

銀行学派とマネタリストの間

—— 金融政策の可能性 ——

吉 澤 昌 恭*

I 銀行学派と「銀行の受動性」

- § 1 地金論争と通貨論争
- § 2 銀行学派の主張 —— 銀行の受動性
- § 3 銀行は完全に受動的な存在ではない

II フリードマンの主張

- § 4 ヒューム=フィッシャー型の貨幣数量説
- § 5 k%ルール
- § 6 「1回限りの決定」の誘惑 ——

地金派・通貨学派とマネタリストの類似性

III 金融政策の可能性

- § 7 流動性のわな, 企業家の弱気, 財政政策
- § 8 クルーグマン=クー論争
- § 9 金融政策の限界

I 銀行学派と「銀行の受動性」

§ 1 地金論争と通貨論争

(1) 貨幣, 紙幣, 貴金属

スミスの『諸国民の富』は, 分業について論じた3つの章から始められている。ところが, 分業の存続のためには, 交換が不可欠である。分業と交換は表裏一体の関係にある。

交換は, 最初の内は, 物々交換という形で進められるかもしれないが, 物々交換

* 広島経済大学経済学部教授

は非常に不便であるため、やがて、貨幣というものが登場してくる。スミスは、分業について論じた後、貨幣に言及する（『諸国民の富』第1編第4章）。貨幣の素材としては、家畜・塩・貝がら・たら・タバコ・砂糖・なめし皮・くぎ等といった商品が用いられていたかもしれないが、やがて、金属が選好されるようになった、とスミスは言う。鉄・銅・金・銀といった金属は、耐久性と可分性という点で、他の商品に対する優位を持つからである。こうした金属の内でも、とりわけ、金が重要なものになって行った。

しかし、貨幣制度の進化は「紙幣」を生み出すに到る。商品貨幣の場合と違って、「紙幣」の素材である「紙」の固有の価値、或いは、内在的価値はゼロに近い。従って、紙幣の価値は、何らかの形で担保されねばならない。さて、紙幣と、金や銀といった貴金属（或いは、貴金属鑄貨）との兌換（conversion）が保証されているならば、紙幣の価値は、貴金属の価値によって裏打ちされることになる。

しかし、紙幣と貴金属鑄貨の兌換が停止されるならば、紙幣の価値にいかなることが起るだろうか？ 1797年2月27日に、イングランド銀行券（紙幣）と金貨との兌換が停止された。そして、イングランド銀行券の兌換再開の是非をめぐって「地金論争」が展開されたのである。紙幣と貴金属の関係についての論争は「通貨論争」というものに形を変えて再燃した。

(2) 地金論争

地金論争とは、イングランド銀行券の兌換再開を求める「地金派（bullionist）」と、イングランド銀行券の兌換再開に懸念を抱く「反地金派（anti-bullionist）」とによって、くり広げられた論争のことである。地金論争の詳細については、拙著『貨幣理論と経済政策』（晃洋書房、平成11年）第2章を参照されたい。

さて、地金派の代表的人物が、ボイド（Walter Boyd）、キング（Peter King）、リカード（David Ricardo）である。彼らの主張する所によれば、イングランド銀行券と金貨との兌換停止によって、イングランド銀行券の過剰発行が招来され、その結果、物価上昇・金価格上昇・ポンド安が起った、というのである。そこで、彼らは、イングランド銀行券と金貨との兌換を再開し、イングランド銀行券の過剰発行に歯止めをかけよ、と要請する。

反地金派のボウズンキト（Charles Basanquet）、ヒル（John Hill）、トロッター（Coutts Trotter）らは、以上のような地金派の主張に異を唱える。①物価上昇・金価格上昇・ポンド安の原因は「イングランド銀行券の過剰発行」以外にあり、しかも②イングランド銀行券も含めた紙幣の過剰発行は起り得ない、というのが反

地金派の主張である。

反地金派の内のヒルの議論を少し詳しく見ておこう。ヒルは、国際収支 (balance of payments) と貿易収支 (balance of trade) を明確に区分している⁽¹⁾。ある国で輸入が輸出を超過するなら、その国の貿易収支は赤字となる。しかし、国際収支を規定するのは輸出入だけではない。仮に、ある国の貿易収支が黒字であったとしても、この国の政府が海外で巨額の軍事支出を行っていたり、或いは、この国の居住者が外国企業に巨額の投資を行っているというような場合には、この国の国際収支は赤字となり、国際決済のためこの国から金が流出して行く。かくして、この国の通貨は外国の通貨と比べて減価するし、この国での金価格は上昇することになる。

ヒルの用語と今日一般に使われている用語との間には若干の食い違いがあるが、ヒルの議論を今日用語に翻訳することはそれほど難しいことではない。要するに、ヒルの言わんとしたことは、ある国の経済状態を規定する要因は多様であり、地金派の如くに「紙幣の過剰発行」にのみ苦境の原因を求めるのは誤りである、ということであった。

しかも、ヒルは、「紙幣の過剰発行は起り得ない」という議論を展開している。イングランド銀行以外の銀行が発行する紙幣と、イングランド銀行券の兌換が保証されている限り、こうした紙幣が過剰に発行されることはあり得ない、とヒルは言う⁽²⁾。それでは、イングランド銀行券はどうか？

イングランド銀行が銀行券の発行に際して、以下の条件を遵守するなら、イングランド銀行券の過剰発行は起り得ない、とヒルは主張する⁽³⁾。

1. 商人や金融会社によって裏書きされ受け取られる為替手形のみを割引く。
2. 満期期間が最長で90日までの、短期手形のみを割引く。
3. 手形割引に際して、5%の法定利子を徴収する。つまり、手形の割引き率を5%とする。

(1) Hill, John: *An Inquiry into the Causes of the Present High Price of Gold Bullion in England, and its Connection with the State of Foreign Exchanges; with Observations on the Report of the Bullion Committee*, London, Printed for Longman, Hurst, Rees, Orme and Brown, Paternoster-Row; And John Rodford, Hull 1810, pp. 31–34.

(2) Hill, John, *ibid.*, p. 58.

(3) Hill, John, *ibid.*, p. 60.

本稿の脈絡において重要なのは3である。手形割引によって銀行券を入手しようとする人は、5%の利子を支払わねばならないのであるから、人が銀行券を需要するのは、ほんとうに銀行券が必要な時だけであり、従って、不必要で過剰な銀行券の発行などは起り得ない、というわけである。

(3) 通貨論争

地金派に属する人々は、イングランド銀行券の兌換が再開されればすべてがうまく行く、と考えていたように見受けられる。とりわけ、リカードがそうである。

しかし、兌換再開(1821)の後も、何度か通貨危機が起り(1825-26, 1836, 1839)、これが契機となって、新たな論争、即ち、通貨論争が起ったのである。一方の極に位置したのが、オーバストーン(Samuel J. Loyd, Lord Overstone)、ノーマン(George W. Norman)、トレنز(Robert Torrens)らによって代表される「通貨学派(Currency School)」であった。彼らは、安定的な通貨制度を確立するためには、①イングランド銀行券の兌換を再開するだけでは不十分であると考え、②イングランド銀行の銀行券発行部門を独立させ、同部門に厳しい規律を課して、「イングランド銀行券の発行量」と「イングランド銀行保有の貴金属量」とを完全に連動せしめるという原理(通貨原理)を説いたのである。

これに対して、トゥク(Thomas Tooke)やフラートン(John Fullarton)は、①「通貨原理」は不必要であり、②それを無理やり実行しようとする望ましくない帰結をもたらされ、しかも、③それが成功する見込みはない、と主張したのである。彼らは、「銀行学派(Banking School)」と呼ばれている。

「通貨学派」と「銀行学派」の間で展開された「通貨論争」の詳細については、拙著『貨幣理論と経済政策』の第3章を参照されたい。

通貨論争においては、「通貨学派」が「銀行学派」に対して勝利を収めた。そして、通貨学派の主張(通貨原理)が、1844年法、即ち、イングランド銀行特許条例(Bank Charter Act of 1844)〔これは、ピール銀行条例(Peel's Bank Act)と呼ばれることもある〕に反映されることになった。その内容は以下の通りである。

1. イングランド銀行を発券部門と銀行部門に分割し、発券部門は銀行券の発行・流通のみに関与し、預金・割引業務は銀行部門に委ねる。
2. 発券部門は、1400万ポンドまでは有価証券を引き当てに銀行券を発行してよいが、それを超える額は金属準備を必要とする。
3. 地方銀行の発券額は、イングランドとウェールズを合わせて、800万ポンドま

でとする。

4. 発券銀行の新設は認めない。

通貨学派の主張の真髓は、「紙幣発行量と自国保有の貴金属量とを連動させる」という点にある。

§ 2 銀行学派の主張 —— 銀行の受動性

トゥクやフラートンの主張を今少し詳しく吟味することにしよう。

トゥクの『通貨原理の研究』⁽⁴⁾では、①過剰銀行券は急速に銀行に還流する、②銀行は銀行券の発行に際して完全に受身の存在である、という主張が展開されている。

トゥクは、地方の状態が必要としない地方銀行券は短期間の内に銀行に還流する、という主張に賛意を示している（『通貨原理の研究』第8章）。また、イングランド銀行にも流通通貨量を無理やり増大させる力はない、とトゥクは言う（『通貨原理の研究』第11章）。

そして、兌換可能な銀行券は銀行券の所有を望む人達に対してのみ発行されるのであり、銀行券の発行は需要の結果である、とトゥクは言う⁽⁵⁾。従って、銀行は銀行券の発行に際して完全に受身の存在である、というのである。

* * *

フラートンは、一方における貴金属貨幣・不換紙幣と、他方における兌換紙幣の違いを強調する⁽⁶⁾。貴金属の増産や国家の発行する不換紙幣の増発が物価上昇をもたらし得る、ということをフラートンは認める。しかし、兌換紙幣は、その本質上使

(4) Tooke, Thomas: *An Inquiry into the Currency Principle; the Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*, 1844, London, Printed for Longman, Brown, Green, and Longmans, Paternoster-Row, 2nd ed. 1844. The London School of Economics and Political Science, Houghton Street, Aldwych, London, W. C. 2. 1959. (玉野井芳郎訳『通貨原理の研究』日本評論社, 昭和22年)。

(5) Tooke, Thomas, *ibid.*, p. 70. (同上, 127-128頁)。

(6) Fullarton, John: *On the Regulation of Currencies; Being an Examination of the Principles, on which It Is Proposed to Restrict, within Certain Fixed Limits, the Future Issues on Credit of the Bank of England, and of the Other Banking Establishments throughout the Country*, 1844, London, John Murray, Albemarle Street, 2nd ed. 1845, Augustus M. Kelley · Publishers, New York 1969, pp. 57-58. (福田長三訳『通貨論』岩波書店, 昭和16年, 82-84頁)。

用に必要とされる以上に発行されることはなく、過剰に発行されることは有り得ない、とフラートンは言う。従って、兌換紙幣が物価上昇の原因になることはない、というのである。

銀行券は発行されたと同じ額が銀行に還流する、とフラートンは言う。

「銀行券は、貸付以外には決して発行されず、貸付が満期になれば、同額の銀行券は常に必ず銀行に還流する。だから、銀行券は決してその過剰によつて市場を塞ぎ市場の動きを妨げること」⁽⁷⁾がない。

フラートンは次のようにも述べている。

「完全兌換が、健全かつ有効な通貨制度の一根本的条件であることは言を俟たない。それは国内の不信を防ぐ唯一の有効なる防衛であり、諸外国との為替上の激しい錯乱を防ぐ最適の予防手段である。だが、正常状態にあつて銀行券発行の過多を不可能とするものは、銀行券の金兌換よりは、むしろ還流の規則性に俟つところ大である。」⁽⁸⁾

こうしてみると、兌換紙幣の過剰発行は起り得ない、というフラートンの主張の根拠は、「兌換」そのものにあるよりも、銀行券が発券銀行に「規則的に還流する」という点にあることが分かる。

そして、フラートンも、トック同様、銀行券の発行に際して銀行は完全に受身の存在である、と主張している。

「銀行業者が、その顧客の受取ると思はれる銀行券の高だけすべて発行しきつてしまつた後は、全く受動的な地位にたゞされる。この銀行業者は、新規の需要が起るまではそれ以上の発行ができないのである。」⁽⁹⁾

§ 3 銀行は完全に受動的な存在ではない

「銀行券（紙幣）の過剰発行」を否定しようとする、ヒル〔§ 1(2)〕並びに、トックやフラートン〔§ 2〕らの主張の基礎にあるのは、「利子」を払ってまで「お

(7) Fullarton, John, *ibid.*, p. 64. (同上, 90頁)。

(8) Fullarton, John, *ibid.*, p. 67. (同上, 93～94頁)。

(9) Fullarton, John, *ibid.*, p. 84. (同上, 113頁)。

金」を借りようとする人は本当に「お金」を必要としている人である、という発想である。このことが、「銀行は銀行券の発行に際して完全に受身の存在である」という主張を正当化するための根拠となり得るだろうか？ 答えは「ノー」である。

「消費」のために金融機関から「お金」を借りようとする人の借入量ですら、利子率の高低によって影響を受けるであろう。「投資」のための借入の場合には、事態は更に複雑になる。何らかの理由により投資の収益率が上昇すれば投資資金需要が増えるだろうし、投資の収益率が下落すれば投資資金需要は減るだろう。しかし、実際の投資資金需要「量」を決定するのは、投資の収益率だけではない。投資資金需要者が支払わねばならぬ「利子の高（即ち、利子率）」も、投資資金需要「量」に影響する。従って、銀行は貸出利子率を操作することによって、人々の資金需要量に影響を与えることができる。かくして、「反地金派」や「銀行学派」の「銀行券発行に際しての銀行の完全な受動性」の主張は誤りである。

* * *

「銀行の受動性」に関する議論を終える前に尚2つのことを述べておかねばならない。

まず第1に、上で述べた「貸出利子率の操作」は個々の銀行に行えることではない。しかし、中央銀行と市中銀行から成る銀行システム全体でなら、「貸出利子率の操作」は可能である。不況期には、「中央銀行の公定歩合引き下げ→市中金利低下→投資資金需要喚起」というプロセスを作動せしめ、逆に、好況期には、「中央銀行の公定歩合引き上げ→市中金利上昇→投資資金需要抑制」というプロセスを作動せしめるなら、銀行システムは景気動向に相当の影響を与え得るはずである。

第2に、（反地金派や）銀行学派の主張には重大な欠陥があるとはいえ、（地金派や）通貨学派の議論に欠陥がない、というわけではない。通貨学派にも、その源流である地金派にも、そして、Ⅱで論ずるマネタリストにも共通する特徴がある。「貨幣（とりわけ紙幣）の発行量を何らかのルールに基づいてコントロールすればすべてうまく行く」と考えようとする姿勢がそれである。

Ⅱ フリードマンの主張

§ 4 ヒューム＝フィッシャー型の貨幣数量説

マネタリスト、中でもとりわけ代表的な人物であるフリードマンの主張を論ずるに先立って、ヒュームやフィッシャーによって展開された議論を見ておくのが

有益である。というのも、フリードマンの貨幣数量説は、ヒュームやフィッシャーの議論の延長線上にあるからである。

(1) ヒュームと貨幣数量説

貨幣数量説の起源はヒューム以前に遡る。しかし、ヒュームは、貨幣数量説に非常に明晰な表現を与えており、彼の議論から出発するのが便利である。

貨幣は富の本質を成すものではなく、富を生み出すための経済活動における「潤滑油」に過ぎない、とヒュームは言う。

「商品流通を車にたとえるならば、貨幣はその両輪の一つなどでは決してありません。そうではなく、それら両輪の回転をより円滑にするための潤滑油のようなものです。どのような国家であれ、その国家だけに問題を限定して考察するならば、誰の目にも明らかなように、その国の所有する貨幣の多少は全くなんの意味も持ちません。⁽¹⁰⁾」

貨幣には、商品流通を円滑にするという機能（即ち、交換媒介機能）に加えて、財やサービスの価値を表示する機能（即ち、価値尺度機能）も備わっている。〔更に、貨幣には、価値貯蔵機能という第3の機能も備わっているが、それは本稿の議論と直接関わりを持たないので、その存在を指摘するに止める。〕貨幣の価値尺度機能に関して、ヒュームは次のように述べている。

「貨幣は労働と財貨との表示物以外のなにものでもなく、労働と財貨との評価もしくは勘定の手段として役立つに過ぎません。もしその国に従来よりもより多量の貨幣が存在するようになれば、同じ量の財を表示するのにより多量の貨幣が必要となるというだけのことです。ですから、その国家だけに限定して問題を考えるならば、貨幣量の増大が善悪いずれであろうと、なんらかの結果をもたらすという⁽¹¹⁾ことは皆無です。」

しかし、以上のような主張は、長期（或いは、何らかの衝撃に対する調整過程の

(10) Hume, David: Of Money, in: *David Hume—The Philosophical Works*, Scientia Verlag, Aalen 1964, Vol. 3, p. 309. (小松茂夫訳『市民の国について・下』岩波文庫, 昭和57年, 51頁)。

(11) Hume, David, *ibid.*, p. 312. (同上, 56頁)。

終結後)においてのみ、妥当するものである。短期(或いは、何らかの衝撃に対する調整が行われている移行期)においては、貨幣量の変動は富の増減に重大な影響を及ぼし得るのである。例えば、貨幣量の増大は経済活動水準を高め、富の成長率を高めるであろう。ヒュームは、新大陸からヨーロッパへの貴金属の移入によってヨーロッパでの生産活動が大いに促進された、という事実に言及している。

「一つ確かなことは、アメリカにおける鉱山の発見以来、それらの鉱山を保有している国々を除けばヨーロッパのすべての国々において生産活動が上昇してきているという事実です。そして、この事実を正しく説明し得る理由はなんといっても金銀の増大ということであろうと思います。それゆえ、われわれの気づくことは、いかなる国であれ、その国へ貨幣が従来よりもはるかに大量に流入し始めると、事態は一変し、労働と生産活動とは活気を帯び、商品流通者はさらに企業的精神に富むようになり、工業生産者はさらに生産への熱意を燃やすとともにその技術をさらに高めるようになってゆくということ、それどころか、農業生産者までがその鋤をますます素早くしかも注意深く操ってゆくようになるということ⁽¹²⁾です。」

(2) フィッシャーの交換方程式

フィッシャーは、⁽¹³⁾『貨幣の購買力』(1911)の第2章第4節で、次のような交換方程式(the equation of exchange)を提示している。

$$MV = PT$$

M : 流通貨幣量 V : 貨幣の流通速度 P : 財貨の価格 T : 財貨の取引量

もし、貨幣の流通速度(V)と財貨の取引量(T)に変化がないという条件の下で、流通貨幣量(M)が2倍になったとすれば、財貨の価格(P)も2倍になろう。しかし、「 M と P の比例的な変動」というような命題は、ただ長期についてのみ妥当するのであり、フィッシャーもこの点をはっきりと認識している。短期〔フィッシャーの用語に従うなら、過渡期(transition period)]に関しては、流通貨幣量

(12) Hume, David, *ibid.*, p. 313. (同上, 56-57頁)。

(13) Fisher, Irving: *The Purchasing Power of Money*, 1911, Augustus M. Kelley Publishers, Fairfield 1985. (金原賢之助・高城仙次郎訳『貨幣の購買力』改造社, 昭和11年)。

(M) の変化は、少なくとも論理的には、財貨の価格 (P) のみならず、貨幣の流通速度 (V) や財貨の取引量 (T) にも影響を及ぼし得るのである。フィッシャーが『貨幣の購買力』の第4章(過渡期に於ける方程式及び購買力の変動)を、短期(即ち、過渡期)の分析に当てているということは、こうした事実を物語るものである。

フリードマンに代表されるマネタリストは、以上の如きフィッシャーの考え方を受け継いでいる。

(3) フリードマン

「貨幣量の変動が、何程かのタイム・ラグを伴いながら、経済諸変数の変化をもたらす」というのが、ヒュームからフィッシャーを経て、マネタリストへ引き継がれて行った中心命題である。

フリードマンとシュワルツは、「ハイパワード・マネー (high-powered money)」という概念を導入する。⁽¹⁴⁾ アメリカに関して言うなら、このハイパワード・マネーは、①公衆保有の流通通貨、②銀行保有の金庫内手元現金、③連邦準備制度の対銀行預金債務、によって構成されている。「ハイパワード・マネーとマネー・サプライと経済活動水準の関係」の分析に、フリードマンらマネタリストは最大のエネルギーを注入する。そして、一国の経済活動水準を安定化させる上での、ハイパワード・マネーのコントロールの重要性が強調されている。

§ 5 k%ルール

「ハイパワード・マネー→マネー・サプライ→経済活動水準」という因果の連鎖が、マネタリズムの中心命題であるとはいえ、「非貨幣的な」要因が経済活動水準に影響を及ぼし得るという事実を否定することは、マネタリストにとってすら不可能である。それでは、非貨幣的要因に由来する経済活動水準の不安定性を除去するために、ハイパワード・マネーを微調整するための裁量権を中央銀行に与えるべきであろうか？

「与えるべきではない」とフリードマンは言う。なぜなら、非貨幣的要因に由来する不安定性を除去するのに必要な知識を我々は未だ獲得するに到っていないからである、というのである。そこで、フリードマンは、次善の策として、貨幣量の増加率を一定に保つという方針(俗に、k%ルールと呼ばれているもの)を打ち出す

(14) Friedman, Milton / Schwartz, Anna J.: *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963, p. 50.

のである。

「マネタリストの立場について最も広くなされている誤解の一つは、『貨幣の安定的な増加率を』というこの処方、貨幣量の変化と経済の変化との間の硬直的な関係に対するわれわれの確信から導き出されている、という信念である。事情は全く反対である。もし私が貨幣と所得の間に正確で硬直的な機械的な関係があると実際に信じているとすれば、またもし私がその関係がいかなるものであるかを知っていると思っているならば、そしてもし私が中央銀行はそのような知識を私と分かち合っていると思っているとすれば、これは遙かに大きな『もし』であるが、私は、不安定性を産み出す他の諸要因を相殺するためにそのような知識を使うべきである、と主張するであろう。しかしながら、私はこれらの『もし』のいずれもが真実ではないと信じている。平均して、貨幣量の変化とその結果生じる国民所得の動きとの間には、近密な関係が存在しているというのである。経済政策は、平均ではなくて、個々のケースを取り扱わなければならない。いずれのケースにおいても、かなりの落差がある。私が、アメリカ合衆国において貨幣量が年当り四ないし五%の持続的な比率で増加するような準自動的貨幣政策を長らく主張している主な理由こそ、まさに、貨幣量の変化と所得の変化との間のこのような時差、その関係のつながりの緩さ、その一對一の機械的な対応関係の欠如なのである。(望ましい貨幣量増加率は、産出のトレンドと貨幣保有性向の趨勢に依存して国を異にするにつれて多様であろう。)

事態をヨリ良くしようとして貨幣当局が行った試みについての過去の多くの証拠がある。その判定は非常にはっきりしている。貨幣当局による事態を改善する試みは、善よりも遙かに多く害をなしてきたのである。貨幣当局による行動は、不安定性の重大な源泉をなしてきたのである。⁽¹⁵⁾」

§ 6 「1回限りの決定」の誘惑 ——

地金派・通貨学派とマネタリストの類似性

(1) 「紙幣の過剰発行」にのみ注目する地金派と通貨学派

§ 1 で見たように、地金派も通貨学派も、「紙幣の過剰発行」にのみ注目する。経済的苦境の原因をただひとつの要因にのみ求める、といった行き方は、時として、

(15) Friedman, Milton: *The Counter-Revolution in Monetary Theory*, The Institute of Economic Affairs, London 1970, pp. 26–27. (保坂直達訳『インフレーションと失業』マグローヒル好学社、昭和53年、221–223頁)。

奇妙な議論を生む。そうしたものの一例として、通貨学派の一員としてのトレنزの議論を紹介することにしよう。

通貨学派の主張を反映したものであり、また、「紙幣発行量と自国保有の貴金属量との運動」を狙った1844年法〔§ 1(3)参照〕の成績評価を、トレنزは、『1844年の銀行設立免許法の作用について』で、試みている。トレنزによれば、1846年7月から1847年5月にかけて、英国の交換手段の総額は、610万ポンドに及んだ地金流出のため、ほぼ25%収縮した。⁽¹⁶⁾「アイルランドでのじゃがいもの不作」が惹起した輸入増加と輸出減少が、地金流出の原因であった。そして、トレنزは次のように述べている。

「これらの原因が存在し続けるなら、(地金の)尚一層の流出と(交換手段の)尚一層の収縮は、不可避であろう。そして、(交換手段の)収縮は、不可避的に、貨幣市場への圧力を生み、有価証券の価値を下落させ、更に、商業信用の逼迫状況を現在以上のものにするに相違ないのである。⁽¹⁷⁾〔()内は吉澤が挿入した。〕

上記の如き状況に直面させられた時、1844年法の反対者は、次のように論じ得るであろう。

1. 上記の如き困難な状況は、地金流出時にも、イングランド銀行が交換手段の量を従前通りに維持するならば、避けられるかもしれない。
2. 地金流出は、通貨過剰や通貨の価値下落によって生じたのではなく、外国産農産物の輸入に際しての支払いの結果として生じたのである。
3. しかも、通貨収縮の結果として自国商品が安くなったからといって、そのことが自国商品の海外での新市場開拓につながるとは限らない。

①通貨の量が増加する一方で、財貨の量は不変である、②通貨の量は不変だが、財貨の量が減少する —— これらいずれの場合であろうと、通貨の財貨に対する相対価値の下落、即ち、物価水準の上昇が起る。「アイルランドでのじゃがいもの不作」に由来する物価水準の上昇は、上の②に相当するが、こうした形で起ってくる

⁽¹⁶⁾ Torrens, Robert: *On the Operation of the Bank Charter Act of 1844, As It Affects Commercial Credit*, London, James Ridgway, No. 169, Piccadilly; Smith & Elder, Cornhill; McGlashan, Dublin 1847, pp. 16-17.

⁽¹⁷⁾ Torrens, Robert, *ibid.*, p. 18.

物価水準の上昇も、通貨量の膨脹故に起ってくる物価水準の上昇（即ち、上記の①）も、結局は同じものだ、とトレンズは言う。そして、彼は次のように述べている。⁽¹⁸⁾

「もし、我々が大量の食糧輸入を続けざるを得ないとすれば、イングランド銀行からの尚一層の地金流出が起るに違いない。そして、もし、我々の金属本位制度が維持されねばならないとすれば、尚一層の地金流出の結果として、流通手段量の収縮、貨幣価値の上昇、有価証券と財の価格の下落が起らねばならず、しかも、そうしたことは益々の廉価（increasing cheapness）によって、外国市場での我々の財貨への需要増加が起り、我々の輸入食糧への支払いを、尚一層の正貨輸出によってではなく、財貨輸出によって購い得るようになるまで、続かねばならない。」⁽¹⁹⁾

以上のようなトレンズの主張はかなり常軌を逸したものであるように、筆者には感じられる。

(2) 第一次オイル・ショック後の経済的混乱と金融・財政政策

1973（昭和48）年10月6日に勃発した第四次中東戦争の際、アラブの産油諸国は「石油」を戦略的に使い、第一次オイル・ショックを現出させた。物価が上昇する一方で失業率も上昇するといった、スタグフレーションが発生した。産油国以外の各国の中央銀行や政府に、オイル・ショック後の経済的混乱の責めを負わせることは難しい。そして、各国の中央銀行と政府による金融政策と財政政策の総動員が必要になったのである。

マネー・サプライの増加率を一定に保つという「k%ルール」（§5参照）を提唱するフリードマンの立場からすれば、第一次オイル・ショック後の経済的混乱や、それに対して講じられた金融・財政政策はどのように評価できるであろうか？ フリードマン流の議論から有益な答えが得られるとは思えない。

(3) 「1回限りの決定」の誘惑

地金派は、イングランド銀行券と貴金属鑄貨との「兌換」再開を要請し、通貨学派は、「紙幣発行量と自国保有の貴金属量との完全連動」を提唱し、そして、フリードマンは、k%でのマネー・サプライの増大を唱えている。三者に共通するのは、

(18) Torrens, Robert, *ibid.*, p. 19.

(19) Torrens, Robert, *ibid.*, p. 20.

まず何らかのルールを決めて、その後はそのルールに従おう、という姿勢である。煩雑な決断は1度限りにしたい、という願望が存在するのであろう。

しかし、このような姿勢は、思考の柔軟性を弱め、決断が必要な時にも決断できないという精神構造を生み出して行くに違いない。

Ⅲ 金融政策の可能性

§ 7 流動性のわな、企業家の弱気、財政政策

「貨幣量の変化が経済活動水準の変化を生む」とする、ヒューム＝フィッシャー＝フリードマン流の貨幣数量説では景気循環を説明できない。なぜなら、そもそも「貨幣量の変化がなぜ起るのか」ということへの言及が欠落しているからである。

景気循環現象を解明するカギは、「投資の収益率と利子率の差」にある。この点に着目した体系的な理論を最初に提示したのが、ウィクセルの『利子と物価 (Geldzins und Güterpreise)』(1898)である。ケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』(1936)は、この系譜に分類できる。

ある事業における投資の収益率(ケインズの用語に従うなら、資本の限界効率)が貸付利子率を上回るなら、そうした事業への投資が為されるであろう。そこから、「不況期の公定歩合引き下げ→市中金利低下→投資促進」「好況期の公定歩合引き上げ→市中金利上昇→投資抑制」という形での「金融政策」が可能になる。

しかし、金融政策が効かない、というような場合がある。①いくら金融緩和を行っても利子率が更に低下することのない「流動性のわな」が発生している場合、②いかに利子率が低くとも、企業家が極端に弱気になって投資を行おうとはしないような場合、がそれである。そのような場合には、政府が「財政政策」を発動して、景気浮揚を図る以外に手はない。これが、『雇用・利子および貨幣の一般理論』の最も重要な政策的含意である。

§ 8 クルーグマン＝クー論争

共にマネタリズムに批判的である、クルーグマンとクーの間で論争が展開された。クーは、終始一貫して、ケインジアン流の議論を展開している。これに対して、クルーグマンの主張にはねじれ現象が生じている。ケインジアンかマネタリストか、という二分法を適用するならば、クルーグマンはケインジアンである。しかし、クルーグマンは、『雇用・利子および貨幣の一般理論』からは導き出し難い議論を展開している。

(1) 『世界大不況への警告』第4章

1997（平成9）年7月2日、タイのバーツは暴落する。タイで起った混乱は、マレーシア、インドネシア、韓国へ波及し、更には、ロシアやブラジルへも飛び火して行った。このような国際的通貨・金融危機が「なぜ起きたか」「どうすればその被害を修復できるか」「どうすれば危機の再発を防げるか」を説明するという目標を掲げて刊行されたのが、クルーグマンの『世界大不況への警告（The Return of Depression Economics）』⁽²⁰⁾（1999）である。クルーグマンは先の目標の達成に成功している、と筆者は考える。「為替レートの安定」「金融政策の自主性の維持」「資本移動の自由化」の3つを同時に達成することは不可能なのだから、少なくとも発展途上国は「資本移動の自由化」を捨てるのがよい——これが、クルーグマンの提示した処方箋である。

『世界大不況への警告』第4章で、日本経済が論じられている。日本経済は「流動性のわな」の陥った、財政政策も限界に達した、従って、残った手は、通貨供給量を増やしてインフレーションを起すことしかない、というのが、クルーグマンの日本経済に対する診断と処方箋である。

(2) 『文芸春秋』1999年11月号

クルーグマンとクーの論争が、『文芸春秋』1999年11月号に掲載されている。日本経済は異常な状態にある、という点で両者の認識は一致している。しかし、そこから違う。クルーグマンは、異常事態に臨んでは異常な政策を採れ、という。つまり、通貨供給量の拡大によりインフレーションを起せ、というのである。

これに対して、クーは、金融政策の効果は薄く、財政政策を継続せよ、と主張する。バブル破裂の結果、企業や個人のバランスシートが痛んだため、民間は借金返済に精を出しており、民間の有効需要の落ち込みが財政政策によって辛うじて相殺されている、というのである。資産価格が底値を打って、民間に前向きの動きが出てくる時まで、財政再建は棚上げにしておかねばならない、というわけである。

(3) 『良い財政赤字 悪い財政赤字』第1章～第4章

クーは、上述の主張を、『良い財政赤字 悪い財政赤字』⁽²¹⁾（2001）の第1章～第4

⁽²⁰⁾ Krugman, Paul: *The Return of Depression Economics*, W. W. Norton & Company, New York・London 1999.（三上義一訳『世界大不況への警告』早川書房、平成11年）。

⁽²¹⁾ リチャード・クー『良い財政赤字 悪い財政赤字——「俗説」の呪縛を解き景気回復へ』PHP 研究所、平成13年。

章で、更に詳しく展開している。

バブル破裂の結果、1990年に、日本企業の資金需要は半減したが、それでも、その後3年間は、それなりの資金需要があった、ということ⁽²²⁾をクーは指摘する。ところが1993年頃から資金需要がほとんど消滅してしまう。金利は低水準にあり、しかも、銀行の貸し出し姿勢も積極的なものであったにもかかわらず、企業の資金需要が激減したのは、企業のバランスシート毀損の故である、というのがクーの解釈である。そして、クーは、「バランスシート不況」という用語を導入する。

財政出動があったから「バランスシート不況」下でもゼロ成長で済んでいたの⁽²³⁾であり、従って、財政政策は効いている、とクーは言う。その証拠に、1997（平成9）年度に、消費税率引き上げ・特別減税廃止・社会保障負担引き上げ・大型補正予算見送り、といった財政再建策が講じられると、経済成長率はマイナスに転じ、日本経済は危機的な状況に陥ったのである。従って、日本にはまだ財政再建のオプションはない、というのである。

バランスシート不況には2つの段階がある、とクーは言う⁽²⁴⁾。第1段階は、資産価格が下がり続けている段階である。この段階では、資産価格が下がったことで発生する実害に加えて、資産価格が更に下がるのではないかとこの恐怖が存在するため、人々の行動は慎重なものとなって、前向きの発想が出てこなくなる。それに対して、バランスシート不況の第2段階は、資産価格が下げ止まったか、或いは、回復に転じた段階を指す。1999年頃から日本経済はこの第2段階に入った、とクーは言う。

従って、今しばらく財政政策を続けよ、ということになる。財政再建を行うための財政政策の転換が遅過ぎることによって生ずるリスクと、早過ぎることによって生じるリスクを比べるなら、後者のリスクの方が圧倒的に大きい⁽²⁵⁾のだから、遅過ぎる方に間違え方がよい、とクーは主張している。しかも、市場、とりわけ、債券市場は、低水準の長期金利というシグナルを介して、「財政政策を続けてもよい」と語りかけている、⁽²⁶⁾というのである。

§ 9 金融政策の限界

(1) クルーグマンはマネタリストか？

(22) リチャード・クー、同上、30-33頁。

(23) リチャード・クー、同上、54-66頁。

(24) リチャード・クー、同上、102-104頁。

(25) リチャード・クー、同上、133-135頁。

(26) リチャード・クー、同上、176-184頁。

クーの主張は、1点を除いて、(少なくとも筆者には)非常に説得力のあるものである。その1点とは、クーが、クルーグマンをマネタリストと規定している、ということである。クーは、次のように述べている。

「クルーグマンなどマネタリストたちの分析では、『まずデフレが敵なのだから、インフレにすればいいんだ』と言いつづけた。彼らは、なぜデフレになったかについては言及していないし、クルーグマンに至っては『どうしてデフレになったかについては説明する必要がない』とまで、はっきりと書いている。とにかくインフレにすれば、すべて丸く収まるというのが彼らの主張なのである。⁽²⁷⁾」

また、「マネタリストの誤り」と題された、『良い財政赤字 悪い財政赤字』の第1章第2節(34~45頁)では、マネタリズム批判が展開されているのであるが、そこで名前の挙げられている人物はクルーグマンだけである。

(2) ケインジアンの変貌 —— そして、クルーグマンの主張のねじれ

§8でも述べたように、ケインジアンかマネタリストか、という二分法を適用するならば、クルーグマンはケインジアンである。しかし、クーが、クルーグマンをマネタリストと誤認するのには、それ相当の理由がある。以下、筆者の解釈を述べる。

『雇用・利子および貨幣の一般理論』に「財政政策」を正当化する要因が含まれている、ということ否定する者は存在しないであろう。そして、第二次世界大戦後、「財政政策一点張り」のケインズ主義が台頭した。『雇用・利子および貨幣の一般理論』には実に様々な要素が組み込まれており、その解釈は一筋縄で行くものではないけれども、ある新しい学説が受容され普及して行く過程において、精妙な要因は無視され人目を惹く要因に焦点が当てられる、ということは避けられないことであった。

「財政政策一点張り」のケインズ主義を論破することは容易である。そして、フリードマンに代表される「マネタリスト」と、ブキャナンやワグナーといった「財政学者」の連合軍によって、「財政政策一点張り」のケインズ主義者は打倒されてしまったのである。しかし、ケインズ主義そのものが死滅したわけではない。現代のケインジアンは、金融政策を重視するケインジアンである。彼らの主張を論破す

⁽²⁷⁾ リチャード・クー、同上、193頁。

ることは容易ではない。

さて、『雇用・利子および貨幣の一般理論』では、金融政策の限界が明らかにされ、①流動性のわなや、②企業家の弱気が存在するような場合には、「財政政策」を用いる以外に手はない、という主張が為されている。クルーグマンは、金融政策重視のケインジアンであり、且つ、金融政策の限界を百も承知の上で、通貨供給量を増やしてインフレーションを起せと主張している——そこに、クルーグマンの主張のねじれがある。これが筆者の解釈である。

(3) 昨今の日本銀行への攻撃は不当である

中央銀行と市中金融機関から成る「銀行システム」が完全に受動的な存在でないことは、§3で見た通りである。利子率操作によって、民間の資金需要に影響を与えることができるからである。

しかし、今日の日本では、金融政策は効かない。「超低金利かゼロ金利か」をめぐる議論にどれほどの意味があるのだろうか？

日本銀行の関係者が「金融政策の限界」を口にするのは難しいだろう。また、政府や財務省の関係者も「金融政策の限界」を認めたがらないはずである。もし、それを認めたならば、事態打開の重荷はすべて彼らにのしかかって行くからである。

日本銀行の関係者や、政府・財務省の関係者と違って、「金融政策の限界」を公言したが故に重大な損害を受けるとは思われない「経済学者」が、「日本銀行にはまだやれることがある」と感じさせるような主張を展開するのは、妥当性を欠くものである。