

機関番号：12703

研究種目：基盤研究 (C)

研究期間：2009～2011

課題番号：21530254

研究課題名 (和文) 日本の長期経済停滞とデフレに関する新解釈

研究課題名 (英文) A New Explanation for Japan's Great Stagnation and Deflation

研究代表者

ジェームズ ローズ (RHODES JAMES R)

政策研究大学院大学・政策研究科・教授

研究者番号：70216240

研究成果の概要 (和文) 不況の流動性排出理論では、経済成長の可能性についての極端な悲観論が、結果的に資産価格と流動性に対するほぼとどまることのない需要の低下を招く。私の研究から、排出状況では従来の貨幣乗数及び支出乗数は小さく不安定になるということが明らかになった。さらに、予測可能な構造及び行動関係に基づく標準動的モデル (DSGE モデル) には、流動性排出における予測能力はない。このような極端な状態では、従来の需要抑制政策は役に立たない。一般化してしまった悲観論の根本的原因に取り組むための確実な長期政策を通じた信頼の回復に、政策の焦点を置くべきである。

研究成果の概要 (英文) In the liquidity sump theory of stagnation, extreme pessimism about an economy's growth potential results in a decline in asset prices and a nearly insatiable demand for liquidity. My research has shown that conventional money and expenditure multipliers become small and unstable in sump conditions. Furthermore, standard dynamic models (e.g. DSGE models) based on predictable structural and behavioral relationships have no predictive power in a liquidity sump. In such extreme conditions, conventional demand-management policies are ineffective. The focus of policy must be on restoring confidence through credible long-term policies that address the root cause(s) of generalized pessimism.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010 年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2011 年度	1,100,000	330,000	1,430,000
総計	3,400,000	1,020,000	4,420,000

研究分野：マクロ経済学、金融論

科研費の分科・細目：経済学・経済政策

キーワード：Stagnation, Policy Impotence, Liquidity Sump, Liquidity Preference, Confidence, Black Swan Event

## 1. 研究開始当初の背景

本プロジェクトは、日本の大停滞 (1990 年～) に驚くほど似通ったところのある深刻な世界危機を背景に開始した。日本の場合、従来の需要不足を理由にした説明で、停滞の長さ迅速な回復を促進できなかった金融及び財政政策の失敗を説明するのはかなり苦しい。一方、供給側の理論 (林と Prescott, 2002 年) では、停滞原

因の説明は弱いものしかなく、流動性が飽和した日本経済における頑固なデフレについての説明はない。従来の理論は、生産量のギャップ (実際の GDP と潜在的な GDP 成長率の乖離) には着目しているが、富のギャップ (実測の富と目標とする富の乖離) を無視している。また、少し前の日本における危機や、より最近米国や欧州で起こった危機に伴う劇的な富の減少の原因も

無視している。私は、これらの問題に取り組むべく野心的な研究計画を提案した。

## 2. 研究の目的

日本の大停滞に関する既存の文献を批判的に評価することと、代替的な説明をその裏づけとなる証拠と併せて提供することが目的である。拡張的金融政策及び積極財政論がなぜ許容レベルまで経済成長を再燃させられなかったのかについて説明することを目指す。また、日本が経験したデフレと円高の説明もしたいと考える。最終的には、不況と経済停滞に関する一般的な理論を提供したい。

## 3. 研究の方法

理論的作業における基本的手法は、有効な均衡と名目上の均衡 (Rhodes, 2001 年) の概念を利用した一般均衡分析 (GEA) である。このアプローチは、通常のビジネスサイクルの変動を説明する上で、もはやあまり使われない。しかし、流動性排出は通常の状態ではなく、標準的な DSGE モデルは適さない。流動性排出の状態では、古い GEA の方が利点がある。まず、流動性排出とその政策的意義を容易に処理できる。次に、財市場と通貨、債権、有形資産の市場の相互連結を検証することができる。これらが流動性排出理論の主要な市場である。三点目として、富の果たす役割を、従来の動学的異時点間モデルではカバーされていなかった新しい重要な方法で強調することができる。四点目に、目に見えない将来の変数予測ではなく、むしろ目の前にある現在の変数についての理論を展開することができる。(予測効果は、目に見える資産価値に組み込まれている。)

株式オーバーフローに重要性を持たせた点が、私の理論的手法の革新的なポイントである。ケインズ以来、経済学者は生産力の潜在性と現実の乖離で頭がいっぱいだった。私の研究の主なポイントは、富の潜在レベルと現実の劇的な乖離の原因と結果にある。

文献レビューを、通常のように最近の研究のみに限定することはやめた。近代のマクロ経済学文献は、安定した長期成長軌道に乗った「普通の」生産量の乖離について取り上げているが、流動性排出は普通ではない状況を扱っている。私は、近代理論及び手法にはあまり役立たない歴史的事例に関する文献を調査する。私の目的には、「発展途上」経済の普通の経験が、「先進」経済の異常な経験と同じくらい関連性がある。実証的作業では、標準的な時系列モデリング手法を活用する。データは、すぐに入手可能な日本のものを主に使用する。深刻な経済的圧力期における利回り曲線のズレを明らかにする金利データを使った研究結果を出版済みである。日本の流動性需要の研究も行う段階に来ている。最も興味深いのは、収入と富のギャップに対するこのパラメータの関係における流動性需要の

弾力性の作用である。デフレにおける富のギャップ理論を検証するためのモデルも構築中である。

## 4. 研究成果

1990 年代における日本の「失われた 10 年」とその後 10 年間継続した景気の停滞を説明する理論が多数提唱されてきた。停滞の長さ、相応の期間で回復を促進できなかった金融及び財政政策の失敗について、需要不足を理由に説明するのはかなり難しい。供給側の理論も停滞を取り上げてはいるが、流動性が飽和している経済における頑固なデフレについての説明はない。私は、停滞に関する「流動性排出」理論を提唱してきた。流動性排出とは、市場参加者が流動資産や「安全な」金融資産を好んで、有形資産に対する投資を避ける状況のことである。流動性排出は、金融パニック、資産「バブル」の崩壊、将来に対する根深い悲観論（「アニマルスピリット」）などによって引き起こされる。結果として起こる有形資産（資本金）の過剰供給が、有形資産価格の大幅な下落につながる。排出という特異な状況では、有形資産の過剰供給が、流動資産及び「安全な」金融資産に対する過剰需要と一致する。排出の状況では、個人、金融機関、企業が排出の穴を低リスクな流動資産で埋めようとする（バランスシートの補填）ため、収入の増加はすべて、流動金融資産に対する需要増加を刺激する。流動性排出では、財政もしくは通貨拡張による収入増加は、貨幣、信用、実質 GDP に対する拡張効果が全くない流動資産に単に追加されるだけであるため、マクロ経済政策の立案者にとっては「ただ飯はない (There is no free lunch)」という状態である。後に続く分析は、ごく簡単な教科書的事例から始まり、より複雑な IS-LM モデルへと進んでいく。拡張モデルには、開放経済、内生的貨幣、一般化流動性、信用市場などが含まれる。推測は、回復と成長のダイナミクスを考慮の上で行う。流動性排出は、世界金融危機、世界大恐慌、日本の経済停滞について考える上で、新たな視点を提供するものである。

## 基本モデル

アルバート・アインシュタインによると、「理論はできるだけ単純にすべきだが、単純にしすぎてはいけない。」この視点に立つと、流動性排出理論は非常に魅力的である。これは、基本的な IS-LM モデルの特殊ケースとして説明できる。モデルは、二つの内生変数である収入 ( $y$ ) と金利 ( $i$ ) と、貨幣、債券、商品の市場に対する均衡方程式で構成される。債券と資本金が完全代替になると考え、Friedman (1978 年) や Blinder と Solow (1973 年) が述べているとおりに組み合わされている。この債券と株式の混合市場は、ワルラスの法則により抑制されている。金融市場に

おける均衡は、流動性に対する需要(L)が実質貨幣供給( $m = M/P$ )に等しい場合に起きる。

$$L(y, i, \dots; \rho^e, \sigma) = m \quad (1)$$

内生変数に加えて、貨幣需要も、有形資産に対する期待収益( $\rho^e$ )や、その収益のリスクまたは不確実性( $\sigma$ )といった外生変数の関数である。貨幣(M)、価格水準(P)、インフレ予測( $\pi^e$ )なども、短期的分析では外生的な要素として扱われる。

基本モデルの金利(i)は一種類のみであり、様々な期間の債券はすべてその金利とする。期間構造の期待理論に訴えることで、短期の期間スペクトラムに実行される金融政策が、長期の金利に影響を及ぼすことができる。基本モデルでは、金利(i)を短期支払能力を持つための機会費用と見なすことができる。(もしくは、長短金利格差として考えられる。)

LM 方程式の傾きには、 $L_y > 0$  及び  $L_i < 0$  という性質がある。通常の場合、LM 曲線は正の方向に傾いている。しかし、我々が関心を持っているのは、異常に低い金利(畏ケース)もしくは異常に少ない富(排出ケース)に関連した異常な状態である。 $L_i$  が非常に大きくなるにつれて、LM 曲線の傾きは平らになる。金利のわずかな変化が流動性需要の大幅な変化につながるような極端なケースは、伝統的に流動性の畏( $L_i \rightarrow -\infty$ )に関連している事例である。このような極限の場合、LM 曲線は、畏に関係する金利の範囲で水平になる。

特殊事例の二つめは、流動性需要が金利の変化に対して比較的鈍感な場合に起こる。この典型的な事例では、金利が大幅に変動しても、流動性需要にはほとんど影響がない( $L_i \rightarrow 0$ )。この場合、LM 曲線の傾きは非常に大きくなる。(極限では垂直になる。)

従来文献では認識されていないが、貨幣需要は金利に対して弾力性があり、価格が固定されている場合でさえ、LM 曲線の傾きが大きくなるという三つめの特殊事例がある。収入のわずかな変化が流動性需要の大幅な変化につながる場合( $L_y \rightarrow \infty$ )と、流動性排出を関連付けてみる。流動性排出では、LM 曲線の傾きは「基本収入」の水準以上に大きく(垂直に)なる。

商品市場における均衡は、期待される支出( $E_d$ )が収入(y)と等しい場合に起こる。

$$E_d(y, i^*, \dots; A) = y \quad (2)$$

支出総計を分解すると、通常、私的な消費支出(C)、投資(I)、政府支出(G)となる。支出は、銀行信用( $i^*$ )、収入(i)、独立支出(A)の金利の関数として考える。独立支出は、外生的支出と、

有形投資の期待収益とリスク及び不確実性の関数である。

$$A = A(C, I, G; \rho^e, \sigma, \dots)$$

費用がかからない裁定取引と、債券及び銀行融資の完全な代替性は、債券と信用取引の金利の一致をもたらすと考える( $i = i^*$ )。

この種類のモデルを使って、数種類の流動性問題を説明できる。貨幣の需要もしくは供給に対する打撃で流動性需要が過剰に増加したり( $L-m$ )、経済活動の流れが妨害された時、「流動性危機」は起こる。「通常」の流動性危機ならば、実質貨幣残高の供給を増やせば解消される(Meltzer, 1999年, 2001年)。ただ、問題が(外生的な)貨幣需要の増加によるものなら、中央銀行が必要な流動性を銀行に提供するだろう。流動性排出にも「流動性危機」という特徴があるが、さらに扱いにくい問題である。

Hicks (1937年)の説によると、金利(i)のわずかな減少が流動性需要の大幅な増加を引き起こした( $L_i \rightarrow -\infty$ )結果、流動性の畏が生じる。この状況は、名目上の金利がこれ以上下がれない底( $i_f$ )まで達した時に起こると考えられている。初期のケインズ主義者は、この底を金利下落の可能性がほぼゼロである状態と見なしていた。金利上昇の気配があると、市場参加者は債券を避けて貨幣を好む。金利の底( $i_f$ )で、貨幣需要の弾力性( $L_i$ )は際限なく広がる。最近、経済学者は、短期ゼロ金利の底を確認した。この「ゼロ向き」では、債券が貨幣と(ほぼ)完全に代替となると言い切れる。

流動性の畏に金融政策は無効である。貨幣供給の追加分は市場参加者が積極的に貯めこんでしまう。財政政策は、伝統的な畏の状態で最大の有効性を発揮するというを、最近のコメンテーターは都合よく忘れがちである。畏を開くのに、型破りな政策は必要ない。従来モデルでは、単純に政府の財政赤字を拡大させることが畏から抜け出す絶対確実な方法である。巨額な政府の財政赤字増加にもかかわらず、日本経済が停滞し続けている事実は、流動性の畏とそれに基づく政策的処方に対する信頼を弱体化させている。

「流動性の畏」同様、流動性排出も流動性需要が(ほぼ)際限なく伸び続けている状態である。どちらの場合も、流動性選好は極端になるが、流動性排出は流動性の畏と異なり、金利の底の存在に依存してはいない。排出は、目に見える富の崩壊の結果生じる。有形資産の期待収益低下及び/又は認識されるリスクや不確実性の増加の結果として、資産価格の下落が起こる。結果として起こる有形資産の過剰供給は、流動資産の過剰供給と一致する。

流動性排出は、富を流動的な形で（再）構築したいという強い願望の結果起こる。深刻な富の縮小を受けて、市場参加者（家庭と企業）は、バランスシートを最適な水準に立て直すことを許容しつつも、財布の紐を固く締め、基本的な条件を満たす水準まで支出を減らしたいと考える。基本的な支出レベルにふさわしい収入レベルを、「基本収入」( $y_b$ )と呼ぶ。流動性排出では、市場参加者は、「基本収入」を上回る収入の流れを流動資産に変換したいと考える。標準的な IS-LM モデルでは、余剰収入を受けた流動性需要の大幅な増加が、流動性排出の特徴であると言える。排出では、貨幣需要の所得弾力性は基本収入レベルを超え、非常に大きくなる ( $L_y \rightarrow \infty$ )。

最初は、経済を完全雇用の状態として考える。悲観論の波が経済を覆い、有形資産の期待収益 ( $\rho^e$ ) の下落と、将来の資産収益に関する不確実性 ( $\sigma$ ) の増加につながる。従来分析では、IS 曲線の下方移動と LM 曲線の上方移動で、高まる悲観論を表現した。収入は完全雇用レベルより低くなる。通常の場合なら、完全雇用均衡の回復のため、金融政策と財政政策の両方を活用するだろう。完全雇用に戻ることで、将来への信頼を回復し、富の段階的な再構築が可能になるだろう。逆に、将来に対する慢性的な悲観論が排出の特徴である。これは、ケインズ (1937 年) が強調した類の悲観論である。流動資産を蓄えたい強い願望を煽っているのは、暗い将来に対する恐怖心である。

従来の金融政策及び財政政策は、排出にはまったく効果がない。景気浮揚策による収入増加は、すべて流動性需要の増加によって妨げられる。財政政策によって IS 曲線は右に移動するが、収入増加は、誘発された流動性需要の増加と LM 表の左方向への移動によって制限される。標準モデルでは、結果として起こる（実質）金利の上昇によって、金利感応型支出は完全に駆逐される。金融政策も同様に無効である。貨幣供給の増加によって、 $i-y$  間における LM 曲線は右に移動するが、誘発された流動性需要の増加で、また元の位置に戻ってしまう。

#### 開放経済拡張

基本的な IS-LM モデルは、国際的な資本の移動を組み込むよう簡単に修正できる。開放経済の総需要は、国内支出 ( $E_d$ ) と純輸出 ( $X$ ) で構成される。内生的な純輸出を含む場合、支出は（実質）為替レート ( $e$ ) の陰関数になる。方程式 (2) は次のように置き換えられる。

$$E_d(y, i, \dots; A) + X(e) = y \quad (3)$$

国際収支の均衡方程式でモデルは完成する。

$$X(e) + CAP(i, \dots) = 0 \quad (4)$$

このモデルには、三つの方程式と三つの未知数 ( $y, i, e$ ) がある。経済を開放しても、基本モデルの政策決定を変更するものではないということが容易にわかる。市場参加者が国内流動性に対する需要を際限なく持ち続ける限り、金融政策は、流動性の畏と流動性排出のいずれの場合においても無効のまま。追加資金はすべて蓄えられるため、貨幣供給の変化は  $y, i, e$  には効果がない。未消毒の外国為替介入で（実質）為替レートを下げることができても、流動性排出の場合、結局のところ実質所得には効果がない。

財政政策は、流動性の畏から脱出することができるメカニズムを提供するが、流動性排出の場合には役に立たない。排出状態の場合、積極財政論は実質金利の上昇と通貨の騰貴をもたらすが、実質生産量は変わらない。純輸出の減少のせいで総需要の伸びが抑制されるため、金利も閉鎖経済の場合のように上は上がらない。

#### 内生的貨幣

基本モデルは、様々な形に容易に拡張できる。ある拡張型では、貨幣供給を内生的に行うと、結果として生じる貨幣乗数には、強力な貨幣需要者は貯金という形で収入を保持するという可能性が含まれる。銀行が過剰準備金を抱える傾向が高まるとともに、貨幣乗数は低下する。収入増加によって、貨幣需要が増加し、貨幣供給は減少するため、貨幣を内生化することで、流動性排出の可能性が高まる。

#### 一般化流動性

将来がひどく不確かな時、つまり流動性排出の場合、貨幣と国債は比較的近い代替になり得る。短期及び中期の国債で「直近発行」のものに特にこの現象が見受けられる。このようなかなり流動性の高い金融資産は、民間セクターから見れば内部資産である。通常の場合、市場参加者には、そのような流動金融資産について目標レベル ( $F^*$ ) があると考えられている。異常なリスク及び不確実性の状態では、目標レベルを大きく上回ることがある。

流動性排出の場合、市場参加者は有形資産を避ける。金融資産に一時的な避難場所を求めるのである。1990 年のバブル経済の崩壊以来、日本の 10 年物国債 (JGBs) の価格はほぼ 80% 増しになった。

分かりやすくするために、債券はすべて貨幣の完全な代替であると仮定する。基本モデルの貨幣と債券の市場は、貨幣総額 ( $M$ ) と国債 ( $P_b Q_b$ ) で定義される流動金融資産 ( $F$ ) を使った金融資産均衡方程式に統合できる。IS-LM の枠組みでは、金融市場は一般化流動性の市場で置き換えられる。資本市場はワルラスの法則に対する訴えに

よって抑制される。均衡状態では、一般化流動性に対する実質需要 ( $F^d$ ) は、一般化流動性の実質供給 ( $F^s$ ) と等しい。金利非弾力的な FF 方程式が、同様な政策意義を持つ LM 方程式にとって代わる。

流動性排出において、流動資産に対する需要の収入感度は異常に高く、極限地点では無限に近づいている。排出の条件は今や  $(F_y^d - F_y^s) \rightarrow \infty$  である。排出では、収入 ( $y$ ) の増加分はすべて流動金融資産の購入に充てられる。こういった極端な場合、従来の金融政策や財政政策はまったく無力である。より一般的に言うと、流動金融資産に対する需要の収入弾力性が高いほど、財政及び金融政策はともに効き目がなくなる、ということだ。

### 信用市場拡張

基本 IS-LM モデルの金利は一種類のみである。投資決定に影響を与える長期金利は、短期金利と同じ方向に推移する、というのが暗黙の了解である。流動資産の金利 ( $i$ ) と非流動資産の金利 ( $i^*$ ) の区別が極めて重要になる流動性排出の場合、金利 ( $i$ ) が全市場で共通であると仮定すると誤解を招く。この問題は、非流動資産に信用市場 ( $K^*$ ) を追加することで解消できる。分かりやすくするため、有形資産 ( $K = P_K Q_K / P$ ) はすべて信用融資によると仮定する。この市場の均衡方程式は、実量で表すことができる。

$$K^d(i^*, i, \dots; A) = K^s(i^*, i, \dots; \rho^e, \sigma, \dots)$$

信用取引の需要は、債券の金利 ( $i$ ) や信用取引の金利 ( $i^*$ ) に加えて、投資に対する期待収益 ( $\rho^e$ ) と認識している投資計画のリスク及び不確実性 ( $\sigma$ ) の関数である独立支出 ( $A$ ) にも左右される。信用供給に対する意欲も、これらの外生変数の影響を受ける。分かりやすくするために、所得効果は考慮しない。

非流動資産と流動資産の金利差の拡大は、通常、相互の資金の流れによって取り除かれる。流動性排出では、流動資産及び非流動資産の市場は明瞭に分割される。銀行やその他信用市場に対する資金供給者は、期待収益 ( $\rho^e$ ) が低すぎる、もしくは不確実性 ( $\sigma$ ) が高すぎる有形資産に融資するより、流動資産を保持する方を好む。結果として、流動性排出では、信用市場に対する資金供給は、流動資産の金利の変動に対して無反応になる ( $K_i^s = 0$ )。信用取引の需要も、流動資産の金利に関しては、非弾力的であると考えられる。

一番単純なモデルは、流動資産市場 (1)、財市場 (2)、非流動資産の信用市場 (5) の三つの均衡条件から成り立っている。排出の条件 ( $K_i^s = K_i^d = 0$ ) において、このモデルで三つの内生変数 ( $i^*$ ,  $y$ ,  $i$ ) について順に解くことが

できる。有形資産の金利 ( $i^*$ ) は、外生変数の所与の値に対して信用市場において決定される。 $i^*$  が与えられた時、生産量 ( $y$ ) のレベルは財市場において決定される。任意の  $y$  について、流動資産の金利 ( $i$ ) は金融市場において決定される。

新しいモデルも、金融及び財政政策の無力さという性質を維持している。貨幣は固定価格水準においても中立的である。実質貨幣供給の増加により、流動資産の名目上及び実質金利はともに減少するが、有形資産の市場と総需要には全く効果がない (それらが信用取引の金利 ( $i^*$ ) のみに依存するため)。積極財政論 ( $A$  の増加) によって、信用取引の金利 ( $i^*$ ) が上昇する。結果として起こる個人の国内消費の低下 ( $E_d$ ) で、財政政策による支出増加分はちょうど相殺される。内生的貨幣と外部セクターを含めるためにモデルを拡張する際、これらの結果は残しておく。

流動性排出では、金融市場と有形 (実物) 市場の通常の間接関係は断たれる。実物市場は、金融市場から切り離される。通常の間接関係が労働市場と製品市場の不振を示唆しても、拡張によって、総需要と労働市場は金融刺激策や財政刺激策に反応しなくなる。排出の状況は、マクロ経済政策立案者にとって「ただ飯はない」状態である。流動性の増加分は、単に金融セクターに吸収される。拡張的金融政策で名目上の金利は下がるが、実質支出にはまったく効果がない。財政刺激策も総支出の役には立たず、単に信用コストを引き上げるだけだ。政策が効果的であるためには、実際のセクターにおける弱みの“元”に取り組みなければならない。

### 追加研究

論文では、流動性危機後の調整過程に関係してくるはずの富と価格ダイナミクスについて論じている。デフレと円高は、流動性に対する過剰需要による当然の結果と見なす。有形資産の実質価格を上昇させ、目標とする富の回復を助けるので、デフレも固定しつつある。流動性排出の状況では、政策立案者にとって「ただ飯はない」のである。投資家と消費者の信用回復につながる政策を策定することが課題である。

流動性排出の理論を世界各地の主要な学会で発表してきた。日本の経済停滞と最近の同様な性質の出来事に関する私の論文は、広く知られ議論されている。私の研究に関連するかどうかに関わらず、政策立案者の間では、信頼醸成措置の必要性について話し合うことが当たり前になりつつある。もはや拡張的金融政策や積極財政論では、総需要の持続的拡大を保証するのに十分であるとは思えない。さらに、「流動性の罌」に関する従来の説明はかなり疑問視されている。

私の各種研究成果報告書や発表では、流動性排出の基本理論を解説し、日本の経済停滞との関連性について論じている。

自論のサポートとなる実証的材料の開発を続ける。Mohamed Aazim 氏との研究 (2012 年) で、日本の金利の期間構造のズレが明らかになり、私の流動性排出理論と一致することが分かった。排出の状況では、従来の金融政策も異例のものにも、通常理論で予測される効果はない。利回り曲線の長短の端にある債券市場は、流動性排出理論で予想されたとおり切り離された。

私の流動性排出理論は、有名な流動性の罠理論に似ているところはあるが、重要な違いもある。しかし、調査の途中で、流動性の罠には多様な解釈があることがわかった。「The Curious Case of the Liquidity Trap (流動性の罠の興味深い事例)」では、この概念の歴史的進化について論じている。流動性の罠の有名な解釈は、ケインズ (1936 年、1937 年) によって説き明かされた本来の理論とは、大きく異なることがわかった。現在、私の流動性排出理論とケインズ概念である「絶対的流動性選好」を結びつける新たな研究の道筋を模索している。私は、ケインズは誤解されてきたと信じている。経済停滞に関する彼の理論の主要な部分は、私の流動性排出理論と類似している。

私の研究課題は、現在の世界規模の経済危機を受けて、追加的関連性と複雑さを帯びてきた。日本の例に続き、欧州や北米の政府も巨額な負債を重ね、ほぼ失敗に終わった回復刺激策で、中央銀行のバランスシートは大きく膨れ上がった。この「流動性排出」の解釈は支持を得られるだろうか。そのためにはさらなる理論的作業と実証的分析が必要である。重大な疑問を提起し、新たな調査の方向性を提案する上で、私のこれまでの研究は重要な意味を持つと思う。資金援助を受けられたことに感謝し、この支援によって可能になった研究を続けていくことを約束する。

現在、学会誌への投稿に向けて、論文改訂中である。流動性需要、デフレ、富のダイナミクスに関する実証的調査にも取り組んでおり、大停滞に関する著作も執筆中である。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2 件)

1. Aazim, M. Z. M and Rhodes, J. R. “Monetary Policy Effectiveness and Yield Curve Dynamics,” Refereed, 38 (No. 4), 2012, 109-135.
2. Rhodes, James R. “The Curious Case of the Liquidity Trap,” Invited Paper, 387, 2011, 8-21.

[学会発表] (計 10 件)

1. Rhodes, James R., “Policy Impotence and the IS-LM Model: The Case of the Liquidity Sump,” International Atlantic Economic Society (IAES), March 31, 2012, Istanbul, Turkey.
2. Rhodes, James R., “The Curious Case of the Liquidity Trap,” Sri Lanka Central Bank (SLCB), February 24, 2012, Colombo, Sri Lanka.
3. Rhodes, James R., “Japan’s Great Stagnation: A New Interpretation,” Harvard Project for Asian and International Relations,” August 21 2011, Yonsei University, Seoul, Korea.
4. Rhodes, James R., “The Curious Case of the Liquidity Trap: A Historical Perspective,” National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS), March 9, 2011, Tokyo, Japan.
5. Rhodes, James R., “Japanese Debt Monetization Before ZIRP,” Japanese Economic Policy Association (JEPA), November 29, 2010, Tokyo, Japan.
6. Rhodes, James R., “Japan’s Economic Stagnation: Is it a Liquidity Sump?” Government Accounting Office (GAO), September 28, 2010, Washington, D. C.
7. Rhodes, James R., “Japan’s Liquidity Sump: Implications for the Global Financial Crisis,” Economics Department, Kansas State University, May 118, 2010, Manhattan, Kansas.
8. Rhodes, James R., “Japan’s Liquidity Sump: Implications for the Global Financial Crisis,” International Symposium in Computational Economics and Finance (ISCEF), February 26, 2010, Sousse, Tunisia.
9. Rhodes, James R., “Japan’s Liquidity Sump: A New Interpretation of the Great Stagnation,” July 9, 2009, Port Elizabeth, South Africa.
10. Rhodes, James R., “Comments on ‘Fiscal Policy Challenges of Japan,’ ” Conference on Global Financial and Economic Crisis: Fiscal Policy Issues After the Crisis, Asian Development Bank Institute (ADBI), January 19, 2010, Tokyo, Japan.

#### 6. 研究組織

##### (1) 研究代表者

ジェームズ ローズ (RHODES JAMES R)  
政策研究大学院大学・政策研究科・教授  
研究者番号 : 70216240