

# 貨幣はどこに消えたのか？： 貨幣数量説の再検討

## Where Has All the Money Gone?: Reevaluation of the Quantity Theory of Money

平 山 健二郎

This paper focuses on the roles played by money in the economy as well as in economics. The Quantity Theory of Money has been one of the basic tenets of economics since the 16th century. In it was embedded the concept of the neutrality of money which implied the classical dichotomy. Despite a temporary setback during the 1930s through the 1960s when Keynesian economics was the orthodoxy, it was resuscitated as Monetarism in the 1970s and 1980s by M. Friedman and his associates and became the organizing principles of the new classical macroeconomics. Ironically, however, in the realm of monetary policy, monetary targetry was completely abandoned and central banks now control short-term interest rates. In a sense money has disappeared from macroeconomics and monetary policy. However, the Global Financial Crisis has made abundantly clear that financial (nominal) variables can wreak havoc on the real economy.

Kenjiro Hirayama

JEL : E00, E10, E40, E50, E60, B22

キーワード：マクロ経済学、貨幣数量説、マネタリズム、金融政策、古典派の二分法

Keywords : Macroeconomics, Quantity Theory of Money, Monetarism, Monetary Policy, Cassical Dichotomy

### 1 はじめに

本稿の目的は、マクロ経済学や金融理論の分野で中心的な位置を占めてきた貨幣数量説（あるいはマネタリズム）の役割を再検討することである。貨幣

数量説は 16 世紀の欧州に、スペイン植民地の中南米から金銀が大量に流入したことによる価格上昇（いわゆる価格革命）を説明する命題として誕生し、D. ヒュームによって理論的に確立されて以来、古典派経済学の中心の一つに位置していた。貨幣数量説は 1930 年代の大恐慌の時代にはケインズの批判に遭い一旦は後退したが、1970 年代以降 M. フリードマンとその弟子達によってマネタリズムの呼称の下、見事に復活した。政策的にコントロールできない自然失業率、長期的には垂直になるフィリップス・カーブ、合理的期待、ケインジアンのマクロ計量モデルのルーカス批判、裁量的政策にまつわる時間非整合性の問題、実物景気循環理論などの貢献により、ニュー・クラシカル・マクロ経済学のコアを占めるに到った。ところが皮肉なことに金融政策の現場ではマネタリーターゲットりは完全に放棄され、金融政策の議論にマネーは全く登場しなくなってしまった。貨幣あるいは金融資産の役割については本稿の最後で検討する。

本稿は筆者がここ 10 年ほどの間に発表した貨幣数量説に関する論考をまとめる形で執筆したものである。<sup>1)</sup>

## 2 貨幣数量説と古典派の二分法の呪縛

交換手段としての貨幣の重要性は貨幣の登場とともに認識されていたであろうが、一国経済全体におけるマクロ的な貨幣の役割を考え始めたのは、いわゆる貨幣数量説という理論の誕生によってであろう。平山 (2004a) では貨幣数量説の誕生から、近年までの歴史的発展をとらえているが、その誕生は 16 世紀前半のスペインとしている。当時のスペインは「新世界」(中南米のスペイン植民地) から大量の金銀が流入し、多くの商品の価格が上昇していた。それを観察したスペイン・サラマンカ大学のナヴァエロは貨幣の増大が価格の上昇をもたらすことを記述している。他にもジョン・ロックやモンテスキューなども同様の指摘をしているが、最も体系だって貨幣と価格の関係を最初に説明したのはイギリスのヒュームとされる。その関係は正比例であり、貨幣が倍になれば、

---

1) 平山 (2004a), 平山 (2004b), 平山 (2006), 平山 (2009), 平山 (2012)。

価格も倍になるだけで、実体的な変化がないという「**貨幣の中立性**」が成立するとされる。貨幣は価格を決めるだけで、実体経済には全く影響しない、ということは貨幣（名目）変数と実体変数の分離が成立するということであり、この性質は「**古典派の二分法**」（Classical Dichotomy）とも呼ばれる。さらに貨幣は単なるヴェールに過ぎないことから、この性質は**貨幣ヴェール観**とも言われる。

「貨幣は価格を決めるだけで実体経済への影響力を全く持たない」とする「貨幣の中立性」あるいは「古典派の二分法」はスミス以来の経済学では主流となり、21世紀の現在に到るも根強く支持されている。合理的な人間には貨幣錯覚などなく、重要なのは相対価格などの実物変数であって、貨幣や価格などの名目変数には何の意味もない、というホモエコノミカスの仮定は現在のマイクロ経済学では常識であり、理の当然と考えられている。また現在のマクロ経済学は「マイクロ理論を組み合わせた一般均衡分析の域を一步も出ない」ので<sup>2)</sup>、「貨幣の中立性」は何の疑いもなく受け入れられている。

しかし、竹本（1995）によれば、スミス以前の経済学者ジェームス・ステュアートは貨幣の持つ実体経済への影響力を認めていたし、さらに理想の貨幣としては金銀ではなく紙幣としていた点でまことに先進的であった。ところが彼の著書が発表された9年後に出版されたスミスの『国富論』が注目され、人々に読み継がれていった。スミスはそれまでの重商主義的な見方（貿易により金銀を蓄積することを国家の目的とする説）を批判し、労働による生産こそが国富の源泉であるとした点で勃興しつつあったイギリスの産業人・市民層の賛同を得たことも影響したのかも知れない。後に穀物法を廃止して、農産品の自由な輸入を主張したリカードは、スミスの『国富論』を読んで感銘を受け、経済学の考察を本格的に始めたとされる。19世紀のイギリスではスミス・リカードの経済学が継承され発展していったが、そこでは貨幣的な分析はなく、実物的な分析が主体であった。<sup>3)</sup>古典派経済学の集大成といわれるJ.S. ミルの『経済学原理』（第7版）においても、「貨幣を導入したとしても、前章までに説明

2) 加藤（2007），p. 5.

3) Schumpeter（1954），pp. 276-288.

した価値の法則の働きになんの支障もない」と述べ、古典派の二分法を明確に主張している。<sup>4)</sup>その後、ジェヴォンズによる限界効用の理論や、ワルラスの一般均衡理論などの発展が見られたが、基本的にミクロ経済学の体系であった。ミクロ経済学の効用最大化や利潤最大化は相対価格だけで記述され、価格の水準自体には何の意味もなかった。

そしてその価格水準を決める役割は貨幣が担っていた。この見方こそが貨幣数量説といわれるものである。あくまでも貨幣は価格水準を決めるだけで、雇用や生産などの実体変数には全く影響しないという「貨幣の中立性」が成立していた。もし貨幣などの名目変数が実体的な効果を持てば、それは「貨幣錯覚」として、非合理的な行為として受け取られ、望ましくない結果と考えられてきた。貨幣には実体的な影響力がないのであるから、経済分析に登場しなくても不都合はなく、実体経済の循環は実体的な原因によって生起するという実物的景気循環理論が 1980 年代以降支持を広げ、そのような実物的マクロ経済理論が「新しい古典派マクロ」として 21 世紀の現在の主流となっている。

どうやら経済学者は「合理的な人間、最適化する人間には貨幣錯覚などなく、最適化行動には相対価格しか重要ではないのだから、価格そのものには意味がなく、貨幣などにも着目する必要はない」と考えてきたようである。あたかも経済学者は「古典派の二分法」の規範に呪縛され続けてきたかのようである。

経済学は大きくマクロ経済学とミクロ経済学に分かれると言われる。しかし最近のマクロ経済学は最適化行動を採り入れた応用ミクロ経済学である。またケインズ以前にはマクロ経済学らしきものは存在しなかった。サムエルソンの有名なテキストの第 1 版にはまだマクロ経済学という単語は使われていなかった、と著者自身が述べている。<sup>5)</sup>こうして見ると経済学の本体はほぼミクロ経済学であり、そのミクロ経済学に登場する個人は合理的であり、貨幣錯覚などはなく、貨幣は単なるヴェールに過ぎず、実体的変数と名目的変数は別個の体系として扱えるという「古典派の二分法」が成立することが常識となってきたようである。

---

4) Mill (1871), p. 506.

5) Samuelson (1997), p. 157

その結果、貨幣の役割は価格を決めるだけ、という貨幣数量説が成立することになる。貨幣の役割は価格を決めるだけ、という命題は、経験的に獲得されたものと言うより、ミクロ経済学の論理と合理性の仮定の要請の結果であるように思われる。

### 3 貨幣認識の遅れと定義範囲の問題

さて以上のように貨幣の役割は単に価格水準を決めるだけという評価が強固に打ち立てられた経済学であるが、実は具体的に何が貨幣を構成するかの議論は迷走の歴史と言っても過言ではない。すなわち新しい支払手段が登場しても、それを貨幣と認識するに到るまでには非常に長い時間が必要であった。支払手段として金貨銀貨だけが流通していた時代にことは簡単であった。それらのコインだけが「貨幣」として定義できた。しかし、平山(2006)で見たように、イギリスでは17世紀半ばには金匠の発行する金貨の預かり証が裏書譲渡されて流通するようになった。現在の銀行券の嚆矢である。1694年には政府への貸出を主たる目的とした民間のイングランド銀行が設立され、18世紀には商業上の取引にはイングランド銀行券が利用されるようになった。当時、イングランド銀行は地方への支店の開設が認められていなかったため、産業革命期の地方の産業勃興に対応する形で数多くの地方銀行が設立され、地方では地方銀行の発行する地方銀行券が流通していた。そのため19世紀初頭には流通正貨(金貨)とほぼ同量の銀行券が流通していたのに<sup>6)</sup>、銀行券を貨幣として認識するにはなかなか到らなかった。そのことの証左として、19世紀初頭にイギリスで戦わされた地金論争が挙げられる。フランスでは1789年に革命が始まり、ルイ16世の処刑により王制を敷く北欧諸国はフランスとの戦争を開始し、その混乱によってイギリスでは1797年にイングランド銀行券の金交換を停止していた。1826年に金の交換性の回復するまでの間、イギリスでは「地金論争」が戦わされたが、金の裏づけを欠いた銀行券が過剰に発行されるか否かが論争点の一つであった。最終的には銀行券に金交換性があれば過剰発

---

6) 平山(2006), 表1参照。

行は起きないとして、1826 年に交換性が回復されるのであるが（しかも旧平価で）、先進的なソートンの様な例外を除いて、多くの専門家は銀行券は正当な貨幣ではなく、金貨のみが本来の貨幣である、という旧弊な概念にとらわれていた。

その後、幾度かの銀行危機を経て 1844 年にはイングランド銀行の銀行券発行体制を見直したピール銀行法が成立したが、その頃には銀行券よりもはるかに大量の預金が存在し<sup>7)</sup>、決済手段として使われていたのにもかかわらず、預金を貨幣と認識する人はほとんどいなかった。預金を貨幣の一種と認めた 20 世紀初めのフィッシャーでさえ、銀行券を  $M$  とすれば、預金は  $M'$  として、別立てにし同列には扱っていない。<sup>8)</sup> 経済の発展に伴い新たな金融機関や金融資産・金融市場が登場するにつれ、新たな支払手段も登場したが、それを貨幣と認めるには相当の時間がかかるのが常であった。

さらに第二次大戦後には定期預金などの預金商品も貨幣に準ずるものとして認知されるようになり、流動性の程度に応じて  $M_1, M_2, M_3, \dots$  などの「貨幣集計量」の種類分けが行われるようになった。このように多様な貨幣が登場すると、どの貨幣集計量が「貨幣」の定義としてもっとも適切なのか、という点で困難が生起する。以下に見るように、1970 年代半ばから各国ではフリードマンの唱える貨幣の成長率を一定に保つというマネタリー・ターゲットリが始まったが、そのごく初期の 1975 年にはグッドハートの法則 ( $M_1$  なり  $M_2$  なり、特定のマネー概念が物価や GDP などとの関連が高いとして金融政策のターゲットの対象にした途端、そのような指標性・相関性が失われてしまうこと) が発表されたように<sup>9)</sup>、マネーを  $k\%$  で成長させると言っても、どのマネーをターゲットにするのかは金融政策の現場では大問題であった。

1973 年春には主要国は変動相場制に移行しており、国際資本移動の規制が順次廃止され、また金融自由化が進められた。そのため、新たな貨幣に近い金融資産（ニアマネー）が次々に登場し、また、それらの間での資金の移動も簡

7) 同上。

8) Fisher (1911).

9) Goodhart (2003), p. 26.

単になったため、貨幣概念の定義が益々困難となっていた。1980年代前半のアメリカではそのような変化が起きていたのにフリードマンは  $M_1$  の指標性に執着し、その成長率が高いことを理由にインフレ率の上昇を予想しては、それを外すという過ちを繰り返していた。<sup>10)</sup> また B.M. フリードマンは 1980年代には貨幣と所得や、貨幣と物価の間の安定的な関係は崩壊してしまったと述べている。<sup>11)</sup>

このような貨幣環境の変化を受けて、中央銀行の世界では静かにマネタリー・ターゲットりは放棄され、銀行間市場の超短期金利のコントロールへと金融政策運営が変容していった。「貨幣は中立的である」とか「貨幣はヴェールである」と一般論・抽象論として述べるのは簡単であるが、では実際にどの貨幣集計量を「貨幣」と定義づけるのか、は非常に難問である。まして 1980年代以降のように、通信技術・電子技術の発展とともに新たな流動資産が次々に登場すると、貨幣集計量の意味合いもすぐに変化してしまい、一つの貨幣集計量を「理想的な貨幣」として定義することさえ出来なくなってしまった。

長い歴史を振り返ると、新たな支払手段を貨幣と認識するには長い時間がかかったし、近年ではそのために「貨幣」の種類が多すぎて、「何をもって貨幣とするのか」という質問に答えられなくなってしまった。

#### 4 貨幣数量説の一時的後退とその復活

平山 (2004a) で紹介したようにレイドラーは貨幣数量説が 1870年～1914年の期間に黄金時代を迎えたと言う。その後、欧米世界は第一次大戦による金本位制の停止、1930年代の大恐慌、さらに第二次世界大戦と大きな政治的・経済的混乱に見舞われた。とくに 1930年代の大恐慌は従来の古典派経済学では説明できない高い失業率が長期に継続し、その混迷が深まった。そこに登場したのがケインズの『一般理論』<sup>12)</sup>である。貨幣数量説の成立する世界では賃金物価は伸縮的であるが、ケインズは不況の場合には賃金の下方硬直性がある

---

10) 翁 (2011)、pp. 46-47.

11) Friedman (1988).

12) Keynes (1936).

ため、古典派の想定するような需給調整が行われないと主張した。また、「供給が自らの需要を創り出す」というセー法則が成り立たないことを示し、さらに国民所得は有効需要によって規定されるとし、新たな経済学を提示した。従来の経済学に満足できなかった人々はこの新しいケインズ経済学を熱狂的に受け入れ、ケインズ革命と呼ばれた。<sup>13)</sup>

貨幣数量説を包摂した古典派経済学では貨幣市場の均衡は価格を決定していたが、ケインズ体系では貨幣市場均衡は利子率を決めるものであった。また古典派経済学では利子率は投資と貯蓄を一致させるように決まるという実物理論であったが、ケインズは利子率の決定を貨幣市場に設定し、利子率の貨幣理論を展開した。前節において「貨幣概念に多くの種類がある」ことを述べたが、利子率概念にも実に多様なものがある。銀行間市場（日本ではコール市場）の超短期金利から始まって、各種預金金利、国債流通市場で観察される残存期間の異なるいわゆるタームもの金利、発行市場での異なる満期の国債の利子率、投資信託などの利子率、等々数多くの利子率がある。さらに株式の収益率、固定資本の収益率なども、利子率の一種である。

さて、1990 年代以降のマクロ経済学の入門書では、マクロの長期理論は新古典派、短期理論はケインジアンというように棲み分けがなされているが、その便法に従えば、長期的な均衡利子率は実物市場で投資＝貯蓄となるように決められるが、短期的な利子率決定は貨幣市場で行われる、と言えるかも知れない。しかし、いずれにせよ、貨幣と同じく、経済を代表する利子率として何を選ぶのか、は全く自明ではない。

第二次大戦後もしばらくはケインズ経済学が主流であり、貨幣数量説は雌伏していた。しかし、1960 年代後半にアメリカでインフレ率が上昇するにつれ、状況が変わっていった。基本的にケインズ経済学は不況の経済学であり、物価や賃金を一定と想定しても構わない世界に妥当する理論であった。ケインズモデルでは価格を一定としていたが、インフレ率のある世界を扱うためにフィリップス・カーブの概念を利用していた。しかし、1970 年代前半には

---

13) この経緯は平山 (2012) が詳しく論じている。



石油価格の引き上げなどもあって、高失業と高インフレ率が併存し（スタグフレーション）、フィリップス・カーブが不安定となった。そのため 1968 年に「長期的にはフィリップス・カーブは垂直になる」と予言していた M. フリードマン<sup>14)</sup>が脚光を浴び、彼の率いるエコノミスト達はマネタリストとして、マクロ経済理論の主流となっていく。貨幣数量説の新たな復活であった。

## 5 マネタリズムの勝利とマネーの消滅という矛盾

1970 年代以降のフリードマンとその弟子達の活躍はめざましかった。合理的な人々はマクロ経済モデルによる所得・価格の決定をも考慮に入れて期待を形成すると合理的期待理論の提唱<sup>15)</sup>、ケインジアンのマクロ計量モデルの問題点を指摘した「ルーカス批判」(Lucas Critique)<sup>16)</sup>、裁量的な金融政策には時間的非整合性の問題があることを指摘したキドランドとプレスコット<sup>17)</sup>、国債発行によってファイナンスされた財政拡張は貯蓄の増加によってすべて無効化するというリカードの「等価性定理」を合理的期待で説明したバーロ<sup>18)</sup>、マクロ経済の変動は生産性ショックなどの実物的要因で規定されるとした「実物経済循環理論」(Real Business Cycle Theory)<sup>19)</sup>など、その後のマクロ経済学の標準理論が次々と発表された。そしてこれらの貢献によりフリードマンはもとよりルーカス、キドランド、プレスコット、サージェントなどはノーベル経済学賞を授与された。

フリードマンの提唱した新しい貨幣数量説はマネタリズムと呼ばれたが、1990 年代以降は完全にマクロ経済学の主流となって標準理論となったために、わざわざ「マネタリズム」と言う表現を使わなくなったというのが De Long (2000) の主張なのである。それはかえってマネタリズムによるヘゲモニーの確立を示すものだ、とさえ彼は言う。

---

14) Friedman (1968).

15) Lucas (1972), Sargent and Wallace (1975) など。

16) Lucas (1976).

17) Kydland and Prescott (1977).

18) Barro (1974).

19) Kydland and Prescott (1982).

かくしてマクロ経済学の分野では完全な勝利を取めたマネタリズムであるが、金融政策の現場ではマネーの概念が消えてしまうという現象が起きていた。上で述べたように、 $M_1$  や  $M_2$  などの区別がつかなくなり、主要国ではマネーをターゲットにする金融政策運営ではなく、銀行間市場の超短期金利をターゲットにした金融政策運営に移行していった。平山 (2012) で詳述したように、「貨幣集計量なしの金融政策」<sup>20)</sup> や「LM 曲線なしのケインジアンマクロ経済学」<sup>21)</sup> などの論文が発表され、マネーが登場しない金融政策が行われるようになってしまった。

そのためマネタリストの中でも最右翼に属する T. メイヤーなどは「マネーへの注目が失われたために、マネタリズムは失敗した」とさえ言っている。<sup>22)</sup> 「マネーは重要である」という主張をしたマネタリズムがマネーを失うという矛盾に見舞われてしまった。もちろんそれは経済からマネーがなくなったということの意味しない。あらゆる種類のマネーが氾濫したために、単一のマネー指標を定義できなくなった、というのが実態である。現在ではネットを使って簡単に一つの資産を他の資産に移し替えることができるので、特定の貨幣集計量だけに注目することに意味がなくなってしまったのである。すると、ミクロ経済学の分野では常識の「貨幣の中立性」も、観念論・抽象論でしかないという問題を抱えることになる。貨幣の中立性を実証しようにも、どの貨幣概念を用いれば良いかという問題が解決出来ないからである。

## 6 マクロ経済学の統一と金融政策運営の収斂

1970 年代以降厳しい批判に晒されたケインズ経済学であったが、ケインジアン達もマクロ経済理論の再構築に向けて努力を続けていた。個別主体の最適化行動を導入して、「マクロ経済学のミクロ経済学的基礎付け」を補強し、ニューケインジアン経済学といわれる体系を作り上げていった。たとえば、賃金や価格の短期的な硬直性を説明する「メニューコスト」や「限定合理性」の

---

20) McCallum (1994).

21) Romer (2000).

22) Mayer (1997).

理論が提示された。<sup>23)</sup> 労働市場に関しては「効率性賃金」の概念を使って、実質賃金の下方硬直性を説明する動きも見られた。<sup>24)</sup> その結果、ブラインダーやマンキューと言った研究者が「ケインジアン経済学は復活した」という趣旨の論文を1990年前後に相次いで発表している。<sup>25)</sup> このようにケインジアンモデルには欠いていたミクロの基礎付けや最適化行動を導入したニューケインジアン経済学は新古典派マクロに近づき、21世紀に入る頃にはついに統一されたマクロ経済学の理論が登場した。DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) モデルである。<sup>26)</sup> このモデルでは消費者の現在から将来にわたっての効用の最大化、独占的競争企業の利潤最大化、中央銀行の損失関数の最小化などの最適化行動が、確率的な環境のなかで陽表的に取り扱われている。またフィリップス・カーブも最適化行動によって説明されるニュー・ケインジアン・フィリップス・カーブ (NKPC) としてミクロ経済学的基礎付けを得て、登場する。

さらに各国の中央銀行の金融政策運営では1990年代に入ると、マネーではなく銀行間市場の超短期金利を操作目標とする金融政策運営に収斂していく。インフレ率の高い国では「インフレターゲット」<sup>27)</sup>を導入し、インフレ率のコントロールに邁進し、ユーロ導入を目指した国々はマーストリヒト条約の条件をクリアするためにインフレ率の抑制に努めた。そして短期金利の誘導はテイラールールと呼ばれる反応関数を使うことが半ば標準化していった。キドランドとプレスコットが示したように、裁量的な金融政策は「時間非整合性」の問題を内包しているため、ルールによる金融政策の運営が望ましく、テイラーはFRBの行動を分析した結果、FRBはフェデラルファンズレートを一定のルールに従って決定していることを発見した。<sup>28)</sup> 具体的には目指すべきフェデラル

23) Mankiw (1985), Akerlof and Yellen (1985), Blanchard and Kiyotaki (1987).

24) Yellen (1984), Katz (1986) など。

25) Blinder (1988), Mankiw (1992).

26) DSGE を解説したテキストとして加藤 (2007), McCandless (2008), Bénassy (2011) などがある。

27) インフレターゲットの詳しいサーベイは Svensson (2010) である。

28) Taylor (1993).

ファンズレートは GDP ギャップとインフレ率の目標値からの乖離によって求められるというのである。

1990 年代半以降、各国の中央銀行は超短期金利の誘導をしており<sup>29)</sup>、その誘導水準の算出にテイラールールは極めて便利なツールであった。たとえば 1980～90 年代の日本の金融政策が妥当であったかどうかを実際のコールレートとテイラールールで計算されたコールレートを比較することで検証したバーナンキとガートラーの研究などがある。<sup>30)</sup>

以上のように 21 世紀に入るとマクロ経済学の理論と金融政策の実際の両面で統一がなされ、経済学界は高揚感に包まれていた。2003 年のアメリカ経済学会の会長講演で R. ルーカスは「マクロ経済学の中心的課題である、大恐慌の再来を防ぐという問題は事実上解決された」<sup>31)</sup>と述べ、マクロ経済学の勝利を宣言したのであった。

## 7 金融経済と実物経済の関係：世界同時不況の教訓

ところが 2006 年にアメリカの住宅価格が下げ始めると、金融市場での変動が起き始めた。いわゆるサブプライムローンを原資産とした派生資産が次々と価格崩壊を起し、2007 年 8 月には BNP パリバ傘下のファンドが解約凍結を行ったことから世界的に信用不安が拡大した。その混乱は一旦は収まったものの、2008 年 3 月に米証券会社のベアスターンズ社が経営破綻し、さらに同年 9 月のリーマンブラザーズ社の倒産を米政府が救済しなかったことから、資産市場の価格暴落、信用市場の機能不全が広まり、世界大恐慌の再来か、との恐怖が世界を襲った。主要国は金融政策を全面的に緩和し、信用市場の崩壊を食い止めた。また余裕のある国では財政拡張を行い、信用不安から来る民間支出の縮小に対抗した。そのようなドラスチックな政策対応のお陰もあって、大恐慌の再来を防ぐことが出来た。ところが 2010 年にギリシャ政府による財政

---

29) 1970～80 年代のマネタリターゲットの混乱を経て、金融政策の理論と実際がやっと一致してきたことを詳述しているのは Bindseil (2004) である。

30) Bernanke and Gertler (1999).

31) Lucas (2003).

赤字粉飾が明らかになると、ソブリン・リスクが顕在化し、スペイン、ポルトガル、イタリア、アイルランドなどの国債価格も大きく下げた。これらの国では財政赤字改善のための緊縮財政がとられ、経済活動の低迷、景気の後退という副作用が起き、世界同時不況をさらに長期化させることになった。

今回の世界同時不況の一つの原因はアメリカの住宅価格のバブルであった。不動産・株式市場のバブルとその崩壊を経験した日本の観点に立てば、アメリカのFRBはもっと早い段階で金融引締に転じるべきであったことは明らかであるが、FRBのグリーンズパン議長の金融政策運営が賞賛され、その後をついでバーナンキ議長も金融政策運営に絶大な自信をみなぎらせていた。たとえばM.フリードマン生誕90年祝賀会でのスピーチで、バーナンキは、1930年代の大恐慌を引き起こしたのはFRBの金融政策の失敗が原因であったが、その失敗に学んだFRBは将来はそのような事態を引き起こすことはない、と宣言したそうである。<sup>32)</sup>しかし、結果として2008年以降の世界同時不況を惹起してしまったわけで、金融政策当局は何をモニターするべきかに大きな反省を促したことになる。

翁は世界同時不況が起きる前の段階では、資産価格バブルに対して、金融政策当局がどう対応すべきかについて、二つの異なるアプローチがあったと分析している。<sup>33)</sup>一つはFEDビューと言われるもので、バブルは崩壊するまでバブルと判定できないので事前には放置し、バブル崩壊が明らかになってから後始末をすれば良い、という後始末戦略 (clean up the mess strategy) である。もう一つはBISビューと言われるもので、金融緩和によるクレジット・ブームが行きすぎることを防止するような「風に逆らう戦略」(lean against the wind strategy) である。毎年夏に行われる、カンザス連銀が開催する中央銀行関係者の集まりで有名なジャクソンホール・コンファレンスで2003年、BISの幹部エコノミストのクラウディオ・ボリオがこのBISビューを発表したところ、FRB関係者やアメリカの経済学者から手ひどく批判されたそうである。

しかし、その後のアメリカでの住宅バブル崩壊の深刻な影響はFRBが想定

32) 翁 (2011), p. 153.

33) 前掲書、第6章。

していたよりはるかに深い疵を与え、FED ビューの甘さが露呈し、米金融政策当局のみならず、経済学会全体に根本的な反省を迫ることになった。たとえば 2012 年に行われた国際会議のコンファレンス・ボリュームである Akerlof et al. (2014) の諸論文を読むと、金融政策のあり方のみならず、金融機関や信用市場の秩序を守るためのマクロプルーデンス政策、不況対策としての財政政策と財政の維持可能性の関連、ユーロ危機をきっかけとしてあるべき為替レート制度の模索、資本移動の規制の必要性等々、非常に幅広いテーマに関して、検討がなされている。

この会議全体に漂う雰囲気として、「なぜ金融市場の混迷が实体经济にかくも甚大な悪影響を及ぼすのか」という疑念が感じられる。名目変数と実体変数、貨幣量と実体量は本来は無関係であるという「古典派の二分法」の思考回路が染みついた頭には理解しにくい現象なのかも知れない。もちろん一般の人々にも、金融などのサービス関連産業は具体的な生産物もなく、ただ人からもらう手数料で稼いでおり、製造業に比べて虚業である、というような考え方もあるだろう。とくに製造業が強い日本人にはそのような意見が多いように見受けられる。

しかし、経済を名目変数の体系と実物変数の体系の二つに分けることはそもそも正しいのだろうか。そのことを検討するために経済取引を経常取引 (current transactions) と資本取引 (capital transactions) の二つに分けて考えてみよう。経済取引とは何らかの財・サービスを売買することであるが、その対象が基本的にその場限りのものを経常取引とし、そうではなくその結果が後々まで残るものを資本取引とする。前者の代表は、食料の購入、運輸通信の利用、労働サービスの提供 (給与の稼得)、家賃の支払い、借金の利子の返済、コンサートや映画などの鑑賞などである。後者の資本取引は対象となる財がその場限りでなく、その価値を持続的に維持するものである。典型的には銀行預金への入金、各種金融資産の購入あるいは販売、住宅や設備・工場建屋など固定資本の購入、土地などの売買などである。

このような取引によって、資金が流出すると同時に流入もあるが、全体としてはバランスするという予算制約が成立する：

経常収入＋資本収入＝経常支出＋資本支出

上式左辺は資金の流入を、右辺は資金の流出を指す。さて、右辺の二項を左辺に移項し、整理すると、

$(\text{経常収入} - \text{経常支出}) + (\text{資本収入} - \text{資本支出}) = 0$

つまり、

$\text{経常収支} + \text{資本収支} = 0$

となる。すなわち経常収支が黒字の場合は、かならず同額の資本収支の赤字が存在する。反対に経常収支が赤字の場合、かならず同額の資本収支の黒字が存在する。これは想定している主体が個人であろうが、企業であろうが、政府であろうが、常に成立する。経常収支がゼロとなる主体はたまたまの偶然であり、ほとんどの経済主体の経常収支は黒字か赤字であろう。すると、資本収支もかならず赤字か黒字であり、金融資産の蓄積ないし、金融負債の発行が常態化していることになる。

通常、多くの家計は貯蓄主体と言われ、経常収支では黒字を出している。すなわち、預金などの金融資産の蓄積に励んでおり、資本収支は赤字である。一方、大きな設備投資をする企業などは銀行借入をするなり、社債・株式発行をするなりして資金を調達しており、資本収支は黒字であり、経常収支は赤字である。

このように財・サービス取引の裏側には資本取引が潜んでいる。このことは企業間取引を考えるとわかりやすいであろう。すなわち企業間の取引では、その取引の度に支払はしないで、毎月一度、まとめて支払う方法が採られているだろう。するとその間、買い手は買掛金、売り手は売掛金という金融資産・負債を保有することになる。いわゆる企業間信用である。企業間取引の場合、財・サービスの取引と金融取引（資金貸借取引）が同時に行われていることがわかる。実体取引と金融取引は同じコインの表と裏にあたるのである。もし買い手企業の信用度が傷がつくと、たちまち売り手はその買い手との取引を控えるであろう。またもし買い手のバックにいる銀行に問題があるとすれば、売り手はやはり決済が心配になるであろう。このように企業間の取引では、相手との貸借取引が同時になされているのであり、その相手（あるいは相手に信用を

提供する金融機関)の信用度が決定的に重要になる。繰り返しになるが、实体经济と金融経済は表裏一体なのである。

じつは家計の経常取引でも似たようなことがいえる。食料の購入を現金で行えば、現金という金融資産が減ることになるし、たとえばデビットカードで支払えば、銀行の預金残高が減るという金融取引を同時にしていることになる。売り手との間での貸借関係は発生しないものの、経常取引が金融資産の増減となるので、経常取引はかならず資本取引を伴っている。その意味で、やはり实体经济と金融(あるいは資産)経済とは表裏一体なのである。

ところで個別主体の保有する金融資産残高と金融負債残高は一致しないのが普通である。しかし、私の保有する金融資産はかならず誰かの金融負債である。したがって経済全体ですべての主体の保有する金融資産の合計と、すべての主体の発行した金融負債の合計はかならず一致する。すると経済全体で統合されたバランスシートを見ると、純金融資産残高はゼロとなる。従って、正味資産(自己資本)はかならず固定資本あるいは物的資本となる。<sup>34)</sup>

さて、その固定資本の蓄積とは一国全体の投資によって進められる。そのための資金は個別の企業が銀行借入や、証券発行などによって行うので、究極的には家計部門がそれらを購入して資金を提供している。つまり、経済全体ではマクロ経済学初級のところで出てくる、投資=貯蓄の関係が成り立つ。経済を企業部門と家計部門に分けると、投資という実物的行為が、家計の貯蓄という金融行為によって支えられている。しかしこの関係は直接の貸借取引であるというより、広範囲に及ぶ金融資産・金融機関・金融市場のネットワークのなかでの一連の取引の総合的な結果である。

スミス以来の経済学では貨幣はヴェールでしかなく、存在感はほとんどなかった。そのような延長で現代の経済学においても、貨幣や金融資産の役割はほとんどないに等しい。しかし上の考察から分かるように、実物取引はかならず同時に金融取引をともなっており、金融資産や信用手段の不安はたちまち実

34) 政府部門も統合しているのでこうなるが、もし民間部門だけで統合すると、国債保有分が正味資産として残るであろう。ただし、Barro (1974)によれば、その国債償還のための将来の増税の割引現在価値を負債として認識するので、対政府資産はゼロとなる。



物取引に影響するのである。

バブルとはそのような金融資産の価格の行き過ぎた高騰であり、その崩壊は金融資産残高の毀損となり、純金融資産残高の減少に見舞われた主体は、正味資産回復のために経常支出を減らすであろう。マクロの需要減退をもたらし、景気は低迷する。あるいは不動産価格の大幅下落は、金融機関にとっての担保価値の毀損であり、貸倒引当金の引き当てによって、損失が発生し、貸出余力の減退となって、企業への信用供与が滞るであろう。

ファンダメンタルな価値を超えて行き過ぎた価格はいずれ下落する。それはマイナスのショックを惹起し、实体经济に悪影響を及ぼすことが、日本やアメリカの経験から痛いほど分かる。实体经济と金融経済の二分法という考え方は全く現実からかけはなれているということを知るべきである。

## 8 結論

以上、駆け足で貨幣数量説の果たした役割を経済学の歴史のなかで再検討してみた。経済学の長い歴史のなかではスミス・リカード以来、実物的な理論が主流を占めており、貨幣の役割は単に価格を決めるだけで、実物変数への影響力はないとする「貨幣の中立性」あるいは「古典派の二分法」の概念が金科玉条のように信奉されてきた。しかし、そもそも「貨幣」という財は多種多様であり、何をもちて貨幣とするかという具体的な問題を解決することが困難であった。18世紀イギリスにおける銀行券の登場、続いて19世紀イギリスにおける預金の登場により、貨幣概念は確実に広がりを見せたのだが、人々の貨幣理解は常に現実に遅れをとるものであった。さらに20世紀末には電子技術などの進展により、貨幣と貨幣に近い資産との間の移転が益々容易となり、貨幣概念そのものの希薄化が起り、金融政策の現場でも理論でも貨幣は全く注目されなくなってしまった。

一方で皮肉なことに21世紀のマクロ経済学の理論においては貨幣数量説の説く「貨幣の中立性」や「古典派の二分法」の成立が理の当然のように信じられている。新しいマクロ経済学はミクロ経済学的な最適行動を前提としているため、すべては相対価格で記述される。その結果、名目変数の役割はスミス・

リカードの世界と同じく、名目変数の世界だけに閉じ込められているのである。

しかしながら 2007 年以降の世界同時不況の発生により、金融市場不安が実体経済に大きな悪影響を及ぼすことが世界的に再確認された。このことは「名目変数と実体変数」という二分法的理解が誤っていることを証明していると言えよう。本稿前節で、経済取引を經常取引と資本取引に分類し、予算制約を考慮することで、実物取引と金融取引は同じ取引の裏表にあたることを見た。我々は「古典派の二分法」の呪縛から逃れる方途を探るべきである、というのが本稿のとりあえずの結論である。

なお紙幅の関係で経済史の中での貨幣の役割を論じた平山 (2004b) 及び平山 (2009) に言及できなかったことをお詫び致します。

#### 参考文献

- Akerlof, George A. and Janet L. Yellen (1985) “A Near-Rational Model of the Business Cycle, with Wage and Price Inertia”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 5, pp. 823–838.
- Akerlof, G. et al. (2014) *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, Cambridge and London: The MIT Press.
- Barro, Robert J. (1974) “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, Vol. 82, No. 6, pp. 1095–1117.
- Bénassy, Jean-Pascal (2011) *Macroeconomic Theory*, Oxford: Oxford University Press.
- Bernanke, Ben S. and M. Gertler (1999) “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, in Federal Reserve Bank of Kansas City ed. *New Challenges for Monetary Policy*, pp. 18–51.
- Bindseil, Ulrich (2004) *Monetary Policy Implementation: Theory-Past-Present*, Oxford: Oxford University Press.
- Blanchard, Olivier J. and Nobuhiro Kiyotaki (1987) “Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand”, *American Economic Review*, Vol. 77, No. 4, pp. 647–666.
- Blinder, Alan S. (1988) “The Fall and Rise of Keynesian Economics”, *Economic Record*, Vol. 64, No. 187, pp. 278–294.

- De Long, J. Bradford (2000) “The Triumph of Monetarism?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. Winter, pp. 83–94.
- Fisher, Irving (1911) *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*, New York: Macmillan.
- Friedman, Milton (1968) “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 63, No. 1, pp. 1–17.
- Friedman, Benjamin M. (1988) “Lessons on Monetary Policy from the 1980s”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 3, pp. 51–72.
- Goodhart, Charles A.E. (2003) “A Central Bank Economist”, in Paul Mizen ed. *Central Banking, Monetary Theory and Price*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 13–61.
- Katz, Lawrence (1986) “Efficiency Wage Theories: A Partial Evaluation”, *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 1, pp. 235–276.
- Keynes, John M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. (塩野谷祐一訳 『雇用・利子および貨幣の一般理論』 東洋経済新報社、1983年。『ケインズ全集』第7巻)。
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott (1977) “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, pp. 473–492.
- (1982) “Time to Build and Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 50, No. 6, pp. 1345–1370.
- Lucas, Robert E. (1972) “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 4, No. 2, pp. 103–124.
- (1976) “Econometric Policy Evaluation: A Critique”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, pp. 19–46.
- (2003) “Macroeconomic Priorities”, *American Economic Review*, Vol. 93, No. 1, pp. 1–14.
- Mankiw, N. Gregory (1985) “Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 2, pp. 529–538.
- (1992) “The Reincarnation of Keynesian Economics”, *European Economic Review*, Vol. 36, No. 2-3, pp. 559–565.
- Mayer, Thomas (1997) “What Remains of the Monetarist Counter-revolution?”, in Brian Snowdon and Howard R. Vane eds. *Reflections on the Development of Modern Macroeconomics*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 78–102.

- McCallum, Bennett T. (1994) “Monetary Policy without Monetary Aggregates”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Proceedings*, pp. 216–218.
- McCandless, George T. (2008) *The ABCs of RBCs: An Introduction to Dynamic Macroeconomic Models*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Mill, John Stuart (1871) *Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy*, London: Longmans, 7th edition. Repr. University of Toronto Press and Routledge & Kegan Paul, 1965.
- Romer, David (2000) “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 2, pp. 149–169.
- Samuelson, Paul A. (1997) “Credo of a Lucky Textbook Author”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 2, pp. 154–160.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1975) “‘Rational’ Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 2, pp. 241–254.
- Schumpeter, Joseph A. (1954) *A History of Economic Analysis*, Oxford: Oxford University Press. (東畑精一訳、『経済分析の歴史』, 岩波書店 1955-1962年).
- Svensson, Lars E.O. (2010) “Inflation Targeting”, *N.B.E.R. Working Paper*, No. 16654.
- Taylor, John B. (1993) “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, No. December, pp. 192–214.
- Yellen, Janet L. (1984) “Efficiency Wage Models of Unemployment”, *American Economic Review*, Vol. 74, No. 2, pp. 200–205.
- 翁邦雄 (2011) 『ポスト・マネタリズムの金融政策』, 日本経済新聞出版社.
- 加藤涼 (2007) 『現代マクロ経済学講義：動学的一般均衡モデル入門』, 東洋経済新報社.
- 竹本洋 (1995) 『経済学体系の創成』, 名古屋大学出版会.
- 平山健二郎 (2004a) 「貨幣数量説の歴史的発展」, 『経済学論究』, 第 58 巻, 第 2 号, 29–62 頁.
- (2004b) 「16 世紀「価格革命」論の検証」, 『経済学論究』, 第 58 巻, 第 3 号, 207–225 頁.
- (2006) 「19 世紀イギリスにおける貨幣理論の発展」, 『経済学論究』, 第 59 巻, 第 3 号, 77–118 頁.
- (2009) 「大恐慌と貨幣」, 『経済学論究』, 第 63 巻, 第 3 号, 211–240 頁.
- (2012) 「第二次大戦後のマクロ経済学と金融理論の変遷」, 『経済学論究』, 第 65 巻, 第 4 号, 35–78 頁.