

書 評

Ann Pettifor 著 [2017]

The Production of Money

(Verso)

渡 部 亮

本書の著者は、英国のシンクタンク New Economic Foundation のフェローで、国連開発計画の報告書作成にも携わった経験を持つ革新系の研究者である。

著者の問題意識は、金融システムの不安定性を是正し、雇用や所得を増進するためには、第一に貨幣発行の仕組みや金融制度の運営実態を究明する必要があること、そして第二に貨幣や金融制度は公共財であり、公的な規制や管理が必要だという二点にある。

1980年代から2000年代の前半にかけて、保守主義者と社会民主主義者の別を問わず、政治家が金融業者の影響力に屈して金融規制緩和を進めた。そうした規制緩和環境のもとで、金融業者は、シャドバンキングといった不透明な市場を使って、納税者や市民からすれば難解で複雑な業務を遂行し利益を上げた。それが行き過ぎて2007年以降の大金融危機 (Great Financial Crisis) が起き、その危機を收拾するための経済的負担が、不況や失業といった形で納税者や広範な市民に及んだ。

大金融危機後に高まった金融業者や銀行員に対する納税者や市民の義憤を、金融制度改革に向けなければならない。それが著者のような革新主義者の使命なのだが、現実には保守系 (米

国用語ではネオリベラル) 論者が巧みな宣伝広報活動で納税者や市民を幻惑し、義憤が移民労働者などの弱者に向けられたり、ヘリコプターマネーのような荒唐無稽の思考実験が持ち出されたりしている。

本書は貨幣の長い歴史や経済学全般に及ぶため、論述のなかには単純化や独断があるようにもみえるが、ポピュリズムや脱グローバリゼーションといった時代潮流が貨幣や金融制度に関する議論にも反映されるようになったことに注目すべきであろう。

1. 貨幣発行の仕組み

著者の第一の問題意識 (貨幣発行の仕組みや金融制度の運営実態の究明) に関して、本書では貨幣発行の仕組みが簡明かつ具体的に説明されている。

一般の人々は、就職して働き始めると給料が貨幣で支払われるので、労働に携わることによって貨幣所得が生まれ、その所得の一部が貯蓄として銀行に預金され、それがさらに銀行貸出にまわると考える。しかし現実には、最初に銀行による貸出が借り手 (労働者を雇用する企業) の預金口座に入金され、それが預金通貨という形で貨幣となり、さらにその企業が労働者

の預金口座に給料を振り込んで、最終的に労働者の所得となる。その間、銀行、企業（雇用者）、労働者（被雇用者）の間では、現金の移動は伴わない場合が多い。貨幣創出の初段階は銀行による信用供与（信用創造）であり、それが銀行負債（預金通貨）となって貨幣供給となる。その貨幣供給によって労働や生産が行われ、それによって付加価値や所得が生み出される。貸出を受けた企業が労働者を雇用し、労働者が生産に携わることによって最終的に貨幣所得を得るのである。

正統派経済学ないし古典派経済学の貨幣に関する考え方も、上記の一般人の考え方と大同小異である。それによれば貨幣は金銀のような希少財であって、希少財が蓄積されて貯蓄となると想定する。つまり初めに希少財が存在し、それが蓄積されて貯蓄となり、その貯蓄が銀行を通じて貸し出され、実物投資に向けられると考える。正統派経済学によれば、金利は貯蓄者にとっては節約の報酬ないし我慢料であり、実物投資を行う企業にとって、金利は設備投資に基づく迂回生産によって創出される付加価値の一部である。そして貯蓄と投資が均衡する水準に金利が決まると考える。

しかし著者によれば、貨幣は希少な物品などではなく、銀行の信用供与によって自由に創出できる。貨幣の起源は貸借関係およびその貸借関係を表象する証文であり、それは金銀や現金が登場する以前の時代から存在した。シュンペーターも1954年の著書『経済分析の歴史』のなかで、経済学者はこのことをなかなか理解できなかったと述べている。

2. 貨幣制度を管理する必要性

貨幣は銀行の信用供与によって創出される。

信用とは、銀行にとっては資産（貸出）であり、借り手にとっては負債（借入）である。同時に貨幣は銀行の負債（預金）であり、預金者にとっての資産（銀行に対する信用）でもある。したがって経済全体が安定的に発展するためには、信用（credit）と負債（debt）が適切に管理されなければならない。このことが冒頭で述べた第二の問題意識（貨幣は公共財であり公的な規制や管理が必要）につながる。

貨幣が負債であるということは、それが債権者の債務者に対する請求権であることを意味するので、その請求権を確保する法制度が存在しなければならない。また貨幣が貸借関係を表象するとすれば、そこには搾取の要素も潜在するので、そのことも法的規制の必要性を要請する。しかし搾取を回避するために、政府ないし行政が貨幣を強権的に規制してはならないというのが著者の立場である。たとえば政府紙幣の発行によって、政府が民間銀行の信用創造を代替することは、民間の創意工夫を阻害し、独裁国家への道をたどることにつながる。

政府紙幣とは反対に、貨幣供給を民間銀行だけに任せるのも間違いである。マネタリストや貨幣数量説は、中央銀行による一元的な貨幣供給の管理だけで十分だとして、民間銀行による信用創造を野放しにした。しかもかれらは、金融規制緩和を推進した。マネタリストの思想の背後には、「政府は悪であり、民間が善である」という原理主義的な思想があったという。その結果、フィナンシャリゼーション（後述）やグローバリゼーションが野放図に進行して、中央銀行が管理できない広義の負債（証券のような疑似貨幣）が増発され、金融システムの健全性が損なわれた。それが大金融危機となって頂点に達した。

貨幣は銀行信用に端を発する負債であり、負債には悪魔的な搾取の要素が内在する。しかし負債を廃止して贈与だけの世界を作るというのも現実的ではない。社会主義や共産主義は贈与経済の性格を帯びるが、その贈与の最終的なツケは租税や国家政府への強制的奉仕となって国民に回される。また古典派経済学のように、実物経済と貨幣経済を分けて考え、貨幣の役割をヴェールとみなすのも正しくないし、資金供給を貯蓄者（豊かな資産家）の裁量に任すべきでもない。なぜならケインズが主張したように、貯蓄者の裁量に任せると流動性選好のような現象が起きて実物投資が委縮し、あらたな所得や雇用の形成が阻害されるからである。

3. 貨幣は公共財

著者の第二の問題意識（貨幣や金融制度は公共財であり、公的な規制や管理が必要）は、貨幣発行を株式会社組織の銀行の自由に任せてよいのかという問題を提起する。金融規制緩和のもとでは、貨幣をどのくらいの量で創造するのか、また創造された貨幣が生産的な目的に使用されるのか、あるいは投機的な資産投資に使用されるのか、こうしたことは民間銀行の判断次第である。株式会社組織の銀行は、往年の保守的な銀行に比べると、融資目的に関していちいち精査したり注文を付けたりしないし、中央銀行を始めとする規制監督当局も個別融資の細目には関与しない。もちろん各国の中央銀行や国際決済銀行（BIS）などが、資産投資向け融資の行き過ぎに警鐘を発することはあったが、民間部門による信用創造は、その目的の別を問わず、金利変動をメルクマールとする資金需給に任されてきた。

貨幣は、銀行の信用創造を基盤とする社会的

構築物（金融制度）であり、信用創造が社会組織全体から孤立した形で存在するわけではない。信用を意味する英語の credit は「私は信じる」という意味のラテン語 credo を語源とする。そもそも市場経済が円滑に機能するためには、市場参加者相互間の信用や信頼が不可欠である。銀行信用（貸出）は、受信者（借り手）にとって購買力ないし支払い手段となるが、それは借り手と貸し手の相互信頼や、その信頼を担保する法制度、租税制度、中央銀行制度などによって支えられている。貸し手側の銀行の信用が揺らげば貨幣の信用も低下し、取引や決済に支障をきたすおそれがある。これが貨幣は公共財であることの所以でもある。

もっとも著者は、インフレにするかデフレにするか、あるいは資産バブルを生むか否か、そうしたことのすべてが銀行の判断次第であるとはまでは言っていない。というのは貸出ないし信用創造は、供給サイド（貸し手銀行）の事情だけでなく、需要サイド（借り手）の判断も反映するからである。しかし大金融危機に至る過程で進行したフィナンシャリゼーションでは、銀行が供給サイドの貸し手としてだけでなく、需要サイドの借り手としても躍り出た。その結果、実体経済の資金需給とは切り離された形で信用創造が拡散的に行われた。

フィナンシャリゼーションとは、①家計が労働者として企業の生産に貢献するよりも、消費者ローンや住宅ローンの借り手として銀行収益に寄与する、②企業は設備投資の資金調達よりも、資産投資や自社株買入れのための資金を銀行から借り入れる形で銀行収益に寄与する、③銀行みずからも負債発行によって資金を調達し、証券投資や不動産投資を行って収益をあげる。フィナンシャリゼーションはそうした状況

を指す。特に③は、預金や貸出以外の非伝統的業務（国際的な証券化業務のようなユニバーサル・グローバル・バンキング）による収益を包含するものであり、それが大金融危機前に全盛を極めて、大金融危機の原因ともなった。

4. 信用と負債の膨張

規制緩和された環境下での貨幣発行に関して、著者は現金通貨（中央銀行の負債）よりも、預金通貨（民間銀行の負債）を重視する。特に近代の貨幣は、民間銀行の信用に基づいて発行される負債（預金通貨）となった。民間の貨幣発行銀行（預金取扱銀行）は、貸出（信用）に対する付利（貸出金利）によって利益を上げ、その利益によって決済機能の提供に付随するコストを賄う。しかし与信業務（貸出）だけでは利益率が低く、国家経済の主力産業としての期待にも応えられない。そこで銀行は、預金以外の市場性負債（証券などの疑似貨幣）を発行することによって、積極的な投融资業務に乗り出した。それがフィナンシャリゼーションの一環（前節の③）でもあった。

繰り返しになるが、資産や貯蓄が存在しなくても銀行は信用創造することができる。その信用創造が経済発展の原動力となるのだが、それは法制度や中央銀行制度、社会構成員相互間の信頼などを基盤とする制度であり、信頼や信用を保持するためには公的な規制や監視が必要である。フィナンシャリゼーションおよび金融危機は、規制緩和環境下での公的監視の欠如を意味した。規制緩和環境下では、誰でも欲しがる貨幣を銀行がほぼ無制限に供給できる。株式会社としての銀行が、資金仲介の効率性向上だけでなく、独自の利益を上げることを目的として行動し、しかも自由に信用創造することが可能

だとすれば、投機的な資産取引や資産バブルが起きるのは不可避であろう。これが著者の主たる論点である。

銀行制度が出来上がるまでの時代（概ね16世紀までの中世）には、はじめに資産や貯蓄があつて、それが資金を必要とする借り手に貸し出された。しかし経済成長が停滞した中世においては、戦争や略奪をしないかぎり資産は増加しなかった。そこで貸し手である資産家は高利貸に活路を見出し、高利貸によって借り手を収奪（搾取）した。そのためキリスト教やイスラム教など世界の宗教は高利貸を禁じた。

16世紀以降になると大航海や宗教改革が進行して、経済が成長するとともに、資産も増加するようになった。また銀行制度も確立し、資産や貯蓄の存在を前提としない銀行信用が出現した。キリスト教も銀行業に寛容となり、カルヴァンを慕ってジュネーブに参集した銀行家が、今日のプライベートバンクの先鞭を付けた。またイタリアのメディチ家はローマカトリック教会に寄進して、金融業の免罪符を手に入れた。

ところが銀行信用は借り手の側で負債を生み出した。負債は有形資産とは違って無形であり、経済成長が減速しても負債の額は複利の魔術で増加する。このことは単なる高利貸とは異なった形で借り手が収奪されることを意味した。特に金利自由化が始まった1980年代以降になると金利水準は高騰し、借り手は複利によって膨張した巨額負債の返済を迫られた。負債を負った労働者は、安息日の土日を含めて長時間労働を強いられた。また労働だけでなく、陸（土地や地下資源）、海（魚や海洋資源）、空（大気や宇宙）の資源が採掘採集されるようになった。まさに Karl Polanyi [1944] *The*

Great Transformation (邦訳「大転換」)のいう労働、土地(自然環境)、資本(貨幣)のコモディティ化(擬制商品化)であった。

本来のコモディティは、販売されることを目的に生産され、コモディティ相互間では差別化が行われず、その価格が市場における需給によって決定される商品である。労働、土地、資本は、そうした意味でのコモディティではないが、それらがあたかもコモディティのように使用されたというのが、Polanyiのいう「擬制商品(fictitious commodity)」の意味である。そして貨幣のコモディティ化がフィナンシャリゼーションであり、それが過大な負債による過剰消費や資産投資を可能にして、地球環境の劣化にもつながった。

ちなみに「大転換」の4章では、貨幣を使った市場取引が経済全体を支配するようになったのは19世紀以降のことであり、それ以前は互酬、再分配、家計という三つの行動原理が社会組織を支配していたことが指摘されている。つまり経済システムは社会組織の一機能にすぎず、貨幣を使った市場取引を行う経済人とか、利得と利益を求めて市場で取引する経済人といった想定は、有史以来の人間の自然状態ではなかった。公開市場における匿名の個人相互間の交換取引は、アダム・スミスにとっても眼前の現実ではなく近未来的な事象であった。それまでの時代における貨幣は、貸借関係の記録にすぎず、それ自体を蓄積すること(資本蓄積)などには意味がなかった。

5. 貨幣の景気循環連動性

貨幣のコモディティ化ないしフィナンシャリゼーションが負債の増大を引き起こし、バブルとクラッシュのサイクルを何回も繰り返しながら、

2007年以降の欧米で大金融危機を引き起こした。

評者は、大金融危機の根底に貨幣供給の景気循環連動性(pro-cyclicality)という現象があるように思う。この景気循環連動性は、貨幣が銀行の負債(預金通貨)であり、その銀行負債(debt)は銀行信用(credit)と両建てで増殖することに起因する。しかも銀行信用は、景気循環に連動して増減するという特性を持っており、景気が好転すれば信用(借入)に対する需要が強まり貨幣も増発される。そして貨幣が増発されれば景気はますますよくなり、人間の貨幣欲もさらに高まる。景気が好転すれば資産価格も上昇するので、資産投資のための貨幣需要が貨幣供給量を増大させる。そうした形でバブルが生まれる。逆に景気が悪化すれば信用に対する需要が減退し、貨幣供給量も減少する。

こうした景気循環連動性にもかかわらず、信用と負債の量(貨幣供給量)および価格(金利)の決定が、政府当局による統御を受けずに、民間銀行に任されてきた。金融規制緩和によって銀行の業務範囲や金利設定、さらには国際的な資本移動が自由化され、グローバルな信用膨張や資産バブルが放置された。低金利を利用した負債金融による不動産投資や証券投資も活発化した。つまり銀行信用にはアンカー(錨)が不在だったのである。

景気循環連動性を念頭に置いたうえで、大金融危機の原因をより具体的に分析すれば、①金融規制緩和、②金融緩和政策(低金利政策)、そして③貨幣の特性(貨幣需要と信用創造の無限ない連鎖)などの諸点があげられる。もちろん①、②、③は相互に絡み合っているが、冒頭で述べた著者の第一の問題意識(貨幣発行の仕組みの解明)は、③の貨幣の特性に焦点を当て

るものである。また冒頭で述べた第二の問題意識（貨幣は公共財であり公的な規制や管理が必要）は、①の金融規制緩和に焦点を当てるものである。

金融規制緩和が危機の主たる原因であるとするれば（上記①）、金融規制強化が必要になる。貨幣制度を管理し経済安定を実現するためには、資本取引税の導入やオフショア・バンキングの規制も必要であろう。資本主義の経済は国境を超えるが、民主主義の政治は国境を超えない。民主主義の政治が資本主義の経済を統御するためには、資本流出入規制の強化が必要である。これは Thomas Piketty [2014] *Capital in the Twenty-First Century*（邦訳「21世紀の資本」）が主張するところでもある。

次に金融緩和政策が危機の主たる原因であるとするれば（上記②）、実質金利の引き上げが必要になる。前イングランド銀行総裁のキングは、Mervyn King [2016] *The End of Alchemy*（邦訳「錬金術の終わり」）の中で、大金融危機の前には世界的な過剰貯蓄のもとで実質金利が低下し、そのことが過剰な支出と資産バブルを増殖させたと論じている。そうであるとすれば、政策的には早い段階で実質金利を引き上げるべきであった。ただし一国だけが金利を引き上げれば、当然その国の国内需要が減退するだけでなく、為替相場も上昇して輸出減少によって経済が低迷してしまう。それを覚悟して利上げができたかどうか、King は中央銀行も囚人のジレンマに直面していたとする。

本書の著者は、貨幣の特性が危機の原因（上記③）だと論じる。これは貨幣が銀行の負債であることに起因する問題であり、そうであるとすれば、やはり金融規制強化が必要になる。

6. 「シカゴ計画」と「貨幣の国有化運動」

金融規制強化のひとつの方策は、銀行負債という形で貨幣発行を禁じることかもしれない。たとえば Adair Turner [2016] *Between Debt and the Devil*（邦訳「債務、さもなくば悪魔」）は、政府貨幣の発行によって信用創造を政府が直接コントロールすることを提唱する。この Turner の論調は、1930年代の米国で提唱された「シカゴ計画（Chicago Plan）」を土台としているが、本書の第6章で、著者は政府紙幣には欠陥があるとする。

「シカゴ計画」は、1929年の株価大暴落を踏まえて、1930年代にシモンズやフィッシャーなどの経済学者によって提唱された。彼らは、部分準備銀行制度が資産バブルや金融不安定化の元凶であるから、預金に対する所要準備率を100%にして銀行の信用創造を否認すべきとした。その場合、貨幣を発行する銀行（ナローバンク）の役割は、決済機能の提供者および貨幣の保管者（custodian）に留まる。貯蓄者と投資者の間の資金仲介の役割は、信用創造や貨幣発行（購買力創出）を行わない銀行（ワイドバンク）ないし非銀行の金融機関に任せるべきだということになる。要するに貨幣発行と資金仲介を分離するのである。そうすれば銀行が創出した貨幣が資産投資を煽ることもないし、預金者の取付けやシステミックリスクといった問題（銀行の投融資に伴う信用リスクが流動性リスクに波及する問題）も回避できる。現在の部分準備制度では、銀行信用（credit）によって預金通貨（money）という銀行負債（debt）が発行される。そのため銀行の積極的与信行為（信用創造）は、景気循環に連動する形で膨大

な貨幣増発を引き起こし、資産バブルの発生やその崩壊に及ぶことが避けられない。

以上が「シカゴ計画」の概要だが、著者はそれを批判的に解釈する。すなわちシカゴ計画では、貨幣を①交換手段として使用される現金通貨（政府発行紙幣とコイン）、②100%の準備率を課される民間銀行の当座預金（決済手段としてのみ使用され、紙幣やコインのなど現金通貨としては流通しない）、③当座預金以外の貯蓄性預金（ワイドバンクが資金仲介および投融资に使用する広義の貨幣）に分類する。

このうち狭義の貨幣（①+②）の供給量は、政府（および政府の代理人としての中央銀行）によって一元的に決定され、その供給量の多寡に応じて生産と所得、物価などの経済変数が影響を受ける。③は準備の裏付けを持たないので、狭義の貨幣とはみなされない。つまりシカゴ計画では、狭義の貨幣と広義の貨幣を分離するわけで、狭義の貨幣は借り手の貨幣需要の大きさにかわらず、政府および中央銀行（貨幣供給者）側の判断によって一定量に制限される。したがってケインズのいう企業家の血気や創業意欲は無視され、また予備的動機（不確実性への備えのための流動性選好）や投機的動機（金利上昇時に債券価格が低下することを予期した流動性選好）による現金需要も制限される。しかし著者によれば、供給サイド（政府および中央銀行）が貨幣供給量を一方的に決められると考えるのは明らかに間違いであり、利子率を通じて貨幣の需要サイドに働きかけるのが本筋である。

7. 貨幣国有化運動

シカゴ計画が蘇ったのは、「貨幣国有化運動 (Sovereign Money Movement)」と呼ばれる

英国の貨幣改革運動に関係している。政府の貨幣発行権が民間銀行に委嘱された結果、銀行信用によって貨幣が過剰発行され資産バブルや金融危機を引き起こした。金融危機だけでなく、過剰な貨幣は過剰な消費を駆り立て、地球環境劣化も引き起こした。したがってこの運動の主張に従えば、市場金利を使って貨幣の需給を調整するといった従来の方法をやめて、政府が貨幣発行権を民間銀行から奪回して直接管理すべきだということになる。著者は、大金融危機の影響で貨幣に関する一般人の意識が高まったという意味ではこの貨幣国有化運動を評価するが、政府による貨幣の直接管理といった誤った方向に向かってしまったと批判する。

政府による貨幣の直接管理をやや後退させて、政府から独立した中央銀行が全面的に貨幣供給量を管理するという案もある。これはいわゆるマネタリストの構想に通じるものだが、著者はこれも誤りだとする。マネタリストの場合には、ベースマネーの貨幣乗数倍の水準に貨幣供給量（マネースtock）が決定され、それが生産と所得、物価などに影響を与えると考える。その貨幣乗数は、預金準備率と公衆の現金と預金の保有に関する選好が変わらない限り、一定の倍率となる。

しかし著者によれば、準備預金は銀行間の決済に利用できるだけであり、銀行システム外の非金融部門では使用できない。同じ「準備」でも石油の備蓄などとは意味が違い、準備預金は、銀行だけが利用可能な当座貸越のようなものである。準備預金の供給によってマネタリーベースを増やしても、銀行貸出や貨幣供給量が増加する保証はない。というのも、貨幣供給量は、需要サイドの企業や家計などの判断（個々には独立しているが全体としては合理的な判

断)も反映するものであり、政府や中央銀行の独断では決められないからである。インフレ率をターゲットして設定し、そのターゲットを達成するために準備預金の金利水準を操作し、それによって貨幣供給量を誘導できると考えるのも誤りである。

ところで政府紙幣の対極に位置するのがビットコインのような暗号通貨(仮想通貨)である。これは「貨幣の非国有化」を唱えたハイエクの構想に遡るが、現代の暗号通貨はふたつの特徴を持っている。第一は、ビットコインの場合、供給総量が2,100万コインに限定され、また一秒間の取引処理量も5件に制限される。その希少性が金と同様の価値を生むのだが、このことはビットコインの価格変動を激しくするので、交換手段としての安定性を損なう。すぐに値上がりする可能性がある暗号通貨を喜んで決済に使ってしまう人はいないし、逆にすぐに値下がりする可能性のある暗号通貨を喜んで受け取る人もいないであろう。決済に使用されない通貨が無限に蓄蔵されることもないであろう。

第二に、暗号通貨は、市場参加者相互間の信用を含めて公的な制度インフラを持っていない。むしろ信用を必要としないことが暗号通貨の特徴でもある。暗号解読技術が信用を代替しているからである。

著者は、暗号通貨の採掘者は、17世紀オランダのチューリップ栽培家と同じようなものだと断じている。現在時流のESG投資の観点からしても、暗号通貨は好ましくない。第一に「採掘」は大量の電力を使用するという意味で炭酸ガスを排出する。第二に投機やバブルを煽り、資金洗浄を可能にするという意味で、反社会的である。そして第三にガバナンスを担保する制度インフラが欠如している。

こうした問題があるにもかかわらず、暗号通貨の価格が上昇するのは、ミレニアル世代の間で人気を集めているからであろう。フィナンシャルタイムズ紙(2017年12月27日の社説)によれば、金融緩和政策によって株式や債券、不動産などの価格が高騰した結果、今から証券投資によって資産形成を始めるミレニアル世代は、自分たちが退職年金には期待できないことを察知している。そのため元来ESG投資に関心が高いはずのミレニアム世代が、暗号通貨などに投資して一攫千金を得ようとするのだという。

8. ケインズの論考

本書の著者は、貨幣の本質を理解していた人物の例として、米国のジェファソンとリンカンの両大統領、18世紀初頭のフランスでロイヤル銀行を設立したスコットランド人のジョン・ロー、20世紀の経済学者ケインズ、シュンペーター、ミンスキー、ガルブレイスといった人々をあげている。著者はそのなかでもケインズの信奉者であり、ケインズの貨幣論が活かされていたならば、大金融危機は起きなかったであろうと論じる。

古典派経済学の利子論が、実物投資と貯蓄が均衡する水準に利子率が決まると考えたのに対して、ケインズは貨幣そのものの需給によって利子率が決まり、それが生産、所得、雇用などの実物経済に影響を及ぼすとした。具体的にいえば、ケインズは、流動性選好(貨幣需要量)と貨幣供給量によって利子率が決まること、そしてその利子率が実物投資(有効需要)や所得、雇用などに影響を与えると考えた。ただし実物投資は利子率だけによって影響されるのではなく、企業家が期待する投資収益率(資本の

限界効率)との兼ね合いで決まる。そして実物投資に応じる形で貯蓄量がいわば事後的に決まる。つまり貯蓄や実物投資が利子率に影響を与える余地は少なく、貯蓄者は与えられた利子率をもとに、取引動機、予備的動機、投機的動機に基づく貨幣需要に貯蓄を配分する。予備的動機とは不確実性への備えであり、また投機的動機とは、貨幣保有によって株式や債券への投資に伴うキャピタルロス回避する行為である。貨幣は最も流動性の高い資産だからである。

大金融危機が起きるまでケインズの論考が軽視されたのは、ケインズが代表作『雇用・利子・貨幣の一般理論』のなかで、古典派の利子論や貨幣軽視を論難したことが原因だという。ケインズ経済学が、ダーウィンの進化論と並ぶ革新的論考であったとすれば、ちょうどダーウィンの進化論が創造主の力を礼賛する宗教原理主義 (creationism) から批判されたように、ケインズ経済学も、神の手を重視する古典派経済学の非難の対象になった。

本来ケインズの経済学の真骨頂は貨幣理論である。通常状況では金融政策が有効であって、生産や雇用の増進のために貨幣を適切に管理すべきであり、資産家や年金生活者の利益を優先すべきではないとする。『一般理論』では、金融政策が有効ではない状況 (いわゆる流動性の罠の状況) において、不況脱出の処方箋として財政政策を位置づけた。つまり平常時において経済を駆動する金融政策よりも、不況時における政策処方箋として財政政策を表面に打ち出した。その結果ケインズの貨幣論は忘れられてしまったという。

著者によれば、大金融危機後には中央銀行が特融の形で、(一部財政資金も投入して) 破綻した金融機関を救済したが、他方では2010年代

に入り緊縮財政によって国民に負担を強いた。このことは英国を含む欧州連合 (EU) において顕著であった。しかも高所得者が「小さな政府」を主張して、拡張的な財政政策を拒否した。その後に実施された量的緩和政策の恩恵 (資産価格の上昇) は、高所得者や資産家に偏り、緊縮財政の負担だけが中低所得者に及んだ。

9. 具体的な政策提案

著者は、拡張的財政政策によって総需要を喚起すれば、いわゆる乗数効果が働いて経済も拡大し、負債の返済も可能になるとする。金融政策面では、銀行経営の健全性に焦点を当てた貸出規制が必要だとする。貸出規制は、中央銀行や金融規制監督当局によるブルーデンス・ルール (LTV: loan-to-value 比率) を設定する。しかも時価表示での担保資産評価ではなく、ドイツで行われているように、担保資産価値に上限を設定するとか、同一担保物件の重複使用を制限することなどが考えられる。こうしたブルーデンス・ルールの有効性を高めるために、負債比率規制などのルールを遵守する銀行には、中央銀行の最後の貸し手機能や預金保険制度などの安全網を優先的に利用させる。

また自由な国際資本移動も、資本取引税などによって制限する必要があるとする。本書のなかで引用されている Hélène Rey [2015] の論文 *Dilemma not Trilemma* (NBER Working Paper 21162) によれば、世界の GDP に対する国際資本移動総額の比率は、1980年の68%から2007年には438%に高まったが、そのことが

経済成長や雇用増進に与えた影響はさほど大きなものではなかった。同比率の上昇は、金融規制緩和によって国際資本移動が自由化され、グローバルな信用膨張が放置された結果である。そのため金融危機が頻発し、実体経済にダメージが及んだのである。著者がケインズの信奉者ということから容易に推察できるように、第二次世界大戦後1971年まで続いたブレトンウッズ体制が、国際的な管理通貨制度の理想郷である。実際、当時の日本や西ドイツの高度成長は、資本移動が制限されるなかで実現した。

そのブレトンウッズ体制は、短期資本の国際移動によって攪乱され、「チューリッヒの小鬼」が投機的取引の犯人とされた。著者は、現代の国際資本移動の主役である銀行などの金融機関は、「チューリッヒの小鬼」や19世紀後半の米国で「泥棒男爵 (Robber Barron)」と呼ばれた資本家に匹敵するという。これは革新系論者の常套句のようにもみえるが、むしろ現代のポピュリズムに通じる論調である。ポピュリズムは、経済的自由と道徳的自由を主張したりバタリアン (自由至上主義) の対極にある政治思潮であり、金融規制強化といった形で金融界にもその影響が及んでいる。

民主主義の国の政権は、その政権を選んだ選挙民ないし国民の利益を擁護する責任があるの

で、国内金融秩序や国内均衡を重視した金融政策を運営すべきであると著者は論じる。確かに国民の利益を無視し、国際金融資本の自由に任せると、国内金融秩序や国内均衡も乱され、その反動として英国のEU離脱や米国のトランプ政権出現といった結果を招くことになる。

現在は、大きな国際金融危機からの回復期であり、大金融危機に至るまでの自由でオープンな市場経済から、市民の帰属社会の利益を重視する閉鎖的なカルチャーへと振り子の揺り戻しが起きている。そうしたなかでもう一度国際金融制度の在り方を見直すことは、反動的なポピュリズムの阻止という意味で必要であろう。それは市場経済システムとしての資本主義を統御し、国民の利益と権利を守る健全な民主主義の復権を目指す政策でもある。

著者が主張するように、信用と負債のバランス、実物経済と貨幣経済のバランス、公的部門と民間部門のバランスを維持することが必要だが、それは相当に困難な課題であり、再び金融危機が起きる可能性もある。貨幣の問題および金融の不安定性は、地球環境問題や少子高齢化問題と並ぶ大テーマであり、永遠の課題ともいえる。

(法政大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)