

「不幸な虚偽表示」への異議申し立て

—フィリップス型信用創造論の放逐に向けて—

齊藤美彦

- I. はじめに
- II. リクスバンク論文
- III. 横山モデル・板倉金融論
- IV. 建部による批判と銀行協会の対応
- V. 金井信用先行説
- VI. おわりに：信用論および貨幣論の革新のために

I. はじめに

アメリカの中央銀行である連邦準備（FRB）他の各国中央銀行の多くは、2008年のグローバル金融危機（GFC）以来、非伝統的金融政策としての量的緩和（QE）政策の採用を余儀なくされた。それは政策金利がゼロ近傍となり、引下げ余地がなくなったことから、その効果のほどは不確定なものの、採用せざるをえなかったものであった。国債等の資産の大量購入により、ベースマネー（準備預金）を供給したわけであるが、量を供給したからといってそれそのものの緩和効果があったわけではなかった。ところが高校の『政治経済』や『現代社会』の教科書や金融論の初級教科書においては、ベースマネーの供給（本源的預金）の供給は、その一部を準備としてとっておき残りを貸出し、その貸出分が別の銀行に預金され（派生的預金）といったことが繰り返されることにより、本源的預金に準備率の逆数を掛けただけの総預金（本源的預金＋派生的預金）が形成されると書いてある。

しかしながら GFC 後の各国中央銀行の大量の資金供給（準備増）は、その準備率の逆数倍のマネーストックを生み出すことはなかった。この事態の進展については、いくつかの中央銀行は説明の必要性を感じるようになったのではと推察される。この嚆矢をなしたのが、2014年の『イングランド銀行四季報』に発表された「現代経済における貨幣：イントロダクション」（McLeay et al. [2014a]）および「現代経済における貨幣創造」（McLeay et al. [2014b]）である。ここではマクロ的なマネーストックの増加は民間の商業銀行が貸出を行う際に預金設定を行うことにより生じることであり、中央銀行がベースマネー供給を行い、そこから派生的預金が形成されるものではないことが説明されている。

各国中央銀行の貨幣供給の内生性を主張する論文がその公式媒体に発表されるといった動きは、これにとどまらず『イングランド銀行四季報』の論文の発表の約3年後の2017年4月に「貨幣創造プロセスにおける銀行、ノンバンクおよび中央銀行の役割」と題する論

文（無署名）が『ドイツ連邦銀行月報』（April 2017）に発表された。さらに、イングランド銀行論文の6年後でドイツ連邦銀行論文の3年後の2020年6月にスウェーデンの中央銀行のリクスバンクの『エコノミック・コメンタリー』（2020 No. 4）に「危機時における貨幣および金融政策」（Armelius et al. [2020]）と題する論文が発表された¹⁾。

このなかで、リクスバンク論文は、詳細な事例設定を行っていることおよび貨幣乗数アプローチ、フィリップス型の信用創造論については「不幸な虚偽表示」として完全に否定していることで注目される。

本稿では、このフィリップス型の信用創造論について、リスクバンク論文以前にも批判があったことについて検討することを通じて、それが銀行観の転換や信用先行説への転換にもつながることについて以下で考察することとする。

II. リクスバンク論文

スウェーデンのリクスバンクの『エコノミック・コメンタリー』（2020 No. 4）に掲載された「危機時における貨幣および金融政策」（Armelius et al. [2020]）の内容については別稿（齊藤 [2023a]）において詳しく解説・検討したので、ここではそれを繰り返すことはしない。ただそれは社会が2人の構成員（アルフィーとアン）と2つの民間銀行（アルファ銀行とベータ銀行）そして中央銀行（リスクバンク）から始まり、そこにおいては貨幣はあらかじめ存在したり、政府によって供給されたり、金貨が存在するわけでもなく、民間銀行が社会の構成員のうちの1人の資金需要に応じて貸出すことにより発生することから始めていることを強調したい。そしてこのシステムはしっかりと成り立っているのである。そしてここで問題としたいのは、同論文が内生的貨幣供給説を現代の貨幣・信用システムの姿として正しいものとして紹介する一方で、フィリップス型の本源的預金の流入から始まる俗説的信用創造論について「不幸な虚偽表示」として完全否定していることである。

その具体的記述は以下のとおりである。

「多くの古い教科書には、通常“貨幣乗数”として知られている不幸な虚偽表示がある。この理論は、中央銀行が最初に1クローナなどの紙幣を作成し、それを国家に与えることに基づいている。国家はそれを消費し、民間のエージェントが1クローナを銀行に預金する。次に、銀行は $(1-r)$ を個人に貸することができるが、ここにおいて、 r は準備である。この個人は今度はこのマネーを使い、そのマネーはもう一度銀行に戻り、銀行は $(1-r)(1-r)$ を貸することができる。このループは続き、銀行の貸出総額が $1/(1-r)$ にまで増加したときに終了する²⁾。この理論はおそらく、アメリカの“金庫室の現金”規制に端を發しており、銀行は預金に関連して金庫室に一定量の現金を保持する必要があった。しかし、スウェーデンには準備率規制は存在しないことから、それは現在のスウェーデンの状況に

1) 各国中銀の論文の詳しい内容およびその解説については、齊藤 [2023a] を参照されたい。

2) これは $1/r$ の誤りであろうと思われる。

は何の関係もないのである。」(Armelius et al. [2020] p. 8.)

この貨幣乗数論（フィリップス型信用創造論）については、日本においては高校の学習指導要領にあるために『政治経済』および『現代社会』に必ず記述があり、多くの金融論の初級教科書にもマネーストックが増加する仕組みとして説明されている。スウェーデンの教科書がどうなっているかについての知識は筆者にはないが、おそらくは金融論の初級教科書には、この理論が紹介されていることが推察される。

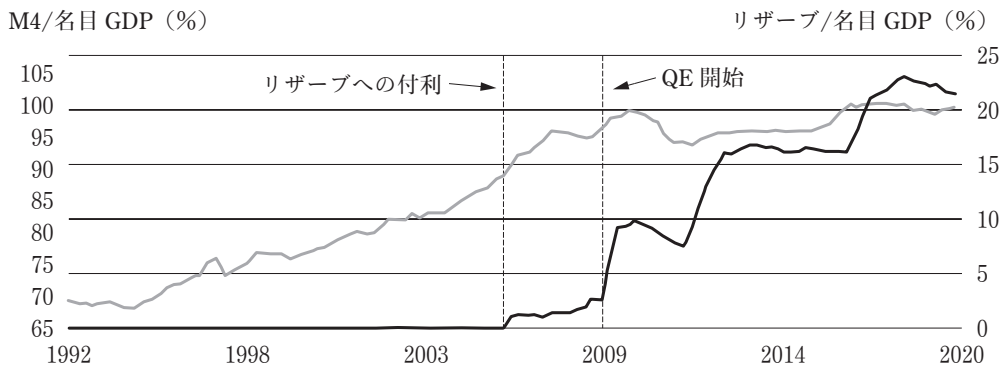
それではなぜ各国中央銀行は、このような議論を否定する論文をその公式媒体において発表したかといえ、政策金利がゼロ近傍ないしはマイナスの領域まで踏み込んで以降、ベースマネー（主として準備預金）の大量供給を行ってきているものの、マネーストック増はそれほどでもないことの説明をせざるをえないと考えたからではないだろうか。準備預金を準備率で除しただけのマネーストックが形成されることはなかったし、リスクバンク論文にもあるとおり、スウェーデンにはそもそも準備率規制が存在しないのである³⁾。そのためベースマネーの大量供給にまったく効果はないとはいえないものの、マクロ的なマネーストックは、商業銀行の与信行為（貸出・有価証券購入）により創造されるものであることを説明せざるをえなかったと思われる。

そもそも量的緩和（QE）政策に量そのものの緩和効果などはなかったことはほぼ明らかになってきている。その政策は、イリュージョンともギミック（インチキ）ともいわれてきたのである。この点で興味深いものに2023年4月に行われたイングランド銀行ブロードベント副総裁の講演「金融政策：価格か量か」(Broadbent [2023])がある。イギリスでは2022年以降、インフレ率の上昇が顕著となっており、これに対応して中央銀行のイングランド銀行は2021年12月以降に連続的な政策金利の引き上げを行ってきている。ブロードベント副総裁の講演は、このインフレ率の上昇は2020年のコロナ危機に対応して量的緩和を拡大したことの影響ではという批判を抑えるためという目的もあろうが、そもそも量的緩和には量そのものの緩和効果などなく、その目的は金利（イールドカーブ）の下げにあったのだとしている。

同副総裁が、講演で示している図表は極めて興味深いものである。そのひとつは図表1であり、これをみるならば2006年までのゼロリザーブの時期の方が2009年以降のQE実施以降の時期よりもマネーストックの増加率が高いことが分かる。ここには銀行券の増加率はないが、イギリスにおける銀行券の増加率は日本よりも小さくボラティリティも小さい。ここからベースマネー増とマネーストック増は無関係であるという結論が導かれることとなる。さらに図表2をみるならば、インフレーション・ターゲティングが導入された1992年から危機前の2007年のブロードマネー（マネーストック）の増加率と2008年から2019年のそれ（年平均）が比較され、さらにそれとインフレ率の関係が考察されているわけであるが、前者のマネーストック増加率が後者よりも倍以上高い一方で、インフレ率は前者の

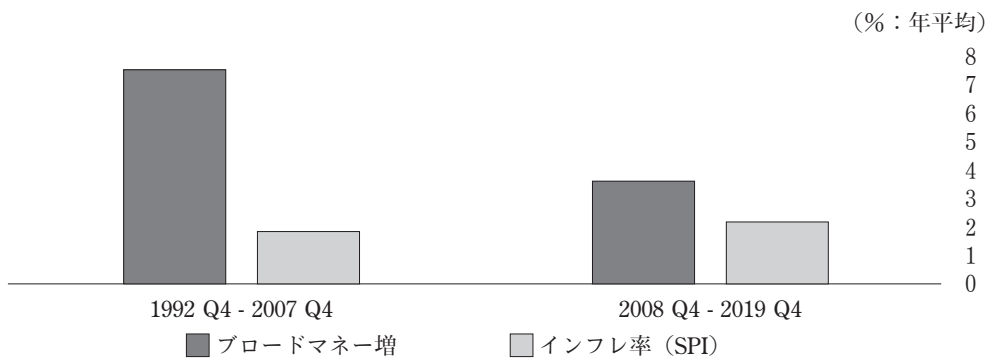
3) アメリカFRBにおいても、2020年5月に準備率はゼロとされ、2021年6月には法定準備（従前は無利息）と超過準備の付利金利は同一金利が適用されることとされた。

図表1 リザーブ増はブロードマネーの力強い増加に必要なでも十分でもない



[出所] Broadbent [2023] p. 4.

図表2 金融危機後のブロードマネーの増加率低下と物価



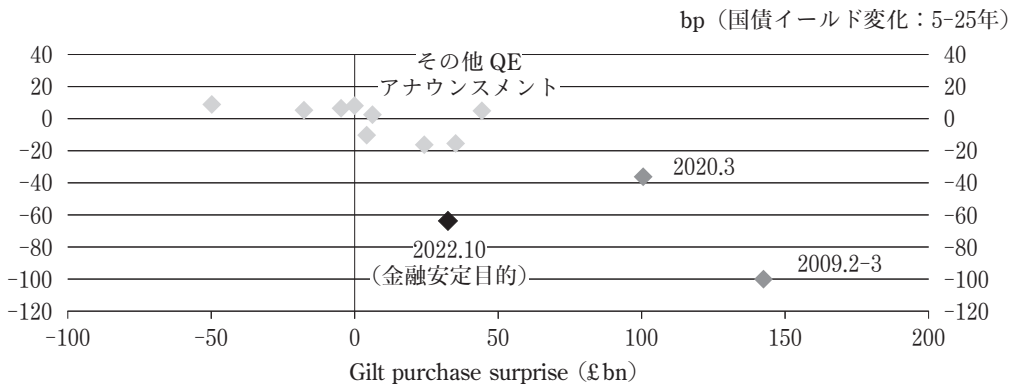
[出所] Broadbent [2023] p. 4.

方が低く、マネースtock増とインフレ率の正の相関関係はみいだせないとしている。一般的に同副総裁の講演はマネタリスト・アプローチを全面否定するものとなっている。

それではなぜイングランド銀行等の各国中央銀行はグローバル金融危機以降（日本銀行はそれ以前からであるが）において、非伝統的金融政策とも非標準的金融政策とも呼ばれる量的緩和（大規模資産購入）政策を行ってきたのであろうか。それは政策金利がゼロ近傍となり、それ以上の引下げが行えなくなり、国債等の資産の大量購入により準備の大量供給を行うことによりマーケットになんらかのインパクトを与えるのではないかと考えられたことによる。しかしそこには最初から明確な政策効果の波及経路が見通せていて行われたものではなかった。イリュージョンともギミック（インチキ）とも評されることのある政策の波及経路については、とりあえずの説明はなされているが、それらは立証されたものではない。はっきりしていることは量そのものの緩和効果はないということであろう。

前述のブロードベント副総裁の講演においては、量的緩和とは量の緩和効果ではなく、結局のところ金利に与える効果（イールドカーブの下押し効果）であったとしている。ただしそれについても、緩和のアナウンスメントおよび実際の購入の効果は、図表3でわか

図表3 資産購入はマーケットの流動性が低い時に大きく影響



[出所] Broadbent [2023] p. 19.

るとおり、マーケットに流動性が枯渇した時期、具体的には量的緩和を開始した2009年2-3月およびコロナショックの2020年3月の時期くらい（その他では2022年9月のトラスショックの時期であるが、この時期の資産購入についてはイングランド銀行は金融政策目的でなく、金融安定目的で行われたものであると説明している）で、ほかの時期においてはそれほど大きなものではなかったとしている。

このような見解はリスクバンク論文においても同様であり、平時においては政策金利の調節により、民間金融機関の与信行動（マネーストック）に影響を与え、経済過程に影響を及ぼすことを目的としていたが、金利調節だけでは民間金融機関の与信行動が変化せず、中央銀行がより直接的な行動にすることが必要であると認識されたからであった。

ただし、現代的な信用システムの成り立ちは、社会の構成員が2人で、民間銀行、中央銀行ともにゼロバランスであることから説明することができるということは重要である。この世界にあらかじめ貨幣が外生的に供給されている必要などないことを、このモデルは証明している。貨幣（預金通貨）は、銀行の与信行為により供給されており、銀行とはすでにある貨幣を右から左に移す仲介をしているわけではないのである。リスクバンク論文は、世界の始まりがこのようなものであっても、システムはもつということであるが、奇妙なことに貨幣が登場する前に民間銀行（2行）と中央銀行（リスクバンク）と中央銀行を頂点とする銀行間の支払決済システムとインターバンク市場も前提とされているのである。その意味で、このモデルは、現行の銀行システムを前提としつつ、マクロ的にマネーストックがどのように増加するかを極端な形でモデル化したものとみなしうる。そこからマクロ的なマネーストックがどのようにして増加するかを明らかにし、フィリップス型の信用創造論が謬説であることを示しているのである。

Ⅲ. 横山モデル・板倉金融論

リスクバンク論文が、フィリップス型の信用創造論を「不幸な虚偽表示」として全否定したのは2020年のことであるが、日本においても内生的貨幣供給論の見解はかなり以前か

図表4 発達した信用経済における諸経済主体のB/S(モデルI)

(単位 億円)

		中央銀行							
金融 部門	中央銀行信用	120	準備預金	120					
		120		120					
A行	準備預金	80	中央銀行信用	80					
	貸出	600	企業預金	500					
	社債	200	個人預金	300					
		880		880					
B行	準備預金	40	中央銀行信用	40					
	貸出	300	企業預金	200					
	社債	100	個人預金	200					
		440		440					
市中銀行(A・B統合)	準備預金	120	中央銀行信用	120					
	貸出	900	企業預金	700					
	社債	300	個人預金	500					
		1,320		1,320					
企業(統合)	預金	700	借入	900					
	機械	1,300	社債	400					
	設備等		純資産	700					
		2,000		2,000					
家計(統合)	預金	500	借入	500					
	社債	100	家財等	600					
	家財等	600	純資産	1,200					
		1,200		1,200					

〔出所〕横山 [1977] 26頁

らみることができる⁴⁾。しかしこれが一般に非常にわかりやすいものとして出版されたのは管見の及ぶかぎりにおいては1977年に出版された横山昭雄『現代の金融構造』(横山 [1977])であろうと思われる。なお、同書の発行時点において横山は日本銀行フランクフルト駐在事務員であった。

この横山の著書についての細かな紹介も筆者はかなり以前に行っている⁵⁾ので、ここで詳しくこれを行うことはしないが、同書における当初モデルは、「発達した信用経済における諸経済主体のB/S(モデルI)」(図表4)というものである。この当初モデルの特徴は「金融システム全体を考えると、まずなによりも市中銀行の対民間与信行動が、システム作動の始点である」(横山 [1977] 27頁)としていることである。そして特徴的なのは準備預金は市中銀行が預金の一部を中央銀行に預け入れるものでもなく、現金(中央銀行券)が漏出するからそれに対応するためのものでもなく(そもそもこの横山の当初モデルにおいては銀行券は登場していない)、マクロ的には中央銀行信用として供給されるものとなっている。これは、預金のすべてが銀行の与信行為によって創造されるものである以上、それは銀行にとってのフリーマネーではないわけであるから、その一部を中央銀行に預け入れることなどできず、マクロ的な観点からは中央銀行信用として供給されざるをえないものとして捉えられているのである。

そしてこのような観点は、フリップス型の信用創造論の否定へと直結する。まず横山が疑問を呈するのは「本源的預金」の流入である。横山は以下のように述べている。

「ここでまず疑問な点は、もし最初に流入した現金が逆に流出に転ずるような場合には、まさにこのメカニズムが逆方向に働いて、信用拡張ならぬ信用収縮のプロセスが展開されることになってしまうがこれをどう説明するのか、ということである。また仮に流出しないまでも、もしこの流入が1回かぎりのものであると、預金通貨の増加は一定額に収斂してそれ以上増えない(中略)ため具合が悪くなる。またさらに、この現金流入が相当なも

4) その一例として戦前期において日本銀行の総裁であった深井英五の著作『通貨調節論』(深井 [1928])を挙げることができる。

5) 齊藤 [2000] (齊藤 [2006] に所収)

のでないと、経済全体の預金通貨需要の増加に答えることができない。つまりこれら教科書は、この“なんらかの理由による現金の流入”が、不可逆的で、継続的、かつ相当量の規模で発生することを想定している。しかしこういう想定は、いかなる理論的、現実的妥当性をもち得るのだろうか。」(横山 [1977] 22-23頁)

これは、横山の当初モデルからどのようにマネーストックが増加するかを考えるならば明らかとなる。現金通貨の存在しないこのモデルにおいて、A行に新たな預金が流入するのはB行の預金者がその預金を下ろして預入するしかない。したがってその段階でB行の預金は減少しているわけであるから、フィリップス的な預金の増加は発生しようがない。さらにこれに現金通貨を導入するならば(横山モデルにおいては、モデルIIにおいて現金通貨(銀行券)が導入されるが、それにより不足する準備もまた中央銀行信用により供給される)、銀行システムの外部にあるそれが銀行に預金として流入するのであれば確かに預金通貨は増加するが、一方で現金通貨は減少する。そのためフィリップス的な預金増加が発生するためには継続的な現金通貨のマクロ的な減少が発生しなければならないが、現実には現金通貨は増加していると横山は述べているわけである。したがってフィリップス型の信用創造論は「不幸な虚偽表示」であると、1970年代において日本銀行のエコノミストは指摘していたのである。

「現金が市中銀行に預入されるとは、銀行券がその市中での役目を終えて回収されてくるときのことである。われわれはすでに、銀行券とはある程度の長さの時間をとれば、つねに市中での流通量が増加し続ける、つまり銀行に預入される量よりは引出される量の方が大きい、という事実を学んでいる。従って短期間ならいざ知らず、継続的かつ相当量の規模の銀行券が、流通過程から引揚げられて銀行組織に預入されていくケースを考えることは、到底困難であり、全く現実的根拠を持たない謬見として斥けざるをえない。」(横山 [1977] 23頁)

こうしてフィリップス型の信用創造論は「全く現実的根拠を持たない謬見」として排除されたわけであるが、日本の民間銀行界においても三井銀行の社長であり全国銀行協会連合会会長も務めた板倉譲治もまた、フィリップス型の信用創造論を否定している。板倉が内生的供給説に基づく金融理解を横山の本の出版よりも早い1971年の段階で都市銀行(および長期信用銀行)の中堅行員を集めての研修会である「都市銀行研修会」(主催は全国銀行協会連合会)における講演(都市銀行の当面する諸問題)において明らかとした。(この講演は、非売品の『都市銀行研修会講義録』に収められたが、1995年に出版された『私の金融論』(板倉 [1995])に収録された。)

板倉は、銀行は預金を集めて貸出しているわけではなく、「信用機構の中では、会計学の原則が機構全体を包んでいると考えればよい」(板倉 [1995] 6頁)のであり、銀行の貸出増が預金増となるのだと述べている。そして以下のようにも述べている。

「一般には、初めに銀行に資金(預金)の増加が生じて、その上で貸金が増加し得るように考えられているのでありますが、事実はその逆なのであります。まず個人や法人の貯蓄増加があって、これが原資になって、貸金の増加が生ずるのではないかと考えられる方

もあるかと思いますが、個人や法人の貯蓄増加（例えば預金の増加）は、その個人や法人に給料としてあるいは物の代金として支払われた資金の一部が、さらに他に支払われることなく、預金の形のままで残ったものであって、この給料や物の代金を支払った人（個人・法人）が持っていた預金が貯蓄をした人の預金に振替ったものに過ぎないのでありまして、新しく生まれた「原資」ではない。また、貸出とマネー・サプライの関係についても、貸出がふえることによって、その結果として、マネー・サプライがふえるのであり、マネー・サプライをふやせば貸出がふえるなどと考えるのは逆であり、誤解であります。」（板倉 [1995] 7頁）

このように外生的貨幣供給説を否定し、「本源的預金」流入論についても否定する板倉は、準備預金制度に関連して、この準備預金は集めた預金の一部を中央銀行に預入するというものではないとして以下のようにも述べている。

「中央銀行が存在する現在の金融システムの下では、準備預金制度というものがあつて、預金がふえた場合、その一部（数%）が準備預金として中央銀行に積立てを要する——つまり民間信用機構からその中核をなすマネー・マーケットを通じて中央銀行に資金が吸い上げられ、それだけ資金不足を生ずる——仕組みに必ずなっております。これが預金が貸金と均衡して増加することを妨げているかもしれませんが、しかし現実には、その準備預金として吸い上げられた資金に見合う資金は、同時に国債の買いオペレーションなどによりまして中央銀行から民間マネー・マーケットに必ず放出されているのであります。若しこの放出がなければ、民間マネー・マーケットに資金不足が生じ、準備預金が積みなくなりまので、金融政策として積立不足状態を発生させるという中央銀行の格別の意図がない限り、必ず放出されざるを得ないものでありまして、こうして民間の預金、貸金は均衡して発展してきているのであります。」（板倉 [1995] 8頁）

このような見解は、横山モデルにおいて準備預金見合いの資金（市中銀行のバランスシートでは負債）は中央銀行信用により供給されるというというのと同様のことを述べている。そしてこのような金融観から板倉においては、フィリップス型の「信用創造論」についても以下のように述べている。

「従来の金融論では、当初「貯蓄」が形成されて、これが銀行の「本源的預金」となつて貸出しが行われ、これから「派生的預金」が創造されると説明されているようであるが、この「初めに本源的預金ありき」という前提は「初めに預金があれば貸出しは出来ない筈である」という先入観があるために己を得ず考え出された論理ではないかと想像している。「初めに預金ありき」という前提は不必要なのである。」⁶⁾（板倉 [1995] xi 頁）

リスクバンク論文等で分かるとおり、優れた中央銀行家は内生的貨幣供給論に立脚し、フィリップス型の「信用創造論」を「不幸な虚偽表示」として完全否定しているわけであるが、日本においても優れた中央銀行家も同様の見解を表明しているだけでなく、民間の

6) この部分は1971年の板倉の講演からのものではなく、1995年に出版された著書の冒頭においての「追記「私の金融論」要旨」の注の文章である。

優れた銀行家も同様の金融観を持っていたことが分かるであろう。

IV. 建部による批判と銀行協会の対応

前章で優れた中央銀行家だけではなく優れた銀行家もまた貨幣供給の内生性を当然のことと考えていることを示した。ただ銀行顧客とくに預金者のほとんどが「銀行とは我々から集めた預金を企業等に貸出す機関」と思っている状況で、銀行から「貸出により預金が供給される」と主張するのには困難性が付きまとうのは事実であろう。

学界における少数派の内生的貨幣供給論者である建部正義はその著書『はじめて学ぶ金融論 [第2版]』(建部 [2005])において、「預金ないし受信業務が銀行業務の出発点ないし銀行の本質である」(建部 [2005] 45頁)と説明している例として1991年に出版された全国銀行協会連合会調査部編『図説わが国の銀行』(全国銀行協会連合会調査部編 [1991])を取り上げており同書から以下のとおり引用している。

「銀行は資金供給者と資金需要者の間に立って単なる資金仲介を行うだけではなく、信用創造を行う。銀行は取引先から現金や小切手を受け入れることによって預金を創出するが、貸出をも行い、その貸出金を借手の口座に払い込む形で預金を創出する。普通、前者を本源的預金、後者を派生的預金と呼んでいる。

預金は絶えず銀行から引き出されたり預け入れられたりするが、全体としてみると、その一定割合はどこかの銀行に滞留している。この間の関係をより具体的に説明しよう。

- ① いまある人がA銀行に現金で100万円を預金したとする。
- ② A銀行は支払準備分としてたとえば10%にあたる10万円を残して90万円を企業Pに貸し出す。
- ③ 貸出を受けた企業Pはこの90万円を商品の代金として企業Qに支払う。企業Qは自分の取引銀行であるB銀行にこれを預金する。
- ④ B銀行はこの中から10%の9万円を支払準備として除いて、残りの81万円を貸し出す。
- ⑤ こうして次々に預金から貸出を行っていくと、A、B、C……などの銀行全体では、最初に預けられた100万円の現金をもとに、貸出によって900万円の預金通貨が創られ、預金総額は1,000万円に拡張される。これを銀行の信用創造機能という。

以上は、現金が次々に動いてゆくこととして説明したが、実際に貸出をする時は現金を直接渡すことは少なく、通常、借り手の当座預金に入金されるので、銀行が貸出した分に等しい当座預金が増えることになる」。(建部 [2005] 46-47頁, 全国銀行協会連合会調査部編 [1991] からの引用)

ここでは銀行関連の業界団体により「不幸な虚偽表示」が説明されているわけであるが、引用の最後の文章においては、貸出増は預金増となっていることが全体を分かりにくくもしている。

建部は、この記述をもとに「不幸な虚偽表示」であるフィリップス型の信用創造論について否定する議論を展開している。もっとも全国銀行協会連合会調査部は、高校の教科書

や金融論の初級教科書にある記述をもとに、このような説明を行っているわけであり、オリジナルの議論として提示しているわけではないことから、若干「もらい事故」的な感じもする。これについては内生的貨幣供給論者である吉田暁⁷⁾が元全国銀行協会連合会調査部長であったことを意識して同書から引用したのではないかと筆者は邪推している。

それはともかくとして、建部はこの記述（フィリップス型の信用創造論）について、横山の指摘とほぼ同様に「本源的預金の不在」および「現金通貨の傾向的增加」を理由として謬説であると斥けている。そして金融の始点としては、あくまで銀行が非銀行民間部門の資金需要に応じて貸出を預金設定により行う（これが真の信用創造）ことに求められなければならないと、自説を展開している。

建部の著書が出版されたのは2005年のことであるがこれは「第2版」であり、「第1版」は1999年に出版されている（建部 [1999]）。この間に改訂された『図説わが国の銀行（2000年版）』（全国銀行協会金融調査部編 [2000]）においては、建部の指摘を意識してそうしたかどうかは明かではないものの、建部著の「第2版」においては、以下のような文章があることが指摘されている。

「銀行が貸出を行う際は、貸出先企業Aに現金を交付するわけではなく、Aの預金口座に貸出金相当額を入金記帳する。つまり、銀行の貸出の段階で預金は創造される。Aは、例えば仕入先Bへの支払いのために借入れをするのであるから、この預金は次に小切手や振込などの支払手段を使ってBの預金に振り替わる。Bの口座が別の銀行にあれば預金は貸し出した銀行から流出するが、銀行組織全体のなかには留まっており、銀行間の貸借で調整できる。このような過程が繰り返されるならば、銀行は無限に貸出＝預金を創造できることになるが、実際には、預金の一部は現金で引き出され、銀行の信用創造は現金準備（支払準備）によって制約される」。（建部 [2005] 49-50頁、全国銀行協会金融調査部編 [2000] からの引用）

これについて建部は、「銀行の信用創造は現金準備（支払準備）によって制約される」という部分以外は評価できるとし、民間非銀行部門の資金需要に応じて銀行が貸出を預金設定により行うことにより、預金貨幣が創出されることを説き、銀行券の増発や準備預金制度による準備不足に関しては中央銀行信用により供給されるという、横山モデルと同様の説明を行っている。その意味で上述の銀行協会編の説明は否定されるわけであり、インターバンク市場におけるコストの面から説明されている。筆者としては、信用創造の限度は、社会における優良なプロジェクトの限界の側面から説明されるのがよいと思われるが、これは建部の説明とも整合的であろう。内生的に考えるならば、銀行による信用創造は無限大となるなどということはないのである。

それはともかくとして、『図説わが国の銀行』は、その後数回の改訂が行われているわけであるが、現時点で確認できる最新版は2017年に出版された「10訂版」（全国銀行協会

7) 吉田の内生的貨幣供給説が銀行協会勤務中にどのように形成されたかについては、齊藤 [2023b] を参照されたい。

企画部金融調査室編 [2017]) である。

それ以前の版においては前掲のような記載に続けて、一般には次のように説明されることも多いとして、フィリップス型の信用創造論が説明されていたが、「10訂版」においては、以下のようなどちらで考えても同じと思われる記述となっている。

「このように実際には貸出によって一旦預金は創造されるが、一般には、まず預金があってそれを原資に貸出が行われ、それが繰り返される過程で信用創造が行われると説明されることも多い。この時、信用創造の原資となる預金者から銀行に預けられる現金のことを「本源的預金」、信用創造が行われることで生まれる預金のことを「派生的預金」という。

上記の例示については、例えば、右図（引用者注：本源的預金⇒派生的預金を説明する図：省略）のように考えることができる。①の段階で本源的預金100が預け入れられ、それを原資に支払準備の10を差し引いた90が貸し出される。次の段階では90の預金を原資に支払準備の9を差し引いた81が貸し出される、という過程が繰り返されると、最終的には、本源的預金100の10倍の1,000の預金が創造される（派生的預金は900）というわけであり、同じ結果になる。

なお、ここでは現金での流出のみを考慮したが、実際には民間銀行の中央銀行への預金（準備預金）も支払準備に含まれる。」（全国銀行協会企画部金融調査室編 [2017] 20頁）

非常にわかりにくい説明であるが、まずは前半部において（前出の建部の引用部：「第10版」においても同じ記述である）は、建部が批判しているが、現金漏出分の準備がどのように供給されるかが説明されていない（横山モデル等では中央銀行信用により供給される）という問題点がある。さらに問題なのは、前半の説明と後半の説明は、明らかに矛盾しているのに、同じことであると強弁している点である。

このことは、以下のような文章を読んで納得できる人がどれだけいるかを考えるならば明白であろう。

「地球は太陽の周りを公転している（地動説）。しかし一般には太陽が地球の周りをまわっていると説明されることも多く、これを天動説というが、実は両者は同じものなのである。」

結局、『図説わが国の銀行』の各版における「銀行の信用創造機能」において、フィリップス型の信用創造論の図表は一度たりとも消えたことはなく生き残ってきているのである。図説という本の性格上、何らかの図が必要とされるわけではあろう。筆者ならイングランド銀行論文（McLeay et al. [2014b]）の図を示し、「不幸な虚偽表示」については触れないようにするが、この点についてはここではこれ以上立ち入らないこととする。

むしろここで強調したいのは、「不幸な虚偽表示」の呪縛が如何に強烈なものかである。「天動説」が正しいと信じられていた時代には、それに異を唱えることは如何に難しかったかが想像できるのである。「フィリップス型の信用創造論こそがマネーストック増の秘密」であるとか「銀行1行では信用創造は不能であるが、銀行組織全体では可能」といった謬説（不幸な虚偽表示）が一掃されるにはかなりの時間を要さざるをえないのかもしれない

ない。

V. 金井信用先行説

貨幣供給が内生的に行われるか外生的に行われるかについては、19世紀のイギリスにおける通貨論争（それ以前の地金論争からともいいうる）以来のものといいうるが、今日においても両説が並立しており、リフレ派と反リフレ派の争いも根本的にはそこに根差したものとみなせるであろう。そしてどちらが優勢かといえば、わかりやすさの観点から外生説的見解が受け入れられ19世紀においてもピール銀行法が成立したし、20世紀末以降においては各国において量的緩和政策が行われ、政治の世界においてはそれが支持されてきている。

このような状況に決着をつけるという観点を全面に押し出した意欲的な研究書が2023年に出版された。その本とは金井雄一著『中央銀行はお金を創造できるか』（金井 [2023]）である。同書においては近い将来においてより本格的に検討をしたいと筆者は考えているが、本稿においては、「不幸な虚偽表示」への異議申し立てというテーマに即して簡単に関説することとした。

同書の主張を、ごく簡単にまとめるならば、貨幣供給の内生性を主張するためには、銀行による与信行為が預金通貨を創造するというだけでは十分ではなく、それが可能となるにはそれに先行して振替決済システムが形成されていなければならないという信用の先行がなければならないということであろうか。そのためには中央銀行への準備金の集中（発券の集中ではない）もまた前提とされるのである。

このような貨幣にたいする信用の先行を主張する観点からは、フィリップス型の信用創造論（不幸な虚偽表示）はどのように評価されるのであろうか。実は金井 [2023] においては、序章の注3)において、以下のような記述がなされている。

「預金と貸出が繰り返されることによって貨幣乗数倍（＝現金準備率の逆数倍）の預金が形成されるという説明は、フィリップスの著作（Phillips [1920]）を源とするかもしれないが、フィリップス自身は第一次大戦前のアメリカという特定の状況を対象として考察しており、信用創造の一般理論を展開したわけではない。そのためか日本の文献においては、「フィリップス流信用創造論」や「フィリップス型信用拡張公式」といった表現を目にする。本書もそれにならっているが、それは「貨幣乗数（信用乗数ともいう）アプローチによる信用創造の説明」を、フィリップスの理論としてではなく、その通俗化形態として理解していることを意味する。」（金井 [2023] 3頁）

この記述によるならば、「不幸な虚偽表示」は、「フィリップス型信用創造論」ではなく「俗流フィリップス型信用創造論」とイコールであるとしなければならないが、この通俗化論は、基本的にまず貨幣があることが前提とされている。そして中央銀行がベースマネーを供給することにより、マネーストックが増加するという見解となってしまうのである。

これに対抗するためには、「貨幣がまずあって貸借されるのではなく、貸借関係から

「貨幣が生まれてくる」(西川元彦)という貨幣観を持つことが重要であるが、貨幣とは何か、それはどのように供給されるかについて、金井 [2023] では各所で繰り返し述べられているが、明確な信用先行説的観点から以下のように述べられている。

(信用先行視点からみえるのは)「貨幣とは、先に信用取引が行われないと絶対に生まれないものである、という事実である。前提として振替決済システムの形成が必要であるが、振替決済が可能になれば、口座に記帳されている数字(預金)は支払すなわち債務解消が可能な貨幣となる。それゆえ、信用供与によって貨幣(預金)を創造できるようになるのである。つまり、与信者によって受信者の口座に数字が記入されれば、債務を清算できる貨幣が生まれる。そして、口座間の振替ではなく貨幣を手渡す支払いをするため口座から貨幣を引き出す人がいれば、銀行券が流通に入っていく。このようにして、貨幣(預金・銀行券)信用取引から生まれるのである。逆にいうなら、これ以外には貨幣に生まれる道はない。したがって、貨幣は絶対に内生的にしか供給されないのである。」(金井 [2023] 193頁)

筆者は、これにより「不幸な虚偽表示」は完全に否定されたと評価するが、貨幣論という観点からは、その発生について「物々交換の不便⇒物品貨幣⇒金属貨幣⇒コイン⇒紙幣」という物々交換神話は完全に否定される。そうすると貨幣は、発生史的には「債権債務関係⇒決済のための計算貨幣(イマジナリーマネー)⇒実体貨幣」という順序が、歴史的現実であるということは『負債論』でグレーバーが主張していることと近く、人類学の研究においては一般的な物々交換社会は実証されていない。だからこそグレーバーは、イングランド銀行論文(McLeay et al. [2014a])を絶賛したのであろう。ついでにいえば、債権債務関係(信用取引)の先行性を認めるならば、歴史的に計算貨幣の後に登場することとなる実体貨幣は、これも信用取引の決済のために用いられるものと考えれば、その素材価値自体が問題とされることはないのである。

そうすると、「兌換銀行券」は「金貨幣」に交換可能であるから流通したのではなく、債権債務関係を解消することができたから、流通可能だったということとなり、「不換銀行券」との間にその面での差異は認められないこととなる。ついでにいえば、「金貨幣」もまた、債権債務関係の解消(決済)に用いられるからこそ流通可能だったわけであり、それを信用貨幣と認識する観点が重要であると金井は主張しているわけであり、これはグレーバーとほぼ同様の観点であるといえる。

貨幣論関連の記述はとりあえずはここまでとして、本題の「不幸な虚偽表示」への異議申し立てについて話を戻すこととしたい。信用先行説(視点)というのは、金属貨幣等がまず存在してそれが貸借されるわけではなく、まず存在するのは債権債務関係(信用取引)であり、信用取引が成立するためには中央銀行(ここにおいて重要なのは発券の集中ではなく準備金の集中である)を含めた銀行間決済システムである。

このように考えるならば、「不幸な虚偽表示」への異議申し立てを行ったリクスバンク論文(Armelius et al. [2020])の最初の姿は、それほど不自然なものではないと評価できる。リクスバンク論文においては、この社会にはアンとアルフィーの2人しか存在しない。

しかしながら複数の民間銀行（実際には2行）と中央銀行（リクスバンク）は存在し、銀行間の決済システム、中央銀行の銀行への与信システムも存在するのである。このような前提のもとで、2人の社会のうちの1人の資金需要に応じて民間銀行1行が貸出を行うことにより預金（貨幣）が創造され、その1人は社会のもう1人の構成員にたいして、創造された預金をもって支払いを行うことが可能なのである。また受け取り側は全体的な支払決済システムへの信頼があればこそ、当該預金通貨を受け取るのであるが、これは今日において私たちが自らの銀行口座への入金を受け取る理由と同じなのである。

その意味ではリクスバンク論文の当初の世界は、既存の信用システムを前提としたうえでプラスアルファ分がどう形成されるかというものと理解することも可能であろう。したがって、それは2014年に発表されたイングランド銀行論文（McLeay et al. [2014b]：まずはある時点の銀行全体のバランスシートが示され、そこからどのようにマネーストックが増加するかを内生的に示している）と基本的に同じものとみなすことが可能なのである。リクスバンク論文は、現実的にありえない社会をモデル化したものではなく、そのような単純なモデルだからこそ、貨幣供給の内生性が明らかにできるということを示す（ただしそのためには信用システムの存在が前提とされる）ために構成されたと解釈されるべきなのである。そしてそのようなモデルが成立するということが、俗流フリップ型の信用創造論が「不幸な虚偽表示」にすぎないことを明確に示すことができていると解釈できるのではないだろうか。

VI. おわりに：信用論および貨幣論の革新のために

以上、本稿においては、内生的貨幣供給説を肯定的に捉え、俗流フリップ型の信用創造論を「不幸な虚偽表示」と断罪したリクスバンク論文は妥当であるとの評価を行った。この「不幸な虚偽表示」を信じるということは、貨幣供給が外生的に行われると信じていることによるものであり、それは現実ではないことを明らかとした。そして、さらにこれを強固なものとするためには、金井説のような信用先行視点が重要であることも確認した。

しかし、俗流フリップ型信用創造論（不幸な虚偽表示）は、まだまだ主流の位置にあり、高校の『政治経済』、『現代社会』の教科書には、それが学習指導要領に含まれていることから、必須の記載項目となっている。また、初級金融論、経済学あるいは経済・金融関連の書物に信用創造といえば俗流のそれが登場していて、主流の位置を降りていない印象もあるが、かといって現状分析に正面からそれを使用し論じているものがあるかといえば、そうではない。皮肉なことに、量的緩和政策が俗流のその地位を低下させてきたのかもしれない。

1990年に出版された堀内昭義『金融論』（堀内 [1990]）にはトービンが1963年に発表した論文から以下のような引用がある。

「経済学の初歩を教える教師にとって最大の勝利感を味わえるのは、おそらく銀行信用と銀行預金の乗数的創造を説明するときであろう。新入生の憧憬に満ちたまなざしを前にして、教師は「預金者たちが託した資金のみを貸出している」と確信している銀行の実務

家の議論をこきおろすのである。」(堀内 [1990] 91頁)

同書は、これに続けて「経済学の教育が非常に進んだ今日では、信用創造の乗数的過程の解説ごときが教師の誇りを支えることができない。」(堀内 [1990] 91頁)とし、1960年代とは異なることを強調しているが、実際の信用創造の説明は、単純に本源的預金が入るといったものではなく、日銀の買いオペレーションにより準備預金が増加するというものではあるものの、結局のところは通俗的な説明を行っている。1990年時点の代表的な金融論の教科書も「不幸な虚偽表示」を否定するにはいたっていないのである。そしてそれは現在においても同様であるといつてよい。

ただし近年においては、金井 [2023] の他にも「不幸な虚偽表示」に異議申し立てを行う研究が増えてきている。一例を挙げれば、2020年に出版された古川顕『貨幣論の革新者たち：貨幣と信用の理論と歴史』(古川 [2020])では、貨幣論の革新者として7名を挙げているがその中にフィリップスは入っていない。フィリップスの議論は、信用創造論のパイオニアと評価されるヘンリー・マクラウドについての章(第4章)で関説され、「マクラウドによって提示されたユニークな信用創造論は、その後のフィリップス[C. A. Phillips]による大きな影響のもとに変質を遂げ、いわゆる貨幣乗数(ないし信用乗数)アプローチに基づく貨幣供給理論が現在のマクロ経済学や金融論の主流を占めてきたと言えよう。」(古川 [2020] 79頁)と述べられ、「不幸な虚偽表示」の影響力の大きさをまずは認めている。しかし同書においてはマクラウドの議論が正しいとし、フィリップスの議論は、「現時点から見ると、彼の考え方は問題をいたずらに複雑化させ、間違った方向に議論を誘導する結果に終わったように思われる。」(古川 [2020] 99頁)と「不幸な虚偽表示」を断罪している。

同書において高い評価を与えられているのは、ミッチェル・イネス(第5章)である。金井 [2023] もイネスを高く評価しているが、このあまり高名とはいえないイギリスの外交官・経済学者は、1910年代に貨幣に関する2本の論文を発表している⁸⁾。これらにおいてイネスは、アダム・スミス以来の、物々交換の不便から物品貨幣が登場し、金属貨幣、硬貨そして紙幣へと貨幣が発展していったとする見解(スミスの誤謬)を批判し、物品貨幣に先立ち債権・債務関係が存在し、そこから決済のための計算貨幣(イマジナリーマネー)概念が登場し、歴史的には物品貨幣はその後に発生したものであるとした。この見解は、イネスの論文の約100年後のデビット・グレーバーの『負債論』(グレーバー(邦訳) [2016], 原著は2011年、増補版は2014年の出版)と同様のものであり、ほとんどの人類学等の実証研究は物々交換社会の存在を否定している。古川は、「イネスの見解は、経済学上の一つのパラダイムの変換ないしはパラダイム・シフトを意味すると言っても過言ではないように思われる。」(古川 [2020] 136頁)と、極めて高く評価しているが、本稿もまた「天動説から地動説へ」的な貨幣・金融理論のパラダイム・シフトに貢献できたら幸いである。

8) Innes [1913] および Innes [1914]

こうして内生的貨幣供給、信用先行説は、貨幣論へと影響してくるわけであるが、それは『資本論』体系における価値形態論にたいする疑問へとつながってくることとなる。マルクスの価値形態論は、19世紀的枠組みにおける商品貨幣説の一種として否定されざるをえないのかもしれない。

そうすると、従来の原理論における信用論は再考を要請されざるをえないこととなる。「利潤論」の展開時には存在しない、商業手形を銀行券で割引く銀行資本の分化独立を発生論的に説くことが、資本主義社会における銀行資本の独自の意味をどれだけ明らかにしているかは疑問である。また、それが現実の説明力を有するのかも疑問である。これに比べて、横山モデルやイングランド銀行、ドイツ連邦銀行、リクスバンクの各論文にあるモデルは、発生論的論理ではないものの（リクスバンク論文は発生を説いているかもしれない）、マルクス経済学の一般的な信用論よりもはるかに現実を説明する力をもっている。かつて吉田暁は、山口重克が理論的には信用ではなく現金貨幣が前提で、先に説かれるべきとしたのにたいし、信用論を現実の現金貨幣を基軸ないし起点とすることに疑問を呈していた。（吉田 [2008]）貨幣論だけでなく信用論もまた理論レベルでの大転回が要請されるのではないだろうか。

参考文献

- Hanna Armelius, Carl Andreas Claussen, David Vestin [2020] “Money and monetary policy in times of crisis” *Economic Commentaries* (Sveriges Riksbank) No. 4 2020
- Ben Broadbent [2023] *Monetary policy: prices versus quantities* (speech)
- Deutsche Bundesbank [2017] “The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process” *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, April 2017.
- Mitchell A. Innes [1913] “What is Money ?” *The Banking Law Journal*, May 1913.
- Mitchell A. Innes [1914] “The Credit Theory of Money” *The Banking Law Journal*, Vol. 31.
- Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas [2014a] “Money in the modern economy: an introduction” *Bank of England Quarterly Bulletin* 2014Q1.
- Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas [2014b] “Money creation in the modern economy” *Bank of England Quarterly Bulletin* 2012Q1.
- Chester A. Phillips [1920] *Bank Credit: A Study of Principles and Factors Underlying Advances Made by Banks to Borrowers*, New York.
- 板倉讓治 [1995] 『私の金融論』慶應通信
- 金井雄一 [2023] 『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
- デビット・グレーバー（酒井隆史監訳）[2016] 『負債論：貨幣と暴力の5000年』以文社
- 斉藤美彦 [2000] 「内生的貨幣供給説としての日銀理論—量的緩和論批判に至る系譜」『広島県立大学論集』第4巻第1号
- 斉藤美彦 [2006] 『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社
- 斉藤美彦 [2014] 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会
- 斉藤美彦 [2021] 『ポスト・ブレイグジットのイギリス金融：政策・規制・ペイメント』文眞堂
- 斉藤美彦 [2022] 「山口信用創造論の学説史的意義と限界」『宇野理論を現代にどう生かすか』

Newsletter 第2期第27号

- 齐藤美彦 [2023a] 「なぜ先進国中央銀行は貨幣供給の内生性に関する論文を発表したのか？」
『大阪経大論集』第74巻第1号
- 齐藤美彦 [2023b] 「内生的貨幣供給論への到達と深化：吉田金融論の形成過程」『大阪経大論集』第74巻第2号
- 齐藤美彦・高橋亘 [2020] 『危機対応と出口への模索 イングランド銀行の戦略』晃洋書房
- 全国銀行協会連合会調査部編 [1991] 『図説 わが国の銀行』財経詳報社
- 全国銀行協会金融調査部編 [2000] 『図説 わが国の銀行（2000年版）』財経詳報社
- 全国銀行協会企画部金融調査室編 [2017] 『図説 わが国の銀行（10訂版）』財経詳報社
- 建部正義 [2005] 『はじめた学ぶ金融論 [第2版]』大月書店
- 堀内昭義 [1990] 『金融論』東京大学出版会
- 深井英五 [1928] 『通貨調節論』日本評論社
- 古川顕 [2020] 『貨幣論の革新者たち：貨幣と信用の理論と歴史』ナカニシヤ出版
- 横山昭雄 [1977] 『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
- 横山昭雄 [2015] 『真説 経済・金融の仕組み：最近の政策論議，ここがオカシイ』日本評論社
- 吉田暁 [2002] 『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社
- 吉田暁 [2003] 「信用創造と信用貨幣—小林真之氏他の批判に答える」『武蔵大学論集』第51巻第2号
- 吉田暁 [2008] 「内生的貨幣供給論と信用創造」『季刊経済理論』第45巻第2号