

教科書的なマクロ経済学の問題性

——借金の扱いをどうするのか——

鈴木 英 夫

1. はじめに

バブル崩壊後の90年代や21世紀に入ってから
の日本経済を眺めてみれば、教科書的なマ
クロ経済学がいかに不十分なものであったか、そ
して今もいかに不十分であるかが明らかになる。
たとえば、マクロ経済学の教科書ならば例
外なしに取り上げられるし、マクロ経済学体系
の中心概念の一つである「乗数効果」は、日本
経済においては90年代を通じ、ほんの短い期
間(96年)を除いて、教科書に説明されるよう
な現象としては全く観察されなかったといわな
なければならない。政府は、90年代を通じて何度
も景気対策を行い、膨大な資金を経済につき込
んだけれども、 $\Delta GDP = \text{乗数} \times \Delta G$ という形
でGDPが増加するということはほとんどな
かった。

また、マクロ経済学の教科書では、中級以上
のものならば、IS-LMモデルがほとんど例外な
しに取り上げられる。IS-LMモデルの中心的
前提の一つは、利率が低くなると民間投資が
増加し、逆に利率が高くなると民間投資が減
少するというものであった。しかし、1993年に
公定歩合が2.5%になりさらに1.75%と低下、
95年にまたまた1%に下げられ、0.5%に低下
しても、そしてその後さらにゼロ近くに据え置
かれても、民間投資は理論どおりには増加しな
かったのである⁽¹⁾。

さらに、マクロ経済学の教科書では、信用創
造のことが例外なしに説明される。つまり、中
央銀行がハイパワードマネーを民間銀行部門に

つぎ込めば、経済全体に出回る貨幣の増加量は
ハイパワードマネー増加分をはるかに超えて何
倍にも何十倍にもなるという理論である。これ
も現実には起こらなかった。2001年以降、数回
にわたってハイパワードマネーの強力な増大が
行われたが、経済全体に流通する貨幣量はほと
んど増加しなかったのである。

なぜ教科書的な乗数理論や信用創造理論が現
実に起こらなかったのかという疑問に関して
は、リチャード・クーの明快な説明が有名であ
る。クーの説明の中心部分は、非常に多くの民
間企業がバランスシートの毀損状態(負債は以
前のままであるのに、資産が減価、つまり劣化
してしまい、自己資本が減少ないしはマイナス
になっている状態)に陥ってしまうと、企業は
借金を返すことに一杯一杯になって、とても投
資どころではなくなるということである。いか
に利率が下がろうとも、ゼロ近くになろうと
も、とても設備投資をしようという気にはなれ
なくなる。また、借金を返すことに懸命になっ
ている企業は、銀行が貸してあげるといくら接
近しても、新たに借金をして負債を増加させる
ことなど考えられなくなる。必死で借金したが
るのは、すでに破綻かそれに近い状態に陥って
しまった企業が多く、銀行はそういう企業には
貸せない。だから、ハイパワードマネーがいか
に増加しても、教科書的な信用創造のサイクル
は回りださない。日本のバブルが崩壊したあ
と、非常に多くの日本企業がバランスシートの
危機に陥り、それが民間投資の下落をもたらし、
金融の機能不全をもたらしたのだというのが

クーの主張の骨子になっている⁽²⁾。このような状態の下では、利率をどんなに低くしても民間投資は沈んだままだし、したがって、民間企業は投資のために資金を借りてこようとはしないのだ。クーと本質的なところで共通する理論的説明は、山家悠紀夫によっても行われている⁽³⁾。

現在の教科書的なマクロ経済学が、近年の日本の現実を説明する道具として全く十分でないことを認めるとすると、次の段階では、教科書的なマクロ経済学の体系のどこの部分が問題なのか問われることになる。私は、山家やクーが指摘した「過去に背負った借金」の問題、つまりストックとしての借金、債務の問題が、マクロ経済学の理論の中でまともに扱われていないことこそが不十分さの根源的な原因なのだと考える。実はこの借金の問題は、マクロ経済学ばかりでなく、ミクロ経済学の中心部分である一般均衡理論においても、必ずしも納得的には扱われていない。むしろ、借金の問題を一般均衡理論の中で真正面から扱い始めると、一般均衡理論の解の存在という根源的な問題までがある状況の下では疑問の対象になってくる。後にこのことに立ち返り、詳しく述べることにする。要するに、我々が現在の経済学と現在の経済的な現実とのあいだの乖離に悩まされているのは、経済学の基礎をなすミクロ、マクロの双方の分野で、借金の問題が十分納得的に扱われてこなかったところからきている可能性があるということである。

経済の中では、誰かが誰かの資金を用いて経済活動を行う。教科書における経済学はもちろん借金の問題を扱う。したがって教科書的なマクロ経済学でも、債務、借金のことはもちろん触れられている。時には非常に深く掘り下げて触れられるのである。しかし、借金、債務が存在するということがマクロ、ミクロ経済学の体

系にとって何を意味し、何をもたらすかということになると、教科書的な経済学はそれにはほとんど触れないようである。債務というものが経済体系の中で図らずも果たしてしまう役割、体系に対してもつ影響力の問題は、ほとんど無視されるか、あるいは忘れ去られてきたのである。私は、そのことの意味は非常に大きいと思う。山家悠紀夫やリチャード・クーが指摘したことを理論的な側面から言えば、従来の経済学の立場に立つ人々が、債務の重み、バランスシートの毀損という問題をまともに取り上げていないところから出発しているといえるだろう。

2. 総需要・総供給モデルと債務の問題

ここでは、借金の重みということが教科書的なマクロ経済学では本質的なところでほとんど無視されているということの例証をしようと思う。そのために、非常によく知られている総需要・総供給モデルを例にとることにする⁽⁴⁾。実は、教科書で説明されている総需要、総供給の双方にかなり重大な問題があるのであるが、以下では特に総需要のほうに注意を集中する。こちらのほうがより明確に問題を露呈していると思われるからである。

教科書的なマクロ経済学では、既述の IS-LM モデルを説明した後に、総需要と総供給の解説に進むのが普通である。これはグラフで説明されるが、縦軸に物価 p をとり、横軸は $GDP = Y$ である。総需要曲線は単調な右下がりになっている。なぜ単調な右下がりなのか。その理由は、よく知られているように以下のとおりである。

物価が下がったとせよ。すると経済に存在する実質貨幣の量、 M/p が増加する。それは IS-LM モデルにおける LM 曲線を右に移動させる。そうすると、IS 曲線と LM 曲線の交点に

おける利子率は低くなり、 Y は大きくなるのだ。だから低い p に対しては、より大きな Y が対応するのだ。だから、総需要曲線は右下がりなのであるという話の運びになる。

後に、総供給曲線も検討することにするが、とりあえずここでこの右下がりの総需要曲線を取り上げ、このマクロモデルでは債務の問題というのが決して真正面から考慮されていないことを示したい。論文の最後に掲げるグラフは通常の総需要、総供給曲線のグラフである。このグラフは、非常に数多くのマクロ経済学の代表的な教科書に、本質的にまったく同じ形で表示されているものである。

ここで、右下がりということに注目する。また論点をより浮き立たせるために、 p が比較的高い場合と、極端に低い場合を考えよう。標準的な教科書では、実質貨幣量、 M/p の減少や増加をとらえて、総需要量は後者の場合には前者の場合よりも大きいことになっている。果たしてそうだろうか。そのように考えるのは、本当に常に論理的であるか？ 実は、それが論理的であるのは、経済がまことに非現実的なシチュエーションのもとにあるときだけなのである。

なぜか？ 経済の中には、借金している企業や個人と、資金を貸している個人や組織（たとえば銀行）があるというのが通常の姿である。企業部門に限ってみれば、個々の企業はまずほとんど間違いなく何らかの債務を負っている。企業部門は、常に膨大な額のストックとしての債務を持っているのである。総体としての企業部門が債務者でない経済というのを、私は知らない。ほとんどすべての場合において、債務者は債権者との間で債務の返済契約を交わしている、債務者は一定期間内にその債務を返済するという約束に縛られている。債務者である企業は、一つの債務契約が返済をもって終了する前か終了すると同時に、もう一つの債務契約を結び、企業部門は常に借金を抱えているものなの

だ。

なお付け加えれば、貨幣供給量 $M1$ や $M2$ の大部分をしめる預金通貨の後ろには、それと軌を一にする量として借金がある。借金が増えないときには、貨幣量が増えないし、逆は逆であるということはクーに言われるまでもない事実である。したがって、貨幣の量が M であるというとき、その経済には M とほとんど同じくらいのストック量としての債務、つまり借金があるのだ。

物価が高い場合と、極端に低い場合を考えよう。極端に低い場合、当然なこととして企業に毎日入ってくるキャッシュフローは極端に少ないことになる。売り上げが極端に少ない金額になるからである。それは、物価が高い場合と比べて借金の返済契約が極端に重い負担として企業に感じられることを意味するのである。ストックとしての債務は M に近い総額である。これも極端に少ない場合ならばこれを無視してもいいだろう。しかしそうでないならばどうか。企業はこれを極端に少ないキャッシュフローの中から一定期間のうちに完済しなければならないのだ。 p が本当に極端に低いならば、キャッシュフローが少なすぎて、企業は返済を契約どおりに行えず、倒産するものが続出する、あるいは債務を負った企業はすべて倒産する。そうなれば、そこに雇われていた労働者は途端に職を失い、経済の中には失業者があふれる……と考えるべきだろう。そのとき、財やサービスに対する需要はどうなるのか。総需要の内容は、民間消費、民間投資、政府購入、純輸出、つまり $C+I+G+(X-M)$ であるが、企業の大量倒産と労働者の大量失業を前にして、本当にわれわれは総需要が増えると確信を持っていえるのか？ そのようなのんきな結論はありえない。

企業が倒産寸前だ、あるいはすでに倒産したという場合、民間企業が投資をもくろみ、それ

を実行することなどありえない。Iはpが高い場合に比べて、はるかに小さなものとなるだろう。あるいはゼロになる。また、ほとんどの人間が失業しているというのに、民間消費Cが増大することがあるか？ ありえない。輸出Xはどうか？ 確かに、価格が安くなったからには需要は増える可能性がないわけではない。しかし、企業が倒産寸前、あるいはすでに倒産という状態になった場合、輸出需要はくるか。多分こない。原料や中間財の供給が止まり、生産ができなくなっている。そのようなところには注文は来ないだろう。来るとしてもそれがIやCの極端な減少を補うほど大きいだろうと考えるのはどうてい現実的ではない。pをさらにもっと下げた場合、借金の重みはさらに増し、借金返済の負担は耐えがたいものとならざるをえないし、失業はもっと増え、需要はもっと下がるだろう。

逆に、pが極端に低い場合からpを徐々に高めていった場合、借金の重みに関してちょうど逆の議論ができよう。つまり、pがある程度上昇した場合、総需要が上昇すると考えることは、むしろより現実的なのだ。これは、少なくとも物価が極端に低いあたりでは、総需要曲線が右下がりではあり得ないことを意味している。借金の重みを考えれば、教科書的な総需要曲線を描くわけには行かないのである。総需要曲線は、むしろ右上がりだろう。

また、以上の議論を敷衍してみれば、pが高い水準から徐々に下がっていくとき、借金の重み、負債返済契約の重みが徐々に増していくのだから、それは必ずしも総需要の増大を意味しないことも明らかだろう。pが極端に低くないレベルであっても、pが下がれば借金の重みは確実に増すのだ。この影響は、決して無視できない。その場合、総需要曲線が右下がりにならないければならない理由はないのである。総需要曲線は必ずしも右下がりではないのだ。右下が

りなのか、左下がりの部分があるのかは決して明らかではない。

もちろん、このような懸念が当てはまらない経済を考えることは、論理的に絶対不可能というわけではない。つまり、誰も誰からも借金をしていないような経済を考えるのである。債務が存在しない経済。企業は株券のみによって直接金融で資金を調達する。個人も借金をしていない。そもそも銀行が存在しない。利子率というものも存在しなくなる。ここでは、通常の意味のIS均衡もLM均衡もなくなるのであるが、右下がりの総需要曲線を想定することはありうる。しかし、もちろん、このような経済は架空の世界の話である。まったく現実的ではない。現実にはそのような経済は存在しないというべきだろう。

教科書的なマクロ経済学の中の総需要曲線は、ほとんど例外なしに右下がりの曲線として描かれている。自身の浅学非才のせい、私は右下がり以外の総需要曲線にはお目にかかったことがない。つまり、教科書的なマクロ経済学では、借金ということをもまったく無視するか、あるいは忘れ去ってしまっているのだといわざるを得ない。借金を真正面からモデルの中で考慮し始めると、これまで常識とされていた理論の体系に大きな疑問がわいてくるのである。教科書的な総需要・総供給モデルの分析は現実的ではない。それがわれわれに植え付けようとしてきた思考パターンは、少なくとも不正確なものであり、間違いでもあると私には思える。それをより納得的に改造しようとする、もともとモデルが持っていた単純で明快なように見えるメッセージは消えてなくなる。たぶん、総需要・総供給モデルそのものの構造がおかしいのだと思える。

3. 借金の重みについてあれこれ……

もちろん、総需要・総供給モデルにおける物価 p は、その期に生産され、消費される財やサービスの価格であり、ストックとして存在する資産価格はその中には入っていないと考えるのが普通である。これでは不十分であり、特に大恐慌の前後のような時期の経済現象を考えるときには、通常の意味のフロー物価を測るだけではなく、それに加えて資産価格水準をも考慮すべきなのだというキンドルバーガーの指摘もある⁽⁵⁾。確かに、マクロ経済学の教科書的な総需要・総供給モデルには、借金の重みだけではなく、資産価格の動きも考慮されていないようだ。

状況によっては、借金の重みが市場経済を崩壊させてしまうことがあるということを我々に教えてくれている事件は、世界大恐慌、とくにアメリカ 30 年代前半の恐慌である。その本質を的確に、かつきわめて簡潔に分析してみせたのはアービング・フィッシャーだった⁽⁶⁾。借金の重みが耐えられないところまで重くなってしまう場合には、市場機構そのものが市場経済を壊してしまうかもしれないということである。これは人間の免疫機能が、状況と条件によっては、自分の体を攻撃してしまい、ついには死に至らしめる現象にたとえることが出来る。

フィッシャーの 3 年後に、ケインズは「一般理論」の 19 章において、フィッシャーとよく似た分析を短く述べている。つまり、需要不足のときに価格水準や賃金が下がるという価格機構の機能を述べる中で、「もう一方で、企業経営者の肩にかかる債務がより重くなれば、貨幣賃金が低くなったことの明い効果は部分的に打ち消されてしまうかもしれない。実際のところ、賃金や価格水準の下落が行過ぎると、相当な債

務を抱える企業はほどなく債務不履行に陥るだろう……その場合、投資に対して深刻な影響が出るだろう⁽⁷⁾。」この文章の意味するところは次の通りである。一般に経済学では需要が供給と比べて少なすぎる際には、価格が下がることによって需要が増加し、供給が減少して均衡が回復されると教える。しかし、ケインズはある種の状況の下では、賃金や価格の低下が借金の重みの増大をもたらす、投資を減少させて総需要を低下させてしまう……つまり、価格の低下はさらなる需要の低下を招くということを主張しているのだ。

ケインズから 50 年もたった時点で、ハイマン・ミンスキーがやはり借金の重みをテーマの一つとして、現代金融制度の不安定性を説明しようとしている。ミンスキーのモデルを受けて、キンドルバーガーが世界大恐慌（1930 年代）の歴史やそれ以前の大恐慌の歴史をもう一度組み立てなおそうとした叙述経済学的な試みはよく知られている⁽⁸⁾。1990 年代の日本経済に関しては、借金の重みということの視点からの分析として、既述の山家とクールの非常に説得力のある分析がある。（もちろん他にもたくさんあるが。）

しかし一般的に言って、ケインズ以後のケインズ経済学の中でも、またケインズ経済学以外の経済学の中でも、借金の重みということの経済学的な含意は正面から扱われてこなかった。ミンスキーやキンドルバーガー、山家やクールの分析は、マクロ経済学の主流をなしているわけではない。むしろ、主流からはだいぶ離れたところにあるということが出来る。私は 90 年代以降の日本経済に関して、山家やクールの分析のほうが、借金の重みを重視しない主流の人々の分析よりもはるかに説得力があると考えているが、しかし日本の経済学の主流においては、彼らの分析視点はむしろ危険なものとして回避されてきたように見える。

巨大なバブルが急激にしぼんだ後には、依然として膨らんだままになった債務とすっかり減少してしまった資産が残された。公表する貸借対照表の数字はどうあれ、企業家が心の中で真に意識するバランスシートにおいては、自己資本は極端に薄くなるか、あるいはマイナスになってしまった。そのような企業が少数であったならば、それは通常のことでありなら問題は無いが、無視できぬほどに数多くの企業がそのようなバランスシート毀損の状態に陥ってしまうと、それは経済全体が大不況、大恐慌の淵に立たされているということになる。これは、今回の「失われた十年」の長期不況に関して、クーがもっとも雄弁に説明するところである。バランスシート不況というクーの命名は、まさにドンピシャりのネーミングであった⁹⁾。

バランスシートが深く傷ついているという基本認識を忘れてしまうと、乗数効果が効いていない、利子率政策がまったく効力を失っている、ハイパワードマネーの増加が貨幣流通量の増大をもたらさないなど、経済学そのものの有効性すら疑うような疑心暗鬼に陥る。あるいは、これらの問題を無視して、供給側に長期化する不況の原因を求めようとする見当違いな議論を展開することになる。われわれが慣れ親しんできた教科書のマクロ経済学では、借金の重みの経済学的な含意が、本質的なところではほとんど考慮されていないのだからこのことは当然なのかもしれない。しかし、いったん我々がバランスシートにつけられた深い傷、借金の重みを基本認識にすると、何故そのような、教科書では考えられないようなことが起こっているのかが相当明らかになってくる。過重な借金を抱えた企業が多数にのぼると、経済全体は教科書的には行動しなくなるのである。

4. 神の見えざる手：「万能の」市場機構と借金の重みについて

……一般均衡理論と借金

アダム・スミスが市場の力を発見したときから経済学という学問が始まったのだといわれる。世の中の一人ひとは、自分や家族のためだけに働き、自分や家族の状況の安全と向上のことだけを考えている。一人ひとは利己的な動きをしているのに、社会全体では必要なものが生産され、人々がそれを買い、野放しの経済は全体としてうまく機能していく。一人ひとりが勝手に利己的に動けば、あたかも神の見えざる手が働いているかのように、社会全体に調和が生まれ、安定と進歩と前進が実現する。それはなぜかという疑問を自らに投げかけ、市場の力がそれを実現させているのだと指摘してその疑問に答えたところにアダム・スミスの偉大さがあった。

ワルラスは、スミスの「国富論」から約100年後にスミスの議論のエッセンスを数学的に定式化し、後に一般均衡論として発展する分野を切り開いたのだった。世の中に財やサービスが n 種類あるとせよ。それらの市場価格のベクトルを考える。それぞれの財やサービスに対する需要と供給は、価格ベクトルの関数として定式化されるだろう。全ての財、サービスの市場において、同時に需要 = 供給を成り立たせるような価格ベクトルは存在するか。これがワルラスが答えようとした問題だった。彼は、価格という変数の数 n と需要 = 供給という方程式の数 n とが一致するのだから、そのような価格ベクトルは存在するだろうと結論したのであった。つまりワルラスは、市場の力が働いて、あらゆる市場における需要と供給が一致するような価格ベクトルが成立することを指摘することで、市場の力は社会に秩序をもたらすのだというスミスの結論をより厳密に論証しようと試みたの

であった。ワルラスによるスミスの数学的定式化は、後に経済学の巨大な分野である一般均衡理論の出発点になった。

ワルラスは、その論証に成功したわけではない。変数の数と方程式の数が同じであるということを描いても、実際にそのような価格ベクトルが存在することを証明したことにはならないのだ。解が存在しない連立方程式体系というのは幾らでもありうるからである。どのような条件が満たされれば、ワルラスが定式化した方程式の体系に解が存在するかということは、長い間にわたって経済学者たちをトリコにした問題だった。ワルトやフォン・ノイマンを経て、問題が一応の解決を見たのはワルラスからほぼ80年が経った後であった。アロー&ドゥブリュー、二階堂、ゲール、マッケンジーなどがほぼ同じ時期の1950年代半ば、次々にワルラスの仮説に厳密な証明を与えることに成功したのであった⁽¹⁰⁾。つまり、ある一連の無理のない条件が満たされれば、ワルラスが考えたような方程式体系には実際に解（すべての市場において需要＝供給を一挙に満足させる価格ベクトル）が存在するという一般均衡解の存在問題が解決されたのであった。ここに全ての市場というとき、労働市場が含まれるのは当然である。労働市場での需要＝供給は、完全雇用均衡を意味する。

一般均衡解の存在証明とほぼ同時に、そのような解、一般均衡価格ベクトルは、一連の無理のない条件の下で動的に安定であるということも厳密に論証された。つまり、初めにあった価格ベクトルが、全ての市場で需要＝供給を成立させるようなものではなかったとしても、需要>供給となっている市場ではその財（あるいはサービス）の価格は上がり、需要<供給となっている市場ではその財（あるいはサービス）の価格は下がるという過程を通じて、それぞれの価格が変化し、結局はすべての市場で需要＝供

給となるような価格ベクトルが成立するようになることが数学的に証明されたのである。これは、サミュエルソン、アロー・ハービッツやアロー・ブロック・ハービッツ、根岸、森嶋などの偉大な成果だった⁽¹¹⁾。この成果が教える経済学的な含意は重大である。なぜならこの成果は、一般均衡的な経済においては需要と供給の作用、つまり市場の力によって、最初の価格ベクトルがどんなものであったとしても、ついにはすべての市場で需要と供給が一致するような価格体系がひとりで出来上がっていく。もちろん完全雇用も達成される。市場に任せれば、すべてうまく行くのだ!! ということの意味していたからである。

アダム・スミスから180年ほどたって、一般均衡解の存在問題と、その解の安定性の問題にはこのようにして一応の決着がついたことになった。しかも、一般均衡解の厚生経済学的な意味も明らかにされ、一般均衡解が成立している経済には、パレート最適状態が成立していることまで論証されたのであった。

存在、安定性、厚生経済学的意味の問題が次々に解き明かされていくにつれて、アダム・スミスが最初に発見した市場の力の「万能さ」が、論理的に確立されていった。しかも、市場の力を原動力とする市場経済を否定するところから始まった共産主義、社会主義が、60年代、70年代を通じてますます効率性を失い、しかもそれらがいかに人々の自由を奪うものであるかが明らかになるにつれて、市場の力の優越性に対する確信は、さらに強化されることになった。70年代末から80年代にイギリスやアメリカにおいて進められた規制撤廃、市場機構拡大路線が、30年代の大恐慌以来の大きな政府路線を逆転させ、それが曲折を経て成功していくにつれて、市場万能への確信は阻止不能と思われるまでに大きな流れとなった。

しかし、市場の力がいかに凄いものであるか、いかに万能であるかが理論的に証明、確立されたとしても、やはり歴史的に動かしえない現実を前にすると、古典派及び新古典派経済学の教えは、我々に何とも居心地の悪い思いをさせ続けることになったのである。それほど万能であるならば、なぜ世界大恐慌のようなことが起きたのか。放っておいたら、経済全体が崩壊の道を突き進んでいってしまうような事態が何故現実には起きたのか。日本のバブル以後、特に1997年以降のような経済メルトダウンに近い状況がなぜ出現したのか。一般均衡理論、市場の力の万能性と1930年代のアメリカ経済や、日本のバブル崩壊後97年以降の経済状況に、どのように折り合いをつけるのか？市場機構が市場経済をぶち壊してしまう方向に動いたという現象をどう説明するのか。果たして、一般均衡論的な世界と大恐慌的な世界にはなんらかの繋がりはあるのか

ここで、一般均衡論の分野におけるスタンダードとなっているアロー・ドゥブリューモデルの基本形に立ち返ってみたい⁽¹²⁾。そこから一般均衡論的な世界と大恐慌的な世界のつながりを覗いてみたいのである。最も基本的な疑問は、アロー・ドゥブリューの一般均衡モデルには、果たしてストックとしての資産や負債が含まれているのか否かという問題である。この問題は決して単純ではない。このことに関しては、アロー・ドゥブリューモデル自身も、その後のアローの著作もドゥブリューの決定版、*The Theory of Value*も明言していない⁽¹³⁾。しかし、アロー・ドゥブリューモデルには、たぶん資産（たとえば資本）は含まれている。初期条件が与えられ、経済には初期において n 種類の財やサービスの賦存量があると仮定されるとき、その中には機械設備や工場などの資本量も想定されていると考えることは出来ないことではない。ただし、その量は、ストックとして存在する資本が

提供するサービスのフローであると考えられることも出来、かなりの曖昧さは残る。とはいえ、いずれにせよ彼らのモデルには、資本・資産が含まれていると解釈することは可能だ。

それでは債務はどうか？借金は初期条件の中に含まれているか？たぶん含まれていない。アロー・ドゥブリュー的な経済モデルにおいては、企業の所有権は消費者たちに帰し、消費者たちが企業の生産能力を所有し、生産・販売の果実である利潤を利潤分配関数（これも初期に与えられている）に応じて消費者間に分配しきるのである。これは、現実の経済においても法的な約束事として存在する状態とある程度は同じなように見えるし、それはリーズナブルな仮定としてここでは一応受け入れておこう（本当はそれはあまりリーズナブルではない）。

私がアロー・ドゥブリュー的な世界にはたぶん債務、つまり借金が含まれていないのだろうと考える根拠は次の通りである。彼らのモデルにおいては、企業は利潤極大を実現する投入・生産ベクトルを選び実行するだけの存在であり、企業が自立的に投資を決めたり、資本を保有したりすることはない。それは、企業の所有者たる消費者が行うことになっている。ここにおいては、消費者がダイレクトに資産増大、つまり投資を自らの収入の範囲内で行うことになる。個々の消費者は必ず予算制約に縛られる、つまり、与えられた価格ベクトルのもとで、各消費者は（財やサービスの購入に対する支払い総額） \leq （収入総額）という予算のシバリを守るのだというわけである。これは、消費者は借金を増やさない、あるいは一歩進めて、借金をしないと仮定しているということであろう。

しかし、万が一、アロー・ドゥブリューモデルにおいて債務がモデルの中に入っていると強弁したいならば、モデルの一般性のためには次のような債務超過の状態も当然考慮せざるを得なくなるはずである。つまり、ある個人の債務が

最初からあまりに大きくて、与えられた価格ベクトルに対応する限りどんなことをしても支払い義務が収入を上回ってしまう状態。すなわち、予算制約式を守りたくとも到底守れなくなった状態である。そういう状態は当然ありうる状態である。実はそのような状態こそが、バブル崩壊以後に非常に多くの個人が陥った状態であった。過大なハウジングローンを背負ってしまった人々、他人の借金の連帯保証を引き受けてしまった人々、中小企業のオーナー社長で会社を倒産させてしまった人々などなど、そのような状況に陥ってしまった人の例は枚挙に暇がない。全ての人々が予算制約式を満足していると仮定することによって、アロー・ドゥブリューは自分たちの分析の対象を、最初から債務超過の個人はいない状態に限定し、借金の問題をはなから除外したのである。

これらの観察から言えることは、アロー・ドゥブリューモデルにはもともと債務、借金というのが含まれていないか、あるいは万が一含まれていたにしても、アロー・ドゥブリューは誰かが債務超過の状態にあるという場合をあらかじめ排除した上で一般均衡論を展開したということである。債務がモデルに含まれているのならば、アロー・ドゥブリューモデルは誰も債務超過に陥っていない状態のみに限った場合を分析しているということになる。つまり、『一般』的な均衡論ではないのである。もちろん、より現実的なのは、企業に大きな自立性を想定し、企業自身はその経営者たちによって資金獲得のための株券発行や借金を行き、投資を決定するという仮定をおくことだろう。それが現実であり、現実には企業部門が大きな債務者なのである。アロー・ドゥブリューモデルはそのようにはなっていない。

なぜ私が、この節におけるこれまでの議論にこだわるかを一応説明しておきたい。アロー・

ドゥブリューモデルというのは、市場機構に対する人々の信頼を支える論理的な根本的基礎になっている。市場機構がいかに偉大な社会的役割を果たしているかを指摘したアダム・スミス以来の古典派、新古典派の経済学の土台をなしているのである。確かに、市場機構を軽視あるいは無視した経済体制が、経済全体の効率を失い、人々の自由を奪い、ついには崩壊していく有様を、我々はつい最近実際に見ることになった。また、社会主義経済体制だったところが市場機構を大々的に導入することによって、急激な経済成長を実現していることも、我々は現実眼にしている。市場機構が絶大な力を持っていることは明らかである。これらはアダム・スミス以来、アロー・ドゥブリューを通じて確立された市場機構の有効性に対する経済理論の土台から眺めてみると、自然なこととして納得できることではある。しかし、この土台には、借金の重みと借金の重みの経済的な含意に対する考慮が希薄であると私には思われる。新古典派の経済理論というのは、その希薄さをそのままにして発展してきたということが出来ると思う。市場機構の有効性や万能性をそのままの形で確信してしまうのは、大きな危険を伴うのではないかと懸念される。特に借金の重みが経済の変化をもたらす主たる要因になった90年代の日本のような状況ではなおさらである。借金の重みを最初から明示的に取り上げることは、行われるべき修正の大きな部分であると思われる。アロー・ドゥブリューモデルとその結論を、どんなときにも当てはまるものとしてそのまま素直に受け入れてしまうと、われわれは大きな過ちをおかすことになりかねない。アロー・ドゥブリューモデルが債務を考慮していないということ、モデルが常に予算制約が満足されるという仮定をおいていることは、決して軽く見過ごすべきではないのだ。

借金の重みにもいろいろな程度があるだろう

う。それが極端に重くなれば、経済がアロー・ドゥブルーモデルの一般均衡価格ベクトルに収束するどころか、経済体系全体が破局に進む場合すらありうる。このことをより強く印象付けるために、市場機構そのものが市場経済を破壊してしまう場合、しかもバブル崩壊以後、経済メルトダウンに近い状況を経験した我々にとっては現実的と思われるような場合を以下に検討しておくことにする。

5. 市場機構が市場経済を破壊する場合

まず、日本がバブルに沸いていた時代の状況と同じような状況を想定し、完全雇用が実現しており、企業部門も債務超過には陥っていないところから話を始める。企業部門は巨大な借金を抱えているものの、資産の価値も巨大に膨張しており、人々が企業財務に関してなんら不安を抱いていない状態から話を始めるのである。さて次に、資産市場のバブルがはじけて資産価値額が激減したのに債務、借金は以前と同じままに残った状態を頭に描いてもらいたい。つまり債務過重ないし債務超過の状態。とうてい予算制約を守れなくなっている企業が続出している状態である。これは、リチャード・クーが90年代の日本を説明する際に、繰り返し確認した初期状況であり、山家も、クーとは別に強調していた状況である。われわれは、ここでは初期状況を誇張して、企業の大部分がバブルに沸いた状況から突然債務超過に陥ってしまった場合を考える。

大部分の企業が債務超過の状態であるとき、企業は倒産の危機に瀕している。少なくともフローとしての債務返済義務（週ごとあるいは月ごとの返済義務）を守れなければ、企業は資産を差し押さえられ、企業活動を停止させられることになる。また、フローの返済義務を守ったとしても、債務超過の状態を銀行に見破られて

いれば、満期が来た債務をロールオーバー（更新）してもらえない可能性が大きい。ロールオーバーが認められなくなれば、企業は倒産するだろう。このような状況の下で、企業にとって当面最大の関心事は、自分の事業が債権者を納得させるに十分なだけのキャッシュフローを生み出しているか否かということである。生み出せないならば自分はアウトだ、生み出せば当分の間は助かるかもしれないという状況。

キャッシュフローを生み出すものは、企業の製品販売であり、コストの削減であり、資産の売却である。賃金を削り、仕入れを削り、不要不急の支出は全部削る。将来に向けての投資も削られる。投資も削らないと、「将来」そのものが消えてしまうからである。資産も処分できるものは全部売る。そのようにしてキャッシュフローをひねり出そうとする。これらは、それぞれの企業が生き残るためにはどうしても避けられない努力である。企業にとっては全く正しい行動なのだ。生き延びなければならないという企業の本能がそうさせるのである。また、そうしなければ、企業は間違いなく淘汰される。

しかし、この個々の企業による正しい行動が合計されると、資産市場でも、財・サービスの市場でもとんでもないことが起こる。経済全体として賃金が削られ、仕入れが削られ、投資が削られると、財やサービス市場における総需要は減ってしまう。財サービスの市場は、以前の状況と比べると販売量が減少する。そうなれば、キャッシュフローは増えるのではなく減ってしまう。販売量は減少するのに、生産企業はキャッシュフローを維持しようと懸命に努力している。そのとき個々の企業は価格を下げて販売量の維持を図るだろう。だから価格は全般的に下がる。つまり、市場全体の販売量も減少し、価格も下がるだろう。そうなるとキャッシュフローがさらに縮小する。結果として、個々の企業の債務返済はますます困難になるだろう。

債務返済のためのキャッシュフローを生み出そうとしている企業は、資産をどんどん売却しようとする。そうなれば、資産の市場への供給が増加し、それは資産価格を低下させるだろう。そうなると、キャッシュフローも増えず、そればかりか、資産価格のさらなる低下によって、それまで債務超過でなかった企業の中から実質的債務超過に陥るところが出てくるだろう。キャッシュフローを生み出そうとする企業の資産売却の努力によって、資産価格の低下が続くことになる。キャッシュフローは増えないだろう。個々の企業の行動としては全く正当な行動が、合計されると資産市場を押しつぶしていく結果になる。

この過程の中で、数多くの企業が倒産していくだろう。労働も、財・サービスも、資産も全て価格が下がっていく。それらを上昇させる力というのは市場機能の中に見当たらない。そのような力は存在しないというべきである。時とともに事態は悪化する。個々の企業が市場の論理に従って行動することによって、市場経済そのものがつぶれていくのである。

一連のプロセスを起こした原因は、企業部門が抱えてしまった借金である。借金の重みが無視できないほどに経済の中に広がれば、市場経済は破局に向かって進むことになる。これは、アロー・ドゥブリューが想定しなかった初期状況である。また、市場経済の万能性を盲信する人々が全く気づいていないメカニズムでもある。

世界大恐慌といわれた1930年代の現象は、たぶん、このように経済に債務超過が広がった現象だったのだろう。日本の90年代の経済状況も同じだったと思われる。それは経済のアリ地獄状態であり、個々のアリが努力すればするだけ落ち込んでいくことになったのだ。市場機構そのものが市場経済をつぶしていくという恐

ろしい状態だった。大恐慌という現象は、独占資本の行動が原因でもなく、労働組合が原因でもなく、価格変化の柔軟性の欠如が原因でもなく、折れ曲がった需要曲線のせいでもなく、経済の構造問題のせいでもないのではなかろうか。アローやドゥブリューが想定しないある初期条件と、完全にスムーズに機能する市場機構とが結びつくと、経済は大恐慌に突入するのだろうと私は考える。いったんアリ地獄に陥ったならば、さらなる降下を防ぐ方策は唯一つ、政府が大々的に介入することである。もちろん、政府の介入が可能ならばという前提が見つかる。

6. 政府の介入の意味

企業が過剰債務をかかえ、キャッシュフローの確保に必死になると、彼らの努力は民間部門のキャッシュフローが結局は縮小する方向に作用してしまい、経済は底なし沼に落ち込んでしまう。このような中で政府の支出は、経済全体に対してキャッシュフローを供給し、民間企業にフローの意味での財務返済を続けさせ、彼らにストックとしての債務の削減を実現させる唯一の手段となる。

教科書的なマクロ経済学では、少なくともケインジアン立場に立つものならば、不況時における政府支出の増大は、有効需要を増大させ、経済が自分の力で回復してくるまで景気の下支えをすることが出来るのだと教える。その意味でケインズ的な財政政策は、応急的な治療措置として解説され、あるいは是認されることが多い。財政支出増大には、そのような機能があることは確かである。しかし実はそれだけではない。その政策は、もう一歩だけ踏み込んで、もうちょっとだけ積極的な意味を持つようである。確かに「もうちょっとだけ」ではあるが、それが度重なると大きな違いになってくる。これをやるかやらないかが巨大な違いをもたらす

のである。もう一步踏み込んでそのところを覗いておきたい。(90年代の日本における財政政策の効果について、肯定的と否定的と極めて異なる解釈が存在するが、以下の私の議論はこれを積極的に肯定する立場のものである)。

GDP に対する需要は民間消費、民間投資、政府支出、純輸出からなる。政府の支出増大は、総需要を膨らませる。その分だけ経済全体のキャッシュフローは増加するのである。バブル崩壊によって総需要が減少したとしても、政府支出が十分拡大されて総需要のレベルをバブル期に匹敵するレベルにまで回復することが出来るならば、民間企業はフローとしての債務返済義務を果たしうるだけのキャッシュフローを確保できるだろう。少なくとも、確保できる企業が非常に多いだろう。これによって4つのことが一時的に果たされることになる。第1に(当たり前だが) GDP のレベルが下支えされて雇用も確保される。これは通常ケインズ政策の効果とされるものである。第2に政府支出の増大がない場合よりも、財・サービスのフロー市場での値崩れが阻止されるか緩やかになる。つまり、キャッシュフロー総量の減少が緩和ないし阻止される。第3に、資産市場のデフレが政府介入がない場合より穏やかになる、あるいはストップする。そして第4に、次のことがおきる。つまり、フローの債務返済義務遂行が続くのだから、利子支払いのみならず元金の一部も返済されていき、債務超過状態の解消に向けて、経済が前進する。

第2と第3との効果を考えると、債務超過解消に向けての前進は、より大きなステップで進行することになる。

つまり、ケインズ的な政府支出の拡大政策は、ほとんどのマクロの教科書が教えるように、一時的に GDP のレベルを下支えするだけで他の効果は何にもないといくことではないのだ。財政支出拡大政策が維持されれば、アリ地獄の原

因であった債務超過状態の解消が進む。つまり、民間部門のファンダメンタルが改善されるのである。政策が十分長く維持できれば、債務超過の完全解消もありうる。十分長く維持することが可能という前提条件つきであるが。

こういった上で、もう一つのことを指摘しなければならない。経済が不況に陥っている際のケインズの財政政策は、ほとんど間違いなく財政赤字を伴う。歳入<歳出。しかしこのことによって、そのようなケインズ政策を実施しない場合よりも民間部門の赤字やバランスシートの毀損が軽くなる。つまり、ケインズ政策は、民間部門の財務悪化を政府部門の財務悪化で代替、緩和することになる。もしも政府部門の財務状況悪化を覚悟しないならば、バブル崩壊後の日本経済においては、民間部門の財務状況は現実よりもはるかに深刻なものになっていたであろう。政府介入には、民間が背負いきれない財務の悪化を肩代わりしてやるという役割があるのだ。

7. 政府支出増大政策は常に可能か

これまでの議論では、政府支出の一時的な増大や、増大路線の維持が可能であるという前提の下で話を進めてきた。実際90年代から2004年の現在に至るまで、日本においてそれは十分可能だった。しかし国によって、時代によって、状況によっては、ケインズ政策の実施およびその維持は必ずしも可能ではない。

財政支出増大路線をとる、その路線を維持するという場合、財政は赤字になることがほとんどであろう。そうであるならば、その赤字をどのようにまかなうかの問題がある。政府に売却すべき資産があるならば、それを民間に売却して赤字の埋め合わせをすることができる。しかし、政府に売却すべき資産がない場合には、国

債を発行することになる。これを民間部門に買ってもらい、それによって集めた資金で赤字をまかなう。あるいは、国の中央銀行に無理やり国債を買わせて資金を引き出し、それで赤字をまかなうというシナリオもある。大恐慌のような状況に陥りそうなところまで経済が危なくなつた場合、政府資産を売却するだけでは足りずに、どうしても国債発行ということにならざるを得なくなるかもしれない。いずれにせよ、国債を発行し続けることができるか否かは、財政支出増大路線の実行可能性とその維持の可能性を左右する。国債というものは、いつでもどの国でも発行して必ず消化できるわけではない。

たとえば、政府に対する民間の信用が極めて深刻に失墜していて、民間金融機関や個人が政府発行の国債を買おうとしない場合、財政赤字は民間の金ではまかなえない。そのような時には中央銀行が国債を吸収することが一応考えられるが、さまざまな国において、中央銀行の直接の国債引き受けは法律で禁止されている。日本においても禁止されている。このような場合、政府部門が財やサービスの購入増大を実施しようとしても、それは実行不可能となる。

また、政府が何らかの国際的な制約に縛られていて、赤字を出すことができない状況というのが考えられる。実際、1997年に始まったアジア通貨危機の際には、タイ政府もインドネシア政府も韓国政府も、IMFによって緊縮財政を約束させられ、財政赤字を出すべきときにまったく反対の政策を強制されたのであった⁽¹⁴⁾。韓国やタイの政府は、後に財政支出増大路線を回復するのであるが、危機のはじめにおいて、それは許されないことであった。その制約が、それぞれの国の経済を極端な危機に追い込んでしまったことは、よく知られている。

さらに、たとえばその国の既発国債がすでに相当な量市場に出回っていて、しかもその国の

経済にはフローとしての貯蓄が少ない場合、新規国債の発行を続けることが出来ないことが充分考えられる。新規国債の供給が、国債価格の下落を招くこと、そして利子率の急騰を引き起こすことが深刻に懸念され、それゆえに政府が財政赤字をまかなうための国債発行に踏み切れない状況である。海外投資家はその国の国債を大量に持っている場合、新規国債の発行は海外からの国債売りあびせを招き、それが国債価格下落、利子率高騰、通貨の下落を招くというシナリオの現実性のために、政府は新規国債発行を断念するかもしれない。

ケインズ的な財政拡大政策が実施できるか否か、それが必要な期間にわたって維持できるか否かは決して単純な問題ではない。実施も維持も出来ないという状態にある経済が、大恐慌的な状況、日本の90年代のような状況に陥ってしまったときには、それは経済の崩壊に向けて突き進むほかない。市場機構が経済をつぶしてしまうのを、政府も民間もなす術もなく傍観することになるだろう。

まことに幸いにして、日本経済はケインズ的な政策を維持することが出来た。国内に有り余る貯蓄によって、政府が発行し続ける国債を充分に吸収することが出来た。総需要のレベルは、これによって維持することが出来たし、そのために民間部門の債務返済が進み、毀損したバランスシートの修復を実現した。

8. 学ぶべき教訓

我々が慣れ親しんできたマクロ経済学、ミクロ経済学が、根本的なところで借金の経済学を無視して進んできたことは明らかである。経済学が考慮すべき問題は多岐にわたるが、失業、倒産、貧困の問題がそれらのうちでも重要なものであることが疑いない。そして、失業、倒産、

貧困の土台のところには、幸福、豊かさ、繁栄の問題と同様に借金、債務の経済学がある。90年代の日本経済の経験は、このことを我々にこの上なく強烈に思い起こさせるものであった。

注

- (1) 経済要覧 2002 年による。
- (2) リチャード・クーの主張は、彼の一連の著書、たとえば『金融危機からの脱出』PHP 研究所 1998 年、『よい財政赤字悪い財政赤字』PHP 出版 2001 年、『日本経済生か死かの選択』徳間書店 2001 年、“Balance Sheet Recession : Japan Struggle with Uncharted Economics and Its Global Implications”, John Wiley and Sons, 2003 などに詳細に述べられている。
- (3) 山家悠紀夫『「構造改革」という幻想』岩波書店 2001
- (4) 無数にあるマクロ経済学の教科書のうち、日本の多くの大学で標準的にもちいられている以下のようなものを想起している。
中谷巖『入門マクロ経済学』日本評論社 第三版 1995 第 8, 9 章
吉川洋『マクロ経済学』岩波書店 第二版 2001 第 6 章
N. グレゴリー・マンキュー『マクロ経済学 I 入門編』東洋経済新報社 1996 第 7, 8, 9 章
J. E. スティグリッツ『マクロ経済学』東洋経済新報社 1995 第 7 章
Rudigar Dornbusch and Stanley Fischer “Macro Economics”, McGraw-Hill, 1991 Chapter 7, 13
- (5) Charles P. Kindleberger, “Manias, Panics and

Crashes”, Second Edition, MacMillan, 1989, Chapter 2

- (6) Irving Fisher “The Debt Deflation Theory of Great Depression” *Econometrica*, Vol. 1, 1933, pp. 337-357
- (7) J. M. Keynes “General Theory of Money, Interest Rates and Employment”, Chapter 19, p. 264
- (8) Hyman Minsky “Stabilizing an Unstable Economy”, Princeton University Press, 1986
- (9) Richard Koo, “Balance Sheet Recession” *Ibid.*
- (10) K. J. Arrow and G. Debreu “Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy”, *Econometrica* 22, 1954, pp. 265-290
H. Nikaido “On the Classical Multilateral Exchange Problem”, *Metroeconomica* 8, 1955, pp. 135-145
D. Gale, “The Law of Supply and Demand”, *Mathematica Scandinavica* 3, 1955
L. McKenzie, “On Equilibrium in Graham’s Model of World Trade and Other Competitive Systems” *Econometrica* 22, 1954, pp. 147-161
- (11) K. J. Arrow and L. Hurwicz, “On the Stability of the Competitive Equilibrium I”, *Econometrica* 26, 1958, pp. 522-552
K. J. Arrow, H. D. Block and L. Hurwicz, “On the Stability of the Competitive Equilibrium II”, *Econometrica* 26, 1959, pp. 82-109
T. Negishi, “The Stability of A Competitive Equilibrium, A Survey Article”, *Econometrica* 30, 1962
- (12) K. J. Arrow and G. Debreu “Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy”, *Econometrica* 22, 1954, 265-290
- (13) G. Debreu, “The Theory of Value”, Wiley, 1959
- (14) J. E. スティグリッツ「世界を不幸にしたグローバルリズムの正体」徳間書店 2002 特に第 2 章

