

## 【研究ノート】

## 貨幣供給量は外生変数か？

渡 邊 健 一

## 1 経済学の貨幣論の現状

「結局、経済学は200年以上の時間をかけてもまだ、「貨幣」という存在を正確に定義することも、その影響経路を完全に把握することも、どちらも十分には成功していないのである。曖昧で、時には誇大妄想的に捉えられる「貨幣」という存在が持つある種の「神話性」に、現代社会はふりまわされているといえるだろう。—森田（2019年、272頁、欄外注38）」

森田は債券アナリストであり、例えば次のような例示がなされている（264-65頁）。2000年代に入り、日銀スタッフと経済学者間で金融政策を巡り論争がなされる。このうち2001年から2006年にかけて量的緩和政策の可否、つまり中央銀行は自由にマネーサプライをコントロールができるか否かを巡るものであったが、否定的結論を与えるものとなった。続く2010年代の論争では日銀が十分な金融緩和を行えば必ずインフレ率は上昇するかというものであったが、これも否定される結果となった<sup>1</sup>。

基礎的な重要争点の一つは、マネーサプライ（貨幣供給量）は市場経済における外生変数なのかという点にあると思われる。以下ではこの問題の簡単な検討をする。

## 1.1 貴金属貨幣制下の貨幣供給の「外生性」とはどのようなものであったか？

典型的には貨幣数量説に示されるように経済学の教科書では依然として外生説の影響が大きいと思われる。というのは、金融政策の説明でしばしば以下のような方程式がほぼ暗黙の前提のように用いられる。貨幣数量説 $MV = PT$ または流動性選好式 $M = L(PY, r)$ が代表であるが、共に貨幣ストック $M$ は通常金融政策により決定される独立外生（政策）変数とされる。貨幣数量説的見解が一部の経済学者により未だに主張されるのは、経済学の教科書や論文でこの種の定式や見解が正しいとされ、(ケインズの「一般理論」での一般化貨幣数量説も含め)貨幣数量説や流動性選好説において、因果関係は独立変数とされる通貨数量が物価を決定する、あるいは利子率や国民所得への影響をも通じて物価を決定すると理解されているためであろう。したがって貨幣数量説を今一度振り返っておくことが有用かと思われる。

貨幣供給が外生変数であるとされたのは、おそらく貴金属貨幣制下のことであろうと思わ

<sup>1</sup> この論争の詳細は例えば湯本（2013）「第4章 中央銀行が直面している諸問題」を参照。

れるので、この点を先ず平山に依拠して簡単に振り返っておこう。平山(2015)はその「第3章 16世紀「価格革命」論の検証 3.6結び」で以下のような内容を記している。

ハミルトンやケインズの著作から定説とされてきた16世紀ヨーロッパの「価格革命」論はスペインの「新世界」植民地からの大量の金銀の流入が原因であるとする説は明快で分かりやすく、18世紀には定説として定着していたようである。しかし1950年代以降経済史家の数多くの批判が提起されている。第一に、金銀の流入時期と価格上昇開始期が必ずしも一致していない。多くのヨーロッパ諸国では16世紀に入り農産物価格が上昇し始めたが、南米からの金銀の大量流入は16世紀後半からである。また、スペインに限定されるが、17世紀に入っても金銀流入は続いていたが価格は17世紀に入ると安定化する。つまり価格決定には貨幣以外の要因が作用していたことが示唆される。グレンジャー因果性検定によってもスペインで $M$ から $P$ への因果性は見出されず、貨幣数量説的な関係は見出されなかった。ただしサンプル数は25と小さく信頼性は高くない。

第二に16世紀の人口増加が価格上昇の原因とする研究が数多い。16世紀ヨーロッパのほとんどの国で食料品価格上昇率が工業品のそれに比べより大きかったが、これは実物的な相対価格の変化であり、貨幣数量説では説明できない。15世紀終わりからの増加人口は当初は遊休地の耕作に向かったであろうが、農地が不足するにつれ都市へと移動し、都市人口に比し農業生産が追いつかず食料品の相対価格が上昇したと考えられる。従って貨幣だけでは16世紀の価格上昇を説明できない。

つまり16世紀の「価格革命」は貨幣量の増大とともに人口増加という実物的要因も作用した結果である。さらに近年の研究によれば、16世紀初頭の価格上昇開始は中欧における銀生産が飛躍的に伸びたことにより説明されるようである。15世紀の貨幣不足から技術革新の誘因が生まれ、精錬技術や採鉱技術に革新が起り、ドイツ南部等で銀鉱の生産量が世紀後半から大きく伸長した。中欧における銀生産の増加が世紀前半の価格上昇を説明できる可能性が出てきたのである。

以上の平山の「3.6結び」より次のように結論し得よう。直接的時間関係ならば価格上昇にはファイナンスのための貨幣増加が先行する必要があることは当然であろうが、このファイナンスを必要とさせるものは、財・サービス購入の必要性である。つまり貨幣があるから財・サービスへ支出するといった行動はあるにしても稀であり、単なる時間的前後関係とは区別される。因果関係はこの支出の必要性が貨幣の入手を迫るものであるといえよう。逆に、貴金属の増加があっても当面のファイナンスの必要がなければそれは貨幣に鑄造されることなく、退蔵されたり装飾品に使用されたりすることもむしろ常識といえよう。

結局、貴金属貨幣の時代ですら貨幣供給の外生性そのものが疑わしく、それが物価を決め

ていたとは結論しがたい。まして管理通貨制下での、貨幣供給の外生性や通貨による物価決定というメカニズムに対してすら疑惑を禁じ得ないことになる。

## 1.2 現在の管理通貨制

現在の世界の通貨制が管理通貨制であること、通貨供給は中央銀行や政府により実施されるが、むしろ貴金属そのもの、あるいはそれと兌換可能のものでもない、その価値や量は中央銀行や政府等にコントロールされねばならないが、完全に行えるものでもない。のみならず供給は完全に中央銀行により決定される外生変数とは言い難いことも、例えば金融ビジネスに携わる多くの人にとって常識といえよう<sup>2</sup>。

通貨供給の手段は代表的には政策金利操作、準備率操作、公開市場操作等である。中心的位置にあるのは政策金利の操作にあり、これにより短期金利が金融当局により決定される。中・長期的金利はこの短期金利をもとにして形成される種々の期間に対応する金利の、いわゆるイールドカーブにより表現されるが、直接的には金融当局ではなく、主に市中の企業や銀行間の金融取引により決定される（むしろ金融当局の公開市場操作によるイールドカーブ・コントロールも加わるが）。これら金利を元に資金取引量が決定される、したがって資金供給量はこのような金利体系を基にその需要者により決定される内生変数といえよう。

代表的ケースである短期資金需給の決定をみると、中央銀行により政策金利（外生変数）が決定されると、それに応じて銀行部門等での対中央銀行資金需要量が決定されるが、これは直接には資金需要者である市中の銀行部門が決定し、金融当局はこれに受動的に応じる。

銀行はこうした資金を元に、企業等への融資量を定めるが、むしろそれは主として市中の企業等の資金需要者の需要量に依存する。つまり、利子率 $r$ を長短金利の平均値とすれば、資金需要量であると同時に供給量でもある貨幣取引量が近似的に、先に示した流動性選好関数の $L(PY, r)$ として表現されることになる。政策金利という信用供給メカニズムの一部のみが純粋に外生変数であり、中・長期的金利や貨幣需要・供給量はこれを与件とする金融市場内で決まる内生変数である<sup>3</sup>。当然ながら $M = L(PY, r)$ は資金に対する需給が利子率の変化により均衡させられる需給均衡式などではない。

さらに、このような短期資金供給の決定はイールドカーブを含めて厳密に一義的に決定さ

<sup>2</sup> すでに19世紀において通貨発行は全額正貨準備発行制度ではなく、1844年にピール条例下で中央銀行となったイングランド銀行に対し1400万ポンドの保証発行が認められていた。つまりこの固定額までは政府証券や商業手形など正貨以外の有価物による準備、すなわち保証準備下での銀行券の発行を認め、これを超える発行額に対しては全額正貨準備を要求する事になっていた。トリフィン（1968, 36ページ）によれば、英・米・仏の貨幣構成は1815年では貴金属等の商品貨幣が67%、政府紙幣・預金等の信用貨幣が33%であったが、1913年になると後者が87%（預金68%、政府紙幣19%）になる。

<sup>3</sup> したがって $M = L(PY, r)$ はいわゆる貨幣の需給均衡式などではなく、右辺の関数式で決められる貨幣需要量合計を書き換えて供給の合計 $M$ としているに過ぎない。

れる訳ではなく、量的関係の目安を与えるにすぎないものといえよう。というのは流動性選好関数は無論のこと、被説明変数の値が決まるにしても経済学の関数値で示されるような値は、個々の取引により定まる資金需要量の集計値であり、この個別的な値すら時と場合により通常変動するものであるため、一義的に決まるものではない。したがって内生変数等を精緻に計算してもその実現値は変動するものであり、貨幣供給を正確に計画通り実現するものではない。この点は推定されるイールドカーブに依拠する中長期的資金供給についてはより一層妥当すると言えよう。

## 2. 通貨価値維持の問題

金・銀等のそれ自体で経済的価値のある金属通貨制、あるいはそれへの兌換が保証されている金属貨幣本位制ではない、今日の管理通貨制下の通貨価値はどのように決定されるのか。金融当局が通貨（銀行券）を発行するにあたり、その価値の維持はどのようになされるのか。例えば市中銀行が中央銀行から政策金利下で融資を受けるとき、当然ながらいわゆる借入書を提出する。期日が来れば当該市中銀行は融資額と金利を中央銀行に返済しなければならない。つまり融資契約書が融資額に等しい銀行券の価値を保証することになる。むろんこの市中銀行はそれを元に事業会社等に融資をして利益を上げるが、それに失敗するケースが多くなれば返済不能となり、中央銀行への返済は不可能になり、これが大規模となれば中央銀行自身が倒産し、流過程にある銀行券の価値が全面的になくなることになる。むろん事態がここまで悪化するケースは少なく、それ以前に銀行券の価値が減少しインフレーションになるだろう。

この事情は国債を対価とする中央政府への融資にも当てはまる。巨額の赤字が累積し通常の税徴収では既存の国債を償還できなくなれば、過去に政府から買い入れた国債＝中央政府の借入書などの価値が減価し、インフレーションになるのは必至であろう（同様なことはかつての軍票とか政府紙幣の発行—中央政府による中央政府への融資、いわゆるヘリコプター・マネー—などの形態による中央政府の資材や労働力の徴収に見られたが）。

この点は中央政府と中央銀行が制度的に分離されていることにも反映されていると言えよう<sup>4</sup>。中央政府は経済政策や政治的理由により財政支出拡大への強い誘因を持つ、それ故通貨発行は中央銀行という中央政府とは独立の組織が担うという制度になると考えられるからである<sup>5</sup>（むろんそれで十分と言う訳ではないが）。

<sup>4</sup> MMTの主張を包括的に検討・批判しているエプシュタイン（2020、58ページ）によれば中心的な批判の一つとしては、大部分の制度的環境においてMMTが想定するような中央銀行と財務省の「統合」は実際には存在せず、例えばFRBは一定額を超える国債を政府から直接購入することは法的に禁じられており、流通市場で購入しなければならない。

<sup>5</sup> MMTは「政府はインフレになるまで国債発行を拡大し、中央銀行が購入し続ければよい」というの

現在の日本の政府はGNPの250%にも上る国債残高を抱えているが（MMTの例示対象ともなっている）、巨大な政府債務が必ずしも政府の倒産やインフレを導く訳ではない。例えばリチャード・クー（2013）は次のような例を示している。「イギリスは1945年時点で対GDP比250%の財政赤字を抱えていたが、その結果、イギリスが世界の経済地図から消滅するという事態には至らなかった。それどころか、仮に当時のイギリス国民が、財政赤字が大きすぎるとい理由で、スピットファイアー戦闘機やアプロランカスター爆撃機の増産を断念していたら、その時点でイギリスは地図上から姿を消し、ヒトラーの第三帝国の一部になっていたろう。イギリスの財政赤字がそこまで増えたのは、同国が全力を挙げてヒトラーと戦っていたからであり、その意味で、当時のイギリス国民は正しい判断を下したと言えよう。（91-2ページ）」

### 3 市場の位相（構造）の変化

金融政策の分析を最も困難にするのは市場の位相変化（構造的変化）であり、この場合、例えば従来の計量経済学方程式をそのまま使うことはできなくなる。代表的な例は、リチャード・クー（2013）が指摘し解説する、数十年に一度程度の頻度で発生すると言う、バランスシート不況である。大景気の頂点近くで発生する土地・家屋の不動産や株式等に対する大規模の投機の発生とその後の崩壊、それに伴う長期不況の持続である。貨幣需要の主要動機は、取引決済のためのファイナンス動機である（「一般理論」後、取引・予備的・投機的動機に変えて、ケインズが強調するようになったという）。従って、バブル崩壊後は、投機が終息し、また不景気となるため貨幣需要が激減し、これまでの投資に代わる巨額の借金の返済が主流となる。むろん返済不能となる可能性も高くなるため、市中金融機関の融資も抑制気

---

が基本的な考え方だ（前田栄治「エコノミスト360°視点 新型コロナ下での「MMT」考察、日本経済新聞第2021年3月12日、7面）。しかしいつインフレになるかの判断は容易ではなく、インフレになったと分かった時はもはやそれを直ちに収束させるのは困難であろう。実際のところ著者が指摘するように、「日本の消費税率引き上げや社会保障改革の経験からも分かる通り、民主主義の下ではMMTによってインフレが訪れたからといって、増税や歳出削減を進めることは容易ではない。」

より具体的なMMTの考え方の一部がポール・シェアード（「超金融緩和と資産バブル」<sup>④</sup> 現行政策は妥当、懸念及ばず」、日本経済新聞2021年3月22日、15面）に見られる。「量的緩和が大規模な紙幣増発であり、従って必ずインフレを引き起こすという見方は単純すぎるし、間違いだ。量的緩和は中銀通貨1ドルを政府債務やその他の資産1ドルと交換するものであり、資産スワップと似ている。よって正味でプラスの購買力を経済に投入するわけではない。」そうだろうか。例えば国債を発行して中銀通貨で費用を借り入れ、政府が空港建設をする場合を考えてみよう。確かに当初は中銀と政府間の取引は国債と銀行券との交換にすぎず、この言い方では単に経済取引がなされたというに過ぎない。問題はこの後の部分であり、空港運営からの税収等の形で収入により当初計画した費用が、回収されるか否か、またそれによる国債の償還ができるか否かであろう、つまりここで「正味でプラスの購買力が経済に投入される」。空港運営成績が不振であれば、それからの収入による相応の中銀通貨の回収、それによる国債の償還もなくなり、中銀の運営も不振に、またインフレの危機が近くなるだろう。

味となろう。従って量的あるいは量的・質的金融緩和の効力はほぼ失われる。

例えば2008年のリーマン・ショック以降の欧米、またこれに先行する1990年以降のバブル崩壊後の日本の金融諸指標は上記事情を反映するものとなっている<sup>6</sup>。中央銀行の供給する流動性であるマネタリーベース（準備預金と流通現金残高）、民間の使用できる資金であるマネーサプライ（現金と大半は銀行預金）、民間がどれほど借り入れたかを示す民間向け信用（米国では商業銀行のローン・リース残高）は金融状況を示す代表的指標であり、通常これらは連動するが、しかしこの時期の現実では、これら金融三指標の動向はバラバラになる。例えば米国のFRBは量的緩和によりマネタリーベースをリーマン・ショック時の100から2014年の433まで拡大するが、経済の動向を反映するマネーサプライは141に留まり、民間向け信用は99とつまり金融政策の効果が無かったことを示している。

ではこの位相の違いは財政と金融との関係にどのような違いをもたらすのか。やや長くなるがそのまま引用する（70-2ページ）。

「このファイナンスの問題が発生せず、金利も上がらないバランスシート不況下の財政赤字と、インフレや金利の上昇、そして資源の不適切な配分をもたらす通常の財政赤字では性格が全く違うことになるが、このことは財政赤字にも二種類あることを意味している。それは民間の不手際で発生した財政赤字と、政府の不手際で発生した財政赤字の二つである。そして我々がこれまで大学で学んできたのは、すべてこの後者の赤字であった。これは政府が選挙対策を含む政治的理由で、民間がお金を借りたがっているにもかかわらず財政赤字を垂れ流しているケースである。この場合は当然のことながら、政府と民間は民間貯蓄の奪い合いを演じることになり、その結果、クラウディング・アウトといわれる民間投資の締め出しや、インフレ・高金利が発生する。また、民間よりも政府の方がお金の使い方が下手だということになれば、政府が赤字を出している分、限られた資源の配分もゆがめられ、非効率な分野に資金が回ってしまうことにもなる。もしも発生している財政赤字がこの種の赤字であれば、政府や有権者たちは当然、その赤字を削減する努力をすべきであろう。そうすることが資源配分を改め、インフレや金利上昇を抑えて、もっと効率的な民間主導の経済成長を可能にするからだ。

ところが何十年に一回、民間は本来の自己規律を失いバブルに突入する。ここでお金の目がくらんだ彼らは、XXに投資すれば絶対儲かるという話を信じて大きな借金をして、レバレッジをあげながら投資を拡大していく。ところがこの夢がバブルの崩壊でぶっ飛ぶと、民間は我に返り、自分たちはバブル期に自己規律を失い、間違った資産価格を追いかけてしまっ

<sup>6</sup> リチャード・クー（2013）の図 1-1 から図 1-18 を参照。

たことに気付く。そして、その彼らがバブル期の価格は当分戻ってこないと悟った時点で、彼らは毀損したバランスシートの修復に向けて、債務の最小化に走りだすのである。実際のところバランスシート不況とは、民間が自分たちの間違いを悟ったその瞬間に始まるのである。

それではどうやってこの二つの財政赤字を判別するのだが、それにはユーロ圏の国々を除けば国債の利回りが最も身近な判断材料になる。つまり、その他の条件が同じなら政府の不手際はで発生した財政赤字は国債利回りが高くなるのに対し、民間の不手際で発生した財政赤字は国債利回りが低くなるからだ。バブル崩壊以降の各国の国債利回りがユーロ圏の一部を除き軒並み歴史的な低水準になったのは、これらの国々の財政赤字が民間の不手際によるものであることを示しているのである。」

(成蹊大学名誉教授)

## 参考文献

- ジェラルド・A・エプシュタイン著、徳永潤二/内藤敦之/小倉将志郎訳（2020）『MMTは何が間違いなのか？ 進歩主義的なマクロ経済政策の可能性』東洋経済新報社
- トリフィン、R. 著、柴田裕、松永嘉男訳（1968）『国際通貨制度入門—歴史・現状・展望』ダイヤモンド社：Triffin,Robert(1968),*Our international monetary system, yesterday, today, tomorrow*, Random House.
- 平山健二郎（2015）『貨幣と金融政策 貨幣数量説の歴史的検証』東洋経済新報社
- 森田長太郎（2019）『経済学はどのように世界を歪めたのか 経済ポピュリズムの時代』ダイヤモンド社
- 湯本雅士（2013）『金融政策入門』岩波新書
- リチャード・クー（2013）『バランスシート不況下の世界経済』徳間書店