経済学は、短期的・一時的にセイ法則からの逸脱を認めるが、長期的にはセイ法則と貨幣数量説が成立する理論として、復活している。しかし不確実な将来の世界において、購買力を繰り延べる手段が存在するかぎり、現在漏出した貯蓄は必ずしも将来消費となって戻ってくる保証はない。すなわち、フリードマンのように貨幣が購買力の一時的住処でなく、異時点間にまたがる長期においても不確実性に対処する購買力の住処である限り、貨幣は中立でなくセイ法則は成立しないのである（Davidson, 1994, pp.93-94）。逆説的に言えば、「すべての恒常的に予想される実質値が分析期間中不変である、すなわちすべての長期的変化が予見される。長期均衡において何らの不確実性も存在し得ない」（*ibid.*, p.93）経済においては、貨幣数量説とセイ法則が当てはまる経済となる。

本稿では、90年初頭頃から現在に至る長期不況が、主として投資不振にあるとして、それを投資不況として捉えた。投資に影響を及ぼす要因を、資金の貸手が借手に影響を与える資金調達コストと借手の評価する諸要因である借手リスク、期待成長率、投資の限界効率に分けた。資金調達コストは、純粋流動性プレミアムと借手債務不履行リスクに分けられた。純粋流動性プレミアムの動きに関しては、フィッシャー方程式と流動性選好説の妥当性を検討した。その結果、フィッシャー方程式は当てはまらず、流動性選好説にもとづく説明は概ね当てはまると考えてよい、ということであった。そして長期にわたる投資不振は貸手の要因よりも、借手の評価するこれら諸要因に起因するというのが、Ⅲ節の結論である。

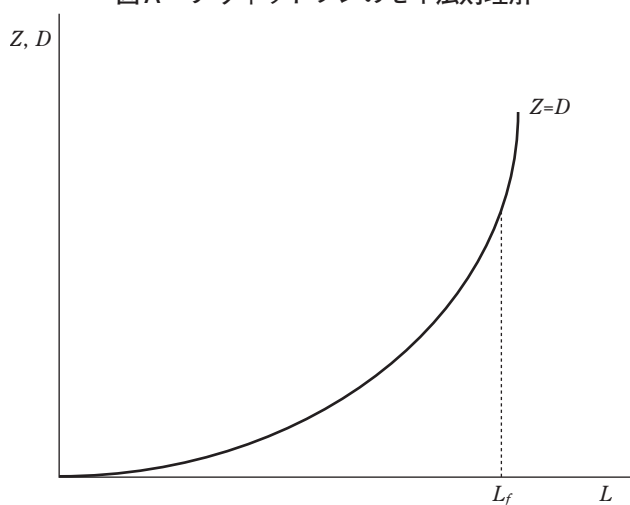
次いで、本稿と同じく、長期不況を需要不足にあるとするインフレ目標政策論者の見解を、クルーグマンの所説を中心にして、分析した。クルーグマンの所説は、「流動性の罟」を除く正常な経済は貨幣数量説（とセイ法則）が成立する、という理論に依拠している。提唱される政策は幾多の問題点を抱えているだけでなく、よって立つ理論自体も貨幣のもつ特質を捉え切れず、欠陥をもっているということであった。

最後に、投資政策として、インフレ目標政策論者のように投資の資金供給コストに焦点を当てるのではなく、Ⅲ節の理論的帰結として、企業が見込む期待成長率に影響する売上高の成長率や総資本金利潤率、不確実性にともなう企業収益の変動リスク（借手リスク）といった投資の資金需要要因に当てるべきである。これらを改善する政策は、緩衝在庫として雇用を活用する政策、特にニート対策として活用する政策、予備的貯蓄削減政策（緩衝在庫として雇用を活用する政策もこれに役立つ）、借手の非流動資産に資本を投下する際のリスク軽減策やリスクをとることができる資本市場の育成策である。より長期的対策として、構造改革は東アジアとの国際分業的視点を持つことの必要性があること、そのためには、スマイルカーブの川上と川下という賃金が高い工程を日本が分担すべしとする堺屋（2004）の説が参考になることおよびこの工程分業は吉川（2003）が提唱する需要創出型技術革新とも重なり合うことを述べた。工程分業推進策と需要創出型技術革新とも、投資を行う主体である企業家が評価する期待成長率や投資の限界効率の改善に寄与するであろう。

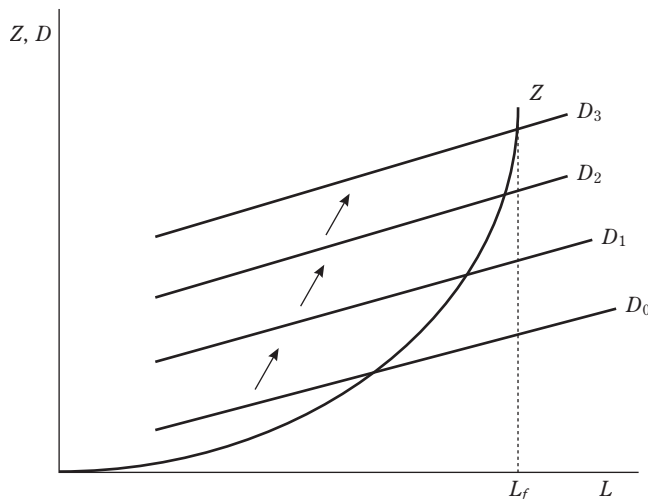
付 論：デヴィッドソンのセイ法則理解とケインズのセイ法則

デヴィッドソン（1994, pp.22-23）は、ケインズが論破の対象にしたセイ法則を図Aのように、総需要（消費＋投資）曲線 D と総供給（消費＋貯蓄）曲線 Z が重なり合うものと解釈している。図Aにおいて、 L は雇用量、 Z は期待売上金額、 D は計画的支出金額である。このような解釈は、素朴なセイ法則の解釈としては正しく、需給の不一致は決して生じ得ないロビンソンクルーソーのような孤立人の経済実態をよく表している、と言える。しかし、川口（1977, pp.185-18）が述べているように、ケインズが対象としたセイ法則はマーシャルを経由したセイ法則、すなわち貯蓄・投資の利率決定理論（以下古典派利子論）であるので、これはケインズが直接対象としたセイ法則ではない。もしこの素朴なセイ法則がケインズの批判対象にしたセイ法則であるとすれば、①貯蓄決意と投資決意は異なる主体により決意されるということと②両者の決意が異なる動機に基づくことを指摘するだけで、計画投資と計画貯蓄（以下貯蓄・投資）の均等性が保証されることを否定するのに十分である。しかし古典派利子論の成立根拠を論破するとなると、話は異なってくる。

図A デヴィッドソンのセイ法則理解



図B ケインズが対象としたセイ法則



古典派利子論においては、たとえ①と②の条件が存在していても、利子率の素早い調整メカニズムを通じて、貯蓄・投資の均等性が保証されるからである。ケインズはこの古典派利子論の利子率調整メカニズムを否定するために、購買力の住処としての不活動残高貨幣保有、すなわち不確実性に対処する手段としての貨幣の価値貯蔵機能、を重視した流動選好説を展開しなければならなかったのである。

したがって、ケインズが対象としたセイ法則は、図Bで示されるものでなければならない(同上, p.185-186, とくに第71図)。すなわち、生産物が供給されればそれに応じて総需要曲線が移動して、総供給金額に等しい総需要金額が常に創出されるのである。そして、どれだけ生産されようとも企業家が要求する総供給金額を満たす総需要金額が絶えず保証される限り、生産は完全雇用 L_f によって画される最大点まで拡大する。換言すれば、このような古典派の世界にあっては、完全雇用を阻む障害は何ら存在しない。図Bにおいて、一時的にせよ総需要曲線と総供給曲線とが乖離することは重要な意味を持っている。なぜならば、その背後に総需給の古典派的利子率均等化メカニズムが仮定されているからである。

最後に、筆者が何故このような古色蒼然とした論点を取り上げなければならなかったのかについて、一言述べておかねばならない。それは、未だポストケインズ派の中には、デヴィッドソン以外にもデヴィッドソンと同じセイ法則理解をしている人がいる、と考えられるからである。

注

- 1) 例えば、岩田規久男「『出口』でインフレ目標を」(『日本経済新聞』2005年9月1日朝刊)。
- 2), 3) Davidson (1994, pp.67-69)。
- 4) Keynes (1936, p.144) をみよ。
- 5) 内部資金の実質調達コストと新株発行による資金調達コストの説明および資金調達構成の詳細な議論については、Kanao (1999) をみよ。
- 6) 内部資金の実質調達コストを構成する代替効果要因については、Kanao (1999) をみよ。
- 7) 93年以降の法人企業(含む金融)貸出減少傾向は、日本銀行調「貸出先別貸出金(企業規模別)」によっても確認することができる。
- 8) 総資本営業利潤率は、売上高営業利潤率と総資本回転率の積である。
- 9) マクロの固定資本係数(ただし分母には国内純生産)のミクロでのより正確な対応は、設備投資効率の逆数である。この逆数も91年以降下落傾向にある。
- 10) 正確に言えば、彼は修正された(modified)流動性仮説と呼ぶ仮説の妥当性を検討している。詳細については、Fongemie (2005) をみよ。
- 11) ケインズは、各々の雇用水準に応じて異なった自然利子率が存在すると述べている。したがって、ここではヴィクセル流の自然利子率概念を敢えて用いていない。
- 12) Kregel (2000) もこの点を指摘している。
- 13) 計算式は次の通りである。国債額面を F とする。表面利率が1.4%であるから、年々のクーポン収入は $0.014F$ である。最終利回り1.5%の10年物新規国債価格 V_0 は次式で表される。

$$V_0 = \sum_{i=1}^{10} \frac{0.014F}{(1+0.015)^i} + \frac{F}{(1+0.015)^{10}}$$

最終利回りが5%となった時の国債価格 V_1 は、上式の2つの項の分母中の0.015を0.05に代れば得られる。すなわち $V_0 = 0.99078F$, $V_1 = 0.72202F$ である。よって $(V_1/V_0) \times 100\% \approx 73\%$ である。

- 14) 表面利益1.4%, 最終利回り1.5%, 額面 F の10年物新規国債のデュレーション $D(10, 1)$ は、次式で定義される。

$$D(10, 1) = \sum_{i=1}^{10} iW_i$$

ただし

$$W_i = [0.014F / (1+0.015)^i] / 0.99078F \quad (i=1, \dots, 9)$$

$$W_{10} = [(0.014F + F) / (1+0.015)^{10}] / 0.99078F$$

である。

Mar. 2006

バブル崩壊後の日本の不況の分析と対策をめぐって

- 15) 2003年4月政府は、「若者自立・戦略会議」を発足させ、同年6月「若者自立・挑戦プラン」をとまとめた（平成16年版『労働経済白書』、165-166ページ）。また、支援機関としての学校の現状と問題点については、堀有喜衣（2005）を参照。
- 16) 緩衝在庫としての雇用政策は、有効需要政策の補完的政策として用いられ、民間に正規社員として採用されるまでの雇用の一時的「住処」を提供するにすぎない。このことは注意すべきである。緩衝在庫としての雇用政策の性格のより詳細な議論については、金尾（2004, pp.130-134）をみよ。

参考文献

- Blanchard, O. (2005) *Macroeconomics*, 4th ed., Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey.
- Davison, P. (1994) *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Edward Elgar.
- Eichner, A. S. (1976) *The Megacorp and Oligopoly*, Cambridge University Press.
- Fongemie, C. A. (2005) “A note on Fisher’s equation and Keynes’s liquidity hypothesis”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27, 621-632.
- Friedman, M. (1970) “A Theoretical Framework for Monetary Analysis”, *Journal of Political Economy*, Vol. 78, pp.323-337.
- Friedman, M. (1977) “Nobel Lecture: Inflation and Unemployment”, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, 451-472.
- Kanao, T. (1999) “A Comparison of Japanese Corporate Finance between the High Growth Period and the Bubble Economy: Eichner-Kaleckian Modelling”, The University of Queensland Discussion Paper, No. 266, pp.1-27.
- Kanao, T. (2005) “Keynes, Kalecki and the Japanese Economy”, 『阪南論集 社会科学編』第40巻第2号, pp.17-29.
- Kalecki, M. (1969) *Theory of Economic Dynamics*, Revised 2nd ed. Augustus M. Kelley, New York.
- Keynes, J. M. (1973) *The General Theory of Employment, Interest and money: The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 7, London Macmillan.
- Kregel, J. A. (2000) “Krugman on the Liquidity Trap: Why Inflation Won’t Bring Recovery in Japan”, Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 298, March, pp.1-8.
- Krugman, P. (1998) “It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap” The official Paul Krugman Web Page (draft Brookings Paper on Economic Activity, No.2), pp.1-59.
- 伊東光晴（2005）「景気上昇はなぜ起きたか」『世界』1月 岩波書店, 47-63ページ。
- 金尾敏寛（2004）「ケインズ、カレツキおよび雇用保証政策」西日本理論経済学会編『環境政策と雇用政策の新展開』勁草書房, 115-137ページ。
- 川口弘（1977）『ケインズ一般理論の基礎』（新版）有斐閣。
- 堺屋太一（2004）「日中『工程分業』のすすめ」『Voice』5月, 78-85ページ。
- 林文夫（2004）「構造改革なくして成長なし」岩田喜久男・宮川努編『失われた10年の真因は何か』（3版）東洋経済新報社, 1-15ページ。
- 星岳雄（2000）「なぜ日本は流動性の罠から逃れられないのか」深尾光洋・吉川洋編『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社, 233-266ページ。
- 堀有喜衣（2005）「支援機関としての学校」小杉礼子編『フリーターとニート』勁草書房, 95-143ページ。
- 吉川洋（2000）「1990年代の日本経済と金融政策」深尾光洋・吉川洋編『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社, 267-296ページ。
- 吉川洋（2003）『構造改革と日本経済』岩波書店。
- 吉富勝（2005）「企業利潤改善テコに実現」『日本経済新聞』9月2日朝刊。
- 渡辺努（2000）「流動性のわなとインフレーターゲティング」吉川洋・通商産業研究所編集委員会編『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新聞社, 84-102ページ。

(2005年10月24日受付)
(2006年2月2日掲載決定)