

世界経済の三重苦と現代貨幣理論

渡 部 亮

〈目次〉

はじめに

- I. 経済成長率低迷とその打開策
- II. 財政金融政策の創造的破壊
- III. 貨幣論の歴史的展開
- IV. 将来の構想

はじめに

現在の世界経済は三重苦 (trilemma) の状況にある。三重苦とは①低い経済成長率, ②負債の累増, ③所得格差の拡大であり, しかもそれらは相互に連鎖して相乗的な増幅作用を起こしている。この三重苦の背後には継続的な金融緩和政策があると考えられる。というのは, 2008~09年の大金融危機 (リーマンショック) 後に世界経済は大景気後退に陥り, 景気回復のために低金利政策や量的緩和政策が実施されたのだが, そうした金融緩和政策が負債増加とリスク資産 (株式や不動産など) の価格高騰を引き起こしたと考えられるからである。

リスク資産の価格高騰は, 資産保有者と非保有者の間で所得格差を拡大させたが, 高所得者層 (資産保有者層) の消費性向は概して低いので経済全体としては総需要が増加せず, 低成長の一因となっている。逆に消費性

向の高い低所得者層の所得は増加しないので、負債（借入れ）によって消費を維持するしかない。また政府は低成長を打開するために国債を増発して財政支出を拡大させたが、そのことも継続的な負債増加をもたらした。企業も負債によって調達した資金を利用して自社株買いや企業買収を行った。それによって一株当たり利益が増加し株価が上昇すれば、株主（資産保有者）の所得が増加して所得格差が拡大する。

こうして低成長を打開するための金融緩和政策が所得格差拡大と負債増加を引き起こし、それによって低成長を加速するという悪循環に陥った。そうした意味で世界経済の三重苦は、民間需要喚起によって経済成長率を高めようとした金融緩和政策の副作用でもある。

この三重苦を打開するために「現代貨幣理論 (Modern Monetary Theory: MMT)」に基づく財政金融政策が提唱されている。それは単に財政支出増による総需要拡大だけでなく、社会インフラ投資など供給サイドの基盤強化や所得再分配を目指す政策である。また現代貨幣理論は、政府が貨幣発行によって金融の不安定性を軽減することを狙うが、かりにそれが実行されれば、民間銀行業務にも多大の影響が及ぶであろう。このことは、従来の経済自由主義から国家資本主義（重商主義）への移行といった時代潮流を反映するともいえる。しかし経済自由主義やグローバリゼーションが行き過ぎたからといって、国家統制経済に逆戻りするのは好ましくない。2020年代の課題は、経済成長による生活安定、公平な所得分配による民主主義の政治、負債の解消による独立意識の回復、こうした価値観をいかに調和的に実現するかである。

I. 経済成長率低迷とその打開策

1. フロンティアの縮小

20世紀末から21世紀初頭にかけての時代には、金融サービス業が経済成

長を牽引したが、2008～09年に起きた大金融危機によってグローバルな総合金融業務は縮小を迫られた。それに代わって情報通信技術（ICT）関連の業務が産業の中心に位置するようになった。世界のICT関連企業上位10社の時価総額は、2019年6月現在で5兆ドル強に達し、金融サービス業者上位10社の時価総額2兆ドル強の2.5倍に達する（注1）。

このICTの分野では、デジタル・プラットフォーマーと呼ばれる少数の企業が躍進し、例えばアップルのiOS、GoogleのAndroid、マイクロソフトのWindowsなどのプラットフォームを確立している。プラットフォームとは誰でも利用可能であり、そこに各種のアプリケーションを付け加えたり共同利用したりする業務基盤である。それは非排他的かつ非競合的という点で公共財に近いが、同時に私的財産権を認知できるので半公共財といえる。特にデジタル・プラットフォーマーの場合には、そのプラットフォーム上で個人データを収集し、そのデータを広告事業に利用するなどして貨幣化（利益創出）する点に特色がある。

問題は、デジタル・プラットフォーマーが革新を起こしたにもかかわらず、経済成長率は目立った上昇を遂げず、世界経済が低迷を続けていることである。低成長が続いている原因としては、従来フロンティアとみなされていた領域が刈りつくされたことが挙げられる。「フロンティア」を需要サイドと供給サイドに分ければ、需要サイドでは、先進国側での少子高齢化による慢性的需要不足、先進国にとって輸出先である新興国市場の飽和、新たな需要を喚起するような新商品開発の払底、製造業中心の産業構造からサービス産業中心の産業構造への移行に伴う有形固定資産投資の減少などをあげることができる。また供給サイドでは、設備投資低迷による生産性上昇率低下、少子高齢化による労働供給の減少と労働者のモビリティ低下などをあげることができる。

経済成長率の趨勢的低迷はすでに1990年代末から始まっていた。1997～98年のアジア金融危機以降、新興国への業務拡大といったフロンティアが失われ、低成長、低インフレ、低金利の時代が始まった。このころから生

産性上昇率も低下し始めた(注2)。またサービス産業化に伴って労働組合の組織率と交渉力が低下し、実質賃金上昇率が低下した。ただし2008～09年の大金融危機までは、負債金融の活用によるリスク資産投資によって金融業や不動産業の利益が増加し、表面上は先進国の経済成長が維持された。

しかし資産バブルは大金融危機によって崩壊し、その後に残った巨額の負債を解消する過程でデフレ圧力が表面化した。中国市場における需要拡大も多分に負債活用によるものであり、2010年代後半になると過剰生産能力や負債金融の弊害が表面化した。こうした状況のもとで、先進国側では金融緩和政策によってデフレ圧力を軽減しようとしたが、成長率低迷の状況から脱却できなかった。むしろ低金利政策と量的緩和政策がリスク資産価格高騰(株価上昇や不動産価格上昇による資産バブル)による所得格差拡大を引き起こした。

2. 負債削減策

現在の世界経済は、低成長が負債増加と所得格差拡大を生むとともに、その負債増加と所得格差拡大が経済成長を阻害するといった悪循環に陥っている。IMFの推計によると、先進諸国(約40ヵ国)の人口一人当たり実質GDPの成長率は、1990年から2008年までの18年間には年率1.8%であったが、2008年から2018年までの10年間には年率1.0%へとほぼ半減した(注3)。一方この間、先進諸国の非金融部門(家計、企業、政府)の負債総額のGDPに対する比率は、図表1に示すように、1990年代から2000年代にかけて最初に民間部門の負債が増大したあと、大金融危機(2008～09年)以降には政府部門の負債が急上昇した。

負債を返済できずに残債が積み上がったのは、負債金融で賄った過去の投資的支出が、投資実行時に想定したような収入(キャッシュフロー)を生まなかったためである。こうした場合、短期的かつ抜本的な負債削減策としては、①緊縮政策による負債の返済、②デフォルト(債務不履行)がある。企業や家計の場合、①は窮乏生活に耐えることを、また②は破産や

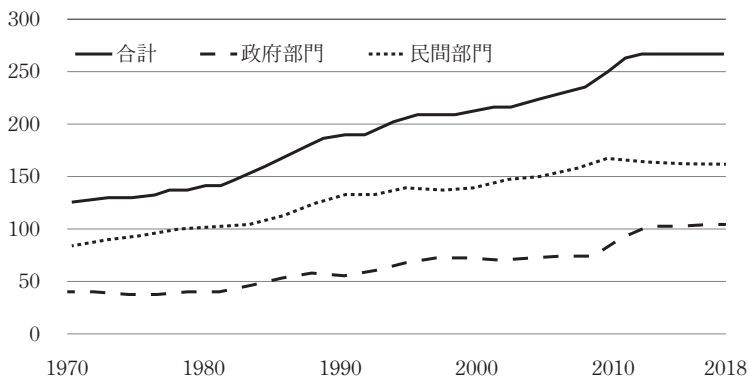
倒産によって借金をご破算にすることを意味する。いずれの方法も負債費用（利払いと元本返済の合計金額）を所得の範囲内に圧縮するのが目的である。

政府の場合であれば、①は財政支出削減と増税を意味する。実際2010～12年のユーロ圏債務危機において、ギリシャやポルトガル、アイルランドなどがそうした対応を迫られた。しかし低成長経済のもとでは所得や税収が増加しないので、デフォルトを回避し負債を削減しようとするれば、支出を切り詰めざるを得なかった。その結果、支出削減によってデフレがますます深刻化した。例えばギリシャとイタリアの実質GDPは、2008年から2013年にかけての5年間に、それぞれ26%と8%減少した。ユーロ圏外の英国でさえ、財政支出削減の影響で地方経済が疲弊し、地域間の所得格差が拡大した。なお②の例（デフォルト）としては、1998年のロシアや2002年のアルゼンチンなどがある。

支出削減はデフレ圧力を高めるので、①と②以外の第三の負債削減方法として、③金融緩和政策によって景気回復を図り所得増加を促すとともに、④借換えないし緊急融資によって債務を繰延べる方策が講じられた。特に政府の場合には、借換え国債の発行による政府債務繰延べ（将来世代への費用移転）が企図された。しかし金融緩和政策は、景気回復による負債削減という所期の目的を達成したとはいえない。というのは、金利引下げや量的緩和といった従来の金融政策手段に限界が生じたからである。このうち金利引下げに関していえばゼロ金利制約が存在する。また量的緩和は中央銀行による民間保有国債の買い上げだが、国債購入の対価として民間部門に放出された資金の多くは、設備投資や家計消費には充当されずに、預金のまま滞留するか、株式や不動産などのリスク資産投資に利用された。資産価格の上昇が消費や設備投資を刺激するといった資産効果は発揮されず、資産保有者（高所得者）の所得を増加させるだけであった。

つまり世界経済の三重苦が続くなかで負債削減は一向に進展していないわけで、伝統的な財政金融政策は見直しを迫られている。

図表1 先進国の負債（GDP比：％）



出所：World Bank: Global Waves of Debt, Dec. 19, 2019

3. 伝統的金融政策の限界

従来の金融政策は、消費や設備投資など実体経済の需要サイドに刺激を与えることを目指したが、利下げをしても企業や家計の成長期待が低迷していれば需要拡大効果には限界がある。一方供給サイドの改革には金融政策は直接関与せず、規制緩和によって民間部門に任せてきた。経済自由主義の世界では、中央銀行が利下げをすれば民間部門のイニシアティブが発揮されて自然に資金需要が増加し、企業や家計が供給サイドの改革を自主的に行うものと想定された。

ところが需要サイドのフロンティアが消滅し、民間部門による供給サイドの変革にも限界がある状況では、公的部門が需給両面で積極的に関与すべきだということになった。これが後述する現代貨幣理論の発想に結び付く。需要サイドの課題は、負債削減と所得格差の是正であり、供給サイドの課題は教育、社会インフラ、環境保全、温暖化防止などへの投資拡大である。短期的な経済成長、雇用、物価を目標とする金融政策では、こうした課題への対応には限界がある。

金融緩和政策は、その有効性に限界があるだけでなく、為替切下げによる意図的な輸出増やリスク資産価格高騰などさまざまな弊害を生むようになった。このうち輸出増は外国の国内需要の横取り（近隣窮乏化）である。しかも為替切下げによる輸出増と対外交易条件不利化は、企業分配率上昇と労働分配率低下を引き起こす。また資産価格高騰は将来需要の先取りである。設備投資（有形固定資産形成）など実物投資から生まれる将来のキャッシュフロー増加を見込めない状況では、短期的にみれば実物投資よりも金融資産投資のほうが収益率は高い。しかし持続的な経済成長が見込めなければ、金融資産投資は中長期的にみればゼロサム（同じ大きさのパイの分捕り合い）であって、リスク資産の価格は早晚下落する。そして資産バブルのあとにはバブル崩壊による金融危機が起きてデフレがますます深刻化する。

ちなみに米国の場合、1945～80年の35年間に景気後退が8回あったが、その多くは景気過熱を抑制するための金融引締政策によってもたらされた。その後1981～2015年の35年間には、景気後退が4回あったが、その4回のうち2001年と2008～09年の景気後退は、それぞれインターネットバブル崩壊とリーマンショック後の金融危機に起因する景気後退であった。1990年代初頭の景気後退も、貯蓄貸付組合（S&L）の破綻に伴う金融危機の影響を受けていた。

従来の金融緩和政策は、経済成長と雇用増進、適度の物価上昇を目標としてきたが、こうした目標設定が妥当かどうかとも不確かになっている。たとえば低インフレは、グローバリゼーションや労働組合の組織率と交渉力の低下といった構造的な要因や、人口減少や資本財価格低下などの実物的要因によるものであって、一概に需要不足が原因とはいえない。金融政策は、いわば経済的な病弊に対する対処療法であって、病弊（低成長、低インフレ）の根本的原因が需要サイドにあるとはいえない。雇用に関していえば、低経済成長でも生産年齢人口の減少で完全雇用に近い状況が維持されている。現代のように少子高齢化が進行すると、高齢者の大半は求職活

動をしていないし、労働意欲のある若年世代の人数は相対的に減少している。そのため求職者数に占める失業者数の比率として計算される失業率は、趨勢的に低下する傾向がある。また高賃金のベビーブーマーが退職し、代わって労働市場に参入する若年層は、給与以外の要因（たとえば労働時間の柔軟性や休暇日数、副業の可能性）も重視するため、労働需給と賃金物価との関係も弱くなっている。

金融緩和政策だけに頼ると分配問題に悪影響が及ぶ。しかも現代の格差問題は、所得格差や資産格差だけでなく世代間格差、地域間格差、企業間利益格差、信用格差、健康（寿命）格差、名誉格差、監視格差といったように、社会のあらゆる側面に現れている。現代の政策課題のひとつは、社会的弱者の包摂（inclusivity）だが、この課題に金融政策だけでは対応できない。

II. 財政金融政策の創造的破壊

1. 現代貨幣理論の概要

世界経済の三重苦と金融政策の有効性および妥当性の低下、こうしたことを背景として現代貨幣理論（Modern Monetary Theory: MMT）が最近注目を集めている。MMTは需要拡大策として金融政策よりも財政政策を重視する。それは、単に慢性的需要不足の打開だけではなく、供給サイドの構造改革や所得再分配なども視野に入れる。供給サイドの構造改革とは、教育、研究開発、社会インフラへの投資による労働生産性向上を意味する。こうした政策が政治的に実現可能かどうか、また実現したとしても問題解決に有効かどうか、そうした点に関しては疑問があるが、MMTが現代経済の諸問題（三重苦）の所在を明確にしたことは間違いない。そこで本章ではMMTの内容を簡単に整理する（注4）。

一般の企業や家計の場合、支出を賄う方法は所得（収入）か借入れのど

ちらかである。しかし政府の場合には、所得（税金）と借入れ（国債発行）のほかに貨幣発行（紙幣印刷）という方法がある（注5）。財政赤字の累積である政府債務も、それが自国通貨建て負債であるかぎり、政府貨幣（自国通貨）の発行によって返済することが可能である。そうすれば増税や歳出削減によって政府債務を削減する必要はない。

これと類似したアイデアが、景気低迷と高失業率（2019年現在10%）、および財政赤字に悩むイタリアで持ち上がった。無利子の小口国債Mini-BOT（Mini Bills of Treasury）の発行がそれである。Mini-BOTはユーロ（現金通貨）と等価交換可能とされ、所得税減税や財政支出の財源として、また既存の負債返済の代金として使用することを想定している。また民間の受領者はそれを税金の支払いなどに使用できる。イタリアを始めとするユーロ加盟国の場合には、各国政府が独自の貨幣（現金通貨）を法貨として発行することができないので、個々のユーロ加盟国がMMTを独自に実践する余地はない。そうした制約を打開するためにMini-BOTのような構構が浮かび上がったと考えられる。Mini-BOTは法貨ではないので受領を拒否することもできるが、これを平行通貨と位置付ければ、将来イタリアがユーロ圏から離脱する可能性も浮かび上がる。

政府による貨幣発行は、財政政策であるとともに、金利政策と量的緩和政策に次ぐ第三の金融政策手段ともなる。低金利政策や量的緩和政策によって需要喚起を民間部門（企業や家計）の裁量に任せるよりも、政府が特定の政策目的に直接資金を投下したほうが政策の有効性が高いとされる。従来の量的緩和政策では、中央銀行が国債購入によって資金を放出しても、その資金が設備投資や家計消費に向かわずに、不動産や株式などのリスク資産投資に向かって所得格差を拡大させるという問題があった。伝統的な金融政策がデフレ打開には無力であり、また弊害も多かったので、政府みずから中央銀行に代わって量的金融緩和を行い、財政支出に充当するわけである。特に外貨建て債務を負っていない国の場合には、財政支出が政府債務のGDP比を高めたとしても、貨幣化が可能なので問題はないとする。

MMTは一見真新しい理論のようにみえるが、①「最後の雇用主」としての政府の役割、②機能的財政、③貨幣国定説、④貨幣信用説、⑤金融不安定仮説、⑥シカゴ計画などの諸説を包含した、いわば「往年のオールスター」理論である。たとえば①「最後の雇用主」としての政府の役割は、デフレ期には金融政策よりも財政政策を重視すべきだとするケインズ理論に通じるし、②機能的財政（functional finance approach to fiscal policy）は、1940年代にアバ・ラーナーが提唱したものである。すなわち財政政策は、財政赤字や政府債務の大小によって評価するのではなく、財政支出が何を目的として行われたかによって評価すべきだとした。最近になり財政政策の役割を見直す論調が高まっているが、MMTはさらに一步踏み込んで、国家政府が独自に貨幣を発行して財政政策の資金源とする。米国の場合には、差し迫った財政政策の目的として、大学の授業料無償化、国民皆保険、環境保全投資などがあげられる。

2. 金融不安定仮説（注6）

上記⑤の金融不安定仮説（financial instability hypothesis）は、ポスト・ケインジアンハイマン・ミンスキーによって提唱された。古典派経済学の時代には、貨幣経済の発達が発達主義（安定的な経済発展）と民主主義（政治的な自由）の両立を可能にすると考えられたが、ミンスキーは銀行の負債といった形で発行される貨幣（信用貨幣）が不安定性を引き起こすことを強調した。

この金融不安定性は、現代流に言えば資産バブルとバブル崩壊の循環的発生を意味し、それは貨幣供給の景気循環連動性（pro-cyclicality）に起因する。景気循環連動性とは、銀行の資産（信用）と銀行の負債（貨幣）が景気循環と正の相関関係をもって増減することを意味する。すなわち景気が好転すれば、銀行信用に対する企業や家計の借入れ需要が強まり、その分貨幣（現金通貨と預金通貨）が増発される。現金通貨は中央銀行の負債であり、預金通貨は民間銀行の負債である。こうした銀行負債（debt）は

銀行信用（credit）と両建てで増加する。そして好況時に貨幣が増発されれば、家計や企業の所得や純資産も増大して消費や設備投資がますます増大する。将来の収益増に対する期待が高まるので、株式や不動産などの資産価格も上昇し、貨幣需要はいっそう増大する。そうした形で資産バブルが生まれるのだが、最後には所得増加が負債費用（利払いと元本返済の合計金額）の増加に追いつかなくなって、消費や投資は縮小し資産価格も下落する。

将来の資産価格上昇に関する期待が裏切られると、資産価格は急落し景気後退を加速化する。資産価格急落のあとに残るのは膨大な負債であり、負債の借り手は債務超過の状況に陥る。債務超過だけでなくキャッシュフロー（手元現金）も枯渇するので、負債の元本返済や利払いが滞って借り手企業や家計が債務不履行（デフォルト）に陥る。そうなると企業や家計に資金供給してきた銀行も、貸付債権の焦げ付きと預金取り付けによって同様な状況（流動性危機）に直面する。実際に2008～09年の大金融危機では銀行が流動性危機（キャッシュフロー枯渇）に直面した。債券や株式の価格は、将来のキャッシュフローの割引現在価値を反映するが、流動性危機に直面すると将来のキャッシュフローを考える余裕はなくなり、現在の手元現金の有無が問題となる。そして手元現金が枯渇すると資産の投売りや急場しのぎの高金利借入れが必要になり、金融システム全体に危機が拡散する。

こうした状況を予見したミンスキーは、金融資産のなかでは債券や株式より現金を重視した。現金保有は不確実な将来に対する備えであり、逆に現金が枯渇するとパニックに陥り、不安定性の原因ともなる。企業や家計は、利益や効用の極大化とは別に、現金の流出入のバランスを日々迫られており、フリーキャッシュフローがマイナスに転じた場合に備えて現金調達の方法を確保しなければならない。そうした意味では、企業や家計は銀行に似た立場にある。ただし政府だけは貨幣発行が可能だという点でキャッシュフローの制約を受けない。この利点を活用することがMMTの発想

につながる。財政支出およびそれに伴う財政赤字は、単に雇用の創出だけでなく、民間部門の資金余剰といった形でキャッシュフローを提供する。政府の財政赤字（投資超過）は、民間部門の資金余剰（貯蓄超過）に対応するからである。

ちなみに現代の米国では、低中所得者層の家計が給料日直前に公共料金などを支払うために、高金利を覚悟のうえでPayday Lenderという貸金業者から融資を受けることがある。支払いが滞ると電気ガスや水道などのライフラインが止まってしまうからである。

なお前節⑥のシカゴ計画（Chicago plan）は、1930年代にヘンリー・シモンズやアーヴィング・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銀行信用の膨張を引き起こし、大恐慌（金融不安定化）の原因となったのだから、預金準備率を100%にして銀行の信用創造を否認すべきだとした。これは決済機能に特化したナローバンクの構想でもある。このシカゴ計画が最近になって現代貨幣理論や貨幣国有化運動（Sovereign Money Movement）、さらにはヘリコプターマネーとして蘇った（注7）。後述するデジタル・マネーも、シカゴ計画やナローバンクに通じる側面がある。

3. 現代貨幣理論の問題点

先述のように信用貨幣の需給には景気循環連動性があり、民間銀行による貨幣発行を自由放任にするのは、金融の不安定性といった意味で危険を孕んでいる。その点政府による貨幣発行は、金融の不安定性を除去するとともに、総需要の喚起によって成長率の低迷を打開できるかもしれない。現代企業は手元に多額の余剰資金（現預金）を蓄えるが、将来のキャッシュフローを生み出す設備投資（民間資本形成）には消極的である。そうした場合には、民間企業に代わって政府が積極的に社会インフラ投資（公的資本形成）を行う必要もある。

他方で現代貨幣理論（MMT）の問題点としてしばしば指摘されるのは、

労働や資本財などの供給量に限界がある場合に、貨幣発行による政府支出増がインフレや金利上昇を引き起こす可能性である。MMTは、景気過熱によって物価が上昇した場合には、増税によってインフレを抑制することを説くが、増税が政治的に可能かどうかは不確かである。ただし三重苦に苦しむ世界経済の現状では、インフレ再燃を懸念する余裕はないともいえる。それがまさに現代貨幣理論が注目される所以でもあって、そこでは中央銀行の独立性などには二義的な意味しか与えられない。

MMTのより基本的な問題は、政府に貨幣発行とその管理を任せるのでは、全体主義経済と同じことになり、民間部門の創意工夫や知恵が活かされないのではないか、あるいは政府が民間部門の貨幣使用を一方的に制限するのではないかという懸念である。政府貨幣には、景気循環連動性を制御できるといったメリットがある半面、貨幣発行量の決定基準が恣意的になるといったデメリットもある。信用貨幣の場合には、民間銀行が利益追求（リワード）とリスクのバランスを考慮するとともに、中央銀行が金利調節や準備率操作によって貨幣発行量を調節する。また2008～09年の大金融危機後には、中央銀行が健全性規制（prudential regulation）の強化によって信用貨幣の景気循環連動性を制御する建て前になっている。

MMTは「往年のオールスター」理論で、個々の理論は頑強だったとしても、政府の指揮管理が合成の誤謬を起こす可能性がある。またMMTが現代資本主義経済の問題点を浮き彫りにしたからといって、日本経済がその成功例であるとするのも間違いであろう。かりに成功例であるとするれば、日本の経済成長率が高まってもよいはずである。確かに日本では、財政資金の散布が所得再分配機能を果たしているので、所得格差は米英などに比べれば穏やかである。しかし日本の企業部門には巨額の余剰資金が存在し、赤字企業の生存（不採算企業の温存）を可能にしている。MMTに基づく政府貨幣発行は、こうした矛盾を激化させるだけで、政府貨幣は赤字企業のブラックホール（流動性選好）に吸収されるだけであろう。（注8）。

Ⅲ. 貨幣論の歴史的展開

1. 貨幣国定説と貨幣信用説

貨幣は半公共財の性格を持っており、金融経済の基本的なプラットフォームに相当する。その貨幣の発行権と発行利益を巡って、公的部門（政府）と民間部門（銀行）がプラットフォームの争奪戦を繰り広げてきた。経済自由主義の時代には金融規制緩和によって公的な規制や管理が緩み、銀行がプラットフォームを拡張して利益向上に邁進した。それが行き過ぎて2008～09年に大金融危機が勃発し、金融規制が再び強化された。現代貨幣理論（MMT）は、従来の民間主導型貨幣制度に対するアンチテーゼであり、政府によるプラットフォーム奪回を意味する。一方では情報通信技術関連企業（デジタル・プラットフォーマー）が決済業務にも進出し、貨幣発行にも意欲を示している。

MMTやデジタル・マネーの意味を理解するためには、貨幣の発生起源に関する諸説を振り返るのが有効である。それらは貨幣商品説（commodity theory of money）、貨幣国定説（state theory of money）、貨幣信用説（credit theory of money）などに大別されるが、三者には共通点もある（図表2参照）。

まず貨幣商品説によれば、各種の財貨のうち希少性があり、しかも耐久性があり運搬に適し分割や合成が可能な、金銀のような財が交換手段として自然発生的に貨幣となった。そのため貨幣商品説は貨幣自生説（spontaneous theory of money）と呼ばれることもある。確かに特定の財貨を貨幣として使用すれば、いわゆる欲望の二重一致の問題を解決でき、ネットワーク効果も発揮されるので便利である。しかし特定の商品が単なる交換手段としてではなく、貯蔵手段や価値尺度としての貨幣として昇華されるには、偽造や価値の希釈化などの悪用や乱用を防ぐ必要があった。実際に、君主や君主から鑄貨発行権（コイン鑄造権）を与えられた封建領主

が、鑄貨の量目希薄化（貨幣価値減価）によって財政負担を軽減しようとした。君主や封建領主は戦費調達や領地支配のために財政資金を必要としたが、民間からの徴税には限度があったからである。したがって商品貨幣が定着するためには、悪用や乱用を防ぐための公正かつ公明な権威や法的制度が必要であった。このことから貨幣商品説は貨幣国定説につながる。

貨幣国定説は、政府が国家支配のために国民通貨を法定貨幣として指定し、使用の強制および流通を保証することを強調する。「貨幣は法の創造物である」とするこの説は、1905年にフリードリッヒ・クナップによって提唱され、貨幣法定説（chartalist theory of money）と呼ばれることもある（注9）。政府が貨幣発行権を乱用したり貨幣発行利益（seigniorage）を独占したりする恐れもあるが、一般的にいえば政府のほうが民間商人よりも権威があり信用も高い。政府ないし為政者が貨幣を統治の道具として最初に利用したのは、紀元前7世紀の中国、春秋五覇の齊の桓公であったとされる。すでにこの時代の中国では、政府紙幣発行によって社会秩序を維持するとともに、貨幣数量の増減によって所得分配に影響を与えたり、貨幣発行利益を利用したりすることが考えられたようだ（注10）。

貨幣商品説は貨幣信用説にもつながる。貨幣商品説の想定では、財貨の取引は一定の期間内に需給が均衡すると考えられ、均衡状態では貨幣を保有する者はいなくなる。したがって貨幣以外の商品の取引は、究極的には物々交換に近くなり、貨幣にはさしあたりの交換手段としての役割しかない。しかし現実の市場取引では、予算制約があり一定の期間内にすべての取引を精算できないので、取引相手との間に貸借（債権債務）関係が生まれる。その貸借関係の認知や取引に伴う所有権の移転を、信用貨幣（銀行の負債）によって表示したり決済したりするというのが信用貨幣制度である。

貨幣信用説はミッチェル・イネスが1913年に提唱したが、貸借関係を表象する証文としての貨幣は、金銀や政府紙幣が登場する以前の古代バビロニアの時代から存在したとされる（注11）。ともあれ銀行の信用と負債とが

経済発展を駆動するエンジンとなったことは、近代資本主義の確立過程において最大の発明発見のひとつだったかもしれない。銀行は預金量に制約されずに、貸出によって貨幣量を増やすことができるからである。

銀行信用 (credit) と銀行負債 (debt) は、貨幣の表裏両面を示す双対関係にある。現代では銀行の負債 (debt) が譲渡可能な資産 (信用貨幣) として流通する。現金通貨は中央銀行の負債であり、預金通貨は民間銀行の負債であり、ともに信用貨幣である。借り手企業や家計の側からみれば、銀行からの借入れ (企業や家計にとっての負債) が預金通貨という資産を生み出し、それが決済手段として通用する。シュンペーターは1954年の著書『経済分析の歴史』のなかで、往年の経済学者はこうしたことをなかなか理解できなかったと述べている (注12)。

図表2 貨幣の種類の歴史的分類

①	商品貨幣	貴金属, 石, 工芸品		貨幣商品説 (メンガー)
②	国定貨幣	強制貨幣 (fiat money)		貨幣国定説 (クナップ)
③	信用貨幣	銀行の債務	中央銀行債務 (現金通貨) 民間銀行債務 (預金通貨)	貨幣信用説 (イネス)
④	疑似貨幣	非銀行の債務 (金融市場証券)	マネーマーケット証券 債務担保证券	金融不安定仮説 (ミンスキー)
⑤	技術貨幣 (デジタル・ マネー)	仮想通貨 (暗号資産) Libra		貨幣工芸説
⑥	政府紙幣	ヘリコプターマネー	財政政策と金融政策の折衷	現代貨幣理論

出所：筆者作成

2. 中央銀行制度の確立

貨幣は言語と同様に社会的な構築物であって、商品貨幣、国定貨幣、信用貨幣のいずれにしても、それらが一般の人々の間 (社会) で受け入れられなければ意味がない。社会的構築物としての貨幣は、貨幣発行者の権威や信用を担保する法制度などによって支えられる。貨幣の国定化では、王権 (sovereign) などが法定貨幣の使用を強制したが、民間銀行の場合には

強制力がないので、銀行が信用貨幣を確立するためには自己規律や銀行どうしの結束が必要であった。しかし自己規律や結束だけでは信用が不十分な状況が続いたので、信用を補完する形で17世紀末に中央銀行制度が発足した。それは王権が貨幣発行権を中央銀行に委託したことによって始まった。そして民間銀行が中央銀行と協調して決済システムを整備し、信用貨幣というプラットフォームを確立した。

この辺の事情を時代順に遡って振り返ってみよう（注13）。まず概ね17世紀後半に国民国家が形成され、中央集権的な政府（王権）が、財政資金の調達ニーズを充たすために、貨幣制度を整備するようになった。しかし政府貨幣の過剰発行による価値の毀損が頻発したので、民間の商工業者や金融業者は貨幣価値の減価を警戒した。しかしこの当時は、民間業者の負債として発行される手形などの借用証書には政府発行貨幣ほどの信用や流通性がなかった。そこで政府の財政資金調達ニーズと民間業者の商取引決済ニーズ、この双方を充たすために、官民が共同して貨幣を管理する中央銀行制度が生まれた。1694年に創設されたイングランド銀行がその先駆けであり、同行が国債買入れによって財政資金需要に応じる見返りとして、政府（王権）が貨幣発行権を同行に委譲した。イングランド銀行は株式会社として創設され、民間の代表者が取締役役に就任してイングランド銀行の経営に対してガバナンスを行使した。中央銀行制度の確立は、王権が貨幣を支配の道具として独占使用する時代から、民間人が貨幣を使って商取引の決済を行う時代への移行を意味した。

もちろんこのような形ですべてのことが同時一斉にスタートしたわけではないが、政府が銀行に貨幣発行とその管理を任せることで合意が成立したことは事実であろう。これは近代の信用貨幣制度の契機となる官民共同プロジェクト（貨幣発行利益の共有）であった。政府は過度の財政資金調達（国債発行による貨幣量の膨張）を自粛し、その条件をもとに円滑な財政資金調達が可能となった。そして政府の信用にもとづき中央銀行が現金通貨（銀行券）を発行し、中央銀行に準備預金を保有する民間銀行が預金

通貨を発行して民間の決済需要を満たすようになった。それによって民間取引の決済が円滑化した。これは、貨幣制度に民間部門が関与する一大金融革新であるとともに、英国における立憲君主制確立への一里塚でもあった（注14）。

中央銀行制度の確立を契機として、政府が貨幣発行権を銀行に委託した結果、現代になると今度は銀行信用（銀行資産）の膨張によって貨幣（銀行負債）が過剰発行され、資産バブルや金融危機を引き起こすようになった。銀行の負債としての貨幣は、銀行の信用が生み出す価値によって担保されるが、貨幣の過剰発行はそうした価値の毀損を意味した。銀行だけでなく非銀行（ノンバンク）の金融業者も、住宅担保証券や債務担保証券、マネーマーケット・ファンドのような疑似貨幣を発行した（図表2参照）。それが大金融危機の原因でもあった。

3. デジタル・マネー

大金融危機が起きた2008～09年以降、金融規制強化が叫ばれるようになり、それが最近では政府による貨幣発行という提案にまで発展した。同時に他方では、ビットコインのような仮想通貨ないし暗号資産（cryptocurrency）も出現した。それは商品説でも国定説でもなく、デジタル技術の進歩によって創出されたという意味で技術貨幣（デジタル・マネー）といえる。ちなみに古代アステカ王国では、当時最高級の工芸品であった綿布が貨幣としても使用された。これは「貨幣工芸説」とでも呼ぶべき貨幣である。デジタル・マネーも、暗号解読技術が国家の権威や銀行の信用を代替するという意味で、工芸貨幣（craft money）の系譜に属す（注15）。

なお本稿で「デジタル・マネー」とは、単に仮想通貨（暗号資産）だけでなく、トークン型ないしポイント型の電子マネー（e-Money）、Apple PayやPayPalのようなキャッシュレスの電子支払い手段、さらには後述のLibraなどの総称である（注16）。このうちキャッシュレスの電子支払い手段は既存の銀行決済システムを利用するが、仮想通貨やLibraは銀行から独立した

決済システムである。

従来の信用貨幣（銀行の負債）は銀行の信用を基盤として発行され、その信用は法制度や銀行の自己規律によって担保された。一方仮想通貨（暗号資産）は複雑な計算能力によって採掘（mining）され、そうした計算能力や暗号解読技術が希少性を保証する。換言すれば、悪用や乱用が技術的に困難であることが信用を担保する。また従来の銀行決済は、日本であれば日銀ネット、米国であればFed Wireなどの集権型決済システムによって勘定元帳（ledger）が一元的に集中管理されてきた。それに対して仮想通貨は分散型決済システムであり、勘定元帳が複数箇所に分散して存在する。取引参加者が複数の勘定元帳のデータを照合し、各自の取引記録を相互に共有する。複数のデータベースを照合したり共同利用したりする技術インフラ（データベース管理技術）がブロックチェーン（block chain）と呼ばれる。ブロックチェーンという技術が、決済の非可逆性と検証可能性とを担保する。

デジタル・マネーは法貨（legal tender）ではないので、支払いの対価として受取りを拒否できる。ただし歴史的にみた場合、民間取引において事実上の標準として広範に利用されるようになった貨幣が、国家政府によって事後的に法貨として認知されたケースもある。例えば独立以前の米国で流通していたスペイン・ドル銀貨が独立後に米ドルとなった。したがって法貨としての認定が貨幣の必要十分条件というわけではない。要は、貨幣としての信用が確立するかどうかであって、デジタル・マネーが事実上の標準として新しい貨幣となる可能性もある。ただし仮想通貨は相場の乱高下が激しく、日常的な支払い手段として広範に利用されるまでには至っていないし、一般的な価値表示機能もない。さらに採掘のために莫大なエネルギーを消費することも問題視される。

〈Libra〉（注17）

そこで最近フェイスブックが中心となり、当初28社がコンソーシアム（Libra Associate）を形成して、新しいデジタル・マネーLibraを開発し始

めた。これは分散型決済システムではなく集権型決済システムであり、採掘に対する報酬もないので、同じデジタル・マネーでも仮想通貨とは異なる。Libraの価値はドル、ユーロ、ポンド、スイスフランなど主要法定貨幣のバスケットに連動する。ジュネーブを本拠地とする組織(Libra Reserve)が、バスケット通貨建ての準備資産（銀行預金や国債によって構成される）を保有し、その準備資産を担保としてLibraを発行する。Libraの主たる使用目的は海外送金や商品の購入である。世界銀行の調べによると、インドやメキシコなど南側諸国から北側諸国に移住した労働者が出身国に送金した総額は、南側諸国向けの直接投資総額を上回るようになっており、それに伴って海外送金が大きな金融業務になっている。Libraの場合、この海外送金をブロックチェーンの技術により管理運営し、コンソーシアムに参加するメンバー会社が、ユーザーとの結節点（node）となって技術的な支援を行うようだ。これはLibra単位のポイントを発行し、それを海外送金に利用するようなものであり、インターネット版プリペイド・カードないしモバイル決済といった側面もある。

Libraは集権型システムだが、当初案によればLibra Reserveが自由にLibraを発行するのではないので過剰発行は防止できる。しかしユーザーに信用を供与し（ポイントを与信し）、あらたなLibraを創出するようになれば、銀行の信用仲介業務の中抜き（ディスインターミディエーション）が起きる。銀行は、間接金融から直接金融への移行によってディスインターミディエーションに直面したが、今後はあらたなディスインターミディエーションに直面するかもしれない。

しかしLibraに関しては解決すべき問題が山積している。第一に預金なのか有価証券なのか、それともファンドなのか、その属性が不分明である。もし預金であれば、発行機関は預金取扱銀行として預金者保護の規制を受けなければならないし、値上がりを目的とする有価証券であれば、リスク開示を含めた投資者保護の規制を受けなければならない。貨幣か証券か、そのどちらかによって規制監督当局も違ってくる。さらに海外送金が主た

る利用目的だとすれば、個人情報保護したり武器や麻薬取引に伴う資金洗浄を防止したりする必要もある。国境を越えて交換取引されるLibraを誰が規制監督するか、犯罪や事故の処理や賠償をどの国の法律によって裁くかも問題である。

仮想通貨には価値を裏付ける資産がないので価格変動が大きいのが、Libraの場合には準備（担保）資産が存在するので価値が安定するという。しかし国債でさえ価格が暴落したりデフォルトに陥ったりすることがあるし、担保資産の価値が下落して準備不足になりLibraの保有者が取付け騒ぎを起こすこともあり得る。そうした事態に対応できる中央銀行のような「最後の貸し手」（流動性の供給者）は存在しない。またLibraは、準備資産のバスケットを構成する法貨と等価交換を保証しているが、国際間取引の決済や送金をLibra勘定で行う場合に発生する為替差損益を所得税法上どのように扱うか、こうした問題が残されている。グローバルなデジタル・マネーのプラットフォームが構築されるまでには、相当の時間が必要であろう。

IV. 将来の構想

現代貨幣理論が提唱する貨幣制度が政府貨幣の発行流通であるのに対して、デジタル・マネーは民間非銀行部門（デジタル・プラットフォーマー）が運営する貨幣制度である。政府発行貨幣とデジタル・マネーが貨幣の覇権争いを繰り広げるようになると、民間銀行は両者の挟み撃ちに会い、業務基盤の再構築を迫られるであろう。このことは銀行業（資産管理業務などを含む広義の金融サービス業）の効率化という意味では好ましい。銀行は合併に次ぐ合併によって巨大化した結果、「大きすぎて潰せない」存在となり、そのことを逆手にとって非効率な既存システム（legacy system）を温存してきた。銀行業への新規参入障壁は高く、情報通信技術の発達にもかかわらず、突発的革新の成果が資金仲介コストの低下といった形で社会還元されていない（注18）。

デジタル・マネーは、銀行業革新の突破口として期待されるのだが、デジタル・プラットフォーマーの側にも問題がある。GAFと呼ばれる少数の事業者が、すでに独占的支配力を行使して個人データの収集や新規参入阻止などさまざまな弊害を生みつつある。デジタル・マネーは、その技術の高さが信用を源泉となるが、プライバシー侵害など悪用されるリスクも大きい。それに加えて貨幣発行利益をデジタル・プラットフォーマーが独占することは、公共政策上の問題となるであろう。

米国の場合には、国際貿易や国際金融取引におけるドルの圧倒的シェアが巨額の貨幣発行利益を生んでいるので、デジタル・マネーの国際的流通に対しては拒否反応を示すであろう。しかし逆に欧州諸国や中国は、国際通貨としてのドルの圧倒的シェアによって不利益を被る立場にある。したがってユーロ建てや元建てのデジタル・マネー導入に前向きに取り組むであろう。その場合は、中央銀行がデジタル・マネーを管理することによって、過剰な貨幣発行を抑制するとともに、貨幣発行利益を活用して政府が供給サイドの改革に積極的に関与するのである。

特にユーロ圏では、中央銀行は欧州中央銀行（ECB）として統一されているが、民間銀行は加盟各国別の銀行制度によって運営されている。例えば預金保険制度などは国別に異なるので、民間銀行の信用度には差異がある。したがって同じユーロでも現金通貨（ECBの負債）と預金通貨（各国民間銀行の負債）とでは信用度や流動性が異なる。そのためECBがデジタル・マネーを発行し、加盟各国の企業や家計がECBに預金口座を開設すれば、決済制度が一元化するわけで、信用度や流動性の国別格差を解消できる。

いずれにしても貨幣は社会的な構築物であって事実上の標準といった側面があるので、政府、民間銀行、情報通信技術関連企業（デジタル・プラットフォーマー）のうち、いずれが家計や企業の信認を得るかによって貨幣の将来が決まるであろう。それに伴って将来の資本主義の性格も変わるであろう。

〈注〉

- (注1) 2019年6月8, 9日付けフィナンシャルタイムズ紙の報道による。
- (注2) 米国の生産性上昇率の低下に関してはGordon[2016]を参照。
- (注3) IMF World Economic Outlook DatabaseのGross domestic product per capita, constant prices: Purchasing power parity;2011 international dollar を使って計算。
- (注4) 主としてWray [2018] を参照。
- (注5) 米国の憲法第1章8節5項は、連邦議会が貨幣の鑄造権を持つことを定めている。紙幣発行に関する憲法上の明確な規定はないが、1913年のFederal Reserve Act of 1913 (連邦準備法) によって連邦準備制度が紙幣 (Federal Reserve Note) 発行権を授権した。King [2016] を参照。
- (注6) 本節の記述は主としてBellofiore and Ferri (eds.) を参照。
- (注7) Pettifor [2017] を参照。
- (注8) 財務省『財政金融統計月報』の『租税特集』によれば、2017年度末現在、日本の法人企業279万社中の169万社が欠損法人であった。また財務省『法人企業統計調査』によれば、2018年末現在、日本の法人企業282万社が保有する現預金は223兆円 (2003年末比73%増) に達し、GDPに対する比率では41%に相当する (2003年末の同比は25%であった)。
- (注9) 現代では国定通貨はfiat money (強制通貨) と呼ばれるが、このfiatはラテン語源の言葉であり、それは英語のlet beにあたる。したがってfiat money は「貨幣よ、存在せよ (let money be)」という意味である。
- (注10) Martin [2013] を参照。
- (注11) Graeber [2011] を参照。
- (注12) 東畑誠一・福岡正雄訳 (下巻) 第4編8章7「銀行信用と預金の「創造」」P.P.667~674を参照。
- (注13) Martin [2013] を参照。
- (注14) King [2016] によれば、最古の中央銀行としては1668年に設立されたスウェーデンのリクスバンクがあるが、同行は1897年までは民間商業銀行であった。それに先立つ1656年にストックホルム銀行がカルル10世グスタフによって設立免許を与えられ、1661年以降に銀行券を発行したが、同銀行は大量の紙幣を発行して巨額の投融資を行った結果、設立直後に破綻した。1694年のイングランド銀行創設の後、1782年にスペイン、1800年にフランス、1811年にフィンランドで、それぞれの国の中央銀行が設立された。
- (注15) Birch [2017] を参照。
- (注16) 欧州中央銀行のOccasional Paper Series No.230 (August 2019) などで

は、デジタル・マネーはステーブル・コイン (stable coin) と総称されるが、その場合にはキャッシュレスの電子支払いのような既存の銀行決済システムを利用するデジタル・マネーを除外している。

(注17) Libraに関してFinancial Timesなどの報道に加えてAdrian [2019] を参照した。

(注18) Philippon [2019] を参照。

〈参考文献〉

- Adrian, T., [2019] ‘Stablecoins, Central Bank Digital Currencies, and Cross-Border Payments: A New Look at the International Monetary System’ (<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/05/13/sp051419-stablecoins-central-bank-digital-currencies-and-cross-border-payments>)
- Bellofiore, R., and Ferri, P., (eds.) [2001] *Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Vol. 1* (Edward Elgar)
- Birch, D.G.W., [2017] *Before Babylon, Beyond Bitcoin* (London Publishing Partnership)
- Dalio, R., [2018] *Principles for Navigating Big Debt Crises* (Bridgewater)
- Furman, J and Summers L.H. ‘Who’s Afraid of Budget Deficit?’ *Foreign Affairs*
- Gordon, R., [2016] *The Rise and Fall of American Growth* (Princeton University Press)
- Graeber, D., [2011] *Debt: the first 5000 years* (Melville House)
- Hodgson, G.M., [2015] *Conceptualizing Capitalism* (University of Chicago Press)
- King, M., [2016] *The End of Alchemy* (W. W Norton & Company)
- McLeay, M., Radia, A., and Thomas, R., [2014] ‘Money creation in the modern economy’ *Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1*
- Martin, F., [2013] *Money : An Unauthorised Biography* (The Bodley Head)
- Pettifor, A., [2017] *Production of Money* (Verso)
- Philippon, T., [2019] *The Great Reversal* (The Belknap Press of Harvard University Press)
- Piketty, T., [2014] *Capital in the Twenty-First Century* (The Belknap Press of Harvard University Press)
- Rifkin, J., [2014] *The Zero Marginal Cost Society* (Palgrave Macmillan)

Wray, L.R., [2018] Functional Finance: ‘A Comparison of the Evolution of the Position of Hyman Minsky and Abba Lerner’, *Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper NO. 900*

The Trilemma of the World Economy and Modern Monetary Theory

Ryo WATABE

《Abstract》

Since the financial crisis of 2008, the world economy has been locked in a trilemma of low economic growth, excessive debt, and income inequality. These three problems have reinforced each other due to central banks' easy monetary policy which tries to address low growth. Instead of economies being stimulated by this easy monetary policy, it has caused a number of unpleasant side effects: a low borrowing interest rate has led to increases in debt; money created by quantitative easing has been channeled to asset markets; the resultant hikes in asset prices have exacerbated income inequality; and the poor have had to rely on debt financing in order to sustain their households. Thus, this easy monetary policy has given rise to unintended consequences of debt deflation and income inequality.

In order to reduce debt, spending should be cut, but growth cannot be created when both public and private sectors cut spending. Political polarization and antagonism between the rich and the poor have unfolded in a form of populism which is responsible for business uncertainty to the detriment of corporate investment. It is under such circumstances that Modern Monetary Theory is proposed. It calls for a new and different set of policies: policies that put central bank money into the hands of public sector spenders. These policies would require closer co-ordination between fiscal and monetary authorities to ensure that fiscal expansion does not lead to increases in inflation and interest rates.

The advent of Modern Monetary Theory may represent a regime change from private-sector-initiated economic liberalism, where wealth creation and its accumulation are promoted, to government-managed dirigisme, where wealth redistribution and social capital creation are prioritized.