

NCM モデルにおける金融仲介機関の役割

ーポスト・ケインズ派における批判的検討ー

野崎 道哉 (岐阜協立大学経済学部)

キーワード：ニューコンセンサス・マクロ経済学(NCM),金融仲介機関,ファイナンシャル・アクセラレーター・モデル(FAM),ポスト・ケインズ派, 金融不安定性

1. はじめに

近年,ポスト・ケインズ派において,「ニューコンセンサス・マクロ経済学」(Arestis and Sawyer, 2003; Lavoie, 2004)と呼ばれる IS 曲線,フィリップス曲線,金融政策ルールを表す方程式からなる主流派モデルを批判的に検討したうえで,ポスト・ケインズ派とインフレ目標政策の両立可能性を検証する研究が現れてきている。

Lima and Setterfield(2008)は,Setterfield(2006)において展開されたポスト・ケインズ派マクロモデルを拡張し期待インフレ率を考慮し,異なる政策反応関数の下で,実質産出量とインフレ率の動学体系における均衡の小域的安定性について分析している。Dos Santos(2011)は,ポスト・ケインズ派マクロモデルに期待インフレ率の動学を導入し,Lima and Setterfield(2008)によって展開されたマクロモデルを拡張している。

ニューコンセンサス・マクロ経済学に対するポスト・ケインズ派による批判について,Kriesler and Lavoie(2007)は,以下のような論点を示している。すなわち,ポスト・ケインズ派は,ケインズに従い,いわゆる IS モデルに含意されている単純な利子率/投資関係を拒絶する;(2)金融政策は効果が出るまでに相当な時間がかかる;(3)ポスト・ケインズ派は,いわゆる貨幣の中立性を短期においても長期においても拒絶する;(4)ポスト・ケインズ派は,長期において実際の生産能力利用度が外生的に与えられた正常生産能力利用度に向かって収束しつつあるということを否定する;(5)ポスト・ケインズ派は供給によって決定される自然成長率の概念を拒絶する;(6)ポスト・ケインズ派は垂直の長期フィリップス曲線そして/あるいはそれと結びついた単純な NAIRU(インフレーションを加速しない失業率)を拒絶する(Kriesler and Lavoie, 2007, 390-392)。

Arestis(2009)は,開放経済におけるニューコンセンサス・マクロ経済学(NCM)モデルを要約したうえで,NCM の政策的インプリケーションを検討し,NCM の理論的基礎とインフレ目標政策の実証的基礎を批判的に評価している。Arestis(2009)が検討しているモデルの概要を記述すると,(1)過去の産出ギャップと将来の期待産出ギャップ,実質利子率,そして実質為替レートによって決定される経常的産出ギャップを持つ総需要方程式,(2)経常的産出ギャップ,過去と将来のインフレーション,名目為替レートの期待された変化,そして期待された世界物価に基づくインフレーションを持つフィリップス曲線,(3)名目利子率が期待インフレ,産出ギャップ,目標値からのインフレーションの乖離,そして「均衡」実質利子率に基づいている金融政策ルール,(4)実質利子率のギャップ,経常収支ポジション,,そして将来の為替レートの期待の関数としての実質

為替レート,(5)実質為替レート,国内および世界の産出ギャップの関数としての経常収支ポジション,(6)実質為替レートに基づく名目為替レートである。

Arestis(2009)は,NCM の理論的基礎について,(i)価格安定性が十分ではないこと,(ii)実物要因と貨幣要因の分離,(iii)インフレ目標のような名目アンカーの適用が産出の安定性のための操作の余地をあまり残していない点,(iv)為替レートに対して十分に注意が払われていない点などについて批判的に評価している。

Lavoie(2009)は,NCM の基本モデルを要約したうえで,フィリップス曲線の水平な区分の導入,失業と成長の履歴現象,流動性選好の考慮により,ポスト・ケインズ派の立場からモデルの修正を行っている。すなわち,(1)水平な区分を考慮したフィリップス曲線を物価－利用可能性曲線と呼び,(2)失業率の変化分を労働人口成長率と雇用成長率の差に近似的に等しいと仮定してフィリップス曲線を再検討している。さらに,(3)自然成長率が実際の蓄積率に一致しない限り,労働生産性の成長率が増加すると仮定し,実際の経済成長率の認知が目標インフレ率の達成に影響すると述べている。そして(4)トランスミッション・メカニズムを導入することによって中央銀行の政策反応関数を拡張している。

本稿は,主流派マクロモデルであるニューコンセンサス・マクロ経済モデルに銀行,金融仲介機関を導入したファイナンシャル・アクセラレーター・モデルに関して分析を行い,主流派マクロ経済学のNCMモデルについて,ポスト・ケインズ派の立場から批判的に検討する。第2節では,ニューコンセンサス・マクロモデルのベンチマーク・モデルについて検討する。第3節では,ファイナンシャル・アクセラレーター・モデルのベンチマーク・モデルについて検討する。第4節では,増幅されたファイナンシャル・アクセラレーター・モデルについて検討する。第5節では,主流派マクロ経済学についてポスト・ケインズ派の立場から批判的に検討する。第6節では本稿における結論を提示する。

2. NCMのベンチマーク・モデル

主流派マクロモデルであるニューコンセンサス・モデルにおいて,インフレ目標政策が説明されている。このモデルは,新古典派マクロモデルの主要な特徴を備えている。すなわち,実質賃金契約,貨幣の中立性,供給サイドで決定される均衡,そして需要牽引型インフレーションである(Setterfield, 2006, 654)。

Setterfield(2006)によれば,ニューコンセンサス・モデルは以下のような方程式体系で要約される。

$$y = y_0 - \delta r \quad (1)$$

$$p = p_{-1} + \alpha(y - y_n) \quad (2)$$

$$\dot{r} = \beta(y - y_n) + \gamma(p - p^T) \quad (3)$$

y :実質産出量, y_n :実質産出の「自然」水準, r :実質利子率, p :実際のインフレ率, p^T :目標インフレ率。

方程式(1)はIS曲線であり,方程式(2)は自然失業率仮説を体化したフィリップス曲線であり,方程式(3)は「テイラー・ルール」に対応した中央銀行の政策反応関数である。

方程式(1)–(3)は,2本の微分方程式体系に変形される。

$$\dot{y} = -\delta\beta(y - y_n) - \delta\gamma(p - p^T) \quad (1a)$$

$$\dot{p} = \alpha(y - y_n) \quad (2a)$$

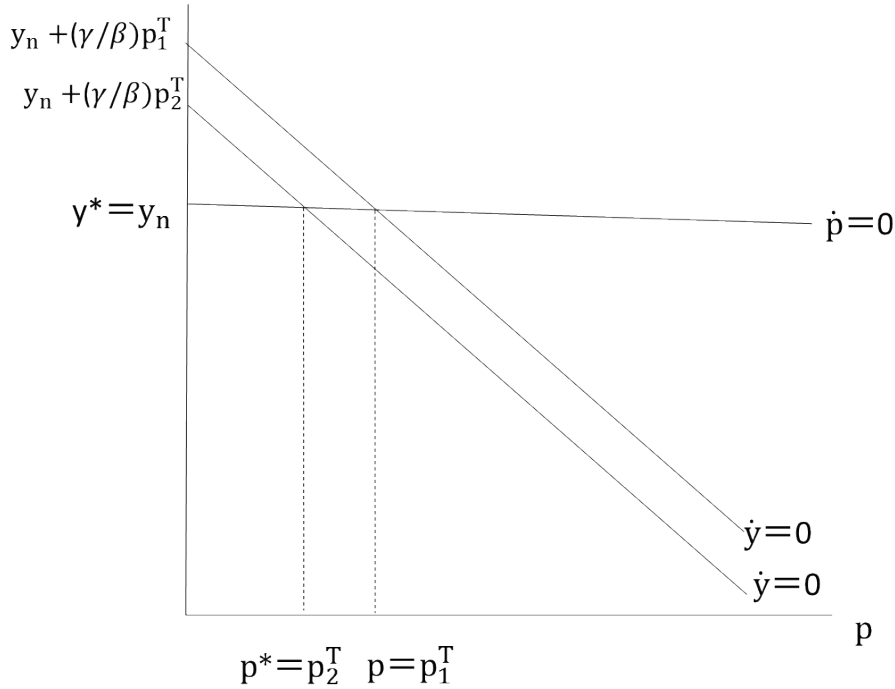
方程式(1a),(2a)は行列形式で次のように要約される。

$$\begin{bmatrix} \dot{y} \\ \dot{p} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -\delta\beta & -\delta\gamma \\ \alpha & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y \\ p \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \delta\beta y_n + \gamma p^T \\ -\alpha y_n \end{bmatrix} \quad (4)$$

ヤコビ行列を調べると, $|J| = \delta\gamma\alpha > 0$, $Tr(J) = -\delta\beta < 0$ であり,均衡配置は安定である(Setterfield, 2006,

pp.655-657)。

図1 NCMのベンチマーク・モデル



出所：Setterfield(2006),p.658,Figure 1

3. FAMのベンチマーク・モデル

ファイナンシャル・アクセラレーター(FAM)・メカニズムを含むベンチマーク NCM モデルは、以下のようになる。

$$y = y_0 - \delta r + \varepsilon H \quad (5)$$

$$\dot{H} = \omega y \quad (6)$$

$$p = p_{-1} + \alpha(y - y_n) \quad (2)$$

$$\dot{r} = \beta(y - y_n) + \gamma(p - p^T) \quad (3)$$

y :実質産出量, y_n :実質産出の「自然」水準, r :実質利子率, p :実際のインフレ率, p^T :目標インフレ率, H :企業の正味資産。

方程式(5),(6)は、投資と実質産出量は、統合された企業のバランスシートの金融的健全性によって影響されるということを意味する。方程式(2)は自然失業率仮説を体化したフィリップス曲線であり、方程式(3)は「テイラー・ルール」に対応した中央銀行の政策反応関数である。

方程式(5),(6),(2),(3)は、2本の微分方程式に変形される。

$$\dot{y} = -\delta\beta(y - y_n) - \delta\gamma(p - p^T) + \omega y \quad (7)$$

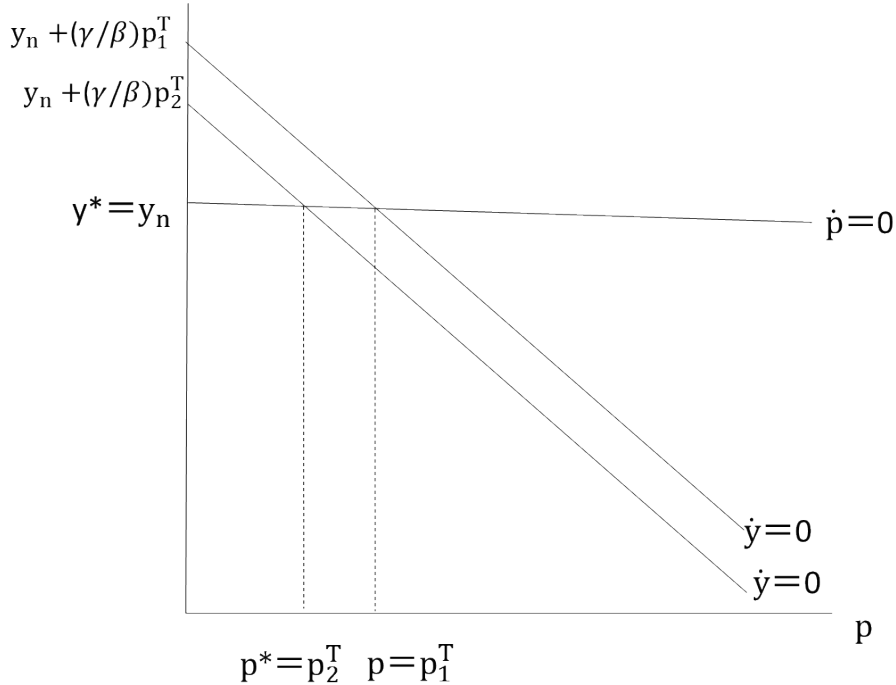
$$\dot{p} = \alpha(y - y_n) \quad (2a)$$

方程式(7),(2a)は行列形式で次のように要約される。

$$\begin{bmatrix} \dot{y} \\ \dot{p} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \omega - \delta\beta & -\delta\gamma \\ \alpha & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y \\ p \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \delta\beta y_n + \gamma p^T \\ -\alpha y_n \end{bmatrix} \quad (8)$$

ヤコビ行列を調べると、 $|J| = \delta\gamma\alpha > 0$, $Tr(J) = \omega - \delta\beta$ であり、 $\omega < \delta\beta$ ならば、均衡配置は安定である。

図2 FAMのベンチマーク・モデル



出所：Setterfield(2006),p.658,Figure 1

4. 増幅された FAM モデル

ファイナンシャル・アクセラレーター(FAM)・メカニズムによって増幅された NCM モデルは、以下のようになる。

$$y = y_0 - \delta r + \varepsilon H \quad (5)$$

$$\dot{H} = \omega(y - y_n) \quad (8)$$

$$p = p_{-1} + \alpha(y - y_n) \quad (2)$$

$$\dot{r} = \beta(y - y_n) + \gamma(p - p^T) \quad (3)$$

y : 実質産出量, y_n : 実質産出の「自然」水準, r : 実質利子率, p : 実際のインフレ率, p^T : 目標インフレ率, H : 企業の正味資産。

方程式(5),(8)は、投資と実質産出量は、統合された企業のバランスシートの金融的健全性によって影響される

ということを意味する。方程式(2)は自然失業率仮説を体化したフィリップス曲線であり、方程式(3)は「テイラー・ルール」に対応した中央銀行の政策反応関数である。

方程式(5),(8),(2),(3)は、2本の微分方程式に変形される。

$$\dot{y} = -\delta\beta(y - y_n) - \delta\gamma(p - p^T) + \omega(y - y_n) \quad (9)$$

$$\dot{p} = \alpha(y - y_n) \quad (2a)$$

方程式(9),(2a)は行列形式で次のように要約される。

$$\begin{bmatrix} \dot{y} \\ \dot{p} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \omega - \delta\beta & -\delta\gamma \\ \alpha & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y \\ p \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \delta(\beta y_n + \gamma p^T) - \omega y_n \\ -\alpha y_n \end{bmatrix} \quad (10)$$

ヤコビ行列を調べると、 $|J| = \delta\gamma\alpha > 0$ 、 $Tr(J) = \omega - \delta\beta$ であり、 $\omega < \delta\beta$ ならば、均衡配置は安定である。

5. 主流派マクロ経済学の批判的検討

Fontana and Passarella(2018)は、NCM のベンチマーク・モデルについて批判的に検討し、NCM モデルに銀行、金融仲介機関を導入したファイナンシャル・アクセラレーター・モデル(FAM)について検討している。

Fontana and Passarella(2018)は、需要効果(一時的/永続的)とファイナンスの有無により、(I)ベンチマーク NCM モデル(IS 曲線に対応する産出ギャップ方程式、「加速的」フィリップス曲線、金融政策ルール)、(II)増幅された NCM モデル(IS 曲線、期待インフレ率により増幅されたフィリップス曲線、金融政策ルール)、(III)ベンチマーク FAM モデル(IS 曲線に対応する産出ギャップ方程式、企業の純資産方程式、金融政策ルール)、(IV)増幅された FAM モデル(銀行部門と金融部門の条件の変化は実物的ショックを増幅し、好況と景気後退の循環を生じさせる；産出と雇用の長期水準は需要の経常的水準による履歴効果を通じて影響される)について、表1のようにまとめている。

表1 4つの異なる主流派マクロ経済モデル

	ファイナンスがない場合	ファイナンスがある場合 (ファイナンシャル・アクセラレーター)
需要の一時的効果	(I)ベンチマーク NCM	(III)ベンチマーク FAM
需要の永続的効果 (履歴効果)	(II)増幅された NCM	(IV)増幅された FAM

出所：Fontana and Passarella(2018),p.90, Table 4.1.

Fontana and Passarella(2018)は、次のように述べている。「繰り返される誤った予測、そして特に2007年から2008年にかけての合衆国の危機とそれに続くグローバル金融危機と景気後退についての満足のゆく説明を与えることに失敗したことは、NCM の評判に対する深刻な暴風を表現した。これに対する経済統制における2つの主要な反応が存在した。ある研究者たちはベンチマーク NCM モデルを巡り宣言されたコンセンサスが短命であり最終的には成功しなかったということを議論した。別の研究者たちはそれらのマクロ経済分析の欠点を受け入れ、いわゆる NCM モデルを修正しようとした。McCombie and Pike(2013)によって論じられたように、NCM モデルの分析的核心は、実際には依然として「多くの人々によって相対的に無傷である(が、債務不履行と倒産を認める諸仮定を組み込むために不可避なもの)とみなされている」(Fontana and Passarella, 2018, 91)。

ベンチマーク NCM モデルを修正するための最も典型的な方法は、家計あるいは消費者の一部が金融市場にアクセスすることができないという可能性を認めることである。これらの非リカード的消費者がスムーズな消費に対して借り入れ、貯蓄することができないので、彼らは常に経常的労働所得を経常的消費に費やす(Fontana and Passarella, 2018, 92)。

金融危機の結果において、ベンチマーク NCM モデルを改善し更新しようとする試みは増加した。第一に、研究者たちはインフレ予測におけるシステムティックな誤差に関する彼らの努力に焦点を当てた。第二に、前の論点に関連して、研究者たちは金融市場と金融的摩擦をモデル化しようとした。まず初めに、ベンチマーク NCM モデルにおける金融危機のデフレ効果の過大評価は通常、価格硬直性の過小評価の帰結とみなされてきた(Fontana and Passarella, 2018, 92)。

金融市場と金融的摩擦の明示的モデル化に関係する限り、ある NCM の研究者は、これらのリスクプレミアの変動が景気循環を駆動する最も重要なショックであると仮定することによって不安定なリスクプレミアを探究した。この洞察は密接に Bernanke and Gertler(1989)および Bernanke et al.(1996)に続く。それはベンチマーク FAM モデルを発展させようとする試みを表す。ここで、旧来のモデルと新しいモデルとの間の相違は主に理論的なモデリングと計量経済学的技術的確かさである。この点において本質的な貢献は Christiano et al.(2013)によって与えられた。彼は企業が物的資本を獲得するために内部資金と外部資金と結合し、貸付利率は企業の債務不履行のコストをカバーする「プレミアム」を含むと仮定した(Fontana and Passarella, 2018, 93)。Christiano et al.(2013)はリスクプレミアの増加は銀行によって課されたプレミアムを増加させ、貸付の供給を減少させることを示している(Fontana and Passarella, 2018, 93)。

リスクフリーな利率に対するリスクプレミアの変動は景気循環の主要なトリガー(あるいは増幅器)とみなされるであろう。いったんこのメカニズムがベンチマーク NCM モデルに導入されるや否や、これは1970年代半ば以降の合衆国の景気循環を正確に再現するために示される(Fontana and Passarella, 2018, 93)。

Borio et al. (2001),Borio(2006)は時間を通じた金融的リスクの絶対的水準の変動の効果を探究した。Borioと彼の同僚は、金融市場の参加者によるインセンティブと潜在的な計測ミスが認められる場合に、好況におけるリスクの過小評価と景気後退におけるリスクの過大評価が現実的な可能性になるということを示している。これは銀行準備—資本比率に有害な影響を有する。今度は、これが銀行利潤の順循環性を強化し、それによって銀行に好況における貸付を増加させ、景気後退における貸付を減少させるように奨励する。金融市場と金融的摩擦のモデル化の最近の代替的な方法は、見返り担保制約、開放経済における通貨危機プレミアム、そして Minsky-Fisher 型のメカニズムの導入を含む(Fontana and Passarella, 2018, 94)。

要約すると、ベンチマーク NCM モデルを改善あるいは更新しようとする最近のすべての試みはモデルに金融市場と金融的摩擦を取り込もうとした。これらの試みは表 1 において示されているモデル (IV) を意味している。つまり、増幅された FAM モデルである(Fontana and Passarella, 2018, 94)。

上述された異なる増幅された FAM モデルは、主流派マクロ経済学者によるベンチマーク NCM モデルを改善あるいは更新しようとする最近の試みを表現している。これらのモデルは2つの問題、主流派マクロ経済理論と政策形成をさらに妨げるように思われる理論的な弱さと政策不一致の問題を共有する。前者の問題から始めると、増幅された FAM モデルは、金融不安定性と長期にわたり継続する不況が外生的市場摩擦、つまり、銀行部門および金融部門における不完全性、非対称性あるいは硬直性の結果であるということ仮定している。増幅された FAM モデルは、金融不安定性が現代資本主義経済の正常な機能の内生的な副産物であるという可能性を決して認めない。換言すれば、増幅された FAM モデルは、依然としてベンチマーク NCM モデルのように、長期において自由な市場諸力は経済を唯一の外生的に与えられた社会的に最適な均

衡に向かって駆動するであろうと仮定している(Fontana and Passarella, 2018, 94—95)。

De Grauwe(2010)が述べているように、「すべての人がモデルと各人の合理性を理解している世界において、なぜ経済主体は最適な価格を用いて最適な計画に即座に到達しようとしないのであるか？」という疑問が生じる。類似した考察は、外生的な市場摩擦に関するアドホックな諸仮定を通じた金融不安定性の可能性を含む、銀行部門および金融部門の諸条件をモデル化することによってベンチマーク NCM モデルを更新しようと試みる現代のマクロ経済学者に対してもなされる(Fontana and Passarella, 2018, 95)。

De Grauwe(2011)は、経済主体が認識の限界を持つ行動的マクロ経済モデルを開発した。結果としてそれらの経済主体は将来の産出量とインフレを予測する単純な偏向したルールを用いる。それらのルールがバイアスのかかったものであるにもかかわらず、経済主体は適応的な方法で彼らの失敗から学ぶ。このモデルはバイアスのかかった信念の相互関係によって生み出される楽観主義と悲観主義の内生的な波動(『血気』)を生み出す。それに対して、別の経済学者は、ストックフローの首尾一貫したマクロモデルを用いてシミュレーションを行っている(例えば, Dos Santos, 2006; Dafermos, 2018)。

上述された旧来の FAM と新しい FAM の諸モデルの理論的弱さにもかかわらず、これらの新たな FAM モデルは、ベンチマーク NCM モデルと比べて異なる中央銀行ルールに導く。これが政策不一致問題である。ほとんど指摘されていないにもかかわらず、この FAM モデルの政策的含意は過小評価されるべきではない。この点は、いったん貸付が借手の信用、そして彼らのバランスシートの健全性によって駆動されるや否や、金融資産の市場価値の安定性が中央銀行の優先事項であるべきであるということである。FAM モデルの政策的含意は、過去 20 年間のもう 1 つの現実世界の特徴を強調するであろう(Fontana and Passarella, 2018, 95)。しかし、もしこれが事実なら、その場合には、価格安定性ではなく、国債の支持は、少なくとも景気後退と経済停滞の時期において、中央銀行の最優先の関心事であろう。危険な民間資産を中央銀行によって保証された低リスクの国債と交換すること、それによって景気循環の平準化に寄与することは、企業のバランスシートの健全性をさらに強化するであろうということに着目しよう。これが Minsky(1986)によって指摘された「ポートフォリオ効果」である(Fontana and Passarella, 2018, 95—96)。

要約すると、2007 年—2008 年の金融危機、そして NCM ベンチマーク・モデルがそれを説明することに失敗した結果として、主流派マクロ経済学を修正するための多くの試みがなされてきた。不安定なリスクプレミア、見返り担保制約、開放経済における通貨リスクプレミア、そして Minsky-Fisher 型のメカニズムは長く確立された NCM モデルを改善するために用いられた最も革新的な金融的摩擦である。これらのモデルの厳しい制限は、それらのモデルが、金融不安定性が現代資本主義経済の正常な機能の内生的な副産物であるという可能性を決して認めないということである(Fontana and Passarella, 2018, 96)。

6. 結論

本稿は、主流派マクロモデルであるニューコンセンサス・マクロ経済モデルに銀行、金融仲介機関を導入したファイナンシャル・アクセラレーター・モデルに関して分析を行い、Fisher=Minsky 型の負債効果、金融不安定性との関連性について検討してきた。

第 2 節では、ニューコンセンサス・マクロモデルのベンチマーク・4 モデルについて検討した。主流派マクロモデルであるニューコンセンサス・モデルにおいて、インフレ目標政策が説明されている。このモデルは、新古典派マクロモデルの主要な特徴を備えている。すなわち、実質賃金契約、貨幣の中立性、供給サイドで決定される均衡、そして需要牽引型インフレーションである。方程式(1)は IS 曲線であり、方程式(2)は自然失業率仮説を体化したフィリップス曲線であり、方程式(3)は「テイラー・ルール」に対応した中央銀行の政策

反応関数である。ヤコビ行列を調べると、 $|J| = \delta\gamma\alpha > 0$, $Tr(J) = -\delta\beta < 0$ であり、均衡配置は安定である。

第3節では、ファイナンシャル・アクセラレーター・モデルのベンチマーク・モデルについて検討した。方程式(5),(6)は、投資と実質産出量は、統合された企業のバランスシートの金融的健全性によって影響されるということの意味する。方程式(2)は自然失業率仮説を体化したフィリップス曲線であり、方程式(3)は「テイラー・ルール」に対応した中央銀行の政策反応関数である。ヤコビ行列を調べると、 $|J| = \delta\gamma\alpha > 0$, $Tr(J) = \omega - \delta\beta$ であり、 $\omega < \delta\beta$ ならば、均衡配置は安定である。

第4節では、増幅されたファイナンシャル・アクセラレーター・モデルについて検討した。方程式(5),(8)は、投資と実質産出量は、統合された企業のバランスシートの金融的健全性によって影響されるということの意味する。方程式(2)は自然失業率仮説を体化したフィリップス曲線であり、方程式(3)は「テイラー・ルール」に対応した中央銀行の政策反応関数である。ヤコビ行列を調べると、 $|J| = \delta\gamma\alpha > 0$, $Tr(J) = \omega - \delta\beta$ であり、 $\omega < \delta\beta$ ならば、均衡配置は安定である。

第5節では、Fontana and Passarella(2018)による主流派マクロ経済学のポスト・ケインズ派の立場からの批判的検討を紹介した。繰り返される誤った予測、そして特に2007年から2008年にかけての合衆国の危機とそれに続くグローバル金融危機と景気後退についての満足のゆく説明を与えることに失敗したことは、NCMの評判に対する深刻な暴風を表現した。これに対する経済統制における2つの主要な反応が存在した。ある研究者たちはベンチマーク NCM モデルを巡り宣言されたコンセンサスが短命であり最終的には成功しなかったということを経験した。別の研究者たちはそれらのマクロ経済分析の欠点を受け入れ、いわゆる NCM モデルを修正しようとした。

金融危機の結果において、ベンチマーク NCM モデルを改善し更新しようとする試みは増加した。第一に、研究者たちはインフレ予測におけるシステムティックな誤差に関する彼らの努力に焦点を当てた。第二に、前の論点に関連して、研究者たちは金融市場と金融的摩擦をモデル化しようとした。金融市場と金融的摩擦の明示的モデル化に関係する限り、ある NCM の研究者は、これらのリスクプレミアの変動が景気循環を駆動する最も重要なショックであると仮定することによって不安定なリスクプレミアを探究した。この洞察は密接に Bernanke and Gertler(1989)および Bernanke et al.(1999)に続く。それはベンチマーク FAM モデルを発展させようとする試みを表す。ベンチマーク NCM モデルを改善あるいは更新しようとする最近のすべての試みはモデルに金融市場と金融的摩擦を取り込もうとした。

上述された異なる増幅された FAM モデルは、主流派マクロ経済学者によるベンチマーク NCM モデルを改善あるいは更新しようとする最近の試みを表現している。これらのモデルは2つの問題、主流派マクロ経済理論と政策形成をさらに妨げるように思われる理論的な弱さと政策不一致の問題を共有する。前者の問題から始めると、増幅された FAM モデルは、金融不安定性と長期にわたり継続する不況が外生的市場摩擦、つまり、銀行部門および金融部門における不完全性、非対称性あるいは硬直性の結果であるということ仮定している。増幅された FAM モデルは、金融不安定性が現代資本主義経済の正常な機能の内生的な副産物であるという可能性を決して認めない。換言すれば、増幅された FAM モデルは、依然としてベンチマーク NCM モデルのように、長期において自由な市場諸力は経済を唯一の外生的に与えられた社会的に最適な均衡に向かって駆動するであろうと仮定している。

1990年代初頭以来、主流派マクロ経済学においてニューコンセンサス・マクロモデル(NCM モデル)の潮流が広まった。2007年-2008年の金融危機、その結果生じた景気後退、そして現在の経済停滞期は、NCM モデルの問題のある特徴を強調している。NCM モデルにおいて、銀行と金融仲介機関は重要な役割を果たしてはいない。過去10年間にわたって、モデルに銀行と金融仲介機関の役割を付与することによって、NCM モデルを改善し更新しようとするいくつかの試みがなされてきた。閉鎖経済におけるベンチマーク NCM

モデルは3つの方程式(IS 方程式, フィリップス曲線, 中央銀行の政策反応関数)によって特徴づけられており、合理的期待形成仮説と「自然均衡」の演じる役割を強調した。1980年代に、Bernanke と彼の同僚らによって形成されたファイナンシャル・アクセラレーター・モデル(FAM)に対するオリジナルな貢献についてレビューした。これらの貢献は近年、主流派経済学における銀行と金融仲介機関のより大きな役割を割り当てる研究者たちによって再発見された。ベンチマーク FAM モデルは、最近の増幅された FAM モデルとともに、これらのモデルにおける金融不安定性の性質と役割を強調するために極めて長い間にわたり論じられた。第5節における主要な2つの論点は、主流派経済学における前進を阻む主要な問題点を提示していると考えられる。第一に、最近の理論的革新の政策的含意は十分に探究されてこなかった。増幅された FAM モデルは中央銀行の主要な目標として、価格安定性を金融的安定性に置き換えた。第二に、より重要なことに、最近の主流派マクロ経済モデルにおいて、金融不安定性は現代資本主義経済の正常な機能の内生的な副産物としてよりはむしろ、外生的市場摩擦の結果としてモデル化されてきた。

要約すると、2007年-2008年の金融危機、そしてNCM ベンチマーク・モデルがそれを説明することに失敗した結果として、主流派マクロ経済学を修正するための多くの試みがなされてきた。不安定なリスクプレミア、見返り担保制約、開放経済における通貨リスクプレミア、そして Minsky-Fisher 型のメカニズムは長く確立された NCM モデルを改善するために用いられた最も革新的な金融的摩擦である。これらのモデルの厳しい制限は、それらのモデルが、金融不安定性が現代資本主義経済の正常な機能の内生的な副産物であるという可能性を決して認めないということである。

参考文献・引用文献

- [1]Arestis, P.(2009)“The New Consensus in Macroeconomics: A Critical Appraisal”, in edited by G. Fontana and M. Setterfield, *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, Palgrave Macmillan, pp.100-117.
- [2]Arestis, P.(2018)“A Coherent Approach to Macroeconomic Theory and Economic Policies,”in edited by P. Arestis, *Alternative Approaches in Macroeconomics*, Palgrave Macmillan, pp. 127-154.
- [3]Arestis, P.(2019)“Critique of the New Consensus Macroeconomics and a Proposal for a More Keynesian Macroeconomic Model,”in edited by P. Arestis and M. Sawyer, *Frontiers of Heterodox Macroeconomics*, Palgrave Macmillan, pp.1-44.
- [4]Arestis, P. and Sawyer, M.(2003)“Reinventing Fiscal Policy,” *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 26, No. 1, 3-25.
- [5]Bernanke, B.S. and Gertler, M.(1989)“Agency Cost, net worth and Business fluctuations,” *American Economic Review*, Vol.79, No.1, pp.14-31.
- [6]Bernanke, B. S., Gertler, M. and Gilchrist, S.(1996)“Financial Accelerator and flight to quality,” *Review of Economics and Statistics*, Vol.78, No.1, pp.1-15.
- [7]Borio, C.(2006), *Monetary and Prudential policies at a crossroads ?New challenges in a new century*, BIS Working papers, no. 216.
- [8]Borio, C., Furfine, C., and Lowe, P.(2001) *Procyclicality of financial system and financial stability: Issues and policy options*, BIS working papers , no.1.
- [9]Christiano, L., Motto, R., Rostagno, M.(2013) *Risk shocks*, NBER working paper series, no. 18682.
- [10]Dafermos, Y.(2018)“Debt cycles, instability and fiscal rules: Godley-Minsky synthesis,” *Cambridge Journal*

of *Economics*, Vol. 42, 1277-1313.

[11] De Grauwe, P.(2010) "The scientific foundation of dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) models," *Public Choice*, Vol. 144, pp.413-443.

[12] De Grauwe, P.(2011) "Animal spirits and monetary policy," *Economic Theory*, Vol. 47, pp.423-457.

[13] Dos Santos, A.L.M.(2011)"Inflation Targeting in a Post Keynesian Economy," *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2011-2012, Vol.34, No. 2, pp. 295-318.

[14] Dos Santos, C.H.(2006)"Keynesian Theorising during hard times: Stock-flow consistent models as an unexplored 'frontier' of Keynesian macroeconomics," *Cambridge Journal of Economics*, Vol.30, No. 4, 541-565.

[15] Fisher, I.(1933)"The Debt-deflation theory of the great depressions," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp.333-357.

[16] Fontana, G. and Passarella, M.V.(2018)"The Role of Commercial Banks Financial Intermediaries in the New Consensus Macroeconomics(NCM): A Preliminary and Critical Appraisal of Old and New Models," in edited by P. Arestis, *Alternative Approaches in Macroeconomics*, Palgrave Macmillan, pp. 77-103.

[17] Lavoie, P.(2004)"The New Consensus on Monetary Policy seen from a Post Keynesian Perspective," in M. Lavoie and M. Seccareccia(eds.), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Chaltenton: Edward Elgar, pp.15-34.

[18] Lavoie, P.(2009)"Taming the New Consensus : Hysteresis and Some Other Post Keynesian Amendments," in edited by G. Fontana and M. Setterfield, *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Padagogy*, Palgrave Macmillan, pp.191-213.

[19] Lima, G.T. and M. Setterfield(2008)"Inflation targeting and macroeconomic stability in a Post Keynesian economy," *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 2008, Vol. 30, No. 3, pp.435-461.

[20] Setterfield, M.(2006)"Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics?," *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 2006, Vol. 28, No. 4, pp.653-671.

[21] Minsky, H. P.(1986)*Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press.

[22] Springler, E.(2019)"Inflation: Failures of Inflation Targeting-A European Perspective," in edited by P. Arestis and M. Sawyer, *Frontiers of Heterodox Macroeconomics*, Palgrave Macmillan, pp. 173-221.