

# 貨幣とマクロ経済

松川周二

本論は、貨幣とマクロ経済（あるいはマクロ経済学）との関係を、歴史の流れに沿って説明し、今日の日本経済の状況までを展望するが、その際の分析視角は次の2点である。

(1) 貨幣とマクロ経済のとらえ方において、本質的に同じ対立・論争が繰り返されてきており、それは今日の日本のデフレ克服策をめぐる論争にまで及んでいる。

(2) マクロ経済学は、『一般理論』の以前・以後を含め、貨幣数量説（とりわけケンブリッジ型の貨幣残高方程式）をベースにした修正・拡充・発展とみなすことができる。

## I

貨幣は物々交換のもつ不便さや非効率性を克服するために生み出された最高の社会的発明である。実際、われわれの経済発展を支え促したのは**進化する貨幣**であり、貨幣の利用によって徹底した分業と特化が可能となり、市場経済の効率と生産性が飛躍的に高まったのである。その意味で、貨幣そして金融—信用システムはまさに、労働・資本などと並ぶ生産手段であり、進歩を続ける技術体系といっても過言ではない。

貨幣は一般に、3つの機能があるといわれており、その第1は**価値尺度機能**である。価値尺度とは、すべての商品の取引を単一の価値尺度（たとえば円・

ドル・ユーロなど)で表示することにより、物々交換が複雑化することに伴う、交換比率数の激増を抑えるとともに、価値の加減乗除や比較考慮を可能にする。

貨幣の第2の機能は交換媒介・支払い手段である。「双方の欲求の偶然の一致」を前提とする物々(直接)交換は、膨大な取引コスト(最適な交換相手を探し交換が成立するまでの時間と労力)を要するが、貨幣を用いる間接交換はそれを大幅に軽減する。

第3に、貨幣が交換媒介・支払い手段として信認され広く用いられ始めると、貨幣は価値を(購買力を損なわずに)将来に持ち越すことができるようになるが、これを貨幣の価値貯蔵機能と呼ぶ。

歴史的にみると、この3つの機能を十分に果たしてきたのは、それ自体も商品としての価値をもつ貴金属(主に金や銀)でありそれは秤量貨幣(地金の重量で価値を示す)から延棒<sup>のべぼう</sup>をへて、さらに延棒を輪切にした、より便利なコイン(刻印と枚数で価値を表示できる硬貨)へと進化する。なお最初の段階ではコインは、それぞれが地金から作る私造品であったが、品位(純度、含まれる金や銀の含有率)をめぐるトラブルから、コインの発行は均一の品位を保証した国王や諸侯に独占されていく。

このように権力者が品位を保証したコインの登場により、市場経済が著しい発展を遂げたことから、交換媒介・支払い手段としての貨幣需要も高まり、そのためコイン鑄造用の貴金属への需要が増加しつづける。しかし市場経済は、貴金属が貨幣であることのジレンマに直面する。それは貴金属の採掘量が限られており、希少性自体が「信用の証し」として受領性を高める一方で、この希少性が増加しつづける貨幣需要のもとで「貨幣の不足」を生み、経済発展の阻害要因となるからである。

では、この「貨幣の不足」という問題は、どのようにして克服されるのだろうか。

まず第1は、貴金属の地金の供給量を増やすことであり、各国は鉱山開発を独占事業とし、採鉱・採掘技術の進歩に努めたが、貴金属の鉱脈は地理的に限られているため、成功する国は多くなかった。

より有望な第2の方法は、輸出の促進と輸入の制限によって貿易収支を黒字化し、国際通貨である貴金属の流入をはかることである。一般にこの政策は**重商主義の貿易政策**——重金主義・貿易差額主義——と呼ばれ、16世紀以降のヨーロッパで支配的となるが、この方法も結局は「列強による貴金属の奪い合い」であり、ゼロサム・ゲームにならざるをえない。

ところでコインを利用する人々（主に商人）にとっては、コインの価値は貴金属としての素材価値ではなく、その表示価値であり、1ポンドのコインで同額の商品を購入できればよい。すなわち、コインの品位が多少低下したとしても、それが均一で取引上のトラブルがなければ、人々に受領される。それゆえ、コインの品位を落とす改鑄によって、鑄造者に利益が生じるが、一般にこのような地金の購入価格とコインの額面価値の差額をシーニョリッジ（貨幣発行益）と呼ぶ。たとえば王室が、以前2枚のコインを鑄造していた地金から3枚のコインを鑄造するならば、それは王室の財政改善に寄与するとともに、民間にとっても貨幣不足が解消するというメリットが生じる。しかし改鑄が繰り返されると、コインへの信用が損なわれるとともに貨幣価値も下落、さらに額面価値が同じで質の違うコインが混在するようになるため、高品位のコインが退蔵され質の劣るコインのみが市場で流通し、いわゆる**グレシャムの法則**（エリザベス女王の王室財務官であったトーマス・グレシャムのいう「悪貨は良貨を駆逐する」状況）が成立することになる。

歴史的にみると、ローマ時代以来、コインの改鑄は繰り返されてきており、中世ヨーロッパでは、英国のヘンリー8世による1543年から始まる大改鑄が有名であるが、その原因は、対外戦争のための戦費調達を議会が否決したことが発端であり、戦費を捻出するために大改鑄という「増税」を行ったのである。また17世紀、ドイツ30年戦争（1618～48年）では、諸侯が悪貨を鑄造したために、貨幣経済は混乱、インフレーションを招いてしまう。

では日本はどうだったのだろうか。少なくとも江戸初期は、多くの鉱山から採掘された地金をもとに、高品位の慶長金貨・銀貨が長期間供給され続けたが、17世紀後半、将軍綱吉の時代になると、慢性的な財政赤字と貿易赤字により、

幕府の金庫（ストック）が枯渇寸前になる。そこで綱吉は時の勘定奉行の萩原重秀の献策を受け入れ、1695年、元禄の改鑄に踏み切る。元禄の改鑄により、金貨で35%、銀貨で約20%ほど品位が低下したために、約450万両にも及ぶ差益が生じ（以前の2枚が3枚に）、幕府の財政破綻を救ったが、同時に市場経済化に伴う貨幣需要に応じるという積極的な経済政策でもあった。すぐれた実務官僚の萩原は「貨幣は品位の維持よりも、必要量の供給の方が重要である」と主張したものの、膨大な額の改鑄差益が、綱吉の浪費や凶作・地震・大火災などに伴う出費により数年で使い尽くされたことからみて、貨幣が過剰に供給され、「元禄景気」を演出したことは間違いない。すなわち、この改鑄には、市場経済の健全な発展に不可欠な貨幣の供給という功の面と貨幣価値の信頼の低下という罪の面を合わせもったものであり、新井白石は1709年、罪の面の責任を追及して萩原を失脚させ、金・銀の品位の回復をめざしたことから、日本史上初の通貨論争が巻き起こった。

広く知られているように、貨幣学説には金属主義と名目主義がある。金属主義は貨幣の本質を素材の貴金属に求め、その価値は金属自身の価値に由来すると主張するのに対し名目主義は、国家の法制が付与する強制通用力をもとに貨幣価値が保持されるのであって、コインの場合であっても、国家による刻印が価値の源泉であり、その素材価値とは独立であるという。

もちろん萩原は名目主義者であり、「たとえ瓦礫のようなものでも、官府の捺印があって民間で通用しているならば、それが貨幣となるのは当然である」と明言したといわれている。一方、白石は金属主義の立場に立ち、元禄金銀から慶長金銀と同じ品位の正徳金銀を鑄造して物価の安定を図ったが、当然ながら経済は貨幣不足によるデフレに陥り、経済は混乱する。そして長びくデフレ不況のなか、1736年ついに将軍吉宗は品位を40%以上落とした元文小判・丁銀を鑄造して、貨幣量の変動に伴う経済の混乱はようやく収束をみるのである。

## II

市場経済を支えるコインの不足に対処するために、各地の商人たちの間でさまざまな創意・工夫や社会的な発明・革新が試みられるが、その基点となったのは、どのような取引でも貨幣の価値尺度機能は不可欠であるが、媒介・支払い手段としては貨幣自体を必ずしも必要としないという共通認識である。実際、取引が頻繁になり、かつ巨額になると、コインを持ち運ぶのに多大な労力が必要となり、加えて盗難に会う危険が高まるから、この面からもコイン（現金）の直接的な使用を最小限にする誘因が生じる。

そこでたとえば、商人 A が商人 B から商品を購入した場合に、直ちにコインで代金を支払わず、A と B の間で債務（債権）の承認を行なう。そして次に、B が A から商品を購入する際に、前回の A の債務額と今回の B の債務額を相殺し、差額のみをコインで決済するならば、その分コインの利用は節約される。

このように「債務の承認」を巧みに利用する信用取引が拡大するならば、それだけコインの使用を減らすことができるが、その一方で債務の不履行というリスクも生じるので、信用取引は信用における商人間での利用に限定されていたのである。

ではどのようにすれば、債務不履行のリスクを減らすことができるのだろうか。その第 1 の方法は、大商人の信用力を生かすことである。

ある都市の商人 A が遠方の都市の商人 B から商品を購入する場合、A は代金を直接 B にコインで支払う代りに、2つの都市に支店をもつ大商人 C に代金を支払い、C の債務証書（C が支払人であるとした証書）を受け取って、これを B に送る。B はこの C の債務証書を、この地にある C の支店に持参して提示し、取引相当額のコインを受け取れば、A と B の間の取引は決済されたことになる。

すなわち、遠隔地間の取引が危険の多い現金輸送を伴うことなく、信用ある

商人Cの債務証書を送ることで決済されたのであり、これが「為替手形」である。また、Bが直ちにコインを受け取らずにCに預託しておき、その後Bに支払いの必要が生じた時に、Bは預託金をもとに支払いに必要な額の債務証書をCに発行してもらい、それを取引相手に送って決済することもできる。

このように、有力な商人が広範囲に居住する人々の間で高い信用を得ているならば、彼の債務証書は債務不履行の危険が少ない証書と見なされ、コインに代わる支払い手段として普及し始める。そして、債務証書の利用はさらに進化する。

たとえばBから商品を購入したAが直ぐには代金を支払えない場合、Cは自らを支払人とする債務証書をAに渡す形で、Aに支払相当額を貸付けることができ、さらには、より広く資金不足に陥っている商人や製造業者に、信用あるCの債務証書の形式で、貸付け業務を行なうようになると、この債務証書は、まさに商人たちによって創造された信用貨幣であり、後の銀行券の原型の一つとなるのである。

貨幣を節約するために工夫された第2の方法は、両替商による振替業務の展開である。

たとえば、上で述べたCが各地でコインの鑑定・評価・両替や一時保管を職業とする大両替商だとすれば、彼は各地にあるネットワークを活用して、預金口座を開設し、コインの両替だけでなく、手形の使用や口座振替（取引相手の口座に代金の振込みを委依する方法）によって安全かつ迅速に決済を代行することができる。実際、この現金を使用しない口座振替は振替貨幣（あるいは帳簿貨幣）といわれ、最初はヴェネツィアやフィレンツェなどの北イタリアの諸都市で発展、1609年に設立された市営アムステルダム振替銀行で一つの完成をみる。

以上のように、大商人や大両替商が供給する各種の手形や口座振替は初期の信用貨幣とみることができ、信用貨幣の進化の一大画期となったのは、銀行券の誕生である。銀行券のルーツはヨーロッパの場合、昔ロンドンの金匠（金細工師 goldsmith）が発行したコインの預り書であり、以下、この預り書が

どのようにして銀行券へ進化していったのかを説明しよう。

17世紀初頭、金匠が品位の鑑定や安全な保管場所としてコインを預り、その際に預り書として発行したのが**金匠ノート**である。もちろん預託者がそれを持参すれば、コインは返却されるが、ロンドン市民はコインの使用の不便さと危険を避けるため、次第に信用ある金匠ノートを信用貨幣として利用するようになる。すなわち、AがBに対して債務を支払う際に、Bに金匠ノートとともに支払いを依頼した指図書を添えて渡し、Bはこれらを金匠に示してコインを受け取るという方法である。

そしてこの金匠ノートはやがて、指図書と一体化した持参人支払いの**金匠手形**となり、さらに利便性と信用度を高めるために、手形の**裏書き制度**が広がる。手形の裏書きとは、手形を受け取ったBが自らの意志で債権を第3者に渡したことを証明するために、手形の裏面に自筆で署名することであり、署名により手形は合法的に譲渡可能となる。かくして金匠手形は、その高い受領性と流動性ゆえに限りなく貨幣に近づき、ロンドンの市民を中心に信用貨幣として普及していく。

ところで金匠手形がコインの代りに流通するようになると、預託者が現金を引出す必要性は著しく低下するので、金匠の金庫には多額のコインが無為に眠っており、そのため革新的な金匠が、この現実に着目し、以下のようにして**金融業**（短期貸付け）を始める。

いま金匠がAに金匠手形で貸付けを行なうと、AはこれをBへの支払いにあてる。金匠手形を受け取ったBは、コインを引き出すこともできるが、裏書き制度を利用すれば、自らの債務の支払いにあてることができる。このようにして、短期貸付けによる預託金の裏づけのない金匠手形が、預託金の預り書として発行された金匠手形と区別されることなく流通することになる。その結果、金匠手形の発行総額は金匠の金庫にある預託されたコインの総額を超えることになるが、たとえ超過しても金匠手形の保有者が一度に金匠手形の兌換（コインの払い戻し）を要求することはないから、貸付けが不履行にならないかぎり、問題は生じない。むしろ、市場経済の発展に伴って増大する貨幣需要

（コインの不足）のもとでは、短期貸付けによる金匠手形の弾力的な供給は信用貨幣として、市場経済の発展に寄与することになる。

以上のように、**為替手形・振替貨幣・金匠手形**は、経済内部の取引・貸借から民間の創意・工夫によって自生的に生まれた貨幣であり、**内部貨幣**と呼ばれる。内部貨幣は正確にいうと、民間部門に対する債務（たとえば金匠の短期貸付け）を引き当てとして創出される貨幣であり、初期の銀行が発行した交換銀行券そして今日の銀行の預金通貨へと進化する。

これに対して、国が鑄造するコインや政府紙幣、今日の中央銀行が独占的に供給している銀行券などは、経済の外部から供給されるという意味で**外部貨幣**と呼ばれる。

ところで金融業を始めた金匠はその後どうなったのだろうか。各金匠は貸付けによる利子収入の増加をはかるために、競って貸付けを増加していくが、そうすると金匠の手元にあるコインの額（いわゆる現金準備）の不足がネックとなるので、金匠は利子を支払ってコインの預託（預金）を集めるようになる。こうなると、もはや金匠は**金匠銀行**であり、**金匠手形は兌換銀行券**というべきであらう。

しかし1640年頃から1680年代にかけての時期、絶頂期を迎えた金匠銀行も過当競争により過大貸付けが発生し、ついに1682年、当時最大級の金匠銀行であったバックウエルが倒産して信用危機を招くことになり、英国民の間で、信用ある大銀行の設立を求める声が高まってくる。ちょうどそれは、品位の異なる私造コインに悩まされた商人たちが、国王や諸侯にコインの独占的発行権をゆだねたことに似ており、その役割を担うのが後に中央銀行になる初期のイングランド銀行なのである。

### Ⅲ

16世紀以降、中南米の鉱山からスペインに持ち込まれた銀塊をもとに、銀貨



が鑄造され、それが(あるいは銀塊のまま)輸入代金としてヨーロッパ各地へ流出していくと、各国は貨幣過剰の状態となり、次第に物価が上昇し始める。そのため、貨幣も他の商品と同様に供給が増えると交換価値(実質的な購買力であり、物価水準の逆数)が低下するという素朴な貨幣数量説が登場するが、最初に貨幣数量説を明確にしたのは、哲学者として有名なヒューム(D. Hume)である。

貨幣数量説は一般的にいえば、「貨幣供給の増減が物価の上昇・下落を引き起こす」という命題であり、貨幣供給量と物価水準の間の密接かつ直接的な関係——狭義では両者の比例的関係を主張する理論である。なお通常テキストでは、貨幣数量説として、有名なフィッシャー(I. Fisher)の交換方程式—— $M$ (貨幣量)・ $V$ (流通速度) =  $P$ (物価水準)・ $T$ (貨幣を用いた取引総量)——が紹介されているが、本論ではもう一つの定式化であるケンブリッジ型の貨幣(あるいは現金)残高数量説を取り上げる。それは、貨幣残高数量説が、「物価水準は貨幣供給量と貨幣需要量とが等しくなる点で決定される」という、均衡マクロモデルの原型だからであり、それゆえマクロの貨幣需要関数の定式化が重要となる。

貨幣—市場型経済では、経済活動を円滑に進めるために過不足のない貨幣量が不可欠であり、具体的には代金の支払いや債務の決済・不意の支出のための準備などである。そこで、このような貨幣需要を取引的・予備的動機による貨幣需要と呼ぶと、それは貨幣—市場経済の発展状況を所与とすれば、マクロ経済の取引総額の増加関数となるが、取引総額と国内総生産額が高い相関関係があると考えられる。

そこで簡単化のために、取引的・予備的動機による貨幣需要  $M^d$  を、国内総生産  $Y$  ( $=P \cdot O$ ,  $P$ は物価で  $O$ は総生産量) に比例すると仮定するならば、

$$M^d = k \cdot Y = k \cdot P \cdot O \quad (3-1)$$

となる。 $k$ は一般にマーシャルの  $k$  と呼ばれ、人々が国内総生産  $Y$  (=国民所得) の関係でどの程度の貨幣を需要するかを示している。

一方、貨幣供給量  $M^s$  はⅡで述べたような外部貨幣(たとえばコイン)で所与

図 3-1

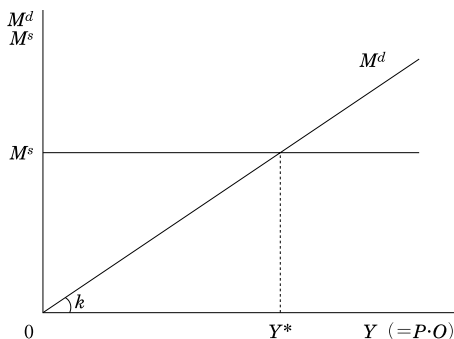
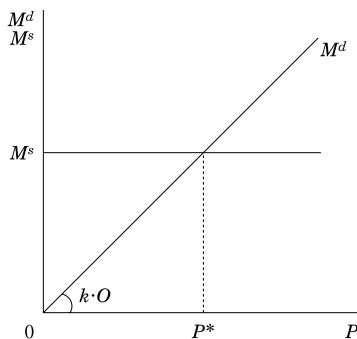


図 3-2



とすると、マクロの貨幣需給の均衡式である貨幣残高方程式は、 $k$ を一定と仮定すると

$$M^s = M^d = k \cdot Y^* = k \cdot P^* \cdot O \quad (3-2)$$

となる。それゆえ、図3-1のように均衡国内総生産  $Y^*$  が決定され、さらに総生産量  $O$  を一定と仮定すれば、図3-2のように、均衡物価水準  $P^*$  が決定される。

では、均衡物価水準  $P^*$  はどのようなプロセスをへて実現するのだろうか——いま図3-3のように  $M^s$  が  $\Delta M$  だけ増加するケース——たとえば国がコインを改鋳して貨幣支出を増加するケースを想定しよう。

まず国の税収をこえる貨幣支出の増加 ( $\Delta M$ ) によって軍人や官僚の貨幣収入が増加し、彼らの貨幣保有が最適量を超えると、過剰分 ( $\Delta M$ ) を貨幣支出に振り向けるから、関連する商品の価格が上昇し生産も刺激される。そしてこれらの商品の生産・販売にかかわった部門で貨幣収入が  $\Delta M$  だけ増加すると、今度は彼等の貨幣保有が最適量を超え、貨幣支出が増加、より広範な分野で諸価格が上昇し、貨幣支出の増加と物価の上昇という相互作用が続いていく。

しかしこのような物価の上昇は次第に逡減していく。それは (3-2) 式より、物価が上昇するとともに、最適の貨幣保有も増加するために、人々は増加した貨幣収入の一部を貨幣保有として残すからである。そして図3-3より、

図 3-3

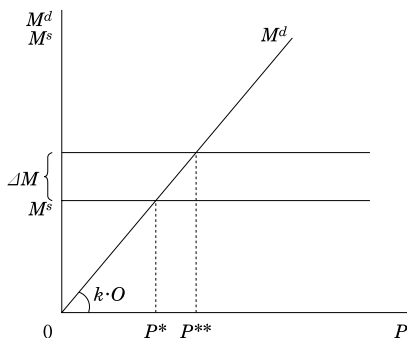
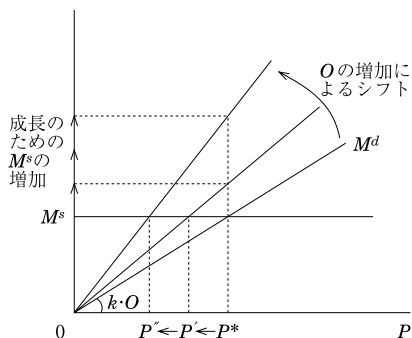


図 3-4



$P^*$  が  $P^{**}$  に到ると、 $\Delta M$  はすべて人々の  $M^d$  の増加によって吸収され、 $M^s + \Delta M = M^d$  の均衡が実現する。

このように貨幣数量説によれば、 $k$  と  $O$  とが一定ならば、 $M^s$  と  $P$  とは比例することになるが、均衡化へのプロセスでは諸財間の相対価格は不変ではなく、いわゆる「貨幣と実物経済の二分法」が成立するのは難しい。現実的にみて貨幣支出が増加する最初の段階では、特定な分野での諸価格が上昇し、相対価格は変化するだろうから、ミクロ経済学でいうところの資源配分は攪乱されることになる。

では貨幣供給量  $M^s$  が一定に維持されるならば、物価は安定するといえるのだろうか——まず考えられるのは総生産の増減であり、明らかにそれは物価変動の要因となる。また中長期的には、経済成長によって総生産は増加していくから、図 3-4 のように  $M^s$  が一定ならば  $P$  は下落し続けてしまい、経済はデフレ不況の状況に陥るだろう。したがって安定した物価水準のもとで経済成長を実現するためには、貨幣需要の増加に対応した、成長を支える貨幣供給が不可欠となる (図 3-4)。

次に検討されなければならないのは、マーシャルの  $k$  は短期的にみて安定的なのかという問題である。そこでわれわれは、物価の上昇によって貨幣の実質価値が下落し、逆に物価の下落によって貨幣の実質価値が上昇することに注

図 3-5

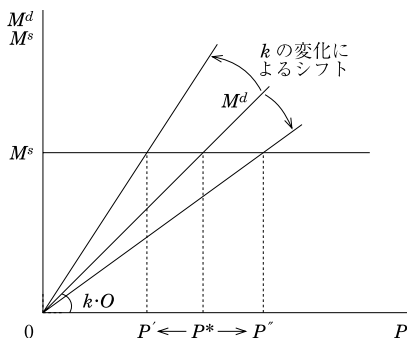
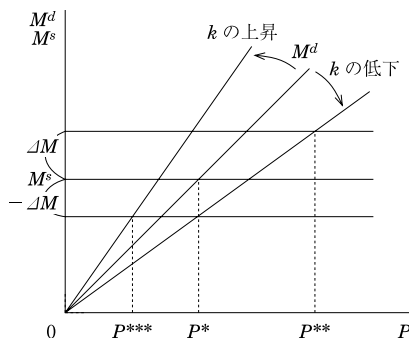


図 3-6



意する必要がある。すなわち、もし多くの人々が物価の上昇を予想するようになると、価値が下落する貨幣よりも価値の増加が期待できる実物財の選好を強めるだろうから、人々は貨幣保有を最小限にして貨幣支出を増加、図3-5のように $k$ は低下して $P$ は上昇する。同様に、多くの人々が物価の下落を予想すると、それは貨幣の実質価値が高まることを意味するから、人々は貨幣支出を抑制して貨幣保有への選好を強め、 $k$ は上昇し $P$ は下落する。

このように $k$ は物価水準の予想される変化の減少関数であり、 $k$ の変化は物価変動の内生的要因であることはわかるが、現実には貨幣供給量 $M^s$ の変化に誘発されることが多い。

いま国が戦費調達のために不換紙幣を増発したとすると、人々は物価上昇を予想するようになるため、 $P$ は $M^s$ の増加だけでなく、 $k$ の低下によっても上昇する。同様にインフレを抑えるために $M^s$ を減少させると、人々は物価下落を予想するようになるため、 $P$ は $M^s$ の減少だけでなく、 $k$ の上昇によっても下落する(図3-6)。

以上のように、貨幣残高数量説は、マクロ経済における貨幣の需給均衡式を用いて、物価水準の決定を説明するとともに、 $k$ の変動に伴う内生的な物価変動をも説明することができる。またそれは、マクロ・モデルの基本構造である、人々の行動仮説( $M^d=k \cdot P \cdot O$ )、外生変数 $M^s$ そして均衡式 $M^s=M^d$ を備えて

いるという意味で、現代のマクロ・モデルの原型なのである。

#### IV

1692年（私営）イングランド銀行は、名誉革命により国王に迎えられたウィリアム3世の借入れを支援するため、公募で集められた120万ポンドを資本金に設立される。イングランド銀行は、国王への貸付けの見返りとして、自己の銀行券に、「国家の承認を受けた信用ある銀行券である」という地位が与えられた。その結果、イングランド銀行券の高い信用は他の民間（金匠型）銀行の銀行券をしのぎ、1770年頃には、イングランド銀行券が兌換銀行券（正貨である金・銀貨と交換できる紙幣）の中心となっていた。

ところが1804年から10年以上も続いたナポレオン戦争に巻き込まれたために、イングランド銀行は、兌換停止を余儀なくされていたが、一時的措置のはずの兌換停止がナポレオンの失脚後も続いてしまい、イングランド銀行への批判が高まった。そして当然ながら、この間に銀行券が増発されたために、銀行券の価値は正貨に比して低下、ポンドの対外価値である為替レートも下落していた。

そのため、銀行券発行のあり方を検討する『地金委員会』が1810年に設置されることになり、いわゆる地金論争が巻き起る。

貨幣の価値は貴金属自体の価値であり、銀行券はそれを補完する存在にすぎない。したがって銀行券の発行は厳格に正貨（貴金属）のストックに制約されるべきであり、物価上昇による貿易収支の悪化や為替レートの低下そして正貨の流出は、銀行券の過剰発行によると主張したのが地金主義者である。

これに対してイングランド銀行は、真正（実）手形説（「アダム・スミスの原則」とも呼ばれる）にもとづいて、以下のように反論する。銀行券の需要は経済活動の高まりに派生して生じるものであり、銀行券が過剰発行することはありえない。たとえば、商人Aが生産者Bから商品を購入したが、Aは商品をすべて販売するまで手元に現金がないとする。そこでAは代金の支払いを延期

するためにBに約束手形（一定期間後の支払いを約束した債務証券）に渡すが、BもAと同様に原材料の購入や賃金の支払などのために直ぐに現金が必要とする場合がある。このような現金不足の状態のもとで、銀行がBの求めに応じて、約束手形を割引き価格で買い取り、銀行券を渡すならば、これで銀行券が増加しても「生産に応じた発行」であり、過剰発行ではない。そして、経済活動が落ち込み貨幣需要が減少すれば、銀行券の発行も減少するのである。

この地金論争は、「イングランド銀行の見解は正貨兌換が停止されている場合には成立せず、銀行券の過剰発行の危険が大きい」と結論づけた『地金委員会報告（1810年）』により、地金主義が勝利を収め、「イングランド銀行はポンド為替の安定化のために銀行券の発行を制限し、2年後に正貨兌換を開始すべきである」と勧告される。

かくして正貨兌換を再開した英国は1816年、世界に先がけて金貨本位制（1ポンド金貨＝金0.25オンスを本位貨幣とする通貨制度）を確立するが、その一方で英国経済はしばしば厳しい不況に見舞われ、そのたびに正貨準備が減少、兌換停止の危機に直面する。

そして1840年から41年にかけて、イングランド銀行の組織と発券制度のあり方をめぐり、先年の地金論争の再燃というべき通貨論争が通貨主義と銀行主義との間で展開される。

銀行主義者は前回と同様に真正手形説にもとづき、経済活動を支える必要ゆえに「内部で」創出される銀行券は、人々が必要以上に保有する合理的な理由はなく、過剰となると預金や借入金の返済の形で銀行に還流すると主張する。さらに銀行券の発行を厳しく制限するほど、貨幣不足によって生産や雇用が縮小するデフレ不況のリスクが高まり、しかも正貨準備の増減によって銀行券も増減するならば、信用不安が生じ物価も乱高下すると指摘する。

これに対して通貨主義者は、銀行券の増発は生産の増加にもとづく貨幣需要だけとは限らず、諸商品への投機的な需要や困窮した借手を救済する融資も多いと指摘し、発行が法的に厳格に規制されなければ、過剰発行によるインフレや貨幣の対外価値の下落の危険が高まると反論する。

図 4-1

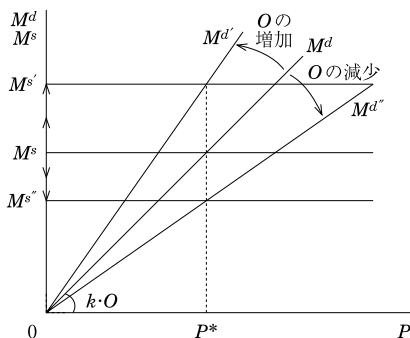
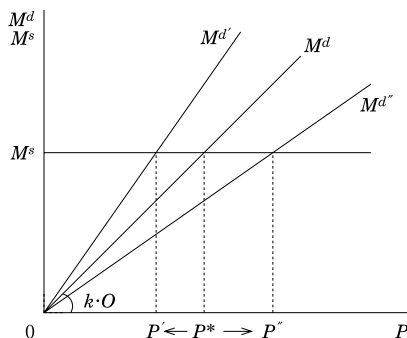


図 4-2



以上のように、銀行券の自由な発行権を得て、国内物価と金融 - 決済システムの安定化をめざす銀行主義者と、イングランド銀行の自由裁量を極力制限してポンドの対外価値の安定化をめざす通貨主義者の対立は、今度も通貨主義が勝利を収め、1844年、ピール銀行条例が成立する。

ピール条例により、イングランド銀行は通貨主義の主張を受け入れ、制限額を超える銀行券の発行には、同額の正貨の増加を必要とする保証準備発行直接制限制度を採用することになる。しかし、その代償として兌換銀行券の発行権を漸次、イングランド銀行に集中・独占することが認められたため、唯一の兌換銀行券を発行するイングランド銀行とそれを主たる現金準備とし、(自己の銀行券を発行する代りに) 短期貸付けによって預金通貨を創出する民間銀行群からなる近代的な銀行システムが形成されていく。

ところでわれわれは、通貨主義と銀行主義の対立をどのように理解すべきなのか——貨幣残高数量説の図を用いて説明しよう。

銀行主義者は、国内物価と金融 - 決済システムの安定を維持するために、銀行券を弾力的に供給すべきであるという立場から、正貨準備に左右されることなく、貨幣供給量  $M^s$  をコントロールすることを、また図 4-1 のように、 $O$  や  $k$  が変化して  $M^d$  曲線がシフトした場合も、 $P$  の安定を維持するように  $M^s$  を増減することを求める。しかし、物価の上昇に歩調を合せて  $M^s$  を増加し続

けてしまうと、インフレを招く。

これに対して通貨主義は、 $M^s$ が一定であれば、インフレは起こらないという立場である。確かにそれによってインフレと正貨の流出は阻止できるとしても、逆に「貨幣不足によるデフレ」の可能性が高まる。また図4-2のように、 $k$ や $O$ の変動の伴って $P$ は変動するし、国際収支の順調・逆調によって正貨が流出し $M^s$ がシフトすると、たとえば通貨主義に従ったとしても、 $P$ が安定するとはいえない。もっとも通貨主義者にいわせるなら、銀行券の過剰発行がなければインフレは発生せず、インフレが生じなければ国際収支は悪化しないということになる。

いうまでもなく、安易に両派のどちらかに軍配をあげることはできないが、地金主義に由来する通貨主義と銀行主義の対立は、形を変えながらも、今日まで続いていることは、問題の本質は時間を越えているという証左といえるだろう。

## V

19世紀も後半に入ると、英国だけでなく西ヨーロッパ諸国も産業革命を迎え、近代的な生産システムが普及してくるが、そこで稼働する機械類や設備の生産、工場の建設、さらには鉄道・港湾などの産業インフラの整備に必要な莫大な固定資本投資を資金面で支え促したのが証券市場であり、株式発行による資金調達が重要な役割を果たした。一方、英国に遅れて資本主義体制を確立したヨーロッパ諸国では、銀行が短期資金の貸付けだけでなく、固定資本への投資もファイナンスするようになる。

また19世紀以降、英国を中心に各国で景気循環が顕著となり、次第に設備投資の変動が景気循環の主たる要因であるという認識が広がる。このようななか、スウェーデンの経済学者ウィクセル (K. Wicksell) は、銀行信用である内部貨幣が「貯蓄を超える投資という不均衡」を通じて供給され、それが累積化する



図 5-1

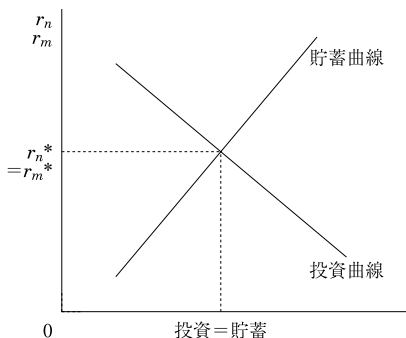
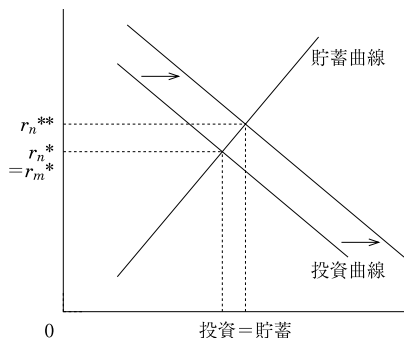


図 5-2



という、新しい変動理論を展開する。そこで以下、ウィクセル型モデルの概要を説明しよう。

ウィクセルは、現実の経済では銀行組織が貸出しによって創出する預金通貨が貨幣の中心であるという認識のもとに、「純粹信用経済（銀行信用のような内部貨幣のみの経済）」を仮定し、さらに、今期の企業の資金需要と今期の自発的な貯蓄による資金供給とが調整されるフロー（貸付け）の資金市場を想定する。

すると図 5-1 のように、右下りの資金需要（投資）曲線と右上りの資金供給（貯蓄）線を描くことができ、両曲線の交点で資金の需給均衡（したがって投資=貯蓄）をえることができる。ここでの均衡利率は自然利率  $r_n^*$  と呼ばれる。しかも、銀行の貸出し利率  $r_m^*$  がこの  $r_n^*$  と等しい場合には、企業に銀行借入れの誘因が生じないから、物価も安定的で、マクロ経済は均衡状態にある。

ところがいま、企業の投資からの期待収益率が上昇したとする。すると図 5-2 のように投資曲線は右上方にシフトするから、 $r_n^*$  は  $r_n^{**}$  へ上昇し、 $r_n^{**}$  のもとで新しい均衡が回復するというのが、当時の正統派の見解であるが、ウィクセル型モデルではそうならない。なぜなら、銀行利率が  $r_m^*$  であるかぎり、 $r_n^*$  が  $r_m^*$  をこえて上昇すると、企業の資金調達資金市場から銀行借入れにシフトするからであり、そうなれば  $r_n^*$  の上昇は抑えられ、市場利率は

図 5-3

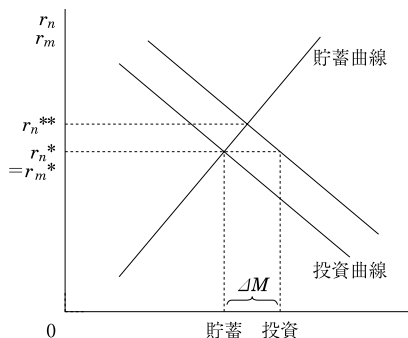
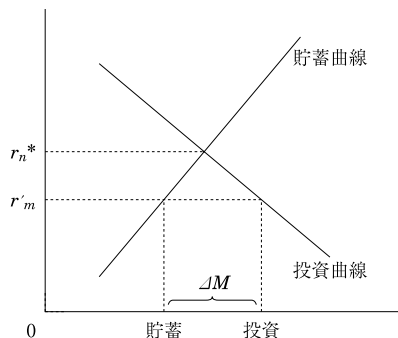


図 5-4



銀行利子率  $r_m^*$  に規定される。

この結果、企業の投資の増加分は銀行貸出しによってファイナンスされ、預金通貨もそれだけ増加 ( $\Delta M$ ) するため、図 5-3 のように  $r_m^* = r_n^*$  のもとで、投資－貯蓄 =  $\Delta M$  となり、マクロ経済は超過需要となって物価も上昇し始める。では、このような投資と貯蓄の不均衡と預金通貨の創出によるインフレ・プロセスは収束に向かうのだろうか。

(1) インフレの進行により、実質金利が低下し実質的な債務負担も軽減され、またインフレ期待のもとで各種の事業からの期待収益率も高まるから、企業の資金需要は旺盛であり、投資曲線が左下方へ戻ってくるとは考えられない。

(2) 現金が使用されない純粋信用経済では、銀行の現金準備を必要としないから、貸倒れリスクが高まらないかぎり、銀行利子率が上昇する理由はない。

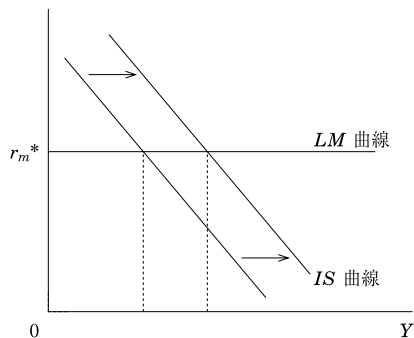
以上のようにウィクセル型モデルは、投資（や貯蓄）曲線の自主的な変化による投資と貯蓄の不均衡は、銀行信用の増減を伴いながら拡大し、物価水準を累積的に変動させることになる。

かくしてウィクセル以後、投資－貯蓄の不均衡分析と銀行行動とを結びつけた変動理論が注目を集めることになる。しかしウィクセル型モデルは、銀行主義の流れに沿った内部貨幣の理論であり、通貨主義が主張するように、貨幣供給を厳しくコントロールするならば、投資と貯蓄の不均衡は生じない。

たとえばハイエク (F. Hayek) は、投資曲線のシフトによってインフレが生じるのではなく、図5-4のように、人為的な低金利政策  $r'm$  (による銀行利子率の引下げ) によって始動するのであり、中立的な貨幣政策のもとでは累積的なインフレは生じないと主張する。確かに、投資—貯蓄=貨幣供給量の増加というドグマが成立しているかぎり、ハイエクの主張は正しい。そこで、中立的な貨幣政策 (貨幣供給が一定) のもとでも、貯蓄と投資の不均衡によってマクロ経済は変動することを論証しようとしたのが、ケインズの『貨幣論』であり、『一般理論』なのである。

なおウィクセル型モデルを  $IS-LM$  モデルで示すと図5-5のようになる。

図5-5



## VI

ケインズ (J. M. Keynes) は、『貨幣改革論 (1923年)』において、実質貨幣残高インフレ・デフレ (物価変動の予想による  $k$  の変化が引き起こすインフレ・デフレ) の可能性を指摘し、迅速かつ適切な貨幣政策を求める。次いで『貨幣論 (1930年)』では銀行組織の2重の役割——短期貸付けによる預金通貨の創造と物価の安定をめざす貨幣政策——をどのようにバランスすべきか、という問題を提起、IVで論じた通貨主義にもとづく立場を正統派、銀行主義の流れを引き継ぐ立場を異端派と呼び、両派を以下のように評価する。

異端派の「生産過程の裏づけられた預金通貨の創造はインフレを招かない」という見解は基本的には正しいが、生産過程に一定の時間を必要とする以上、投資超過によるインフレ (ケインズのいう利潤インフレ) を招く危険があると指

摘する。一方、正統派の正貨準備に制約された金融政策に対しては、インフレとデフレの両方の危険性が生じるとして厳しい評価を下す。

それゆえケインズは、中央銀行は正貨準備の制約から自由となり、投資と貯蓄の均衡によって物価水準が安定化するように、適切な貨幣政策と貨幣改革（いわゆる「管理通貨主義」の立場からの「貨幣の国家的管理」, 「貨幣の国際的管理」そして「貨幣の超国家的管理」）を行なうことを求める。

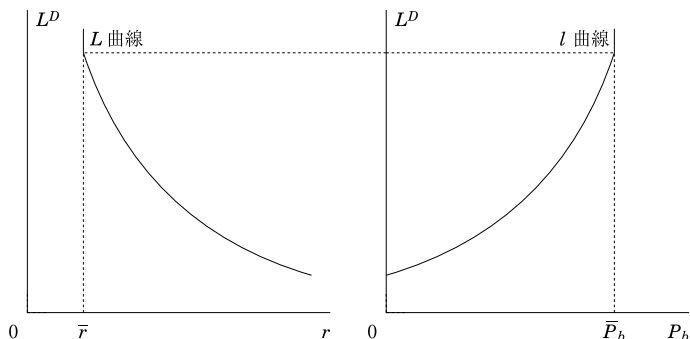
そしてケインズは、1936年に『一般理論』を著して、今日のマクロ経済学の基礎を築いた。当然ながら『一般理論』は前著の『貨幣論』を継承しているが、同時に貨幣残高方程式と貯蓄—投資の不均衡分析の新しい統合の試みであり、その意味でウィクセル型モデルの発展であるとともに、代替モデルの性格をもっている。

そこで『一般理論』の理論構造をウィクセル型モデルとも対比しつつ、説明することにしよう。

(1) 企業の投資資金は主に、ストックの債券市場における社債の新規発行によって調達される。通常、ストックの債券市場では、ウィクセル型モデルのフローの資金市場とは違い、既発行で満期前の種々の債券が日々大量に売買されており、そこで成立する債券利率（債券利廻りであり、確定利子額を市場価格で割った値）が新規発行の社債の利率を規定する。また銀行が企業に投資資金を供給する場合も、この利率が基準となる。なぜならもし債券利率の方が銀行の貸出し利率よりも高ければ、銀行は資金を貸出しから債券購入にシフトさせることになり、同様に、債券利率の方が低くなるならば、企業は社債発行によって資金を調達するので、いずれの場合も、銀行は貸出し利率を債券利率に近づけることになる。

(2) 既発行の債券の売買が支配的な債券市場において、債券価格（したがって利率）はどのようにして決定されるのだろうか。ここでわれわれは、資産家（や投資家）は保有している債券の値下がりによるキャピタル・ロス（値下り差損）の危険に直面していることに注目する必要がある。実際、投資家は債券の値下りを予想する場合、債券を売却して貨幣保有を増やそうとするだろうし、

図 6-1



逆に値上りを予想する場合には、債券の保有を増やそうとするだろう。すなわち資産家の貨幣需要は債券価格の予想される変化に影響されるのである。

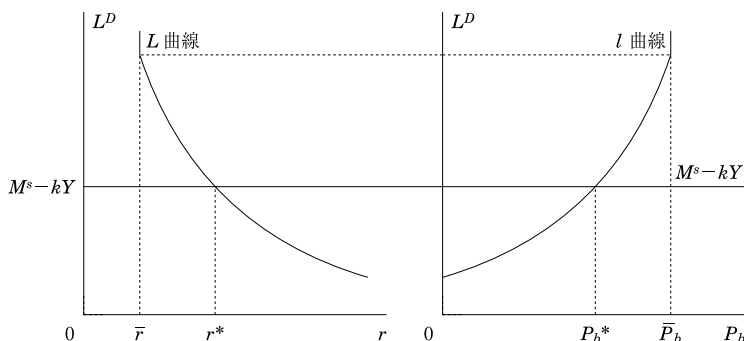
(3) 既にⅢで述べたように、『一般理論』以前においても、物価の上昇(下落)が予想される場合、価値が下落(上昇)する貨幣(実物財)から、価値値が上昇(下落)する実物財(貨幣)へのシフトが生じ、 $k$ は低下(上昇)することから、貨幣と実物財との間に投機的な代替が生じることが指摘されていた。しかし『一般理論』は、それは貨幣と債券との間の資産選択のみに限定しているのであり、そこで債券価格の値下りによるキャピタル・ロスを避けようとする資産家の貨幣需要を、投機的動機による貨幣需要と呼ぶ。

そしてケインズは、動学的な変数である債券価格の変動予想と静学的な現在の債券価格との関係を次のような巧みな方法で結びつける。

(4) 資産家にはそれぞれ、自らが正常と考える債券価格の水準がある。それゆえ、現在の債券価格が低(高)水準にあるほど、多くの資産家はそれを正常水準以下(上)とみなして値上(下)りを予想するだろうから、債券需要は大きく(小さく)貨幣需要は小さく(大きく)なる。したがって、債券価格を  $P_b$ 、投機的動機による貨幣需要を  $L^D$  とすると、 $\ell$  曲線は図 6-1 (右) のように右上りで下に凸型となり、

$$L^D = \ell(P_b) \quad \ell > 0 \tag{6-1}$$

図 6-2



となる。 $l$  曲線が下に凸型となるのは、資産家は  $P_b$  が高水準にあるほど、ほとんどすべての資産家の正常水準を超えてしまうからであり、 $P_b$  に上限  $\bar{P}_b$  が存在することになる。また前述したように、債券利率  $r$  と  $P_b$  は反比例 ( $r = \text{確定利子額}/P_b$ ) の関係にあるから、 $r$  に下限が存在することになり、

$$L^D = L(r) \quad L < 0 \quad (6-2)$$

となり、 $L$  曲線は右下りで下に凸型となる。

(5) 資産家が債券価格の将来に対して楽観的(悲観的)になると、正常水準が以前よりも高(低)くなり、多くの資産家が現在の債券価格を正常水準以下(以上)とみなすから、債券需要は増加(減少)し、貨幣需要は減少(増加)する。すなわち資産家が債券価格の将来に楽観的(悲観的)になれば、 $l$  曲線は下(上)方へシフトし、 $L$  曲線は上(下)方にシフトする。

(6) 貨幣供給量  $M^s$  はウィクセル型モデルとは違い、中央銀行によってコントロールされると仮定されており、たとえばそれは、中央銀行の買(売)オペによって増加(減少)する。そこで、国内総生産額を  $Y (=P \cdot O)$  とすると、取引的・予備的な動機による貨幣需要は  $k \cdot Y$  であるから、 $L^D$  に向けられる貨幣供給量は、 $(M^s - kY)$  となり、図 6-2 のように、均衡債券価格  $P_b^*$  (したがって債券利率  $r^*$ ) が決定される。明らかに、このメカニズムは、銀行利率を所与とするウィクセル型モデルとの決定的な違いである。

図 6-3

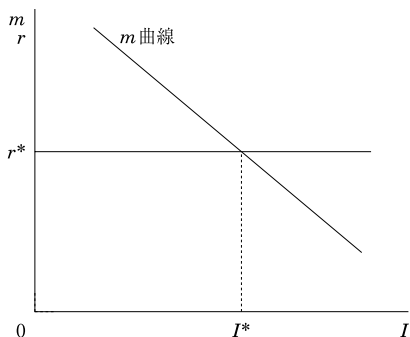
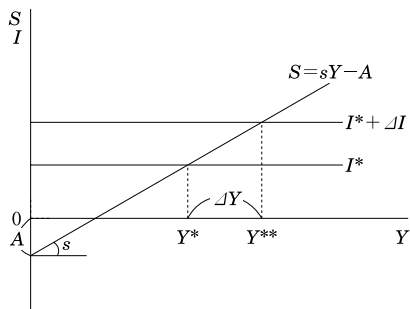


図 6-4



(7) 図 6-2 (右) と貨幣残高数量説の図 3-1 が類似していることから明らかなように、両者は基本的に同じ理論構造であり、 $P$  は  $P_b$  に  $M^s$  が  $(M^s - k \cdot Y)$  に対応している。

(8) 債券価格  $P_b^*$  (したがって  $r^*$ ) は、次の諸要因によって変動する。①  $M^s$  の増加 (減少) は  $(M^s - kY)$  線を上方 (下方) へシフトさせるから、 $P_b^*$  は上昇 (下落) し、 $r^*$  は下落 (上昇) する。すなわち、中央銀行が買 (売) オペを行なうと、利子率は下落 (上昇) することになる。② 資産家が債券価格の将来に悲観的 (楽観的) になると、 $\ell$  曲線は上 (下) 方へシフトするから、 $P_b^*$  は下落 (上昇) し、 $r^*$  は上昇 (下落) する。

(9) 利子率が債券市場で決定されるならば、図 6-3 のように、投資の大きさ  $I^*$  は、企業の期待する投資からの期待収益率  $m$  (いわゆる資本の限界効率) と債券利子率  $r$  が等しくなる点で決定される。ここで注目すべき点は、ウィクセル型モデルの投資曲線のシフトが  $m$  曲線のシフトに対応するが、 $m$  曲線は  $I$  の減少関数であり、それゆえ利子率が下落したとしても投資が持続的に増加し続けることはない。

(10) 投資の大きさが決定されると、周知の乗数の理論により、均衡国内総生産  $Y^*$  (= 国民所得) が決定されるが、「 $I$  の増加 ( $\Delta I$ ) はその乗数  $(1/s)$  倍の  $Y$  の増加になる」という命題を示した図の 6-4 は、貨幣残高数量説の貨幣供

給量の変化と物価の変化との関係と基本的に同じメカニズムである。

(11) 投資の増加はウィクセル型モデルのように、付随的な貨幣供給の増加を必要としないのだろうか。『一般理論』においては、それを必要としない。なぜなら、企業が投資のために社債を発行すると、債券価格がわずかに下落、それによって一部の資産家の値上り期待から債券需要が増加し貨幣保有が減少するからである。つまり、投資資金は資産家の投機的動機による貨幣保有の減少によって賄われるのである。

(12) しかし国内総生産が増加してくると取引的・予備的動機による貨幣需要 ( $kY$ ) も増加し始める。そのために、銀行への短期の資金需要も増加するから、銀行は資金不足を補うために、手持ちの債券を売却することになる。このプロセスは債券価格を引下げ、利率を上昇させることになり、貨幣は次第に貨幣不足になってくる。

以上の分析をふまえ『一般理論』における貨幣供給量と物価水準との因果関係を説明すると、以下のようになる。

(a) 買オペによる貨幣供給量の増加 (金融緩和政策) は、債券価格を上昇・利率を下落させる効果をもつが、資産家がそれを正常価格を超える値上りと判断して値下りを予想すると、資産家は債券を売却し始めるから、政策効果はそれだけ抑制される。

(b) 利率の低下は、投資の利子弾力性が大きいほど、投資を増加させる効果をもつが、投資からの期待収益率が低下している場合には、利率の低下の効果は阻害され、むしろ投資は抑制される。

(c) 投資の増加は総需要を増加させるが、人々の消費性向が低下する場合には、国民所得の増加が消費の増加に結びつかない。

(d) 総需要の増加は、実質的な生産増加と物価の上昇を伴うが、経済が不況で生産設備の稼働率が低く、非自発的失業が発生している状況では、物価や賃金はほとんど上昇しない。

以上のように、貨幣供給の増加 (=金融緩和政策) の物価や生産・雇用に及ぼす効果は、貨幣数量説に比べると、迂回かつ不確実であり、一般にこのよう



な因果関係は、ケインズ・ルートと呼ばれる。

## VII

ケインズの『一般理論』は、その後 *IS-LM* モデルとして体系化され、今日でもマクロ経済学の標準モデルとしての地位にあり、それは図 7-1 で示される。そこでわれわれが注目したいのは、*LM* 曲線は所与の貨幣供給量のもとで描かれているが、投資の自主的な変化によって *IS* 曲線がシフトするならば、国内総生産は変動することであり、このことは『一般理論』において初めて、総需要の変動が貨幣供給量から切り離されて論証されたことを意味する (Ⅵの(1)参照)。

ところで『一般理論』は大不況下で執筆されたこともあって「不況の経済学」としての性格が強く、その後のケインズ派のエコノミストも、資本主義経済の将来に対して、以下のような悲観的な見通しを抱くようになる。

① 投資からの期待収益率が不安定ゆえに投資も変動的であり、しかも有望な投資機会が乏しく、民間投資だけでは完全雇用を達成できない。そのため適切な総需要喚起政策が求められるのであり、それがなければ、経済は長期不況(停滞)の状態となる。

② 金融緩和による総需要喚起政策は、Ⅵで述べたように、その波及プロセスが迂回的ゆえに不確実であり、しかも民間投資の利子弾力性は小さい。それゆえ、金融緩和政策よりも、総需要の直接の増加となる公共投資のような財政政策が、完全雇用の実現に不可欠である。

③ ケインズ派の見解を *IS-LM* モデルで示せば、左下方に位置し急な傾きの *IS* 曲線と緩やかな傾きの *LM* 曲線であり、図 7-2 のように、完全雇用の国内総生産  $Y_f$  を実現するためには、*IS* 曲線を  $I'S'$  までシフトさせる補整的な財政政策が必要なことがわかる。

したがって米国や西ヨーロッパ諸国は、長期不況への不安から、大戦後の最

図 7-1

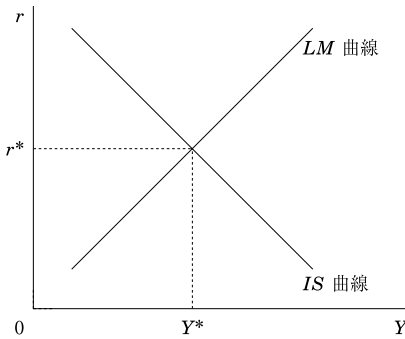
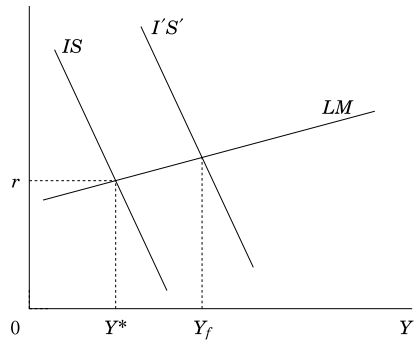


図 7-2



重要な政策課題を高雇用と経済成長の実現においた。実際、先進資本主義諸国では最大の民間投資を維持しつづけるために長期的な低金利をとり続け、その効果もあり、1950年代から60年代の時期、各国は長期好況と高度成長を実現、ケインズ派の総需要政策への評価が高まった。

ところが黄金の60年代も終りの時期になると、資本主義諸国では、成長率の低下とインフレに悩まされるようになり、70年代は第一次オイルショックの影響もかさなってスタグフレーション（不況とインフレの共存）という最悪の状況となる。このようななか、ケインズ派に代ってフリードマン（M. Friedman）を中心とするマネタリスト派が台頭してくる。

マネタリスト派は、インフレやスタグフレの原因は、低金利政策のもとで生じた貨幣供給の高い伸びであると主張、ケインズ派によって否定された通貨主義と貨幣数量説の復権を試みるが、それは次のような命題に要約される。

① 貨幣供給量は中央銀行によるマネタリー・ベース（ハイパワード・マネー、ベース・マネーとも呼ばれる）の制御によってコントロールできるから、経済体制にとって「内生的」ではなく「外生的」な政策変数である。

② 中長期的には名目国内総生産（＝国民所得）は貨幣供給量によって決定され、(3-3)式のように貨幣残高方程式が成立するから、マクロ経済の安定化のための金融政策のターゲットは、利子率ではなく貨幣供給量である。

③ 貨幣供給量の増加は、確かに最初は生産の増加、雇用の拡大そして利率の低下をもたらすが、その効果は一時的である。なぜなら、貨幣供給量の増加による物価上昇は、次第に名目利率や貨幣賃金率を引上げ、実物経済への影響を弱めていくからであり、明らかにそれは、古典派経済学の命題——「貨幣量の増減は生産や雇用、実質賃金や実質利率に影響を及ぼさない」——の復活を意味している。

ではマネタリスト派は、どのようにして貨幣供給量の増加が総需要（したがって物価）を増加させるとみるのだろうか。

VIで説明したようにケインズは、投機的動機による貨幣需要を債券価格の変動予想のみと結びつけたのに対してマネタリスト派は、貨幣需要は債券価格だけでなく人的・物的資産の収益率を始め種々の要因の関数であると主張して、その安定性を強調したが、注目に値するのは、期待インフレ率を導入していることである。すなわち、それはケインズ以前の貨幣数量説と同様に、期待インフレの状態になると人々は貨幣保有を減少して実物財や実物資産の需要を増加するので物価は上昇、それがさらに物価上昇の期待を生むとみるのであり、これが低金利政策下でのインフレの進行である。すなわち、増加した貨幣は、利率の低下→投資の喚起というケインズ・ルートを経由するだけでなく、直接、実物財や実物資産の需要になるというのがマネタリスト派の理論の核心なのである。

ところで、銀行の預金通貨が通貨の中心である現代経済において、中央銀行はどのようにして貨幣供給量をコントロールしているのだろうか。

いま、現金通貨（中央銀行券と少額硬貨） $C$ と民間銀行の中央銀行預金（いわゆる現金準備） $R$ の合計をマネタリー・ベース  $MB$  と呼ぶと、

$$MB = C + R \quad (7-1)$$

となる。また貨幣供給量  $M^s$  は預金通貨  $D$  と現金通貨  $C$  の合計であるから、

$$M^s = C + D \quad (7-2)$$

である。そこで(2)式を(1)式でわれば、

$$\frac{M^s}{MB} = \frac{C+D}{C+R} = \frac{C/D+1}{C/D+R/D} \quad (7-3)$$

図 7-3

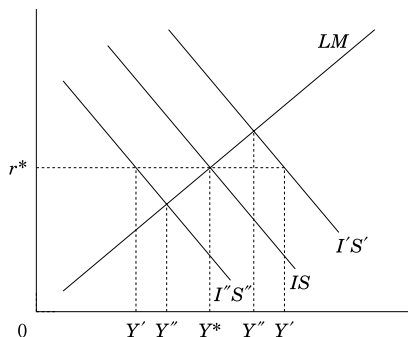
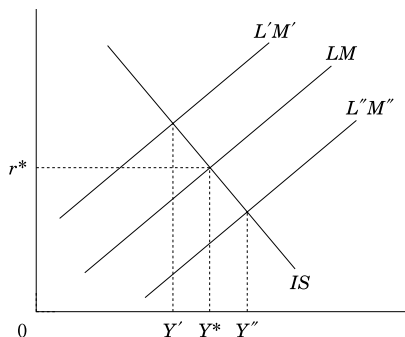


図 7-4



となり、 $C/D$ を  $c$ 、 $R/D$ を  $k$ とすると、(3)式より

$$M^s = \frac{c+1}{c+k} \cdot MB \quad (7-4)$$

をえる。なお  $c (=C/D)$  は人々の現金と銀行預金の選好を示す現金・預金比率、 $k (=R/D)$  は銀行の預金準備率であり、 $c$  と  $k$  が一定ならば、 $M^s$  と  $MB$  は比例的な関係になることから、 $\left(\frac{c+1}{c+k}\right)$  は貨幣乗数と呼ばれる。

そこでマネタリスト派は、(7-4)式をもとに  $BA$  から  $M^s$  への因果関係を主張する。すなわち、中央銀行が買(売)オペによって民間銀行の現金準備が増加(減少)すると、民間銀行は貸出しを増加(減少)させるので、預金通貨は増加(減少)する。

かくして70年代のマネタリスト派の台頭により、ケインズ派のエコノミストとの間で、経済政策の原理や有効性をめぐって論争が展開されるが、そこで論争の中心となったのが「金融政策で注視すべきなのは貨幣供給量なのか、それとも金利水準なのか」であり、この問題の簡単な説明は、以下のように  $IS-LM$  モデルを用いて、プール(W. Poole)によってなされた。

図7-1のように、現在の利率  $r^*$  と国民総生産(=国民所得)  $Y^*$  が決定されている。そこで、不安定な民間投資が  $IS$  曲線を左右にシフトさせる場合、

$M^s$  を一定に保つ政策が望ましい。なぜなら図 7-3 のように、 $LM$  曲線が安定的でかつ傾きが急ならば  $Y^*$  の変動幅が小さくなるが、 $r^*$  の水準を維持しようとする政策は、 $Y^*$  の変動幅を大きくするからである。

一方、金融の自由化・国際化や新しい金融商品の登場などは人々の貨幣需要を減少させる誘因と考えられるが、逆にこのような状況下でのリスクの増

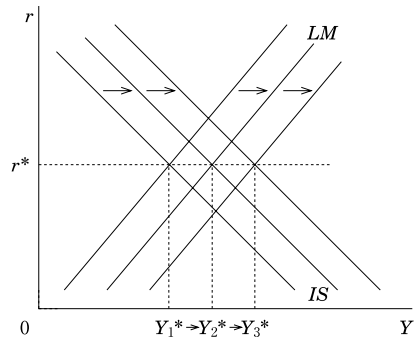
大が安全資産である現金や銀行預金などへの選好を促すこともありうる。いずれにせよ、 $LM$  曲線は不安定になるから、図 7-4 のように、それを相殺し  $r^*$  を維持するよう金融政策が  $Y^*$  の安定化に寄与することになる。

ところで一般に、マネタリスト派は自由市場の自己調整力を高く評価しており、それは  $IS$  曲線の安定性を意味する。それゆえマネタリスト派が現実問題として恐れていたのは、ケインズ派の景気刺激策——低金利・赤字財政下の公共投資の増大——であり、それは図 7-5 のように  $M^s$  の増加によって  $Y^*$  が増加、インフレの高進を招くことになる。

これに対してケインズ派は、現在の  $Y$  が完全雇用の  $Y_f$  以下の場合には、低金利のもとでの公共投資（とそれに誘発される民間設備投資）はインフレにならず生産の増加になると反論する。

以上のように、両派の対立のルーツが通貨主義 vs 銀行主義であることがわかる。なぜなら、マネタリスト派は、「外生的に決定される貨幣供給量が实体经济に直接入り込んでインフレを引き起こす」と主張するように通貨主義を継承しているのに対して、ケインズ派は貨幣供給を「内生的・派生的」にとらえ、マクロ経済が完全雇用や適正成長を実現されるように、(低利で) 供給すべきであるというように、銀行主義の流れを受け継いでいるからである。

図 7-5



## VIII

1950年代から60年代の日本経済は、有史以来の高度成長の時代であり、高い民間設備投資の伸び率に主導され、一時的な景気後退をはさむ長期好況の時代であった。ここで短い景気後退を伴ったのは、日本経済の国際収支の天井が低く、好況の長期化による輸入の増加が国際収支を悪化させ、外貨準備が減少すると、日銀は金融引締めへ転じ、民間投資が抑制されたからである（当時は1ドル=360円の固定為替レートであった）。

しかし60年代も後半に入り、日本企業の国際競争力が高まり、輸出が好調に推移したため、好況下での国際収支の黒字が定着、それまでの国際収支の動向にもとづく金融政策の調節方式は変更を迫られることになる。加えて欧米からは円切上げによる「黒字べらし」を求める声が高まるが、当時の政府や日銀は「円切上げを阻止することこそ、最優先の政策課題である」という認識（一部のエコノミストを除くすべてに共通）から、内需拡大による「黒字べらし」を指向する。そのため、低金利・金融緩和政策が継続されることになり、貨幣供給量は高い伸びを示し、いわゆる過剰流動性（低利で過大な銀行信用）の状態となる。しかも悪いことに第一次石油危機が加わり、日本経済は1973年から75年にかけて、激しいインフレを経験するのである。

ところで日銀は大戦後、どのような金融政策をとってきたのだろうか。高度成長期の企業は、銀行借入れによって競って設備投資を拡大しており、そのため銀行（特に大手銀行）は恒常的に資金不足で、不足分を日銀借入れで賄っていた。そこで日銀は、大手銀行に対して過去の実績にもとづき日銀貸出しの上限を設けるとともに、企業への具体的な貸出し内容についても説明を受け、場合によっては変更を求めるという方法で、銀行の貸出増加（したがって預金通貨の創出）をコントロールしていたのであり、この政策は「窓口規制」と呼ばれる。

しかし70年代に入り、日銀はこのような直接規制から売買オペに政策手段の中心をかえようとしていた、ちょうどその時期に、「黒字べらし」のための低金利・金融緩和政策を余儀なくされて貨幣供給量が急増、マネタリスト派が恐れている貨幣から実物財・実物資産への投機的なシフトが生じ、インフレが高進したのである。

その結果、日銀も1975年以降、貨幣供給の動向を重視し、金融政策の中間目標に加えるようになるが、自らも認めた「日銀の失敗」は1980年代の後半に繰り返される。

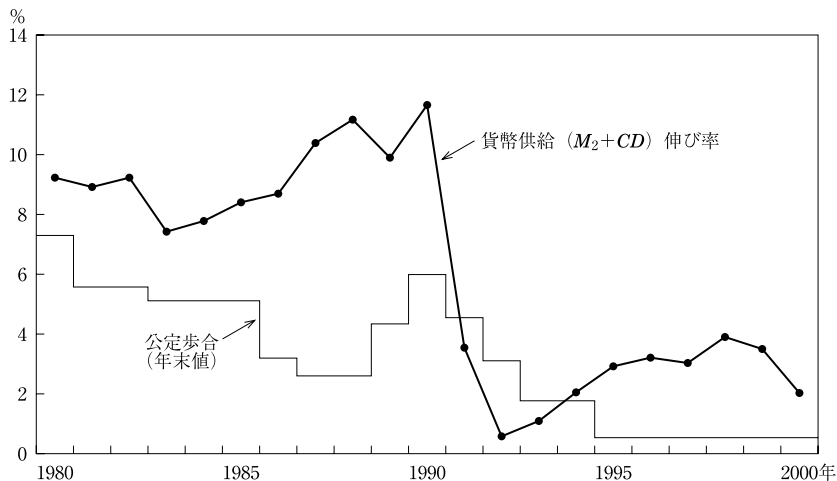
周知のように、80年代中期以降、地価や株価が名目国内総生産の成長トレンドから大きく乖離して異常な値上りを示すと、それに伴って貨幣供給も高い伸び率となり、一部のエコノミストの間で「これは資産バブルにつながる」という声も出る。

状況は前回と同様に、日本が「内需拡大による黒字べらし」を国際公約したために、低金利・金融緩和政策を続けたが、今回は一般物価や賃金率が比較的安定していたこともあって、政策転換のタイミングを逸してしまう。しかし1989年5月以降、金融引締めによる「バブル退治」に政策を転換すると、株価や地価が急速に下落、懸案の「バブル退治」には成功するものの、経済はバブル崩壊後の未曾有の不況を経験することになる。

日銀も91年7月には政策目標を景気の回復に転換し、以後一貫して公定歩合を下げつづけたが不況は長期化、90年代後半からはデフレ傾向が顕著となり、経済がゼロ成長に近づいただけでなく、名目成長率が実質成長率を下廻る事態になる。実際この間、貨幣供給の伸び率は、80年代後半以降乱高下し、80年代前半には伸びが年率8%前後だったのが、80年代後半には平均で10%を超え、90年には13%に達したが、その後急落、90年代は0%から5%の範囲に低迷した（図8-1）。

このようななか、貨幣供給の伸び率の激変が80年代後半からの資産バブルの形成と崩壊その後の長期不況とデフレの主たる原因であるとする見解が、学者エコノミストの間で広がり、「日銀はベース・マネーの適切なコントロールに

図 8-1



失敗した」と日銀批判を展開し始める。

たとえば1993年、岩田規久男氏は「貨幣供給量の伸び率の著しい低下が不況を深刻化させており、日銀は伸び率を高める政策をとるべきである」と主張し、これに対し日銀派エコノミストを代表する形で翁邦雄氏が「現行の日銀の金融調整方式のもとでは、貨幣供給量の増減は日銀にとって受動的にならざるをえない」と反論する。そしてこれを契機に、**標準理論派**（岩田氏を始めとする学者エコノミストが中心）と**日銀派**（日銀の実務に詳しい日銀エコノミストが中心）の間に、日銀が貨幣供給をどの程度コントロールできるのかを巡る論争が展開される。

いうまでもなく標準理論派は、貨幣乗数の安定性（本論のⅦ）をもとに、ベース・マネー（＝マネタリー・ベース）から貨幣供給量への因果関係、さらには急な傾きのLM曲線を想定しており、この場合、銀行が貸出しを増加しても現金準備の不足からコール市場を中心に金利が上昇、貸出しが急速に抑制されるため、貨幣供給の伸びも抑えられるのである。

一方日銀理論によれば、中央銀行の最重要な役割は、金利の乱高下や短期資



金の不足を回避して、金融システムと信用秩序を維持することであるから、日銀がベース・マネーをコントロールするには非常に難しい。たとえば前期に銀行が貸付けを増加したために、預金通貨が増加し現金準備が不足した場合、日銀はベース・マネーの不足分を供給しなければならない。すなわち現実には標準理論とは逆で、貨幣供給量（貸出しと預金通貨）の増減がベース・マネーの増減の原因であり、IS 曲線のシフトに伴って LM 曲線もシフトするという見解である。

当然ながらこの論争は、専門的・技術的な問題を伴うため、詳細は専門書にゆずるが、少なくとも中期的には、日銀はコール市場で金利をコントロールしつつ、緩慢ながらも貨幣供給量に一定の影響を及ぼしうることは間違いない。したがって翁氏も「ベース・マネーを操作目標として厳格にコントロールするのは難しいが、やや長い眼で見れば、中央銀行は金利操作を通じて、ベース・マネーの動向に大きな影響を与えることができる」と述べている。

以上のような標準理論と日銀理論の論争も、両派の対立の根底にあるのは、やはり通貨主義と銀行主義との違いであり、とりわけ日銀（より一般的にいえば中央銀行）の見解は、貨幣の本質を「内部貨幣」とみる銀行主義の現代版といっても過言ではないだろう。

## IX

Ⅷで説明した標準理論は中央銀行がベース・マネーの操作によって貨幣供給量をコントロールし、それが利子率の低下を通じて、あるいは直接的な実物財や実物資産との代替を通じて、総需要を変動させるというものであり、一般にこの見方はマネタリー・ビュー（あるいはマネー・パラダイム）と呼ばれるが、この見方は銀行の主体的な行動と役割を軽視している面がある。すなわち、現実の企業は投資資金の多くを銀行借入りに依存しており、その場合、借入額と借入条件が決定的に重要になる。それゆえ銀行の貸出し行動を重視し分析する

立場が注目を集めるようになり、それはクレジット・ビュー（あるいはクレジット・パラダイム）と呼ばれる。

クレジット・ビューによれば銀行貸出し（したがって預金通貨）は銀行の主体的な行動によって「先行的・能動的」に決定されるので、日銀が主張するように、ベース・マネーの増減は事後的・受動的になりやすく、その意味ではクレジット・ビューは、日銀派の見解の暗黙の前提となっている。そこで本論では以下、クレジット・ビューの立場から、80年代後半から今日までの日本のマクロ経済を概観し、最後に、日銀による金融の量的緩和策の有効性をめぐる論争にもふれることにしたい。

(1) 80年代中期以降、「内需拡大による黒字べらし」のためにとられた低金利・金融緩和政策により、銀行の貸出しの能力・意欲が高まり、企業も将来に対して楽観的となって資金需要が増加する。一般に銀行が収益の最大化をめざすならば、総額だけでなく、一件当りの貸出し額を出来るだけ大きくすべきであるが、その場合には貸倒れ（債務不履行）による損失も巨額となり、結局は貸出しを小口化・分散化して、収益とリスクのバランスをはかることになる。

(2) しかし、80年代後半のように、地価が高騰、銀行借入れの際の担保不動産の価値が増大していると銀行は融資案件の審査コストが削減でき、しかも倒産の損失も不動産の担保の売却でカバーできるので競って貸出しを拡大し始める。その結果、地価上昇→不動産担保貸付けや不動産購入への融資の増加→地価の上昇という「不動産バブル」が起これ、銀行貸出しは総額だけでなく、一案件当りの融資も巨額になっていく。

(3) 標準理論によれば、このような貸出しの増加は、預金通貨の増加→現金準備の不足→コール・レートの上昇→貸出しの抑制となるはずであるが、当時の状況下では国際公約に加え、一般物価や賃金率が比較的安定してたために、日銀は政策転換を先延していたのである。

(4) バブル崩壊後は、上記のメカニズムが逆回転を始める。すなわち、地価の大幅かつ持続的な下落のため、まず建設や不動産業界が中心に進めた不動産開発型投資（貸ビル建設や住宅団地の建設・販売、内外でのリゾート開発など）の破

綻が激増、さらには不況の長期化による一般の融資の不良債権化も進行する。

(5) 破綻した（あるいはその危険のある）貸付けの多くは、担保不動産の評価がバブル以前の数分の1であり、そのため貸付けは「凍結」され、事態の処理が「先送り」されることになったが、その結果、銀行のバランス・シートは悪化（貸出し資産に占める不良債権の比率の上昇）し、いわゆる8% BIS規制（民間銀行の自己資本比率の国際基準で、リスク資産が多いほど低くなる）のクリアが難しくなる。

(6) バブル崩壊後の不良債権の増加で痛手を受けた各銀行は、不良債権の増加によるバランス・シートの悪化をくい止め、経営改善をめざすが、ここで困難に直面する。すなわち、不良債権を処理するためには、貸出しを拡大して「業務純益」の増加を図り、自己資本を充実しなければならないが、担保価値の下落と貸倒れリスクの増大ゆえに難しい。

(7) 銀行は、大口の不良債権ほど早期に損失額を確定し、自己資本を投入して最終的な処理を行なう必要があるが、保有株の「含み益」が底をつき、しかも「業務純益」にも期待できない以上、本格的な不良債権の処理を延さざるをえない。しかしBIS規制をクリアするためには、貸出し債権を圧縮しなければならず、その結果、たとえ有望な融資案件であっても融資を抑え、これまで良好な取引を維持してきた企業に対しても融資を打ち切るという、いわゆる「貸し渋り」や「貸しはがし」がみられるようになる。

(8) 80年代後半、なぜ多くの著名なエコノミストが「資産バブル」を見逃し、90年代そして21世紀は米国に代って日本の時代であると予想したのだろうか。当時の人気エコノミストの多くはクレジット・ビューを欠いていたために、「銀行貸出しの具体的内容」に目を向けず、マクロ経済の統計データにのみ目を奪われていたのではないだろうか。実際、バブル期における金融機関の異常とも思える行動が、90年代の日本経済の低迷を引き起こしたことは間違いない。

ところで、デフレと長期不況の90年代も後半に入ると、金融は超低金利の時代となる。そして99年2月からは、無担保コール翌日物金利をゼロとするゼロ金利政策に踏み切ったが、依然として銀行の貸出しは低迷し、デフレ・スパイ

ラルに陥る危機が指摘され始めた。そのため標準理論派のエコノミストからは、金融の量的緩和を求める声が高まり、2001年3月から、次のような量的緩和策がとられる。

①金融政策の操作目標を、無担保コール翌日物から日銀当座預金残高に変更すること、②その残高を最近の4兆円から5兆円程度に増額すること、③そのための手段として長期国債の買切りオペを増加すること。④この金融調節を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ以上になるまで続けること。

しかしこのようなゼロ金利の量的緩和策も、貨幣供給の伸び率を十分に高めることはできず、量的緩和策の硬貨に懐疑的な声も出始める。実際、日銀の②③の政策によって①のベース・マネーが増加、銀行は過剰準備の状態となるが、いくら過剰準備でも貸出しにリスクを伴う以上、安易な貸出しは出来ない。一方借手側の企業も、デフレ予想のもとではたとえゼロ金利でも実質金利はプラスであり、銀行借入れによる事業展開には慎重にならざるをえない。すなわち、インフレ抑制のためのベース・マネーの減少策は有効でも、デフレ克服のためのベース・マネーの増加策は、必ずしも貸出し・預金通貨の増加とならず、有効とはいえないのである。

したがってデフレが予想される場合には、標準理論よりも、ベース・マネー増加の政策効果に懐疑的な日銀理論の方が説得的であるともいえる。

それゆえに標準理論は近年、目標とするインフレ率とその目標達成時期を設定し、日銀がそれを達成するように金融政策を運営するというインフレ・ターゲット政策を提言するとともに、買オペの範囲を企業の社債資産担保証券(ABS)、コマーシャル・ペーパー(CP)や株式さらには不動産に拡大することも求めている。また、これと同調するかのように、ノーベル賞受賞者のスティグリッツ(J. Stiglitz)は、政府紙幣の発行による財政支出さえ提唱している。

本論では「金融の量的緩和策」をめぐる論争に立ち入らないが、これまで標準理論の重鎮として高い評価を受けていた小宮隆太郎氏が、金融の量的緩和策に批判的で、それを支持する後輩のエコノミストと論争を展開している点は見逃してはならないだろう。

## 参考文献

IからⅦまでについては、数多く出版されている、金融論・マクロ経済学、経済政策論などのテキストや専門書を参照してほしい。なお、最後Ⅷ・Ⅸについては、たとえば次の著書が参考となる。

- 岩田規久男『金融政策の経済学』日本経済新聞社，1993年、『デフレの経済学』東洋経済新報社，2001年。
- 翁邦雄『金融政策』東洋経済新報社，1993年。
- 北坂真一『現代日本経済入門』東洋経済新報社，2001年。
- 小宮隆太郎編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社，2002年。
- 香西泰他編『バブルと金融政策』日本経済新聞社，2001年。
- 吉川洋編『金融政策と日本経済』日本経済新聞社，1996年。