

# ケインズ主義政策戦略の変転\*

野口 旭\*\*

## 〈要約〉

本稿はケインズ主義の進化を、ラカトシュのいう意味でのプログラムという概念を用いて分析する。ケインズ主義のハードコアは、市場経済の不安定性に関する認識であり、その防備帯は財政政策や金融政策などを用いたマクロ安定化のための政策戦略である。それは、市場経済の自律性を信奉し、政府の役割をできる限り限定しようとする古典的自由主義に対する対抗プログラムとして生み出された。一般に、これら政策プログラムの中核にあるのは、反証不能な世界観や価値判断である。それに対して、防備帯における政策戦略は、現実の変化や科学的知見の進展によってシフトしていく。ケインズ主義の政策戦略が、初期における財政政策主導から、マネタリズムの影響を受けて金融政策主導へ、さらに世界大不況後にはその統合へと進展していったのは、そのためである。

JEL 区分：E61, E63

キーワード：ケインズ主義, 古典的自由主義, マネタリズム, 政策プログラム, 非伝統的金融政策

## 1. はじめに

ケインズ主義とは、本質的に不安定な市場経済を安定させ、適切な雇用と所得を達成するためには、政府による積極的な反循環的マクロ経済政策が必要とする政策イデオロギーである。それは、政府は市場の自律的調整能力を妨げるべきではないという古典的な自由放任主義の教義に対する批判として確立された。ケインズ主義のこの中核は、その確立以来、ほとんど変わってはいない。

他方で、その適切な雇用と所得を達成することを目的としたケインズ主義の政策戦略は、時とと

---

\*本稿は、科学研究費助成（課題番号16K03578, 研究課題「経済危機におけるマクロ経済政策の理論と思想」）による研究成果の一部である。

\*\*専修大学経済学部教授

もに変化した。初期のケインズ経済学者の多くは、財政政策をマクロ経済政策の主軸と捉えた。それは部分的には、財政乗数理論から生じた。しかし、この財政主導のケインズ主義は、ミルトン・フリードマンによるケインズ経済学の批判とそれに続く「マネタリスト反革命」、さらにはインフレーションとスタグレーションという新たな経済的状况によって衰退した。そうした中で、ケインズ主義の政策戦略もまた、財政政策よりも金融政策をより重視するものへと移り変わっていった。1980年代後半から2000年代前半にかけての大安定の時代は、そのような金融政策主導ケインズ主義の黄金期であった。

しかし、2008年の世界的な金融危機とその後の世界大不況により、ケインズ主義の政策戦略はさらに変革を遂げる。その第一は、伝統的金融政策から非伝統的金融政策へのシフトである。その第二は、金融政策と赤字財政政策との統合である。これは、2010年春以降の欧州ソブリン債務危機を契機として生じた世界的な「緊縮」に対する、「反緊縮」の側からのアンチテーゼでもある。このようなケインズ主義の驚くべき生命力の源は、状況に応じてその政策戦略を柔軟に変化させていくという、そのプラグマチズムにある。

## 2. ケインズ主義はなぜ死ななかったのか

ロバート・ルーカスが、シカゴ大学の大学院生たちに向けて「ケインズ経済学の死」を宣言したのは、1979年のことである。それは、以下の文章から始まる。

「私がここで議論したい主な展開は、既に起こっています。それは、ケインズ経済学は死んだということです。あるいは、“消えた”という方が言葉としてよりふさわしいかもしれませんが。私は、これがいつ起こったのかを正確に言うことはできません。それは今日には当てはまっていますが、2年前には当てはまりませんでした。この観察は経済学的なものではなく社会学的なものであるため、その証拠もまた社会学的なものです。例えば、自らを“ケインジアン”として識別し、その立場で研究を遂行しているような40歳未満の優秀な経済学者は、見出すことができません。実際、そのように言及されれば、人々は怒り出すでしょう。研究セミナーでは、人々はケインジアン的な理論を真剣に考えることはなくなりました。聴衆はひそひそ話を始め、示し合わせたようにそれを嘲笑し始めます。主要なジャーナルは、ケインジアン的な論文をもうや公刊していません。

私は、他の多くの人と同様に、その知的な意味での殺害に関与していたと思いますが、そのことを自慢したいわけでも、嬉しく思っているわけでもありません。それは単なる事実にすぎません」(Lucas [2013] pp.500-501)

このルーカスの「社会学的な観察」が単なる自慢でも自己宣伝でもなかったことは、少なくともアカデミックな経済学の世界では明らかである。というのは、それ以降は確かに、マクロ経済学という領域で何か新しい研究を行うという場合、ケインズ経済学ではなく、ルーカスらによって開拓された「新しい古典派」の流儀を身につけることの方が必須の要件となっていたからである。

とはいえ、ルーカスのこの1979年時点で展開した「予測」それ自体は、結局はまったく当たらなかった。ルーカスは、上の勝利宣言に引き続いて、以下のように述べていた。

「確かに、主導的なケインジアンたちは、学界や政府の政策世界には存在しています。そういった意味では、ケインズ経済学は生きています。しかし、これは過渡的なものです。というのは、新しい供給源が存在しないからです。60歳のケインジアンを生み出す唯一の方法は、30歳のケインジアンを生み出し、30年間待つことです。したがって、それが政策に対してどのような影響を与えるのかが明らかになるまでには、しばらく時間がかかります。しかし、その影響はきわめて正確に予測することができます」(Lucas [2013] p. 501)

その後の現実には、二つの点において、このルーカスの予測を裏切った。第一に、ルーカスらの考えは確かにマクロ経済学に革命を引き起こしたが、それは「30歳のケインジアン」を根絶やしにすることはなかった。実際にはその後、ニュー・ケインジアンと呼ばれるようになる新しい世代のケインジアンたちが現れた。彼らは、ケインズ的な考えを放棄して新しい古典派に転向するのではなく、ルーカスら新しい古典派の考えや分析用具をも取り込んだ新しいケインズ経済学を構築し始めたのである。第二に、それから30年たっても40年たっても、新しい古典派がケインジアンたちを駆逐して政策世界を支配するという事態は生じなかった。

ニュー・ケインジアンを代表する一人であるグレゴリー・マンキューは、2006年に公表された「科学者と工学者としてのマクロ経済学者」(Mankiw [2006])の中で、以下のように述べている。

「新しい古典派一派の先導者たちの中で、学究的世界を離れて国政の重要な職に就いた者は、(私の知る限り)一人もいない。対照的に、ニュー・ケインジアンの動向は、これに先立つ世代のケインジアンたちと同様に、象牙の塔を出て数年を国家の首都で過ごした人々で溢れている。そうした例として、スタンリー・フィッシャー、ラリー・サマーズ、ジョセフ・スティグリッツ、ジャネット・イエレン、ジョン・テイラー、リチャード・クラリダ、ベン・バーナンキ、そして私が挙げられる。最初の4人はクリントン時代にワシントンへ行き、後の4人はブッシュ時代にそこに行った。新しい古典派とニュー・ケインジアンを分け隔てるものは、基本的には、政治的な右派と左派ではない。それはかなりの程度まで、純粋な科学者と経済学的工学者の違いによるものである」(Mankiw [2006] p. 37)

つまり、政策世界を闊歩していたのは、昔も今も結局はケインジアンたちだったということである。

その論文の題名が示すように、マンキューはここで、新しい古典派とニュー・ケインジアンの相違を、純粋科学と工学との相違になぞらえている。しかしながら、両者に対するそのような特徴付けは、必ずしも適切とは言えない。というのは、マネタリズムやオーストリア学派を想起すれば明らかかなように、古典派には古典派なりの政策プログラムと、それに基づく政策戦略が確かに存在していたからである。それは、古典派的な価値判断から導き出される、経済理論の社会への一つの応用であり、その意味で明らかに工学的側面を持っていた。したがって本質的に問われるべきは、「その古典派的な政策プログラムはマクロ経済政策の領域においては結局生き残れず、ケインズ主義のそれが生き残ったのはなぜなのか」なのである。

ケインズ主義はこれまで、政策世界において驚くべき強い生命力を示してきた。それは端的に言えば、政策プログラムとしてのケインズ主義が、科学哲学者イムレ・ラカトシュが言う意味で「前進的」なものであったからである(Lakatos [1970])。政策プログラムの前進性とは、その中核に

ある世界観や価値判断を維持しつつも、その防備帯における政策戦略を科学的手続きに基づいて柔軟に進化させ、現実に対応可能な新たな政策的命題を生み出し続けることができるという、その実践的適応力にある。ケインズ主義の持つその柔軟性あるいはプラグマチズムこそ、古典派的な反ケインズ主義の政策プログラムが大きく欠いていた性質なのである。

実際のところ、ケインズ主義の政策戦略は、時代とともに大きく変化し続けてきた。新しい古典派マクロ経済学がケインズ経済学への批判から生み出されたとすれば、ケインズ主義は、その批判を受け入れて弱点を克服すると同時に、新しい古典派の武器をも自らに取り込むことによって、その防備帯を絶えず強化し続けてきたのである。その結果、ケインズ主義の政策戦略は、初期における財政政策主導のケインズ主義Ⅰから、金融政策の役割を重視したケインズ主義Ⅱへと進化していった。このケインズ主義Ⅱは、近年ではさらに、赤字財政政策と金融政策のより緊密な統合という意味での反緊縮主義に収斂しつつある。

### 3. 財政主導ケインズ主義の歴史的意義と問題点

#### (1) 初期ケインジアンはなぜ金融政策軽視・財政政策重視であったのか

政策プログラムとしてのケインズ主義は、まずは財政政策主導のそれとして成立した。その印象はきわめて強固であり、ケインズ政策といえば「拡張財政による景気対策」という把握は未だに根強い。しかしながら、ケインズ自身の政策把握は、決して財政一辺倒であったわけではない。もしそうだったのであれば、ケインズは『一般理論』で「貨幣」や「利子」についてのあれほど詳細な議論を行う必要はなかったはずである。そして、『一般理論』第10章のような、財政乗数理論を中核とする総需要分析による所得決定理論を提示すればそれで十分であったはずである。

それに対して、ケインズの考えを受け継いだ初期ケインジアンたちの多くは、金融政策の有効性そのものに対して明確に懐疑的であった。それは、当時のケインジアンたちの間では、金融政策の効果はもっぱら利子率の低下が民間投資の拡大をもたらすという経路に限定されていると考えられていたためである。今日の経済学者たちは、金融政策は単に利子というチャンネルを通じてだけではなく、為替レート、株価等の資産価格、信用、期待等のさまざまなチャンネルを通じて实体经济に働きかけることを知っている。しかし、当時のケインジアンたちには、まだそのような認識はなかった。

確かに、金融政策が総需要に働きかける経路は、財政政策と比較すればより間接的である。さらに、利子経路の有効性は、貨幣供給の拡大がどれだけの利子率低下をもたらすのかという「利子の貨幣供給に対する弾力性」と、利子率の低下がどれだけの民間投資拡大をもたらすのかという「投資の利子弾力性」という二つの弾力性に依存する。そして、その二つの変数はともに、十分に弾力的ではない可能性があった。

まず、利子率は明らかに、貨幣供給に対して常に弾力性とはいえない。というのは、利子とは流動性を手放す対価であり、したがって利子率が低くなると人々は流動性資産である貨幣をより選好するようになるため、貨幣供給を増加させていくにつれて必ず利子率の低下は緩やかになるからである。つまり、利子率は貨幣供給に対して次第に非弾力になる。さらに、利子率がきわめて低くなると、利子率は貨幣供給に対して完全に非弾力になる。それこそが、ケインズが『一般理論』第15章で指摘した「流動性の罠」である。そこでは、金融政策による利子低下を通じた経路それ自体が機能しない。



さらに、仮に利率が貨幣供給に対して弾力的であり、利率に十分な低下余地があったとしても、それによって民間投資が十分に拡大するのか否かは必ずしも明らかではない。その点に関してきわめて悲観的な実証的結果を示したのは、1930年代にオックスフォード大学の経済調査グループによって行われた研究調査である。それによれば、投資に関する企業の意志決定は利率からはほとんど影響を受けていなかった (Meade and Andrews [1952] pp. 28-30)。その結論が正しいとすれば、金融政策による総需要拡大効果は、流動性の罫か否かにかかわらず、そもそも基本的に期待できないということになる。初期ケインジアンが多くが共有していた、当時のこの特徴的な把握は、しばしば「投資の利子弾力性悲観論」とも呼ばれていた。

それに対して、財政政策の総需要拡大効果は、明らかに金融政策よりもはるかに直接的である。とりわけ公共投資のような政府支出の場合には、その支出額そのものが直接的に公的需要の増加となる。財政政策が減税や家計への給付金といった手段によって行われた場合には、実際に支出をするのは政府ではなく家計なので、それがすべて総需要の増加につながるわけではない。というのは、家計には増加した可処分所得の一部を消費ではなく貯蓄に振り向ける可能性があるからである。しかしその場合でも、その財源が税ではなく赤字国債によって賄われる限り、経済全体の総需要は、家計が可処分所得の増加を消費に振り向ける分だけは必ず増加する。

ケインズ経済学によれば、財政政策にはさらに、単に政府や家計が国債で賄われた財源の多くを支出するというだけには留まらない、所得と需要の連鎖を通じた増幅的な波及効果が存在する。それが、『一般理論』第10章「限界消費性向と乗数」に登場し、サミュエルソンによる45度線モデルという再構成によって広く一般社会に浸透し、そのことによってケインズ経済学の代名詞ともなった財政乗数理論である。この45度線モデルそして財政乗数理論こそまさに、財政主導ケインズ主義としてのケインズ主義Iを裏付ける、その基本理論であった。

## (2) サミュエルソン45度線モデルの意義と問題点

マクロ経済モデルとしての45度線モデルが初めて登場したのは、その初版が1948年に出版されたポール・サミュエルソンの『経済学』である<sup>1)</sup>。サミュエルソンはそこで、ケインズ『一般理論』に提示された所得決定原理を、教育的な目的のために45度線の図を用いて再構成した。このサミュエルソンの『経済学』は、商業的な大成功を収め、結果として、最も単純なケインズ型モデルである45度線モデルと、それに基づく財政乗数の考え方を、一般社会に幅広く浸透させていく役割を果たした。その意味で、サミュエルソンの『経済学』は、いわばケインズ主義の伝道師というべきものであった。

サミュエルソンの45度線モデルは現在でも、マクロ経済学の入門的教育の場では頻繁に用いられている。それは確かに、「人々の所得は人々の支出があって始めて成り立つ」という、マクロ経済における所得と支出の相互依存性を示すための教育的道具としては、十分に有用である。しかし、現実を対象にした実証研究や政策分析のための道具としては、そのモデルがそのままの形で用いられることはほとんどない。というのは、「政府の財政支出はその数倍もの需要増加をもたらす」といったあまりにも都合のよい結論が現実にはほとんどあてはまらないことは、理論的にも実証的にも明白だからである。

45度線モデルの最大の問題点は、「人々はその時々々の所得の一定割合を必ず消費に振り向ける」という、その基本的な前提条件にある。この考えはその後、ケインズ型消費関数と呼ばれるようになった。しかし、人々の実際の消費・貯蓄行動は、そのように単純なものでない。人々の消費は明

らかに、その時々所得に依存するというよりは、これまでに蓄えた資産や将来において稼働できる所得をも含めた、より長い時間的視野を通じた可処分所得に依存して決まっているからである。

こうした問題点が明らかであることから、ケインズ以降の経済学者たちは、まずはこの消費に関するケインズの扱いをより現実に即したものに置き換えることを試みた。それが、ミルトン・フリードマンによる恒常所得仮説であり、さらにはフランコ・モディリアーニらによるライフ・サイクル仮説である<sup>2)</sup>。恒常所得仮説とは、人々の消費はケインズが想定するように「現在の所得」にのみ依存するのではなく、現在から将来にわたって確実に得られる見込みのある「恒常所得」に依存するという仮説である。ライフ・サイクル仮説とは、人々の消費はそれぞれの個人が一生の間に消費することのできる生涯所得に依存するという仮説である。これらは、「個人は所得の制約の中で効用を最大化する」という経済学のマクロ的原理を、現実の「長い時間生きる個人」にあてはめた仮説と考えることができる。

問題は、財政政策の乗数効果という、ケインズ理論から導き出されるマクロ経済政策論の核心部分が、このケインズ型消費関数というきわめて特殊な設定に依存しているという点にある。乗数理論において消費の波及効果が生じるのは、そもそも人々は必ず所得の増加分の一部を消費に振り向けるという前提が置かれているからである。仮に人々が所得の増加分のすべてを消費ではなく貯蓄に振り向けるならば、消費の波及効果はまったく存在しない。もちろん、増えた所得を直ちに消費に振り向ける家計も存在しないわけではない。しかし、それはおそらく、資産をほとんど持たないような貧困家計に限定されるであろう。ある程度の資産を持つ一般的な家計では、各時点の消費の大きさは必ずしもその時々所得には依存しないであろう。そう考えれば、45度線モデルに基づく財政乗数理論をそのまま真に受けるわけにはいかないのは明らかだったのである。

### (3) 財政主導ケインズ主義の黄昏

マクロ経済安定化の手段を財政政策に求める財政主導ケインズ主義が現実の政策世界においてその黄金期を迎えたのは、1960年代のことである。1961年に誕生した民主党ケネディ政権では、ジェームズ・トービンやロバート・ソローといった、当時のケインズ派を先導する経済学者たちが、政策アドバイザーとして活躍した。彼らが主導した政策プログラムは、その政策目標が「完全雇用の達成」に置かれていた点で、まさにケインズ主義そのものであった。そして、その目標達成のための主要な手段として位置付けられていたのは、当然ながら財政政策であった。こうした経済政策論は当時、「ニュー・エコノミクス」と呼ばれていた。

ちなみに、ケネディ政権が実際に用いた財政政策の手段は所得税減税であった。これが、ケネディ政権によって準備され、ケネディ死後の1964年に成立した、いわゆるケネディ減税である。実は、ケネディ政権の政策アドバイザーであったケインズ派経済学者の多くは、景気回復のためには減税よりも財政出動の方が望ましいとケネディに助言していた。しかし、最高税率が91%にも達していた当時のアメリカの所得税率は高すぎると考えていたケネディが実際に選択したのは、減税政策の方だったのである。

マクロ安定化の手段をもっぱら財政政策に求めるこのケインズ主義Ⅰの政策戦略は、この時期を最後に、政策世界から急速に姿を消していくことになる。それは直接的には、反ケインズ主義としてのマネタリズムが、先進国経済に進行した1960年代末からの高インフレと1970年代以降のスタグフレーションを背景として、ケインズ主義を駆逐しつつ学界および政策世界に浸透していったことによる。1980年前後には、イギリスにサッチャー政権が、そしてアメリカにレーガン政権が相次い

で誕生した。それは、マクロの領域におけるマネタリズムとミクロの領域におけるネオ・リベラリズムが現実の政策世界にまで浸透したという意味で、経済政策の歴史における一大転換点といえるものがあった。

見逃してはならないのは、ケインズ主義Ⅰの凋落は、マネタリズムがこのような形で政策世界において影響を及ぼし始める以前から、学界を中心とする専門世界の内部では既に進行していたという事実である。ミクロ的基礎を持たないケインズ型消費関数に依存する単純な財政乗数理論を、そのままの形でアカデミックな理論・実証研究のための道具として用いることは、ケインズ派のエコノミストの間でさえ忌避されるようになっていた。また、そのような図式から導き出される財政政策万能論は、しばしば crude Keynesianism と蔑視されるようになっていた。経済学のセミナーでそのような研究が報告されると出席者たちはそれを無視し始めるという、ルーカスによる「社会学的な観察」は、彼がそれを書くかなり以前から既に現実化し始めていたのである。

実際、初期ケインジアンたちによるケインズ主義Ⅰの思考様式は、1960年代末には、マネタリストのような反ケインズの立場からのみならず、ケインジアン内部からも批判されるようになる。その内部者の一人であったアクセル・レイヨンフーブドは、以下のように述べている。

「金融政策の有効性に対するケインズの悲観論と、財政政策の徳憑は『一般理論』の特徴点ではあるが、これが多くの初期“ケインジアン”の手により、単純化されたドグマに作りあげられてしまった。つまり景気後退期における金融政策はまったく有効でなく、一方財政政策は景気の加熱、停滞どちらにも有効であり、かつマクロ経済問題に対する唯一の処方箋である、とされたのである。こうした議論が展開されていく過程で、金融政策手段が有効でないという主張を説明するにあたっての大きな変化があった。この変化こそ、ケインズとケインジアンとを比較するうえで、関心が持たれる点である」(Leijonhufvud [1968] p. 158)

レイヨンフーブドは要するに、初期ケインジアンたちの特質ともいえる財政主導ケインズ主義は、ケインズの考え方に忠実であればこそ放棄されるべきことを指摘したのである。

#### 4. マネタリズム反革命からケインズ主義Ⅱへ

##### (1) 古典的自由主義のサブ・プログラムとしてのマネタリズム

ケインズ主義Ⅰが支配していた戦後の政策世界において、それと対峙する反ケインズ主義の政策プログラムであるマネタリズムを生み出したのは、ネオ・リベラリズムの拠点としてのシカゴ学派の創始者の一人でもあったミルトン・フリードマンである。ネオ・リベラリズムとは本来、古典的自由主義の復興を試みようとする、現代におけるそのサブ・プログラムである。それは、とりわけ1980年代以降、経済的規制の緩和や公的企業の民営化などを推進させていくような、世界的な政策潮流を生み出した。

ネオ・リベラリズムがこのように、主に市場というミクロの領域における制度改革を主要な政策課題にしていたのに対して、マクロ経済政策という領域において古典的自由主義に基づく政策戦略を構築しようとしたのがマネタリズムである。実際、マネタリズムとネオ・リベラリズムは、政府の役割はできるだけ限定されるべきであるという古典的自由主義の中核にある価値判断と政策志向を共有している。そして、その立場は当然、古典的自由主義への批判の上に築かれたケインズ主義

への反批判をも共有する。マネタリズムがしばしばケインズ革命に対する「反革命」の試みとされるのは、まさしくそのためである。

マクロ経済政策の現実におけるケインズ主義からマネタリズムへの転換は、きわめて劇的な形で実現された。それは、世界的な保守主義革命の端緒としての英サッチャー政権の誕生である。そのことについて、ピーター・ホールは、自らが提起した政策パラダイムという概念を用いて、以下のように整理している。

「ケインジアンたちは、民間経済については、不安定で政府の介入を必要としているものと見なす傾向があった。マネタリストは、民間経済は基本的に安定しており、政府の介入は善よりも害を及ぼす可能性が高いと考えていた。ケインジアンたちは失業に関しては、総需要が不十分であることによって生じる問題と捉えていたのに対して、マネタリストたちは、“自然”失業率は労働市場の構造的な条件によって固定されており、それはリフレ的な政策によっては大きく左右されないと考えていた。ケインジアンたちはインフレを超過需要または過度の賃金圧力から生じる問題と見なしており、それは所得政策によって対処できると考えていた。マネタリストたちは、インフレは常に貨幣的現象であり、それはマネー・サプライをコントロールすることによってのみ制御可能であると主張した。

1970年代から1980年代にかけてのイギリスは、経済の管理を導く基本的政策パラダイムのシフトを目の当たりにした。サッチャーの政策は、政策のそれぞれに対する単なる場当たりの調整ではなかった。それらは、マネタリスト経済学に関係する首尾一貫したビジョンに根ざしていた。今日の主流の経済学は、マネタリストとケインジアンの方の両方のパラダイムの一部を統合している。しかしながら、1970年代には、二つの競合する教義がイギリスの政策に対する支配権を争っており、その中でマネタリストのパラダイムが勝利を収めていたのである」(Hall [1992] p.92)

ケインズ主義とマネタリズムという二つの「政策パラダイム」に関するこのホールの把握は、「政策プログラムの中核と防備帯」というラカトシュ的概念を用いることによって、より明確化することができる。ホールが述べているように、ケインジアンは一般に、市場経済が政府の介入を必要とするのは、それが本質的に不安定なものであるためと考えていたのに対して、マネタリストは、市場経済は本来安定的なものであり、それが不安定化するとすれば、それは政府の恣意的な介入によるものであると考えていた。

ケインズ主義とマネタリズムのこうした相対立する世界観こそが、まさしくそれぞれの政策プログラムにとっての「反証不能な中核」である。これらは基本的には「主義」すなわちイデオロギーという範疇のものであり、それ自体としては決して反証可能な科学的命題ではない。しかしながら、ケインズ主義にせよマネタリズムにせよ、あらゆる経済政策は結局のところ、こうした反証不能な形而上学的世界観やそれと結びついた価値判断から発しているのである。

他方で、それぞれの政策生成プログラムの防備帯には、一定の実証科学的な裏付けを持った政策戦略がそれぞれに存在している。既述のように、初期ケインジアンが不況克服のための主要な政策手段として考えていたのは財政政策であり、それを裏付けていたのが財政乗数理論であった。また、1970年代に入ると不況よりもむしろインフレ克服の方が各国政策当局にとっての重要な政策課題となるが、一部のケインジアンは、そのための手段として、所得政策と呼ばれる賃金抑制政策を



提案していた。

マネタリズムは、このケインズ主義Ⅰの財政主導主義や所得政策を厳しく批判し、「ルールに基づく金融政策」という、それとは対照的な政策戦略を提起した。マネタリストはそもそも、ケインジアンのように市場経済には不況が不可避とは考えていなかった。彼らは、「市場経済は自らを安定化させる機能を本質として備えており、したがって仮に大不況のようなものが生じたとすれば、それは政府が市場経済の正常な運行を歪めるような恣意的な介入を行った結果である」と考えた。フリードマンは実際、アンナ・シュウォーツとの共同研究『米国金融史』の第7章「大収縮」の中で、世界大恐慌は資本主義経済の本質的な不安定性を意味するものではなく、当時の米連銀による誤った金融政策運営によって引き起こされたものにすぎないことを主張している（Friedman and Schwartz [1963]）。

このようなマネタリスト的な市場経済観から導き出されるマクロ経済政策戦略が、「ルールに基づく金融政策」であった。マネタリストによれば、市場経済は基本的に安定的なものであるから、財政政策によってそれを「安定化」させる必要はそもそもない。しかし問題は金融政策にある。というのは、人々が必要とする貨幣を市場に供給できる主体は、金融当局すなわち政府あるいは中央銀行以外にはあり得ないからである。金融当局は、その貨幣の供給を増やすことも減らすこともできる。もし当局が貨幣を増やせば貨幣価値が下落してインフレとなり、減らせばデフレとなって経済を停滞させる。マネタリストによれば、マクロ経済の不安定化の主因は、まさにこうした金融当局による恣意的な金融政策運営にある。彼らが、「マクロ経済的安定の実現には、金融当局に裁量ではなくルールに基づく貨幣供給を課すことが必要となる」と考えたのは、そのためである。

## (2) 自然失業率仮説とその政策的意味

このマネタリストの政策戦略を実証科学的に裏付けていたのが、フリードマンの自然失業率仮説である。その出発点は、1968年に行われたアメリカ経済学会での会長演説で展開された、従来のフィリップス曲線解釈に対する批判であった（Friedman [1968]）。フリードマンはそこで、フィリップス曲線が描くようなインフレと失業のトレードオフは、労働者がインフレを予想していない短期においてのみ成立し、インフレが期待に織り込まれた長期には成立しないことを主張した。

フリードマンは、経済にはインフレもデフレも引き起こさないような中立的な利子率が存在するように、インフレ率の水準とは無関係な定常的な失業率が存在するとする。彼は、スウェーデンの偉大な貨幣理論家であったクヌート・ヴィクセルが、その中立的な利子率を「自然利子率」と名付けたことを踏襲し、経済の定常的な失業率を「自然失業率」と名付けた。

フリードマンは、現実の失業率がこの自然失業率から乖離するのは、物価の変化を労働者が予想しておらず、人々の期待インフレ率と現実のインフレ率が乖離しているからであると論じた。それが、インフレと失業のトレードオフを示す短期のフィリップス曲線である。しかし、現実のインフレ率が期待インフレ率に織り込まれれば、短期フィリップス曲線自体がシフトし、失業率は元の自然率に戻る。したがって、長期フィリップス曲線は自然失業率の水準において垂直の直線になる。

マクロ経済の安定化のためには金融当局による裁量ではなくルールに基づく貨幣供給が必要とするマネタリズムの政策戦略は、この自然失業率仮説に基づく。この仮説によれば、雇用の変動すなわち現実の失業率の自然失業率から乖離は、期待インフレ率の現実のインフレ率からの乖離という期待錯誤によって生じる。したがって、雇用の安定にとって重要なのは、インフレ率を一定の水準で安定させ、人々の期待インフレ率を現実のインフレ率と一致させることである。そのためには、

金融当局が貨幣供給を裁量的に増減させるのではなく、 $k\%$ といった一定の率で増加させることが望ましい。これが、マネタリズム的政策戦略の代名詞であった「 $k\%$ ルール」である。

### (3) マネタリズムの換骨奪胎—自然失業率仮説から NAIRU 仮説へ

マネタリズムは、1960年代末から世界的に顕著になり始めたインフレーションとスタグフレーションを背景として、学界と政策世界の双方に急速に浸透した。学界においてはその後、マネタリズムを引き継ぐ形で、合理的期待形成理論を端緒とする「新しい古典派」マクロ経済学が展開され、ケインズ経済学はあたかもマクロ経済学の最前線からは放逐されたような様相を呈するにいたった。合理的期待形成学派の創始者であったロバート・ルーカスが「ケインズ経済学の死」を宣言したのは、まさにその頃のことである。

しかし、マネタリズムそれ自体は、政策プログラムとして生き残ることができなかった。それは確かに、1980年前後に成立した英米の二つの保守政権すなわちサッチャー政権とレーガン政権の時代には、マクロ政策運営にきわめて大きな影響を与えた。しかしながら、それ以降は、純粋な意味でのマネタリズムが実際のマクロ経済政策に影響を持つことは二度となかった。その後は、学界でも政策世界でも、マネタリストと名乗るエコノミスト自体が稀な存在となっていった。

それに対して、政策プログラムとしてのケインズ主義は、多くの批判を乗り越えて、再び以前と同じように政策世界の主要な担い手となった。それは、ケインズ主義が、マネタリズムや合理的期待形成学派からの批判を部分的に受け入れ、その理論や政策戦略を自らに取り込むことによって、その政策戦略を進化させ続けることができたからである。

こうした、批判者たちの考えに対するケインジアン側の対応を示す典型的な実例の一つは、代表的なケインジアンであったフランコ・モジリアーニとルーカス・パパデモスによって提起された、NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) 仮説である (Modigliani and Papademos [1975])<sup>3)</sup>。

NAIRU は自然失業率と表面上は似ているが、のちにトービン (Tobin [1999]) によって示されたように、その背後の論理は大きく異なる。フリードマンの場合には、インフレ率と失業率の間にトレードオフが成立するのは期待錯誤が存在する状況においてだけであり、それが存在しない時には垂直な長期フィリップス曲線が成立する。その時の失業率が、フリードマンが定義する自然失業率である。NAIRU 仮説はそれに対して、フィリップス曲線には水平に近い領域と垂直に近い領域があり、その相違はもっぱら産出ギャップの大きさに依存すると考える。産出ギャップが十分に大きい時には、労働市場には大量の遊休労働が存在しているため、失業率が多少改善しても名目賃金と物価の上昇率はそれほど大きくはならない。それに対して、産出ギャップがゼロを上回ると、遊休労働が払底して労働市場が逼迫し、失業率の多少の低下とともに名目賃金と物価の加速的な上昇が始まる。NAIRU とは、このフィリップス曲線の水平的領域と垂直的領域の境界において成立しているような失業率のことである。

自然失業率仮説と NAIRU 仮説はまた、政策的な含意も異なっている。フリードマンのいう自然失業率の実現において何よりも重要なのは、期待錯誤すなわち期待インフレ率と現実のインフレ率との乖離をもたらさないことである。フリードマンが中央銀行の裁量的な政策運営を否定し、貨幣を  $k\%$  ずつ拡大させるといったルールに基づく金融政策を唱えたのはそのためである。

それに対して、NAIRU 仮説は、政策的には二つの含意を持つ。それは第一に、ケインズの総需要拡大政策は「垂直なフィリップス曲線」の局面ではインフレ率を加速させるにすぎず、失業率を

低下させる効果を持たないことを示唆する。それは第二に、ケインズの総需要拡大政策は「水平なフィリップス曲線」の局面ではインフレの多少の許容によって雇用と所得の大きな改善をもたらすことを示唆する。

このNAIRU仮説は、自然失業率仮説に強く影響を受けつつも、それをケインジアン的に換骨奪胎し、ケインズ主義の理論的な防備帯として再構成したものと考えることができる。NAIRU仮説は、失業率が構造的水準に到達した場合には垂直なフィリップス曲線が成立するであろうことを認める点で、フリードマンによるケインジアン批判を部分的に受け入れている。しかしながら、それは他方で、マクロ経済政策は失業率が構造的水準に到達していない限りは有用であり、NAIRUがまさしくその分岐点となることを明らかにしている。NAIRU仮説はその意味で、マクロ経済政策を用いた雇用と所得の安定化というケインズ主義の核心を、その批判者たちから守り抜く役割を果たしたのである。

#### (4) 新しい古典派を媒介としたケインズ主義の転成

ケインズ主義がマネタリズムと対峙していた1960年代から70年代においては、政策目標としては雇用の拡大を重視し、政策手段としては財政政策を重視するのがケインズ主義であり、金融政策を通じて物価の安定を実現させようとするのがマネタリズムであるというのが、両者に対する標準的な理解であった。しかし、マネタリズムによる批判を契機として、ケインズ主義はその防備帯における政策戦略を大きく組み替えていった。具体的には、マクロ経済の安定こそが善であるという中核的な価値判断は維持しつつも、政策目標としてはインフレ率の安定化をより重視するようになり、そのための政策手段は財政政策よりも金融政策をより重視するようになっていった。それがケインズ主義Ⅱである。

こうしたケインズ主義の政策戦略の新たな方向性は、学界における勢力図にも影響を与え始めた。それは、新しい古典派マクロ経済学の成果を部分的に吸収しながら展開されていったニュー・ケインジアン経済学の台頭である。事実、ニュー・ケインジアンを代表する存在であるグレゴリー・マンキューとデヴィッド・ローマーは、「ニュー・ケインジアン経済学の多くの部分は、ニュー・マネタリスト経済学と呼ぶこともできる」(Mankiw and Romer [1991] p. 3) と述べている。

ケインジアンとマネタリストは当初、マクロ経済政策の運営手法についても、「裁量かルールか」をめぐる対立していた。ケインジアンは、不安定な市場経済を安定化させるためには政府が裁量的に政策判断を行うしかないと考えていた。マネタリストは、そのような政府の恣意的な政策運営こそが市場経済を不安定化させると考えていた。この対立は、マネタリズムを継承した合理的期待理論がマクロ経済政策における「期待」の役割を明確化したことによって解消に向かっていった。しかしそれは、期待を安定化させれば経済は自ずと安定化するという新しい古典派マクロ経済学者たちの教義にケインジアンが説得されたからではない。そうではなく、人々の期待の制御は、マクロ政策を効果的ならしめるためにこそ必要であることに、ケインジアンたちも気づき始めたからである。

マクロ経済政策における裁量とルールの最も大きな相違は、政策に対する人々の予見可能性にある。人々は、裁量に基づく政策を正確に予見することはできない。しかし、政策がルールとして事前に設定されていれば、人々は政策当局が何をするのかをある程度は予見することができる。そして、政府がルールに基づかない場当たりの政策を行えば、政策に対する人々の予見可能性が阻害され、結果として政策効果そのものが損なわれる<sup>4)</sup>。つまり、市場経済が予測不能だからといって、

政府の政策までもが予測不能なものであってはならないのである。

ただし、ケインジアンと古典派はそもそも、経済を把握する基本思想が異なっている。したがって、両者が表面的には接近したように見えたとしても、基本的な部分での政策戦略の相違は必ず存在する。それは例えば、両者における政策ルールの把握の違いとして現れる。

ケインズ主義における金融政策ルールは、マネタリズムにおけるk%ルールのような機械的なものではあり得ない。マネタリズムにおいては、マクロ経済を不安定化させる最大の源泉は中央銀行の恣意的な金融政策であるから、それさえルールで縛れば十分である。しかし、ケインジアンは、経済全体の総需要とりわけ企業の投資需要は美人投票に例えられるような企業家の付和雷同的な意志決定に基づいているため、市場経済は本質的に不安定ものであると考える。したがって、中央銀行はマクロ経済の安定化のためには、単純なルールに基づく保守的な政策ではなく、民間需要の変動を相殺する能動的な政策を実行しなければならない。つまり中央銀行は、民間需要が減少する不況期には金融をより積極的に緩和し、民間需要の拡大によって景気が過熱する状況ではその逆を行わなければならない。その場合のルールは、k%ルールのような経済状況には依存しない機械的ルールではなく、必ず「経済状況に依存して調整される」という形の状況依存型のルールとなる。

そうした意味でのケインズ主義的な金融政策ルールを定式化したのは、ニュー・ケインジアン経済学の担い手の一人であるジョン・テイラーである (Taylor [1993])。彼のいわゆるテイラー・ルールとは、中央銀行が、「産出ギャップの大きさ」と「インフレ率の目標標準からの乖離」という、マクロ経済状況を示す二つの変数に依存して政策金利を決めていくというものである。産出ギャップとインフレ率は、マクロ経済が停滞しているのか過熱しているのかを示す、最も基本的な経済指標である。そして政策金利は、中央銀行が金融の緩和や引き締めのために用いる最も基本的な政策手段である。つまり、テイラー・ルールとはまさに、中央銀行がマクロ経済状況に依存して金融緩和の程度を調整していくという、ケインズ主義的な政策ルールなのである。

ケインズ主義の政策戦略はその後、ニュー・ケインジアン経済学の展開を背景として、「インフレ目標という枠組みに基づく金融政策」に収斂していった。ケインズ主義におけるマクロ経済の安定とは、産出ギャップを限りなくゼロに近付けることで、潜在的に達成可能な所得と雇用を実現しながら、同時にインフレ率の安定化という意味での物価安定を実現することである。これは、インフレを加速させない最小の失業率すなわちNAIRUを達成することと同義であり、それはさらに失業を拡大させない最小のインフレ率を達成することと同義である。そうしたことから、主要中央銀行の多くは、目標とするインフレ率を2%程度に定めている<sup>5)</sup>。

そのインフレ目標政策の基本思想は、限定された裁量 (constrained discretion) にある。これは、上述の「状況に依存した柔軟なルール」の別の表現である。インフレ目標政策は、中央銀行に最終的な目標インフレ率の達成と維持を求めるものではあるが、政策運営それ自体に機械的ルールを課すものではない。中央銀行は目標インフレ率の達成と維持のためには、テイラー・ルールが示すように、産出ギャップや物価動向に応じて金融政策を適宜調整していく必要がある。しかしながら、その判断はあくまでも中央銀行の側の裁量に委ねられている。それが、この「限定された裁量」の意味である。

インフレ目標政策は、マネタリスト反革命と合理的期待革命の洗礼を受けて生み出されたケインズ主義の新たな防備帯であり、ケインズ主義Ⅱにおける政策戦略の一つの完成型と考えることができる。



## 5. 世界大不況とケインズ主義Ⅱの新たな政策戦略

### (1) 世界大不況におけるマクロ経済政策の転回

インフレ率の安定化を政策目標とし、経済状況に応じた政策金利の操作という伝統的金融政策を政策手段としたケインズ主義Ⅱの黄金期は、1980年代半ばから2008年の金融危機までの、いわゆる大安定（Great Moderation）期である。このGreat Moderationという概念が一般化したのは、当時は米連銀の理事であったベン・バーナンキが、2004年の講演（Bernanke [2004]）の中でそれを用いたことによる。この時代には確かに、多くの先進諸国で、景気の変動幅が比較的に小さい、インフレなき経済成長が実現されていた。バーナンキがこの講演で述べたように、金融政策こそがその「大安定」の立役者であった。

その政策状況を一変させたのが、2008年9月に始まる世界的金融危機と、その後の世界大不況である。それ以降、多くの国々で政策金利がその下限付近まで低下したことから、それまで機能していた伝統的金融政策の発動余地が失われた。その結果、いくつかの中央銀行は、量的緩和政策といった非伝統的金融政策に移行した。財政政策においては、当初は多くの国々がケインズ主義Ⅰ的な拡張財政を実行した。しかし、2010年春のギリシャ危機とそれに続くユーロ圏諸国のソブリン債務危機を契機として、各国の拡張財政は次々と放棄され、その後はむしろ世界的な緊縮財政が展開されることになった。

このケインズ主義的拡張財政に対する世界的バックラッシュとしての緊縮財政は、各国経済に深刻な回復の遅れをもたらした。とりわけ、緊縮の最大の犠牲者であるギリシャ、スペイン、ポルトガルといったユーロ圏の債務危機国では、若年層を中心として失業が急拡大し、経済そのものが極限的なまでに疲弊した。このような緊縮政策による経済停滞と、それによる人心の荒廃は、その後、Austerity fatigue と呼ばれるようになった。

このような状況を背景として生起し始めたのが、世界的な「反緊縮」の諸潮流である。その流れは、政治的右派から左派まで含むきわめて雑多なものではあるが、経済政策的には反緊縮という共通項を持っていた。

### (2) 伝統的金融政策から非伝統的金融政策へ

伝統的金融政策と非伝統的金融政策とは、政策金利を金融政策の操作目標として設定するの否かで区別される。伝統的な金融政策は、政策金利の操作によって雇用や物価や所得などを安定化させようとする。それに対して、非伝統的金融政策では、同じ目的のために政策金利以外の手段を用いる。それが実践的な課題となったのは、上述のように、2008年秋に始まる世界金融危機とその後の世界大不況によって、主要中央銀行が金融市場の安定化と経済回復のための急激な金融的拡大を強いられ、結果として政策金利の下限という伝統的金融政策の停止状況、すなわち「流動性の罅」に直面するにいたったからである。

この非伝統的金融政策の理論と実践の双方において重要な役割を果たしたのは、バーナンキであった。バーナンキは、米連銀入りする以前に、「自ら機能麻痺に陥った日本の金融政策」(Bernanke [2000])という論文を公表していた。この時の日本経済は、デフレを伴う長期経済停滞によって、2008年以降の各国経済に先だって、既に流動性の罅に直面していた。しかし、当時の日本銀行は、政策金利の下限に到達してしまった以上は金融政策には何もできないと主張し、政策的無為主義を続け

た。バーナンキはそれに対して、「明らかに流動性の罍に陥っていても、依然として金融政策立案者は名目総需要と物価水準を上昇させる力をもっている」(Bernanke [2000] p.158) ことを論じたのである。

バーナンキ論文は、流動性の罍のもとで実行可能な金融政策のオプションを具体的に提示している。その中でも最も重要なのが、その後は一般に量的緩和政策と呼ばれることになる、中央銀行による市場からの「例外的な」資産購入である。

流動性の罍のもとでは、中央銀行がいくら金融を拡大しても、政策金利を引き下げることではできない。しかし、中央銀行が「貨幣と代替物ではない」資産を購入することを通じてベースマネー供給を拡大させていけば、資産市場には必ず影響が及ぶ。このメカニズムは、一般にポートフォリオ・リバランスと呼ばれている。その考え方の基礎にあるのは、ジェームズ・トービンによって創始された「資産市場の一般均衡分析」である (Tobin [1969])。つまり、量的緩和政策は、まずはポートフォリオ・リバランスによる資産価格上昇というチャンネルを通じて雇用と物価に波及していくのである。

バーナンキがのちの世界経済危機時に「大規模資産購入プログラム」と呼ぶ量的緩和政策を危機からの回復策として開始した時、彼自身が最も重視していたのは、このポートフォリオ・リバランスを通じた資産チャンネルであった。バーナンキは、2012年8月にジャクソン・ホールで行われた講演 (Bernanke [2012]) で、その政策の意味を以下のように説明している。

「資産の不完全な代替性は、民間投資家にとって利用可能なさまざまな資産の供給の変化が、それらの資産の価格や収益率に影響を与えていくことを意味する。したがって、例えば連銀による不動産担保証券等の購入は、それらの資産の価格上昇や収益率低下につながる。さらに、投資家が連銀に売却された不動産担保証券のかわりに他の資産を購入するという形で自らのポートフォリオをリバランスするにつれて、彼らによって購入された資産の価格もまた上昇し、その収益率もまた低下する。収益率の低下と資産価格の上昇は金融市場全体の状況を緩和し、経済活動を刺激する。そのチャンネルの有効性は、伝統的金融政策におけるそれとほぼ同様である」(Bernanke [2012])

連銀が不動産担保証券 (Mortgage-Backed Securities: MBS) を購入すれば、それらの資産の価格が上昇し、収益率が低下する。そして、投資家が連銀に売却された不動産担保証券のかわりに他のリスク資産を購入するという形で自らのポートフォリオをリバランスするにつれて、彼らによって購入された資産の価格もまた上昇し、その収益率もまた低下する。その収益率の低下と資産価格の上昇は、金融市場全体の状況を緩和し、实体经济を刺激するというのである。

このように、中央銀行が民間金融機関の保有する各種資産を購入してベースマネーを供給すれば、ポートフォリオ・リバランスの結果として、株価の上昇、不動産担保証券等のリスク資産の価格上昇、為替の下落等々が生じる。株価の上昇は、投資の期待収益が投資のコストを上回ることを意味するので、投資の拡大がもたらされる。自国通貨の為替相場が下落すれば、輸出産業や輸入競争産業の生産が拡大する。地価の上昇は、企業や家計が保有する資産の価値の上昇を意味することから、企業や家計の支出を拡大させるように作用する。したがって、量的緩和政策は経済活動を刺激する効果を持つ。

確かに流動性の罍下においては、利子経路すなわち利子率の低下を通じた景気拡大効果は機能し

ない。しかし、資産経路すなわち株価、為替、地価といった資産価格を通じた景気拡大効果は残されている。バーナンキが、「非伝統的金融政策は伝統的金融政策と同様な有効性を持つ」と述べたのは、そのためである。

### (3) 赤字財政主義における金融政策の新たな役割

ケインズ主義とは最も一般的には、経済のマクロ的安定化のためには政府が積極的に反循環的なマクロ経済政策を行うべきとする立場である。そこから派生する重要な系論に、「政府の財政均衡は会計期間ごとにはなく景気循環の全過程を通じて実現されればよいので、不況時の一時的赤字は許容される」とする、赤字財政主義がある<sup>6)</sup>。ところが、ギリシャ・ショックに始まる欧州ソブリン債務危機は、ケインズ主義の根幹をなすこの赤字財政主義に大きな疑念を突きつけた。というのは、その債務危機はあたかも、不況時の赤字を許容し続けた結果として生じたように見えたからである。

本来、赤字財政主義はそれ自体としてはきわめて脆弱である。不況下には財政赤字を許容すべきとはいっても、実際に赤字が拡大すれば財政危機懸念が生じるのは避けられない。また、その懸念がやがては現実の危機に転じる可能性も否定はできない。それがまさに、多くの国が不況下の緊縮財政という最悪の選択を行うにいたった理由である。

そのような選択を避けるために必要だったのは、やはり金融政策であった。というのは、金融政策は、債務危機に追い込まれるのを避けるためにも役立つからである。そこには少なくとも、以下の三つのチャンネルがある。

第一は、中央銀行による国債購入を通じた国債市場の安定化である。中央銀行が行う金融緩和とは、一般的には国債等を購入して自国通貨を供給することである。不況期には通常、税収の減少や景気対策のための財政支出によって国債の発行が増加する。それは時には、国債市場の攪乱要因となる。しかし、中央銀行が国債購入を通じた金融緩和を行えば、国債金利は低位に保たれ、国債市場の攪乱は自ずと抑制される。

第二は、中央銀行の国債保有拡大による政府の国債利払い費の縮小である。政府が国債を発行して財政赤字を賄えば、民間の国債保有者に対して金利を支払い続けなければならない。しかしながら、その国債を中央銀行が民間から買い入れた場合には、政府はその分の金利支払いを免れることができる。というのは、政府が中央銀行に支払った国債保有分の金利は再び政府に戻ってくるからである。したがって、中央銀行が国債保有を拡大すれば、政府の国債利払い費は必ず縮小する。債務とは金利を支払ってこそ債務なのであるから、中央銀行が保有している国債に関しては、政府債務が事実上存在しないに等しい。これがいわゆる通貨発行益（シニョレッジ）である。

そして第三は、金融緩和を通じた景気回復による財政の改善である。金融緩和は一般に、金利や為替の低下を通じて雇用、所得、そして企業収益を改善させる。税収は基本的に所得や企業収益に依存するものであるから、その所得と企業収益の改善は、自ずと不況によって減少していた税収の改善に結びつく。

本来、金融政策が自由度を持つということは、政府の財政収支制約を一時的にせよ大きく緩和できることを意味する<sup>7)</sup>。それに対して、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランド、イタリアといった欧州の財政危機国では、ユーロへの通貨統合によって、自律した金融政策の実行が不可能になっていた。これら債務危機国がすべてユーロ圏に属していたことはまったく偶然ではない。結局、欧州ソブリン債務危機とは、各国の財政規律の問題というよりは、通貨統合によって各国の

自律した金融政策が不可能になっていたという「ユーロの足かせ」の問題だったのである。

#### (4) フリードマン＝バーナンキのヘリコプター・マネー政策

この金融緩和政策と赤字財政政策の統合という政策戦略は、それ自体としては決して目新しいものではない。それは、経済学の中では、ある場合には「財政ファイナンス」として、別の場合には「ヘリコプター・マネー」として論じられてきた政策そのものである。目新しさは、その統合戦略が、単なる経済学上の寓話としてではなく、反緊縮という政策潮流の中での現実的な政策プランとして位置付けられるにいたったという点にある。

バーナンキは、連銀理事であった2002年11月に、「デフレ：アメリカで“これ”が起きないようにするために」と題された講演を行った（Bernanke [2002]）。この講演の背景には、当時のアメリカ経済がITドットコム・バブルの崩壊によって景気後退に陥っており、インフレ率が急激に低下していたという事情があった。当時の米連銀議長グリーンズパンは、アメリカも日本と同様なデフレに陥ることを危惧していた（Greenspan [2007] p.228）。

バーナンキはこの講演で、「デフレ対策の効果は金融当局と財政当局の協力によって著しく高めることができる」こと、具体的には、政府が広範な減税を行うと同時に連銀が国債買い入れを行えば、それは「間違いなく消費ひいては物価に対する効果的な刺激剤となる」と指摘した。彼によれば、そのような「通貨創造を財源とする減税」は、「ミルトン・フリードマンの有名な“ヘリコプター・マネー”と本質的に等しい」のである。この発言は、バーナンキが後に“ヘリコプター・ベン”というあだ名で呼ばれる契機となった。

バーナンキがそこで言及したのは、フリードマンが1969年に公刊した「最適貨幣量」の中で提起した議論である（Friedman [1969]）。フリードマンはそこで、貨幣供給の拡大が物価の上昇をもたらすことを示すために、文字通り「人々の頭の上にヘリコプターから紙幣をばらまく」という思考実験を行った。バーナンキは、このフリードマンのアイデアを、景気刺激策として用いることを提案したのである。

ヘリコプター・マネーとは要するに、政府の財政支出を国債ではなく中央銀行の貨幣供給によって賄う政策である。その実現のためには、政府が発行した赤字国債を中央銀行が買い上げて、市場にベースマネーを供給すればよい。その結果、民間経済主体が保有する貨幣は、他の保有資産の減少を伴うことなく、中央銀行がベースマネーを供給した分だけ増加する。それはまさしく「ヘリコプターから貨幣をばらまく」のと同じになる。

それを現在のマクロ経済政策の枠組みの中で実現するためには、まずは政府による財政収支赤字の創出が必要である。政府の財政収支とは、政府歳入と政府支出との差額である。したがって、財政収支赤字を創出するためには、政府が減税などで歳入を減らすか、政府支出を増やすかのどちらかあるいは両方を行えばよい。

中央銀行は他方、この政府財政赤字を賄うために発行された国債を買い入れ、ベースマネーを供給しなければならない。ただし、多くの国では、中央銀行による国債引き受けは法的に禁止されている。中央銀行はしかし、財政当局によって民間金融機関に売却された国債を購入することはできる。中央銀行が国債を政府から直接買っても民間金融機関を経由して買っても結果的には同じなので、ヘリコプター・マネー政策にとってはそれで十分なのである。

ヘリコプター・マネー政策すなわち財政ファイナンスは、これまで、制御不能なインフレをもたらす不健全な経済政策の代表格とされてきた。しかし、それは現在、世界大不況以降に顕在化した



長期的な需要不足をするための、真摯に考慮されるべき政策オプションとなっている<sup>8)</sup>。

## 6. ケインズ主義プログラムの中核と防備帯

ケインズ主義とは、本質的に不安定な市場経済の安定化のためには政府による積極的な反循環的マクロ経済政策が必要とされるという政策思想である。このような世界観と、マクロ経済の安定とりわけ所得や雇用の安定こそが重要であるという価値判断こそが、政策プログラムとしてのケインズ主義の中核である。その中核は、ケインズ主義がケインズ主義である限り変わらない。

それに対して、ケインズ主義の政策戦略、すなわちマクロ経済の安定のための具体的な政策目標、そのために割り当てるべき政策手段といった問題は、ケインズ主義プログラムにとっての防備帯である。その防備帯における政策戦略は、経済状況や経済学的な知見の変化とともに移り変わって行く。政策手段と政策目標との因果関係をより正しく把握するためには、現実をより適切に描写した経済理論に基づいてそれを推論していく以外にはない。しかし、その経済理論は、他のあらゆる実証科学と同様に、理論研究や実証研究の進展に伴って必然的に変貌を遂げていく。それは必ず、実際の政策にも影響を与える。

ケインズ主義の政策戦略は当初、雇用の拡大あるいは非自発的失業の縮小を第一義的な政策目標とし、そのための政策手段としては主に財政政策を用いるというものであった。それがケインズ主義Ⅰである。しかしながら、この財政主導ケインズ主義は、経済学という知的領域において生じた変化に伴って、急速に影響力を失っていった。

にもかかわらず、政策プログラムとしてのケインズ主義は生き残った。ケインズ主義は学界同様に政策世界でも早晚死に絶えるであろうというロバート・ルーカスの予言は現実化しなかった。むしろ、政策プログラムとして死に絶えたのはマネタリズムの方であった。それは、ケインズ主義が、批判者たちが提供した理論的道具を取り込むことで、自らの政策戦略をより現実に即したものと進化させたからである。それがケインズ主義Ⅱである。1980年代後半以降の世界経済の「大安定」は、このケインズ主義Ⅱの成果であった。

そこに世界金融危機が勃発し、世界大不況が発生した。それによって、ケインズ主義Ⅱにとっての主要な政策戦略であった政策金利操作を手段とする伝統的金融政策は機能停止に追い込まれた。ケインズ主義Ⅱはそこで、金融政策の手法を拡張し、非伝統的金融政策という新たな政策戦略をその防備帯に付け加えた。

他方で、2010年春のギリシャ危機と欧州ソブリン債務危機は、緊縮主義を世界的に拡大させた。それは、ケインズ主義の重要な一部であった赤字財政主義を窮地に追い込んだ。ケインズ主義はそれに対しては、金融緩和政策を赤字財政政策と再統合するという、反緊縮のための新たな政策戦略を構築した。その問題を考察する理論的枠組みとしては、現在、ヘリコプター・マネー論や現代貨幣理論(MMT)などが競合しつつ展開されている。

このように、政策プログラムとしてのケインズ主義はこれまで、その防備帯における政策戦略を進化させることで、驚くべき現実適応力を示してきた。そのような生命力は、マネタリズムやオーストリア学派といった反ケインズ主義の政策プログラムには存在しない。

その相違は結局、それぞれの政策プログラムの中核にあるビジョンの「現実味」に求められよう。マネタリズムやオーストリア学派などの反ケインズ主義プログラムの中核にあるのは、「市場経済は本質的に安定的であり、それを不安定化させるとすればそれは政府である」といった古典的自由

主義のビジョンである。そうした世界観からは、マネタリズムのk%ルールやオーストリア学派の金本位制復帰論のように、政府の政策余地をできるだけ狭めるような方向の政策戦略しか導き出されない。しかし、彼らにとっては不本意なことに、結局そのような政策戦略では経済の安定化は実現できなかった。

ケインズ主義は、市場経済を絶対視する古典的自由主義への批判から出発している。それは、市場経済を、不確実性が支配し、需要の変動による所得や雇用の変動を免れることができない、きわめて不安定な経済体制として把握する。ケインズ主義は、恐慌や不況は市場経済の持つその本質的な属性の現れであると考え。ケインズ主義はさらに、こうした経済混乱が生じた場合には、座して死を待つのではなく、公的意志の体现者としての政府がそこに介入し、事態を改善させる何らかの方策を実行することを当然と考える。

社会にとっては不幸なことに、ケインズ主義の中核にあるこのビジョンは、きわめて強い「現実味」を持っていた。恐慌や不況は忘れた頃に必ずやってきた。そして、人々はそれを克服することを求めた。そのとき社会は、ケインズ主義のプラグマチズムに頼って、状況に応じてやれるだけのことをやってみるしかなかった。それが、ケインズ主義が結局は生き残った最も本質的な理由である。

## 注

- 1) Samuelson [1997] はその初版の復刻版である。
- 2) それらの仮説はそれぞれ、Friedman [1957], Modigliani and Brumberg [1954] を出発点とする。
- 3) そのオリジナルすなわち Modigliani and Papademos [1975] においては、NAIRU は NIRU と名付けられている。
- 4) Kydland and Prescott [1977] において初めて提起されたこの問題は、一般に動学的不整合性あるいは時間的不整合性と呼ばれている。
- 5) Akerlof, Dickens and Perry [1996] は、適正なインフレ率がゼロ%ではなく2%程度のプラスの値であることの理論的な根拠を以下のように提示した。経済にマイナスの需要ショックが生じた時、企業は実質賃金を切り下げない限り雇用を維持できない。そこでインフレ率がゼロであるとする、名目賃金を引き下げない限り雇用は維持できないから、名目賃金が下方硬直的である場合には雇用は減少する。しかし、インフレ率がプラスであれば、名目賃金の切り下げなくして実質賃金の切り下げが可能になるので、マイナスの需要ショックが生じた場合でも雇用が維持できる。したがって、名目賃金の下方硬直性が存在する経済において雇用の維持が可能であるためには、定常的なインフレ率はプラスでなくてはならない。
- 6) この循環的赤字財政主義は、赤字財政支出は民間投資をクラウド・アウトするにすぎないという「大蔵省見解」に対するケインズの批判から始まる。Lundberg ([1985] p.8) によれば、政府予算の循環的均衡という概念が最初に提案されたのは、スウェーデン政府による1933年1月の財政計画の付録においてであり、その執筆者はグンナー・ミュルダールであった。アバ・ラーナーはさらに、「政府財政は、その収支の均衡化ではなく、完全雇用の達成や国民の厚生改善などを基本目的とすべきである」という機能的財政論を提起した (Lerner [1943])。
- 7) ウォーレン・モズラーやランダル・レイらによって1990年代半ば頃から唱えられ始めた現代貨幣理論は、独立した自国通貨を持つ経済にはそもそも政府の財政収支制約は存在しないと主張している。それについては、例えば Wray [2015] を参照のこと。
- 8) 現代におけるヘリコプター・マネー政策の代表的な唱導者は、アデア・ターナーである (Turner [2016])。

## 参考文献

- Akerlof, George, William Dickens and George Perry [1996] “The Macroeconomics of Low Inflation,” *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1–76.
- Bernanke, Ben [2000] “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?” in Ryoichi Mikitani and Adam Posen [eds.], *Japan’s Financial Crisis and its Parallels to U.S. Experience*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, pp. 149–166. (三木谷良一, アダム・S. ポーゼン編, 清水啓典監訳『日本の金融危機—米国の経験と日本への教訓』東洋経済新報社, 2001年, 第6章)
- Bernanke, Ben [2002] “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here,” Remarks by Governor Ben S. Bernanke before National Economists Club, Washington, D.C., November 21. (「デフレーションで『これ』が起きないようにするためには」, 高橋洋一訳『リフレと金融政策』日本経済新聞社, 2004年, に所収)
- Bernanke, Ben [2004] “The Great Moderation,” Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, February 20.
- Bernanke, Ben [2012] “Monetary Policy since the Onset of the Crisis,” Remarks by Chairman Ben S. Bernanke at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31.
- Friedman, Milton [1957] *A Theory of The Consumption Function*, Princeton: Princeton University Press. (宮川公男・今井賢一訳『消費の経済理論』巖松堂出版, 1961年)
- Friedman, Milton [1968] “The Role of Monetary Policy,” *American Economic Review*, vol. 58, no. 1, pp. 1–17.
- Friedman, Milton [1969] “The Optimum Quantity of Money,” in Milton Friedman, *The Optimal Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine, pp. 1–50.
- Friedman, Milton and Anna Schwartz [1963] *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press. (久保恵美子訳『大収縮1929–1933:「米国金融史」第7章』日経BP社, 2009年)
- Greenspan, Alan [2007] *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, New York: The Penguin Press. (山岡洋一・高遠裕子訳『波乱の時代 (上)(下)』日本経済新聞出版社, 2007年)
- Hall, Peter [1992] “The Movement from Keynesianism to Monetarism: Institutional Analysis and British Economic Policy in the 1970s,” in Sven Steinmo, Kathleen Thelen, and Frank Longstreth [eds.], *Structuring Politics: Historical Institutionalism in Comparative Analysis*, New York: Cambridge University Press, pp. 90–113.
- Keynes, John Maynard [1973] *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Vol. 7, The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. (塩野谷祐一訳『ケインズ全集 第7巻 雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年)
- Kydland, Fin and Edward Prescott [1977] “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3, pp. 473–492.
- Lakatos, Imre [1970] “Falsification and the Methodology of Scientific Research Programmes,” in Imre Lakatos and Alan Musgrave [eds.], *Criticism and the Growth of Knowledge: Proceedings of the International Colloquium in the Philosophy of Science, London, 1965*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 91–196. (森博監訳『批判と知識の成長』木鐸社, 1985年)
- Leijonhufvud, Axel [1968] *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, New York: Oxford University Press. (根岸隆監訳・日本銀行ケインズ研究会訳『ケインジアン経済学とケインズの経済学—貨幣的理論の一研究』東洋経済新報社, 1978年)
- Lerner, Abba [1943] “Functional Finance and the Federal Debt,” *Social Research*, vol. 10, no. 1, pp. 38–57.
- Lucas, Robert [2013] “The Death of Keynesian Economics,” in Robert Lucas, *Collected Papers on Monetary Theory*, Cambridge: Harvard University Press, pp. 500–503.
- Lundberg, Erik [1985] “The Rise and Fall of the Swedish Model,” *Journal of Economic Literature*, vol. 23, no. 1, pp. 1–36.
- Mankiw, Gregory [2006] “The Macroeconomist as Scientist and Engineer,” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20,

- no. 4, pp. 29–46.
- Mankiw, Gregory and David Romer [1991] “Introduction,” in Gregory Mankiw and David Romer [eds.], *New Keynesian Economics Vol. 1: Imperfect Competition and Sticky Prices*, Cambridge : The MIT Press, pp. 1–26.
- Meade, James and Philip Andrews [1952] “Summary of Replies to Questions on Effects of Interest Rates,” in Thomas Wilson and Philip Andrews [eds.], *Oxford Studies in the Price Mechanism*, Oxford : The Clarendon Press, pp. 27–30.
- Modigliani, Franco and Lucas Papademos [1975] “Targets for Monetary Policy in the Coming Year,” *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 141–163.
- Modigliani, Franco and Richard Brumberg [1954] “Utility Analysis and the Consumption Function : An Interpretation of Cross-section Data,” in Kenneth Kurihara [ed.], *Post Keynesian Economics*, New Brunswick : Rutgers University Press, pp. 388–436.
- Samuelson, Paul [1997] *Economics : The Original 1948 Edition*, New York : McGraw-Hill.
- Taylor, John [1993] “Discretion versus Policy Rules in Practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, no. 1, pp. 195–214.
- Tobin, James [1969] “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, no. 1, pp. 15–29.
- Tobin, Jams [1999] “Supply Constraints on Employment and Output : NAIRU versus Natural Rate,” in Giancarlo Gandolfo and Ferruccio Marzano [eds.], *Economic Theory and Social Justice*, London : Macmillan Press, pp. 35–50.
- Tuner, Adair [2016] *Between Debt and the Devil : Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton : Princeton University Press. (高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔—ヘリコプターマネーは世界を救うか?』日経 BP 社, 2016年)
- Wray, Randall [2015] *Modern Money Theory : A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Basingstoke : Palgrave Macmillan. (鳥倉原監訳・鈴木正徳訳『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社, 2019年)