

新古典派均衡モデルにおける MMT 支持的なケース： 2つのマクロ経済学の包摂に向けて

村瀬英彰（学習院大学経済学部）
2020年1月

【目次】

1. はじめに
2. モデル
 - 2.1. 民間部門
 - 2.2. 財市場および要素市場の均衡
 - 2.3. 通貨供給部門
 - 2.4. 均斉成長経路
3. 政策効果
 - 3.1. C レジーム（スタンダードな政策効果）
 - 3.2. B レジーム（MMT 親和的な政策効果）
4. B レジームと日本の経験
5. おわりに
 - 5.1. 財政拡張政策と B レジームの維持可能性
 - 5.2. B レジームにおける新古典派的な問題解決

1. はじめに

Modern Monetary Theory (MMT：現代貨幣理論) とメインストリームのマクロ経済理論（新古典派マクロ経済学）のそれぞれが導き出す政策含意および政策提案について互いに対立的な意見のやり取りが続いている¹。しかし、各学派が構築する理論に仮定を明確にすれば万人が演繹的に同じ結論に到達できるという意味で内的整合性が存在し、また、各学派の主張が現実に観察されるマクロ経済現象について理論に則った説得的な解釈や実証的な裏付けを持つ説明を与えているならば、そこには対立だけでなく科学的手法に基づく両学派接合の可能性はあるはずである。

このような包摂の試みは、互いに排他的になっている現状の両学派にとって共に好ましからざる不愉快なものを受け取られるかもしれない。しかし、経済主体の最適化行動と市場均衡という人間行動および経済機構の描写としては制約的ともいえる想定を出発点に一貫した手続きを踏んで構築される新古典派マクロ経済モデルにおいてさえ MMT の主張を再現できるならば、それは MMT の主張の一般性・普遍性を強く示すものとなるだろう。一方、メインストリームのマクロ経済理論がモデル構築の際の幾ばくかの工夫によって MMT の

¹ MMT の政策含意および政策提言については、Wray（1999、2012）に依拠している。

主張を再現できるならば、それはモデル構築の手続きの厳格さを優先し現実描写の道具として硬直化していると批判されがちな新古典派モデルの意外な柔軟性・包括性を示すものとなる。

本稿は、こうした両学派の批判の応酬を超えた接合の試みとして、メインストリームの経済モデル、しかも、その極端な形態である均衡モデル（完全予見と経済主体の最適化行動、および瞬時的な価格調整と継続的な需給均衡を想定したモデル）の枠内で MMT の政策主張に親和的な結論を導けるか否かを検討する。とくに、メインストリームの主張と MMT のそれが平行線を辿っている主要な 3 つの経済学的論争点（「マネーファイナンスによる物価上昇」問題、「財政赤字拡大による金利上昇」問題、「通貨供給の内生性 vs 外生性」問題）と 1 つの政治経済学的論争点（「民主主義社会におけるインフレの制御不可能性」問題）のうち、経済学的論争点について対立的に見える両学派の主張を包含するような理論モデルの具体例を提示することとしたい²。

本稿の構成は以下のとおりである。2 節では、対立的に見える両学派の主張を包含することを目的としたマクロ経済モデルを構築する。そして、モデルの均衡解として、経済成長率、インフレ率、金利、準備預金量、通貨供給量の導出を行う。3 節では、2 節で求めた均衡解に基づき、マクロ経済政策の効果、とくに MMT が主張する政策の効果の可否を上述の 3 つの経済学的論争点に焦点を当てて分析する。4 節では、モデルから導かれる均衡解と政策効果をバブル崩壊後の日本経済の経験と比較し、両者の類似点を検討する。5 節では本稿で得られた結果の政策含意をまとめる。とくに、本稿では、経済停滞現象への MMT 的（ケインジアン的）な解決を主眼として分析するが、採用されたモデルは新古典派モデルである。そこで、同じモデルを使って新古典派的と呼びうる問題解決も分析し MMT 的な解決との異同を考える。

2. モデル

本節では、Diamond (1965) 型の離散時間 2 世代重複モデルをベースにした最適化マクロ経済モデルを提示する。ただし、本稿で構築されるモデルは、標準的な Diamond モデル

² 政治経済学的論争点（「インフレが生じない間は財政拡張を行い、インフレが生じたら拡張を止めればよい」という MMT の政策主張に依拠した政策運営は民主主義下では困難である）は、バージニア学派流（ブキャナン＝ワグナー流）の「財政赤字の政治経済学」の系譜に属する論争点である。ただし、バージニア学派の主張は、主体の最適化行動から導かれたものではなく（財政錯覚や選挙民の非合理性の存在）、その後の「新政治経済学」による合理的主体を前提とした分析も民主主義が非効率な政策を採用する状況のモデル化を目的としており、現実の民主主義が効率的な政策の採用に失敗する必然性を示したものではない。その意味では、民主主義社会においてインフレは制御可能とも不可能とも断言できないというのが公平な見方であり、「インフレの制御不可能性」を前提にして MMT を批判するのは一方的であろう。

と以下の 3 点で異なる。①モデルには銀行部門（金融仲介部門）が存在し、準備預金制度ならびに信用創造メカニズム（金融資産としての貸出、預金の生成）が明示化される。②財の生産量は蓄積可能な生産要素の量（資本量）に比例する。すなわち、AK 型の集計生産関数を採用し経済の内生的成長を可能にする。③資本提供者が資本収益を獲得するには、資本調達者との間にある「情報の非対称性」、「契約の不完備性」などの摩擦要因を解消せねばならず、摩擦解消には取引費用（企業統治費用）が必要となる。このため、資本提供者にとっての資本収益率は物理的な資本の限界生産性より低くなる³。

2.1. 民間部門

2.1.1. 家計

消費財にも資本財にもなる 1 種類の財を生産する経済を考える。経済には、每期、若年期と老年期の 2 期間を生きる経済主体が誕生する。各期において経済に誕生する人口は測度 1 に基準化する。 t 期に生まれた主体は (1) 式で与えられる効用関数を最大化するものとする。

$$(1) \quad u_t = u(c_{t+1}) = c_{t+1} \quad .$$

ここで、 c_{t+1} は、 t 期に生まれた主体の老年期の実質消費量である⁴。

各主体は、若年期に労働 1 単位を非弾力的に供給し老年期には労働を供給しない。また、各主体は若年期に得られた所得を貯蓄に振り向け、老年期には貯蓄の果実を消費して人生を終える。本稿のモデルでは、議論の複雑化を避けるために家計の貯蓄は銀行（金融仲介機関）への預金によって行われるという間接金融モデルを採用する。このとき、若年期の予算制約式および老年期の予算制約式は、それぞれ以下の(2)式、(3)式で表される。

³ 本稿のモデルは、通貨需要の拡大をもたらすショック（利潤圧縮による資本収益率の低下）が経済成長率に与える影響について日本の長期停滞を念頭に置いて分析した村瀬（2006、2009、2012）、Murase（2012）、村瀬・安藤（2014）の世代重複モデルを改編したものである。とくに、貯蓄（将来消費）に関する cash-in-advance 制約を通貨需要の 1 つの要因とした村瀬（2012）、村瀬・安藤（2014）のモデルに銀行部門を導入し、貯蓄（将来消費）に関する cash-in-advance 制約を銀行が服している準備預金制度と解釈し直すことにより同モデルを MMT の政策主張の分析に応用したものになっている。

⁴ 各主体が若年期、老年期双方の消費から効用を得るとしたより一般的な効用関数の下での分析については村瀬（2006、2009、2012）を参照されたい。なお、消費が老年期のみに行われるとした本稿の設定では、モデルに消費・貯蓄選択が事実上存在しない。したがって、資本蓄積の経路が「貯蓄がどれだけの量なされるか」ではなく「貯蓄がどのような形態なされるか」によってのみ影響されることになる。このため、本稿のモデルは、経済成長に与えるポートフォリオ選択（通貨需要動機の高まり）の影響を消費・貯蓄選択（貯蓄動機の高まり）の影響から明瞭に切り離して議論ができるところに分析上のメリットがある。

$$(2) \quad w_t - \tau_t \geq \frac{D_{t+1}}{p_t},$$

$$(3) \quad c_{t+1} \leq (1+i_{t+1}^d) \frac{D_{t+1}}{p_{t+1}}$$

ここで、 w_t と τ_t は、それぞれ t 期の実質賃金および政府による実質課税である。課税は若年期の主体、すなわち労働所得の稼得者に対して行われるとする。また、 D_{t+1} は $t+1$ 期の名目預金量、 i_{t+1}^d は $t+1$ 期の名目預金金利、 p_t は t 期の物価水準である。さらに、 π_{t+1} を

$$\pi_{t+1} = \frac{p_{t+1} - p_t}{p_t}$$

で定義される $t+1$ 期の期待インフレ率（完全予見の下でそれは現実のインフレ率でもある）とする。よって、フィッシャー関係式より $1+i_{t+1}^d = (1+r_{t+1}^d)(1+\pi_{t+1})$ で定義される r_{t+1}^d が実質預金金利となる。

(2)式、(3)式の制約の下で(1)式の最大化の解は、主体が老年期にしか消費をしないため、きわめて簡単に以下の(4)式で与えられる。

$$(4) \quad \frac{D_{t+1}}{p_t} = w_t - \tau_t, \quad c_{t+1} = (1+r_{t+1}^d)(w_t - \tau_t)$$

2.1.2. 企業

財の生産は、企業が資本と労働の 2 つの生産要素を用いて行う。各期において経済に存在する企業はすべて同一であり、その数は基準化して測度 1 とする。また、各企業は完全競争的に振舞うものとする。

本稿では、集計生産関数として経済全体の実質生産量が実質資本量に比例する AK 型の生産関数を採用し経済の内生的成長を可能にする。AK 型の集計生産関数をもたらされる状況には様々なケースがありうるが、以下では、企業間の完全競争と設定が容易に両立する Romer (1986) 型の生産関数を採用する。すなわち、経済全体の実質資本量が外部効果を通じて各企業の労働生産性にプラスの効果を与えると想定するのである⁵。また、簡単化のために、各企業の生産関数は、以下の(5)式で与えられる Cobb-Douglas 型の生産関数である

⁵ その他の代表的な状況としては、資本・労働比率が一定の生産ユニットを想定し労働が不完全雇用状態にある（ショートサイドが資本である）とする固定係数の生産関数（レオンチェフ型の生産関数）を想定しても AK 型の生産関数が得られる。固定係数の生産関数を用いたモデルは事実上、原初的な AK モデルというべきハロッド・ドーマーモデルの構造を持つことになる。

とする。

$$(5) \quad y_t = (A_t n_t)^\alpha k_t^{1-\alpha}, \quad A_t = A^{1/\alpha} \bar{k}_t \quad .$$

ここで、 y_t 、 n_t 、 A_t 、 k_t は、それぞれ各企業の t 期の実質生産量、労働投入量、労働生産性、実質資本投入量である。また、 \bar{k}_t は、各企業には所与として扱われる経済全体の実質資本量である。さらに、 A は正の定数であり、 α は $0 < \alpha < 1$ を満たす正の定数である。(5)式では外部効果を通じて経済全体の実質資本量が比例的に各企業の労働生産性を向上させることが想定されている。

さて、各企業は、(5)式で与えられる生産関数の下で、以下の(6)式で与えられる実質利潤を最大化する。

$$(6) \quad \Pi_t^f = (A_t n_t)^\alpha k_t^{1-\alpha} - (1+r_t^l)k_t - w_t n_t + (1-\delta)k_t = A \bar{k}_t^\alpha n_t^\alpha k_t^{1-\alpha} - (r_t^l + \delta)k_t - w_t n_t$$

ここで、 r_t^l は t 期の実質貸出金利であり、 δ は資本減耗率($0 \leq \delta \leq 1$)である。なお、金融サイドの定式化が間接金融モデルであることに対応して、企業の資本投入のための資金調達はすべて銀行からの借入によって賅われるとする。この利潤最大化問題の解は以下のように求められる。

$$(7) \quad w_t = \alpha A \bar{k}_t^\alpha n_t^{\alpha-1} k_t^{1-\alpha}, \quad r_t^l = (1-\alpha) A \bar{k}_t^\alpha n_t^\alpha k_t^{-\alpha} - \delta \quad .$$

2.2. 財市場および要素市場の均衡

2.2.1. 財市場の需給均衡

本稿で考える経済は閉鎖経済であり、財の需要は家計の消費、企業の投資、および政府の政府支出から構成される。したがって、この経済の財市場の均衡は以下の(8)式で表される。

$$(8) \quad y_t = c_t + (k_{t+1} - k_t + \delta k_t) + f_t \quad .$$

ここで、 y_t 、 c_t 、 $k_{t+1} - k_t + \delta k_t$ 、 f_t は、それぞれ経済全体で集計された t 期の実質生産

量、実質消費量、実質粗投資量（実質純投資量＋実質資本減耗）、実質政府支出量である。なお、人口が測度 1 で与えられ各主体は若年期の所得をすべて貯蓄することから、集計された t 期の実質消費量 c_t は $t-1$ 期に生まれた主体の老年期の実質消費量でもあることに注意したい⁶。

2.2.2. 要素市場の需給均衡

次に、要素市場の需給均衡を考えよう。各期において経済に誕生する人口は測度 1 であるため労働の供給は $n_t = 1$ であり、各期において経済に存在する企業の数も測度 1 であるため $\bar{k}_t = k_t$ が成立する。企業による労働と資本の需要は、(7)式で表されることから、 $n_t = 1$ および $\bar{k}_t = k_t$ を(7)式に代入して以下の(9)式で表される実質賃金と実質貸出金利、すなわち、労働と資本の要素価格を得る。

$$(9) \quad w_t = \alpha A k_t, \quad r_t^l = (1 - \alpha)A - \delta \quad .$$

2.3. 通貨供給部門

2.3.1. 銀行（金融仲介機関）

金融仲介機関である銀行は、企業への貸出および政府が発行する国債の購入を通じて、預金通貨を創出する。各期において経済に存在する銀行はすべて同一であり、その数は測度 1 に基準化する。また、各銀行は完全競争的に振舞うとする。

銀行は、以下の(11)式、(12)式の制約の下で(10)式で表される実質利潤を最大化するものとする。

$$(10) \quad \Pi_{t+1}^b = (1 + r_{t+1}^l)k_{t+1} + (1 + i_{t+1})\frac{B_{t+1}}{p_{t+1}} + \frac{R_{t+1}}{p_{t+1}} - (1 + i_{t+1}^d)\frac{D_{t+1}}{p_{t+1}} - \eta k_{t+1}$$

$$(11) \quad k_{t+1} + \frac{B_{t+1}}{p_t} + \frac{R_{t+1}}{p_t} = \frac{D_{t+1}}{p_t},$$

$$(12) \quad R_{t+1} \geq \varepsilon D_{t+1} \quad .$$

⁶ (8)式に登場する政府支出は生産力や効用を増加させる効果を持たず、単なる需要項目の 1 つとして機能する無駄な支出（「賢くない支出：unwise spending」）である。この点で、本稿の政府支出の設定は、生産力効果などの直接的な効能がなくとも政府支出に意味があるか否か、すなわち、ケインズ的な「穴を掘って埋める」タイプの政府支出でも効果があるか否かを問うものにもなっている。

ここで、 B_{t+1} 、 R_{t+1} は、それぞれ $t+1$ 期の銀行の名目国債保有量、名目準備預金量であり、 i_{t+1} は $t+1$ 期の名目国債金利である。

(10)式は、銀行が企業への貸出、国債の購入および準備預金からなるポートフォリオの運用から収入を得ることを示している。企業は銀行からの借入によって資本を購入し、それを生産活動に投入するので、企業への実質貸出量は企業の実質資本投入量と等しい。また、準備預金に付利はないとする。一方、銀行にとってポートフォリオ運用の費用は、預金への金利支払いと企業への貸出から収益を獲得するために必要な取引費用（「情報の非対称性」、「契約の不完備性」などの資金提供者と調達者間の摩擦を解消するための費用、すなわち、企業統治費用）からなる。なお、ここでは簡単化のため、 η は正の定数とし取引費用 ηk_{t+1} は実質貸出量に比例するとする。また、(11)式は、 t 期において銀行が創出した実質預金量が企業への実質貸出量、実質国債購入量、実質準備預金量の合計に等しいことを示している。さらに、(12)式では銀行が創出できる預金量には準備預金制度により要求される一定の準備預金の保有を必要とするという制約（貯蓄を対象にする一種の **cash-in-advance** 制約、いわば、**reserve-in-advance** 制約と呼ぶべきもの）が課せられることが示されている。ここで、 ε は法定準備率（ $0 < \varepsilon < 1$ ）である⁷。

さて、(11)式と(12)式の制約の下で(10)式の最大化問題を解くと、(12)式が拘束的である (**binding**) ケースと拘束的でない (**non-binding**) ケースの場合分けが生じる。(12)式が拘束的であるケースは銀行の準備預金需要が **cash-in-advance** 制約によって決まることから、以下では、それを「**C レジーム (Cash-in-advance レジーム)**」と呼ぶことにする。

一方、(12)式が拘束的でないケースでは、利潤最大化を目指す銀行が進んで資本や国債とともに法的制約を超えて超過準備を保有する。したがって、それは付利がなく本来的に収益を生み出さない準備預金と資本や国債が同等の資産と見なされている、いいかえれば、準備預金の実質収益率であるデフレ率（インフレ率にマイナスの符号を付けたもの）と資本や国債の実質収益率である実質金利が等しく名目金利が 0 となる状況を表している。つまり、(12)式が拘束的でないケースは、準備預金という本来的に無価値な資産である通貨がバブルとして需要される状況を表しているといえることができる (Tirole, 1985, Grossman and Yanagowa, 1993)。このため、以下では、それを「**B レジーム (Bubble レジーム)**」と呼ぶことにする。

それぞれのレジームに対応する最適解を求め、すべての銀行が同一であり完全競争的に振舞うことから $\Pi_{t+1}^b = 0$ となることに注意すると、各レジームの均衡解は以下のように求

⁷ 家計と銀行を統合して考えれば、準備預金制度は、貯蓄主体が自らの貯蓄の一部を通貨で持ち越さねばならないとする **cash-in-advance** 制約と考えることができる。家計と銀行を統合した **cash-in-advance** 制約と内生的成長を組み込んだ世代重複モデルによるマクロ経済政策の効果の分析については村瀬 (2012) を参照されたい。また、代替的な **cash-in-advance** 制約の定式化として、貯蓄主体が老年期の消費の一定割合を通貨で購入しなければならないとするモデルについては村瀬・安藤 (2014) を参照されたい。

められる。

・ C レジーム

$$(13) \quad p_t k_{t+1} + B_{t+1} = (1 - \varepsilon) D_{t+1}, \quad R_{t+1} = \varepsilon D_{t+1},$$

$$r_{t+1} = r_{t+1}^l - \eta, \quad r_{t+1}^d = (1 - \varepsilon)(1 + r_{t+1}) + \varepsilon \frac{1}{1 + \pi_{t+1}} - 1, \quad i_{t+1} > 0$$

・ B レジーム

$$(14) \quad p_t k_{t+1} + B_{t+1} + R_{t+1} = D_{t+1}, \quad \varepsilon D_{t+1} < R_{t+1} < D_{t+1},$$

$$r_{t+1} = r_{t+1}^l - \eta, \quad r_{t+1}^d = r_{t+1}, \quad i_{t+1} = 0$$

ここで、 r_{t+1} は $1 + i_{t+1} = (1 + r_{t+1})(1 + \pi_{t+1})$ で定義される実質国債金利である。

本稿では現金通貨の存在を想定していないので、取りも直さず準備預金量がベースマネー一量であり、預金通貨量がマネースtock量である。よって、 H_{t+1} と M_{t+1} をそれぞれ $t+1$ 期の名目ベースマネー一量および名目マネースtock量とすると、 $H_{t+1} = R_{t+1}$ 、 $M_{t+1} = D_{t+1}$ が成立する。

銀行が法定準備に対応する準備預金を保有する C レジームにおいては、 $M_{t+1} = \frac{1}{\varepsilon} H_{t+1}$ であることから、貸出や国債購入により預金を創出する銀行は、結果的にベースマネーの通貨乗数倍、すなわち $\frac{1}{\varepsilon}$ 倍のマネースtockを信用創造メカニズムにより創出することになる。一方、銀行が超過準備を保有する B レジームにおいては、通貨乗数は法定準備率に縛られることなく（通貨乗数の均衡値は $\frac{1}{\varepsilon}$ より小さくなる）、銀行のポートフォリオ運用、さらにはその背景にある企業および政府の資金需要（資本投入量および国債発行量）によって内生的に決められることになる。

2.3.2. 統合政府

最後に、モデルを閉じるべく統合政府の予算制約式を定式化し、その上で MMT の政策主張を分析するための政策ルールを特定化しよう。まず、以下の(15)式が最も一般的に表した場合の統合政府の予算制約式である。(15)式の右辺は各期の財政赤字であり、(15)式は財政赤字がベースマネーあるいは国債の発行によってファイナンスされることを示している。

$$(15) \quad \frac{H_{t+1} - H_t}{p_t} + \frac{B_{t+1} - B_t}{p_t} = f_t - \tau_t + i_t \frac{B_t}{p_t} .$$

次に、MMT が提唱する政策枠組みは、財政政策（ τ_t 、 f_t ）が最初に政府により決定され、その帰結を金融政策（ H_t ）によって調整する一種の財政ドミナンスの枠組み、すなわち、財政赤字に対するマネーファイナンス（国債ファイナンスと既発国債の買いオペレーションの組合せも含む）の枠組みである。そこで、以下では、財政赤字の変動がすべて中央銀行のベースマネー発行によって吸収される状況に焦点を当てる。とくに、簡単化のために $B_t = 0$ （現在のみならず過去も財政赤字はベースマネーの発行によって賄われた）と想定した上で、名目ベースマネー量の変化率を示すパラメーター $\mu = \frac{H_{t+1} - H_t}{H_t}$ が財政政策の帰結を調整すべく内生的に変化する政策運営の方式を考えることとする。

ここで、 $h_t = \frac{H_t}{p_t}$ によって実質ベースマネー量 h_t を定義すると μh_t は実質値で見た通貨発行益（シニョレッジ）に相当する。とくに、実質課税と実質政府支出を $\tau_t = \tau h_t$ 、 $f_t = f h_t$ （ただし、 τ 、 f それぞれ $\tau > 0$ 、 $f > 0$ を満たすパラメーターとする）という形で実質ベースマネー量に依存する形で特定化し、政策パラメーターとしての τ と f の変化の効果を検討する。以上の想定の下では、各パラメーター間の関係として、(15)式より以下の(15')式が得られる。

$$(15') \quad \mu = f - \tau$$

また、以下の分析のために、マネーストックについても、 m_t を $m_t = \frac{M_t}{p_t}$ で定義される実質マネーストック量としておく。

2.4. 均斉成長経路

以上の準備の下で、われわれの関心の対象となる変数（実質ベースマネー量、実質マネーストック量、実質生産量—実質資本投入量—、インフレ率、名目金利）の均衡を記述する動学体系を考えよう。動学体系は、(4) 式、(8) 式、(9) 式、(13) 式、(14) 式および(15') 式を使ってそれぞれのレジームについて 5 本の式にまとめることができる。

・ C レジーム

$$(16) \quad h_t = \frac{\varepsilon}{1 + f - (1 - \varepsilon)\tau} \cdot \alpha A k_t$$

$$(17) \quad h_t - \varepsilon m_t = 0$$

$$(18) \quad k_{t+1} = \alpha A k_t - \{1 + f\} h_t$$

$$(19) \quad \pi_{t+1} = (1 + f - \tau) \frac{h_t}{h_{t+1}} - 1$$

$$(20) \quad i_{t+1} = \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\} (1 + f - \tau) \frac{h_t}{h_{t+1}} - 1$$

・ B レジーム

$$(16') \quad h_{t+1} = \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\} (1 + f - \tau) h_t$$

$$(17') \quad m_{t+1} = \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\} (\alpha A k_t - \tau h_t)$$

$$(18') \quad k_{t+1} = \alpha A k_t - \{1 + f\} h_t$$

$$(19') \quad \pi_{t+1} = \frac{1}{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta} - 1$$

$$(20') \quad i_{t+1} = 0 \quad .$$

ここで、 $\lambda_t \equiv \frac{h_t}{y_t}$ (ベースマネー版マーシャルの k) と $\theta_t \equiv \frac{m_t}{y_t}$ (マネースtock版マーシ

ャルの k)、ならびに $\nu_t \equiv \frac{M_t}{H_t} = \frac{\theta_t}{\lambda_t}$ (通貨乗数) を定義した上で均斉成長経路の分析へと進

もう。均斉成長経路においては、実質産出量、実質資本量、実質ベースマネー量、実質マネースtock量がすべて同率で成長する。このことは、均斉成長経路においてベースマネー版、マネースtock版ともにマーシャルの k が時間を通じて一定であり、均斉成長率も一定となることを意味する。いま、この一定の均斉成長率を g とすると、

$$(21) \quad 1 + g = \frac{y_{t+1}}{y_t} = \frac{k_{t+1}}{k_t} = \frac{h_{t+1}}{h_t} = \frac{m_{t+1}}{m_t}$$

が得られる。そこで、以下、均斉成長経路上の変数から時点を示す下添え字を落として(16)式から(20)式、(16')式から(20')式を(21)式を使って書き換えると、

$$(22) \quad \lambda = \begin{cases} \frac{\varepsilon\alpha}{1+f-(1-\varepsilon)\tau} \equiv \lambda^C \\ \frac{\alpha A - \{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta\}(1+f-\tau)}{A(1+f)} \equiv \lambda^B \end{cases}$$

$$(23) \quad \theta = \begin{cases} \frac{\alpha}{1+f-(1-\varepsilon)\tau} \equiv \theta^C \\ \frac{\alpha A + \{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta\}\tau}{A(1+f)} \equiv \theta^B \end{cases}$$

$$(24) \quad \nu = \begin{cases} \frac{1}{\varepsilon} \equiv \nu^C \\ \frac{\alpha A + \{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta\}\tau}{\alpha A - \{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta\}(1+f-\tau)} \equiv \nu^B \end{cases}$$

$$(25) \quad g = \begin{cases} \frac{A\alpha(1-\varepsilon)(1+f-\tau)}{1+f-(1-\varepsilon)\tau} - 1 \equiv g^C \\ \{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta\}(1+f-\tau) - 1 \equiv g^B \end{cases}$$

$$(26) \quad \pi = \begin{cases} \frac{1+f-(1-\varepsilon)\tau}{A\alpha(1-\varepsilon)} - 1 \equiv \pi^C \\ \frac{1}{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta} - 1 \equiv \pi^B < 0 \end{cases}$$

$$(27) \quad i = \begin{cases} \frac{\{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta\}\{1+f-(1-\varepsilon)\tau\}}{A\alpha(1-\varepsilon)} - 1 \equiv i^C \\ 0 \equiv i^B \end{cases}$$

が得られる。ここで、Cの上添え字が付けられた変数はCレジームが成立するときの変数、Bの上添え字が付けられた変数はBレジームが成立するときの変数である。

Cレジームは $i > 0$ （すなわち、超過準備が存在しない）のとき成立するレジームであることから、Cレジーム、Bレジームの成立条件は以下のように表される。

$$(28) \quad \begin{cases} \text{Cレジームの成立条件} & f - (1 - \varepsilon)\tau > \frac{A\alpha(1 - \varepsilon)}{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta} - 1 \\ \text{Bレジームの成立条件} & f - (1 - \varepsilon)\tau \leq \frac{A\alpha(1 - \varepsilon)}{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta} - 1 \end{cases}$$

(28)式からは、財政が緊縮的である（ f の値が小さい、 τ の値が大きい）、資本分配率が低い（ α の値が大きい）、資本減耗率が大きい（ δ の値が大きい）、金融市場の摩擦要因が深刻である（企業統治費用が高い）（ η の値が大きい）などのとき、Cレジームが成立しにくくなり、経済がBレジームに陥りやすくなることが知られる。

3. 政策効果

本節では、前節のモデルにより導かれたマクロ経済変数の均衡解に基づき経済政策の効果について検討しよう。結論を先取りすれば、Cレジームにおいてはより教科書的なスタンダードな政策効果が得られるのに対して、BレジームではMMTの政策含意や政策提言に合致したMMT親和的な政策効果が得られることになる。

3.1. Cレジーム（スタンダードな政策効果）

3.1.1. 通貨供給の内生性

まず、Cレジームにおいては、超過準備が存在せず通貨乗数は法定準備率の逆数 $\frac{1}{\varepsilon}$ で与えられる。すなわち、貸出により預金を創出する銀行は、結果的にベースマネーの通貨乗数倍、すなわち $\frac{1}{\varepsilon}$ 倍のマネーストックを信用創造メカニズムにより創出することになる。Cレジームにおいては、利潤最大化を目指す銀行が、収益率において貸出に劣る準備預金を法的に定められた最低限の量だけ保有しできる限り貸出を拡大しようとするため、標準的な通貨乗数アプローチが示すようなベースマネーとマネーストックの関係が導かれるのである。

もっとも、この関係自体は外生的通貨供給説（政策当局がベースマネー供給量を能動的に調整してマネーストック量を制御するとする説）とも内生的通貨供給説（民間部門のマネーストック需要により決定されたマネーストック量を支持するように政策当局が受動的にベースマネー供給量を調整するとする説）とも原理的には両立しうる。とくに、こうした通貨供給の内生性は、政策運営ルールの違いから通貨供給の外生性、内生性が決まるといえることから、「政策的な内生性」と呼ぶことができるかもしれない（たとえば、様々なショックに対して金利水準の変動を抑えるような金利をターゲットとする政策運営ルール

の下ではマネーストック量、ベースマネー量はともに内生的となる)。

ただし、MMTの政策主張では、政府により決定された財政政策の結果として生まれる財政赤字をベースマネーの発行によって賄うのだから、財政政策が能動的に行われる限りにおいて、ベースマネー供給も政策当局にとって受動的に調整するものにはなりえない。一方、内生的通貨供給説では、民間部門でマネーストック量が先決し、それに順応する形でベースマネーが供給されるというストーリーがとられており、Cレジームにおいては両者の間に齟齬が生じる点に注意が必要である。

3.1.2. 経済成長率、インフレ率、名目金利への効果

次に、Cレジームにおけるマネーファイナンスによる財政拡張政策の実質経済成長率、インフレ率および名目金利への効果についてみよう。

$$(29) \quad \frac{\partial g^c}{\partial f} = \frac{A\alpha(1-\varepsilon)\varepsilon\tau}{\{1+f-(1-\varepsilon)\tau\}^2} > 0, \quad \frac{\partial g^c}{\partial \tau} = -\frac{A\alpha(1-\varepsilon)\varepsilon(1+f)}{\{1+f-(1-\varepsilon)\tau\}^2} < 0$$

$$(30) \quad \frac{\partial \pi^c}{\partial f} = \frac{1}{A\alpha(1-\varepsilon)} > 0, \quad \frac{\partial \pi^c}{\partial \tau} = -\frac{1}{A\alpha} < 0$$

$$(31) \quad \frac{\partial i^c}{\partial f} = \frac{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta}{A\alpha(1-\varepsilon)} > 0, \quad \frac{\partial i^c}{\partial \tau} = -\frac{1+(1-\alpha)A-\delta-\eta}{A\alpha} < 0$$

となることから、政府支出の拡大、減税ともに経済成長率、インフレ率および名目金利を押し上げる効果があることがわかる。Cレジームにおいては、準備預金制度の下で法定準備率に対応した量だけの準備預金を保有することが最適である。このため、財政赤字がマネーファイナンスされることによってベースマネーが追加供給されれば、通貨の超過供給が生じインフレ率が上昇することになる。ところが、このインフレ率の上昇は通貨の実質収益率の低下を意味するため、ポートフォリオ選択において貯蓄が生産的な資本により振り向けられる Mundell-Tobin 効果が生じ経済成長率が上昇するのである (Mundell,1963、Tobin,1965)。結果として、ベースマネーの成長率の上昇の効果は、経済成長率の押し上げ効果とインフレ率の押し上げ効果に分割されて現れる。また、政府支出の拡大や減税は実質金利に影響を与えないことから、名目金利はインフレ率の上昇と同じだけ上昇する。このように Cレジームにおける財政拡張政策の経済成長率、インフレ率、名目金利に与える効果は、基本的に教科書に登場するようなスタンダードなものと同じになる。

なお、タックスファイナンスの財政拡張政策の場合は、以下のように結論が異なるので注意しておこう。

$$(32) \quad \frac{\partial g^c}{\partial f} + \frac{\partial g^c}{\partial \tau} = -\frac{A\alpha(1-\varepsilon)\varepsilon(1+f-\tau)}{\{1+f-(1-\varepsilon)\tau\}^2} < 0, \quad \frac{\partial \pi^c}{\partial f} + \frac{\partial \pi^c}{\partial \tau} = \frac{\varepsilon}{A\alpha(1-\varepsilon)} > 0$$

となることから、財政拡張政策は経済成長率を低下させ、インフレ率を上昇させるというスタグフレーション的な効果をもたらすことがわかる。同額の政府支出の拡大、増税の下では、ベースマネーの成長率は変化しないことから、それ自体にインフレ率を上昇させる効果はない。しかし一方で、増税の結果、生産的な資本に振り向けられる貯蓄が減少し経済成長率が低下することにより財供給が低下しインフレ率が上昇する。つまり、同額の政府支出の拡大と増税を比較すると経済成長に与える影響は増税のダメージの方が大きくなるのである。

3.2. B レジーム (MMT 親和的な政策効果)

3.2.1. 通貨供給の内生性

一方、B レジームにおいては、超過準備が存在する一通貨乗数 ν^B は $\nu^C = \frac{1}{\varepsilon}$ より小さくなるため、準備預金量は法定準備率によって一元的に決定されず民間主体である銀行のポートフォリオ選択、さらにはその背景にある企業の資金需要によって決定されることになる。とくに、C レジームのケースとは異なり、かりに政策当局がベースマネー供給量を能動的に調整できたとしてもマネーストック量は、(24)式に見られるような様々なパラメーターの値に影響され内生的に決定されることになる。C レジームのケースでは、「ベースマネーは外生、ベースマネーによって決められるマネーストックも外生」あるいは「マネーストックは内生、マネーストックによって決められるベースマネーも内生」の組み合わせしかなかったが、B レジームでは、いわば「ベースマネーは外生、マネーストックは内生」という状況が超過準備の存在によって可能になるのである。このようなマネーストックの内生性はC レジームで考えた「政策的な内生性」とは異なるものであり、「真正の内生性」と呼ぶのがふさわしいものかもしれない⁸。

こうしたB レジームにおける「真正の内生性」の下では、C レジームのケースにみられたマネーファイナンスによる能動的な財政政策と内生的通貨供給との間にある齟齬も消える。マネーストック量は民間部門の需要によってその大きさが決まり、一方で、ベースマ

⁸ 「異次元緩和」の実施以降、政策当局にとってのマネーストック量の制御不可能性は、いわゆる「日銀理論」をはじめとする従来の内生的通貨供給説に支持的な現象と受け取られることが多い。しかし、「異次元緩和」が明らかにしたことは、むしろ従来の内生的通貨供給説の主張とは反対に政策当局はそうしようと思えばベースマネー量をマネーストック量の変動から切り離すことになっても積極的に増減させることができるということである。この点で、ゼロ名目金利下の「異次元緩和」の経験は、政策当局にとってマネーストック量が制御できないという意味で従来の外生説に反しており、ベースマネー量が制御できるという意味で従来の内生説にも反しているといえる。

ネー量は政府が生み出した財政赤字を賄うべくその大きさが決まるということが原理的には可能だからである。この点で、マネーファイナンスによる能動的な財政政策と内生的通貨供給という MTT の 2 つの政策主張は B レジームにおいて矛盾なく成立するといえる。

3.2.2. 経済成長率、インフレ率、名目金利への効果

次に、B レジームにおけるマネーファイナンスによる財政拡張政策の実質経済成長率、インフレ率および名目金利への効果についてみよう。

$$(33) \quad \frac{\partial g^B}{\partial f} = -\frac{\partial g^B}{\partial \tau} = 1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta > 0$$

$$(34) \quad \frac{\partial \pi^B}{\partial f} = \frac{\partial \pi^B}{\partial \tau} = 0$$

$$(35) \quad \frac{\partial i^B}{\partial f} = \frac{\partial i^B}{\partial \tau} = 0$$

となることから、政府支出の拡大、減税ともに経済成長率を押し上げる効果がある一方でインフレ率と名目金利に何らの影響を与えないことがわかる。

ベースマネーの成長率の上昇の効果が経済成長率への影響とインフレ率への影響に分割される C レジームと比較したとき、財政拡張政策がインフレ率も名目金利も上昇させることなく経済成長率を上昇させられることは MMT の政策主張と親和的な政策効果であり B レジームの際立った特徴であるといえる。それでは、なぜ、このようにインフレ生成を必要としない経済成長効果が生まれるのだろうか。B レジームではゼロ名目金利の下における超過準備の発生にみられるように「膨張した通貨需要（通貨のバブルとしての需要）」が存在する。そこで、財政赤字がマネーファイナンスされれば、追加供給されるベースマネーによって「膨張した通貨需要」を埋め合わせることができる。その分、貯蓄から通貨（預金準備）に回っていた部分が減り貯蓄を生産的な資本（貸出）により振り向けることができるようになるため経済成長率が上昇するのである。

実際、マネーファイナンスによる財政拡張政策の通貨乗数に与える効果についてみると、

$$(36) \quad \frac{\partial v^B}{\partial f} = \frac{[\alpha A + \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\}\tau] \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\}}{[\alpha A - \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\}(1 + f - \tau)]^2} > 0,$$

$$\frac{\partial v^B}{\partial \tau} = -\frac{\{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\}^2 (1 + f)}{[\alpha A - \{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta\}(1 + f - \tau)]^2} < 0$$

であることから、マネーファイナンスによる財政拡張政策が通貨乗数を増加させることがわかる。財政拡張政策は貸出とそれによって創出される預金を準備預金に対して相対的に増加させる、いいかえれば、銀行の信用創造を活発化させるがゆえに通貨乗数が上昇し経済成長を促進する効果が生まれるのである。

なお、タックスファイナンスの財政拡張政策は、(35)式、(36)式から明らかなように経済成長率、インフレ率のいずれにも影響を与えない。C レジームのケースと異なり、超過準備が存在する中で増税による貯蓄減少が準備預金の減少に吸収され、C レジームのケースのように資本蓄積にダメージを与えることがないためである。

4. B レジームと日本の経験

経済が B レジームにあるときの各マクロ経済変数の動きを長期停滞の下にある日本の経験と照らし合わせてみよう。本稿のモデルが示すように、B レジームでは、銀行は超過準備を保有し通貨乗数の低下が見られる。また、そうした貸出の低下を受けて資本蓄積が阻害され経済成長率の低下がもたらされる。さらに、マネーファイナンスによる財政拡張政策を行ってもインフレ率や名目金利の上昇は発生せず、ゼロ名目金利が持続する。

こうした B レジームに関する結果は、日本が 1990 年代半ば以降に経験してきた状況と一定の符合があると見ることができる。日本でも、経済停滞が長期化する中で、銀行の超過準備の保有や通貨乗数の低下が通貨市場の特徴的な現象となってきた(図 1)。とくに、日銀の「異次元緩和」開始以降、政策当局はベースマネーを劇的に増加させたが、それにもかかわらずマネーストックの増加は穏やかなものに止まった。3 節で使用した表現を用いれば、通貨供給は「真正の内生性」を示してきたといつてよい。その一方で、経済成長率の低下やゼロ名目金利の持続もこの時期の日本経済の際立った特徴として挙げられる(図 2)。さらに、「アベノミクス第 1 の矢、第 2 の矢」といわれる「財政赤字に対する国債ファイナンスと既発国債の買いオペレーションの組合せ」も、その政策を事実上のマネーファイナンスによる財政拡張政策と解釈したとき、非常に大規模な政策が実行されたにもかかわらず現在に至るまでインフレ率ならびに名目金利の上昇が見られないという事実も存在する(図 3)。

一方、そうした中で、アベノミクス開始以降、日本経済は一定の回復過程を辿ってきた。そこには、「(期待) インフレ率の上昇により実質金利を低下させ景気刺激を行う」というアベノミクスの当初のシナリオ(いわゆる、リフレーション政策による景気回復シナリオ)とは一線を画した景気回復メカニズムが機能していることが示唆される。とくに、マネーファイナンスによる財政拡張政策が景気回復機能を持ちながらインフレ率の上昇も名目金利の上昇ももたらさない事実は、MMT の政策主張と親和的な現象と捉えられ、一部に「日本は MMT の実験場あるいは成功例である」と言わしめる所以ともなっている。

このように、B レジームの均衡解によって描かれる経済の特徴と日本の経験には符合する点が多い。それでは、日本経済が B レジーム的な状況にあるとして、なぜ、かつてはそうではなかった（本稿のモデルに即していえば C レジームにあった）経済が B レジームの様相を呈するようになったのだろうか。(28)式から知られるように、財政拡張の程度を一定としたとき、資本分配率が低い (α の値が大きい)、資本減耗率が大きい (δ の値が大きい)、金融市場の摩擦要因が深刻である—企業統治費用が高い— (η の値が大きい) などの場合に、経済は B レジームに陥りやすくなる。いいかえれば、資本収益率そしてその背後にある企業利潤を低下させる要因が強まる場合に、経済は B レジームの様相を呈しやすくなるのである。こうした B レジームの促進要因については、90 年代半ば以降の日本経済に関して以下のような事実が指摘されている。

1 つは、橋本(2002)によって夙に指摘された日本企業における急激な「利潤圧縮」の進行である。この現象に対しては、それをもたらした原因に関するいくつかの説明がなされている。たとえば、宮川 (2005) は、Bruno and Sachs(1985)タイプの「供給ショックの経済学」の枠組みを用い、不景気下の名目賃金の硬直性が企業利潤を圧迫し資本収益率の低下をもたらしたことを日本経済の集計的な要素価格フロンティアの推計に基づき示している。一方、金融市場における資金のミスアロケーションによって資本収益が低下したと指摘するものもある。Peek and Rosengren(2005)は、90 年代を通じて収益性の高い企業よりも収益性の低い企業がより多くの銀行貸出を獲得したことを見出している。また、Caballero, Hoshi, and Kashyap(2008) は、こうした銀行行動が不採算企業を市場に残存させ、不採算企業による雇用と生産物の市場シェア維持が収益性の高い企業の新規参入を妨げ、経済全体で見た企業利潤を下押ししたことを論じている。

さらに、脇田(2005)は、90 年代の「利潤圧縮」は、通常想定されるような資本と労働のパイの奪い合いから生じたのではなく、80 年代の不動産・株式バブル時代の不採算投資の反動として資本減耗費用が劇的に上昇したためであるとし、資本減耗率の増加に着目した資本収益低下説を論じている。

最後に、金融市場の摩擦要因の深刻化については、不動産・株式バブル崩壊後のいわゆる「企業統治の空白」を関連する問題として挙げることができる。第 2 次大戦後の日本の企業統治は、銀行による経営監視や経営介入など企業インサイダーを中心に行われ、そうした統治メカニズムがそれなりに成功していたとの評価もあって最近に至るまで資本市場規律に依拠する統治メカニズムを十分に発展させてこなかった(倉澤,1993, Murase(1998)を参照)。このため、内部留保や資本市場に頼り資金調達を銀行借入に依存しない企業が増加する、不良債権問題を抱えた銀行が監視・介入機能を弱体化させ企業との長期的な取引関係を維持できなくなるなどの変化が起こると、日本の企業統治は広範な機能不全に陥った。また、そうした中、戦後続いてきたキャッチアップ型の経済成長が終了した。このため、銀行にとって先行モデルがあり評価経験もあるプロジェクトや投資機会が減少し、その結果、適切な統治のための統治費用が上昇したことも指摘できる。

こうした「利潤圧縮」、資本減耗費用の上昇、企業統治費用の上昇は、いずれも資本提供者にとっての資本収益率の低下を招き、経済が B レジームに陥るのを促進する要因となったと考えられるのである。

5. おわりに

本稿では、完全予見と経済主体の最適化行動および瞬時的な価格調整と継続的な需給均衡を想定した新古典派モデルにおいて MMT の政策含意および政策提言に親和的な結果が得られるか否か、得られるとすればどのような状況においてなのかを検討した。

その結果、強い新古典派的特徴を持つモデルの中でも、B レジームと呼んだ通貨がバブルとして需要される均衡においては、マネーファイナンスによる財政拡張政策がインフレや金利上昇を引き起こすことなく経済成長を促進することが示された。また、やはり B レジームに関して、モデルから導かれるマクロ経済変数の均衡解の動きは、日本が 90 年代の不動産・株式バブル崩壊から現在に至るまでに経験した実物面・金融面の特徴のいくつかを同時に再現できることもわかった。

最後に、新古典派均衡モデルにおいても、MMT の政策主張に親和的な結果が導かれる経済環境が存在することを踏まえた上で、得られた結果を解釈するに当たっての留意点を 2 つ検討して本稿を閉じたい。

5.1. 財政拡張政策と B レジームの維持可能性

B レジームにおいては、マネーファイナンスによる財政拡張政策がインフレを引き起こすことなく経済成長を促進することが可能となる。しかし、一方で(28)式にあるように、B レジームが成立するためには、以下の条件が満たされていなければならないことにも注意が必要である。

$$(37) \quad f - (1 - \varepsilon)\tau \leq \frac{A\alpha(1 - \varepsilon)}{1 + (1 - \alpha)A - \delta - \eta} - 1$$

この不等式は、マネーファイナンスによる財政拡張政策（ f の値の増加、 τ の値の減少）を進めていくと、その政策自身によって B レジームが維持不可能になることを示している。この点で、マネーファイナンスによる財政拡張政策の有効性は、政策の強度によって影響を受けるレジームの内生的な変化に依存しており、MMT の政策主張が有効となる政策の強度には一定のレンジがあることになる。

もっとも、MMT では「財政に予算制約はない（財政の維持可能性や国債の返済可能性は

考慮する必要がない)」とする一方で、経済に一定程度のインフレが発生した場合は財政拡張政策を止める、すなわち「財政にはインフレ制約がある」との主張がなされている。したがって、財政拡張政策によって B レジームから C レジームへの転換が起こった後は、インフレ率をシグナルとして財政拡張政策を止めるという政策運営ルールを設定しうる。

ただし、インフレの発生は、MMT をはじめとするケインズ理論に立脚した体系がしばしば模式化するように財市場や労働市場において固定的な供給をマクロ経済政策によって喚起された需要が超過することによってもたらされるという簡単な図式ばかりではないかもしれない。この点で、インフレ問題は、たとえば JGP（雇用保障プログラム）を自動安定化装置として活用することによって機械的に排除可能なものとは限らないといえる。そもそも、ケインズ経済学の退潮は、失業率が高まる中で同時にインフレ率が高まるというスタグフレーションの発生によって、市場不均衡の程度とインフレ率の間にあると思われていた安定的な関係が崩れたことによって加速した。インフレ率の決定の背後にあるより複雑なメカニズムへの配慮なくしては、今日の「ケインズ理論」もかつてと同じ批判を浴びる轍を踏みかねない。

5.2. B レジームにおける新古典派的な問題解決

次に、B レジームにおいては、マネーファイナンスによる財政拡張政策が悪くないアイデアだとしても、それが唯一の問題解決策かどうかは別途検討すべき事柄といえる。とくに、本稿のモデルは新古典派モデルであることから、問題の新古典派的な解決ともいえるべき市場取引の効率性を高める政策の有効性についても検討しておこう。現実の日本経済でも「アベノミクス第 3 の矢」の主要課題とされた「企業統治改革」は、金融取引の効率性の増進（取引費用の低下、すなわち「情報の非対称性」や「契約の不完備性」の問題の緩和による投資家の資本市場参加の促進）を狙った政策とみることができる（「日本再興戦略改訂 2014」を参照）。そこで、「アベノミクス第 3 の矢」の主要課題とされた「企業統治改革」を η の値の低下を目指した政策と捉え、その効果を分析してみよう。

(24) 式、(25) 式を用いると、B レジームにおける「企業統治改革」について以下の結果が得られる。

$$(38) \quad \frac{\partial v^B}{\partial \eta} = \frac{-\alpha A(1+f)}{[\alpha A - \{1 + (1-\alpha)A - \delta - \eta\}(1+f-\tau)]^2} < 0, \quad \frac{\partial g^B}{\partial \eta} = -(1+f-\tau) < 0$$

すなわち、「企業統治改革」は、資本提供者にとっての資本収益率を高め通貨需要を減らす。その結果、貯蓄を生産的な資本蓄積により振り向けることができ経済成長が促進されることになる。いわば、マネーファイナンスによる財政拡張政策が経済へのベースマネー供給（資金供給）の増加によって「膨張した通貨需要」を埋め合わせることで貯蓄を資本蓄積に向かわせようとするのに対して、「企業統治改革」は資本収益率の上昇によって「膨張し

た通貨需要」自体を萎ませることで貯蓄を資本蓄積に向かわせようとするのである。

さらに、 η の値の変化に関するもう 1 つ興味深い点は、以下の関係である。

$$\frac{\partial^2 g^B}{\partial \eta \partial f} = -\frac{\partial^2 g^B}{\partial \eta \partial \tau} = -1 < 0$$

この式は、「企業統治改革」を進めながら財政拡張政策を行うと、経済成長に対して互いの政策効果が強化されることを示している。資本の貯蓄吸引力を強めながらベースマネー供給によって「膨張した通貨需要」を埋め合わせていけば、より小規模の資金供給でも効果的に貯蓄を資本蓄積に向かわせることができるためである。この意味で、B レジームにおける新古典派的な解決は、MMT 的な解決にとって代替的な政策を提示しているように見えるが、同時に両政策はお互いがお互いの効果を強め合う補完的な政策の組合せとも見ることもできるのである。本稿のモデルに則れば、新古典派と MMT の政策含意および政策提言は互いに排他的ではなく、現実の政策実行面で両学派にはより協力的な関係を築いていく余地が残されていると考えられる。

参考文献

Bruno, M. and J. Sachs (1985) *Economics of Worldwide Stagnation* (Harvard University Press).

Caballero, R.J., T. Hoshi, and A.K. Kashyap (2008) Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98, 1943–1977.

Diamond, P. (1965) National debt in a neoclassical growth model. *American Economic Review*, 55, 1126–1150.

Grossman, G.M. and N. Yanagawa (1993) Asset bubbles and endogenous growth. *Journal of Monetary Economy*, 31, 3–19.

Mundell, R. (1963) Inflation and real interest. *Journal of Political Economy*, 71, 280–283.

Murase, H. (1998) Equity ownership and the determination of managers' bonuses in Japanese firms. *Japan and the World Economy*, 10, 321–331.

Murase, H. (2012) Macroeconomics of weak corporate governance: An alternative interpretation of Japan's lost decade. *Review of Monetary and Financial Studies*, 34, 64–80.

Peek, J., and E.S. Rosengren (2005) Unnatural selection: Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan. *American Economic Review*, 95, 1144–1166.

Romer, P.M. (1986) Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, 94, 1002-1037.

Tirole, J. (1985) Asset bubbles and overlapping generations. *Econometrica*, 53, 1499-1528.

Tobin, J. (1965) Money and economic growth. *Econometrica*, 33, 671-684.

Wray, L.R. (1999) *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. (Edward Elgar).

Wray L.R. (2012) *Modern Money Theory; A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. (Palgrave Macmillan)

倉澤資成 (1993) 「資本市場の機能：敵対的企業買収と株式持合」 『ファイナンス研究』 16, 1-17.

橋本寿朗 (2002) 『デフレの進行をどう読むか—見落とされた利潤圧縮のメカニズム』 (岩波書店).

宮川努 (2005) 『長期停滞の経済学—グローバル化と産業構造の変容』 (東京大学出版会).

村瀬英彰 (2006) 「共有地の悲劇としての日本経済：資産価格形成の病根と長期停滞」 『資産評価政策学』 9, 1-5.

村瀬英彰 (2009) 「企業統治のマクロ経済学—投資家からみた失われた 10 年」 『経済研究』 (一橋大学経済研究所) 60, 228-240.

村瀬英彰 (2012) 「日本の長期停滞と弱い企業統治のマクロ経済学」 青木玲子・浅子和美編 『効率と公正の経済分析—企業・開発・環境』 127-170 (ミネルヴァ書房).

村瀬英彰・安藤浩一 (2014) 「日本の長期停滞と蓄積レジームの転換—弱い企業統治のマクロ経済学による分析」 堀内昭義・花崎正晴・中村純一編 『日本経済 変革期の金融と企業行動』 269-313 (東京大学出版会).

首相官邸 『「日本再興戦略」改訂 2014』 (2014) <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>

脇田成 (2005) 「労働市場の失われた 10 年：労働分配率とオースクン法則」 『フィナンシャル・レビュー』 (財務省財務総合政策研究所) 78, 51-70.