

マクロ経済学の新展開と金融政策  
－ 時間要素と質の調整 －

2004年3月

脇田成  
東京都立大学経済学部

〒192-0397 東京都八王子市南大沢 1-1  
wakita@bcomp.metro-u.ac.jp

## I. 序論

本稿ではマクロ経済学の論争について、簡単な解説を加えた後、標準的なとらえ方を説明する。さらに金融政策を中心に日本経済における論争との関連も解説する。ここで強調したい点は、既存のモデルはいずれにしても

[1] 時間要素

[2] 質の調整

という二つの要因を単純化してモデル化しており、この単純化のプロセスをはっきりと認識することが必要である、と言う点である。単純化されたモデルの結論だけを鵜呑みにして、現実の政策効果や政策ルール、長期不況・不良債権問題を考えることは危険であり、これが議論の不必要な混乱をもたらしているように思われるからである。

## II. マクロ経済学の論争

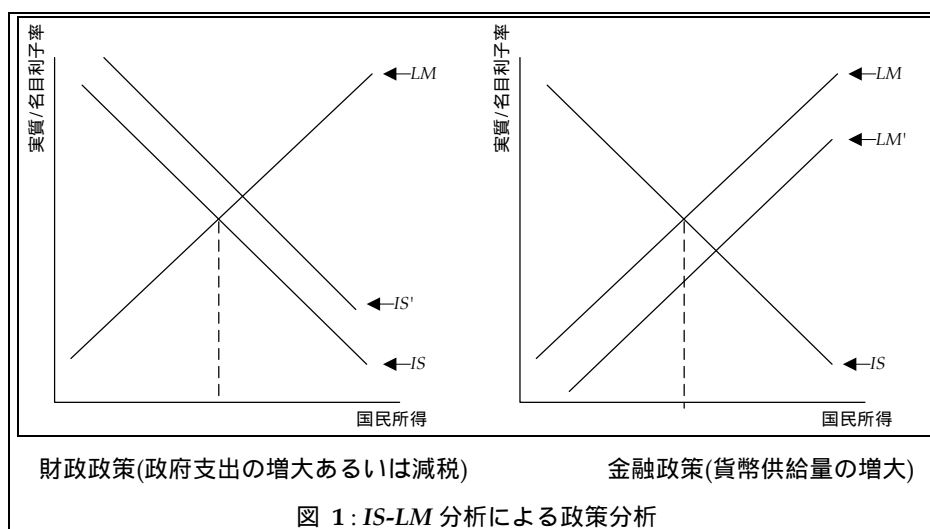
大学の経済学部で学ぶマクロ経済学では、現在でもIS-LM分析と呼ばれる分析手法が中心にケインズ経済学が教えられる。この分析手法の含意を端的にまとめると

- 政府支出の増大や減税によりGDPを増大させる財政政策 (図1左側IS曲線のシフト)
  - 貨幣供給量の増大によりGDPを増大させる金融政策 (図1右側LM曲線のシフト)
- の活用にある。図1に示されるような分析を試験前に「飲み込んだ」人は少なくないであろう

しかし一方で現在の日本経済の状況を考えると、以下の認識は

- 700兆円にも登る公的債務の積み上がりから、さらなる財政政策は危険
- ゼロ金利・量的緩和により金融政策は限界

というようやぐ浸透してきた。このような状況を考えると、IS-LM分析から得られる政府の政策万能とも言べき結論を現状では鵜呑みにできない。しかしこれはIS-LM分析が理論的に誤り、というわけではなく、使い方あるいはモデル適用の前提条件が間違っていたというべきである。



実際、IS-LM 分析は言わば「筆書き」とも言うべきモデルであって、さまざまな想定が分析の背景に置かれている。財政政策」と金融政策」に分けて考えると IS-LM 分析では  
[財政政策]

- 政府の予算制約式が忘れられがちであり 政府支出増大の財源を考えない。
- 無駄な公共投資であろうと 有効な公共投資であろうと区別しない。
- 家計は機械的に支出行動を決定する。

[金融政策]

- 名目価格は一定で現在進行形のインフレーションは扱えない。
  - 低金利の厚生の含意が明らかでない。
  - バブルと資産価格の関係等の要因が無視、あるいは単純化されている。
- などさまざまな前提があることがわかる。

このように IS-LM 分析の想定は極めて分かりにくい。ミクロ経済学を学んだばかりの初学者が混乱しないような仮定・想定がなされているか、注意深く考える必要があるように思う。このような考え方に基づく初学者用教科書として、脇田(2000)を参照されたい。

新古典派マクロ経済学

さてわが国の現状を考えるとケインズのマクロ経済学は無効であり 相対立するマクロ経済学として新古典派的なマクロ経済学を考察する必要があるという意見が出てくる。筆者は新古典派的なマクロ経済学を使って、景気循環のようなマクロ経済現象を整理することは有益かつ不可欠なことと考えている。しかしその理由は、一昔前にケインジアン・マネタリスト論争などで言われた一般的な新古典派経済学に関する通念(あるいは早とちり)、つまり

- マクロ経済政策が無効であることを示したい、とか、
- 合理的な個人の選択に基づく市場経済の優位性を示したい

という理由からではない。むしろ

(a) さまざまな複雑な要因がからみあった現代の経済で、政府や市場の限界や問題点を分析するために、統合的な枠組みから一つづつ考えることが不可欠であると考えからであり

(b) ケインズ経済学が経済の拡大均衡を目指すアクセル的な考え方とすると 新古典派は縮小均衡的なブレーキの役割を果たす

からである。道楽息子の事業に資金を出して、息子がそれで立ち直れば拡大均衡で、最も望ましい。しかし時には事業の内容を精査し、資金提供を断るのも親の愛情であろう。日本経済は 700 兆円以上にのぼる公的債務や、ゼロ金利を超えた量的緩和によりアクセルをふかしつづけてきた。ようやくブレーキの必要性が認識されてきたのではないだろうか。

ただし筆者は車にアクセルが必要なように、ケインズ経済学に基づく、マクロ的な財政金融政策が一時的な効果が存在することを否定することは難しいと考えている。しかしそのようなマクロ経済政策の一時的効果の存在を認めたくても

- [1] さまざまな応用ミクロ経済学分野と連携した全体を見渡したシステムティックなリサーチや
- [2] 現状だけでなく長期の効率性を考慮する

ためには、新古典派の枠組みをもとに研究を進めることが必要であるのではないだろうか。

たとえば年金改革を行う場合、国債発行や消費税増税により財源を確保する必要がありまたマクロの景気動向に配慮することが必要である。ところが一つつつバラバラに考えると

- 年金は(貯蓄増加を意味する)積立方式が望ましく、
- 増税や国債発行は望ましくなく、
- 不況期に政府支出増大はやむを得ない、

という具合に矛盾してしまうわけである。そこでこれらの折り合いをつけるためには、統合して考える必要が生じてくるのである。

#### 「診断」と「臨床」の区別

それでは以上のようなマクロ経済学の現状を、どのようにとらえて理解すればよいのだろうか。筆者は医療にたとえて「診断」と「臨床」を区別すればよい、と考えている。まず健康な状態をベンチマークである新古典派の理想状態(後述するアロー=ドブリュー経済)と考え、病気にはさまざまな種類があると考えればよい。そして政策効果を考えるとすべての病気に有効な単一の万能薬はない、と考えるのが適当であり病状の「診断」はケース・バイ・ケースで考える必要がある、という至極妥当な結論に達する。

現在では「診断」としては市場の効率性に懐疑を持つという点でケインズ経済学的であったとしても、「臨床」(政策)の有効性には伝統的なマクロ経済政策に疑問を持つ、という点に学会の意見は集約されつつある。つまり表で言えば、(a)と(d)の単純化された論争から(b)と(c)に収斂しつつあるのである。

	(a) 教科書的なケインズ経済学 (IS-LM 分析)	(b) 新ケインズ経済学 / (c) 広義の新古典派マクロ経済学	(d) 狭義の新古典派マクロ経済学 (マネタリスト・合理的期待形成学派)
診断	市場の不安定性を重視	市場均衡しているが効率的とは限らない。	市場均衡
臨床	金融財政政策の積極的な活用	政策効果に懐疑的	政策無効

### III. 新古典派マクロ経済学を理解する二つの寓話

これまで統合する枠組みとしての新古典派マクロ経済学の必要性を述べた。しかし新古典派の動学マクロ経済学は極めて複雑であり、高度な数学的手法を必要とするのも事実である。(脇田(1998)参照。)しかしそのエッセンスを理解するためには、以下の二つのポイントを押さえることから出発すれば良いように思う

- [1] マクロ経済学の基本は「貯蓄」と「投資」であること。
- [2] 新古典派の考える理想状態は市場が「完備」している状態であること。つまり「先物」や「保険」が完全に成立していること。

この二つの点が近年の日本経済を巡る論争においても中心を占めていることも後に説明しよう

### タネまきと貯蓄・投資

まず最初に確認しておくべきことは、マクロ経済の基本は「投資」ど「貯蓄」の決定であるということである。もちろん IS-LM 分析でも「投資」ど「貯蓄」の分析は行われるが、それは一面的な取り扱いであるので注意が必要である。この点を理解するために、一番簡単な経済として

[A] 個人経営の農家で自給自足

[B] 財は1つしかない1セクター経済

を考えてみる。つまり孤島に暮らすロビンソン・クルーソー[自給自足の農家]がコム[単一財]だけをつくる経済である。コムは食べれば消費財になるし、生産をするために粃米を保管しておけば資本財となる。そしてこの経済では貯蓄と投資は区別されない。

さてコムを刈り入れ[収入]をどう使うか、クルーソーには選択問題が生じる。

- 「食べてしまふ」つまり消費という選択肢
- 「粃米に取っておく」つまり貯蓄、あるいは投資という選択肢

のどちらかを選ばなくてはならない。あまり食べ過ぎてしまうと、将来のタネまきの分の粃米が減ってしまうし、その後のコム収穫量も減ってしまう。しかし、粃米の分量が多すぎると、今食べる分が減ってしまう。

式で表すと

収入 = 消費 + 貯蓄 (投資)

である。この予算制約式をもとに、現在と将来の効用を勘案して、最適な消費・貯蓄比率を決めるのが経済学における最適化問題の基本である。

さてクルーソーが一人でコムを作ったり消費したりするだけでは、実は複雑な経済問題は起こらない。しかし現実の経済では、一人であらゆる役割を兼ねているわけではなく、さまざまな分業が行われる。この結果、より効率的な経済運営が達成されるが、その反面、役割の違いがもたらす「協調の失敗」という問題も生じてしまう。順々に企業・政府・銀行を導入して分析してみよう。

[1: 企業の導入と有効需要不足] IS-LM 分析では、「有効需要不足」の状況が考察されている。つまりモノをつくっても売れない状況である。この「需要不足」の状況を考察するためには、「自給自足」から「貯蓄を行う家計」ど「投資を行う企業」を分離することが必要である。

さて粃米を家計は貯めこんでいる状況、つまり貯蓄過剰な状況を考えてみよう。企業が粃を借りて田に蒔かなければ投資過小に陥り、投資の需要効果が小さく、有効需要が不足し、労働者も雇われず失業が増大して、マクロ経済は縮小均衡に陥ってしまう。実際、日本経済では80年代から貯蓄超過が目立ってきた。

[2: 政府の導入と財政危機] このような悪循環を打破するため、どうすればよいのだろうか。ケインズは粃米がどっさり家計にあるのなら、政府が粃米を家計から借りて政府が蒔けばよいと考えた。そうすれば雇用も増加し、消費も累積的に増大すると考えたわけである。90年代には、国の借金証文である国債が大量発行され、国の借金が積み上がってしまったのはこのような政策の帰結である。

[3: 銀行・金融仲介の導入と銀行危機] もともと家計は自分で粃米を保管しているわけではなく銀行に

預けている。銀行は大量の粃米に困って、とにかく企業に貸しつけたのが過剰融資の背景である。企業は荒れた土地にまで粃を蒔き、過剰投資を行ったので、収穫が充分でなく、銀行に返済することができない。これが不良債権問題と銀行危機の背景にある。

以上の分析で重要なことは、IS-LM 分析の限界である。IS-LM 分析は言わば「一筆書き」のモデルであり「投資」・「貯蓄」のプロセスのうち、短期的な需要の側面にのみ、焦点を当てている。しかし現今の日本経済の問題は短期的な不況のみならず、長期的な少子高齢化にあることは言うまでもない。ケインズは「我々は長期には皆死んでしまう」と言ったが、高齢化に伴い「死ぬ」前に「老後」が存在すると言うべきであろう。そのためタネを蒔けばそれで分析が終りの IS-LM 分析だけでなく、タネを刈り取るプロセスを含む新古典派の分析が必要なのである。

#### 先物・保険市場と「指定席」

次に新古典派の考える市場の理想状態は「完全競争」と言われるが、さらに「完備市場」の前提が存在することに注意しなくてはならない。一般に市場化や近代化と呼ばれるものは、人間関係や共同体のしがらみから、自由になって無名性のもとで取引が可能になると考えられているが、新古典派の考える理想状態は通常の「市場」があるだけでは充分でない。条件つき債券市場が完備(アロー＝ドブリュー経済というしていないと一般にパレートの意味での最適性は成立しない。この状況は言わばすべての財について(a) 先物ならびに(b) 保険市場が完備していると考えれば分かりやすい。先物を時間要素の導入、保険を質の調整と考えることができる。

このような「完備市場」をもっと直観的に理解するためには、全車指定席の「のぞみ号」を考えれば分かりやすい。全車指定席なら、すべてが計画通りであるから、合理的な個人の選択のもと座席の配分は最適であると言える。この点が、市場経済には「安心感」やセーフティネットが必要と言われる点に通ずる。つまり価格メカニズムの最適性や市場機構と呼ばれるものは、全車指定席のアロー＝ドブリュー経済上で成り立つものであり一般に考えられているスポットマーケットによる自由競争とは異なっている。後者が考えるような早い者勝ちの自由席での席の取り合い競争が望ましいわけではないのである。

このアロー＝ドブリュー経済の想定に関して、いくつか注意すべき点を挙げておこう

[完備市場の現実適用性] しかし現実には全車指定席の列車はまれである。通勤電車を指定席にしてしまうと取引費用があまりにかかってしまうので、市場が開かれるのは大きなインセンティブが働く分野に限られる。もともと新古典派のモデルでは、市場創出の取引コストや細かい契約のためのコストは最初から排除されているが、実際には巨額な費用がかかるため、かえって非効率となって市場が完備することはない。そればかりか全車指定席なら、乗り遅れればたいへんなことになってしまう。このように全車指定席では息苦しい社会になってしまう

[既得権と先物市場] 一方、既得権の排除というスローガンで予約席を無くすことは望ましくない。時間をかけて努力しても報われない社会を作る可能性があるからである。もちろん先祖代々予約席を占めているのは問題だが、一般的に考えられている市場主義とは指定席を買った人をすべて既得権者として排除し、行列に並ばせる早い者勝ちが公平になると考えるところがないだろうか。実際、サッチャリズムの

結果、英国労働者の熟練度が低下したと指摘されることがあるのは、常にスポット市場のプレッシャーにさらされ、長い目でみた訓練が出来なくなったからである。

[社会保障と先物市場] 指定席と自由席が混在していると大きな問題となる。この状況は、新幹線の中で、新幹線の指定席で座っているとおしいさんやおばあさんが自由席券だけを持っていて通路に立っている。そうするとせっかく指定席券をとったのに心苦しいことになってしまうことになってしまう。近年の社会保障の議論が錯綜していて分かりにくいのは、さまざまなレベルで「指定席」と「自由席」をどう混ぜ合わせるか、という技術的な問題であるからだ。ところが理論に基づいた政策提言はすべてが指定席にすれば問題が片づくという単純なものが多い。

[コミットメントと先物市場] 応用ミクロ経済学では、「指定席」を取る場合、コミットメントすることで、費用がかかると考える場合が多い。この理由は他の不確実性が強い状況で、指定席だけが固定されてしまつからでありアロー = トブリュー経済ではすべての状況が指定席となる状況を考えている。例えて言えば、応用ミクロ経済学ではお花見のスケジュールはお天気次第で決まっていなくて、それでも指定席を取るかどうかの問題だが、アロー = トブリュー経済ではお天気に応じて、指定席券が発行されている。

以上のように新古典派マクロ経済学のポイントは

[a] 貯蓄と投資の決定であり IS-LM 分析が貯蓄過剰を恐れるあまり 投資の需要効果のみを重視するのに対して、生産力効果をも考察して、長期の効率性に配慮しているといえよう

[b] しかし一方で、完備市場の想定により 新古典派マクロ経済学は、かなり空想的な状況を考察しているとも言える。

いずれにせよ一長一短があるのであり これらをわきまえてマクロ経済の考察を行わなくてはならない。より詳しい議論については脇田(2003b)を参照されたい。

#### IV. 金融政策のルール

さて以上で述べたマクロ経済学における論争は、近年の日本経済とどのような関連を持つのであろうか。一見、これらの論争は現実とは関係がなさそうであるが、実は多くの人々の考え方に影響をもたらしているのである。金融政策を巡る議論を考察してみよう

通常の金融政策は金利操作が中心であった。しかし日本銀行は 2001 年 3 月 19 日、日銀は主な金融調節の対象を、無担保コール翌日物金利から、日銀当座預金の残高に変更した。現在では消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、量的緩和政策を続けることを約束している。

このような政策は金利の操作、つまり「価格」を中心とした政策とは別に量的緩和つまり「数量」をターゲットにした政策であると言える。つまり一見、極めて特殊な事態であるかのようだが、実は図 2 のような通常の「価格」と「数量」の図で分析できる。

いままで日銀は金利をターゲットに政策を行っていた。だから名目金利がゼロになるともうそれ以上動けない。図 2 で言うと上下の動きである。しかし現預金などの流動性を直接操作しハイパワードマネーやマネーサプライの伸びを加速させ、市場に資金をもっとふんだんに残すように操作する、つまり図 2

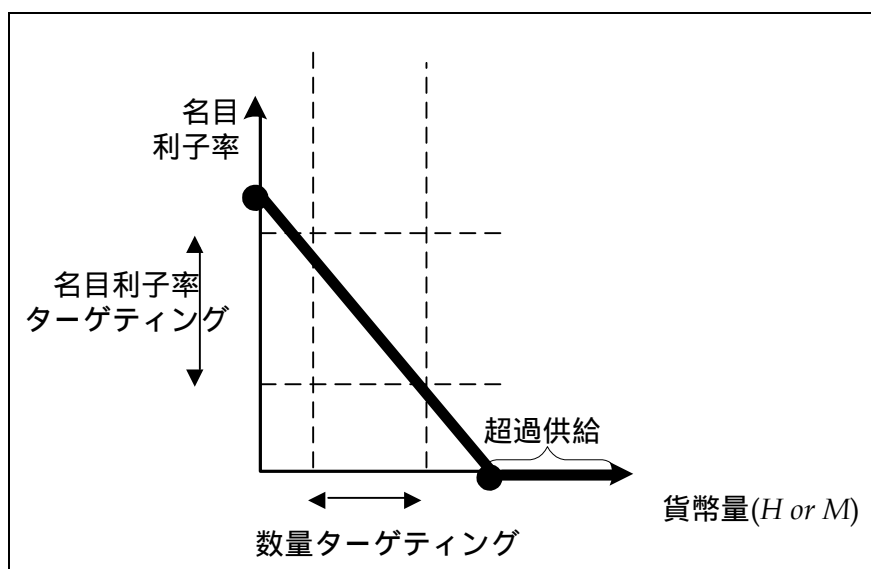


図 2

で言う左右の動きが主張されている。

つまり量的緩和は「量的」とい部分と緩和」とい部分に分けて考えるとよい。量的調整であれば、ハイパワードマネーであれ、マネーサプライであれ数量に着目して中央銀行が調整する。一方、価格調整とはゼロ金利政策のように価格と言うべき名目利子率をターゲットにした政策である。

なおこのような貨幣供給のプロセスを理解するためには

- 中央銀行をレンタルビデオチェーンの本部で
- 市中銀行がフランチャイズ店

と考えると分かりやすい。つまりレンタルビデオが貨幣である。もともとのレンタルビデオの個数がハイパワードマネーで、そのレンタルビデオが何回転したかがマネーサプライだと思えばよい。ここで金融政策のルールをフランチャイズ店の例で考えれば、ゼロ金利政策は本部がレンタルビデオをタダでフランチャイズ店に貸してやるという状況である。

さてこれらの金融政策は実はアロー＝ドブリュー経済が想定する

- 時間要素を導入した先物市場
- 質の調整を導入した保険市場

の存在と深く関連している。順に説明しよう

[時間軸効果と先物市場の欠落]

よく期待やコミットメント時間軸効果と言われるような効果が主張される。日銀ホームページでは現行の政策について、将来にわたる金融緩和についての日本銀行の「約束(コミットメント)」に伴う効果という意味で、「コミットメント効果」とも呼ばれることがあります。」と説明している。

これらの効果の存在が、飲み込みにくいのは、

- IS-LM 分析では図解法により 時間の要素は特殊な想定をとっているのに対し
- 新古典派ではアロー＝ドブリュー経済の想定により 完備市場言わば「全車指定席」の想定をとっているからである。



特に新古典派のモデル分析では、将来の変数を自由に動かせるとして分析を行うことが多い。つまり先物(指定席)が存在するため、その価格・値段を調整するわけである。このためモデル分析上は簡単でも、実際には将来の変数を簡単に動かすことはできない、あるいは将来の変数を動かすと信じさせることができないことが多くなる。そのため、将来の行動にコミットせよ、との意見が多くなるのである。

[質の調整と保険市場]

マネーサプライを増加させる手段として、国債引受やETFなど他の資産を買い入れよ、と主張されることが多い。しかし、いままでの金融調節の基本は銀行制度を利用しており、背後には「質の調整」のメカニズムが含まれている。しかし日銀が直接購入することは、銀行がチェックせず、資金を供給せよということになる。

もともと不良債権問題は銀行貸出において「質の調整」に失敗したことに原因がある。その教訓を生かさず、「ひたすら 数合わせ」に走る政策を行うことが望ましいとは筆者には考えられない。

先のたとえ話で言えば、ビデオはフランチャイズ店(市中銀行)を經由して一般に貸し出していたわけだが、本部が直接貸し出すということになる。本部には借りたビデオに傷を付けてしまう客や、返さない客の情報がないのではないかと、この疑問が生じるということである。あるいは客は借りたビデオに傷を付けてしまった、そこで新しいビデオを借りて返している。ところがビデオデッキにもともと傷がついているので、いくらでもビデオテープに傷がついてしまうのではないかと、この点も考えられる。

以上のように新古典派の分析では市場が完備している、つまり「全車指定席」の想定の下で、時間や質の違いは大きな問題にならないと想定されているのに対し、現実には完備市場ではないため大きな問題となるのである。

## V. 金融政策と日本経済

90年代の日本のマクロ経済の停滞については、さまざまな説明が存在して混乱している。たとえばインフレーション・ターゲティングの議論に関しては、付表にまとめたように24点ものポイントがある。しかしこれらを順序立てて議論するといよりは、高橋是清とクルーグマンと19世紀がごっちゃになっているかのようでもある。しかしこれらの論争は、やはり

- 時間要素を軸とした期待インフレ率
  - 質の調整を軸とした不良債権問題
- の二つの問題を軸にしたものといえる。

\*\*\* 付表 インフレ論争のまとめ 挿入 \*\*\*

特に不良債権問題に対しては以下の過少投資説と過剰投資説の二つの立場があると考えよう。つまり「借金が焦げつきだしたとき、追い貸して梃子入れするか、資金を引き揚げて損切りをするかである。

[A: 過少投資のため追い貸しが必要] 過少投資説とはクルーグマンが主張するように、デフレ傾向と実質利子率が高止まりしているため、投資が抑制されており 過剰貯蓄に伴った拡大均衡をもたらす政策対応が求められる (ただし実質利子率が高止まりといっても、負の実質利子率がより大きく負になることができないという意味である)。一方、

[B: 過剰投資のため損切りが必要] 過剰投資説は、これまで行われた過大投資のため企業収益を反映して実質利子率が低下しており 損切りしてそれを上昇させることで「構造改革」を進める縮小均衡策につながると言えよう

この二つの説に対応して、もちろん政策提言は異なったものとなる。表にまとめると以下のようになる。

	A: 過少投資のため追い貸しが必要	B: 過剰投資のため損切りが必要
実質利子率の現状	流動性の罍のため実質高金利	ゼロ金利政策により 実質も低金利
金融政策 インフレーション・ターゲティング	インフレーション・ターゲティングにより 実質利子率を下げる方策を推奨	実質利子率上昇やむなしとするか、あるいは金融政策の効果に懐疑的
財政政策 国債暴落	実質金利が下がるため国債暴落を危惧する必要はない	将来的な実質利子率上昇を懸念して国債暴落を危惧
構造改革	デフレのため不良債権の負担は必要以上に高まっている。構造改革は必要なし。	過剰投資のために構造改革は必要
因果関係	「低成長・デフレ⇒不良債権」という因果関係を重視。デフレだから不良債権の実質負担が増大。	「不良債権⇒低成長・デフレ」という因果関係を重視。過剰融資を続けたから不良債権が増大。

つまり現状を実質高金利と見るか、そうでないか、によって意見が 180 度異なるわけである。現状が実質高金利であるならば、金融緩和で低金利になるわけだから、財政破綻は心配する必要がないし、構造改革の必要性もない。良いことづくめである。たしかにマクロ経済の状況を見ると、経常収支が正であり IS ギャップが存在するという意味では、[A]が正しいという考え方も成り立つが、一方で銀行は名目利子率より高い貸し倒れ率に直面している、という点から、実質利子率が高いとは考えられない。また筆者は不良債権が特定の産業に集中しているという点から、そして消費者物価指数 1%前後、GDP デフレーター 2%前後のデフレ率では[B]がサポートされるのではないだろうか、と考えている。より詳しい議論については脇田(2003a)を参照されたい。

## VI. 結語

冒頭にも述べたように、マクロ経済学の諸モデルは新古典派の分析を中心に発展してきた。

(a) 政策が有効かどうかよりも、問題はさまざまな要因を考慮してバランスのとれた処方箋をだすことであり、そのためには

(b) 時間の要素を考慮すること

(c) 量だけでなく質の調整を考慮すること

が重要になると思われる。さらに現今の金融政策や不良債権問題に対しても、これらの点が重要であ

り

(d) 金融政策の「時間軸効果」であったり

(e) 不良債権問題は「質の調整」の問題であろう

英国の故ジョン・ロビンソンは「原寸大の地図は役に立たない」と言った。あまりに詳しくすぎるモデルは焦点がぼやけてしまうという意味である。しかし現今の日本のマクロ経済を巡る論争は「詳しくすぎる」と言うより、乱暴に単純化された意見が多すぎる、と筆者には感じられるのである。

#### 参考文献

脇田成 (1998) 『マクロ経済学のパースペクティブ』日本経済新聞社.

脇田成 (2000) 『マクロ経済学のナビゲーター』日本評論社.

脇田成 (2003a) 『日本の労働経済システム: 成功から閉塞へ』東洋経済新報社.

脇田成 (2003b) 「景気循環 予測と理論の間」浅子和美・福田慎一編 『景気循環と景気予測』東京大学出版会.

インフレ論争のまとめ						
より詳しくは <a href="http://www.comp.metro-u.ac.jp/wakitsum6i.htm">http://www.comp.metro-u.ac.jp/wakitsum6i.htm</a>						
番号	ポイント		インフレーションターゲットイング批判論	推進論		
[1]	現状認識	インフレ率の水準	デフレはせいぜい1~2%	バイアスを考えれば深刻なデフレ		
[2]		実質利子率	低い。リスクをカバーしていない	高水準で投資を阻害		
[3]		名目利子率	ゼロ金利政策により人為的にゼロに	流動性の罫		
[4]		投資・融資水準	過剰融資 ITバブルを忘れたのか	融資が足りない		
[5]		実質賃金		名目下方硬直性により高止まり		
[6]		デフレの要因	不良債権による信用創造の阻害・冷戦崩壊・中国の安価な製品	日銀の金融政策		
[6]	金融政策の技術論	具体的政策	ゼロ金利のもと金融政策は限界	伝統的な金融政策にこだわる必要はない。国債や株式を購入することもできる。		
[7]		目標管理	目標を設定すれば、インフレは達成できるのか それなら名目GDPも目標を宣言すればよい	コミットメントすることが必要		
[8]		制御可能性	無理にインフレを起こそうとすると制御不可能になる	目標があるから、暴走しそうならば引き締めれば大丈夫		
[9]		日銀当座預金残高の増加	効果なし	効果あり		
[10]		長期国債買い切り	長期国債発行を短期国債にシフトさせても同じ効果	買い切り購入すれば大きなシグナル		
[11]		日銀のバランスシート	国債を買い過ぎて、あまり信用がなくなると心配	おれはどんどん刷ればよい		
[12]	インフレの金融市場への直接の影響	資産選択	金融緩和は望ましくない「追い貸し」等を生む	インフレになれば貨幣から金融商品・実物資産へのシフトが起こる		
[13]		金利動向	インフレ予想で(長期)金利が跳ね上がってしまう	ある程度はやむをえない。むしろ銀行経営のためには長期金利上昇が必要		
[14]		金融市場機能低下	ゼロ金利等でコール市場の資金融通や価格形成機能が低下している。解除で機能回復を。	大事の前の小事		
[15]	政策効果	予期された効果と事前の利子率	企業	過剰設備では新規投資は限られている	実質利子率低下により新規投資増大	
[16]			システム維持	銀行	着実に不良債権処理を進めるべき。追い貸しを生んでしまう	インフレにより貸出金利引き上げ可能に
[17]				生保		自動的に給付削減
[18]		株価・地価	金融緩和で株価・地価を上げるのは邪道	金融緩和で株価・地価を上げる		
[19]		予期されなかった	負債削減	政府	なぜデフレではいけないのか。金融緩和や国債購入は借り手企業や政府の	名目債務額固定のもとではデフレにより、実質返済額が増大
[20]				企業		
[21]		家計	雇用		名目賃金の硬直性のもとでの実質賃金高止まりを解消	
[22]			収入	(低金利は)家計の利子所得を減少させる。2001年SNAでは受取利子8兆円に対して、支払利子は15兆円。	雇用者所得増大がより重要	
[23]		銀行経営	金融機関の利ざやが34兆円と高収益。金融機関の営業余剰は18兆円と史上最高。しかし不良債権処理のため信用創造が不発	長短金利差上昇により経営改善		
[24]		諸外国と歴史の経験	物価を上昇させる方向のインフレーション・ターゲットイングは例がない	デフレ下で構造改革は例がない		