

## 構想ノート『金融政策思想の探究』

竹田陽介\*

本論文は、現在執筆中の著書『金融政策思想の探究』（仮題、慶應大学出版会）の構想について、簡潔に説明するために書かれた。以下、趣旨・概要・構成・参考文献から成る。

### I 趣 旨

「寺院」(Temple)、「錬金術師」(Alchemist)、「奴雁」、「最高裁判所」(Supreme Court)、「民主主義の赤字」(Democratic Deficit)、「食品医薬品局」(Food and Drug Administration)。創立時、中央銀行には、資金需要の季節性に伴う利子率の変動を平準化する金融調節の役割がもとめられていたが、各国・各時代の経済環境の変化とともに、拡大された金融政策の機能が制度化されてきた。中央銀行を比喻するこれらの奇抜な喩えの数々が物語るのは、貨幣を独占的に発行する権利を付与された謎多き中央銀行が、政治・社会・文化のどこに位置付けられるべきか、その所在のあるべき理想を追い求める試行錯誤の歴史である。

金融政策の正否や成否を巡る喧々譁々の論争の歴史のなかで、分かり易さで出色なのが、科学を予測や説明のための便利な道具として捉えるミルトン・フリードマンの道具主義に基づく金融政策論である。伝統的な思想マネタリズムの主たる主張者であるフリードマンは、金融政策の効果に関する貨幣の中立性を説き、フリードマン・ルールと呼ばれる名目利子率 = 0%の金融政策の最適性を示した。また、予期しないインフレーションを引き起こさない一定の貨幣供給成長率  $k\%$  ルールを主張し、「インフレーションは貨幣的現象である」との論陣を張った。さらに、創立後の米国FRBのリーダーシップを握ってきたベンジャミン・ストロングNYFRB総裁の死去が、大恐慌時の金融収縮を招き、大恐慌による被害の拡大を引き起こしたと説明した。所属したシカゴ大学経済学部の伝統である口頭伝承を通じて、マネタリズムの思想は後世まで遺り、レーガン政権時には政治的な影響力まで行使するに到った。

現在のマクロ経済学は、科学の体裁を装いながら、フリードマンの打ち立てたマネタリズムの思想を受け継いでいる。マネタリズムの核（ハードコア）は、ロバート・ルーカスやエマンド・フェルプスらによって、非現実的な合理的期待形成仮説を内包する不完全情報モデルという防備帯（プロテクティブ・ベルト）によって正当性が護られてきた。一方、ジェームス・トービンらは、フリードマンのマネタリズムに対するアンチテーゼとして、短期的な貨幣の非中立性を導くために、名目価格の硬直性と名目賃金の下方硬直性に焦点を当て、ジョン・メイナード・ケインズの『一般理論』の再評価を行った。90年代以降は、ニュー・ケインジアンと呼ばれる学派が形成され、クヌート・ヴィクセルの自然利子率の考えを下にし、貨幣および銀行の存在を無視した理論モデルが、防備帯として機能してきた。

また、こうした防備帯を構成するモデルの相対的な妥当性の比較に関しても、モデルが前提とする仮定の現実性ではなく、モデルが生み出す予測力の高さを基準とするべきだというフリードマンの実証的経済学(Positive Economics)の方法論が支配してきた。現実的な仮定のフィルターを通過していないモデルは、

\* 上智大学 経済学部

核を護る防備帯として短期的には納まっても、長期的には説得力を持たない「カメレオン」である。金融政策の科学的研究プログラムが進化していくためには、仮定の現実性フィルターを通過しない不完全情報モデルも、ニュー・ケインジアンモデルも、防備帯としての妥当性を有しない。フリードマンの実証的経済学の方法論に基づき評価されたモデル、それらの防備帯により護られてきた核であるマネタリズムの思想は、金融政策のための科学的研究プログラムとして危機を迎えている。

上記の問題意識に基づき、本書は金融政策に関する科学的認識論 (Epistemology) を展開する。考慮する点がいくつかある。第一に、金融政策の意思決定には、「未知の未知」まで在りうる不確実性が伴う点である。第二に、何が正しく何が間違っているかを問う金融政策の理論は、何が成功し何が失敗かで判断される実践と一体になっている点である。第三に、上記のマネタリズムに見られるように、金融政策の核となる仮説は長い間、反駁を受けながらも防備帯に護られ、進化してきたという観察である。第四に、金融政策を掌る中央銀行には、技 (アート) と見られる暗黙知の存在が推測される点である。これらの点を考慮し、金融政策に関する科学的研究プログラムに基づきながら、中央銀行の暗黙知を活かした金融政策の実践が社会的に実装され、枠組み自体が時間的に進化していくというスキームのことを、本書では「金融政策思想」と呼ぶことにする。

金融政策思想とは、マクロ経済の安定化のためには、金融政策は財政政策よりも効果的であるとする先験的な考え方を指す。そこでは、如何なる制度的枠組みの下で金融政策が効果を発揮するか、果たして社会厚生上望ましい効果を有するかについて考える。科学者 (マクロ経済学者) のみならず、実務家 (中央銀行家) を含めマクロ経済の安定化という問題の科学的な解決に当る当事者が、暗黙の裡に前提とする思考の枠組み (Framing) が明示的に示される。具体的には、産業革命のメカニズムを扱うジョエル・モキイアの「有用な知識」 (Useful Knowledge) の理論を基にしながら、トマス・クーンの科学革命論を説明するイムレ・ラカトシュの「科学的研究プログラム」論を接合したスキームを、金融政策に適用する。

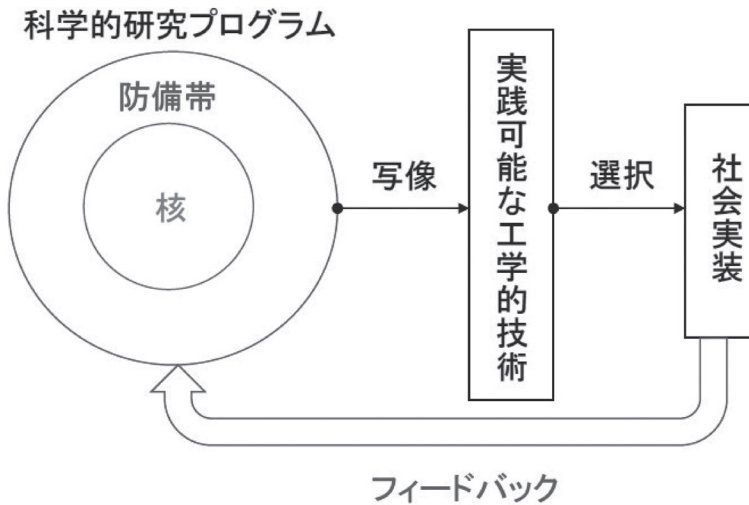
金融政策思想の探究の結果、以下のことが明らかとなる。第一に、本書は、フリードマンの実証的経済学の方法論に代わり、モデルの現実性の吟味によりモデルの正誤を評価し、モデルの選択を行う。「カメレオン」と呼ばれる似非モデルを取捨し、金融政策思想の核を護る防備帯の新陳代謝が図られる。その結果、マクロ経済学は、研究課題が精密性・硬度を基準にして選ばれる「ハードな科学」ではなく、重要度を基準とする「ソフトな科学」の性質を帯び始めるだろう。第二に、複数に亘るマクロ経済現象の間の因果性をどのように捉えるか、その因果関係に基づき如何なる金融政策の発動が望ましいと考えるか、中央銀行というエリートによる金融政策の政策判断・意思決定に失敗は許されない。本書の当該箇所解説が入る15人の思想家を「コラム」で辿りながら、金融政策の理論および実践において思想が果たしてきた歴史を振り返り、通貨圏間、通貨圏内において観察される思想分布について可視化する。第三に、現在、マクロ経済を変貌させる金融環境の変化が進んでいる。仮想法定通貨 (CBDC) の普及の可能性、シャドー・バンキングの隆盛、グリーン・ファイナンスの促進など ESG 投資を加速化させる役割への期待である。これらの新しい金融環境に対して、金融政策思想の新しい社会実装が期待されている。「新しいぶどう酒は、新しい革袋に入れなければならない」。

## II 概 要

### 第1部 金融政策思想

金融政策思想のスキームは、以下のように図示できる。

## 金融政策思想の科学的認識論のスキーム



### 第1章 有用な知識としての金融政策思想

金融政策思想とは、マクロ経済の安定化の手段として、金融政策は財政政策より効果的であるという先験的な考え方を意味する。無差別な貨幣供給量の増大が物価の上昇をもたらすと考えるヘリコプター・マネーに見られる肯定論から、貨幣供給量（ないし利子率）のコントロールが利子率（貨幣供給量）の不安定化をもたらすとするグッドハートの法則に見られる懐疑論、果ては、金融緩和が物価上昇を伴わない間は財政出動による資源配分の調整が正当化される MMT（現代貨幣理論）まで、賛否両論が存在する。金融政策思想を探究することは、有用な知識に供すると考えられる。

金融政策思想について、本書は科学的研究プログラム論として説明する。科学哲学者イムレ・ラカトシュによれば、科学的研究プログラムにおいて、一つのパラダイムにとって本質的な仮説は、それから導出される叙述が観察された事実と矛盾するからといって、必ずしもすぐに退けられるとは限らない。科学の歴史は、互いに競合する複数の研究計画の歴史であった。すべての科学的研究計画には、事実の観察によって否定されることのない不変の核（ハードコア）とそれを取り巻く可変的な防備帯（プロテクティブ・ベルト）とがあり、後者は事実の観察によって否定することができる補助的な仮説群である（Imre Lakatos, *The Methodology of Scientific Research Programmes, Philosophical Papers Volume I*, 1978）。

金融政策思想には、科学の側面のほかに技術の側面がある。技術に関する経済歴史家ジョエル・モキエア（Joel Mokyr, *The Gifts of Athena*, 2002; 邦訳『知識経済の形成—産業革命から情報化社会まで』名古屋大学出版会、2019年）によれば、有用な知識には二つのタイプがある。ひとつは、自然の規則性に関する What の知識である命題的知識、もうひとつは、指令的な How の知識である指図的知識である。前者を  $\Omega$  型知識（アリストテレスのエピステーメー）、後者を  $\lambda$  型知識（同じく、テクネー）と呼んでいる。社会における総計の命題的知識は、人間の頭のなかに蓄積されているすべての言明の和集合である  $\Omega$  集合に含まれる。同様に、社会の構成員に知られている技術・テクニックの和集合である  $\lambda$  集合がある。既存の

$\Omega$  集合は $\lambda$  集合に写像され、実践可能なテクニックのなかから技術が選択される。有用な知識の歴史的な進化は、選択された $\lambda$  型知識が $\Omega$  集合へフィードバックし、新たな $\Omega$  集合が形成されていく過程で表わされる。

金融政策思想のスキームが示すように、金融政策は、 $\Omega$  型知識としての科学研究プログラムと $\lambda$  型知識としての実践可能な工学的技術の相互作用によって歴史的に形成されてきたと考えられる。

## 第2章 科学的研究プログラムの核

金融政策思想には以下の考え方がある。第一に、段階的に発展してきたマネタリズムがある。マネタリズムの思想は、貨幣数量説に基づくアーヴィング・フィッシャーに始まり、オールド・シカゴ学派を経てミルトン・フリードマンの古典的なマネタリズムに到り、政治的な影響力を行使するようになった。第二には、通貨学派と銀行学派の対立がある。通貨学派は、イングランド銀行の貨幣発行独占権が正当化された1844年のピール銀行条例に遡り、大恐慌後に100%準備制を主張したシカゴ・プランに代表され、外部貨幣にのみ信を置く思想である。一方、内部貨幣である銀行券の自由な発行がインフレーションの調整を通じて適切な貨幣供給量をもたらすと、銀行学派は考えた。第三には、政策協調のリーダーシップあるいは優越に関する思想がある。統合された政府の予算制約式を満たすように、財政当局および中央銀行は政策ゲームのリーダーシップを競う結果、意図しない政策効果をもたらされる可能性、中央銀行が財政赤字あるいは脆弱な金融市場を優越して考慮する結果、本来は望ましい金融政策の実行を中央銀行が躊躇う可能性がある。

## 第3章 実践可能な工学的技術

中央銀行の技術として、本書では以下の三つを取り上げる。第一に、利子率の平準化である。資金需要の季節性に伴う利子率の変動を平準化する役割が、中央銀行が創立された時の趣旨であった。利子率の平準化は、準備預金制度の下で金融機関の手元流動性の調達に関わるリスクの平準化に寄与する金融調節という技術である。第二に、公共的な使命を負う組織の裁量的な政策運営がプリンシパルである国民にもたらす弊害を少なくするため、エージェントである組織に足枷を設けるというニュー・パブリック・マネジメントの考え方から、90年代にインフレーション・ターゲティングが生まれた。説明責任と透明性を要件とする金融政策の枠組みであるインフレーション・ターゲティングは、民間経済主体のいづく期待形成のアンカーとなる効果が期待される金融技術である。第三に、中央銀行は準備預金制度の下で、金融機関に対してシグナルを送りながら銀行間超短期資金貸借市場の利子率を決定してきた。金融市場参加者として中央銀行は、金融資産価格のもつ情報集約機能を活かしながら、金融市場との対話を行っている。名目利子率を操作手段とする伝統的な金融政策から移行した非伝統的金融政策の下では、金融緩和がデルフォイの神託のように民間経済主体の経済予測を悪化させてしまうデルフォイ型の対話ではなく、強いコミットメントとして信認されるオデッセイ型の対話が、金融政策に意図した効果を発揮させる。

## 第2部 金融政策思想の社会実装

### 第4章 仮想法定通貨

ブロックチェーン技術を活用し、分散型の信用システムに基づく決済機構を構築する仮想法定通貨(CBDC)が普及する可能性がある。中央銀行のバランスシートにおいて、各預金者が中央銀行に保有する準備預金の形式か、貨幣の発行形態を変えた現金の形式かによって、CBDCと現金の代替関係が、中央銀行が金融政策によりマイナス金利を設定する自由度に違いをもたらす。

## 第5章 シャドー・バンキング

貸付債権の証券化により、ビジネスモデルを OTD (originate to distribute) モデルに転換しつつあるシャドー・バンキングが隆盛しつつある。金融危機のリスクの顕在化に対して、準備預金制度を通じて金融機関の手元流動性を確保する従来の「最後の貸し手」機能のみならず、金融機関を含む投資家の保有する金融資産の市場流動性を高め、資産の投げ売りが手元流動性の低下へ波及する負のスパイラルを防ぐための「最後の買い手」機能の活用が期待される。

## 第6章 グリーン・ファイナンス

金融機関の受託者責任 (fiduciary duty) に、気候変動対策、社会問題への対応、企業がバナンズへの配慮に関する社会的責任まで加味し、グリーン・ファイナンスの促進など ESG 投資を加速化させる役割が、中央銀行に期待されている。しかし、MMT の主張に見られるように、これらの社会問題の発生に対しては、税と補助金の調整を通じた財政政策による解決が見込まれ、行政権のさらなる肥大化のリスクも引き起こしている。物価の安定と金融システムの安定を図る金融政策にとって、インフレーションのリスク、金融システムの機能不全に陥るシステムック・リスクと並ぶ新たなマクロ・リスクをかかえることになる。

# III 構 成

## 序 論

ミルトン・フリードマンの光と影／金融政策思想の科学的認識論／新しい社会実装のために

## 第1部 金融政策思想

### 第1章 有用な知識としての金融政策思想

有用な知識とは／科学的研究プログラム／実践可能な工学的技術／社会実装／理論のリバース・エンジニアリング

### 第2章 科学的研究プログラムの核

#### 1 マネタリズムの範疇

##### ① 貨幣数量説

[コラム] 思想家 1. Irving Fisher

##### ② 発展段階

[コラム] 思想家 2. James Tobin [コラム] 思想家 3. Hyman Minsky

#### 2 通貨学派と銀行学派の論争

[コラム] 思想家 4. Friedrich von Hayek

##### ① 内部貨幣と外部貨幣の区別

##### ② ルールに従うべきか裁量によるべきか

#### 3 政策協調の可能性

[コラム] 思想家 5. Abba Learner

##### ① 政策リーダーシップのありか

##### ② 財政優越と金融優越のレジーム

### 第3章 実践可能な工学的技術

[コラム] 思想家 6. Ralph Hawtrey

#### 1 利子率の平準化

[コラム] 思想家 7. Nicholas Kaldor

- ① 中央銀行創立の趣旨
- ② 金融調節と金融政策の関係

[コラム] 思想家 8. Walter Bagehot

物価の安定と金融システムの安定／テイラー・ルール／マクロ・プルーデンス

[コラム] 思想家 9. John Taylor

- ③ フリードマン・ルール
- #### 2 インフレーション・ターゲティング

[コラム] 思想家 10. Stanley Fischer

- ① ニュー・バブリック・マネージメント
- ② 中央銀行の独立性

[コラム] 思想家 11. Charles Goodhart

手段独立性と目標独立性／運営上の独立性と予算の独立性

- ③ 期待形成のアンカー
  - ④ 名目価格の非決定性
- ヴィクセリアンとフィッシャリアン／テイラー原則

#### 3 金融市場との対話

[コラム] 思想家 12. Alan Blinder

- ① 準備預金制度
- ② 非伝統的金融政策の情報効果

## 第2部 金融政策思想の社会実装

### 第4章 仮想法定通貨

[コラム] 思想家 13. Hyun Song Shin

ブロックチェーン技術／ハイエク『貨幣発行自由化』の再論／中央銀行のバランスシートの役割

### 第5章 シャドー・バンキング

銀行の貸付債権の証券化／「最後の貸し手」から「最後の買い手」へ

[コラム] 思想家 14. Charles Kindleberger

### 第6章 グリーン・ファイナンス

ESG投資／受託者責任の原則／マクロ・リスクのシェアリング

[コラム] 思想家 15. Robert Shiller

## 結論

「新しいぶどう酒は、新しい革袋に入れなければならない」／中央銀行の思想的分布／「ソフトな科学」としてのマクロ経済学

#### IV 参考文献

- [1] ニール・アーウィン『マネーの支配者—経済危機に立ち向かう中央銀行総裁たちの闘い』（2014年、早川書房）。
- [2] 伊豆久『金融危機と中央銀行』（九州大学出版会、2016年）
- [3] 岩村充『中央銀行が終わる日—ビットコインと通貨の未来—』（新潮選書、2016年）
- [4] 小栗誠治『中央銀行論：セントラル・バンキングの本質を求めて』（知泉書館、2022年）。
- [5] 金井雄一『中央銀行はお金を創造できるか—信用システムの貨幣史—』（名古屋大学出版会、2023年）。
- [6] 紀平英作『ニュースクール—二〇世紀アメリカのしなやかな反骨者たち』（岩波書店、2017年）。
- [7] トマス・クーン『科学革命の構造』（青木薫訳）（みすず書房、2023年）。
- [8] Scott Sumner. *The Money Illusion: Market Monetarism, the Great Recession, and the Future of Monetary Policy*. The University of Chicago Press, 2021.
- [9] ウォルター・バジョット『ロンバード街—ロンドンの金融市場』（宇野弘蔵訳）（岩波文庫、2023年）。
- [10] エマンド・フェルプス『マクロ経済思想—七つの学派』（平山朝治訳）（新世社、1990年）。
- [11] ペリー・メーリング『21世紀のロンバード街』（山形浩生訳）（東洋経済新報社、2021年）。
- [12] ジョエル・モキイア『知識経済の形成—産業革命から情報化社会まで』（長尾伸一監訳、伊藤庄一訳）（名古屋大学出版会、2019年）。
- [13] 横山昭雄『現代の金融構造—新しい金融理論を求めて—』（日本経済新聞社、1977年）。
- [14] イムレ・ラカトシュ『方法の擁護—科学的研究プログラムの方法論』（村上陽一郎・井山弘幸・小林傳司・横山輝雄共訳）（新曜社、1986年）。

