

Subject: Re: Re: 昨日の録画 Re: 6月3日水曜日: 方法論研究会: 6月のzoom例会

From: 景山 悟 <s.kageyama1@gmail.com>

Date: 2026/06/14 0:04

To: K U <ken.urai@gmail.com>, 臼井正樹 <m-usui@shikoku-u.ac.jp>

CC: 森井大一 <d.morii@jmari.med.or.jp>, 三井泉 <izm.mitsui@gmail.com>, "m.katsuragi@econ.osaka-u.ac.jp" <m.katsuragi@econ.osaka-u.ac.jp>, Hiromi Murakami <h.murakami361@gmail.com>, Takashi Suzuki <takashisuz@jcom.home.ne.jp>, 塩谷賢先生 <saltcat@bc4.so-net.ne.jp>, 井本恭子 <imotocci@gmail.com>, "takeuchi@econ.osaka-u.ac.jp" <takeuchi@econ.osaka-u.ac.jp>, "nknsj2011@gmail.com" <nknsj2011@gmail.com>, "mitsuizm@garnet.kobe-u.ac.jp" <mitsuizm@garnet.kobe-u.ac.jp>, Kohzoh Shiraishi <shiraishi@wesleyan.ac.jp>, "m.katsuragi" <m.katsuragi@webmail.econ.osaka-u.ac.jp>, NAGAHISA Ryo-ichi <nagahisa@kansai-u.ac.jp>

臼井先生、浦井先生

CC: みなさま

お世話になっております。景山悟です。

(臼井先生より個別にメールをいただきましたが、先日のセミナーのパネリストとしてうまくコメントしそびれた内容でもございますので、全体向けにメールさせていただいております)

信用創造論のほうで、補足したかったところや深堀すべきと思われる点など、リストアップしておきました。

■経済学理論は信用創造問題に対してニュートラルであろうとしていたかについて

貨幣論に対してニュートラルになるためあえて不問にした、という見方がたしかにできるのですが、これは比較的、中立な立場がとりやすいミクロ経済学の話に限定してこのように評価できるのではないかという印象を持っております。

といいますのも、ではマクロ経済学はどうかといえば、この信用創造が現実を反映していないという状況は、

主流派マクロ経済学の論敵であるポストケインジアン（非主流派マクロ）が論じていたことであります。

実のところ学説史的にみれば、「信用創造＝無から有を生む現象」であるという指摘自体は、ポストケインジアンにとっては真新しい説ではありません。

しかしながら、米国の主流派経済学は、このポストケインジアンの現実路線の主張を聞き入れたかというところではありません。

端的に無視を決め込み、自分は主流派だと宣言し、ミクロ経済学のふんどしを借りてきて「マクロのミクロ的基礎付け」だと強弁して厳密さを粉飾することで、自らの主流派としての地位を保っております。

イデオロギーについてニュートラルではなく、ひょっとするとむしろイデオロギー闘争そのもの

のと言ってよい面も多々含まれているのではないかと私個人としては感想を持っております。

また、サミュエルソンの教科書が米国で大きな権威となっております、これが信用乗数理論を自信満々に語るものですから、それを盲信して新しい教科書がまたそれを引継ぎ、そうした学説の歴史もあいまって、信用乗数理論・資金又貸し説が定説となってしまった面もあると思われます。

そして、MMTは、この貨幣の現実に対して誠実な立場をとるポストケインジアンの流れをくむ派閥から生まれてきたものです。

しかしMMTは大衆ウケしてしまっていていろいろな人がいろいろなMMTを主張するため、「MMT＝黒田バズーカを肯定する理論」であるかのような誤った印象になってしまったのが現状かと思われます。

MMTやポストケインジアンはマクロ経済学の範囲から出ることはありませんので、このようなミクロ経済学を含む分野の領域でのセミナーにおいてこの信用創造論が語られることは、政策論争のみならず純粹理論の話としても、非常に大きな学術上の意義があると感じております。

また、MMTの文脈で学説史的には、西洋の金細工師が信用創造を詐欺のようにして始めたという説を聞くことはありますが、江戸時代の手形制度として注目することは盲点となっておりますので、この信用創造という制度の普遍性に気が付くことができる、非常に重要な機会とさせていただいております。

■白川はシロなのかについて

量的政策の黒田はクロ、利子政策の白川はシロ、という区別も非常に分かりやすく、楽しく拝聴させていただきました。この点につきまして、私が思うところとなります。

黒田はクロ、というのは私自身も同感となっております。その理由としましては、単に黒田バズーカに、うたわれていた効果がなかったということだけではございません。

(元凶である浜田宏一先生も、この失敗について反省の弁をインタビューで述べております)

ひとつは、臼井先生がおっしゃったように行き過ぎたドル高円安誘導につながったのも、大きなクロ要因だと私も日々感じております。

(ドル高円安は、教科書的にはいわゆる近隣窮乏化により、むしろ日本にとって良いとする立場もあり、この点も丁寧に議論する必要はあるかと思われます。この点は財政指標がどう国民に還元されるか、どの国民のどのメリットを優先するか、ということでもあるかと思われます。輸出企業にとってメリットであることは当然なのですが、外為特会、米国債をどうするかといったことなど)

それ以外に私が思ったところは、期待利子率や実際の利子率、物価、これらが資金需要に完全に直結しているという考え自体に、日本経済への妥当性が薄かったというところだと思われ
ます。

量的/金利のアプローチの違いはあれども、フィッシャー的枠組み（あるいは金利・期待を通じてマクロ的均衡を管理できるとする標準的な中央銀行のパラダイム）を前提としているという点では、黒田アプローチと白川アプローチのいずれの立場にも、通底する理論的土台があるという印象を私は持っております。

たしかに利子操作（利子をあげる方向でのインフレ抑制）や、その方向への脅しによる期待の醸成は、

米国やニュージーランドの中央銀行で効果があった面もあると思います。

しかし利子を下げる方向のデフレ対策に、利子操作・期待論が効果があるという根拠がそもそもあるのかという問題がございまして、

実際、インフレ抑制に効果はあるが逆方向にはあまり効果がない、という実証研究はいくつか見かけます。

（利子政策の効果に上下の非対称性がある、ということになります。）

このような上下の非対称性は、企業の気持ちになって考えれば当たり前の話であり、借りる気まんまんのところに利子を上げるといわれれば委縮はしますが、新規に借りるとなれば、利子がどうこうの前に、

新規事業が成功するという見通し（これは実物経済での有効需要に対する見通しに相当するかと思います）と、

守永先生が強調された、意志・アニマルスピリッツの問題でもあります。

こうした非対称性を経済理論的に扱うのは煩雑な問題にもなると思われるため、単に理論家があぐらをかいて利子の上昇も下降も対称的な効果をもつと勝手に仮定しているのが現状かと思われ
ます。

しかしその単なる理論的方便を文字通り真に受け（ホワイトヘッド的具体性置き違い誤謬の典型かと思いますが）、世界的にも前例がない下降方向の大規模政策を不用意にとったところに問題があります。

これは効果があったか逆効果だったか、という話以前の問題でもあり、経験科学一般の視点としては、やってもよいとする理由が十分には無かったと私は感じております。

そのうえ、ミクロ的主体の期待ならまだ検証可能性はありますが、代表的個人の期待などという形而上学的・検証不可能な概念を導入しておいて、

現実が理論通りに機能しないことを、「期待が醸成しなかったことが原因である」としてこの検証不可能な概念に理由を求めるという非科学的、反証不能の循環論法すら堂々と散見するのが現状です。

以上のことから、この低金利でも企業の新規貸し出しが増えていないという事実にかんがみると、米国的金利アプローチも無条件に正しいとは言えなくなっていると考えております。その意味で、果たして白川アプローチも手放して真っ白と評価してよいのだろうか、という疑

問を抱いております。

低すぎる金利は、銀行を委縮させ（借りる企業はうれしいかもしれないが）、逆に貸出が減ってしまうという議論も、

最近になり主流派米国経済学の立場からトップジャーナルに掲載されるようになっております（リバーサルレート）。

白川派は「低金利の長期化が金融仲介機能を損なう（銀行を弱体化させる）」という副作用（マクロブルーデンス上の懸念）を当時から一貫していたという説もあるようですので、低金利の問題に主流派のなかで焦点が当たることは白川派の懸念が理論的に精緻化されたものと受け止めております。

しかし同時に、利子政策の下降方向の効果が非対称的に薄い（あるいはむしろ逆効果である）とするならば、デフレ期において金利アプローチに固執すること自体の限界も浮き彫りになります。

■緊縮財政の肯定が直ちに帰結するかどうかについて

では黒田バズーカがクロなら緊縮財政政策が正しいと直接的に帰結させてよいのか、このことについても疑問を持っております。

スイスが緊縮財政で成功しているという事例を挙げてくださり、これは非常に重要な事例であると考えております。

それと同時に、スイスは税率が世界的にみて低くなっており、この成功事例を、実効税率が高く産業構造・税構造が異なる日本にそのままあてはめることの難しさも感じております。

たとえば2021年のコロナ禍において、例年は40兆円程度の新規国債でまかなってきた部分の予算を100兆円の新規国債に拡張しました。

この大規模な財政出動が将来世代にツケを回したかということ、国民会計のデータをみるかぎり、そうはなっていないのが事実だと私は認識しております。

GDPは拡大し、税収は伸び、元をほぼとってむしろ成長軌道に乗ってきております。

（失われた30年において資本減耗をまかなうので精一杯だった状態から、一転して資本蓄積の成長が年々続いており、それがおそらくGDPに反映されています）

これは100兆の国債発行がそのまま実体経済の有効需要に裏付けされているためであり、実際、実体経済における貨幣量M1,M2,M3もその分増加しております。

しかし黒田バズーカがやったことは「40兆円の予算に対して80兆円の買いオペをした」ということになりますので、「100兆円の予算にたいして100兆円の国債発行をした」大規模財政出動とはそのメカニズムが異なることに意識を向ける必要があるかと思われま。

したがって、黒田バズーカの失敗から財政出動の額そのものをしぼるべきという帰結や消費税を上げるべきといった緊縮財政を直接導くことは難しく、

「40兆円の予算に対して40兆円の買いオペをするにとどめておけばよかった」ということが言

えることではないか、というふうな印象を持っております。

コロナ時における大規模政府支出は実体経済の有効需要に裏付けられているものの、黒田バズーカは「実体経済ではなく金融市場に流動性を漏らした」、という貨幣現象の本質的な違いがあるかと思われま

■信用創造の上限の要因について

「金融機関の事業性評価能力（いわゆる目利き力）や審査能力によって信用創造の増加具合は左右されるので
信用創造量は事実上は無限でなく、自ずとブレーキがかかる」

ということについてですが、仮に世の中に銀行が1つしかなく、バーゼル規制も無いとしたら、
無から想像した資金が仮に返済されなくても、とくに困ることはないということが理論的に帰結するかと思われま

なぜそもそも銀行が事業性評価・審査をするのか、ということに意識をむけると、
返済がなされないことによる貸倒損失の処理が自己資本比率の規制をやぶる要因となってしまうということがその1つだと思いま

もう一つは、他行決済が存在することかと考えております。
A銀行から貸出を受けた企業Bは、別のC銀行の口座へなんらかの支払いを行います。
すると無から作った貨幣といえども、（銀行間決済において）A銀行はC銀行へ現金を実際に引き渡さねばなりません。
A銀行が自行から流出した現金を回収するには、倒産していない状態の企業Bを介して他行CやDなどから回収せねばなりません。
このような他行決済の構造が理論的な観点からは上限の源泉ではないかと思っております。

3つ目の要因としては、黒田バズーカの話に戻しますと、
銀行にとって、ただでさえ低金利なのに、ほぼノーリスクで利益を得るルートとして国債買取オペが生じたため、民間への信用創造ルートが割に合わない選択になってしまった、ということが挙げられるかと思いま
これも実質的に信用創造を抑制することにつながっていると思われま
（銀行同士は競争関係ではなく協力関係にあり、マクロプルーデンスとして金融システム全体に足並みをそろえるほうにモチベーションがあり、差別化を図る必要性もないということもその土壌かもしれません。）

以上になります、よろしく願いいたします。

景山悟

2026年6月6日(土) 14:50 K U <ken.urai@gmail.com>: