

中央銀行通貨を巡る いくつかの誤解

中央銀行の本質を探る観点から

小栗誠治

Seiji Oguri

滋賀大学 / 名誉教授

I はじめに

近年のグローバリズムや情報通信技術の進展、グローバル金融危機、加えて長年のデフレ的経済状況の中で、中央銀行はこれまで経験したことがない多くの非伝統的金融政策を実施し、未踏の領域を突き進んできた。こうした状況にある今日こそ、あえて日々の表層的な金融現象からは一步距離をとり、これまで受け継がれてきた中央銀行の本質や行動の基準となる原則に改めて立ち返り、これを確認することは極めて重要かつ意義のあることと考えられる。本稿は、こうした視点に立ち、中央銀行の性格や本質を探る観点から、中央銀行通貨に関する誤解と見られるいくつかの見解を批判的に検討するものである¹⁾。

本稿の構成は、以下のとおりである。次のIIでは、銀行券が中央銀行のバランスシートの負債に計上されているのはなぜか、銀行券の債務性について検討する。この論点は本稿全体のベースとなる重要なポイントである。IIIでは、「1万円札の製造原価は20円であるから、中央銀行は1万円札一枚を発行することによって9,980円の利益を直ちに得る」と主張されることがよくあるが、これは正しいだろうか。いわゆるシーニョレッジ（通貨発行益）問題を説明する。IVでは、「政府と日本銀行を連結した統合政府で考えれば、政府の負債(国債)と中央銀行の資産(国債)が相殺消去されるので、政府がどれだけ国債を増発しても、それを中央銀行が買いオペレーションで引き取る限りは、政府の借金はゼロになり、国債の償還負担は無くなる」（国債相殺論）という主張があるが、これは正しいだろうか。いわゆる統合政府論を検討する。Vでは、中央銀行の2大債務の銀行券と当座預金（準備

¹⁾ 本稿は、2023年7月26日に高崎経済大学で行った拙著『中央銀行論—セントラル・バンキングの本質を求めて』（知泉書館、2022年）をベースとした特別講義の原稿を加筆修正したものである。執筆にあたっては、白川方明(2018)、西川元彦(1984)、Bagehot, W. (1873)、Goodhart, C. A.E.(2010)、Tucker, P.(2018)を随所で参考にした。

預金)、すなわちマネタリーベースの特徴や性格を説明し、いわゆる貨幣乗数アプローチの妥当性を検討する。Ⅵでは、いわゆる「日銀流理論」の特徴と内生的貨幣供給論の関係について検討する。Ⅶは、本稿の要約である。なお、補論では、中央銀行の債務性に関する諸見解の概要とその評価を述べる。

Ⅱ

銀行券の債務性

—銀行券が中央銀行の負債に計上されているのはなぜか。

1. 信用通貨としての銀行券

最初に本節では中央銀行に独特な銀行券の発行に焦点をあて、その本質を探ってみよう。わが国で唯一の発券銀行である日本銀行は、2023年3月末時点で121兆9,550億円の銀行券を発行している。発行した銀行券は日本銀行の債務として認識され、貸借対照表上の負債に計上されている(図1)。銀行券はなぜこのように中央銀行の負債に計上されるのか、すなわち銀行券は中央銀行に

とって債務か否かという問題は、通常ほとんど意識することがないかあるいは見落としがちであるが、そこには中央銀行の本質に迫る問題が潜んでいる。銀行券の債務性という性格は本稿全体のベースを形作るものである。

現実的にどの国の中央銀行も発行した銀行券は負債に計上している。しかし、銀行券の債務性を巡っては、1950年代から60年代のわが国の不換銀行券論争以来今日まで、銀行券の債務性を認める見解とこれを認めない見解とが論争を続けてきた。本稿ではこうした論争の内容に立ち入ることはしないが、結論的には、銀行券は債権・債務関係という信用関係の中で発行される中央銀行の債務、すなわち信用通貨であり、これを単なる紙片と捉えるべきではないというのが筆者の見解である(銀行券の債務性を巡る議論については「補論」を参照)。銀行券は中央銀行にとって債務であり、信用通貨であること、これこそ銀行券の本質的性格である。中央銀行の債務たる銀行券には貸出や国債等の中央銀行が保有する資産が対

(単位：億円)

(資産)		(負債)	
金地金	4,412	銀行券	1,219,550
現金	4,163	当座預金	5,490,781
貸付金	944,397	政府預金	155,979
国債	5,817,206	引当金	77,005
CP・社債	101,321	その他	370,743
株式	2,948	(純資産)	
ETF	370,459	資本金	1
J-REIT	6,569	準備金	34,439
外国為替	89,294		
その他	7,729		
合計	7,348,498	合計	7,348,498

図1 日本銀行のバランスシート(2023年3月31日)

応しているものであり(見返り資産の存在)、中央銀行が「市場の中(in the market)」で金融政策を実行する意味合いもそこにある。銀行券は、政府紙幣のように国家が市場の外部から貨幣を注入する表券主義的貨幣とは根本的に異なるものである。

2. 債務ヒエラルキーと銀行券の償還

家計や企業の債務(住宅ローン、社債等)、銀行の債務(預金)、中央銀行の債務(銀行券、当座預金<準備預金>)といった一国の諸債務は決済手段としての信用度に応じて全体としてヒエラルキーを構成している。中央銀行券はそうした「債務ヒエラルキー」の頂点に位置する債務であり、その地位にある中央銀行券は「償還される」という大前提が存在することによって、金融取引全体の円滑性が守られ、成立している。このように中央銀行券といえども償還可能性(redeemability)を具備しており、そのため中央銀行は自己の債務である銀行券の価値の安定を維持する重い責務を負っている。具体的には、銀行券発行の見返りに優良な資産をバランスシート上に保持すべきこと、かつ適切な金融政策の運営を行うべきこと、といった有形および無形の責務を中央銀行は有している。こうした責務は信用通貨である中央銀行券にとって不可欠のものであり、銀行券の債務性に由来する。重要なことは、これら2つ責務が別々に存在するのではなく、現実のセントラル・バンキングの中で一体的に機能していることである。

債務性を有する銀行券の実際の償還にはいくつかのチャンネルが存在し、民間銀行が銀行券を中央銀行に持ち込めば、代わりに中央銀行当座預金(準備預金)を入手するか、あるいは中央銀行借入れの返済に充てることができる。換言すれば、

銀行券という中央銀行の債務は、中央銀行当座預金なり貸出返済なりで中央銀行に還流することになる。これが銀行券返済の具体的な姿である。かつて存在した兌換銀行券の場合は、こうしたチャンネルのほかに銀行券を提示し債務の履行を要求すれば正貨(金貨幣)を入手することができる兌換返済という独自の償還チャンネルを有していた。

なお、銀行券の償還として同額の銀行券を受け取る方法もあるが、これは現実的に意味のある取引とはいえない。また、銀行券の償還チャンネルには、上記の中央銀行当座預金の入手、貸出返済、正貨兌換のほか、国債等の中央銀行が保有する証券を入手するという方法もあるが、これは一般に売りオペレーションという形で中央銀行のイニシアティブで行われる点で、銀行券保有者のイニシアティブで実行される他のチャンネルと性格が異なる。

よく「中央銀行は輪転機を回して無制限にお札を刷ることができる」と表現されることがあるが、中央銀行を無から有を生み出せる「打ち出の小槌」のような存在だと過大評価してはならない。銀行券は、人々にとっては資産であるが、中央銀行にとっては借用証書たる債務である。このため、中央銀行は資産の健全性を保つことなく銀行券をむやみに発行することは許されない。既述のとおり銀行券発行の見返りに優良資産を取得することは中央銀行の責務であり、政策や業務を運営するにあたり守るべき重要な原則の1つである。優良資産保有の原則は非伝統的な金融緩和政策を評価する際の基準を提供するものである。

銀行券は自己の債務であるとの認識を中央銀行がしっかり持つことは、中央銀行が国民から厚い信認を受けていくうえで肝要である。

Ⅲ 中央銀行のシーニョレッジ

—「日本銀行が銀行券を発行した場合、1万円札の製造原価は20円であるから、日本銀行は1万円札一枚を発行することによって9,980円の利益を直ちに得る」。これは正しいか。

政府や中央銀行が通貨発行権に基づき獲得する通貨発行益、いわゆる「シーニョレッジ (seigniorage)」については、通貨の本質に迫る極めて重要な概念でありながらも、その定義や発生のプロセスなど必ずしも正しく理解されているとはいえない難いほか、シーニョレッジの政府への納付問題など現実的にも多くの論議を呼ぶテーマである。シーニョレッジは、信用通貨の理論的本質、中央銀行の存在理由、政府と中央銀行の関係など、通貨に関する本質的な問題と深い関わりを持っている。

1. シーニョレッジの定義

シーニョレッジには2つの典型的な定義が存在する。

第1は、通貨残高の増加額と通貨の製造原価等の差額をシーニョレッジとするものである。この定義は「マネタリー・シーニョレッジ」(monetary seigniorage) と呼ばれており、政府の発行する貨幣(硬貨)のシーニョレッジがこれに相当する。政府の場合、発行した貨幣は経済に直接的に支出(spend)される。マネタリー・シーニョレッジは金貨、銀貨等のいわゆる金属貨幣論の貨幣概念に当てはまるものである。

第2は、通貨を発行者の負債として扱い、通貨の発行によって発行者が入手した資産から受け取る収入の流れを測定する方法であり、この場合、有利子金融資産の金利収入から発行済みの通貨

の管理費用等を差し引いた額がシーニョレッジとなる。この定義は「機会費用シーニョレッジ」(opportunity cost seigniorage) と呼ばれており、中央銀行の発行する銀行券のシーニョレッジがこれに相当する²⁾。中央銀行は通貨を金利ゼロの債務として貸し出す(lend)形で発行する。機会費用シーニョレッジは通貨を債権・債務関係として捉える信用通貨論に適合したものである。

このように中央銀行と政府のシーニョレッジが異なる理由は、中央銀行の発行する銀行券はその所持者に対する負債であり、したがって、その返済を確実なものとするために、銀行券で購入するのは金融資産に限られるのに対し、政府の発行する貨幣は返済の必要性(債務性)が意識されておらず、貨幣で財・サービスが購入され、消費されてしまうからである。この結果、中央銀行のシーニョレッジは、購入した金融資産から得られる利子等の運用益になり、一方政府のシーニョレッジは、購入した財・サービスの合計金額、すなわち貨幣の発行額となる(ただし、通貨発行のコストは捨象)。

2. 2つのシーニョレッジの定式化と両者の関係

以上のシーニョレッジの定義を踏まえ、中央銀行の発行する銀行券と政府の発行する貨幣(硬貨)のシーニョレッジをそれぞれ定式化し、その上で両者の関係を比較、検討する。それを通じて本節冒頭の問いに答えることにしたい。

(1) シーニョレッジの定式化

銀行券と貨幣(硬貨)のシーニョレッジはそれぞれ次のように定式化される。

2) 銀行券保有に伴う機会費用とは、民間部門が有利子の金融資産の代わりに金利ゼロの銀行券を保有することによって発生する逸失利益のことである。金融資産の取得により銀行券を発行した中央銀行から見れば、こうした機会費用は通貨発行益(シーニョレッジ)となる。

貨幣(硬貨)および銀行券の発行残高をMで示すと、貨幣(硬貨)発行の利益(S_M)は貨幣(硬貨)の増加分であり、次のように表すことができる。

$$S_M = \frac{\Delta M}{P} \quad (1)$$

ここではΔMを物価Pで割った実質ベースで発行利益を示すとともに、貨幣(硬貨)の製造費用は極めて小さく、実際上ネグリジブルであるので捨象している。(1)式は「マネタリー・シーニョレッジ」を示しており、政府が貨幣(硬貨)の発行を増やせば増やすほど、貨幣(硬貨)発行の利益は増大することを示している。

一方、銀行券発行の利益(S_O)は銀行券の発行残高の見合い資産から得られる金利収入であり、次のように表すことができる。

$$S_O = i \frac{M}{P} \quad (2)$$

ただし、iは市場金利である。ここでも発行利益を実質ベースで示すとともに、銀行券の製造費用は極めて小さく、実際上ネグリジブルであるので捨象している。(2)式は「機会費用シーニョレッジ」を示しており、銀行券の発行残高が増え保有する見返り金融資産(貸出、国債など)が増えるほど、また金利が高いほど、銀行券発行の利益は増大することを示している³⁾。

ここで、もし中央銀行が銀行券発行の見返り金融資産を将来にわたり永久に保有し続けると仮定すれば、言い換えれば、保有する見返り金融資産を中央銀行が途中で売却し銀行券の回収を図ることはないと仮定すれば、理論的には「銀行券発

行の利益の割引現在価値(NPV(S_O))」と「貨幣(硬貨)発行の利益(S_M)」は等しくなる。

$$\begin{aligned} NPV(S_O) &= \frac{1}{P} \left\{ \frac{i\Delta M}{1+i} + \frac{i\Delta M}{(1+i)^2} + \frac{i\Delta M}{(1+i)^3} + \dots \right\} \\ &= \frac{\Delta M}{P} = S_M \end{aligned} \quad (3)$$

上式のNPV(S_O)は銀行券発行の永続的な利益の実質現在価値を示す。なお、市場金利iは将来にわたり一定と仮定している。

(2)銀行券発行のシーニョレッジをマネタリー・シーニョレッジとして捉えることは正しいか。

上記(3)式をもとに、長期的にみれば、機会費用シーニョレッジとマネタリー・シーニョレッジの2つの方式は等しくなるので、「銀行券発行のシーニョレッジを貨幣(硬貨)と同様にマネタリー・シーニョレッジで測定しても構わない」、すなわち「銀行券発行のシーニョレッジは銀行券の発行増加額である」と主張されることがある。この見解は妥当であろうか。

銀行券発行のシーニョレッジをこのように銀行券の発行増加額として捉えることは銀行券の債務性を認めない見解に基づいたものであり、数式上は正しくても、信用通貨に基づいた金融政策論としては大きな問題がある。それは、(3)式では中央銀行は保有する金融資産を将来にわたり売却せず、満期が到来しても借り換えにより永続的に継続保有するものと仮定しているからである。この見返り資産の永続保有という条件が成り立って初めて、中央銀行は、銀行券の発行時点、つまり見返り金融資産の獲得時点において、将来の金利収入の全てを現在価値に計算した金額を、銀行券発行の利益として認識することが可能となる。

3) シーニョレッジの定義式のMに銀行券のほか中央銀行当座預金(準備預金)を含めることもある。中央銀行当座預金は原則として銀行券と同様に金利ゼロであるが、近年では中央銀行当座預金に金利が付されるようになってきている。この点を考慮すれば、シーニョレッジの定義式の貨幣Mに中央銀行当座預金を含む場合、当該当座預金に付利された分だけ

機会費用シーニョレッジは減少することになる。もし付利金利が当該当座預金に対応する資産の金利と等しい場合は、中央銀行当座預金を創造しても機会費用シーニョレッジは発生しないことになる。

果たしてこの仮定は妥当であろうか。将来の経済状況如何によりインフレーションを抑制する事態が発生すれば、中央銀行は保有する金融資産を売りオペレーションにより売却し銀行券の回収を図ることが当然あり得る⁴⁾。近年の非伝統的金融政策のもとで大量に購入された金融資産は、その政策の終了とともにいずれ売却される必要が生じる。物価の安定を図るためのこうした対応こそ金融政策の要であり、中央銀行に課された使命である。つまり、中央銀行は銀行券発行により獲得した金融資産を将来にわたり永続的に保有し、これを減少させることはないを仮定することは、中央銀行の金融政策そのものを否定することに外ならない。

中央銀行による現行の銀行券の発行利益の認識方法は現実に発生し確定した金利収入のみを決算期毎に発行利益としてカウントする方法であり、見返り金融資産の未だ確定していない将来の金利収入も全額利益としてカウントする方法は採用していない。もし銀行券の発行時点で将来の金利収入を全額利益としてカウントした場合には、途中で銀行券を回収した時は、その分を損失として計上する必要がある。銀行券の減少は負の発行益、つまり「発行損」となるからである。現行の中央銀行のシーニョレッズの会計方法は、中央銀行の金融政策論の観点から考えた時、適切な会計処理と評価できる。

シーニョレッズに関する以上の検討を踏まえたとき、本節の冒頭で提示した問題に答えることが可能となる。「日本銀行が銀行券を発行した場合、1万円札の製造原価は20円であるから、日本銀行は1万円札一枚を発行することによって9,980円の利益を直ちに得る」。これは正しいだろうか。答え

は、「正しくない」である。発行すれば直ちに9,980円の利益を獲得できるという主張は銀行券発行のシーニョレッズをマネタリー・シーニョレッズとして捉えたものである。すでに説明したように、銀行券発行のシーニョレッズはその信用貨幣としての性格から機会費用シーニョレッズとして捉えるべきものであり、その場合、銀行券に対応する資産(貸出や国債等)の金利を仮に1%とすればその年間利息収入は100円なので(1万円×0.01)、この利息収入100円と製造原価20円との差額の80円が発行した年の中央銀行の通貨発行利益ということになる。

IV 統合政府論

—「政府と中央銀行を連結した統合政府で考えれば、政府の負債(国債)と中央銀行の資産(国債)が相殺消去されるので、政府がどれだけ国債を増発しても、それを中央銀行が買いオペレーションで引き取る限りは、政府の借金はゼロになり、国債の償還負担は無くなる」(国債相殺論)。こうした主張は正しいか。

1. 統合政府のバランスシート

本節では、連結前の政府と中央銀行のバランスシートおよび連結後の統合政府のバランスシートを比較することにより、本節冒頭の統合政府論の問題を検討しよう。

今、仮に国の発行国債残高を1,000、中央銀行が保有する国債を400、それに対応する中央銀行の銀行券と当座預金がそれぞれ100、300、さらに政府預金が100とする。このとき、それぞれの主体のバランスシートは(図2)のとおりである。

統合政府のバランスシートから次のことが明らかとなる。

4) ここでは銀行券に議論を絞っているため、マネタリーベースのもう1つの構成要素である中央銀行当座預金は、差し当たり、捨象している。

(連結前)

政府			
政府預金	100	国債	1000
その他資産	700	債務超過	-200

中央銀行			
国債	400	銀行券	100
その他資産	100	当座預金	300
		政府預金	100



(連結後)

統合政府			
その他資産	800	銀行券	100
		当座預金	300
		国債	600
		債務超過	-200

図2 政府、中央銀行、統合政府のバランスシート

- ①政府預金100は相殺される(その結果、政府預金勘定は無くなる⁵⁾)。
- ②中央銀行の保有国債400は相殺される。
- ③中央銀行以外の民間主体が保有する国債600は国の債務として残る。
- ④銀行券、中央銀行当座預金の計400はそのまま残る。
- ⑤政府の債務超過額200は変わらない。

5) 統合政府では政府預金勘定が存在しないため、財政支出は統合政府の当座預金(準備)を直接創造することによって実行される一方、租税によって納付された資金は当座預金(準備)を単に減少させるだけである。

このように、仮に政府と中央銀行のバランスシートを合算しても、基本的に中央銀行の保有する国債は相殺されても、それに見合う分の銀行券と当座預金が統合政府の債務として依然残る。本節冒頭の問いである統合政府による国債相殺論は正しくなく、相殺された国債相当分が銀行券と当座預金に振り替わるだけである。債務超過額も統合前と変わらない。

2. 統合政府論を巡る問題点

以下では、統合政府を論じる際にしばしば争点となる事項について検討し、統合政府論の問題点を指摘したい⁶⁾。

第1に、統合政府のバランスシートでは、上記1で見たように中央銀行が購入し保有する国債を相殺することはできても、銀行券や中央銀行当座預金という負債が消えるわけではない。統合政府で見た場合、消えてしまった国債は銀行券や中央銀行当座預金の形で残っている。

これに対して次のような反論がある。中央銀行の負債の銀行券は無利子、無償還なので、実質的な債務性はない。中央銀行当座預金もいつでも銀行券として引き出せるので、銀行券と同様の性格と考えてよい。したがって国債の相殺によって統合政府に銀行券や当座預金が残ったとしても、それを債務と考える必要はない。

これについては、銀行券に債務性があることはすでに本稿のIIで検討したとおりである。また中央銀行当座預金が、民間銀行の預金と同様に中央銀行の債務であることも明らかである。

第2は、銀行券は金利ゼロであるが、中央銀行当座預金には金利が付されていることの問題である。中央銀行当座預金は、以前であれば大部分が

6) 早川英男(2022)「MMT派の信用創造理解：その貢献と限界」東京財団政策研究所Review、2022年2月8日を参照。

法定準備預金(所要準備預金)で金利はゼロであったが、近年の量的緩和政策の実施以降、法定準備預金を上回る超過準備預金に対して金利が付されている。しかも金利の付いた超過準備預金は巨額化し、無視できない規模に達している(日本銀行の場合、超過準備預金は法定準備預金の34倍<2022年12月>)。超過準備預金に対する付利は中央銀行による金融政策の判断次第であるが、今後、現在の超低水準の金利が引き上げられた場合、中央銀行の金利負担は大きく増大する。統合政府で国債を相殺したとしても決してコストがゼロのフリーランチになるわけではない⁷⁾。

第3に、統合政府のバランスシートから分かるように、統合政府で国債を相殺することは、国債という長期債務を銀行券や中央銀行当座預金という短期債務に変換することを意味しており、統合政府の債務構成を短期化させることになる。この結果、今後の利上げ局面において国債より早めに金利負担が発生することとなり、国債の相殺は金利変動に対する政府債務の脆弱化をもたらすことになる。

このように統合政府の下では、国債相殺の問題をはじめ、中央銀行の金融政策や政府の国債管理政策などに懸念すべき問題を生じさせることになる。統合政府を想定し議論を進めることは適切な方法ということができない。

振り返れば、政府による無制限の通貨発行システムの下では、政府が安易な通貨発行に走り通貨の信認を失う恐れが強いのというのが歴史の教えるところである。中央銀行が設立された根拠も、政府財政と中央銀行を分離することにより政府財政の無秩序な通貨発行を抑制することにあった。統合政府論は歴史を逆行させるものといえよう。

7) 米国FRBは2022年以降の急激な金利引き上げに伴い準備預金付利のコスト負担が増大し、2023年4月時点で事実上の債務超過に陥った。ただし、実務上は、会計上の対応(債務超過分を繰延利益として資産に計上)により債務超過は表面上回避されている。

V マネタリーベース (銀行券と準備預金)の性格

—貨幣乗数アプローチは妥当か。

本節では、中央銀行の2大債務の銀行券と準備預金(当座預金)、すなわちマネタリーベース(正確には、政府の発行する貨幣<硬貨>もマネタリーベースに含まれるが、その金額は少額である)の特徴や性格を説明し、それを踏まえていわゆる貨幣乗数アプローチの妥当性を検討する。

1. マネタリーベースの性格

(1) 銀行券

中央銀行は「銀行の銀行」として、民間銀行と同様、受信と与信の媒介を行い、将来の返済が確かな債権を選別の上、その債権を中央銀行の債務と置き換える業務を行っている。債務の代表的なものが、簡単な整数金額表示で一覽性払い形式の銀行券である。中央銀行の保有する債権が優良なものであれば、これと引き替えに発行される銀行券も信頼され、次々に支払いに用いられる。銀行券の額面も計算に便利のように整数額面に整えられる。銀行券には期限の定めがなく、所持者は銀行券の呈示をもって満期となる。つまり、銀行券は持参人の一覽払い債務である。また、銀行券は譲渡も自由である。銀行券の最大のメリットは支払いの便宜性にあるが、その代わりこれを所持しても金利は付利されない。銀行券は、民間銀行が中央銀行に保有している準備預金(当座預金)を引き出す形で発行される。

銀行券は、歴史的にみれば、銀行手形から進展したものと考えられており、銀行券の流通は、「満期を過ぎた中央銀行手形」がそのまま保有され、

流通を続ける状態と捉えることができる。満期後の中央銀行手形が所持・流通されるのは、もはやその保有に伴う対価（金利）を得るためではなく、購買や決済の手段として利用することを意図しているからである。

近年の情報技術革新に伴いビットコインのような仮想通貨も登場する中で、最近ではこれまで紙技術に依拠してきた銀行券に替わるようなデジタル通貨を中央銀行も発行することが検討されている。

(2) 準備預金

準備預金(reserve)は民間銀行が中央銀行に保有している当座預金であり、個々の銀行の中央銀行に対する債権である⁸⁾。準備預金は、銀行券と同様、最も流動的かつリスクフリーの資産であり、決済のための究極の資産である。異なる銀行間の顧客の決済は最終的に中央銀行の準備預金の移転を通じて行われる。

中央銀行に対する債権は銀行券と準備預金のどちらの形で保有しても原理は変わらない。ただし、銀行券は誰でも使うことのできる決済手段であるが、基本は紙ベースであるため破損や紛失といった欠点がある。一方、準備預金は、かつては紙の帳簿であったものの、現在は電子化され、情報技術の革新とグローバル化の中で時間・空間の両面で大幅に拡大してきた。ただし、準備預金の利用者は銀行など経済主体の一部に限定されている。

中央銀行の当座預金(準備預金)業務は、元々中央銀行の信用業務としてではなく、民間銀行の貨幣取扱費用(貨幣の出納、保管、送金等に要する費用)の節約を委託される仕組みとして、中央銀行にとって受動的に形成された業務である。しかし、当座預金(準備預金)の中央銀行への集中と振替による決済方式の展開に伴って中央銀行の与信を預金設定によって行い得ることになり、預金形式の中央銀行債務の創出が銀行券と並ぶ中央銀行による与信の手段に転化する。こうして当座預金(準備預金)は信用取引と一体化するに至り、今日では中央銀行の与信は預金設定によって行うのが一般的である。

(3) 準備預金への付利

歴史的に銀行間において中央銀行と預金銀行(商業銀行)の分化が生じ、中央銀行が「銀行の銀行」へと進化した過程を踏まえたとき、中央銀行の準備預金は無利子が一般的であり、これに付利すべきではないとこれまで考えられてきた。

ところが近年、中央銀行は非伝統的金融政策を実施する中で準備預金への付利政策を導入した。これは金融政策の一大イノベーションともいえるものであり、今後の金融政策運営に革新的な変化をもたらす可能性を秘めている⁹⁾。

その一方、準備預金への付利は、マネタリーベースの概念に理論的な問題を生じさせることとなる。マネタリーベースは信用創造のベースとなるものであり、本来は金本位制下における金^{キン}が文字

8) 中央銀行の当座預金には、準備預金制度の対象となる金融機関の預金だけでなく、準備預金制度の対象とならない先(金融商品取引業者や短資会社など)の預金も含まれる。本稿では、準備預金制度の対象の如何にかかわらず中央銀行に預入された当座預金を決済や支払い準備等の機能面から準備預金と呼び、両者を同義に使う。

9) 中央銀行は今後のグローバル金融危機以降、非伝統的金融政策を実施し、その手段の1つとして中央銀行のバランスシート自体を活用してきた。中央銀行がこうしたバランスシート政策を活用することができた背景に、準備預金への付利という一種の政策のイノベーションがあった。すなわち、市場金利が準備の付利水準(金利の下限)に達し準備が過剰に供給されている状況(金利下限のもとで銀行の準備需要曲線が水平である状態)の下では、準備預金に付利制度を導入することによって、中央銀行のバランスシートの規模と政策金利をそれぞれ独立の政策手段として用いることができる。これを金利と準備の「分離原則(decoupling principle)」とい

どおりマネタリーベースであった。金は実物資産なので資産としてのみ存在し、金融資産のように債権・債務関係がないため金利が付与されることもなかった。その後、中央銀行は金と同等の機能を持つ兌換銀行券を発行し、さらに兌換のない不換銀行券を発行し現在に至っている。銀行券は金と違って中央銀行の債務として発行される。債務であれば本来金利が付くはずであるが、銀行券は期限に定めがなく、だれに対しても譲渡可能であるという支払の便宜性を有しているため、その見返りとして銀行券を所持していても金利は付かない。準備預金(当座預金)も銀行券と同様に中央銀行の債務である。準備預金は銀行券と完全に代替的であり、両者は原理的に同質のものなので、銀行券と同様、準備預金にも金利は付かない。マネタリーベースは本来金利の付かないことを特徴とし、そうした性格を有する銀行券と準備預金を合わせてマネタリーベースと呼んでいる(正確には、政府の発行する貨幣<硬貨>もマネタリーベースに含まれるが、その金額は少額である)。

もし準備預金の一部に付利したとすれば、厳密にはこの部分はマネタリーベースから差し引かねばならない。金利の付された準備預金は銀行券よりもむしろ中央銀行の発行する有利子債務(売出手形等)と同じものになり、金利の付かないマネタリーベースを通じて有利子の金融資産に影響を与えるというマネタリーベースの本来の役割とは異なるものとなる。

い、こうした金融調節方法を「フロア・システム(floor system)」と呼んでいる。分離原則の下では、「同額の準備額に対し複数の異なる金利水準が存在可能」となるし、逆に「同一の金利水準に対し複数の異なる準備額も存在可能」となる。すなわち、バランスシートを縮小させず一定の規模を維持した状態で、準備預金の付利金利を引き上げることによって金融引締め効果を発揮することができる(非伝統的金融政策からの出口)一方、準備預金の付利金利を維持した状態で、バランスシートの規模を拡大させることによって金融緩和の効果を発揮することもできる(非伝統的金融政策による量的拡大)。

また、マネタリーベースはシーニョレッズの源泉であるという観点から準備預金の付利を考えた場合、一般企業による民間銀行の当座預金が無利子であることを考慮すれば、中央銀行の準備預金(当座預金)も公平の観点から無利子とすべきであると主張することも可能である。というのも、民間銀行が中央銀行に預金を置いておくだけで付利という収益を得られることは、国民の共有財産である通貨発行のシーニョレッズの一部を民間銀行に供与することを意味するからである。

かつてイングランド銀行の副総裁を務めたハーヴェイ(Harvey)はその著書『中央銀行(Central Banks)』(1927年)の中で、セントラル・バンキングの一般原則の一つとして「中央銀行は、自己の利益のために、金利を付して資金を調達してはならない」と指摘している。

2. 貨幣乗数アプローチの問題点

—銀行は準備預金を元手に貸出を行うのか。

今日、準備預金は一国の究極の決済手段として極めて重要な役割を担っているが、準備預金については一般に誤解とみられるような見解が広く存在する。これは銀行行動や金融政策を理解する上でクルーシャルな問題と考えられるので、以下では、そうした誤解とみられる見解について検討を加えることとしたい。

準備預金について広く一般に見られる見解とは、「銀行は準備預金を元手に貸出を行う」という主張である。銀行部門全体として過剰な準備預金が

このように需要を上回る過剰準備が存在する状態の下では、準備への付利とバランスシート政策を分離することが可能となるため政策手段が増える一方、その手段をいかなる目的に使用するか問題となる。すなわち、バランスシート政策(バランスシートの規模と構成の決定)は財政政策的性格を有するため政治的観点から悪用される恐れが存在し、政策金利である準備の付利金利についても中央銀行はいかなる水準をこれに設定するのかという問題がある。したがって、中央銀行がアカウンタビリティを果たし国民から理解を得るには、バランスシート政策の実行にあたり常に慎重であることが求められる。

存在しない状況の下では、銀行が追加の貸出を実行した場合、最終的には銀行部門全体として追加的な準備預金が必要となる。この新規の追加的な準備預金を供給できるのは中央銀行において外にないので、最終的には必要とされる準備預金を中央銀行は供給することになる。こうした結果、銀行貸出と準備預金の最終的な事後的関係を捉えて、「銀行が貸出を実行するには結局のところ中央銀行から準備預金を入手しなければならないため、中央銀行はその準備預金の供給量を自在に調節することによって銀行の貸出行動に影響を与えることができる」と主張する見解が生まれる。この見解は金融政策に関する伝統的な「貨幣乗数アプローチ」を支持するものであり、中央銀行は準備預金の供給量をコントロールすることによって金融政策を遂行していると主張される。

しかしながら、この見解は、①信用創造プロセスにおける銀行の役割を過度に単純化して捉えるとともに、②マネタリーベースとマネーストックの間の因果関係を見誤ったものである。

(1) マネタリーベースとマネーストックの間の因果関係

上記の2つの問題点のうち、まず後者(②)のマネタリーベースとマネーストックの間の因果関係の問題を検討しよう。ここでは準備預金制度における「準備預金の積み方法」が重要なポイントになる。現在多くの中央銀行が採用している所要準備の積み立て方式は「後積み方式」と呼ばれるものである¹⁰⁾。この方式では、「今日」の所要準備は「過去」の預金つまり貸出に対して課せられる。すなわち、「今日」の準備預金に対する需要は「過

去」の銀行貸出の結果であり、その金額は既に決定済みで動かし難いものである。

このため中央銀行は結局のところ「今日」の準備預金の供給額を銀行の需要に受動的に合わせるように調整しなければならず(そうしないと金融市場に大きな混乱がもたらされる)、銀行からみれば必要な所要準備は中央銀行が必ず供給するものと想定することができる。

マネタリーベースとマネーストックの間にたとえ安定的な貨幣乗数が観察されたとしても、それは伝統的な貨幣乗数論の主張するような前者から後者への因果関係を反映したものではなく、逆に後者から前者への関係を反映したものである。言い換えれば、経済活動のニーズに適合する形でマネーストックがまず調整され、次にこうしたマネーストックの動向から所要準備が決定され、最終的に中央銀行は銀行の所要準備を満たすようマネタリーベースの供給を受動的に調整(アコモデート)するというのが金融調節の現実的な姿である。

このように、中央銀行のマネタリーベースの供給は、経済活動の内側から貨幣量が調整される信用貨幣論に基づいた内生的貨幣供給論であるといえる(後述VI参照)。冒頭の「銀行は準備預金を元手に貸出を行うのか」という問いかけに対しては、そうではなく、まず民間銀行の貸出が先行し、準備預金は後から中央銀行によって受動的に供給されるということになる。

(2) 銀行行動の決定要因

—その要因は準備預金でなく利潤動機と自己資本比率規制

貨幣乗数アプローチのより根本的な問題は、貨幣乗数論では銀行システムをブラックボックスと

¹⁰⁾ わが国では、今月1か月間の預金の平均残高に基づいて算出される所要準備を、今月の16日から翌月の15日までの1か月間に平均残高ベースで積むという「部分的後積み方式」が採用されている。米国では、ある週(i週)の火曜日からの翌々週(i+2週)の月曜日までの2週間における預金の平均残高に準備率を乗じて算出される所要準備を、4週間後の週

(i+4週)の木曜日からの翌々週(i+6週)水曜日までの2週間に平均残高ベースで積むという「後積み方式」が採用されている。

して取り扱い、銀行の貸出は中央銀行による準備預金の供給量によってのみ機械的に決定されると想定していることである（上記貨幣乗数アプローチの問題点の①）。

現実的には、銀行の行動や信用創造のプロセスはそうしたメカニカルな想定よりもはるかに複雑であり、多くの要因が銀行の貸出に影響を与える。そのうち最も重要な要因は銀行の利潤最大化動機である。銀行は貸出の実行により利益を得る見込みがあれば、すなわち、貸出から得られる収益が資金調達コスト（中央銀行のコントロールする市場金利）を上回るのであれば、準備の量に制約されることなく貸出を実行することになる。このため中央銀行がインターバンク市場の金利を完全にコントロールする力を持っていれば、中央銀行は金利のコントロールによって銀行の貸出行動に影響を与えることができる。もし準備の増加が貸出にインパクトを与え得るとすれば、それは中央銀行がインターバンク市場の金利をコントロールできない場合に限られ、そうした状況の時は一般的には中央銀行が準備を過剰に供給すれば市場金利が低下するため、銀行は貸出により利益を得ることが可能となる。ただし、金利がゼロ下限に達した状況の下では、たとえ中央銀行が準備を増加させても金利の低下余地はないため銀行の貸出が増加することはないであろう。

銀行の貸出決定にあたっては、利潤最大化動機のほかに、自己資本比率規制やその他の諸規制などのプルーデンス規制も影響を与える。こうした要因も考慮すれば、貸出に伴うコストは単なる市場金利よりも高くなり、貸出金利はこれらのコストをカバーする形に設定される。

このように銀行券の信用創造プロセスは、貨幣乗数アプローチが想定するような準備預金の供給量によってメカニカルに決まるものではなく、銀行の利潤動機や自己資本比率規制などのプルーデンス規制によって決定されるものである。銀行行動のダイナミズムを捉えるには、こうした要因を考慮することが極めて重要である。

VI 「日銀流理論」と内生的貨幣供給論

—「日銀流理論」批判は妥当か。

前節Vでは貨幣乗数アプローチの問題点を指摘したが、本節ではこれとも関連するいわゆる「日銀流理論」の特徴と内生的貨幣供給論の関係について検討する。

1. 小宮隆太郎の「日銀流理論」批判

日本銀行の金融政策や金融調節のあり方については、これまでアカデミックサイドから幾たびかにわたり厳しい批判がなされてきた。とりわけ小宮隆太郎（当時東京大学教授）による批判は有名である。小宮は日本銀行の金融調節、金融政策について、恒等式と均衡式が区別されていない、原因と結果の因果関係が曖昧である、価格（金利）機能の重要な役割についての理解が欠如しているといった指摘のほか、マネタリーベースの役割、米国流のオーソドックスな金融政策との比較、貨幣乗数問題等の金融政策全般にわたる当時の日本銀行の考え方を「日銀流理論」呼び、経済学の観点からこれを痛烈に批判した¹¹⁾。

「日銀流理論」を巡る論点は、19世紀の英国における通貨学派（ロイド、ノーマン、トレズ、ピール等）と銀行学派（トウック、フラートン、ウィルソ

11) ・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』42巻1号、pp.2-40.

・小宮隆太郎(1988)「ハイパワード・マネーと金融政策」『現代日本経済—マクロ的展開と国際経済関係』東京大学出版会.

ン、ニューマーチ等)の通貨論争にまで遡ることのできる金融学説の大きな論争に繋がるものである。

2. 「日銀流理論」と内生的貨幣供給論の関係

小宮のように「日銀流理論」を批判する立場は、金融調節において日本銀行が本来外生的な政策変数であるべきマネタリーベースを内生変数であるかのように取り扱っている点をとくに問題視する。ここには、経済学の通説として説明されるVで指摘した貨幣乗数論に基づく外生的貨幣供給論と中央銀行の理解する内生的貨幣供給論との対立が存在している。「日銀流理論」と内生的貨幣供給論には密接な関係があるので、以下では両者の関係について検討する。

現代にあっては、中央銀行の銀行券と準備預金(当座預金)、および民間銀行の預金もすべて信用貨幣である。銀行は預金というマネーを信用創造で創出しつつ、金融仲介を行う。「銀行が貸出を実行すると、直ちに同額の預金生まれる」と考えるのは金融実務家には常識である。この金融仲介の過程で銀行は準備の補充に迫られる。準備は「銀行の銀行」としての中央銀行が受動的に供給する形で対応する。こうした民間銀行による貸出を起点に中央銀行の準備が供給される貨幣供

給のあり方は既述のとおり内生的貨幣供給論と呼ばれ、その前提となるのは信用貨幣論である。

「日銀流理論」と内生的貨幣供給論の関係については次のように整理することができる¹²⁾。内生的貨幣供給論は信用貨幣論に基づくものなので、民間銀行の貸出が出发点である。このため中央銀行が外生的にマネタリーベースを増やしても、内生的な資金需要がなければ貸出は増えず、したがってマネーストックも増えない。しかし、内生的貨幣供給論では出发点の民間銀行貸出がどれだけ行われ、貸出金利がどう決まるかは全く分からない。これを解決するには、利潤動機に基づいた銀行行動の結果として決定される貸出市場の均衡条件(貸出金利=貸出の限界費用)が必要になり、そこから貸出量と貸出金利が決まることになる。これについては、日本では、当時の日銀の鈴木淑夫がこうした銀行行動を定式化し、コール・レートという金利が銀行行動の鍵となる変数であり、重要な政策変数であることを明らかにした¹³⁾。中央銀行は準備預金を受動的に供給するとしても、そのコストである市場金利(コールレート)に影響を与えることができ、これを通じて銀行貸出やマネーストックに影響を与えることができる。

「日銀流理論」とは、①信用貨幣論に基づく内生的貨幣供給論と、②貸出量と貸出金利を決め

民間銀行による貸出量と貸出金利の決定(「銀行行動論」)→貸出量に対応したマネーストックの増加→マネタリーベースの需要増加→中央銀行によるマネタリーベースの受動的供給(「信用貨幣論に基づく内生的貨幣供給」)

図3 「日銀流理論」と内生的貨幣供給論の関係

12) 早川英男(2019)「MMT(現代貨幣理論)：その読解と批判」富士通総研経済研究所オピニオン、2019年7月1日に拠る。

13) 鈴木淑夫(1966)『金融政策の効果—銀行行動の理論と計測』東洋経済新報社。

る銀行行動論を2つの柱とするものであるということが出来る(図3参照)。

VII 結び

本稿では、中央銀行の性格や本質を明らかにしつつ、中央銀行通貨を巡るいくつかの誤解について検討した。最後に本稿の内容を要約しておこう。

- ①銀行券は債権・債務関係という信用関係の中で発行される中央銀行の債務、すなわち信用通貨である。このため中央銀行には、銀行券発行の見返りに優良資産を保有すべきこと、かつ適切な金融政策を運営すべきこと、という2つの責務が不可欠のものとして要請される。銀行券は、政府紙幣のように国家が市場の外部から貨幣を注入する表券主義的貨幣とは根本的に異なる。
- ②銀行券発行のシーニョレッジは機会費用シーニョレッジである。「日本銀行が銀行券を発行した場合、1万円札の製造原価は20円であるから、日本銀行は1万円札一枚を発行することによって9,980円の利益を直ちに得る」という主張は誤りである。
- ③政府と中央銀行を連結した統合政府を想定することは適切な方法といえない。「統合政府で考えれば、政府の負債(国債)と中央銀行の資産(国債)が相殺消去されるので、政府がどれだけ国債を増発しても、それを中央銀行が買いオペレーションで引き取る限りは、政府の借金はゼロになり、国債の償還負担は無くなる」と主張されることがあるが、中央銀行が購入し保有する国債を相殺することはできても、銀行券や中央銀行当座預金という負債が消えるわけではない。

④銀行券の信用創造プロセスは、貨幣乗数アプローチが想定するような準備預金の供給量によってメカニカルに決まるものではない。信用創造の決定要因としては銀行の利潤動機や自己資本比率規制が重要である。

⑤金融政策、金融調節に関する「日銀流理論」は信用貨幣に基づく内生的貨幣供給論の系譜に連なるものである。

参考文献

- ◎小栗誠治(2022)『中央銀行論—セントラル・バンキングの本質を求めて』知泉書館。
- ◎白川方明(2018)『中央銀行—セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社。
- ◎西川元彦(1984)『中央銀行—セントラル・バンキングの歴史と理論』東洋経済新報社。
- ◎Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H.S. King (邦訳:『ロンバード街—ロンドンの金融市場』(改版)パジヨット著、宇野弘蔵訳、岩波書店、2023年)。
- ◎Goodhart, C.A.E. (2010), “The Changing Role of Central Banks,” Bank for International Settlements, Working Paper No. 326.
- ◎Tucker, P. (2018), *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press.

補論 中央銀行券の債務性

中央銀行券の債務性を巡っては、拙著『中央銀行論—セントラル・バンキングの本質を求めて』(知泉書館、2022年)において詳しく検討した。ここでは不換中央銀行券の債務性に関して、概要、以下のような8つの見解について考察している。

(1) 銀行券の無形資産見合い論(日本銀行の見解)

現在はかつての金本位制のように銀行券に金との兌換の義務はなく、代って日本銀行は適切な金融政策を遂行することによって銀行券の価値の安定を図り、銀行券のもつ購買力を維持する責務を負っている。この場合、銀行券の債務性の意味する内容は「適切な金融政策の遂行による物価安定という責務」であり、中央銀行は銀行券発行の見合いにこうした「無形資産」ともいうべきものを有している。

(2) 銀行券の信用通貨論(銀行券の債務性の理論的根拠)

中央銀行は銀行である。このため、銀行券は、割引手形、貸付、国債等の保証物件・見返り資産を取得することにより中央銀行の外との間で債権・債務関係(信用関係)を形成する形で発行される。つまり、銀行券は見返り資産に対応して発行される負債(債務)であり、信用通貨である。もし銀行券所持者が銀行券の弁済を求めてきても、見返り資産でこれに対応することが可能である。この場合、銀行券の支払約束は債権・債務関係を通じて保有された「中央銀行の資産」である。

(3) 不換銀行券=フィアット・マネー論(従来 of 通説)

不換銀行券は、兌換銀行券と異なり、いまや金支払約束はもとより金以外のいかなる意味での貨幣支払約束も負うものではないから、もはや兌換銀行券のように信用貨幣とみなすことはできず、たんなる不換紙幣である。つまり、不換銀行券に債

務性はない。不換銀行券の流通の根拠は国家によって付与される法定通貨性に求められる。

(4) 不換銀行券=現在財論(ミーゼス<オーストリア学派>の見解)

銀行券は、債務を負わない実物資産の金貨(貨幣)と全く同様の機能を果たしている。この意味から銀行券は、将来の貨幣支払いを約束した手形(債務)のような「将来財」ではなく「現在財」である。

(5) 銀行券の特殊債務論(館龍一郎・浜田宏一)

基本的には銀行券の債務性を認める立場だが、銀行券の債務を銀行券で弁済するという点を捉えて、これは通常の意味での債務というにはやや疑問が残り、銀行券は債務とはいっても「特殊な債務」である。

(6) 銀行券の形式的債務性、実質的非債務性(岩井克人)

銀行券は形式的には中央銀行の負債であるが、それは返済する必要のない負債であり、実質的には負債として機能しないものである。銀行券発行の実質は、銀行券所持者から中央銀行へ(そして政府へ)の「一方的贈与」である。

(7) 贈与としての信用貨幣論(大澤真幸)

銀行券は信用貨幣である。ただし、その債務性には「それが返済されなくてはならないし、かつ返済されてはならない」という二律背反が存在する。債務としての銀行券の実体は返済されない負債の国民から国家への「贈与」であり、こうした銀行券の不等価交換の存在が市場経済の等価交換の前提条件を形成している。

(8) 不換銀行券＝商品貨幣としての信用貨幣論
(小幡道昭)

不換銀行券も兌換銀行券と同じく「商品価値をベースにした信用貨幣」である。中央銀行の債務として発行される不換銀行券はその見返りに商品価値が内在する様々な債権を資産として保有し、それらの債権を合成する形で不換銀行券たる一般的等価物(貨幣)が創出されている。この場合、銀行券の支払約束は「様々な商品の合成された中央銀行の資産」である。

銀行券の債務性に関する上記の諸見解についての筆者の評価は次のとおりである。中央銀行は物価の安定を基本的使命とし、そのもとで銀行券は見返り資産を取得する形で債権・債務関係を通じて内生的に発行される。こうした現代の不換銀行券制度の特徴を踏まえた場合、上記の8つの諸見解のうち、(1) 銀行券の無形資産見合い論(日本銀行の見解)、(2) 銀行券の信用通貨論(銀行券の債務性の理論的根拠) および (8) 不換銀行券＝商品貨幣としての信用貨幣論(不換銀行券の債務性論のフロンティア) の主張が、それぞれに重複や異同は若干あるにせよ、不換銀行券の本質や債務性を的確に把握した内容を備えているものと評価される。すなわち、日本銀行の見解における不換銀行券の債務性、支払約束は「物価安定のための金融政策の適切な遂行」という責務であり、不換銀行券の信用通貨論におけるそれは債権・債務関係を通じて保有された「中央銀行の資産」であり、不換銀行券＝商品貨幣としての信用貨幣論におけるそれは「様々な商品の合成された中央銀行の資産」である。

Some Misconceptions about Central Bank Money: From the Perspective of Exploring the Essence of Central Banking

Seiji Oguri

This paper critically examines several seemingly misguided views of central bank money from the perspective of exploring the essence of central banking. The following issues are considered;

1. Why are banknotes listed as liabilities on the central bank's balance sheet? The debt nature of banknote is examined. This issue is an important point on which this paper is based.
2. It is often claimed that since the cost of producing a 10,000 yen banknote is 20 yen, the central bank immediately earns a profit of 9,980 yen by issuing a 10,000 yen banknote. Is this correct? The so-called "seigniorage problem" is examined.
3. If the government and the central bank are consolidated into a unified government, the government's debt (government bonds) and the central bank's asset (government bonds) offset each other. Thus, as long as the central bank buys government bonds through open market operations, the government's debt becomes zero, and the burden of government bond redemption disappears. Is this correct? The so-called "consolidated government theory" is examined.
4. The characteristics and properties of the central bank's two major liabilities, namely, banknote and current deposit (reserve), which make up the monetary base, are explained, and the validity of the so-called "money multiplier approach" is examined.
5. The characteristics of the so-called "Bank of Japan Theory" and its relationship with the endogenous money supply theory are examined.