

## グリーンズパンの資本理論と金融政策

関西大学（非） 村井 明彦

第13代FRB議長グリーンズパンは1990年代に長期の物価安定を実現し、各方面から高く評価された。ところが21世紀に入ると低金利策をとりサブプライム・ローン危機の原因をつくったと非難された。つまり事態は神が悪魔に転じた物語として展開した。だが冷静に考えると、なぜ1990年代に成功したのか、またそれなのになぜ2000年代に失敗したのかについて十分な分析はなされていない。本報告では彼を歴史的人物と見立てて、その思想形成からうかがえる資本理論と金融政策の関連を概観する。

### 1 生い立ちとアイン・ランドとの出会い（村井 2012a）

グリーンズパンは東欧系移民を両親のもと1926年にニューヨーク市で生まれた。高校卒業後ジュリアード音楽院に進みジャズバンドのクラリネット奏者になる。父が証券マンなため金融に関心があり、ニューヨーク大で経済学を学ぶ。20代半ばで結婚し（すぐ離婚）、妻の紹介でロシア系作家ランド（Ayn Rand 1905-82）の門を叩く。

彼女の主著『肩をすくめるアトラス』（Rand 1957）は「聖書の次にアメリカ人に影響を与えた本」と言われる有名な小説である。業績の悪化する企業の社長が原因を調べると天才技師ゴルトが技師を引き抜いて山中で純粋な資本主義の共同体を営んでいたと判明するが、この反ユートピア的プロット以上に衝撃的なのは現代社会に蔓延する社会主義的要素が依拠する原理の空虚さを哲学的に暴いたゴルトの演説である（『カラマゾフ』の「大審問官」に相当する）。道徳は禁止事項ではなく推奨事項のリストとなり、企業家の徳を人間の繁栄の主要因とみなす点で、それはカンティヨンやチュルゴ以来の大陸経済学に接続する内容を持つ。ランドは利己主義を存在論的に正当化し、政府介入を経済的得失よりは道徳的に非難した。彼女はいわば資本主義や経済学の形而上学的基礎づけを試みたことになる。数学好きでケインズの数値主義的側面に魅かれる青年であったグリーンズパンは急速に彼女のシンパとなり、『New York Times』の批判的書評に援護射撃を浴びせる。

### 2 「自由社会の経済学」講義と「株価と資本価値評定」（村井 2012b; 2013a）

ランドが受容した唯一の経済学者はミーゼスであった。門下の心理学者ブランデンが1958年に創設したシンクタンクNBIでグリーンズパンは経済学プロパーとして「自由社会の経済学」講義を担当する。聴講していたのちのオーストリア経済学者ボスタフの証言に従うと（Bostaph 2000）、株価を市場が企業の新規設備につける価格とみなし、それが景気の牽引役と見る独自の資本理論を含んでいた。だが株価を実在資源量から乖離させる連邦準備の創設を「歴史的惨劇」と表現した。なおミーゼスも聴いており、かつミーゼスの私

的ゼミにランドとグリーンズパンが 1 度だけだが出席したことがわかっている。グリーンズパンはのちに政府要職につくが、1960 年代までは草創期リバタリアン思想の一翼を担うキーパーソンの一人であったことになる。

当時の所見はさや取り下の株価決定を扱う同時期の「株価と資本価値評定」(Greenspan 1959) に詳しい。株価上昇で企業は資本調達コストが低下して設備投資を増やし、消費者は資産効果で消費、特に耐久財を増やして生活水準の全般的向上を図る。つまり株価上昇の効果は需給両側に及ぶ。不確定性とリスクプレミアムについては、不合理な悲観で一方的に高まるわけではなく、政策介入のダメージを重視している。安定期にはリスクプレミアムは低下して陶醉が生まれやすいが、一度暗転すると投資は手じまいされて否定的期待は執拗に居座る。恐慌後は放置すれば資本の投売りで資本再編が進み企業はリスク期待を再計算して不確定性は再低下し、株価が上がると消費も増す。

また貨幣供給市場に関しては、銀行システムが準備率の限度まで貸付を拡大したときほど経済の下降局面もひどくなるとした。19 世紀の恐慌は「外生的に生じた望ましからざる経済現象などではなく、むしろ投機的資本の価値が長期的な資本の生産性に同調して抑え込まれるようなメカニズム」で、連邦準備の貨幣増量が「循環的不安定性のエンジンのごときものとなる」と記す。未来の世界最強中央銀行総裁は中央銀行が大嫌いであった。

### 3 「全体経済学」としての ABCT (Austrian Business Cycle Theory)

彼の分析枠組の核にはミーゼスの景気循環論 ABCT があるので、その学史的意味を略述する。それはメンガーの中に流れ込んでいる中世以来の動態効率・複期モデル・不等価交換の非均衡経済学にカンティヨン、チュルゴからベーム-バヴェルクに至る近代資本理論を結合したもので、現在主流派をなす静態効率・単期モデル・等価交換の均衡経済学に欠けている「全体経済学」(total economics) をなす。

アリストテレスは『倫理学』で貨幣を 2 財の間の媒介者と見た。これは貨幣を価値尺度と見る等価交換論の源流である。だが実は意味不明である。S 氏が財 A を 500 円で買ったとき何と何が等価か。S にとっての A が店にとっての 500 円と等価とは論証できない。すぐあとで T がやはり A を買えば S, T にとり等価な交換と見えるが両者間で交換はない。労働価値説でも別の店で A が 450 円なら説明はつかない。実は交換と等価の間には原理的規律背反がある。交換価値ではなく使用価値で等価性を考えるのはさらに難しい。

実際には不等価だから交換がある。メンガーは貨幣起源論で貨幣財の条件に「市場性」を見出した。これは交換財間の不等価関係の成立を容易にするからである。貨幣成立後も同じ状態が続いており、人々は不確実性に備えて所持金の一部を貯めこむ。中世には貨幣理論が十分発達しており、将来貨幣の現在貨幣への交換手数料を金利と見た。それは主に人々が現在消費したがる程度、つまり時間選好で決まる。貯金は退蔵されるのではなく金融機関にあるから、時間選好が高いと高金利、低いと低金利になる。高金利なら高次財(消

費段階から遠い財)への投資は湿るが、いま低貯金だから完成する来期にはどうせ売れず問題は無い。低金利なら高次財投資が膨らむが、いま高貯金だから来期には売れる。

こうして ABCT は金利の総需要 - 総供給同調 (coordination) 機能を描き出す。セー法則は常に成り立つ。それは定量的公理演繹主義の一般均衡論のように一斉取引で企業の利益ゼロ、消費者の貯金ゼロといった仮構をとらず、あくまで現実経済の進行をモデル化して時間と空間すべてを包摂する定性的公理演繹主義をとる。また財市場・貨幣市場を含んでもいる。こうして既存学派中オーストリア学派のみが「全体経済学」を備える。

貨幣は汎購買力を持つので備蓄財として需要される。消費者はプライス - ロット - クオリティ・テイカーであり、供給側が示すこれらの条件を受け取って価格分の貨幣より効用が高いと思えばおカネを払う。現実市場の交換はみな不等価交換である (村井 2015)。アクィナスはアリストテレスの『政治学』の相互利益論から不等価交換を互惠的と見た。これがカトリック諸国経由でメンガーに流入し、貨幣の価値貯蔵機能を供給 (企業) 側からも見た ABCT でミーゼスが全体経済学を完成する (Mises 1912)。

無妨害市場の経済循環が上の形を取るのに対して、時間選好が高く高金利なとき中央銀行が利下げすると、資源量は同じなのに高次財投資が膨らんで需要に出合えなくなる。消費も多いから財市場も膨らむ。かくて妨害市場ではバブルと恐慌が不可避となる。

#### 4 「根拠なき熱狂」講演の根拠——「先制攻撃」の意味 (村井 2013a; 2013b)

グリーンSPANはレーガン期末の 1987 年に FRB 議長になり、まずブラックマンデーの洗礼を受ける。彼は恐慌直後は流動性注入で混乱を防ぐが早い段階で利上げに入る方針をとった。1990 年代に入ると景気は上向き、シリコンバレーを中心に生産性を上げるイノベーションが進みつつあった。ハンフリ - ホーキンス (H-H) 法は物価安定と雇用確保を連邦準備に命じている。生産性の上昇期には貨幣を増量しないと物価は下がる。だが増やしすぎるとバブルを煽り物価が高騰する。そこで彼は「株価と資本価値評定」以来の視座のもと、株価を参考値にして物価安定を図る手法を考案する。

理論的前提はこうなる。物価指標は十指に余るが通常は CPI (消費者物価指数) を指す。だが中央銀行の貨幣政策から消費財市場の価格上昇までは遠い。金利政策は壁で見えない隣の土地に煉瓦を積む遠隔クレーン操作のようになる。貨幣増の効果は、①物価、②所得、③生産の 3 種ある。新古典派・ケインズ派ら主流派では①に議論が集中するが、大陸経済学では②のキャンティオン効果、③の景気循環誘発効果も重視される。生産性が上がれば物価安定のための要注入貨幣は増す。だがこれは①のみを持つわけではない。②は措くとしても③を刺激すれば結局物価は乱高下する。

グリーンSPANは「企業の投資意思決定と完全雇用モデル」(Greenspan 1961) で景気上昇局面では高次財企業の株価が低次財企業のそれより膨張することを示した。現役時代にもこの視座を適用して高次財企業の株価上昇を察知したら利上げする方針をとったと思

われる。『波乱の時代』(Greenspan 2007)の「先制攻撃」(preemptive strike)、FOMC 議事録の「予防」(precaution)がそれである。むしろ 1950 年代と 90 年代では産業組織の進化段階は違うが、それでも株価と景気の間強い相関が取り出せることは『波乱の時代』、危機後のニューヨーク経済クラブ講演 (Greenspan 2013)でも指摘している。

グリーンスパンは自他ともに認める数学好きだが、実はミクロの行為モデルには数学を用いず金融工学も信用していない。だが統計収集は緻密かつリアルタイム的で、CEA 委員長時代の 1974 年には新指数「週間 GDP」を開発してもいる (Jones 2008)。つまり彼は ABCT を下敷きに景気循環の進展状況を統計で裏づけて数十年のキャリアを過ごしてきた。

1996 年の「根拠なき熱狂」講演の背景にもこの視座がある (Greenspan 1996)。彼は 1896 年のブライアンの「金の十字架」演説にふれて株価の「度を過ぎた横溢」(irrational exuberance)を論じたが、なぜ 1990 年代の株価と同演説が絡むのか説明していない。ブライアンは銀の自由鑄造でインフレを求め金本位論を批判するプロトケインジアン的インフレ主義者として連邦準備創設に寄与した。講演の正式タイトルは「民主主義的な社会における中央銀行の課題」だが、実は物価安定策が資産バブルにより経済を破壊することをグリーンスパンは強く意識している。いわば「ABCT から見て最も危ないことは自明だけど、法が、つまりは国民が求めるから長期の物価安定を演出する。だがこのままだとヘタをすると連邦準備の存続が危ぶまれるようなことが起きかねない」と警告したのである。

「先制攻撃」は H-H 法が求める物価安定に応じるための手法だが、物価安定は貨幣インフレの一帰結であって、必然的に経済不安定をもたらす。「根拠なき熱狂」講演はある意味で同法の批判とも読める性質のものである。

## 5 大平準と第 2 次大恐慌 (村井 2013b; 2014)

「先制攻撃」が「大平準」(Great Moderation)の生みの親だと思われる。その要因を考えるとテイラー公式が引き合いに出されることも多いが、グリーンスパンはそれを用いていない。同公式は事後的恒等式であって事前的方程式だという証明はテイラー自身も行っていない。金利はマクロ経済の操作に用いる政策ツールなのに集計値の因果性(関数性)については沈黙している。彼は早くも 1993 年に公式を発表したが、その後マンキューやブラインダーらも別の変数・係数で線形式を出しており、却って不可解さが増した。これらを参考にした可能性は誰も主張しないが、ではなぜ色んな公式が 90 年代の集計値間に軒並みあてはまるのか。それは「予防的利上げ」の賜物ではないのか。

IT バブル崩壊のあと 9/11 が生じる。9/11 は非経済的事象だが経済にも影響する。グリーンスパンはインフレ懸念はないと踏んで利下げに転じる。彼の弁では、この措置は逆方向での「先制攻撃」、すなわち景気下降局面での「予防的利下げ」である。

ヴィクセルの「自然金利」はほぼ貨幣市場の需給均衡金利と考えられ、ABCT の無妨害市場理論はそれが複期的に財市場の需給を同調させると見る。仮に金本位制なら高金利の

ときは高次財膨張はないが、法令貨幣制のもとでは生産性が上がると物価を安定させるために貨幣注入が必要で、しかも度が過ぎると高次財市場が膨らむ。グリーンズパンの金融政策とは金が果たす需給同調を人為的に再現する「擬似金本位制」となる。いわば自然金利の物まねのようなものである。だがFRBがいつも貨幣市場を妨害しているから自然金利は原理的に知りえない。金利操作が近似性を保つ間はいいが、外れると「惨劇」が不可避となる。実際「予防的利下げ」とはABCTの妨害市場理論が示唆する事態であり、FF金利1%を持続したことは事後的に見れば失策だったと言うほかない。

テイラーはこの低金利策が公式からの「脱線」だと批判した(Taylor 2009)。だがその意義は微妙なものとなる。もともと1990年代までに当てはまるのが同ルールだが、それはテイラーではなくグリーンズパンが生み出した相関である。金融政策に「ルール」を求めるのはフリードマン以来の伝統だが、何のルールもなく90年代の大平準が生み出せるわけがない。それは「先制攻撃」がいわば「グリーンズパン・ルール」だった証拠である。だが2000年代にはそれが崩れた。だから批判を浴びた。だがそうするとテイラーがグリーンズパンを批判しているのではなく、テニユア前半のグリーンズパンが後半のグリーンズパンを批判しているという構図になる。実に理解に苦しむ事態である。

1980年代半ばからマネタリズムの適用可能性は消褪する。だがちょうどそのころ着任したグリーンズパンがフリードマンの求める物価安定を見事に実現した。だから彼はテイラーとの対談でアランだけが安定の秘訣を知っているというわけか、と漏らした。つまり明らかに自らの敗北を認めたのである(Taylor 2001)。ではアランの虎の巻とは何か。それがABCTに基づく擬似金本位制だというのが報告者の結論である。

ただそれが「惨劇」を招いたのも確かである。物価安定論は1920年代に定着し、戦後フリードマンは継承するが、実はなぜ物価安定が好ましいか論証していない。景気をめぐる議論は概して物価を焦点にし、あたかも物価が景気を決めるかに想定する。だが本来は景気または時間選好が物価を決めるのである。好況局面での物価安定の継続を何らかのショック以外で着地させる手法は知られていない。現代アメリカで物価安定期間が長かったのは1990年代と1920年代だが、そのあと何が起きたか考えるべきである。H-H法は誤りである。「隠れオーストリア学派」である議長はそれを熟知するが、就任の宣誓のとおり国民の信託を受けて忠実に法令を遵守した。グリーンズパンの物語とは、オーストリア学派が主流派(に論拠を持つH-H法)に従って失敗した物語である。結果から彼をなじるのは容易だが、では他の誰が他の何をできたのか。この問いにはまだ答えはない。

考えてみればアメリカでは建国後中央銀行を2度つくって2度潰した歴史がある。第2次合州国銀行の免許更新はジャクソン大統領自身が議会を押し切って拒否権を発動してまで拒絶された。彼はハードマネー的フリードレーダーであり、いわば19世紀前半のオーストリアンであった。彼を遅れた農本派とするのは勝利者たる勝利者の解釈を盲信する歴史歪曲である。黒船で泰平の眠りから覚まされた国の方が覚ました国よりも早くいまある中

中央銀行をつくった。後者の最高意思決定機関では危機後ロン・ポール議員が連邦準備廃止運動を展開し、グリーンSPANは彼のパースペクティブを理解して否定するでもなくミーズを賞賛するのである（村井 2012b）。謎は深い。貨幣供給市場を政府が独占しているならアメリカは自由主義国ではない。ジャクソンこそ自由主義者であり、ブライアンは一種の革命をもたらしたアメリカを別の国にした。そのあと同国と戦争して敗れ、ブライアニストたちの影響圏に組み込まれたのがわが国である。日銀法第 2 条も根拠なき条文である。中央銀行はなぜ必要なのか。物価安定のメリットが論証されていない以上、この問いにもまだ確たる答えはないままなのである。

#### 参考文献（抄録）

- Bostaph, Samuel, 2000, "Greenspan's Austrian Connection," *Mises Daily*, March 24.
- Greenspan, Alan, 1959, "Stock Prices and Capital Evaluation," American Statistical Association, *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*.
- 1961, "Business Investment Decisions and Full Employment Models," American Statistical Association, *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*.
- 1996, "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society," at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the AEI, December 5, <http://www.aei.org/speech/7352> 村井明彦訳「グリーンSPANの「根拠なき熱狂」講演の翻訳と解説」『同志社商学』65(1/2).
- 2007, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Penguin. 山岡洋一・高遠裕子訳『波乱の時代——わが半生と FRB（上巻）』『波乱の時代——世界と経済のゆくえ（下巻）』『波乱の時代 特別版 サブプライム問題を語る』日本経済新聞出版社, 2007-08.
- 2013, *The Map and the Territory: Risk, Human Nature and the Future of Forecasting*, Penguin.
- Jones, Sidney L., 2008, *Greenspan Counsel*, University Press of America.
- Mises, Ludwig von, 1912, *Theorie des Geldes und Umlaufsmittel*. 東米雄訳『貨幣及び流通手段の理論』日本経済評論社, 1980.
- Rand, Ayn, 1957, *Atlas Shrugged*. 脇坂あゆみ訳『肩をすくめるアトラス』ビジネス社, 2004.
- Taylor, John B., 2001, "An Interview with Milton Friedman," *Macroeconomic Dynamics*, 5(1).
- 2009, *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Press. 村井章子訳『脱線 FRB』日経 BP 社, 2009.
- 村井明彦 2012a 「グリーンSPANのアイン・ランド・コネクション 1——我あり、ゆえに我思う」『同志社商学』64(1/2).
- 2012b 「グリーンSPANのアイン・ランド・コネクション 2——中央銀行を嫌う中央銀行家の肖像」『同志社商学』64(3/4).
- 2013a 「グリーンSPANのアイン・ランド・コネクション 3——「根拠なき熱狂」講演の根拠」『同志社商学』65(1/2).
- 2013b 「大平準と「グリーンSPAN問題」の生成」『同志社商学』65(3).
- 2014 「第 2 次大恐慌と「グリーンSPAN問題」の展開」『同志社商学』65(4).
- 2015 「一般効用理論から買物理論へ——ミクロ経済学の交換学的基礎づけに向けて」『同志社商学』66(6).
- \*）本稿の関係論点は上記 6 本の拙稿で詳論した（いずれも Jairo ウェブサイトから入手可）。