

H. D. マクラウドと信用創造論の系譜

古 川 顕

1 は じ め に

シュンペーターは『経済発展論』において次のように述べている。「経済学は科学となって以来ほとんどつねに、貨幣現象にまつわる世俗の誤謬に対抗してきた」(Schumpeter [1926] 邦訳 p. 252)。確かにそのとおりだろうと思う。ただし、経済学とくに金融論が絶えず進歩してきたという保証はない。その端的な例は、いわゆる信用創造論の発展過程をたどることによって明らかにできるのではないだろうか。

川合一郎が指摘するように、「信用創造論は、19世紀末のスコットランドの金融業者 D. マクラウド以来、利子論とともに金融論のなかで中心的テーマの地位をしめてきた」(川合 [1978] 42頁⁽¹⁾)。しかしマクラウドによって提

(1) ドイツチャーはマクラウドについて次のように述べている。「マクラウドは、彼自身の業績の無視には辛辣で、しかも評判の良かった経済学者、とりわけ J. S. ミルには軽蔑的である、頑固な一匹狼 (inveterate outsider) であった。貨幣および銀行業に関する彼の業績は重要であり、彼特有のものであった」(Deutscher [1990] p. 246, note 3, 傍点は引用者)。確かに彼がユニークで重要な多くの業績を残していることは否定しがたい。Macleod [1872], Macleod [1878], Macleod [1897], Macleod [1902], Macleod [1916], などがそれである。ただし、筆者の大きな不満は、マクラウドはアカデミックな学者でないにもかかわらず、実に多くの書物を残しているものの、それらのほとんどの内容が重複していることである。これは決して良心的な態度とは言えない。筆者が見る限り、大部ではあるものの、Macleod [1902] 1冊を読むだけで充分である。なお、マクラウドの履歴や彼の貨幣・信用理論については古川 [2013] を参照されたい。

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。⁽²⁾

H. D. マクラウド（1821～1902）は、従来の経済学の考え方を根底から覆し、信用創造論を中心とする銀行信用の役割について当時としてはきわめて斬新な視点を提供した。近代の信用創造理論の創始者といっても過言ではない。彼の理論は、銀行の信用創造活動（貸し出し）が実体経済に決定的ともいえる大きな影響を及ぼすことを明らかにした。ただし現在では、マクラウドはすっかり忘れ去られた存在であるし、「信用創造とは何か」という根本的な事柄すら正確には理解されていないように思われる。こうした現状に鑑みて、本稿では従来あまり注目されなかった彼の信用創造理論を中心に体系的に考察する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、信用理論に関する従来の2つの対立的な見解について触れたうえで、マクラウドの信用創造理論の概要を説明する。またこの節では、マクラウドとほぼ同時代のウイザーズについて、その独自の見解にも言及する。第3節では、マクラウド以降の信用創

（2） 貨幣乗数（信用乗数）アプローチに依拠する考え方については Hubbard [1994] 第17章, Mankiw [2004] 第11章, Abel and Bernanke [2005] 第17章, 館・浜田 [1972] 第7章, 堀内 [1980] 第6章などに説明され、現在のほとんどすべてのマクロ経済学や金融論における貨幣供給の説明は、貨幣乗数理論に立脚していると言っても過言ではないように思われる。

なお古川 [1985] 第2節では、貨幣乗数と信用乗数の同一性を証明しているが、依然として貨幣乗数（信用乗数）アプローチの枠組みを踏襲している。ただし古川 [1999] 第9章第5節では、貨幣乗数アプローチの問題点を指摘するとともに、「貸し出しが貨幣（預金）を生む」というマクラウドやホートレーと同一の考え方を前面に出している。しかもマネタリーベース（ハイパワード・マネー）の変化が貨幣乗数を介してマネーサプライの大幅な変動を招くという伝統的理論を排して、その変化が通常ではコールレートなど短期金融市場金利の変化に直接的な変化をもたらすことを定式化している。

造論の発展に大きな影響を与えた C. A. フィリップスの考え方を検討し、その問題点を指摘する。併せて、フィリップスとの関連でケインズ『貨幣論』における信用創造論を組上に乗せる。第4節では、ホートレーによって展開された「貸し出しは貨幣を生む」という考え方を具体的に考察し、その内生的貨幣供給論を分析する。この節では、日本銀行関係者の見解、とりわけ横山昭雄〔1977〕および外山茂〔1980〕の考え方にも触れることにしたい。最後に第5節では、以上について要約し、今後の課題などについて述べることにする。

2 マクラウドの信用創造論

信用創造論を組上に載せる場合に問題となるのは、当然のことながら、「信用」とは何であり、「創造する」とは何を意味するのかを明らかにすることである。この点を具体的に明確にしなかったがために、信用創造をめぐる従来の論争は、百家争鳴の感を呈したことは否めない事実であったように思われる。

高田保馬は、『貨幣の理論』において「信用」を一般的に次のように定義する。「信用は（交換経済的な給付に対する）反対給付の猶予である、詳言すれば、経済価値の譲渡という反対給付の猶予である。もし、支払いということを広義に用い、貨幣譲渡にのみ限らないときには、信用は支払いの猶予と言い得る。しかもこの猶予は、これを猶予するものの側において、相手がある期間の後に必ず反対給付を実行するとの期待をもち、相手を信認することに基づく」（高田〔1931〕124頁）。そして「反対給付において引き渡されるべきものは商品の一定数量であることもできるが（実物債務におけるごとく）、一般的事実としては一定数量の貨幣量である（名目債務）」（同128-129頁）として、「一定の貨幣量の支払いの猶予」を「狭義の信用」と定義し、こうした狭義の信用を供与し、預金通貨を供給する主体としての銀行の役割

について次のように述べる。「銀行は蓄積された資本の仲介者として信用を与えることができる。これは仲介信用と称せられ得る。また銀行に授与されない（または自ら蓄積した資本に基づかない）、自ら創造した信用を与えることができる。これを創造信用または添加信用という」（同133頁）。換言すれば、「銀行は債務者すなわち信用を与えられる主体の代位者として立つ」（同頁）ともいえるのである。

銀行の役割について改めて説明する余裕はないけれども、その貸出行動をめぐって従来、対立する2つの考え方がある。一つは、銀行は他の金融機関と同様、金融仲介機能を担い、資金余剰主体（黒字主体）の資金を資金不足主体（赤字主体）に移転し、資金の効率的な配分を促すという伝統的な役割である。より具体的に言えば、銀行は貸し手（預金者）から受動的に預金を受け入れ、それを借り手に貸し出すという資金仲介の媒介を行なっているというのである。こうした考え方を代表する一例としてよく引用されるのは、イギリスのウエストミンスター銀行の頭取を務めた W. リーフの見解である。彼は次のように主張する。「銀行は自分が借り得る以上のものを貸し出すことはできない。否、実際には借りた金額の限度まですら貸し出すことはできない。預金銀行制度において、もし“信用の創造者”と呼ばれるものがあるとするば、それは銀行ではなくて預金者である。なぜなら、銀行の貸し出しは、預金者が銀行に預けている金額によって厳格に制限されているからである」（Leaf [1926] pp. 101-102, 傍点は引用者）。この主張は、銀行の貸し出し（与信）は受け入れた預金（受信）によって制約されるというものである。したがってこの金融仲介機能を重視する立場は、受信が与信に先行し、銀行は単に資金仲介の媒介をするという見解と軌を一にするといえよう。

これと対照的な考え方は、銀行が「信用を創造する」、すなわち銀行は貸し付けであれ手形割引であれ、それによって要求払い預金（預金通貨）を創出するというもので、今日の信用創造論そのものである。それゆえ、この立

場は与信が受信に先行することを主張する点で、受信が与信に先行するという伝統的な考え方と正反対である。⁽³⁾

信用創造論は、現在のマクロ経済学や金融論における貨幣供給の理論の主流を占めている。この信用創造論を最初に明確な形で提唱したのは、弁護士であり銀行の実務にも通じた異色の経済学者マクラウドであった。彼の信用創造論は、銀行信用をめぐる従来の考え方と期を画している。⁽⁴⁾以下では、マクラウドの信用創造論の概要を彼が用いた事例に即して説明しよう。

いま、顧客が取引銀行に1万ポンドの現金を預金として預け入れるとしよう。そうすると、銀行の貸借対照表(B/S)は表1のように表わされる。すなわち、銀行の資産側に現金が1万ポンド計上され、その負債側に同額の預金計上される。マクラウドの言葉を借りれば、「銀行はその顧客から貨幣を購入し、それと引き換えに銀行は顧客にその帳簿に信用を与える。すなわち、銀行は自分自身に対する同額の請求権を創造する」(Macleod [1902] p.

(3) これについては、中谷・大友 [1933] 第3章、中谷 [1938] 第2章、麓 [1953] 第5章・第6章、麓 [1956] 第3章を参照されたい。とくに麓 [1956] 第3章は、「信用理論の2大潮流」として、従来の信用論を「媒介的信用論」と「信用創造論」に分類し、前者から後者への理論的変遷を分かりやすく説明している。

(4) マクラウドの信用創造論を検討する前に、信用創造論の萌芽ともいえるR. カンティヨンの見解に触れておきたい。カンティヨンはフランスの銀行家で経済学者であり、『商業試論』(正確には『商業一般の本性にかんする試論』)において当時の銀行の役割について論じ、「公私いずれの銀行の場合でも、一都市における銀行の利点は貨幣の流通を速めること、そして当然何度も繰り返し生じるであろう貨幣の逼迫を生じさせないようにすることである」(Cantillon [1755] 邦訳199頁)と結んでいる。

シュンペーターは、『商業試論』でのカンティヨンの見解に一步踏み込んで、その内容を次のように概括する。「借り手は通常、貨幣とまったく同様に有用な付加的流動資産を手にすると考えているのである。銀行はもはや「彼らの預金を貸し付け」たり、あるいは「他の人々の貨幣」を貸し付けたりするものとはいえない。むしろ預金や銀行券を「創造する」ものと言うべきである。すなわち銀行は、貨幣の流通速度を増したり、または——まったく非現実的な考え方であるが——預金者のために行動したりするというよりも、むしろ貨幣を製造するものとなってくる」(Schumpeter [1954] (上) 邦訳580頁)。

表1 銀行のB/S
(単位：ポンド)

資産		負債	
現金	10,000	預金	10,000
計	10,000	計	10,000

324)。

この場合、銀行は手元に流入する現金をそのまま寝かせておくようなことはしない。なぜなら銀行が社会的信頼を得ている限り、一方で現金を引き出そうとする顧客もあれば、他方で現金を預けようとする顧客もあるので、大数法則として預け入れられた預金の一部分だけを手元に支払い準備として保有するだけでよいからである。マクラウドの言葉を借りれば、「もし彼〔銀行家〕が彼になされるかもしれないいかなる要求に対しても、彼の現金の10分の1を留保するだけで十分であり、あらゆる平常時にはそれであり余る」(*Ibid.*, p. 325, 傍点部分は原文ではイタリック)。

そうした状況を考慮して、銀行は預け入れられた現金をただ寝かせておくのではなく、収益資産の購入によって活用しようとする。ここでは、銀行が3カ月払いの4万ポンドの為替手形を買い入れたとしよう。この場合、割引率を年4%とすれば、銀行の利益は400($40,000 \times 0.04 \times 1/4$)ポンドであり、この分が手形の買い入れ代金より差し引かれる。つまり4万ポンドの手形に対して、39,600ポンドの預金が増加することになる。したがって預金の総額は、最初の1万ポンドと合わせて49,600ポンドとなる。一方、銀行の資産は当初に預け入れられた現金と為替手形4万ポンドの合計5万ポンドである。差額の400ポンドがこの取引における利益であり、銀行の自己資本として負債(および資本)欄に計上される。その結果、銀行の貸借対照表は表2のとおりとなる(*Ibid.*, p. 326)。この取引によって、銀行は4万ポンドの手形の購入と引き換えに、39,600ポンドの預金(信用)を創造したのである。マク

表2 銀行のB/S
(単位：ポンド)

資産		負債	
現金	10,000	預金	10,000
為替手形	40,000	預金	39,600
		利潤	400
計	50,000	計	50,000

ラウドの挙げた事例は、銀行が為替手形を購入するケースであるが、貸し出しを行なう場合についても妥当することは自明であろう。

マクラウドは以上の事例に基づいて、銀行は当初に預かった預金の数倍の収益資産の購入（手形の購入や貸し出し）を行なうことができると主張し、「銀行家は他の負債を創造することによって貨幣および負債を購入する取引者である」(*Ibid.*, p. 326, 傍点は原文ではイタリック)と述べたうえ、「“銀行” および“銀行家”の基本的で顕著な特徴は、要求に応じて支払うことのできる信用を創造し発行することである。そしてこの信用は流通に投入され、貨幣のあらゆる目的に役立つよう意図されている。銀行はそれゆえ、貨幣を貸し借りするための店舗ではなくて、信用の製造所 (a *Manufactory of Credit*) である」(*Ibid.*, 傍点は原文ではイタリック) というのである。

この「銀行は信用の製造所」であるという有名な言葉は、信用創造の中核に位置する銀行の役割をよく言い表している。そして銀行によって創造された信用は、小切手その他の支払い指図によって銀行の預金勘定間を自由に移動可能であるから、その性質やその効果などあらゆる点において正貨としての貨幣と同様であり、信用の創出は貨幣の追加にほかならないとみなす。すなわち、貨幣と信用の間には区別すべき何物もないというのである。というよりむしろ、「貨幣は購入したり維持したりするには非常に費用の高い機械 (very expensive machine) であるが、銀行信用は創造するのに何の費用もか

からず、永久に持ちこたえることができる」(Ibid., p. 301, 傍点は引用者)と主張する。この主張は、筆者にはあまりにも楽観的と思われるが、彼の言葉にはそれほど銀行信用に対する強い信頼が窺われる。⁽⁵⁾

以上のマクラウドの見解は、従来の媒介的信用理論に対する完全なアンチテーゼとなっていることを示している。かくして、銀行の単なる媒介者的役割だけしか見なかった従来の媒介的銀行理論は、マクラウドを始祖とする近代的銀行理論によって否定されるに至った。以降、信用媒介論に代わって信用創造論が新しく発展していくのである。

ところで、マクラウドとほぼ同時代に活躍したウィザーズ (H. Withers) ⁽⁶⁾ にも注目する必要がある。彼は主著『貨幣の意味』において、当時のイギリス6大銀行の統合したバランスシートの調査に基づいて次のように述べている。「バランスシートの資産側を考察すると、そのほとんどは銀行によって顧客へ貸し出された貨幣によって創造され、今日の小切手通貨 (cheque currency) は以前の紙券通貨 (note currency) と同様、銀行と顧客の間の相互負債に基づいている」(Withers [1924] p. 62)。ここで「相互負債」(mutual

(5) マクラウドは、銀行をもって「信用の製造所」と言い、銀行が自由自在に信用(預金)の供給をコントロールできるとみなしているような印象を与えるけれども、顧客の資金需要の側面も十分に考慮している。彼は、「あらゆる大きな貨幣的恐慌後には、銀行の預金が大幅に減少することが変わることなく観察される」(Macleod [1902] p. 330) と述べたうえ、「預金の減少は、商業的不況時には商業活動を通じて創造された手形が減っているという事実から生じる。その結果、銀行が購入する手形が減少するのである。もし銀行が購入する手形を保有しないなら、銀行は預金を創造することはできない。したがって預金の減少は現金における預金の減少ではない。それは、信用の縮小なのである」(Ibid.) という指摘からも明らかである。

(6) ウィザーズ (1867-1950) は、長年、タイムズ、モーニングポスト、エコノミストなどに勤務し、金融ジャーナリストとしてロンドン・シティの実情に通じ、1909年から1942年の間に実に42冊の書物を執筆した。「彼の著しい強みは、複雑な金融問題を素人の読者にも理解させる能力であった」(Matthew. H. C. G. and B. Harrison edited [2004] p. 886) とされている。確かに、彼の代表的書物『貨幣の意味』は、通常の学術書に比べて極めて明快で説得的である。

indebteness) というのは、預金（銀行の負債）の大部分が貸し出し（顧客の負債）によって創造されているという事実に基づいている。要するに、「あらゆる貸し出しは預金をつくる」(every loan makes a deposit) (*Ibid.*, p. 63) のである。この指摘は、マクラウドと同様、個々の銀行貸出がそれと同額の預金を創造することを明らかにした点で重要である。

ウィザーズは、上に触れたイギリス6大銀行の統合バランスシートの分析に基づき、次のように指摘する。「事実によって理解する限り、銀行のバランスシートに示される預金の大部分は、割引の形態であれ、前貸しや当座貸越の形態であれ、銀行によって顧客に与えられ、そしてこれらの顧客によって他の顧客に移転される帳簿上の信用によってもたらされる」(Withers [1924] p. 72)。そして、「到達した大まかな結論は、銀行預金はその小額は銀行の窓口を通じて払い込まれる現金より生じ、それよりは多いがなお比較的小額の部分は、帳簿上の信用を創造する銀行の証券購入より生じ、主として銀行預金は、これもまた帳簿上の信用を創造する銀行の貸し出しより生じるものである」(*Ibid.*)⁽⁷⁾と述べている。彼はまた、銀行の負債である預金と、その預金が小切手の支払いによって人々の手から手に移転される仕組みについて、「それは取引、金融および投機を安価にさせ、促進するのに適用しうる驚くべき人類の知恵の一例 (a wondrous example of human ingenuity) である」(*Ibid.*, p. 73, 傍点は引用者)とまで言うのである。

(7) 『貨幣の意味』第3版序文で、ウィザーズは次のように述べている。「顧客への銀行によるあらゆる貸し出しは銀行預金の額を増大させるということは、いまや認められた自明の理 (truism) である。しかしいまやわれわれは、銀行が政府証券を購入することによって戦費を賄おうという愛国心から、銀行によってなされた巨額の投資のために、彼らの投資がその貸し出しと同じ効果を預金に及ぼすことを認識しなければならない」(Withers [1924] pp. v-vi)。すなわち、銀行貸出の増加も、銀行の政府証券（一般的には有価証券）の購入も、銀行預金を増加させるという点では同一の効果をもたらすと指摘するのである。

3 フィリップスの信用創造論

3.1 信用乗数と貨幣乗数

表 3

各銀行	必要準備増	預金増	貸出増	現金漏出
A 銀行			ΔH	
B 銀行	$\alpha k \Delta H$	$k \Delta H$	$k(1-\alpha) \Delta H$	$(1-k) \Delta H$
C 銀行	$\alpha k^2(1-\alpha) \Delta H$	$k^2(1-\alpha) \Delta H$	$k^2(1-\alpha)^2 \Delta H$	$(1-k)k(1-\alpha) \Delta H$
D 銀行	$\alpha k^3(1-\alpha)^2 \Delta H$	$k^3(1-\alpha)^2 \Delta H$	$k^3(1-\alpha)^3 \Delta H$	$(1-k)k^2(1-\alpha)^2 \Delta H$
	\vdots	\vdots	\vdots	\vdots

以下では、従来の標準的であると思われる信用創造の考え方について説明しよう。ここでは先ず、A 銀行において ΔH だけの超過準備の増加が生じ、これを貸し出しに向けるとしよう。次に表 3 の過程①に示されるように、A 銀行より貸し出された資金 (ΔH) の k 割が B 銀行の預金として還流し、残りの $1-k$ 割が流通現金として銀行組織の外に流出するものとする。これによって B 銀行に生じる預金増 $k\Delta H$ のうち、 α 割が B 銀行の所要準備（必要準備）として保有され、残りの $1-\alpha$ が貸し出される（過程②）。後の過程は説明せずとも表より明らかであろう。なお、こうした過程を通じて、すべての銀行において所要準備率は α として同一であり、かつ現金漏出率、すなわち貸出増加のうち銀行組織の外へ流出する現金の比率は各段階で一定 $(1-k)$ と仮定する。

さて、以上のような貸し出しと預金が互いに因となり果となるという関係が無限に続いていくとすれば、銀行組織全体としての預金創出額（これを ΔD とする）を計算すると、次のようになる。

$$\begin{aligned}
 \Delta D &= k\Delta H + k^2(I-\alpha)\Delta H + k^3(I-\alpha)^2\Delta H + \cdots \\
 &= k\Delta H[1 + k(1-\alpha) + \{k(1-\alpha)\}^2 + \cdots] \\
 &= \frac{k}{1-k(1-\alpha)}\Delta H; 0 < k(1-\alpha) < 1
 \end{aligned} \tag{1}$$

同様に、貸出増加額、現金漏出額をそれぞれ ΔL 、 ΔC とすれば

$$\Delta L = \frac{1}{1-k(1-\alpha)}\Delta H \tag{2}$$

$$\Delta C = \frac{1-k}{1-k(1-\alpha)}\Delta H \tag{3}$$

(1)式から明らかなように、現金漏出がない $k=1$ の場合、すなわち個々の銀行によって貸し出された資金の全額が預金として再び銀行組織に還流する場合は

$$\Delta D = \frac{1}{\alpha}\Delta H \tag{4}$$

となる。しかし、 $0 < k < 1$ の一般的なケースでは、信用乗数、つまり超過準備 1 単位の増加が生み出す預金創出額（ここでは $k/[1-k(1-\alpha)]$ ）は 1 より大きいものの、現金漏出がないケースに比べ、この値が小さくなることは容易に確認できる。また、(1)～(3)式より

$$\Delta L = \Delta C + \Delta D \tag{5}$$

となる。この式は、マネーサプライの増加をもたらすものは貸し出しの増加であるというよく知られた関係を示している。(2)式の係数は、銀行組織の中に生じた超過準備の増加がその乗数倍の貸し出しの増加を引き起こすという意味で、信用乗数と呼ばれる。

ところで、(1)～(3)式は別の観点から導出することができる。いま、マ

(8) 日本銀行は現在、マネーサプライに代えてマネースtockという言葉を用いているが、アメリカをはじめ海外諸国ではマネーサプライという用語が使われる場合も多い。本稿では以下、マネーサプライという用語に統一する。

マネーサプライを M 、預金を D 、流通現金を C と表わすと、定義によって次式が成り立つ。

$$M = C + D \quad (6)$$

M のうち、どれだけを預金で持ち現金で持つかという公衆の資産選択行動が与えられているとすると

$$D = kM, \quad C = (1 - k)M \quad (7)$$

と表わすことができる。 k は、上に定義した変数と同一のものである。また、市中銀行が保有する支払い準備（日本の場合は日本銀行当座預金と手元保有現金の合計）を R 、所要準備率を前と同様に α とすると

$$R = \alpha D \quad (8)$$

となる。

次に、次式で示される新しい変数 H を導入する。

$$H = C + R \quad (9)$$

ここで R は、市中銀行保有の支払い準備であり、 C と R の合計として定義される H は、通常、貨幣供給の基礎をなすという意味でマネタリーベース (monetary base) またはベースマネー (base money)、あるいはハイパワードマネー (high-powered money) とも呼ばれている（以下では、マネタリーベースで統一する）。

(7)～(9)式より次の式が導かれる。

$$\Delta M = \frac{1}{1 - k(1 - \alpha)} \Delta H \quad (10)$$

これより、(10)式は(2)式に一致し、 ΔC と ΔD は、それぞれ(3)式、(1式)に一致、さらに(5)式の関係が成立することも容易に確認できる。すなわち、貸し出しの増加（減少）は、それに見合うマネーサプライの増加（減少）を招く（ $\Delta L = \Delta M$ ）のである。(10)式が示すように、銀行組織に投ぜられたマネタリーベースの増加を基礎にしてマネーサプライの乗数的な増

加が生じる。この式の係数は、通常、貨幣乗数（信用乗数）と呼ばれ、こうした考え方は貨幣乗数アプローチと呼ばれる。このように、信用乗数と貨幣乗数は一致する。⁽⁹⁾

3.2 フィリップス公式

次にフィリップス（C. A. Phillips）の公式について検討しよう。フィリップスは、個々の銀行に預けられた預金、いわゆる本源的預金（primary deposits）を基礎にしてその乗数倍の貸し出しが可能であり、それゆえまた乗数的な預金、すなわち派生的預金（derivative deposits）が創出されることを主張する。彼が導き出した公式は次のようなものである。

いま c を本源的預金の大きさ、 x をその本源的預金を基礎にして創造される貸出額、 r を預金額に対する支払い準備率、 k をある銀行によって貸し出された金額のうち、預金としてその銀行または他の銀行に還流する比率とする（先の（1）式の k と同じ）。そして c_1 を x の中より引き出される金額とすると、 $c_1 = (1-k)x$ であり、また銀行が預金に対する準備として保有する額は、 $rc + rkx$ であるから、 $c_1 = c - (rc + rkx)$ となる。これに $c_1 = (1-k)x$ を代入すると

$$(1-k)x = c - (rc + rkx)$$

となる。この式から次式が得られる。

$$x = \frac{c(1-r)}{kr+1-k} \quad (11)$$

これがフィリップス公式と呼ばれるものである。フィリップスはこの式に基づいて、「銀行システムにとっては、預金は主に貸し出しの結果であるが、個々の銀行にとっては貸し出しは預金の結果である」（Phillips [1980] p. 64,

(9) この点については古川 [1985] 第2節も参照されたい。

傍点部分は原文ではイタリック) という有名な命題を提起するのである。

(11)式のフィリップス公式は先の(2)式, したがってまた(10)式と同一である。⁽¹⁰⁾これらの3つの式が同一であることは従来まったく認識されていなかったように思われる。

以上がフィリップスの提起した命題の要約であるが、その後、このフィリップス命題を基軸にして A. Hahn [1920] や J. H. Rogers [1927] をはじめとして実に多くの考え方が展開されてきた。そのほとんどはフィリップスの命題を部分的に修正するか、現実的妥当性を加味して命題をいっそう複雑化するか⁽¹¹⁾のいずれかであり、目新しい視点は何ら存在しない。

そのため、フィリップスの見解は信用創造論の通説となり、その後の研究はフィリップス説⁽¹¹⁾の部分的修正や精緻化であるにすぎない。彼の信用創造論

(10) 上のフィリップス公式が先の(2)式および(10)式と同一であることは強調に値する。以下、この点を証明する。

すでに説明したように、 $x = \Delta L$, $c = \Delta H$, $r = \alpha$ であり、さらに k は両式に共通である。それでも(11)式の分子は $(1-r)$ であり、 1 とは異なる値をとっているから(11)式と(2)式は一般には異なる。これはしかし、それぞれの式を導いた前提条件が異なるためである。すなわち(2)式では、当初にある銀行に預けられた預金(本源的預金 ΔH) によって当該銀行にそれと同額の超過準備が生じ、そのうちの $k\Delta H$ がB銀行の預金として歩留まるという体裁をとっている。これに対しフィリップス公式(11)式では、本源的預金 x と派生預金 kx の双方に同一の準備率 r が設定されるため、銀行が預金の支払い準備として保有する額は、 $rc + rkx$ となっている。すなわち、 rc に相当する部分が(2)式では無視され、(11)式では考慮されているのである。超過準備の定義に応じて2つの式が異なるものの、実質的にはまったく同一である。

(11) Hayek [1933] 第4章では、銀行の信用創造が貨幣量の増加をもたらす最も重要な要因であることを指摘する。そしてフィリップスに従って、「銀行システムにとっては、預金は主に貸し出しの結果であるが、個々の銀行にとっては貸し出しは預金の結果である」(Phillips [1980] p. 64) という彼の見解を踏襲し、「預金創造に関して現在見られる混乱の主な理由は、単一の銀行でできる可能性と銀行制度全体としてできる可能性との間に何らの区別がなされていないところにある」(Hayek [1933] 邦訳67頁) と述べ、当然の命題としてフィリップス流の貨幣乗数アプローチを紹介している。ただし、Withers [1928] を引用しながらも、彼の“every loan makes a deposit”という言葉の重要性を認識していない。

は、本源的預金と派生的預金の区別、個別銀行と銀行システムとの関係、貸し出し拡張の限界を明確な形で提示し、その後の信用創造の理論に大きなインパクトを与えた。しかし、マクラウドの議論（たとえば Macleod [1878]）に比べて40年以上も後に提示されたものの、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。

3.3 ケインズの信用創造論

ケインズは『貨幣論1』において、フィリップスと同様の議論を行なっている。彼は、「そのような銀行（継続的企業として存在している十分に発達した近代型の銀行）は、銀行自身に対する貨幣引渡し請求権、すなわちわれわれが預金と呼ぶものを、2つの方法で創造する」（Keynes [1930] 邦訳24頁）として、「まず第1に、銀行は現金、あるいはある銀行（他行もしくは自行）にある預金の譲渡を委任する指図証券（すなわち小切手）の形で受け取った金額に対して、個々の預金者の名義で預金を創造する」（*Ibid.*）という。これが彼のいう「受動的に創造する預金」（passively created deposits）⁽¹²⁾である。

これに対し、「銀行が銀行自身に対する請求権を創造しうるのは、第2の方法がある」（邦訳同頁）として、「銀行は自ら資産を購入、すなわちその

なお、フィリップス以降の信用創造論については、Hahn [1920], Rogers [1927]をはじめ実に多くの見解が展開されてきた。こうした信用創造論の史的展開については、中谷・大友 [1933] 第2章・第3章・第4章、中谷 [1938] 第2章・第3章、新庄 [1937] 第2章・第3章・第4章、麓 [1953] 第5章、麓 [1956] 第6章に詳しい。

(12) ケインズは『一般理論』で貨幣の定義に関して次のように述べている。「実際上は貨幣の中に銀行の定期預金、時には（たとえば）大蔵省証券のような証券を含めることがしばしば便利である。通常、私は『貨幣論』の場合と同じように、貨幣は銀行預金と同じ広がりをもつと想定することにする」（Keynes [1936] 邦訳165頁注1、傍点は原文ではイタリック）。

投資を追加し、少なくとも当初は、自己に対する請求権を設定することによってその支払いをすることができる。すなわち貸し付けあるいは前貸しをすることもできる」(Ibid., 邦訳同頁)という。この貸し付けあるいは前貸し(以下、両者を合わせて貸し出しということにする)によって創造される預金ケインズのいう「能動的に創造する預金」(actively created deposits)である。

ケインズは、この「受動的に創造する預金」と「能動的に創造する預金」が、それぞれフィッリップスの「本源的預金」と「派生的預金」に対応することを認めている。⁽¹³⁾そして彼はこの2つの預金について次のように指摘する。「この問題を多数の銀行の中での一銀行の立場から見るとしても、ある銀行が受動的に創造する預金の率[すなわち期間あたりのその金額]が、一部はその能動的に創造しつつある預金の率に依存することは、明らかである。なぜならば、借り手の顧客は恐らくその手取り金を速やかに払い出すであろうけれども、その支払いを受け入れる人の中の何人かは、同じ銀行の顧客であるだろうからである。このことが起こるかぎり、能動的に創造される預金は、受動的に創造される預金の結果であるどころか、その逆である」(Ibid., 邦訳26頁)。

ケインズはまた次のような重要な指摘を行なっている。「すべての支払いが現金でまったく用いられない国で、外部の世界とは何の関係も持たない封鎖的な銀行組織を想像し、さらにまた、このような事情のもとで銀行はすこしも現金準備を保有している必要を認めず、銀行相互間の債務は[現金以外の]他の資産によって決済すると仮定するならば、それらの銀行が歩調揃えて進むかぎり、何らの限界もないことは明らかである」(Ibid., 邦訳23-24頁、傍点部分は原文のまま)。こうしてケインズは、「銀行が安全に創造する銀行貨幣の額には、何らの限界もない」、すなわち銀行の信用創造能力は論理上無限であるという。彼は銀行の信用創造能力の無限性を主張し、その

意味で「この種の貨幣制度は、内在的不安定性 (inherent instability) を持つ」(*Ibid.*, 邦訳27頁, 傍点は引用者) と指摘するのである。⁽¹³⁾

ケインズの主張に先立って、ヴィクセルは『利子と物価』で次のように述べている。少し長いが引用しておこう。「銀行の手に手元現金を統一し、貸付業務を集中することによって、また手形と銀行券、あるいは小切手と手形交換を利用することによって、理論的には無制限な、貨幣の運動力を阻害しているいろいろな実際の障害が事実上次第次第に排除されてゆくのである。貨幣はますます流動的となり、貨幣の供給はますます需要のいかなる任意の大きさにも順応することとなる。さらに繰り返して述べた理想的状態においては、一切の支払いは——したがってまた一切の貸付業務も——小切手および振替取引の手続きをもって営まれるのであるが、そこではもはや、貨幣の供給を独立のものとして、すなわち貨幣に対する需要とは異なった数量として論じることが不可能である。銀行において需要されるだけの貨幣は、また銀行によって——借り手の堅実さを前提とすると——貸し出されることができる。この場合、銀行の行なうことは実際ある数字を借り手の勘定へ承諾された信用、すなわち仮構の預金として記入するだけである。そののち、この預金に当てて振り出された小切手が銀行に提示されるならば、銀行はこの小切手の額面金額を小切手所有者の勘定の貸方に、預金の払い込み（またはその人の債務の弁済）として記入する。かくて「貨幣の供給」は、需要そのものによって創造されるのである」(Wicksell [1898] 邦訳163-164頁, 傍点は引用者)。以上のヴィクセルの指摘は、銀行側の信用創造能力は、論理上は無限であるというケインズの主張と同様であるのみならず、その信用創造能力は貨幣に対する人々の需要によって決定される点を明確に述べている点で非常に興味深い。

(13) この点については、すでに菱山 [1965] 111頁に指摘されている。

ところで、以上のようなケインズの見解に対して、小島昌太郎は鋭い批判の矢を放つ。彼のケインズ批判は主に次の2点にある。第1は、ケインズが預金を「積極的創造預金」（能動的に創造する預金）と「消極的創造預金」（受動的に創造する預金）に分ける一方で、「すべての預金は、言葉の最も適切な用法において、銀行がそれを預かることによって「創造」されることについては、疑問の余地はない」（Keynes [1930] 邦訳31頁）と述べている点である。すなわち、すべての預金が銀行によって創造されたというものの、「その理由は明らかにされていない」（小島 [1935] 322頁）うえ、「もしこのような預金を創造的預金というならば、『創造』の言葉は無意味とならざるをえないであろう」（同322-323頁）というのである。

第2は、「ケインズにあっては、いわゆる積極的創造預金が、Aという所有者よりBという人に支払われるとともに、甲銀行より乙銀行に移転するときは、これによってそれはいわゆる消極的創造預金となるというのである。これはまさに、一人の預金者もしくは一口座の預金に立場をおいて見たものであって、金融機構全般の立場より預金を全体として見たものではない」（同323頁）と述べ、「このような見方をもってしては、金融全般の動きを観察するのに役立つところはなく、むしろ混乱を招く恐れがある。要するに、ケインズの区別は一預金者もしくは一銀行に立場を置くところの卑近な観察であると言わねばならない」（同323-324頁）と断じる。

小島は以上のような批判に立つて、「預金の創造ということは、一つの預金者や一つの銀行についても、もとより重要視すべき事柄であるけれども、これを金融論や景気論において問題とするのは、まさにそれによって引き起こされる通貨量の変化に重点を置くからである。ゆえに、問題の重点は、一つの預金者や一つの銀行についての立場にあるのではなくて、金融界全般、預金者全体の立場にあらねばならぬ」（同書326頁）と喝破する。小島がいうように、「能動的に創造する預金」と「受動的に創造する預金」の区別は、

個別の預金者、個別の銀行の立場からの主張であり、マクロ経済的な観点から見て、そうした預金の区別が重要であるとは考え難い。

なお、『貨幣論』と『一般理論』との整合性についても一言指摘しておきたい。というのは、『一般理論』において展開された流動性選好説では、あくまでも貨幣供給量が体系にとって外生的に与えられるのに対し、『貨幣論』では、貸し出しが能動的に預金を創造する点を重視するから、貨幣供給量は内生的に決定される形式をとる。⁽¹⁴⁾つまり、内生的貨幣供給論から外生的貨幣供給論への大転換が生じているのである。

4 ホートレーの信用創造論

R. G. ホートレーはイギリス大蔵省に入省するまで、ほとんど経済学の書物を読まなかったそうである。ドイッチャーによれば、数少ない例外として、イートン校在学中には J. S. ミルの『経済学原理』とマクラウドの書物を読んだとされている。ドイッチャーは次のように述べている。「ホートレーはイートンでは John Stuart Mill の『経済学原理』と、もう一人の19世紀の経済学者 Henry Dunning Macleod の数冊の書物を読んだ。マクラウドのアプローチは、通貨よりも信用を重視したものであり、ホートレーの業績に影響を及ぼしたのは道理にかなっている。彼は『通貨と信用』に引用される経済学者の一人である」⁽¹⁵⁾ (Deutscher [1990] p. 8)。

(14) ただし、『貨幣論』のケインズは、依然として貨幣数量説の呪縛から自由にはなっていない。この点については、古川 [2012] 第7章第4節（とくに194-195頁）を参照されたい。

(15) すでに述べたように、マクラウドは生涯を通じてアカデミックな世界にポストを持たず、在野の経済学者として活躍した。一方、ホートレーも大学での経験は乏しく、勤務の大半をイギリス大蔵省のエコノミストとして送っている（ホートレーの履歴については、古川 [2012] 3-7 頁を参照されたい）。その意味で、両者は異色の経済学者といっても過言ではない。

ホーソンは、ホートレーとマクラウドの関連について次のように述べている。「あらゆる財・サービスの購入は債務を生み出すから、債務に対する測定の単位が

マクラウドに次いで銀行の信用創造の仕組みを徹底的に考察し、その経済活動に及ぼす重要性を強調したのはホートレーであろう。ホートレーは、彼の代表的な書物『通貨と信用』の「結論」と題した最終章で、次のように述べている。「われわれは、貨幣を信用に対する補助手段 (subsidiary) として取り扱った。イングランドや合衆国のような、高度に発達した預金銀行システムでは、この正当化は明らかである。購買力は信用の形態で創造され、消滅される」(Hawtrey [1919] p. 380)。そして、「通貨のコントロールは、今日では購買力の創造と現代の銀行の基礎をなす短期貸し出しとの結び付きに依存している」(*Ibid.*) と述べ、この結論の章を閉じている。この一文は、彼の経済学を貫徹する最も基本的な考え方を要約していると思われる。すなわち、購買力を創造するのは銀行の貸し出しであり、銀行貸出のコントロールは貨幣のコントロールであり、それは同時に経済活動のコントロールにもつながるというのである。ホートレー特有の表現を用いれば、「貸し出しは、貨幣を生む (The lending generates money)」(Hawtrey [1931] p. 9) とともに、「貸し出しは、所得を生む」(When the banks lend they generate incomes) (*Ibid.*) ということになる。ホートレーは銀行貸出こそが貨幣供給の源泉であり、同時に「購買力を創造する」源泉であると主張する。

「貸し出しは、貨幣を生む」というホートレーの見解は、表4における単純化した銀行部門全体のバランスシートと、表5の企業部門や家計部門など（以下、民間非銀行部門と呼ぶことにする）のバランスシートを用いて説明

必要である。その場合、債務は互いに相殺されうる、換言すれば、信用は支払い手段として用いられる。この点でホートレーは、富は交換され、それゆえ負債・信用を含むあらゆる権利を含むこと、そして貨幣の真の機能は負債を表わすことであり、“他の誰からの何かを要求する権利ないし資格である”と主張した H. D. マクラウドの考えを認めたのである。またマクラウドに従って、ホートレーは銀行家を債務のディーラーであると定義し、彼は銀行信用（の単位の）価値を決めるのは何かを問題としたのである」(Howson [1985] p. 150, 傍点は原文ではイタリック)。

H. D. マクラウドと信用創造論の系譜

表4 銀行部門の B/S

支払準備 (R)	預金 (D)
貸出 (L)	

表5 民間非銀行部門の B/S

現金 (C)	銀行借入 (L)
預金 (D)	

することができる。

すなわち、銀行部門は負債として預金 (D) を保有し、資産として預金の支払準備 (R) と貸出 (L) を保有するものとする。ここでは、銀行の支払準備はすべて現金であると仮定するが、中央銀行預け金（イギリスの場合はイングランド銀行当座預金、日本の場合は日本銀行当座預金に該当）を含めても一般性を失わない。銀行貸出と区別して、有価証券投資などを含めても差し支えないが、この表では「利子生み資産」(interest-bearing assets) として一括し、それを L で表している。

民間非銀行部門は、銀行部門のバランスシートに対応して負債として銀行借入 (L) を保有し、資産として現金 (C) と預金 (D) を保有する。この民間非銀行部門が保有する現金は、銀行部門が保有する現金 (R) と区別して、一般に流通現金と呼ばれる。

銀行のバランスシートより、次のような定義的な関係が得られる。

$$D=R+L \quad (12)$$

(12)式の両辺に C を加えると、次式が導かれる。

$$C+D(=M)=C+R+L \quad (13)$$

すなわち、(13)式の左辺は、流通現金と預金の合計であり、これはマネーサプライ (M) にほかならない。一方、式の右辺は、「すべての現金に、銀行の正味の利子生み資産を加えたもの」(Hawtrey [1919] p 39) であり、未支出余剰 (unspent margin) そのものである⁽¹⁶⁾。

次に、銀行保有の現金 (R) が不変であると、次式が成り立つ。

$$\Delta L = \Delta D \quad (14)$$

(14)式は貸し出しの増加は、他の条件が一定ならば、それと同額の預金の増加を生み出すことを意味する。信用創造とは、銀行貸出が預金を創造するのであり、(13)式の ($C+R$) を一定とすれば、まさに「貸し出しは貨幣を生む」のである⁽¹⁷⁾。

以上のように、ホートレーは銀行部門および民間非銀行部門のバランスシートより導かれる単純な定義的關係より、銀行貸出が貨幣創出の源泉になると指摘する。この考え方においては、貨幣供給の内生性は自明である。

ホートレーは、銀行貸出の変動を通じる購買力の変化がマクロ経済活動に大きな影響を及ぼすことを繰り返し述べているが⁽¹⁸⁾、それだけにとどまらず、貸し出しにおける銀行と顧客との長期継続的な取引関係に着目し、金融危機時の銀行の貸出行動について次のような興味深い指摘を行なっている。

「銀行は自分の顧客の事情をよく知っている。もし銀行が破綻すると、その顧客は彼らにとってなじみでない他の銀行からそれほど容易に借入を受けすることはできない。それゆえ、少なくとも銀行から借り入れた総額の一

(16) 未支出余剰 (unspent margin) とは、ホートレー独自の概念で、人々の即時的な購買力の大きさ、したがって人々が保有する未支出の支払い手段の総額をいい、現在の意味でのマネーサプライに相当する。古川 [2012] 第7章を参照のこと。

(17) 以上のホートレーの簡単な分析は、銀行部門および民間非銀行部門を対象としているものの、個別銀行と企業・家計など個別経済主体の関係についても、ウィザーズのいう “every loan makes a deposit”, あるいは「貸し出しは貨幣を生む」との言葉が妥当するのは自明である。

(18) 詳しくは古川 [2012] 第3章第4節を参照されたい。

部に損失の見込みがあれば、彼らの財務状況が脆弱化するのみならず、彼らはその財務状況を依然として正当化して貸し出しを行なおうとする貸し手を容易に見つけることはできない。破壊された購買力はすぐには代替されず、それが代替され始めるまでには、消費者支出は以前より減少する」(Ibid., p. 133, 傍点は引用者⁽¹⁹⁾)。このようにホートレーは個別の銀行とその取引先との間の長期継続的な「顧客関係」を洞察し、それが成立しやすいミクロ的な基礎にも着眼するのである。

こうしたホートレーの指摘は、金融仲介機能において銀行の貸し出しが「特殊な」機能を果たすという、近年の情報の経済学が強調する視点とまったく同じである。すなわち、銀行は金融仲介における事前的な審査活動や事後的なモニタリング活動を通じて借り手の内部情報を生産・蓄積し、それによって金融仲介費用の大幅な節減、金融取引の円滑化を可能にする。ホートレーが現在よりほぼ一世紀も前に銀行のこうした一種の情報生産活動に着目していることは強調に値する。

ところで、日本銀行関係者の見解、なかでも横山昭雄 [1977] および外山茂 [1980] によって指摘された考え方にも触れておきたい。これらは、マクラウドやホートレーの信用創造論に近似する。

まず、横山は「通説への疑問」として次のように述べている。「標準的教科書では、「通貨は銀行券と預金通貨から成り、前者は中央銀行によって、後者は前者を裏付けとして市中銀行によって供給される」とか、「市中金融機関は中央銀行によって供給された銀行券を核貨として信用創造を行ない預金通貨を供給する」というのが、中心点となっており、ほとんど公理のように説かれている。しかし筆者の見るところでは、この表現はきわめてミスリー

(19) 消費者支出 (consumers' outlay) というのも未支出余剰と並んでホートレーの多くの著作に頻出する分析概念で、現在の用語法では「国内総支出」の概念に相当する。

ディングであり、事態の本質的把握を混迷させる根因になっているようにさえ思われる」(横山 [1977] 21-22頁)。こうした認識を踏まえて、「銀行は主として企業に対してまず信用供与を行ない、それに見合って自らの負債としての預金を生み出す。誤解をおそれずにいうならば、銀行はまさに“無から有を生み出すことができる”のであり、一般にこれを“信用創造”と呼んでいる。現代信用体系が作動するメカニズムは、まず“はじめに与信ありき”である、ということをごくりかえし強調しておこう」(横山 [1977] 28頁)という。⁽²⁰⁾

外山茂も貨幣乗数アプローチに対し、横山 [1977] とほぼ同様の批判を行なう。外山 [1980] では、小宮 [1976] を具体的な標的にして次のように要約する、①マネタリーベースの変動は、その何倍かのマネーサプライの変動を引き起こすというアプローチは、前者が原因であり、後者が結果である、すなわち、マネタリーベースは外生変数であり、マネーサプライは内生変数であることを前提するけれども、小宮 [1976] のいう信用拡張係数 (M/H あるいは先の(10)式の係数に相当) は単に事後的に計算されたものにすぎず、こうした因果関係は存在しない、②小宮 [1976] では、信用拡張係数は比較的安定しているとみなしているが、実際は内外の経済情勢や景気循環、時々金融政策など多くの要因によって変動する。もしマネタリーベースの変動が原因となり、かつ信用拡張係数(貨幣乗数)が安定していれば、中央銀行は金融政策によってマネタリーベースの供給量をコントロールすることによって、その乗数倍に相当するマネーサプライの量をコントロールすることができる」と解釈される。これはちょうど所得決定理論において、財政支出などの

(20) 横山は次の重要なポイントを的確に指摘する。すなわち、「中央銀行が銀行券を発行すれば、それだけ市中銀行にとって信用創造のベースが増える」というのも全くの誤りで、事実とはまったく逆に「銀行券発行は市中銀行の信用を収縮させる効果を持つ」と考えるのが普通である」(同書24頁)という。この点について詳しくは、古川 [1999] (231-235頁)も参照されたい。

独立支出が変動すると、その乗数倍の均衡国民所得の変動が生じるという周知の議論のアナロジーとして理解されている。しかし、①と②を考慮すると、貨幣乗数アプローチ自体の妥当性が問題となるのである。

古川・王〔2006〕では、時系列分析（VAR モデル）によって貨幣乗数アプローチの妥当性を検証した。すなわち、1979年1月から2004年12月を分析期間として、日本のマネタリーベース、銀行貸出、マネーサプライ間の因果関係を実証分析によって検討した。分析より得られた最も重要な結論は、マネタリーベースよりも銀行貸出の方がマネーサプライの変動をはるかに適切に説明できるうえ、この結果は期間を通じて安定的であるということである。このことは、貨幣乗数アプローチが依拠する外生的貨幣供給理論の妥当性を否定し、「貨幣供給の内生性」の可能性を強く示唆している。

以上のマクラウド、ウイザーズ、ホートレー、横山昭雄、外山茂などの見解は、紆余曲折の議論を経て、「信用創造」とは何か、そしてそれはどのようなメカニズムによって生じるかの最終的な考え方によりやく到達したように筆者には思われる。⁽²¹⁾

5 む す び

近代における信用創造論のパイオニアであり、その理論をはじめて明確なかたちで提起したのはマクラウドであった。彼は、銀行の信用創造が一国の経済活動にきわめて大きな影響を及ぼすことを強調した。本稿ではマクラウドの分析を拠る所に、ウイザーズ、フィリップス、ケインズ、ホートレーなどの信用創造論について体系的な分析を行なった。現在においても、金融論

(21) 余談ながら、横山、外山の日本銀行関係者はもとより、マクラウド、ウイザーズ、ホートレーに共通するのは、そのキャリアが示すように、いずれも金融の実務に精通していた点であろう。彼らは、それぞれの時代のエスタブリッシュの経済学者ではないが、長年の実務経験が銀行の役割なり、信用創造の重要性についての彼らの現実的で説得的な考え方を導いてきたように思われてならない。

やマクロ経済学のテキストでは、貨幣供給の理論として必ずといってもよいほど貨幣乗数（信用乗数）アプローチに基づく信用創造論の説明がなされている。けれども、その問題点に言及した文献はほとんど見当たらない。ましてや今日に到るまでの信用創造論を歴史的・体系的に考察した文献は皆無に等しいようである。本稿は、こうした現状を踏まえてのささやかな一歩である。

これまでの考察より導かれる結論を列記すれば次のとおりである。

（１）「銀行は信用の製造所である」というマクラウドの指摘、および「貸し出しは、貨幣を生む」というホートレーの主張は、内生的貨幣供給理論の典型である。

（２）フィリップスによる「本源的預金」と「派生的預金」の区別は経済学的に無意味であり、そうした概念を基軸として展開された貨幣乗数（信用乗数）アプローチは、現在に至る貨幣供給理論の混乱の引き金となった。

（３）ウイザーズの“every loan makes a deposit”という言葉は真理であり、「信用創造」とは結局、この表現に集約される。フィリップスの強調する「銀行システムにとっては、預金は主に貸し出しの結果であるが、個々の銀行にとっては貸し出しは預金の結果である」という“総合の誤謬”の論理は、信用創造論には妥当しない。

（４）ケインズが『貨幣論 1』の最初に説明した信用創造論は、フィリップスの「本源的預金」と「派生的預金」に相当する区別を踏まえているが、フィリップスと同じ誤謬を犯している。

（５）信用乗数と貨幣乗数、およびフィリップス公式の３者はまったく同一である。

以上、本稿ではフィリップス以降に展開された一見複雑な信用創造論は“虚構”にすぎないことを強調した。貨幣乗数理論（信用乗数理論）という虚構が、現在においても貨幣供給理論の主流を占められるからである。

H. D. マクラウドと信用創造論の系譜

フィリップスの信用創造論はマクラウドやウイザーズよりはるか後に提示されたものの、その考え方は議論をいっそう錯綜させ、間違った方向に誘導してきたように思われる。

ところで、マクラウドやホートレーと同様、経済活動に対する信用創造の重要性を指摘した高田保馬について再度言及しておきたい。彼は『景気変動論』において次のように述べている。「景気の絶頂にあつては、銀行の債務に対する準備の割合が極度までに減少する。これは預金信用、すなわち創造された信用の著しく増加した結果である。ここにおいて、銀行はその営利のために、あまりに低下したこの準備割合を平常の不安でない状態に復帰させようと、努力する。そのために、以前よりの貸し出しは回収され、新たな貸付割引は手控えられる。このことが信用の急速な収縮となり、物価の下落、利潤のいっそうの減少を生じる。これに伴って、景気はその上昇の方向を変じて下降に転じる」(高田 [1928] 338頁)。

「銀行の債務に対する支払準備の割合がある限度に達するときは、貸し出しの回収、引き締めを余儀なくさせられる。このことが景気の下降の出発点を形成する。なるほど、財、ことに資本財における生産過剰が売れ行き不振、価格低下をきたすがゆえに、景気が沈滞期に入るという考え方は成立しやすく見える。けれども、常に銀行貸出の引き締めよりも価格の変動は遅れて現れる現象である。また、生産過剰であると見られる財、ことに資本財の場合も、その取引の困難または不可能となるのは、真に過剰なるがゆえではない。……ただ金融事情の変化のゆえに、これを支払うに足るだけの資本が用意できないゆえである」(同340頁)。このように高田は、景気変動に及ぼす信用創造の役割を重視するのである。⁽²²⁾

(22) こうした高田保馬の主張とはかなり対照的に、シュンペーターは経済活動に及ぼす銀行貸出の重要性について次のような見方を示している。「われわれは、銀行の行動が景気循環と何ら関係がないと主張するものではない。信用創造がなければ

本稿の最後に、これまで検討してきた信用創造論の現代的意義について簡単に述べておきたい。

2012年12月に発足した安倍晋三内閣の経済政策、いわゆるアベノミクスは日本経済のデフレ・円高からの脱却を主目標に、「3本の矢」戦略を推進している。とりわけ重視しているのは第1の矢、つまり日本銀行が実施する「大胆な金融政策」である。この政策は、政策金利としての無担保コール翌日物金利がゼロ近傍にある状況下では、伝統的政策手段としての金利の引き下げには限界がある。そのため、日本銀行が社債や上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（REIT）などのリスク資産の購入も含め、資金供給量（これまでの用語でいえばマネタリーベース）の大幅な増大を図り、それによっ

循環的変動の振幅はずっと小さいだろうことは疑いない。もっとも、非常にわずかな信用創造によって「熱狂」(manias) さえもあったし (40年代のイギリスがよい例)、また貨幣利子率に及ぼす効果は、それが作用するための最も重要なテコでもなかったのである」(Schumpeter, J. A. [1939], 邦訳942頁)。そして「利子率が単独ではどれほど僅かなことしかやりえないかを証明するには、不況期の典型的な出来事の過程ほどよい例はない」(Ibid., 邦訳945頁)と述べ、「われわれがしなければならないことは、これまで展開されてきた言い方をすると、不況中の利子率の操作は一片の政治的儀式 (a piece of political liturgy) にすぎないとの真理を確証するに十分である共通の実務経験を思い起こすことだけである。利子率がどれほど迅速に下落しようとも、このためにそれが景気の下方向転換点をもたらす大きな要因となることはないということである」(Ibid., 邦訳944-945頁、傍点は引用者)と続けている。景気循環に対する金融的要因の影響をそれほど重視してはいないのである。高田とシュンペーターのいずれが正鵠を得ているかを判断するのはむずかしい。ただ、前者がどちらかといえば好況期を問題にし、後者が不況期を対象にしていること、また前者が信用創造（銀行貸出）に焦点を当てているのに対し、後者はもっぱら利子率を重視している点の違いを考慮する必要があるだろう。

なお、シュンペーターが不況期の低金利政策を「一片の政治的儀式」と言うのに対し、ホートレーは財政支出の拡大を「一片の儀式」と呼んでいる。すなわち、ホートレーは次のように述べている。「公共事業は単なる一片の儀式 (a piece of ritual) に過ぎず、何かをなしていると言えることを望んでいる人々には便利であるが、そうでなければ不適切なものである。信用の拡張を刺激することは、通常極めて容易である。この目的のために、費用のかかる公共事業に頼ることは、焼き豚を作るために家を焼き払うようなものである」(Hawtrey [1925] p. 44)。ホートレーの財政政策に対する見解については、古川 [2012] 第5章を参照されたい。

て景気刺激や物価上昇の効果を狙いとしたものである。そのために、「非伝統的な金融政策」とも、「異次元の金融緩和」ともいわれている。

この政策は、買入れたリスク資産の価格が下落すると日本銀行のバランスシートが毀損し、結果として国民の財政負担につながる恐れがある。また国債の買い入れ増額は実質的な財政ファイナンスとみなされ、財政規律が損なわれ、長期金利の上昇を招く懸念がある。これらの問題は別にしても、マネタリーベースの増大という量的緩和が、どのような経路を通じて景気や物価に影響を及ぼすのかは一向に判然としない。本稿で繰り返し論じたように、マネタリーベースの増加がその乗数倍のマネーサプライの増加を招くのか大きな疑問がある。また百歩譲って仮にそうだとすると、貨幣数量説を前提としない限り、マネーサプライの増大がどのような政策波及経路によって景気や物価に影響を及ぼすのかも皆目分らない。

だが最も大きな問題は、銀行貸出と実体経済との関係である。すなわち、デフレーションのもとで企業などの借入需要が低迷している状況では、いかに銀行が融資の増大を図ったとしても資金需要は出てこない。この場合、銀行は余剰資金を国債など安全資産の積み上げに回すだけで、企業など民間部門への支出に振り向けることはできない。「銀行は信用の製造所である」とは言っても、資金需要がなければ銀行は「信用の製造所」にはなりえない。これはちょうど「馬を水ぎわまで連れて行くことはできるが、馬に水を飲ませることはできない」との比喩のとおりである。アベノミクスを評価する場合、貸出供給面のみならず、貸出需要の側面にも十分な注意を払う必要がある。

参 考 文 献

〈引用した文献については、必ずしも訳文には従っていない。また原文献が当用漢字でない場合や旧仮名遣いで表示されている場合は、それを当用漢字や現代仮名遣いに改めた場合がある〉

- Abel. A. B. and B. S. Bernanke [2005], *Macroeconomics*, Pearson Education, Inc.
- Cantillon, R. [1755], *Essai sur la nature du commerce en général* (津田内匠訳『商業一般の本性に関する試論』(『商業試論』) 名古屋大学出版会, 1992年)
- Deutscher. P [1990], *R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics*, London, Macmillan.
- Hahn, A. [1920], *Volkswirtschaftslehre Theorie des Bankkredits*, 1 Archiv, Tübingen, Verlag Von J. C. B. Mohr.
- Hawson, S. [1985], "Tabled Paper: Hawtrey and the Real World," *Keynes and His Contemporaries*, ed. by G. C. Harcourt, London, Macmillan., pp. 142-188.
- Hawtrey [1919], *Currency and Credit*, London, Longmans, Green and Co.
- Hawtrey [1925], "Public Expenditure and the Demand for Labour," *Economica*, vol. 5, no. 13, pp. 38-48
- Hawtrey. R. G. [1931], *Trade Depression and the Way Out*, London, Longmans, Green and Co.
- Hayek. F. A. [1933], *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London, Jonathan Cape, translated by N. Kaldor and H. M. Croome (古賀勝次郎他訳『貨幣理論と景気循環』春秋社, 1998年)。
- Hubbard, R. G. [1994], *Money, Financial System and the Economy* (fifth edition), Addison-Wesley Publishing Co.
- Keynes, J. M. [1930], *A Treatise on Money I, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 1971, ed. by E. Johnson, D. Moggridge and A. Robinson (小泉明・長澤惟恭訳『ケインズ全集第5巻貨幣論1——貨幣の純粋理論』東洋経済新報社, 1980年)
- Keynes, J. M. [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 1971, ed. by E. Johnson, D. Moggridge and A. Robinson (塩野谷裕一訳『ケインズ全集第7巻 雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年)
- Leaf. W. [1926], *Banking*, London, The Home University Library.
- Macleod, H. D. [1872], *The Principles of Economical Philosophy*, Vol. 1, London, Longmans, Green, and Co.
- Macleod, H. D. [1878], *Economics for Beginners*, London, Longmans, Green, and Co.
- Macleod, H. D. [1897] *The Theory of Credit*, London, Longmans, Green, and Co.
- Macleod, H. D. [1902], *The Theory of Practice of Banking*, sixth edition, London, Longmans, Green, and Co.
- Macleod, H. D. [1916], *The Elements of Banking*, London, Longmans, Green, and Co.
- Mankiw. N. G. [2004], *Principles of Economics*, second edition, Thomson Learning, Inc. (足立秀之他訳『マンキュー経済学 マクロ編』東洋経済新報社, 2005年)。
- Mattnew. H. C. G. and B. Harrison edited [2004], *Oxford Dictionary of National Biography*, vol. 59, Oxford, Oxford University Press.

- Phillips, C. A. [1980], *Bank Credit*, New York, Arno Press, A New York Times Company (first edition, 1920, New York, The Macmillan Company).
- Rogers, J. H. [1927] *Stock Speculation and Money Market*, Columbia: Lucas.
- Schumpeter, J. A. [1926], *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 2 Aufl. (塩野谷裕一・中山伊知郎・東畑精一『経済発展の理論 (上)』岩波書店, 1977年).
- Schumpeter, J. A. [1939], *Business Cycles, A Theoretical, and Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. McGraw-Hill Book Company, Inc. New York (吉田昇三監修金融経済研究所訳, 有斐閣, 1960年).
- Schumpeter, J. A. [1954], *History of Economic Analysis*, New York, Oxford University Press (東畑精一・福岡正夫訳『経済分析の歴史』(下) 岩波書店, 2006年).
- Wicksell, J. G. K [1898] *Geldzins und Güterpreise: eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen, Berichtigter Nedruck der Ausgabe* Jena, Scientia Verlag (北野熊喜男・服部新一訳『利子と物価』日本経済評論社, 1984).
- Withers, H. [1924] *The Meaning of Money*, third edition, London, John Murray, Albemarle, W. (1909 first edition).
- 川合一郎 [1978] 「信用創造—信用貨幣と現金—」(川合一郎編『現代信用論 (上)』有斐閣, 所収)。
- 小島昌太郎 [1935] 『金融動態論』有斐閣。
- 小宮隆太郎 [1976] 「昭和四十八, 九年インフレーションの原因」『経済学論集』(東京大学) 第42巻第1号。
- 新庄 博 [1937] 『金融理論の新傾向』甲文堂書店。
- 高田保馬 [1928] 『景気変動論』(現代経済学全集第13巻) 日本評論社。
- 高田保馬 [1931] 『貨幣の理論』(経済学新講義第3巻) 岩波書店。
- 館龍一郎・浜田宏一 [1972] 『金融』岩波書店。
- 外山 茂 [1980] 『金融問題21の誤解』東洋経済新報社。
- 中谷實・大友榮一郎 [1933] 『預金通貨の研究』有斐閣。
- 中谷 實 [1938] 『新金融理論: 預金通貨と中立貨幣』有斐閣。
- 麓健一 [1953] 『信用創造理論の研究』東洋経済新報社。
- 麓健一 [1956] 「信用創造論」, 信用理論研究会『講座 信用理論体系』(第3部学説篇), 日本評論社。
- 菱山 泉 [1965] 『近代経済学の歴史』有信堂。
- 古川 顕 [1985] 「貨幣の供給」(石川常雄・花輪俊哉編『金融概論』有斐閣, 所収)。
- 古川 顕 [1999] 『テキストブック 現代の金融』(初版) 東洋経済新報社。
- 古川 顕 [2012] 『R. G. ホートレーの経済学』ナカニシヤ出版。
- 古川 顕 [2013] 「D. H. マクラウドの信用理論」『産研論集』(関西学院大学産業研究所) 40号。
- 古川 顕・王 凌 [2006] 「マネタリーベース, 銀行貸出およびマネーサプライの関係について—一時系列分析による検証—」『甲南経済学論集』第47巻第1号。

堀内昭義 [1980]『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析—』東洋経済新報社。
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。