

MMT での金融不安定性仮説の 統合に関する一考察*

横 川 太 郎

はじめに

最近、日本の政治・経済の分野で「現代貨幣理論 (Modern Money (Monetary) Theory; MMT)」への注目が高まっている。MMT はポスト・ケインズ派の経済学者であるランダル・レイとステファニー・ケルトンらを中心に 1990 年代末に登場した理論で、アメリカでは 2018 年末に民主党のアレクサンドリア・オカシオコルテス下院議員が支持を表明したことで一躍注目を集めた。また、日本でもケルトンが「日本政府と日銀は MMT を長年実証してきた」(日本経済新聞, 4 月 13 日朝刊) と MMT の成功例として日本を挙げたこともあり、2019 年 2 月頃から政府・日銀を巻き込んで議論が活発化している。

MMT はポスト・ケインズ派の流れを汲む経済理論であり、レイは「MMT は、ジョン・M・ケインズ、カール・マルクス、A・ミッチェル・イネス、ゲオルグ・F・クナップ、アバ・ラーナー、ハイマン・ミンスキー、ワイン・ゴッドリーなど、数多くの碩学の見識の上に築かれた、比較的新しいアプローチで…理論の様々な要素を大幅にアップデートし、統合してきた」(Wray, 2015, 邦訳 38 頁) としている。さらに、レイはその中でも特に「ミンスキーこそが、のちに MMT となる主要な要素をもたらした」(Wray, 2018, p.5) と、MMT の構築に当たってミンスキーの影響が極めて大きかったとしている。

ハイマン・ミンスキーはレイの師であり、資本主義経済の金融的な内生的不安定化を論じる金融不安定性仮説 (Financial Instability Hypothesis; FIH) の提唱者として知られている。FIH が 2007 年以降の世界金融危機の発生を説明する理論として多くの耳目を集めたことは記憶に新しい。しかし、こうしたレイによるミンスキーの貢献に対する言及がある一方で、彼が著した MMT の入門書である『MMT 現代貨幣理論入門 (Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary System)』におけるミンスキーへの言及はかなり限定的となっている。とりわけ、FIH についての言及は、第 4 章での政府の金融ポジションに関する議論と第 10 章での世界金融危機について MMT の分析の正しさを論じた部分などに留まっており、FIH の特徴である資本主義経済の内生的不安定化に関わる議論は見られない。そのため、エプスタイン (Epstein, 2019) は、これを「ミンスキー不在の謎」(*ibid.*, chap.6) と呼び、MMT が自身の提唱するマクロ経済政策の制約要因になり得

MMT での金融不安定性仮説の統合に関する一考察

る金融不安定性について十分に分析していないことを批判している。

とりわけ重要なのは、レイ自身が「ミンスキーはそれらの要素を MMT が行ったのと同じように組み立てなかったことは事実である」(Wray, 2018, p.5) と認めていることにある。確かに、MMT は一見ミンスキーの議論を引き継ぐ側面が数多く存在しているように見える。ただ、重要なのは本質的な部分でミンスキーの理論的な貢献を引き継いでいるかということである。

そこで、本稿ではレイを中心とした MMT の議論と FIH の関係に注目する。レイの MMT は、Wray (1998, 2000, 2015) で示された彼の表券主義の議論を基礎に各種の理論を統合して作り上げられたものであると考えられるが、そこに FIH がどのようにして統合されているのかを検討する。そうすることで、FIH が MMT に本質的な意味で統合されているか明らかにすることを試みる。

そのため、まず第 1 章で MMT の概要について、Wray (2015) で示された表券主義とそれが導き出す金融・財政政策について確認する。次に、第 2 章でミンスキーと表券主義の関係について、MMT においてミンスキーが表券主義の支持者と位置づけられた経緯を確認し、それに対して本来のミンスキーの貨幣観がどのようなものだったか論じる。そして、第 3 章で MMT の理論的枠組みを前提とした場合、金融不安定性仮説 (FIH) がどう変化するかオリジナルの FIH と比較しながら論じることで明らかにする。最後に、本稿をまとめた上で、MMT とミンスキーの議論を本質的に統合する上で必要となる課題について若干言及する。

1. MMT の理論的枠組み

1.1. 理論根幹としての表券主義

現代貨幣理論 (Modern Money Theory; MMT) の特徴は、計算単位を貨幣の本質的な機能とする表券主義 (Chartalism) の立場を取っていることである。

一般に、貨幣とは何かという貨幣本質論を論じる場合、(1) 計算単位、(2) 交換手段、(3) 価値貯蔵手段の 3 つの機能のいずれかから貨幣を定義する。内藤 (2011, 2019) によれば、これらの 3 つの機能のうち、(1) の計算単位を重視するのが、ポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論とクナップや『貨幣論 (*Treatise on Money*)』でのケインズ、MMT などの表券主義、(2) の交換手段を本質とみなすのが、古典派、オーストリア学派、新古典派の商品貨幣説、(3) の価値貯蔵手段を最も重視するのが、『一般理論』でのケインズとその影響を受けたデイヴィッドソンなどのポスト・ケインズ派だとされる (内藤, 2011, 23-25 頁; 2019, 18 頁)。

計算単位としての貨幣を重視する学説は、まず、第二次世界大戦前にケインズやクナップによって表券主義が論じられたが、戦後には継承されず長らく忘れ去られていた。しかし、

マネタリズムに対する批判が展開される中で、1980年代に内生的貨幣供給論が確立した。その代表的論者の1人であるレイが、1990年代に表券主義の立場から新たに展開するようになったのがMMTである。そのため、MMTは新表券主義（Neo-Chartalism）とも呼ばれている（内藤，2011，35-37，第6章，第7章；2019，20頁）。

表券主義とは何かについて、レイは「国家が計算貨幣を決め、それを単位として表示される義務（租税，地代，10分の1税，罰金，手数料）を課し，そうした義務を果たすための支払手段となる通貨を発行する制度である」（Wray，2015，邦訳38頁）と端的に表す。Wray（2015）における表券主義の理解は次のようなものになる。(1) 貨幣を決定するのは国家であるという貨幣国定説を採用している。(2) 国家は計算単位として租税や手数料などの債務の大きさを表す共通の表示単位を定める。(3) 国家は計算単位で表示される計算貨幣を発行する。その上で，(4) 国家は計算単位で納税などの義務を国民に課し，その義務を履行（相殺あるいは決済）する支払手段として計算貨幣を指定する。すると，(5) 国民は義務を履行するために，最終的に国家の発行する計算貨幣を手に入れる必要が生じる。すなわち，「人々が主権国家の通貨を受け取る理由の1つは，その通貨で租税を支払わなければならないからである。租税その他の義務は，その支払いに使われる通貨に対する需要を生み出す」（*ibid.*，44頁）のである。(6) 国家に対する義務的な支払いの存在は，国家貨幣に対する需要を保証する。そのため，国家に対し納税義務を負っていない経済主体も他の経済主体が受け取るであろうと考えて貨幣を受け取る。その結果，国家貨幣は一般受領性を帯びることになる。(7) 国家貨幣は，国家以外の経済主体から取引を通じて得ることは可能であるが，最終的な供給は国家による財・サービスの購入において他ない。ゆえに，納税などの義務は「政府自身の通貨に対する需要を生み出すことで，政府がそれを支出手段として（あるいは貸出手段として）使えるようにする」（*ibid.*，2015，44頁）が，同時に「納税者が通貨を使って租税を支払うのであれば，彼らが租税を支払えるようにするために，まず政府が支出をしなければならない」（*ibid.*，40頁）ことになる。その際，(8) 国家は計算貨幣を発行することで支出をすればよい。通常，財政政策としての公共支出を行う場合，事前のファイナンスとしての租税が必要だと考えられているが，表券主義ではストックとしての国家貨幣が存在する場合を除けば，まず国家が貨幣を供給しなければ義務の履行自体が成り立たない。つまり，「政府が支出や貸出を行うことで通貨を創造するのであれば，政府が支出をするために，租税収入を必要としない」（*ibid.*，39-40頁）のである。

これがレイの表券主義において「租税が貨幣を動かす」（*ibid.*，123頁）とされるゆえんである。彼の表券主義では，租税を含む国家が国民に課す義務の存在が，その履行のため国民に国家貨幣を需要させ，マクロの貨幣循環を作り出すのである。

1.2. MMT における財政・金融政策

「租税が貨幣を動かす」ためのもので財源調達のためのものではない場合、財政赤字や国債の累積が財政破綻を招かないかという「財政の持続可能性」に対する疑問が生じる。基本的に MMT では、「主権〔通貨〕¹⁾を有する政府は支払いがどれだけ増えても、期限通りにすべての支払い（利息の支払い）を続けられる」（*ibid.*, 150 頁）ことから財政は持続可能ということになる。ただ、これは民間部門が国債での純貯蓄を続ける意欲を失う可能性を排除しないため、より詳細な検討が必要となる。

この問題を論じるために、MMT では国内民間部門、国内政府部門、海外部門のうち「すべての部門が同時に財政黒字を計上して純金融資産を蓄積することは不可能である」（*ibid.*, 60 頁）という部門収支間の合計はゼロであるという原則に立ち返ることになる。すなわち、「国内民間部門収支 + 政府部門収支 + 海外部門収支 = 0」という関係にあり、民間部門において純金融資産を蓄積しようとする場合、その源泉は国内政府部門か海外部門から得るしかない。閉鎖経済を想定する場合、民間部門が黒字になるには、必然的に政府部門が赤字にならざるを得ない。

これに、「租税が貨幣を動かす」という命題を合わせると次のような主張が導き出される。すなわち、「政府の赤字が非政府部門の貯蓄を『ファイナンスする』、つまり、政府部門の赤字支出が非政府部門の黒字（すなわち貯蓄）を生み出す」（*ibid.*, 221 頁）のであり、「貯蓄が赤字を『ファイナンス』するのではなく、むしろ赤字がそれと同額の貯蓄を創造する」（*ibid.*, 228 頁）という従来論じられてきたものとは反対の因果が明らかになる。つまり、民間部門が「政府の負債での純貯蓄を望み、それゆえ支出を嫌い、貯蓄の欲求を満たすために財政赤字が生み出される」（*ibid.*, 237 頁）のである。そのため、民間部門による政府の負債での純貯蓄に対する欲求が変化しない限り、財政赤字は持続可能となる。

ただ、政府債務の金利が GDP 成長率を上回る状況でプライマリー・バランスの赤字が持続し、債務残高の対 GDP 比が上昇し続けて発散的になることで、民間部門が政府債務での純貯蓄を続ける意欲を失う可能性がある。この問題を避けるには、「自身が支払う金利を経済成長率より低くする」（*ibid.*, 149 頁）が必要になる。

その場合、MMT での金利がどのように決定されているかが問題となる。前述のように、表券主義では政府の支出には民間部門のような事前のファイナンスは必要ない。そのため、国債を発行せずとも貨幣を発行して財・サービスを購入できる。政府が財政支出を行うと、民間部門に貨幣が支払われることになるが、現代の金融システムではこれらは全て銀行預金の振り替え操作によって行われている。つまり、政府が貨幣を発行し支出を行うということは、受取り手の預金口座とその口座がある銀行の中央銀行の準備預金口座の両方に預金が生まれることを意味する。赤字支出に伴う準備預金の増加は、銀行をいずれ超過準備の状態にする。超過準備となった銀行はインターバンク市場で借り手を探すことになるが、準備預金

への需要は貸出総量で決定される必要準備によって規定されるため、金利に対して極めて非弾力となる。そのため、銀行が超過準備を削減しようと金利を引き下げても需給が満たされず、金利が中央銀行の誘導目標を下回った状態が続くことになってしまう。この問題を解決するためには、中央銀行が国債の売りオペレーションを実施して過剰な資金を回収することになる。また、準備が不足する場合には、中央銀行が国債の買いオペレーションを実施して資金を供給することになる (*ibid.*, 192-195, 220-224 頁)。

よって、MMT では、中央銀行が翌日物金利の誘導目標を「外生的」に決定し、その目標を達成するために国債のオペレーションを通じて準備預金を吸収または供給する。その結果、政府が金利の誘導目標を GDP 成長率より低く設定することで、財政の持続可能性を確保できるという結論が導かれるのである (*ibid.*, 149 頁)²⁾。

2. 信用貨幣論と表券主義の統合とミンスキーにおける貨幣

MMT は、表券主義をその理論の基礎に据えるが、政府の支出は前述のように多くの場合、現金としての国家貨幣を用いるのではなく、「銀行預金と銀行の準備預金に同時に振込がなされる」(*ibid.*, 195 頁) ことで行われる。課税の場合は反対に銀行預金と準備預金から同時に引き落としが行われることで実施される。その場合、政府支出によって供給される国家貨幣（銀行預金と準備預金）と銀行の信用創造によって供給される信用貨幣（銀行預金）との関係が問題になる。MMT では、内藤（2011, 2019）が指摘するように、表券主義と信用貨幣論（内生的貨幣供給論）は併存しているだけでなく統合されている。

その統合を行うにあたり、レイやケルトン（バル）が援用したのがミンスキーだった。ミンスキーの議論は、主に資本資産のファイナンスのための金融契約の動態について論じるものであるが、投資の資金供給のための銀行の預金創造について論じる信用貨幣論として取り出すこともできる。そのミンスキーの議論には、レイやケルトンが「通貨のピラミッド構造」(Wray, 2015, 邦訳 175 頁) あるいは「貨幣のヒエラルキー」(Bell, 2001, p. 158) と呼ぶ、貨幣と銀行制度の関係を論じた部分があり、この中に国家貨幣を位置づけることで、表券主義と信用貨幣論の統合を図っているのである。

ただ、その結果、MMT ではミンスキーも表券主義の立場を取っている (Wray, 1998, p. 27), あるいは表券主義の基本命題を支持している (Bell, 2001, p. 157) と主張されることになるのである。

2.1. MMT における信用貨幣論と表券主義の統合

まず、MMT において表券主義と信用貨幣論がどのように統合されているのかについてみてみる。内藤（2011, 2019）によれば、(1) 表券主義と信用貨幣論はともに名目主義、すな

わち計算単位としての貨幣の機能を重視する立場である。(2) 貨幣の使用目的としては、信用貨幣論は「負債の支払手段」、表券主義は「租税の支払手段」となっているが、租税を国家に対する負債と理解すれば、いずれも「負債の支払手段」となる。(3) 貨幣の流通では、信用貨幣は現実的に、表券主義は前提として国家による保証や承認を必要としている³⁾。(4) 中央銀行の役割については、信用貨幣論では決済手段の提供と最後の貸し手としての機能が強調され、表券主義では政府の銀行として役割と財政資金の移動や財政赤字で生じる準備の過不足を調整し利子率を維持する役割が強調されるという違いが存在する。ただし、両者は相互に補完的で矛盾するものではない。(5) 貨幣の管理では、両者は中央銀行による短期利子率の操作という点で一致している(内藤, 2011, 38-44 頁; 2019, 19-22 頁)。

このように表券主義と信用貨幣論は多くの共通の基盤を有しており、相互補完的に併存できるものとされている。さらに、国家貨幣と信用貨幣は「通貨のピラミッド構造」あるいは「貨幣のヒエラルキー」によって統合されているとする。

「MMT は、国家自身の通貨を頂点とする『貨幣ピラミッド』について議論する。国家の貨幣(準備預金と現金通貨)の下には『銀行貨幣』(銀行券と預金)が位置する。その下には、しばしば銀行預金で返済される、銀行以外の金融機関の債務を位置づけることができる。さらにその下には非金融機関の債務、そして最下部には家計の債務—これも通常は金融機関の債務で返済される—という序列になっている」(Wray, 2015, 邦訳 45 頁)

国家と民間の経済主体が発行する負債は、ヒエラルキーを有しており下位の負債は上位の負債を利用して決済されるという構造にあり、さらに下位の負債はレバレッジを掛けながら上位の負債を利用して上層から下層に行くに従い負債が増加していくピラミッド状の構造を有している。最も単純化した場合、その頂点に存在するのが、政府の負債である中央銀行の準備預金であり、その下に銀行の負債である銀行預金、そして銀行以外の主体の負債という三層構造となる。銀行以外の民間主体は、負債の決済を上位の銀行預金を利用して、銀行は負債の決済を中央銀行の預金で行う。これは負債の決済には信用度の高い第三者の負債が必要であり、非銀行民間主体にとっては銀行が、銀行にとっては中央銀行がより信用度の高い負債となるからである。中央銀行の預金が最上位の決済手段として機能しているが、これは国家の負債である。つまり、国家貨幣と信用貨幣は単に併存しているのではなく、国家貨幣は最も信用度の高い負債として、決済機構上で信用貨幣と統合されているのである(*ibid.*, p. 175-179; 内藤, 2019, 19-23 頁)。

2.2. ミンスキーの表券主義への統合とその意味

レイは、前述の連邦準備（FED）の負債を頂点とする負債のピラミッド構造が存在していること、銀行貸出は通常は需要に対して借り手の信用力に依拠しつつ、銀行が負債を受け入れて自らに負債を創造することで拡大すること、これらの負債は需要に応じて銀行間決済で連邦準備の負債に転換できることを、以下のミンスキーの議論に依拠して導き出している（Wray, 1998, pp. 28-29; 2000, pp. 56-58）。

「銀行が行う支払は、他の銀行に向けてなされる。ただし、このとき銀行は、同時に顧客の口座に支払を負担させている。受取銀行は、この支払が預金者の口座の貸方に計上される。このように支払は、支払銀行の顧客の口座あるいは与信枠から、受取銀行の或る口座の貸方に計上される…／…銀行間支払は連邦準備銀行にある各銀行の口座間での預金移転を導く。…公衆は銀行預金を貨幣として用いるのに対して、銀行は連邦準備預金を貨幣として用いる。これこそが、われわれの貨幣と銀行制度とがもつ基本的階層構造 [the fundamental hierarchical property] である」（Minsky, 1986, 邦訳 286-287 頁）

その上で、レイは人々がある程度、銀行預金を受け入れるのは、彼ら自身の銀行への支払い義務に使えるからだとしてミンスキーが論じていたことから、ミンスキーが信用貨幣の次元では貨幣を負債の支払手段と見なしていたとする（Wray, 1998, p. 29; 2000, p. 57）。

「われわれの銀行制度においては、銀行が顧客に対してなす支払は、通常、他の銀行の預金となる。貸付契約によって顧客への支払がなされたとするならば、いまやその顧客は銀行に対して返済義務を負うことになる。つまり彼は、銀行に対する債務を支払期日に履行できるように、経済あるいは金融市場において活動しなければならない。銀行に対する大勢の債務者が要求払預金の支払を銀行に命じる未払い債務をもっているから、要求払預金は交換価値をもつことになる。これら債務者は要求払預金を取得するために、仕事に従事し、財あるいは金融証書売却するであろう」（Minsky, 1986, 邦訳 287 頁）

このように、ミンスキーが交換手段としての貨幣よりも負債を償還するための支払手段としての貨幣に注目していることを指摘している。その上で、レイは国家貨幣についても、政府によって発行された貨幣が租税という負債により価値を与えられるという同様のロジックがミンスキーの中に見出されることから、ミンスキーも貨幣を租税の支払い手段とする表券主義の考えを支持しているとする（Wray, 1998, pp. 29-30; 2000, p. 57）。

「政府債が、預金発行銀行の帳簿上で主要な資産であるような経済では、税金の支払義務がこの経済の貨幣に価値を与える。…税金の支払義務によって人々が税を支払いうる貨幣を取得するために、労働し、生産する」(Minsky, 1986, 邦訳 287 頁)

こうしてレイ (Wray, 1998; 2000) は、これらのミンスキーの議論を元に、自身の表券主義と信用貨幣論を統合する一方で、貨幣本質論においてミンスキーが表券主義を支持していると結論付ける⁴⁾。そのため、MMT ではミンスキーを表券主義者と理解した上で、その理論を自身が示した表券主義と矛盾しないようにアップデート (修正) して統合していると考えられる。しかし、こうした操作は、従来のミンスキー理論に多くの修正を迫る。その点を明らかにするために、まずミンスキーが貨幣を本質的にどのようなものと捉えていたのかを確認し、表券主義を支持していると論じることで、どのような問題が生じるのか明らかにする。

2.3. 本来のミンスキーの貨幣理解

貨幣本質論において表券主義を支持するということは、貨幣の機能として見た場合には、計算単位としての機能を最も重視し、交換手段、価値貯蔵手段としての貨幣は二次的なものとして扱うことを意味する。そのため、表券主義を受け入れることは、ミンスキーが強調した「不確実性 (uncertainty)」の問題が後景に退くことに繋がると考えられる。

確かに、ミンスキーは貨幣を負債の支払手段とみなしていた。例えば、ミンスキーは「民間の債務が貨幣によって表示されている経済では、貨幣はそのような債務契約を満たすのに安全な資産である。貨幣はいつでも取引可能である。なぜなら、貨幣支払いを約束している経済主体は、貨幣を入手するための活動に従事しなければならないからである」(Minsky, 1975, 112 頁) というように、貨幣の価値を支払手段に求めている。しかし、同時に「資本主義経済における貨幣の特別な重要性は、貨幣が支払手段であるために生じているのではない」(ibid., 112 頁) と支払手段あるいは計算単位が貨幣の最も重要な機能であることを否定している。

それに代わってミンスキーが重視しているのが、価値貯蔵手段としての貨幣の役割である。前述のように、『一般理論』でのケインズとその影響を受けたデイヴィッドソンなどのポスト・ケインズ派は価値貯蔵手段を最も重視するとされる。また、一般に貨幣本質論では『貨幣論』と『一般理論』は断絶していると思われている (内藤, 2011, 23-25, 32-33 頁; 2019, 18 頁)。

ミンスキーの理論は、ケインズの『一般理論』の再解釈を通じて、未完に終わったケインズ革命を遂行しようとするものであり、『一般理論』以前の著作との関係では「『一般理論』

は『貨幣論』のもつ基本的な理論的視点を否定している」(Minsky, 1975, 13 頁) という立場を取っている。ミンスキーのいう基本的な理論的視点に、「貨幣理論の本源的概念」である計算貨幣が含まれているかは定かではない。しかし、ミンスキーは『ケインズ理論とは何か』(第 4 章)における貨幣の機能に関する議論において、一般理論出版後のケインズの論文 (Keynes, 1973) を引用した上で議論を始めている。その論文には、ミンスキーが引用していない部分を含めて、次のような一節が存在している。

「良く知られているように、貨幣は 2 つの主要な役割を果たしている。計算貨幣として機能することにより、実際の物体として存在していても、交換を促進する。この点においては、重要ではなく現実の影響もない便利なものである。第 2 に、貨幣は富の蓄蔵手段である。」

「…合理的でもありまた本能的でもあるが、富の蓄蔵として貨幣を保有したいという欲求は、われわれが将来に関する自分自身の予想や慣習を信じていない程度を示すパラメーターだからである。…貨幣を手放すために必要なプレミアムは、われわれの不安の程度を測る尺度である。」(Keynes, 1973 [1937], 174 頁。傍点筆者。)

つまり、ケインズにしてもそれを引き継いだミンスキーにしても、計算単位としての貨幣の役割を認めた上で、価値貯蔵手段としての貨幣をより重視する立場であると考えられる⁵⁾。ミンスキーが価値貯蔵手段としての貨幣を重視するのは、ケインズが貨幣保有への欲求は我々の将来に関する予想や慣習、不安の程度に左右されると論じていることから分かるように、貨幣が現実の資本主義経済が持つ「不確実性」に対する保険としての機能を有しているからである。つまり、「貨幣の保有—そして、貯蓄性預金、定期預金などの貨幣類似資産(ニア・マネー)とよばれる金融資産の保有—は、経済全体や特定の市場が予想外の不振に陥って、生産活動から期待されたキャッシュ・フローあるいは金融取引から調達できる現金額が、その必要額に満たなくなる場合に対する『保険』の役割を果たす」(Minsky, 1975, 113 頁) のである。

貨幣は、「その保有から全く純キャッシュ・フローを生み出さず」(ibid., 111 頁) ず利子を生まない。他の利子を生む金融資産への投資を選択できるにもかかわらず、人々が貨幣を富の貯蓄手段として保有するのは、不確実性に対する保険が必要だからである。すなわち、「不確実性を伴う世界では、ポートフォリオは必然的に投機的である。投機が避けられない世界—そこではどこに賭けるかが意思決定である—では貨幣は不毛ではないがゆえに、富の蓄蔵手段としての貨幣に対する需要が存在する」(ibid., 120 頁) のである。

このように、従来ミンスキーは、貨幣本質論において支払手段としての機能を認めつつも、

不確実性の存在からその保険として貨幣を保有する価値貯蔵手段をより重要視するという立場を取っていた。そのため、ミンスキーが貨幣本質論において計算単位あるいは支払手段としての貨幣を重視していたとした場合、価値貯蔵手段は二次的なものとなり、ミンスキーが重視した不確実性の問題は後景に退くことになる⁶⁾。

特に問題となるのは、MMT では主権通貨を有する政府の能力を強く押し出す結果、理論上において不確実性や期待の問題を論じる余地が狭められる傾向にあることである。翻って、これは MMT の理論的枠組みに従って政策を行えば、主権通貨を有する政府による活動が人々の期待の変化や不確実性に伴って生じる金融不安定性の多くの部分を抑制し、経済の安定性を高めることができ、そのことから期待や不確実性に関する言及は不要になるとも解釈できる。それを確かめるには、MMT の理論的枠組みが FIH に与える影響の検討が必要となる。

3. MMT と金融不安定性仮説

本節では、MMT の理論的枠組みを前提とした場合に、金融不安定性仮説 (Financial Instability Hypothesis; FIH) にどのような修正が生じるのかを、従来の仮説と比較しながら論じる。そうすることで、なぜレイやケルトンが、ミンスキーを表券主義者あるいは少なくとも表券主義の基本命題を支持していると論じたかが明らかになる。

本節における結論を予め述べると、FIH では、貨幣を単なる計算単位 (支払手段) と捉えるか、支払手段に加えて不確実性に対する保険 (価値貯蔵手段) としての機能がより重要だと捉えるかで、資本主義の内生的な不安定化の過程における貨幣の役割が変化する。すなわち、貨幣を単なる支払手段とした場合、財政赤字が意味するところは、「政府債が銀行その他の金融機関のポートフォリオの中に組み込まれていき、そのことによって、銀行システムや金融システムが債務不履行の危機にさらされる可能性が弱められる」(Minsky, 1986, 260 頁) ことに繋がる。その結果、頑健な金融構造が持続的に作り出される。しかし、これが常に成立するのは、不確実性の問題を捨象した場合のみである。

不確実性の支配する世界では、「受容可能な内部資金に対する外部金融の比率は、経済主体の経験と負債による資金調達を行う経済を反映して、時間を通じて変化する」(*ibid.*, 229-230 頁)。そのため、市場参加者が利潤獲得見込みについて悲観的な予測をしていれば、受容可能なレバレッジは縮小し、反対に市場参加者が利潤獲得見込みについて楽観的な予測をするようになれば、受容可能なレバレッジは拡大する⁷⁾。悲観的な予測が広がっている状況では、不確実性に対する保険としての貨幣の価値が高まることから、政府財政の赤字は市場参加者による貨幣そのものあるいは貨幣類似資産、国債の保有につながり頑健な金融構造を作り出す。しかし、楽観的な予測が広がっている状況では、市場参加者による不確実性に

対する保険としての貨幣を保有しようとする動機は低下し、政府財政の赤字は、そのさらなる促進と投資の拡大に結びつき、資産バブルを増幅して脆弱な金融構造への移行を促進する可能性が高くなるのである。

3.1. 金融不安定性仮説 (FIH) の諸前提

ミンスキーの FIH は、外部金融での投資の資金調達が恒常化した「複雑な金融・貨幣制度および慣行をもつ経済」(Minsky, 1986, 211 頁)において、投資と金融の相互作用が、内生的な不安定化を引き起こす過程を明らかにするものである。FIH を展開するに当たりミンスキーは、「不確実性と資本主義的な金融の使用の下での投資の分析」(*ibid.*, 143 頁)こそが、『一般理論』におけるケインズの理論的な核心だと見なしていた。そのため、FIH は金融を伴う投資と不確実性が景気循環を通じて資本主義を内生的に不安定化させることを論じる理論、とりわけ「脆弱で不安定な金融構造の出現をもたらす、持続的な成長によって特徴づけられる時期における発展」(*ibid.*, 212 頁)の分析に重心を置いた理論となっている。

さらに、「制度の発達にともなって現実に生起する事柄も変化するので、たとえ景気循環と金融危機が資本主義の不変の属性であるとしても、経済がたどる現実の経路は、制度、慣行、および政策に依存する」(*ibid.*, 213 頁)とあるように、FIH では現実経済の制度のアレンジメントが金融不安定性の発生を考える上で重要な役割を果たすことを示唆している。

これは過去から受け継いできたストックもまた経済の安定性に影響を与えることを意味する。すなわち、「経済活動の金融は、金融取引契約の残留物として生じる。投資は、総産出量、所得分配、および生産能力に影響を及ぼすのみならず、資本主義経済においては、それはまた、金融構造の残留物を残す。さらに、過去から受け継がれた資本資産ストックのポジションは、バランス・シートの負債側に記載される金融手段によって金融される」(*ibid.*, 242-243 頁)というように、現実経済における景気循環は金融契約が存在しない白紙の状態ですべてスタートするのではなく、過去の循環での残留物としての金融契約や資本資産などのストックが存在する中でスタートすることになる。こうした過去からのストックの存在を重視する FIH の分析視角は、部門間収支に代表されるフローの分析を重視する MMT とは大きく異なるものとなっている。

3.1.1. キャッシュ・フローの 3 形態

むしろ、ミンスキーの議論にもフローの分析は存在する。ただ、過去から受け継がれたストックが存在する経済では、過去の金融契約を有効化し、また現在の金融契約が将来に有効化されることが期待されなければ投資は行われぬ。そのため、ミンスキーは、キャッシュ・フローに注目する。ミンスキーは、家計、企業、政府の各部門をあたかも銀行のよう取り扱う。彼は金融契約における貸し手と借り手のキャッシュ・フローに注目し、それには 3

つの形態が存在しているとする。

(1) 保有する資本資産を使用することで得られる「所得キャッシュ・フロー」があげられる。これは企業部門の場合であれば、固定資本財、原材料、および購入され生産のために使用される半加工財などを用いて生産を行い、その産出物を市場において販売した際に得られる準地代（＝粗利潤）を指す。また、家計部門の場合であれば賃金、政府部門の場合であれば税収が該当する⁸⁾。(2) 既存の、過去からの債務に対する元金と利子の支払いのための「バランスシート・キャッシュ・フロー」があげられる。(3) 資産の取得や売却あるいは新たな債務（負債）の発行により、資本資産や金融資産の所有者が変化することで生じる「ポートフォリオ・キャッシュ・フロー」があげられる。

これらのキャッシュ・フローの間には、資本資産の保有者が保有する資本資産を使用して創り出した産出物を販売することから得る所得キャッシュ・フロー、その産出物を購入する経済主体による資本資産の購入のためのポートフォリオ・キャッシュ・フロー、そして所得キャッシュ・フローから金融契約の履行のために支払われるバランスシート・キャッシュ・フローという相互関係が存在している。資金の借り手は金融契約を履行するために、保有した資本資産の使用から得られる所得キャッシュ・フローが、金融契約の履行に必要なバランスシート・キャッシュ・フローを生み出す必要がある。しかし、現実には全ての場合で所得キャッシュ・フローがバランスシート・キャッシュ・フローを満たすものとは限らない。その場合は、所得キャッシュ・フローとポートフォリオ・キャッシュ・フローを組み合わせることになる。

そのため、「経済における所得キャッシュ・フロー、バランスシート・キャッシュ・フローおよびポートフォリオ・キャッシュ・フローによる支払の相対的な比重は、金融システムがどの程度混乱に陥りやすいかを決定する」（Minsky, 1986, 邦訳 251 頁）ことになる。端的に言えば、経済において支払契約を履行する上で、主に所得キャッシュ・フローが使用される場合は、期待利潤が実現する限り、金融危機に陥りにくい性質をもっているのに対し、ポートフォリオ・キャッシュ・フローを得るためのポートフォリオ取引が広範に行われる場合は、金利変動や金融市場条件などの影響を受けるため、金融危機に陥りやすい脆弱な構造になる（*ibid.*, 242-254 頁）。

3.1.2. 資本資産ポジションの3形態

FIH を論じるときに頻繁に用いられる「ヘッジ金融」「投機的金融」「ポンツィ金融」という3つの金融形態は、負債に対する現金支払契約であるバランスシート・キャッシュ・フローと、保有する資本資産あるいは金融資産からもたらされる所得キャッシュ・フローとの間で、ポートフォリオ取引が必要になる可能性に注目して作られた金融形態の分類である。

「ヘッジ金融」とは、資本資産ポジションからの所得キャッシュ・フローが全期間を通し

て債務履行に必要なバランスシート・キャッシュ・フローを上回っている状態を指す。

「投機的金融」とは、資本資産ポジションからの所得キャッシュ・フローが近い将来においては負債の元本と利子を含めた債務履行に必要なバランスシート・キャッシュ・フローを下回っているが、負債の利子費用に関しては上回っている状態を指す。そのため、近い将来、債務を履行するために負債の借り換え（再金融）か資産の売却を行うポートフォリオ取引が必要となる。このような事態の背景には、投機的金融を行う経済主体が耐久性が高く、寿命の長い資本資産の調達を短期の金融によって行っていることがあげられる。つまり、負債の満期日が「資本資産の寿命」に対して短いために、日々の経済活動によって減耗する資本資産の額に比べ、支払に含まれる元本部分の額が大きくなってしまいうのである。その場合、バランスシート・キャッシュ・フローの不足は資本資産を取得後すぐの時期に発生しやすく、その後、資本資産の減耗（＝減価償却）が進むと元本分の支払いが可能になる。

「ポンツイ金融」とは、資本資産ポジションからの所得キャッシュ・フローが、近い将来の時点において、元本だけでなく利子分についても債務履行に必要なバランスシート・キャッシュ・フローを下回っている状態を指す。そのため、ポンツイ金融の状態にある経済主体は、金融債務の履行のために、さらなる負債の発行もしくは銀行からの借入、資本資産の売却を行うポートフォリオ取引が必要になり、負債残高が累増する。ポンツイ金融に従事する主体は、将来における資本資産価格の上昇を見込んで意識的に投機を行っている場合もあり、その場合には資本資産価格が上昇するまでは当該資産の売却という選択肢は採らず、負債の借り増しが可能な限りはそれを繰り返す。

ヘッジ金融は、資本資産の使用から得られる所得キャッシュ・フローが期待利潤を下回らない限り、債務不履行に陥ることはない。もちろん、実現所得キャッシュ・フローが期待値を下回り所得不足に陥れば、ヘッジ金融は投機的金融に変化する。反対に、投機的金融も実現所得キャッシュ・フローが期待を上回り、負債の元本と利子の両方を支払えるようになる、あるいは長期負債への借り換えが実現すればヘッジ金融へと変化する。

一方、投機的金融とポンツイ金融は、期待所得キャッシュ・フローの実現の問題に加え、借り換えが必要になることから、その際の金融市場における諸条件の変化に対処しなければならぬことになる。また、投機的金融を行う経済主体が不足する元本分の負債を再金融によって調達するのに対し、ポンツイ金融を行う経済主体は利子をも負債化して債務構造に組み込む。そのため、投機的金融の場合には、再金融の際にポートフォリオ取引が必要になるが、ポンツイ金融の場合には金融債務の履行に際してもポートフォリオ取引が必要になり、それだけ債務履行の不確実性が高まることになる。

以上のことを、一経済主体あるいは一国で見た場合、ヘッジ金融が大宗を占めていれば金融的に頑健な状態であり、それに対し投機的金融とポンツイ金融の比重が高まってくると金融市場の状態に影響されやすい、金融的に脆弱な状態になるのである（*ibid.*, 255-260 頁）。

3.2. オリジナルの FIH と MMT 版の FIH：比較と妥当性の検討

本節では、FIH で金融的な脆弱性が内生的に高まる過程をオリジナルの FIH に沿って説明しつつ、MMT の理論的枠組みを適応した場合、FIH がどのように変化するかを比較・検討する。ここでは、FIH を 3 つの過程に分解し、それぞれについて従来の FIH での議論を説明した上で、MMT の理論的枠組みを前提としたときに、従来の説明とは異なる答えが導き出される場合にはそれを説明する。その上で、MMT の理論的枠組みを適応することの妥当性を検討する。

3.2.1. 初期状態：金融危機の直後あるいは失業をともなう不況状態

金融危機の直後の時期には、危機での手痛い損失から資金の貸し手と借り手の双方が投資に対し用心深くなる。そのため、資金の貸し手と借り手の双方が危険回避的になる⁹⁾。その結果、金融契約ではヘッジ金融が優勢になり、また流動性選好の高まりから家計や企業は不確実性に対する保険として貨幣や貨幣類似資産あるいは国債を保有する。失業を伴う不況の状態は労働の超過供給状態を意味することから貨幣賃金が低下し、貨幣賃金の下落は産出物の供給価格の下落を招くことから物価水準も下落する。ただ、物価水準の下落は、物価でデフレートした貨幣残高の価値を上昇させる。そのため、貨幣資産の保有者が所得に対する消費の比率を高める、いわゆる実質残高効果が発生する。消費の増加は利潤の増加をもたらし、利潤の増加は資本資産価格を上昇させる傾向を持つ。また、同時に利潤の増加は、所得キャッシュ・フローの増加を意味することから、このことは (1) 既存の債務構造によって課せられている支払契約を有効化させる上での困難を緩和する、(2) 借入によって投資を行う能力を高める、(3) 不確実性に対する保険を提供する貨幣の効能あるいは流動性プレミアム¹⁰⁾ の価値を低下させる。その結果、金融取引契約 1 単位当たりの所望現金残高が低下し、借入を拡大して投資を行ったりすることで資本資産への需要が増大して、資本資産価格が上昇する (Minsky, 1986, 邦訳 161-167, 219-241, 260 頁)。

3.2.2. 投機ブームの発生

投資支出の増加は、利潤 (所得キャッシュ・フロー) の増加を招く。これは実現利潤が期待利潤を上回ることを意味する。そのため、「内部資金フローが改善されることによって投資需要が増加し、資本資産の (暗黙の) 価格が引き上げられ、外部金融によって投資資金を調達する借り手の意欲は高まる」(ibid., 238 頁) ことになる。また、静穏な経済拡張が続き、期待所得キャッシュ・フローを上回る実現所得キャッシュ・フローが続くと、資金の貸し手と借り手の双方の利潤獲得見込みの予測は、次第に楽観的なものへと変化していく。その結果、貸し手のリスクと借り手のリスクが減少し、受容可能なレバレッジは拡大する。資本資産の需要は、その期待利潤によって決まっており、特に完全雇用が達成され維持されるよう

な状況では、成功によって勇気づけられた資金の貸し手と借り手はさらなる投資の拡大のために、より多くの負債による金融を受け入れるようになる。その結果、資本資産への投資需要の拡大は、完全雇用の水準では均衡せず、「完全雇用均衡を上方へ破壊する」あるいは「完全雇用を上回る投機ブームを出現させる」(*ibid.*, 218 頁) ことになるのである。

オリジナルの FIH での展開

従来 of FIH において、投機ブームの持続に必要な資金需要は、主に金融革新によって満たされる。ミンスキーによれば、「静穏な経済拡張の時期には、利潤を追求する金融諸機関は、『新しい』形態の貨幣、有価証券に於ける貨幣の代替物、およびさまざまなタイプの経済活動のための金融の技術を開発したり、再発明したりする」(*ibid.*, 218 頁)。金融構造と金融制度の革新者は、資金の貸し手であるか借り手であるかにかかわらず、多くの利益を得ることから「銀行その他の金融機関、企業、および家計は、つねに新しい金融活動の方法を探し求めて」(*ibid.*, 243 頁) おり、模倣者が追従することで急速に普及することになる。金融革新によって新たに生み出される金融手段や金融資産は、多くの場合、流動的な短期債務の形式を取る。その短期債務により長期の資本資産を保有することで、短期と長期の利子率格差から貸し手と借り手の双方が利益を得る可能性が高い。そのため、短期の負債で長期の資産保有をファイナンスする投機的金融やポンツィ金融が展開され、経済全体でヘッジ金融に従事する経済主体が相対的に減少し、投機的金融やポンツィ金融に従事する経済主体が相対的に増加することになる。

また、金融革新により投機的金融やポンツィ金融の展開が可能になることは、金融システム全体でみれば一定の準備でより多くの投資のための資金調達を支えることが可能になることを意味する。このことは貨幣量に変化しなくてもより多くの投資を支えることを可能にする反面、経済全体の流動性水準を引き下げる。そのため、中心的な借り手が利子率上昇や期待所得キャッシュ・フローが実現しないことで支払不能に陥ると、「通貨のピラミッド構造」を通じた支払不能の連鎖、あるいは上位の金融機関や金融市場に投資家が貨幣または貨幣類似資産を獲得しようと殺到するといった事態を引き起こす可能性を高める (Minsky, 1982, 邦訳 253-257 頁; 1986, 邦訳 260-264 頁)。

こうして、静穏な経済拡張が続くと、資金の貸し手と借り手は利潤獲得見込みについて楽観的になり、さらなる投資拡大を企図し、それが金融革新によって可能になる。ゆえに、完全雇用に達した経済で中央銀行が景気の過熱化を防ごうとしても、その努力は少なくとも部分的には金融革新によって相殺されてしまい、「完全雇用を上回る投機ブーム」が出現するのである¹¹⁾。しかし、金融革新による資金需要の充足は、経済全体の流動性水準を低下させ、短期金利の上昇および期待所得キャッシュ・フローが実現しないときに、連鎖的な支払不能や支払手段を確保しようとする流動性逼迫を引き起こす可能性を高める。つまり、金融

MMTでの金融不安定性仮説の統合に関する一考察

的に脆弱な状態が内生的に作り出されるのである。

MMTの枠組みを組み込んだ場合の展開

次にMMTの理論的枠組みを前提とした場合に、この投機ブーム発生の過程がどのように変化するのか検討する。ここではWray (2015)に加えて、Tymoigne & Wray (2014)に注目する。

Tymoigne & Wray (2014)の*The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*は、戦後アメリカ経済をミンスキーの「資本主義の金融的發展段階 (The Stage of Capitalist Financial Development)」の側面から論じるもので、戦後の経営者資本主義 (Managerial Capitalism) から資金運用者資本主義 (Money Manager Capitalism) への移行を論じた上で、その下での2000年代のサブプライム金融危機を分析している¹²⁾。本書ではFIHを理論的なフレームワークと位置づけているが、そのFIHは随所においてMMTの枠組みを反映したものとなっている。

ティモワーニュとレイは、静穏な経済拡張が続く金融不安定性が高まる過程について、オリジナルのFIHとは異なる議論を展開している。まず、前提としてポンツィ金融への移行が生じて金融不安定性が高まるのは、経済成長が民間部門と主権通貨を持たない政府により主導される場合だとしている¹³⁾。それに対し、主権通貨を持つ政府は自身で通貨の発行が可能であり、債務不履行に陥ることがないため、政府の全ての負債がヘッジ金融になり財政赤字の累積は問題にならないとする¹⁴⁾。

MMTでは、海外部門を除けば国内民間部門の赤字が政府黒字と等しいという関係にあることから、「[一] 国が経常収支黒字を持続 [することが] できないならば、長期的な成長を促進するには、政府財政は持続的に赤字に偏らなければならない」(Wray, 2015, 邦訳393頁)。そのため、静穏な経済拡張が続いている時期でも財政赤字が持続することになる。政府が恒常的に財政赤字になると、民間セクターは黒字となり、その分だけ利潤が増加する。その結果、期待所得キャッシュ・フローを実現所得キャッシュ・フローが上回ることになり、所得キャッシュ・フローに対する負債の支払取引契約の比率が継続的に低下することになる。つまり、民間部門の支払能力が強化され続けることで、投機的金融だった金融契約がヘッジ金融に、ポンツィ金融だった金融契約が投機的金融に変化する可能性を高め、金融的な安定性を高めると論じるのである。また、政府が国債やその他の債務不履行のない流動的な債券を供給することで、民間部門のバランス・シートの流動性水準を高めるとする (Tymoigne & Wray, 2014, pp. 24-29)。

このように、ティモワーニュとレイは、MMTの想定と主権通貨を有する政府による赤字支出が行われれば、静穏な経済拡張が続く時期でも投機的金融やポンツィ金融の比重が高まるのを抑制し、金融的な安定性を高めることができると論じるのである。しかし、FIHの

理論的な枠組みが本来問題にしている不確実性と期待の作用という観点から見た場合、これらの議論は必ずしも整合的ではない。

MMT 版 FIH の問題点

まず景気循環を通じた期待の変化と長短金利差の存在が問題となる。前述のように、MMT では国債の累積が財政破綻を招かないと結論づける一方で、債務比率の爆発的な上昇を避けるために低金利政策を中央銀行が維持する必要がある。しかし、中央銀行が低金利政策を採用すれば短期金利も低位となり長短金利差が拡大する。そのため、長期の資本資産を短期債務で保有する投機的金融やポンツィ金融を行うことで利益を得られる可能性が高まる。ゆえに、マクロにおいて各経済主体が従事する金融形態をヘッジ金融に向かわせる諸力が働いていても、ミクロにおいて利潤獲得機会を狙う経済主体が投機的金融やポンツィ金融を展開する強い誘因が存在していることになる。

金融不安定性が高まるかどうかを決定しているのは、「市場参加者が潜在的な利潤獲得見込みについての楽観的な予測を信じ」(Minsky, 1986, 邦訳 262 頁) るかという人々の期待であり、過度に楽観的な予想が広がれば不安定性を高める諸力が、金融的な安定性を高める諸力を上回る可能性がある。次の不確実性の問題と合わせて考えると、静穏な経済拡張下における低金利の維持は投機ブームを加速させる可能性がある。

次に、貨幣本質論に起因する問題があげられる。既に論じてきているように、MMT では貨幣の本質的な機能を支払手段とみなしているのに対し、ミンスキーは不確実性に対する保険としての価値貯蔵手段を重視している。貨幣を単なる支払手段と見なせば、政府による恒常的な赤字は、民間部門にしてみれば支払手段あるいは所得キャッシュ・フローを増加させて債務履行の可能性を高め、金融的な安定性を高めることに繋がる。

しかし、不確実性を重視する場合、政府支出に伴う所得キャッシュ・フローの増加は、不確実性に対する保険として貨幣を保有する動機を低下させる。つまり、貨幣が有する流動性プレミアムの価値が低下するため、経済主体に利子を生まない貨幣の保有比率を引き下げるよう促し、所得キャッシュ・フローを生む資本資産への投資が拡大して、内部資金に対する外部資金の比率、すなわちレバレッジが高まるのである。そのため、政府の恒常的な財政赤字は、国家貨幣あるいは準備預金の供給増加を招き、それが通貨のピラミッド構造を通じて大規模な資本資産への投資需要となって資本資産価格を大幅に押し上げる可能性がある。これはミンスキーが、「景気後退期の〔大きな政府による〕赤字金融にともなって政府債務がポートフォリオの中に注入されるという事実が、将来の拡張期における投資への融資能力の蓄積を意味する」(*ibid.*, 352 頁) と述べていることから明らかで、政府支出の拡大は投資の拡大を可能にするのである。

投資家が、増加した所得キャッシュ・フローを金融的な安定性を高めるために利用するか、

投資を拡大して結果的に金融不安定性を高めることに繋がるかは、投資家自身と彼らに資金を融通する金融機関の利潤獲得見込みについての予測次第である。政府赤字の下で、静穏な経済拡張が続く場合、債務履行が順調に進み、期待利潤を上回る実現利潤が生じることから楽観的な予測が支配的になる可能性が高い。その結果、静穏な経済拡張が続く中での政府赤字による所得キャッシュ・フローの増大は、金融的な安定性よりも投機ブームを加速して金融的な不安定性を高めると考えられるのである。

この問題に根本的に対処するには、政府支出についても経済が完全雇用に向かうにつれて減少させ、予算を黒字に向かわせるしかない。これはミンスキーが、「財政赤字が利潤を上乗せし、財政黒字が利潤を減少させる…資本主義経済がいかにうまく機能するかを決定する鍵は事業利潤にある。…拡張を誘導する貨幣政策は、利子率や信用のアヴェイラビリティをもって行われる。しかし、それらは経常利潤や予想利潤が低ければ、投資の増大に結び付かない」(ibid., 377-378 頁, 傍点筆者)と論じているように、資本資産価格の過度な拡張を招かないためには、経常利潤や予想利潤、すなわち企業の事業利潤を減らす必要があり、そのためには経済が完全雇用に向かうにつれて財政を黒字に転換させていくしかないのである¹⁵⁾。

3.2.3. 景気の過熱と投機ブームの崩壊

こうして資本主義経済では、静穏な経済拡張が続くことで、投機的金融やポンツィ金融に従事する経済主体が次第に増加する結果、「頑強な金融構造から脆弱な金融構造への移行が内部的に生じ」(Minsky, 1986, 邦訳 260 頁)る。

金融危機は、脆弱化した金融構造の中で利子率が上昇するか、実現所得キャッシュ・フローが実現値を下回る時に発生する。これまで述べてきたように、各経済主体は不確実性に対する保険として貨幣や貨幣類似資産、貨幣への転換が容易な国債を保有するが、それは負債に対し一定の割合を保つのではなく、期待の変化によって増減する。

静穏な経済拡張が続く中では、利潤獲得見込みの予測は次第に楽観的になる。そのため、各経済主体は負債に対する保険としての貨幣保有比率を引き下げ、実現所得キャッシュ・フローが負債の支払契約に必要な額を下回った場合や利子率が上昇した場合に利用できる支払手段を相対的に減らすことで債務履行を続けられる可能性を低下させる。こうした現象は、金融革新も相まって経済全体の流動性水準の低下を引き起こす。

金融契約に占める投機的金融、ポンツィ金融が増加するということは、利子率の変動に対し脆弱になるということである。また、ポンツィ金融に従事する経済主体は利子を資本化して債務構造に組み込むため、資金需要が増大していく。しかし、資金の供給が無限に弾力的になされるのは、貸し手のリスクが高まる中で、資金の貸し手がそれを継続する意思と能力を持っている場合のみで、そうでない場合には利子率の上昇に繋がる。また、現代経済では

中央銀行が景気の過熱に対し、引き締め政策に転じて貨幣供給を抑制することでも利子率は上昇する。そして、利子率の上昇により中心的な借り手が支払不能に陥ると、それをきっかけとして金融危機が発生する (*ibid.*, 邦訳 225-241 頁)。

金融危機が発生すると、所得キャッシュ・フローによってバランスシート・キャッシュ・フローを満たすことができなくなった経済主体は、資本資産の売却、つまり、ポートフォリオ・キャッシュ・フローを得ることで金融契約を履行しようとする。しかし、資本資産の売却は、その市場の資本資産の売りに対する吸収力に依存するものの、いずれはその資本資産の価格低下を引き起こす。このことが資本資産に対する需要の減少と、そこから得られる利潤(所得キャッシュ・フロー)を減少させて、さらなる資本資産の売却と価格低下、利潤減少というスパイラルに陥る。また、このような状況下では、同時並行的に経済主体がキャッシュ・フローを得るために債務履行が難しくなっている資産以外の資本資産を売却して貨幣を得ようとする。このことが他の資本資産の価格下落を引き起こす。この価格下落のスパイラルと貨幣または貨幣類似資産への殺到が市場全体に広がり、雪崩を打つような資本資産価格の暴落、すなわち金融恐慌が発生するのである。

しかし、現実の経済において金融危機が常に経済全体を巻き込む深刻な不況に結び付くわけではない。それは、中央銀行が最後の貸し手として大規模に介入して危機が恐慌に発展することを阻止し、さらに財政赤字を伴う大きな政府が需要を下支えして、債務履行を可能にする所得キャッシュ・フローを維持するからである (*ibid.*, 259-272 頁)。

投機ブームが、景気を過熱させて最終的に崩壊に繋がっていくプロセスについては、MMTの理論的な枠組みを前提とした場合でも大きく変わらないと考えられる。また、金融危機が経済全体を巻き込む深刻な不況に陥ることを防ぐための仕組みについても、概ね共通するものになっていると考えられる。MMTにおいても、金融危機に際して「最後の貸し手」として介入することを中央銀行の重要な役割として論じている。一方、財政赤字を伴う大きな政府については、FIHの場合、政府の「赤字は総需要を下支えすることによって、法人利潤を支え、安全資産をポートフォリオに注入する」(*ibid.*, 113 頁)というように、ビルト・イン・スタビライザーと政府による裁量的な支出が、企業の所得キャッシュ・フローを支え、債務の支払いを可能にして債務不履行、ひいては企業が破綻するのを阻止するというキャッシュ・フロー・アプローチに沿った理解となっている。また、こうした中央銀行による最後の貸し手と巨額の政府赤字は、負債デフレーションの発生と経済が深刻な不況に陥ることを回避するが、銀行が「将来の景気拡大に向けての資金の供給能力をたくわえる」(*ibid.*, 313 頁)ことに繋がる。そのため、ミンスキーは「不安定性の縮小を目指す金融改革にとって前提条件となるのは、経済政策の直接の目標を、投資から雇用に替えること」(*ibid.*, 391 頁)だと、「最後の雇い手 (employer of last resort)」政策への転換の必要を論

じている (*ibid.*, 313-315, 383-391 頁)。

資本主義の内生的な不安定化は不変の傾向だとしても、こうした政策目標の変更が不安定性に対してどのような効果を有するのか、また内生的不安定化を抑えるような制度的・政策的な方策は存在するのかについて論じるには、FIH の分析を超えて、「最後の雇い手」政策や機能的財政論を含むマクロ経済政策全体に関する詳細な検討が必要になると考えられる。

おわりに

本稿では、MMT への金融不安定性仮説 (FIH) の統合が、本質的な部分でミンスキーの議論を引き継ぐものとなっているかについて検討してきた。MMT は、多くのポスト・ケインズ派の経済理論を組み込んだ理論となっており、その中でもミンスキーの影響は極めて大きいとされる。しかし、レイが著した『MMT 現代貨幣理論入門』におけるミンスキーへの言及、とりわけ金融不安定性に関する言及が極めて限られていること、それに対するエプスタインによる「ミンスキー不在の謎」批判、さらにはレイ自身がオリジナルのミンスキー理論と MMT では諸要素の構築が異なると認めていることなど、オリジナルと MMT に組み込まれた場合でミンスキー理論の何がどのように大幅にアップデート (修正) されて統合されているのか検討する必要がある。

本稿で明らかになったのは、第 1 に MMT ではミンスキーを彼らの表券主義に統合していることである。表券主義では、貨幣は本質的には計算単位・支払手段となる。これは、貨幣を不確実性に対する保険として保有する価値貯蔵手段としての機能をより重視するミンスキー本来の立場とは異なるものとなる。第 2 に、貨幣の本質的な機能を支払手段とすることは、不確実性の問題を捨象あるいは後景に退かせることに繋がる。それが、本来の FIH においては静穏な経済拡張が持続し、将来に対する楽観的な期待が広がる中では、投資を拡大させて投機ブームを発生・促進させると理解される政策を、MMT においては金融的な安定性を高める政策として論じことに繋がるのである。貨幣を不確実性に対する保険と捉える本来のミンスキーでは、貨幣や貨幣類似資産の保有比率の決定は期待、すなわち不確実性を人々がどう評価にするかに依存しており、景気循環を通じて一定にはならないのである。

「不確実性を含まないケインズ理論は〔デンマークの〕王子の登場しない『ハムレット』のようなものである」(Minsky, 1975, 邦訳 86 頁) とはミンスキーの言であるが、MMT におけるミンスキーは、まさに不確実性を含まないケインズ理論として組み込まれているのである。そのため、金融不安定性に関するミンスキーの理論を本質的に引き継ごうとする場合、不確実性由来する資本主義の内生的な不安定化傾向の議論を、MMT の理論的な枠組みにどのようにして組み込むのが課題となる。

もちろん、本稿が明らかにしたのは、Wray (2015) や Tymoigne & Wray (2014) を中

心とする MMT の枠組みでは、静穏な経済拡張における資本主義の内生的な不安定化を促進してしまう、ということであり、内生的な不安定化を抑えるための適切な規制や制度および政策を考えれば、理論そのものに不安定化傾向を組み込まなくとも、不安定性を制限し克服できるという考え方も成立する。

しかし、ミンスキーが示す資本主義に内生的な不安定化傾向は、それを抑制する規制・制度・政策の再構築を行ったとしても、それは一時的な成功しか収めることはできないという結論を導く。金融革新の存在が、そうした仕組みを学習し、それを回避したり、抜け穴を見つけたりすることで、再び不安定化傾向を出現させることになるからである。つまり、「たった一度だけ物事を正しく設定すればすむということはありません。不安定性は、一組の改革によって休止するとしても、時間が経過すれば、装いを新たに出現してくるのである」(Minsky, 1986, 邦訳 414 頁)。

したがって、もし本質的な部分でミンスキーの議論を引き継ごうとする場合、MMT は資本主義経済の不安定化傾向の存在を前提として理論に組み込んだ上で、それに対処可能な規制・制度・政策について論じることが要請されるのである。こうした点が、体系全体として実現可能かは、機能的財政論や「最後の雇い手」政策を含めた MMT のマクロ経済政策全体に関するより詳細な検討が必要になると考えられる。これらの体系全体を巡る問題については、今後の検討課題としたい。

* 本稿は 2018 年度東京経済大学個人研究助成費 (研究番号 18-33) による研究成果の一部である。

注

- 1) Wray (2015) における主権通貨 (sovereign currency) とは、「主権を有する政府により発行される通貨」(*ibid.*, 113 頁) であり、政府により決定された公式な計算単位で、それを単位として納税義務が課され、その支払いのために発行されるその計算単位で表示された通貨を意味する (*ibid.*, 113-115; 217-218 頁)。
- 2) 実際には「政府の継続的な支出超過は民間部門の純資産を増やし、政府の利息支払いは民間部門の所得を増やす。政府の債務比率が (つまり、民間部門の純資産比率が) 無限に大きくなっても民間部門の支出を誘発しない、とは信じがたい」(*ibid.*, 148 頁) とあるように、民間部門の保有資産が増加すれば消費性向が高まり、貯蓄性向の低下と税収の増加が生じて、政府部門の赤字と民間部門の黒字が減少することになる。そのため、レイは長期的な変化を踏まえると「財政赤字が『永久に』続く可能性は低い」(*ibid.*, 150 頁) と論じている。
- 3) 信用貨幣論では、理論的には貨幣が実際に使用され流通するには、少なくとも社会による保証、承認、信認が必要とされ、国家による保証は必要条件ではない (内藤, 2011, 42-43 頁)。
- 4) ケルトン (Bell, 2001, p. 157) も同様の箇所を引用して、ミンスキー自身が詳細に表券主義を論じた訳ではないが、表券主義の基本命題を支持していたと論じている。ただ、注意すべき点

として、レイもケルトンも上記のミンスキーからの引用で重要な部分を省略している。すなわち、「均衡財政および財政余剰の長所は、貨幣の財価値（購買力）にかんするかぎり、税金の支払義務によって人々が税を支払いうる貨幣を取得するために、労働し、生産するということである」（Minsky, 1986, 邦訳 287 頁）というように、ミンスキー自身は、貨幣価値を維持する上で均衡財政や財政黒字が必要であると考えているのである。この点については、FIH との関わりで改めて論じる。

- 5) ただし、その場合には「価値貯蔵手段としての機能しか持たない貨幣はいわゆる貨幣として機能するのだろうかという疑問」（内藤, 2011, 34 頁）が生じることになる。そのため、「貨幣が発生する理由としては〔価値貯蔵手段は〕二次的なものにとどまるが、貨幣が存在し続ける理由として不確実性を位置づける」（同）といった整理が必要になる可能性がある。
- 6) もちろん、貨幣本質論において計算単位と価値貯蔵手段は併存可能で、それは MMT においても矛盾しない可能性がある。ただし、後述するレイとティモワーニュの共著で、「不確実性が果たす役割を超えて、貨幣が中心的な役割を果たすのは、ほとんどの経済的な負債—銀行ローン、税金、料金とその他—が貨幣での支払いを必要としているからである。この計算単位・支払手段としての貨幣の中心性が、経済主体の意思決定において名目価値の重要性を導く」（Tymoigne & Wray, 2014, p.15）というように、計算単位・支払手段としての貨幣の機能が、不確実性に基づく価値貯蔵手段としての貨幣の機能よりも重要であると論じており、MMT では価値貯蔵手段としての貨幣は二次的であるのは明らかである。
- 7) そのため、ミンスキーは不確実性が存在する世界では、「安全性のゆとり幅（margins of safety）に基づいた貸借」が行われるとする。その結果、資金の貸し手と借り手による不確実性の評価、すなわち期待が投資財の需要価格と供給価格に影響を及ぼすことになる。「安全性のゆとり幅」およびミンスキーの金融不安定性仮説について詳しくは横川（2010）を参照。
- 8) これは、ミンスキーの採用するキャッシュ・フロー・アプローチが「家計であろうと、企業であろうと、州や都市の行政当局であろうと、あるいは、一国の政府でさえも、すべての経済主体があたかも銀行であるかのようにみなす」（*ibid.*, 244 頁）という考えに基づいている。もちろん、これは「主権〔通貨〕を有する政府は、支出をするために自国通貨での歳入を必要としない」（Wray, 2015, 邦訳 272-273 頁）とする MMT の考え方とは相反するものとなる。
- 9) ミンスキーの言葉では、「安全性のゆとり幅」を大きくとると表現される。「安全性のゆとり幅」については横川（2010）を参照。
- 10) ミンスキーの流動性プレミアムは、ケインズの『一般理論』の次の文章によって規定されている。「ある期間に資産を自由に処分しうる力は潜在的な便益あるいは安全性を与えるであろう。その程度は、産出物そのものの初めの価値が等しいとしても、異なった資産について同じではない。…この処分しうる力によって与えられる潜在的な便益あるいは安全性（資産に付随する収益または持ち越し費用を除く）のために、人々が喜んで払おうとする額（それ自身によって測られた）をその流動性打歩 *l* (liquidity-premium)」（Keynes, 1977, 邦訳 224 頁）と呼ぶ。
- 11) ミンスキーは、中央銀行の金融引き締めと金融革新との関係について、「制度の上の変化は中央銀行の引締めがなければ生じていたであろう金融の増大に、ちょうどみあうだけの金融能力を生み出すかもしれない」（Minsky, 1982, 邦訳 254 頁）と、金融革新によって中央銀行の引き締め政策が相殺される可能性を示唆している。これは中央銀行が金利を外生的に決定できるとする MMT の議論とは対照的となる。利潤機会に対応して金融革新により一定の準備に対し

てより多くの貸出（預金残高）を維持可能になることは「構造的内生性」と呼ばれ、その存在から中央銀行が設定する利率には制約が存在する。実はこれはレイ自身がストラクチュアリストの立場から内生的貨幣供給論を巡る論争の中で提示した論点である（Wray, 1990）。レイは内生的貨幣供給論を巡る論争ではストラクチュアリストの立場であったが、MMT においてはホリゾタリストの立場を採用しているのである。本稿での議論とも合わせると、これは理論の単純化というよりは整合性を維持するために必要だったのではないかと考えられる。内生的貨幣供給論におけるホリゾタリストとストラクチュアリストの論争については差し当たり渡辺（1998）および内藤（2011）を参照のこと。

- 12) ミンスキーの「資本主義の金融的發展段階」および資金運用者資本主義の視角からのサブプライム金融危機の分析については、横川（2012）も参照。
- 13) Wray（2015）でも同様に、「主権〔通貨〕を有しない政府はポンジーになってしまう可能性がある。つまり、租税収入で債務を返済できず、利息支払いのために市場に借りに行かなければならなくなってしまう可能性がある。／…政府の借入が増えるにつれ、支払不能リスク増大の代償として、市場はより高い金利を要求する。政府は高い金利を支払うために、さらに借入額を増やさなければならないので、簡単に悪循環に陥り得る。市場は、おそらく本物のポンジー状態に達する前であっても貸出を打ち切るであろう」（*ibid.*, 265 頁）と論じている。
- 14) Wray（2015）でも同様に、「主権通貨を有する政府にとって借入は必要不可欠なものではないし、政府はキーストロックを使って常に債務を返済できるので、決してポンジー状態ではない」（*ibid.*, 264 頁）と論じている。
- 15) MMT と FIH のそもそもの相違点として、キャッシュ・フロー・アプローチによる分析で、MMT は政府を常にヘッジ金融の主体だとするのに対し、ミンスキーは、「巨額の未払債務をもついかなる組織も、債務の質を悪化させることなしに、キャッシュ・フロー余剰の将来見込みを、相当量あるいは長期間にわたって、逸脱することはできない。均衡予算あるいは黒字予算からの逸脱は、一時的なものとして理解されなければならない」（Minsky, 1986, 邦訳 377 頁）として、たとえ政府部門であっても「実際に黒字ではないとしても、潜在的にはつねに黒字」（*ibid.*）でなければならないと考えている点があげられる。こうした政府財政についてのスタンスの違いは、Mitchell（2016）によるミンスキーは健全財政主義者であり MMT の導き手ではないという批判を生み、それに対する Wray（2018）の反論に繋がっている。

参 考 文 献

- Epstein, Gerald A. (2019) *What's Wrong with Modern Money Theory?*, Switzerland: Palgrave Pivot.
- Kelton (Bell), Stephanie (2001) "The role of the state and the hierarchy of money," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 25, pp. 149-163.
- Keynes, John Maynard (1930) *A Treatise on Money, Vol. I, The Pure Theory of Money*, London: Macmillan. (小泉明, 長澤惟恭訳『貨幣論 I 貨幣の純粹理論 (ケインズ全集 第 5 巻)』東洋経済新報社, 1979 年.)
- (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1995 年.)

MMT での金融不安定性仮説の統合に関する一考察

- (1973 [1937]) “General Theory of Employment,” *Quarterly Journal of Economics* in *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 14 The General Theory and After Part 2 Defense and Development*, London Macmillan. (清水啓典, 柿原和夫, 細谷圭訳『一般理論とその後〈第2部〉弁護と発展(ケインズ全集 代14巻)』東洋経済新報社, 2016年。)
- Minsky, Hyman P. (1975) *John Maynard Keynes*, Columbia University Press. (堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か』岩波書店, 1999年。)
- (1982) *Can “it” Happen Again?*, Armonk, N.Y.: M.E.Sharp. (岩佐代市訳『投資と金融』日本経済評論社, 2003年。)
- (1986) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press (吉野紀, 浅田統一郎, 内田和男訳『金融不安定性の経済学: 歴史・理論・政策』多賀出版, 1989年。)
- Mitchell, Bill (2016) “Hyman Minsky way not a guiding light for MMT,” Bill Mitchell - Modern Monetary Theory (<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=34749>). (2019年10月15日アクセス)
- Tymoigne, Eric and L. Randall Wray (2014) *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*, Abingdon, Oxfordshire: Routledge.
- Wray, L. Randall (1990) *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot: Edward Elgar.
- (1998) “Money and Taxes: The Chartalist,” Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 222.
- (2000) “Modern Money,” in John Smithin eds., *What is Money?*, Abingdon, Oxfordshire: Routledge.
- (2015) *Modern Money Theory Second Edition*, N.Y.: Palgrave Macmillan. (島倉原監訳, 鈴木正徳訳『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社, 2019年。)
- (2018) “Functional finance: A Comparison of the Evolution of the Positions of Hyman Minsky and Abba Lerner,” Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 900.
- 内藤敦之 (2011) 『内生的貨幣供給理論の再構築—ポスト・ケインズ派の貨幣・信用アプローチ』日本経済評論社。
- (2019) 「貨幣の名目性: 表券主義の貨幣理論」『季刊 経済理論』経済理論学会, 第55巻4号, 18-27頁。
- 横川太郎 (2010) 「サブプライム金融危機と金融不安定化仮説」『経済学研究』東京大学経済学研究会, 第52号, 45-59頁。
- (2012) 「ミンスキーの『資金運用者資本主義』と投資銀行—1980年代以降のアメリカ投資銀行業を中心に」『季刊経済理論』経済理論学会, 49巻1号, 64-75頁。
- 渡辺良夫 (1998) 『内生的貨幣供給理論』多賀出版。