

<書評> Adair Turner [2016] Between Debt and the Devil

Watabe, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / 経済志林

(巻 / Volume)

84

(号 / Number)

1・2

(開始ページ / Start Page)

165

(終了ページ / End Page)

181

(発行年 / Year)

2016-09-27

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00013332>

【書評】

Adair Turner [2016] *Between Debt and the Devil* (Princeton University Press)

渡部 亮

本書は、金融危機の再発防止策および政府債務の削減策といった観点から、ヘリコプターマネーと100%の預金準備率の組合せを提案する。ヘリコプターマネーはミルトン・フリードマンの命名とされるが、無秩序な貨幣散布を意味するものではない。これは、1930年代の大不況下の米国で「シカゴ計画 (The Chicago Plan)」と呼ばれたスキームを起源とし、100%の預金準備率と組み合わせたり、一回限りの発行に限定したりするなど、一定のルールに基づいた政府発行貨幣を意味する^(註1)。著者自身が自認しているわけではないが、これは貨幣原理主義 (money fundamentalism) と呼ばれる考え方に近く、民間金融の抑圧 (financial repression) や、銀行を公益事業として社会資本化 (非株式会社化) するアイデアにも通じる。

著者のアデア・ターナーは、2008年から2013年まで英国金融サービス機構 (FSA) 長官を務め、その間2009年3月にマクロプルーデンス政策の重要性を説く「ターナー・レビュー」をまとめて有名になった。現在は英国議会上院 (House of Lords) 議員を務める。

本書のタイトル *Between Debt and the Devil* は、ゲーテ作「ファウスト」の中で、悪魔 (devil) の死者メフィストフェレスが皇帝をそそのかして政府貨幣をばらまかせたことにちなむ。ヘリコプターマネー (政府発行貨幣) は劇薬だから、その使い方を間違えると危険である。しかし一方、民間銀行による貨幣 (預金通貨) 発行に任せるのも危険である。なぜなら預金通

貨は銀行信用によって創出され、非銀行部門の負債（debt）急増を随伴するからである。負債急増の危険性は、リーマンショックやユーロ圏債務危機によって明らかになった。そこで今やdebt（銀行信用による貨幣発行）とdevil（政府による貨幣発行）のバランスを、debt から devil のほうに傾けて窮状を打開すべきだと著者は論じる。

I. 金融危機の本質

リーマンショックやユーロ圏債務危機後の大景気後退（Great Recession）や長期停滞（Secular Stagnation）は、戦争などの政治的混乱や過激な労働組合運動によって引き起こされたのではなく、資産バブルとそれを支えた負債（銀行信用）の急増、およびバブル崩壊と不良債権の累増が原因であった。負債急増の背後では、銀行経営者の高額報酬やトレーダーの不正行為といった事態も進行したが、それらが金融危機の直接的原因であったとはいえない。1930年代の大恐慌の原因が、1920年代の米国金融界の不正乱脈だけではなかったのと同様である。

またリーマンショック後の規制強化に関しても、「大きすぎて潰せない銀行」の存在排除に力点が置かれたが、それだけでは不十分である。実際米国のドッド・フランク法は、納税者負担による銀行救済防止が大きな目的とされたが、米国の場合、リーマンショック後に政府や中央銀行が投入した公的資金は、概ね回収されており、納税者の直接的な負担は、結果的には大きくなかった。むしろ大景気後退によって、国民所得や生産性が危機以前のトレンドから下方屈折し、中位および下位所得者の生活水準が大幅に低下したことのほうが問題である。

金融業者の不正行為の防止や「大きすぎて潰せない銀行」の存在排除だけでは、負債の増加による金融市場の不安定性を完全には除去できない。負債増は、個人の責任というよりも、金融制度そのものに内在する問題である。根本的な問題は、現在の金融制度が負債の自己増殖を助長すること

にある。しかもその負債資金は、生産設備やインフラ開発などの実物投資に充当されるのではなく、不動産や複雑な仕組みの証券のような資産投資に利用される。

貨幣は市場経済の潤滑油であり、貨幣が存在しなければ市場経済は機能しない。その貨幣を、預金通貨という形で発行するのが銀行であり、銀行は、資金仲介だけでなく、流動性供給（貨幣発行）およびそれを使った決済を業務とする。もちろん銀行による資金仲介が存在しなければ、一部の資本家ないしは政府にしか事業活動ができなくなり、新興企業による革新の余地もなくなるであろう。しかしながら金融規制緩和による銀行行動の自由化は、信用創造による貨幣の過剰発行によって資産バブルを引き起こし、その後のバブル崩壊が経済全体を危機に追い込んだ。そして支払い能力を喪失した家計など借り手の負債劣化（銀行にとっての不良債権問題）を引き起こし、景気回復をほとんど不可能にした。

つまり負債金融による資産投資が問題なのだが、個々の銀行から見れば、負債金融（信用供与）は合理的な利益追求である。しかし質の悪い借り手への融資は、不良債権となって経済全体に公害のような悪影響（外部不経済）を及ぼす。このことは、個々人からすれば合理的な行動である冷暖房や自動車の利用が、環境劣化という公害を引き起こすのと似ている。負債公害は、環境公害同様、公共政策によって未然に防がなければならない。これが著者の判断である。

II. 負債増加の実態とその論理

第二次世界大戦後、特に1980年代からリーマンショック（2008年）が起きるまでの期間、実物経済の規模（GDP）に比較して、負債総額でみた金融経済の規模が急拡大した。米国の場合、過去約50年間、民間非金融部門の負債総額のGDPに対する比率は3倍に増加した。2008年までの20年間に限ってみれば、負債は年率10～15%のスピードで増加し、名目GDPの成長

率5%を大幅にうまわった。

同様に株式市場の出来高のGDPに対する比率、為替取引高の貿易額に対する比率、商品取引高の商品生産額に対する比率、対外資本取引の国内設備投資に対する比率なども急上昇した。融資債権の証券化や派生商品取引も急増した。

金融業の発達や負債の増加は経済成長を支えるうえで不可欠と考えられるようになり、金融取引や金融革新も、経済全体にとって好ましいものと考えられた。金融危機が起きるまでは、経済学者、金融規制監督当局、中央銀行などが警鐘を発することはほとんどなかった。

規制緩和された流動的な金融市場は、資本の効率的配分を可能とし、実物経済の生産性を向上させると想定された。金融革新が、家計や企業への信用供与（負債対GDP比率の上昇）を通じて経済成長を促進するとともに、経済効率を高めると考えられた。

実際リーマンショックが起きるまでは、大安定（Great moderation）と呼ばれる低金利下の安定成長が続いた。金融取引の複雑化によって醸成される不安定性は、洗練されたリスク管理によって除去され、OTD（Originate to Distribute）業務が、広範な投資家へのリスク分散を可能にすると考えられた。OTD業務とは、銀行が融資債権を証券化して投資家（その中には別の銀行も含まれる）に販売し、当該貸し手銀行の貸借対照表の資産から削除する。いわば金融版製販一体業務である。

しかしリーマンショックによって大安定は大景気後退（Great Recession）へと転落し、住宅ローンの返済が滞って持ち家を差し押さえられ、失業に苦しむ人々が続出した。米国だけでなく欧州でも同様なことが起き、南欧諸国では失業率が25%近くに上昇した。英国やアイルランドのように労働市場が柔軟で、比較的早い段階に賃金が大幅低下した国では雇用が回復したが、それでも政府債務が急増した結果、財政赤字削減を目的とする緊縮的財政政策が実施され、その負担が国民経済全体に及んだ。

著者によれば、すべての金融市場が多少なりとも不完全であり、非合理

的熱狂と落胆を繰り返す。需給によって決まる金融商品の市場価格は、ファンダメンタル価値によって決まる均衡価格から乖離するので、非効率的で不適正な資本配分をもたらす。金融市場の完全性は実証的に証明されたわけではなく、論理の整合性に力点を置いた仮説であり、完全性を追求することは徒労だという。また金融取引は多ければ多いほど大きな便益をもたらすとはいえ、市場の自主規制に任せる「軽いタッチの金融規制」にも問題がある。民間銀行の自主規制に任せるには、金融問題は深刻すぎるともいえる。

Ⅲ. 銀行融資急増の背景

負債増加は銀行の積極的な投融資（信用供与）によるものだったが、その背景では、三つの事態が進行した。第一は不動産など資産投資の活発化である。第二は所得格差の拡大である。高所得層の家計は消費性向が低いので、その貯蓄が銀行を通じて低所得層の家計に貸し出され、そうした貸出（家計の負債増加）によって低所得層の消費が支弁された。第三は国際収支の不均衡である。米英や南欧諸国の景気拡大および経常収支赤字は、中国や日独からの資本還流（赤字国の対外負債増加）によって支えられていた。つまり資産投資向け、低所得者向け、赤字国向け投融資が経済成長を支えた。しかしこれらの投融資は、キャッシュフローを生み出す生産的投資に向けられたわけではなかったから、最後には元利金返済が不能となり、債務危機を招いた。

こうした事態は、リーマンショックやユーロ圏債務危機によって一度精算されたが、その後、今度は中国を始めとする新興国や資源開発企業が、銀行信用の新たな借り手となって、同様な負債増加の道を歩んだ。株式会社である銀行が高収益を追求するかぎり、こうした負債増加の構図は変わらない。日欧のマイナス金利政策も、それが銀行収益を圧迫すれば、利益回復のためのあらたな信用創造と負債増加を強制しかねない。

それでは金融危機の原因である負債増加が起きる理由は何か？それを見据えるには、まず固定利息を払うという負債契約の特殊性と、信用供給によって貨幣（預金通貨）を創出する銀行業の特異性を理解する必要がある。

アリストテレスを始めとする古代の哲学者やイスラム教などの宗教は、銀行業が内在的に高利貸の要素を持っているとして、負債金融や金貸しを禁止した。すなわち銀行は、信用リスク（貸倒れのリスク）をとって貸出を行い、その信用リスクの対価として貸出金利を受け取る。一方預金者は流動性（現金）を犠牲にして銀行に資金を提供するが、その流動性の対価として銀行は預金者に預金金利を支払う。貸出金利と預金金利の差（預貸金利鞘）は、銀行が満期変換によって稼得する利益だが、往々にして銀行は、預貸金利鞘を適正な利幅以上に拡大して儲けようとする。いわゆるレント稼ぎである。

借り手は負債を利用して事業や投資プロジェクトを実行するが、かりにそれが天災や伝染病のような不可抗力によって失敗したとしても、借り手は元利金を支払わなければならない。元利金の支払いが滞り、債務不履行に陥った場合、古代の借り手は、体罰や終身労働で負債を贖わざるを得なかった。しかし、それではあまりにも残酷なので、メソポタミアやギリシャでは、そうした災厄の歴史を教訓として、高利貸の禁止や徳政令を実施した。本書には記述がないが、古代の宗教は25年、50年、100年といった周期で徳政令を施した。キリスト教のjubilee（記念祭特赦）がそれにあたる。この当時の自由は、負債からの解放を意味したのである。

ところが経済学者は、負債金融が資本増殖に貢献するとして称賛してきた。たしかに利子を生む負債金融は、広範な貯蓄者の資金を動員することによって、鉄道や工場の建設を可能にした。しかし固定利子を支払うという負債契約（融資契約）は、貯蓄資金の動員による過剰な負債を生み、経済の不安定性を高めた。負債の過剰増殖は、近代になってから民間銀行の存在によって助長された。というのも、民間銀行は単に既存の貯蓄資金（預金）を投融資向けに仲介するだけでなく、みずから能動的な信用創造によ

って貨幣（預金通貨）を創出することができるからである^(注2)。

貨幣は購買力を生むのだが、その購買力の多くは、生産設備への新規投資に充当されるのではなく、消費や不動産投資など既存の物財への支出に充当される。特に問題なのは、供給制約が存在する都市部の不動産に対して、銀行信用がほぼ無限の購買力（貨幣）を提供することである。著者によれば、この需給の非対称性を制御することを公共政策の目的とすべきである。換言すれば、家計や非金融企業の負債削減だけでは問題解決にはならない。銀行の信用創造の仕組みや不動産の供給制約にもメスを入れなければならない。

公共政策の観点からは、たとえば資本取引税によって過度の金融取引を規制すべきである。しかし金融市場が不安定だという理由だけで、金融規制強化が容認されてよいわけでもない。金融市場は、情報通信技術やバイオ関連の新興企業へのリスク資本の配分といった前向きな役割も担うからである。また政府が税収増によって得た資金を裁量的に割り当てることで、資本の最適配分を保証するわけでもない。

V. 「シカゴ計画」

こうしたジレンマを解決する方法はないのか？この問いは「銀行の信用創造に依存しない安定的な金融による経済成長の道はないのか？」という問いと同義である。これに対して著者は、株式会社としての銀行が利益追求を目指すかぎり、いかに清廉潔白で有能な経営者が銀行を経営しても、「負債公害」を回避できないとする。不正行為の取締りやリスク管理強化、銀行経営の健全性監督や自己資本比率引上げは必要だが、それだけでは不十分だという。総合金融業のように多数の利害関係者が存在し、それぞれが相反した目的を追求するような複雑な組織では、株主利益と経営者報酬を優先的に追求する株式会社制度は、不適合かもしれない。

また中央銀行がインフレ目標値を達成しても、資産バブルを回避できる

保証はない。実際、一連の国際金融危機以前にはインフレ率が安定していたが、それにもかかわらず資産バブルが起きた。設備投資などの物的投資が貯蓄を下回り、金利が低下したため、低金利を利用した資産投資が行われてバブルが発生したからである。

量的金融緩和政策も、それが銀行信用の拡大を意図するものであれば、矛盾が生じる。なぜなら、先進工業国の場合、在来の製造業が新興国によって席卷され、ハイテク企業は株式発行などにより直接資金を調達するので、銀行信用が向かう先は不動産や消費者向けローンに限定されるからである。また金融緩和政策は、それが為替相場の軟化による輸出増を意図するのであれば、近隣窮乏化策として「通貨戦争」の非難を受ける。

ここで著者は、1920～30年代の経済混乱期に生きたアーヴィング・フィッシャーやヘンリー・シモンズのような経済学者の意見（前述のシカゴ計画）に耳を傾けるべきだとする。彼らは、部分準備制度が資産バブルや金融不安定化の元凶であって、預金に対する所要準備率を100%にして信用創造を否認すべきだと考えた。その場合、銀行の役割は貯蓄資金の保管者（custodian）および決済機能の提供者に留まる。貯蓄者と投資者の間の資金仲介は、信用創造や貨幣発行（購買力創出）を行わない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購買力となって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（銀行の投融资に伴う信用リスクが流動性リスクを引き起こす問題）も回避できる。現在の貨幣制度では、銀行信用（credit）によって預金通貨（money）という銀行負債（debt）を発行するが、この制度のもとでは、銀行の積極的与信行為（信用創造）が貨幣増発を可能にし、資産バブルやその崩壊に及ぶことを避けられない。

100%の準備率に加えて、支払い利子の損金算入を認める現行の法人税制を改正し、株式資本と負債との税制上の扱いを中立的にすべきだと著者は論じる。そして不動産投資の金融は、民間銀行の自由に任せるのではなく、

公的な制約を課すべきだという。たとえば不動産向け貸出額と不動産価額との上限比率（LTV）や、貸出額と借り手の所得との上限比率（LTI）を設定する形で、融資規制を行うべきだという。さらには金融取引税を導入したり、国際資本移動にも制限を課したりすべきだとする。こうした方策に対しては、それが市場競争や経済成長を損なうという議論も存在するが、そうした議論に与してはならない。金融市場は元来不完全であり、野放図な信用創造は安定的な経済成長を阻害するからである。

Ⅵ. ヘリコプターマネー

信用創造を民間銀行に任せるべきではないという意味で、著者の主張は金融抑圧（financial repression）にも通じる。金融を抑圧した場合、総需要回復のための政策処方箋は何か？その答えとして著者が提唱するのは、政府貨幣の発行、すなわち俗にいうヘリコプターマネー論である。

ヘリコプターマネーの発行は、具体的に次のような手順を踏む。まず政府が、国民一人一人の預金口座（民間銀行口座）に一定金額を振り込む形で政府貨幣を無償交付する。それと同時に、政府は中央銀行引き受けによってゼロ金利の永久国債を発行する。会計上の仕訳は、中央銀行の貸借対照表の借方にゼロ金利の永久国債、貸方に民間銀行の準備預金（無利子）が記帳され、民間銀行の貸借対照表の借方に無利子の準備預金（中央銀行預け金）、貸方に国民の預金が記帳される。国民の預金口座に振り込まれた財政資金（ヘリコプターマネー）は、家計消費などに使用されるが、銀行は預金の引き落としと支払い先の預金口座への振替という決済業務だけを行う。

ヘリコプターマネー交付による預金増加分は、その全額が準備預金として中央銀行に預けられるので、資産投資が活発化して所得格差が拡大するといった心配をしなくても済む。部分準備制度のもとでは、銀行による積極的な信用創造によって、資産バブルが発生する可能性がある。それを回避するために、政府発行貨幣は100%の預金準備率と組み合わせるのが整

合的である^(注3)。この場合、マネーサプライとマネタリーベースは一致するので、マネーサプライのコントロールも容易になる。つまり一定のルールに基づく政府貨幣発行は、貨幣と信用を政府が一元的に管理することを意味する。

ヘリコプターマネーは、既往の過剰政府債務（既発国債）の解決策ともなる。すなわち、既発国債を政府発行貨幣によって借り換えれば、あらたな信用創造を行うことなく政府債務を削減できる。具体的には、銀行保有国債を政府発行貨幣によって買い戻し、その分銀行の準備預金（中央銀行預け金）を積み上げる。銀行保有国債と政府貨幣の交換でもあり、民間銀行の資産勘定にあった国債が無利子の準備預金に置き換わる。政府発行貨幣は政府の負債というよりも、エクイティ（株式）に近い性格を持つ。つまりデット・エクイティ・スワップによる政府債務の解消ともいえる。

一見すると、これは銀行株主に損失を与えかねないようだが、従来から銀行の株主は利益を得ていなかった。実際、英国のバークレーズや米国のシティグループの2016年現在の株価は、1990年代前半の株価水準に逆戻りしている。配当金を別とすれば、銀行の株主はほとんど報いられなかったのである。とすれば、むしろ政府貨幣を使った決済業務で、銀行が安定的な収益をあげるほうが、銀行の株主にとっても得策ということになるであろう。

VII. 日本経済への示唆

従来の政策対応は、民間部門と政府部門および先進国と新興国との間で、既往の負債をつけ回していたに過ぎない。量的金融緩和政策やマイナス金利政策も、負債総額の増加を招くだけのことになりかねない。さりとて債権放棄や債務破棄による強引な負債削減は政治的に困難である。しかしこのままだと、巨額の政府債務と低成長が併存する状況から脱することはむずかしい。日本のように政府債務（国債発行残高）が巨大化した国で、歳

出削減や増税によって基礎的財政収支を黒字にしながら、それと同時に持続的成長を実現することは不可能だと著者は断ずる^(註4)。

ところが皮肉なことに、日本では期せずしてヘリコプターマネーと高率の準備預金の組合せが実現しつつある。赤字国債の中央銀行引受けに近い状況が続く一方で、民間資金需要は弱いので、銀行の準備預金（日銀預け金）が積み上がっている。これは実質的には財政赤字（政府の負債）の貨幣化と同じだと著者はいう^(註5)。すなわち満期を迎えた既発債はほぼ継続的に借換えが行われ、しかも国債の利子率はほぼゼロだから、国債費は十分に弁済可能だとみなされる。したがってゼロ金利の永久国債が発行されるのと同じ状況が進行している。そしてゼロ金利の永久国債という負債は、政府発行貨幣と変わらない。

ヘリコプターマネーのメリットは、前述のように取付け騒ぎやシステムックリスクを防止できることに加えて、通常の減税と違ってリカードの等価定理を回避できることである。なぜなら、政府発行貨幣が無利子の永久国債と同じだとすれば、将来増税によって財政赤字を解消するといった予想が納税者の間に生まれずに済むので、国民への資金配布は消費に使用されるからである。第三のメリットは、通常の金融緩和と違って、民間銀行の資金仲介の目詰まりといった問題を気にしなくてすむことである。民間銀行の資金仲介による資金供給は、企業や家計の資金需要が弱いと効果が少ない半面、資金需要が強すぎると資産バブルを引き起こすおそれがある。

過去において政府発行貨幣の成功例は、中央銀行の国債引受けといった間接的な例も含めると、米国内戦時代の北軍（the Union）の紙幣発行や高橋是清の財政政策がある。一方失敗例は、南軍（the Confederacy）やワイマール共和国、ジンバブエなどである^(註6)。政府貨幣の発行は一回限りとするか、かりに継続するとすれば、一定のルールや制約に基づいて発行するのが成功の鍵である。一定のルールとは、初期時点で貨幣供給残高が名目GDPと同額であったとして、例えば名目GDPを年率4%で成長させ

る場合、GDP比で4%分の財政支出を毎年政府発行貨幣によって賄う。ルールを設定しないと、この4%に歯止め掛からず次第に増加する恐れがある。財政政策当局と金融政策当局との間でルールを取り決めたり、法制化したりすることは、大規模な量的緩和政策が一定のルールに基づいて実施されたことに鑑みれば、著者は十分に可能だという^(注7)。

金融危機以前には、政府貨幣がタブー視される一方で、民間銀行による信用創造が野放しに行われた。現在は、民間信用創造を抑制し、政府発行貨幣を有効活用する時期である。民間信用創造と政府発行貨幣は代替関係にあるが、前者が資産バブルと金融危機を招いたことを教訓にすれば、今後は政府発行貨幣を試みるべきである。

VIII. 政府発行貨幣の再興による公共投資

貨幣の真髄は信用であり、最初のうちは政府の信用が、次いで民間銀行の信用が市場経済のアンカーとなった。その信用貨幣が過剰に発行されて信用が毀損したのがリーマンショックやユーロ圏債務危機であった。そして著者によれば、金融危機の後遺症である低成長と負債累増を打開する方法が、政府発行貨幣の再興ということになる。資産バブルとその崩壊の繰り返しを回避するためには、銀行信用を制限することが必要だが、それだけだと総需要が低迷して長期停滞に陥る。資産バブルを回避し、なおかつ長期停滞を打開する方法が、ヘリコプターマネー（政府発行貨幣）による財政支出拡大、特に社会インフラ投資ということになる。

日本だけでなく、現代の世界経済は需要不足による長期停滞の状況に陥っている。高齢化に伴って消費需要は低迷するし、情報通信技術の発達によって資本財の相対価格が低下するので、設備投資需要も増加しない。そのため実質金利は低位に安定している。通常の物財であれば、価格がゼロになると供給は止まるが、貯蓄資金は金利がゼロでも供給が続く。また情報財も、ほとんど無料に近い低価格で供給される。実物的な経済活動によ

る付加価値は増加せず、巨額の低金利資金が不動産や金融資産への投資に向かい、資産バブルとその崩壊が繰り返される。

そこで政府発行貨幣によって公共投資を実施したらどうかというのが著者の主張である。政府の負債は増加するが、民間部門の負債が増加して不必要な資産バブルを起こすよりは好ましい。民間の資本市場ではファイナンスができないような社会インフラ開発プロジェクトを、政府発行貨幣によって賄う。それによって総需要が増加するわけだから、民間債務が増えてバブルとその崩壊を繰り返すよりましである。政府発行貨幣を資金源とするので、クラウディングアウトは起きないし、リカードの等価定理を心配する必要もない。資産投資だけが活発化し、挙句の果てにバブル崩壊によって経済が低迷するよりも、政府債務を増やして総需要を喚起したほうが良いというわけである。

公共投資による流動性の罍からの脱却を提唱したケインズは、公共投資をどうやってファイナンスするかに関しては不明確であった^(註8)。流動性の罍とは、利子率がゼロに近くなると、利子率に対する現金需要の弾力性が無限大になる状況をいう。この状況では、実物資産を裏付けとする証券への投資は、ダウンサイド（値下がり）のリスクばかりが大きくなるので「現金が王様」となり、現金以外の資産に対する投資が増えない。したがって総需要も盛り上がらない。こうした長期停滞の状況を打開する方策が、政府発行貨幣を使った大規模なインフラ投資である。

本書では、ケインズ政策とシカゴ計画を組み合わせるという意表を突いた構想を打ち出した点が興味深い。これが政治的に実現可能かどうかは、国民や、その意見を代弁する政権担当者の危機感や切迫感によって決まるという。

Ⅷ. 異次元の政策の時代背景

以下では、本書に対する評者の感想を付け加える。マイナス金利やヘリコプターマネーといった異次元政策は、未曾有の金融危機や長期の景気低

迷、所得格差拡大などによって、従来の経済学や経済政策が再検討を迫られたことを反映する。

1990年代から2000年代にかけて、大安定（Great Moderation）と呼ばれる時期が続き、経済学者も政策担当者も穏やかな時代を経験した。金融政策の独立性を確立した中央銀行が、インフレ目標値の実現に専念すれば、実物経済も金融経済もともに安定すると考えられた。ミクロの金融市場では精巧な財務理論が提唱され、資産市場の変動は市場メカニズムによって自動調節されると想定された。

この時代に金融業が隆盛を極め、金融機関が家計、企業、政府、外国と並ぶ第五の部門として台頭し、独自の利益をあげて経済成長を牽引するようになった。米国商務省経済分析局によれば、2015年の国内総生産に占める金融業（保険業を含む）の生産額の構成比は7.1%であった^(注9)。家計は、労働者として非金融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し、また企業も、設備投資資金調達よりも、資産投資や自社株買いのための資金調達によって銀行収益に寄与するようになった。

フィナンシャルイノベーションと呼ばれるこの現象は、金融危機の続発によって大きく覆された。欧米の大銀行が経営破綻寸前に迫いやられ、株価も大きく下落した。経済学の再構築が叫ばれるに至り、ジョージ・ソロスが資金を拠出して Institute for New Economic Thinking のようなシンクタンクも創設された。著者のターナーは、そこの理事長も務めている。

異次元の政策が声高に叫ばれるようになったのは、こうした時代背景を反映するものである。量的金融緩和やマイナス金利が導入された現在、再度金融危機や大不況に見舞われれば、ヘリコプターマネーの実現可能性が高まるかもしれない。2016年4月23日付けのロンドン・エコノミスト誌は、ヘリコプターマネーの実施が政治的な合意を待つ段階にあると論評している。また英国労働党党首のジェレミー・コービンも、ヘリコプターマネーは「人民のための量的緩和（People's QE）だ」と述べている。

しかしいくつかの疑問も残る。第一に、政府貨幣の増発は一定の法的ルールに基づいて行われ、インフレの心配はないと本書の著者は論じるが、石油危機のような外生的サプライショックによって物価が上昇した場合に、政府発行貨幣を含む政府債務の価値下落を食い止めることができるかという疑問である。第二には、前記の VI. で述べたデット・エクイティ・スワップによる政府債務の解消という発想が、18世紀初頭のフランスでジョン・ローが企図したミシシッピ会社の構想に通じる懸念がある。そして第三に、もっと大きな問題は、政府発行貨幣が民間経済への政府介入を意味し、専制的ないし統制的な政権の出現を可能にするのではないかという疑問である。レーガン大統領は「政府は解決策ではなく、問題そのものだ」と述べたとされる。現下の状況は「銀行は解決策ではなく、問題そのものだ」といえるかもしれない。しかし、だからといって再び政府が解決策を講じるのは、レーガンの警句を無視するものであろう。

資本主義は多数の人々の生活水準を高める半面、企業経営者の血気や行き過ぎた利益追求が資産バブルや格差問題を引き起こすといった二律背反的性格を持っている。近年後者の問題が目立つようになったが、だからといって政府統制によって資本主義の原動力を損なってしまっては元も子もない。バランスのよい経済運営によって二律背反のジレンマを脱却するには、民間経済活動を適正に管理する手法を編み出す以外の方策はないであろう。

その点でヒントになるのは、イングランド銀行前総裁マービン・キングの近著である^(註10)。すでに述べたように、ヘリコプターマネーは、政府貨幣の発行によって決済業務と資金仲介業務を分離する。それは、預金のような銀行の流動負債を準備預金のような流動資産で運用することを意味し、ナローバンキングにも相当する。リスク資産投資は、銀行が長期負債と自己資本で賄うか、ノンバンク（非銀行金融機関）に任せる。しかしそれではあまりにも極端なので、いわば第三の道を模索するのがキングの論考である。

具体的には、まず最後の貸し手としての中央銀行の存在がモラルハザードを起こすといった問題を防止するために、中銀からの借り入れの際の担保資産に明確なヘアカットルール（掛け目）を設定する。いわば中央銀行が質屋になって、銀行の錬金術（キングの著書の題名の由来）に課税するのである。なお錬金術とは、銀行には支払い能力があるという信頼感をもとに預金を集め、その預金を原資として、銀行がリスク資産に投資して利益をあげることを意味する。これは「信用の罫」とも呼ばれる。そして従来の制度のもとでは、投資先のリスクが顕在化した場合には、中央銀行が最後の貸し手として救済の手を差しのべるといった期待が存在したので、モラルハザードが起きやすかった。そのモラルハザードを防止する方法は、極論すると100%準備率か、高率の自己資本比率しかないわけだが、キングの提案はその中間を探るわけである。

(注1)「シカゴ計画」に関しては、次の文献を参照した。J. Benes and M. Kumhof, 'The Chicago Plan revisited', *IMF Working Paper* August 2012

(注2) メンガーやジェヴォンズのような新古典派経済学の始祖たちは、物々交換の前提となる欲望の二重一致が実現困難なために、貝や希少金属などの物品貨幣が使用されるようになったと論じた。それに対して David Graeber [2011] *Debt: The First 5000 Years* や Felix Martin [2011] *Money: An Unauthorised Biography* は、貨幣の起源が負債であると論じた。貨幣が負債であるとすれば、一定のルールに基づいて発行される政府貨幣のほうが、銀行の信用創造に任せる預金通貨よりも、安定的ということになる。

(注3) ヘリコプターマネーは、マイナス所得税を赤字国債で賄い、その国債を中央銀行が引き受けるのと似ている。マイナス所得税は、普遍的基礎所得 (universal basic income : UBI) と呼ばれ、社会保障の代替補完手段として広く知られている。今後ロボットが低技能労働を代行するとすれば、マイナス所得税は需要を喚起するための有力な財政政策手段となるかもしれない。

(注4) IMFの推計では、日本の基礎的財政収支（赤字）のGDP比は、2014年に7.1%であったが、2015年には5.7%に低下した。

(注5) 本書第7章の注20を参照。

(注6) 本書第7章の注13によれば、ワイマール共和国のハイパーインフレの発端は、単純な財政赤字の貨幣化であったが、次第に民間銀行の非金融部門向け信用供与を、中央銀行（ライヒスバンク）がリファイナンスする形で引き受け、信用膨張に陥った。また本書とは別の文献だが、Kabir Sahgal [2015] *Coined* (John Murray)によれば、北軍（the Union）の紙幣は、1862年法貨法（The Legal Tender Act of 1862）に基づき発行され、緑色のインクを使用して印刷されたのでGreenbackと呼ばれるようになった（同書のp.p.148～150）。

(注7) 著者によれば、ユーロ圏では財政主権が共有されていないので、ルール作りは困難だ。実際、均衡財政や政府債務のGDP比に関する協定も守られていないし、高債務国の救済は、モラルハザードを起こす可能性もある。このことはユーロ圏経済の回復がむずかしいことを示す（本書の第15章、234～236ページを参照）。

(注8) 本書第7章の注20を参照。

(注9) 金融の生産額は「間接的に推計された金融仲介サービス」（FISIM : financial intermediation services indirectly measured）と呼ばれる方法で推計されるため、相当に過大評価されている可能性もある。この点に関しては、Diane Coyle [2014] *GDP --- A Brief But Affectionate History*を参照されたい。ちなみに米国労働省の就業者数統計によると、金融業の就業者数は、2015年現在で全体の6.7%に相当する。金融業従業者の単位時間当たり報酬は、全米平均の1.2倍であったから、報酬総額の構成比で見れば、金融業は全産業の総報酬の約8%程度を占めることになる。GDPおよび雇用統計の出所は以下のとおりである。

http://www.bea.gov/industry/gdpyind_data.htm

<http://www.bls.gov/cps/cpsaat18b.htm>

(注10) Mervyn King [2016] *The End of Alchemy* (Little Brown)