

「清算主義」対「リフレーション」 の構図は正しいか？¹⁾

Reflation contra Liquidationism?

田 淵 太 一

TABUCHI, Taichi

Abstract

The aim of this paper is to show that it is not only wrong but dangerous for Japan to adopt the policy of inflation targeting in order to get out of debt-deflation. It is wrong because it is impossible in principle to control money supply and thus price levels exogenously in Irving Fisher's fashion. According to the Keynes' theory of liquidity preference (including 'finance motive'), the most important function of money is hoarding when uncertainty prevails. So inflation targeting would not bring about downslide of real interest rates, but lead to loss of confidence of the public in the Japanese Yen and cause a huge scale capital flight to, say, the U.S. Inflation targeting is as dangerous as liquidationist policy in the sense that both promote the Wall Street's interests at the sacrifice of the domestic business in Japan.

Keywords : Keynes, Irving Fisher, Liquidation, Inflation Targeting, Reflation

資本主義体制を打倒する最善の方法は通貨を台なしにすることだ、とレーニンは言った。……レーニンは確かに正しかった。——John M. Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, 1919.

1) 京都学派の遥かなる先輩として、また研究・教育の現場で親身に御指導くださる上司として、名畑恒教授にはたいへん御世話になりました。昨年4月、先生が急病に倒れられてから、名畑ゼミ最終学年の指導を代行することになりましたが、学生ひとりひとりに先生の薫陶がゆきとどいていることに深い感銘を受けました。一日も早く御本復されるよう心よりお祈り申し上げます。

I はじめに

米国フーヴァー政権（1929—33年）は、大恐慌が始まってもほとんどなすべなく、結局のところ経済が縮小均衡に陥るにまかせた。4年間の任期中に、名目貨幣ストックは3分の1も減少し、年率10%以上のデフレーションが進行し、失業率は25%を超え、株価は10分の1に下落し、1人当たり実質国民総生産は52%低下した。政権末期にウォール街のスキャンダルが次々と明るみになるなか、不面目にまみれつつフーヴァー大統領は歴史から退場した。

フーヴァー政権で経済政策を担当した財務長官アンドリュー・メロンは、たった一つの助言を繰り返すばかりだったと言われている。「労働者を清算 (liquidate) せよ。株式を清算せよ。農民を清算せよ。不動産を清算せよ」。メロンによれば、恐慌さえ必ずしも悪い面ばかりとは言えない。「恐慌によって腐った部分を経済システムから一掃してしまえば、生計費も下がり、人々はよく働くようになり、価値が適正水準に調整され、無能な連中がだめにしてしまった事業を再建する企業家も現れるだろう」²⁾。

「清算主義 Liquidationism」という誤った思想が、米国の大恐慌を激化させたことは間違いない。70年後の今日、わが国で推進されている「構造改革」路線の背景には、この「清算主義」の思想が流れている³⁾。「清算主義」にもとづく「構造改革」路線の行きつくところが「恐慌」にほかならぬという点については、すでに別稿で論じた（田淵2003 b）。

「清算主義」の克服が緊急を要する課題であることは間違いないのであるが、一方で、内外の経済学者の間で「清算主義」の批判が奇妙な方向に収斂

2) メロン財務長官のこの言葉は有名だが、出所は以外に知られていない。この言葉が流布したおおもとは、誰であろうハーバート・フーヴァーの回想録である (Hoover 1952, p.30)。たとえば、メロン家年代記の著者 Koskoff (1978) も、アンドリュー・メロンのこの言葉をフーヴァー回想録から再引用している。フーヴァー自身、大恐慌時は「清算主義」の熱心な信奉者であったのだが、回想録ではメロンを「清算主義者」と名指しで批判している。この皮肉な事実は、カール・マルクスのいう「政治的精神」とはいかなるものなのかを示唆してあまりある。

しつつある現実がある。いわゆる「インフレ・ターゲット」論がそれである。

曰く、“名目金利はゼロまで低下して利下げの余地がないにもかかわらず、デフレの結果として実質金利が上昇し、企業の投資資金需要が伸び悩んでいる。これは「流動性のわな」である。GDP比140%もの政府債務が累積する現状では、これ以上の財政出動は不可能だから、この事態に対処する手段は、日銀によるさらなる金融緩和しかない。「インフレ・ターゲット」政策を大胆に遂行して「期待インフレ率」を高め、投資と消費を刺激するべきである”と。細部に違いがみられるものの、論旨は基本的に一致している (Bernanke 2000, 2002, Krugman 1998ab, Svensson 2001, 伊藤2001)⁴⁾。

そもそもインフレ・ターゲットとは、通常、インフレ抑制策として採用されるものである (日本銀行企画室 2000)。にもかかわらず、世界的に著名なマクロ経済理論家たちが唱えるこの奇妙な提言を“初歩的な教科書通りの分析”などと当然視する風潮がさっそく現れているのは、わが国の経済論壇の悪弊であろう。

この提言が誤っているばかりでなく危険でもあるということを示すのが本稿の課題である。

Ⅱ フィッシャーと外生的貨幣

フィッシャーの「債務デフレーション」理論

「清算主義」対「リフレーション」の構図を提示して、混乱をきわめるわ

3) たとえば小野 (2001) は「構造改革」を以下のように特徴づけている。「効率の悪い企業はつぶせばつぶすほどよい。それを温存すれば経済効率は改善せず、生産量の拡大ができない。また、価格や賃金がどんどん調整されれば、失業や不況などすぐになくなる。そのため、それを阻害するような流通の非効率、各種規制による価格の下支え、身勝手な労働組合の賃金交渉などをなくせばいいし、労働のミスマッチをなくして産業間移動を促進すればよい。これらはまさに、現在の日本で主張されている『構造改革』である」(20ページ)。メロン財務長官と竹中経済担当大臣の発想の類似には驚くばかりである。

4) また Ahearne *et al.* (2002), および Clouse *et al.* (2000) といったFRBによる研究もある。

が国の経済政策論争に明快な座標軸を与えたのは、竹森 (2002) であった (筆者はこの構図に納得していないが、にもかかわらず同書が好著であることはたしかである)。氏はこの構図を提示するにあたって、ヨゼフ・シュムペーターとアーヴィング・フィッシャーを対比させた (シュムペーターのかわりに、ハイエクやライオネル・ロビンズをとりあげてもよかったかもしれないが)⁵⁾。

シュムペーターの「清算主義」とは、換言すれば「創造的破壊」の観念である。シュムペーターによれば、

「不況とは、たんなる害悪ではなく、それまでに生じた経済的变化にたいして行なうことが必要な調整なのである。不況を治癒するのに有効な手段のほとんどは調整を妨げるのにも有効である。このことは、インフレ政策にとりわけよくあてはまる」 (Schumpeter 1934, p.16)。

この一文を見ると、シュムペーターの「創造的破壊」がメロン財務長官の「清算主義」と同根の思想であることがよくわかる。

一方、シュムペーターが反対したインフレ政策による不況からの人為的回復 (リフレッシュ) を唱道したのがフィッシャーであった。

アーヴィング・フィッシャーは、当時米国でもっとも著名な経済学者のひとりであった。フィッシャーは、1929年10月24日の株式市場クラッシュのわずか数日前に、株式市況はさらに上昇するだろうと聴衆に向かって語った。フィッシャー自身、株価暴落で800万ドルから1,000万ドルもの損失を被ったといわれている (Davidson 1994, p. 5, 邦訳4ページ)。大恐慌をきっかけに、フィッシャーの名声は極端に失墜したが、今日注目される彼の理論はむしろ大恐慌以後に展開されたものである。

バブル崩壊以降、わが国では1,000兆円を超える資産価値が失われたと言われる。わが国が「債務デフレーション」に陥っているという点にかんして、異論はほとんどないだろう。フィッシャーはこの債務デフレ理論の提唱者と

5) 「清算主義」の提唱者と反対者については、田淵 (2003b) を参照。

して名高い (Fisher 1933)⁶⁾。フィッシャーは債務の清算を契機に恐慌が進行してゆくプロセスを以下のように分析した。

「(1)債務の清算 (liquidation) は投げ売りを発生させるばかりでなく、(2)預金通貨の収縮と流通速度の低下をももたらす。(3)これらは物価水準の下落を生じさせるが、この過程がリフレーション政策等によって阻まれないとすれば、(4)企業の純資産がさらに減少して倒産を招くと同時に、(5)利潤低下に結びつき、こうした事態にたいする懸念が茫然自失にまで至れば、(6)産出・取引・雇用の削減をもたらす。こうした損失・倒産・失業は、(7)悲観論と自信喪失につながり、(8)貨幣の保蔵とさらなる流通速度低下につながる。以上の8つの変化が、(9)利子率に複雑な攪乱、とりわけ名目利子率 (貨幣利子率) の低下と実質利子率 (商品利子率) の上昇をもたらす」 (Fisher 1933, p.342, 強調筆者)。

債務の清算にともなって生じるパニックから「投げ売り」「貨幣保蔵」「悲観論と自信喪失」に至るプロセスを分析したこの記述は、経済活動が究極的に群集心理に左右される点を鋭敏に捉えた優れた社会観察と評しうる。しかしながら、残念なことに、フィッシャー自身の貨幣理論はこのような直観を反映する構造とはなっていなかったのである⁷⁾。

外生的貨幣供給論の呪縛

フィッシャーの貨幣理論は、外生的貨幣供給論に立脚していた。これはすなわち、通貨当局が経済の外部から貨幣供給量を (またそれによって物価水準をも) コントロールすることができるとする立場である。これは遠くヒュームの貨幣数量説に起源をもつが、古典派の通貨学派から現代のマクロ理論に至るまで、主流派理論は (ケインズ派であるとマネタリストであるとを問わ

6) しかしながら、小島 (1995) の指摘によれば、債務とデフレーションの関係を最初に論じたのは R・G・ホートリー (Hawtrey 1919) である。

7) 群集心理と貨幣を本質的要素とする経済理論の構築に成功したのはケインズであった (後述。また、田淵 (1994) も参照)。なおケインズは、名目利子率と実質利子率にかなするフィッシャーの理論を混乱を招くものとして批判している (Keynes 1936, pp. 142-3)。この論点については別の機会に論じることにする。

ず) 基本的にこの立場に立脚してきた。フィッシャーの理論に起源をもつとされる「インフレ・ターゲット」は、この外生的貨幣供給論にもとづく貨幣観をストレートに表明した政策提言である。たとえばバーナンケの主張は単純素朴な「ヘリコプター・マネー」をつねに論拠としている (Bernanke 2000, 2002)。

晩年に向かうにつれて主流派理論に批判的になっていったJ・ヒックスは、以下のように論じた。

「現在なお通貨学派は自動的に機能する貨幣制度をむなしく追求している」 (Hicks 1967, p.viii, 邦訳 v ページ)。

「[古典学派の公認の学説として残ったのは] (大雑把に言ってリカードと彼の後継者たちが代表するもので) もしある種の方策によって信用貨幣に金属貨幣と同じ行動をとらせることができれば、すべてがうまくいくはずだと主張するものである」 (同, p.167, 邦訳228ページ)。

「J・S・ミルの貨幣管理にかんする考えは奇妙な一面性をもっているように思われる。彼は景気の過熱の阻止を問題にしているが、不況の阻止についてははるかにわずかしか考察していない。……彼の時代の不況は恐慌の後に生じた。明らかにこれは恐慌によって引き起こされた混乱にその原因を求めることができるように見えた。したがって、景気の過熱が阻止できれば、つまり信用の過度の拡張が阻止できれば、不況も阻止されるはずだという結論を下すのは自然であった」 (同, p.166, 邦訳227ページ)。

ナローバンキング

フィッシャーの貨幣理論は、通貨学派にたいするヒックスの批判の筋書き通り、「信用の拡大を阻止」するために、「信用貨幣に金属貨幣と同じ行動をとらせる」ことによって、「自動的に機能する貨幣制度」を構築する方向に向かった。『100%貨幣』と題された著書においてフィッシャーは、景気循環が銀行信用によって発生すると論じた (Fisher 1935)。「部分準備制度」において銀行は、少額の準備にもとづき思うがままに「貨幣を創り出す」力を有する。預金にたいして100%の準備をつねに保有することを銀行に義務づけ

れば、激しい景気循環を阻止することができる」とフィッシャーは論じた。

フィッシャーが提唱した「100%貨幣」案は今日、「ナローバンキング・システム」と呼ばれ、M・フリードマン等の多くの支持者はこれを現実世界であくまで真剣に追求すべき政策であると主張している (Bossone 2002)。外生的貨幣供給論にとって都合よく設定されたこのストロング・ケースは、われわれにとり、外生的貨幣供給論を試すための格好の思考実験の素材となる。

さて現実にはナローバンキング・システムを採用して、100%の準備資産保有を銀行に義務づければ何が起きるだろうか？ これはたんに、貸付を通じて預金通貨を発行するという銀行の最重要の機能を消滅させるに等しい暴挙であろう。そのような「直接規制 direct regulation」を政府が実施すれば、他の金融機関が供給する資産が代替的な貨幣機能を果たすようになるにちがいない。歴史を振り返れば、貨幣は内生的に、経済過程の内部から生み出されてきたものなのである。これには、権力の規制に対抗しつつ、と付言する必要がある⁸⁾。つまり、貨幣は実物経済からも権力からも中立ではないのである。

ナローバンキング・システムを評して、ある論者はこう述べた。

「銀行が流動資産不足に陥るのを防ぐためにナローバンキングを採用するのは、自動車事故を防止するために速度をゼロに制限するようなものである」 (Wallace 1996)。

この比喩を敷衍すれば、こうなる。仮に、ゼロではないにせよ、時速10km以下に制限されたとしよう。その場合人々は、自動車でなく (たとえば) 自転車に乗るようになるだろう。

8) 内生的貨幣供給説については、伯井 (1996) を参照せよ。また、本山 (2002) は、もともと民間の遠隔地への送金手段として経済過程内部から生み出された為替振替制度が、高利禁止や悪鑄といった国家権力による規制や計算単位の恣意的変更に対抗しつつ貨幣システムに発展してゆく史的過程を考察している。

Ⅲ ケインズと内生的貨幣

「流動性のわな」か？

主流派理論の内部である種の「ねじれ」が発生している。

「流動性のわな liquidity trap」の議論はもともと、『一般理論』における次のような仮想的状況の描写を典拠としている。

「利率がある水準にまで低下した後では、ほとんどすべての人が、きわめて低い率の利子しか生まない債券を保有するよりも現金の方を選好するという意味において、流動性選好が事実上絶対となる可能性がある。この場合には、貨幣当局は利率に対する効果的な支配力を失っているだろう。しかし、この極限的な場合は将来重要になるかもしれないが、現在までのところでは私はその例を知らない」(Keynes 1936, p.207)。

ケインズ自身は、歴史的実例のないこの現象をとくに重視せず、次のように述べるにとどめた。

「もしそのような事態が生ずるとすれば、それは、政府当局自身が銀行組織を通じて名ばかりの利率で無制限に借り入れることができるということの意味するであろう」(同, p.207)。

「流動性のわな」の議論を自らの理論の核心にまで高めたのは、トービンやサムエルソンといった「古いケインズ派」(新古典派総合)の理論家たちであった。彼らは、不況から脱出するために財政政策が不可欠だと主張する目的で、この議論を用いた。すなわち、通常のIS-LM分析において、「流動性のわな」の状態を表せば、LM曲線が低い利率の部分で水平になる。この部分では外生的貨幣の増加によってLM曲線を右方へシフトさせても利率は低下せず、産出量は変化しない。したがって「流動性のわな」に陥れば金融政策は無効になる(「靴ひもを押すことはできない」)、と主張されることになるのである。

結局のところ、新古典派総合ケインズ派は、実証研究によって「流動性のわな」の存在を証明することができなかった。金融政策を重視するフリードマンらマネタリストたちはこの弱点を突き、こともあろうに「貨幣は重要で

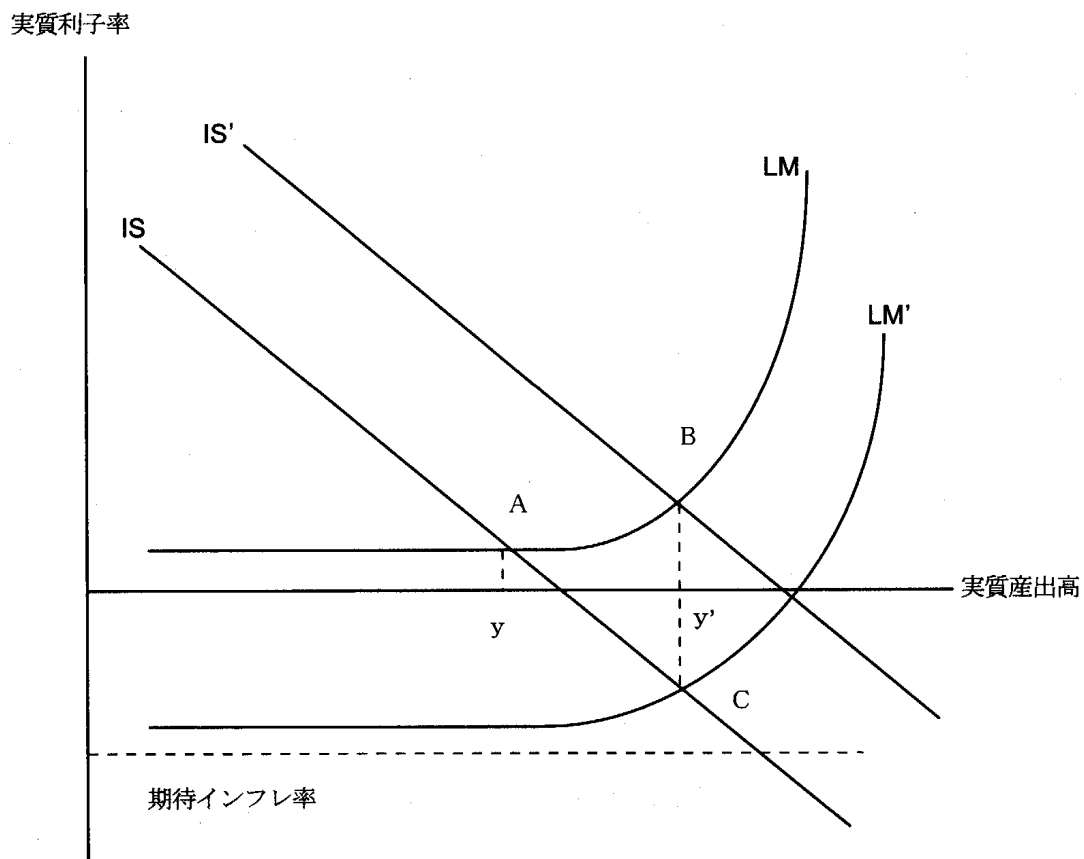
ある Money Matters !』という標語をもってケインズ派を攻撃したのである (Davidson 1994, chap. 7)。

インフレ・ターゲット

こうした過去の経緯と照らすならば、今日の状況は奇異である。クルーグマンらの議論は、新古典派総合の復活というよりも、外生的貨幣観を極端にまで推し進めた、ハイパー・マネタリストとでも呼びたくなるような理論である⁹⁾。

クルーグマンらの議論は、通常の IS-LM 分析を変形したものである (図 1)。

図 1 「流動性のわな」とインフレ・ターゲット



9) 「われわれはいまや全員ケインジアンである We are all Keynesians now !」と、1971年に当時のニクソン大統領が述べたと言われるが、「いまや全員がマネタリストである」というのが現在の主流派経済理論の状況を適切に言い表す表現であろう。実際、De Long (2000) によれば、「新しいケインズ派」はフリードマンらによる「古典的マネタリスト」の別名に他ならない。この点については田淵 (2003b) でも論じた。

いま点Aの状況にあり「流動性のわな」に陥っているとしよう。通常の議論であれば、「流動性のわな」から脱出するために財政政策が用いられる (IS が IS' にシフトして、均衡が点Aから点Bに移動)。「流動性のわな」の議論は元来この必要性を論証するためのものであった。しかし、クルーグマンらの議論においては、財政状況からみてこれ以上の財政拡張は不可能であるとして、この選択肢は棄却される¹⁰⁾。

「日本の財政状況がブラジルよりもさらに悪い状況に陥っているのに、あえて財政拡張政策をとれば、日本はいったいどこに向かって進んでいくことになるだろうか」(Krugman 1998b, 邦訳179ページ)。

かわりに提唱されるのが、期待インフレ率を上昇 (実質利子率を低下) させる「インフレ・ターゲット」である (LM が LM' にシフトして、均衡が点Aから点Cに移動)。

日銀はこれまですでにゼロ金利政策に加え、「買い切りオペ」等の相当規模の「量的緩和」を実施してきている。期待インフレ率を上昇させるのは、尋常一様的手段ではとうてい不可能である。日銀のバランスシートを意図的に毀損し円の信認を揺るがす手段が必要とされよう。

流動性選好とは何か

現状が「流動性のわな」(流動性選好が「事実上絶対」となっている状況)にあるかどうかは措くとしても、現在、流動性選好 (liquidity preference) が極度に高まっていることはたしかである。

流動性選好とは、簡単に言えば、貨幣を保有しようとする動機のことである。

「労働者、株式、農民、不動産を清算 (liquidate) せよ」という名言によっ

10) 日本が財政危機に陥る危険は当面考えられず (竹森2002, 第3章), また「在来型」公共事業を含む財政政策を忌避する合理的根拠は何もない。雇用創出型の財政政策は、労働力の有効活用という視点からも、最有力の景気対策でありつづけるだろう (小野2001, 第4章)。むしろ奇異なのは、ムーディーズ, S&Pといった米国格付会社による日本国債の恣意的な格下げと, そうした「外圧」に迎合して財政状況にかんする危機感, 公共事業への嫌悪感を煽るマスコミのあり方である。

て歴史に悪名を残したメロン財務長官や、そのメロン長官に「清算主義者 liquidationist」というレッテルを貼ったフーヴァー元大統領は、キャッチ・フレーズづくりに長けていたと言えよう。「清算主義 liquidationism」とは、債務の清算（資金回収、貸し剥がし、不良債権処理）を強行することにより文字通り流動性選好（liquidity preference）を極端にまで高める政策方針を意味するからである。「債務デフレ」にかんしてフィッシャーが観察したとおり、このプロセスにはパニックに駆られる群衆心理、将来にたいする極度の不安・悲観・自信喪失がつきまとう。先に見たとおり、フィッシャーは外生的貨幣観に囚われて、こうした社会心理の理論化に成功しなかった。群衆心理と貨幣を本質的要素とする経済理論の構築に成功したのはケインズであった。

「富の保蔵手段としての貨幣保有に対するわれわれの欲求は、将来に関するわれわれ自身の計算と慣行に対するわれわれの不信のバロメーターなのである。……実際に貨幣を所有していれば、われわれの不安は緩和される」（Keynes 1937a, p.116, 強調引用者）。

「われわれは通常暗黙のうちに一致して、実をいえば一種の慣行（convention）に頼っている」（Keynes 1936, p.152）。「慣行」とは、変化を期待する特別な理由がない限り現在の状態が無限に持続すると想定することである。「慣行」はたしかに社会の安定性に対する一定の拠りどころとなつてはいるものの、根本的には恣意的なものであり、根拠が薄弱である。そして「確実性と安全性の慣行はある日突然崩壊してしまう」（Keynes 1937a, p.114）。

ケインズのいう「不確実性」とは「われわれは将来のことをまったくなにも知らない」ということである（Keynes 1937a, p.114）。将来のことがまったくわからない、不確実性が支配する世界において、最後の拠りどころとなるのが、貨幣なのである。社会生活が不安になればなるほど、われわれは貨幣を握って放さない。ケインズは、その根拠を貨幣が「富（価値）の保蔵手段」として役立つことに求める。

だがそのケインズにしても、自らの貨幣観がもつ意義に十分自覚的になる

のは、『一般理論』出版の翌年を迎えてからである (Keynes 1937abc)。

金融動機の導入

ケインズは1937年に書かれた2本の論文 (Keynes 1937bc) で、『一般理論』で展開された3つの貨幣保有動機 (取引動機, 予備的動機, 投機的動機) に, 第4の「金融動機 *finance motive*」を追加した。金融動機は, デヴィッドソンが再発見するまで (Davidson 1965. なお Davidson 1994, chap. 8 および 2002, chap. 5 も参照), ほとんど知られていなかった。今日に至るまで主流派の理論家はこの動機を無視している。こうした悲喜劇が生まれた事情は, IS-LM分析が生み出された経緯を振り返ればわかる。IS-LM分析の原型を形づくったのはヒックスの論文であるが, それはちょうどケインズが金融動機を案出したのと同時期だったのである (Hicks 1937)¹¹⁾。

ケインズは金融動機を「利子率の流動性理論の笠石 *coping-stone*」と呼んで重視した (Keynes 1937c, p.220)。

「公衆 (企業家的な投資者とは区別される) および銀行の流動性選好が不変であるならば, 今期の事前的な産出高 (それは必ずしも『投資』と表記する必要はない。というのも, 同様のことが, 前もって計画される必要のあるいかなる産出高についてもあてはまるからである) によって必要とされる資金量が, 今期の事後的な産出高によって解放される資金量を資金量を超えるならば, 利子率の上昇をもたらすであろう。また必要とされる資金量の減少は, 利子率の低下を引き起こすであろう。……私はたしかに現実の経済活動の増大が貨幣需要に与える影響は考慮した。しかし私は計画される経済活動の増大の効果を考慮しなかったのである」 (同, p.220)。

ケインズの貨幣理論は, 金融動機の導入によって「実物/貨幣の二分法」を真に克服するものとなりえた。IS-LM分析に即して言えば, IS関数と

11) ヒックスはその後, 1967年に自ら案出したIS-LM分析に不満を表明し (Hicks 1967, p.vii, 邦訳 iii ページ), 1980-81年にはついにこれを撤回した (Hicks 1980-81, p.139)。この衝撃的事実は主流派理論になんらの影響も与えておらず, 現在に至るまで依然としてテキストブックや研究論文はIS-LM分析にもとづいて構成されている。

LM関数は相互に独立に動くのではなく、相互依存的であるということをこれは意味する。たとえば金融動機によって、貨幣市場逼迫の際の「クラウディング・アウト効果」を説明できる。また、不況期における金融過程は、金融動機の導入によって以下のように分析される。

「当然のことながら、もし企業家が生産可能財への需要の低下を予想する場合には、この金融過程は逆の方向に作用するであろう。そのときには、企業の今期の売上金額の一部を年間の運転資金借入を減らすのに用いるであろう。進んで借入債務を増やそうとする他の借り手がいない場合、総貨幣供給量は内生的に減少するであろう」(Davidson 1994, p.136, 邦訳163ページ)。

IV むすびにかえて——インフレ・ターゲットのもたらす危険——

貨幣は将来にたいする不安のバロメーターであり、不確実性にたいする最後の拠りどころを提供する。貨幣需要と貨幣供給は通貨当局のコントロールが及ばない領域で内生的に増減する。こうしたケインズの貨幣理論の理解にもとづけば、インフレ・ターゲットがもたらす危険性も把握できる。

インフレ・ターゲット政策によって宣言されるインフレ率が実現すると人々が予想するとすれば、人々は価値保蔵機能をよりよく果たす代替的な資産に乗り換えるであろう¹²⁾。いわゆる金融ビッグバンの一環として1998年に「外為法」が改正された結果、外為取引が自由化された今日のわが国の環境において(田淵2003aを参照)、そのような代替的な資産として多くの人々が選好するのは、おそらくドル預金であろう(別の選択肢として、金が選好される可能性も高い)。ドル預金の預け先が外国銀行でなく邦銀であっても、銀行は為替リスクをおかせないので、預金をドル資産で運用するであろう。円預

12) この現象を現代の用語では「通貨代替 currency substitution」と呼ぶ。通貨代替については、たとえば Gilton and Roper (1981) を参照。通貨代替は、ケインズの流動性選好の視点から初めて理解される。「[シルヴィオ・ゲゼルが考案したスタンプ付き貨幣制度によって貨幣から]流動性プレミアムが取り去られるとすれば、一連の代用手段(substitutes)——銀行貨幣、要求払いの債務、外国貨幣、宝石、貴金属一般など——が相次いでそれにとって代わるであろう」(Keynes 1936, p.358)。

金からドル預金へのシフトにともなって、日本国債から米国債券へ資金移動が生じる。このような動きが大規模に発生すれば、日本国債の価格は大幅に下落して財政危機が一挙に顕在化するであろう。そうなれば国債に依存している銀行は打撃を受け、信用創造は阻害され、貨幣供給が減少して企業は資金繰りに苦しみ、投資も消費もむしろ減退するだろう。要するに、ラテン・アメリカ諸国で見られたようなインフレと資本逃避の悪循環を招来する危険性が高いのである¹³⁾。

インフレ・ターゲットを提唱する人々は、大恐慌の教訓をこぞって口にし、「清算主義」を舌鋒鋭く攻撃する（たとえば、クルーグマン (Krugman 1998c) は「清算主義」が理論的根拠としたオーストリア学派の景気循環論を「二日酔い理論 Hangover Theory」と揶揄する)。しかしながら、インフレ・ターゲットによる超リフレ政策は、「清算主義」を真に克服するものではない。先行き不透明な時代に貨幣に最後の拠りどころを求めている人々にたいして、インフレーションや円安を仕掛けて最後に残った安全な資産の信認を揺るがすのでは、公衆や企業を脅迫して極度の不安心理に陥れる「清算主義」とたいしてかわりあるまい。人々が安全だと信頼する郵便貯金を「非効率」として切り捨てようとする「構造改革」と同根の思想であろう。

「清算主義」的構造改革が強引にすすめる不良債権処理によって利益を得るのが一部の米国系金融機関（いわゆる“ハゲタカ・ファンド”）だということを、多くの人々が理解するようになった（功労者のひとりには小説家・高杉良氏であろう。たとえば『現代』2002年12月号参照）。しかしながら、わが国の個人資産1,400兆円の何割といった巨大な規模の資金移動が生じうるとすれば、それをもたらす危険性が高いのはむしろインフレ・ターゲットの方ではないか。

もとより米国は1990年代、官・民・学を挙げたたゆまぬ努力によって、世界中の資金がウォール街に一極集中する金融構造を創出することに成功して

13) 小野 (2001) も「危険なのは円と国債の信用を失うこと」として同様の見解を表明している (165ページ)。

きた。

「金融自由化後、膨大な日本の個人資産は、国内の史上最低の低金利のせいもあって、収益性を求めて、海外、とくに米国株式市場に流出し、もっとも運転資金を必要としている日本の企業ももっとも資金繰りに困難を覚えるようになった。金融システムも企業育成のためのものではなくなり、各種通貨ディーリング業務によって、企業金融とは比べものにならないほどの収益をもたらす投資会社への資金提供に銀行が邁進するという姿に変質した。これは、米国のウォール街が米国政府、世銀・IMF、米系コンサルティング会社、米国流教育を受けたエコノミストたちを動員して積極果敢に創出してきたシステムのことには他ならない」(本山2001, 17ページ)。

株価急落、欧州資金の本国還流 (repatriation) によって、5,000億ドルにのぼる米国経常赤字のファイナンス持続に黄信号が灯るようになった昨今の状況のもとでは、そうした努力に拍車がかかるとしても不思議ではない。たとえば、米国を代表する経済学専門誌においても、経常赤字への懸念が表明されるようになってきた。

「米国の経常赤字を縮小する不可避的な長期的調整は次のいずれかによって行われうる。すなわち、一連の出来事による急激な反応か、構造変化と政策設計によるものである。前者のうちもっとも可能性が高いのは、世界の投資家がポートフォリオのうち米国資産の比率をもはや増やさない点に到達し、ドル価値が低下することにより経常赤字を縮小させる主要な均衡化作用を果たすというものである」(Mann 2002, p.149)。

「一連の出来事による急激な反応」を阻止しつつ「構造変化と政策設計」をめざす米国の官・民・学を挙げた取り組みが、すでに開始されていると見る方が現実的であろう。

インフレ・円安予想を煽ってドル資金への逃避を促すことは、ウォール街に投機資金を提供しつつ自国企業を安値で差し出すことに他ならない。わが国の経済システムは、旧大蔵省監督下のメインバンク制という骨格を喪失して「ガバナンスの空白」の状況にある。ウォール街を中心とする投機資金の

循環にいつそう献身する愚だけは避けねばならない。

参考文献

Ahearne, Alan, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier and Steve Kamin (2002), "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s", The Federal Reserve Board, *International Finance Discussion Papers*, 2002-729 (<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/>).

Bernanke, Ben S. (2000), "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?", in Ryoichi Mikitani and Adam S. Posen eds., *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Institute for International Economics, Special Report, 13. (三木谷良一, アダム・S・ポーゼン編, 清水啓典訳『日本の金融危機——米国の経験と日本への教訓——』, 東洋経済新報社, 2001年, 所収)。

—— (2002), "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", remarks by Governor of the Federal Reserve Board before the National Economics Club, November 21 (<http://usembassy.state.gov/tokyo/wwwheco20021122a3.html>).

Bossone, Biagio (2002), "Should Banks Be Narrowed?", *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No.354, October (<http://www.levy.org/index.html>).

Clouse, James, Dale Henderson, Athanasios Orphanides, David Small and Peter Tinsley (2000), "Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate Is Zero", The Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, 2000-51 (<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/>).

Davidson, Paul (1965), "Keynes's Finance Motive", *Oxford Economic Papers*, Vol.17, March 1965, reprinted in John C. Wood ed., *John Maynard Keynes Critical Assessment*, Beckenham: Croom Helm, 1983, Vol.Ⅲ. (花輪俊哉監修, 丹羽昇他訳『ケインズ経済学の再評価』東洋経済新報社, 1980年, 所収)。

—— (1994), *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*, Brookfield, U.S.: Edward Elgar. (ポール・デヴィッドソン著, 渡辺良夫・小山庄三訳『ポスト・ケインズ派のマクロ経済学——21世紀の経済政策の基礎を求めて』多賀出版, 1997年)。

- (2002), *Financial Markets, Money and Real World*, Cheltenham, U.K.: Edward Elgar.
- De Long, J. Bradford (2000), “The Triumph of Montarism?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.14, No.1, Winter.
- Fisher, Irving (1933), “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, Vol.1, No.4, October.
- (1935), *100% Money*, New York: Adelphi Company.
- Gilton, Lance and Don Roper (1981), “Theory and Implications of Currency Substitution”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.13, No.1, February.
- 伯井泰彦 (1996), 「なぜ資本主義は貨幣を管理できないのか——L.Randall Wray の内生的貨幣供給論をめぐって——」『経営と経済』(長崎大学経済学会), 第76巻第2号, 9月。
- Hawtrey, R.G. (1919), *Currency and Credit*, London: Longmans.
- Hicks, John Richard (1937), “Mr.Keynes and the ‘Classics’”, *Economica*, Vol.V, No.2, April, reprinted in Hicks (1967).
- (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press. (J・ヒックス著, 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』東洋経済新報社, 1972年)。
- (1980-1), “IS-LM: An Explanation”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.3.
- Hoover, Herbert (1952), *The Memoirs of Herbert Hoover, Vol.3: The Great Depression 1929-1941*, New York: Macmillan.
- 伊藤隆俊 (2001), 『インフレ・ターゲティング』日本経済新聞社。
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*; Vol.VII of *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London and Basingstoke: Macmillan, 1973. (塩野谷祐一訳『ケインズ全集第7巻 雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年)。
- (1937a), “The General Theory of Employment”, *Quarterly Journal of Economics*, 51, February; reprinted in Vol.XIV of *The Collected Writings of John Maynard Keynes*.
- (1937b), “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *The Economic Journal*, 47, June; reprinted in Vol.XIV of *The Collected Writings of John Maynard Keynes*.
- (1937c), “‘The Ex-Ante’ Theory of the Rate of Interest”, *The Economic Journal*, 47,

December; reprinted in Vol.XIV of *The Collected Writings of John Maynard Keynes*.

小島専孝 (1995), 「ミンスキー, フィッシャー, ホートリー——債務, 貨幣, 景気循環——」, 青木達彦編『金融脆弱性と不安定性——バブルの金融ダイナミズム——』日本経済評論社, 所収。

Koskoff, David E. (1978), *The Mellons: The Chronicle of America's Richest Family*, New York: Crowell.

Krugman, Paul (1998a), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

—— (1998b), "Japan: Still Trapped", Paul Krugman's Home Page (<http://web.mit.edu/krugman/www/>). (P・クルーグマン著, 中岡望訳『恐慌の罠——なぜ政策を間違えつづけるのか——』中央公論新社, 2002年, 所収)。

—— (1998c), "The Hangover Theory: Are Recessions the Inevitable Payback for Good Times?" (<http://web.mit.edu/krugman/www/>).

Mann, Catherine L. (2002), "Perspectives on the U.S. Current Deficit and Sustainability", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.16, No.3, Summer.

本山美彦 (2001), 「流動性としての貨幣——貨幣中立論批判——」『経済論叢』第168巻第2号, 8月。

—— (2002), 「中世西ヨーロッパの内生的貨幣」『経営と経済』(長崎大学経済学部) 第82巻第1号, 6月。

日本銀行企画室 (2000), 「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」『日本銀行調査月報』, 6月。

小野善康 (2001), 『誤解だらけの構造改革』日本経済新聞社。

Schumpeter, Joseph (1934), "Depressions", in Douglas Brown *et.al.*, *The Economics of the Recovery Program*, New York: Da Capo Press.

Svensson, Lars E.O. (2001), "The Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap: Is It Really, and Can It Help Japan?", The Frank D.Graham Memorial Lecture, Princeton University, April (<http://www.princeton.edu/~svensson/>).

田淵太一 (1994), 「貨幣と不確実性——J・M・ケインズの貨幣観——」, 本山美彦編著

『貨幣論の再発見』三嶺書房，所収。

—— (2003a)，「外国為替取引と為替政策」，尾上修悟編著『新版 国際金融論』ミネルヴァ書房 (近刊)，第2章，所収。

—— (2003b)，「フーヴァー政権の教訓」 *Int'lecowk* (国際経済労働研究所)，3月。

竹森俊平 (2002)，『経済論戦は甦る』東洋経済新報社。

Wallace, Neil (1996), "Narrow Banking Meets the Diamond-Dybvig Model", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 20, No.1, Winter
(<http://woodrow.mpls.frb.fed.us/>).