

## Articles

論文

# 政府の貨幣価値コミットメントと金融政策の限界\*

## — 金本位制から現代まで

研究顧問  
(早稲田大学教授)

岩村 充

客員研究員  
(一橋大学教授)

渡辺 努

目次

- |                  |                    |
|------------------|--------------------|
| I. 金本位制再考        | IV. FTPL：物価水準の財政理論 |
| II. 政府の統合バランスシート | V. 金融政策の限界         |
| III. アンカーとしての金   | VI. 終わりに           |

要旨

1. 金本位制とは金の一定量と貨幣単位とを結びつける貨幣制度である。だが、そうした金本位制の下でも、貨幣価値は自動的に安定していたわけではなかった。金本位制を支えていたのは、貨幣の価値を維持しようとする政府（中央銀行を含む広義の政府）のコミットメントであった。これは現代の管理通貨制でも何ら変わるところはない。
2. 貨幣の価値を維持しようとする政府のコミットメントは、政府と中央銀行を連結した仮想的なバランスシートを想定することにより定式化することができる。そこで得られるのは、財政の将来に対する人々の期待の重要性である。人々が財政のサープラス拡大を期待すれば貨幣価値には上昇圧力が発生し、サープラス縮小を期待すれば貨幣価値には下落圧力が生じる。
3. ところで、人々の財政の将来に対する期待から生じる貨幣価値すなわち物価への圧力は、金融政策により緩和したり増幅したりすることができる。そうした財政と金融のかかわり合いを、金本位制から現在の管理通貨制を通じて一貫した理論的枠組みによって分析するには、FTPL (Fiscal theory of the price level: 物価水準の財政理論) が有効である。
4. 金融政策による物価への影響力は万能のものではない。金融政策とは、人々の貨幣価値に対する予想を現在と将来の間で再分配するものに過ぎないことが FTPL から導けるからだ。しかも、名目金利がゼロに貼りついた流動性の罍の状態では、金融政策によって貨幣価値の再分配つまりデフレの先送りを行うことも不可能になる。
5. 現在の日本の手詰まり状況は、そうした限界にある金融政策にデフレ脱出の課題の全部を負わせようとしているところにある。デフレ脱却のためには、財政の将来についての人々の期待を修正する必要がある。貨幣価値に関する政策目標の達成には、目標と整合的な財政に対する人々の期待が必要だからである。

\*本稿は「ゼロ金利制約下の物価調整」(財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第64号、2002年8月)および「Price Level Dynamics in a Liquidity Trap」(経済産業省経済産業研究所『RIETI Discussion Paper Series 03-E-002』、2003年1月)で議論した内容に、新しい観点を加えて書き直したものである。

## I. 金本位制再考

現在の私たちを支えているのは、金とのリンクを断ち切った通貨制度、一般に管理通貨制といわれる仕組みである。そうした現在に生きていると、私たちはインフレとかデフレといわれる物価の変動現象を、貨幣が金という確固とした価値との結び付きを失ったためだと考えがちである。確かに、財としての実物的価値があるはずの金が、石炭や小麦などのリアル経済に属する財と安定した相対価格を保っていたとするならば、その金に結び付いた貨幣の価値もリアル経済の財の価値との相対関係において安定していたはずであり、そうだとすれば、金本位制の世界では金とリアル経済の財との相対価格が変動しない限り、インフレもデフレもなかったはずだ、そんな気もしてくるだろう。

しかし、金本位制の歴史はそうした単純な理解を裏切っている。19世紀英国のように典型的な金本位制の時代にデフレもありインフレもあったことを私たちは知っている。しかも、そうしたインフレやデフレの過程では、金とリアル経済の財の相対価格という意味での貨幣価値が変化するばかりでなく、平価つまり貨幣と金との相対価格という意味での貨幣価値に対する予想が変化し、その平価を維持するために金融や財政を使った政策調整が行われるということは珍しくなかった。私たちが現在の管理通貨制の下で考えているような金融政策や財政政策は、金本位制という貨幣価値を金とリンクさせるという枠組みの下でも、一定の条件が整えば現在と同じように貨幣価値に対して

有効だったのである<sup>1)</sup>。だから、私たちが物価の問題を考えるのなら、歴史上に存在した金本位制を、ただ現在とは違う制度だからというだけで無視するのではなく、金本位制と現代の管理通貨制を通じて妥当する貨幣価値決定のメカニズムを考えたいものである。それが考えられたとき、私たちは物価の問題を理解できたといえるのではないだろうか。

さて、金本位制である。金本位制とは金の一定量と貨幣単位とを結び付ける制度であるから、もし貨幣と金を交換せよという要求が発行済みの全部の貨幣について持ち込まれても、その交換要求に応じるに十分な金が常に準備資産として用意されているような制度を考えるとすれば、貨幣とは要するに金の預かり証書のようなものであり、その価値は文字どおり金の価値と同等であるとみなしてよいことになる。そうした制度があったとすれば、その実質は金で貨幣を鑄造して流通させる制度すなわち金貨制と同等と考えるべきだろう。

だが、近代の金本位制は、そのように単純なものではない。貨幣を発行するのが政府そのものである場合でも、あるいは政府とは別に設立された中央銀行である場合でも、彼らは、発行済みの貨幣すなわち銀行券の総量に等しい金を準備資産として常に用意していたわけではない<sup>2)</sup>。彼らは、発行済みの貨幣の一部については金を支払い準備として文字どおり金庫に保管していたものの、残りの大部分については公社債や手形などの収益を生む資産に運用し、そうすることで、実際に存在する金の量の数倍もの貨幣を生み出すとともに、

1) 金本位制における貨幣価値に対する政策効果と管理通貨制におけるそれとの間に大きな違いがなさそうだということは、実証的にもコンセンサスになっていると言って良い。金本位制を含む通貨制度の変遷と経済パフォーマンスの関係に関する実証的な検討については Bordo and Schwartz (1999) を参照されたい。

2) 貨幣には金貨や銀貨などの金属貨幣と、一種の債務証書である銀行券とがあり、日本も含め多くの国では、金属貨幣を発行するのは国そのものであり、銀行券を発行するのは国と異なる人格を有する中央銀行であるという制度をとっている。だが、本稿では議論を単純化するために、特に断らない限り金属貨幣と銀行券を区別せず、両者を一括して「貨幣」と呼ぶことにし、また、そうした貨幣を発行する機関を中央銀行と呼ぶことにしよう。

その資産が生み出す収益すなわちシニョレッジを貨幣制度維持のための費用にあてていたのである<sup>3)</sup>。

パネル1 Aは、こうした金本位制下の中央銀行のバランスシートを概念的に図示したものである。資産の部には金 $A$ とその他の金融資産 $B_a$ とを計上し、負債及び資本の部には中央銀行の負債としての貨幣 $M$ と資本 $K_c$ とを計上しておいた。なお、バランスシートは貨幣で表示しても金で表示しても良いわけだが、ここでは貨幣で表示することにしておくこととしよう。そうすると、資産の部の金を貨幣で表示するためには、それを金と貨幣とを換算するレートつまり平価 $\xi$ (貨幣1単位が何単

位の金に相当するか)で除して貨幣の金額に換算し、 $A/\xi$ としておく必要がある。なお、実際の金本位制下での中央銀行のバランスシートをパネル1 Bに掲げておく。これは、1897年(明治30年)12月末、貨幣法により金本位制を採用した直後の日本銀行のバランスシートである。

さて、このような枠組みで発行された貨幣の価値が、どのように評価されるのかを考えてみよう。ここで重要なことは、金融資産 $B_a$ の権利を実現できるのは現在ではなく将来であるから、その現在価値は経済状況の変化によって変動するということである。市場金利の変動は金利が固定された金融資産の現在価値を変動させるだろうし、債務者の信用度の変化も金融資産の現在価値変動の原因になる。しかし、そのような金融資産 $B_a$ の価値増減は、そのまま貨幣の価値増減すなわち平価の変動に直結するわけではない。

数値例で考えてみよう。100単位の金を払い込むことによって創設された中央銀行があったとする。

パネル1 A 中央銀行のバランスシート

資産の部		負債および資本の部	
金	$A/\xi$	貨幣	$M$
金融資産	$B_a$	資本	$K_c$

パネル1 B 日本銀行のバランスシート

1897年12月末・金本位制開始直後のもの (単位：千円)

資産の部		負債および資本の部	
地 金	33,606	発行銀行券	226,229
現 金	67,170	国 庫 金	5,630
政府貸出	28,831	政府預金	68,658
民間貸出	109,355	民間預金	3,822
国 債	40,202	その他負債	3,533
預け金およびその他資産	80,363	資本金・積立金・当期剰余金	51,655
合 計	359,527	合 計	359,527

(注)『日本銀行百年史・資料編』(日本銀行、1986)より作成

3) そもそもシニョレッジは、貨幣に含まれる金の量目と貨幣価値とが完全に等しい金貨制では生じない。歴史上に存在した金貨制は、金量目についての保証を行うことの対価としてのシニョレッジ(金量目と貨幣価値との差、鑄造益)を財源とし、為政者の顔や名前あるいは政治的スローガンを彫り込んだ貨幣を発行することによる統治的な効果を狙って運営されていたのであろう。そうした観点からは、金貨制におけるシニョレッジと、政府とは別の主体として設立された中央銀行におけるシニョレッジ(部分準備制におけるシニョレッジ)は、その発生の理由という点で区別しておいた方が良い。

この銀行が、 $\xi = 1$ の平価を設定して、貨幣の発行を開始したとするのである。ところで、貨幣の発行というのは、何の対価も求めずに、いきなり人々に貨幣を配って歩くわけではない。何らかの価値のある資産を担保にして貸付を行うことの見合いとして貨幣を発行し、あるいは、そうした資産を買い入れることの見合いとして貨幣を発行するのである。ここでは、金を200単位買い入れ、また、金融資産を金200単位相当額（平価は1対1なので貨幣でも200単位相当になる）買い入れることにより、合計で400単位の貨幣を発行したことにおこらう。そうすると、中央銀行のバランスシートは、資産の部に金 $A$ が300単位と金融資産 $B_a$ が200単位計上され、一方、負債及び資本の部には貨幣 $M$ が400単位と資本 $K_c$ が100単位計上されることになる（パネル2 A）。

さて、このような資産負債構成で発足した中央銀行の保有する金融資産 $B_a$ が何らかの理由で値上がりし、その価値が金200単位相当額から250単位相当額へと増加したとしよう。ところが、こうした中央銀行保有の金融資産の価値増加つまり利益は、貨幣の価値変動に直結するわけではない。中央銀行があげた利益は第一次的には資本として中央銀行に留保されるが（パネル2 B）、その利益が貨幣の信用を維持するのに十分以上だと考えられれば、中央銀行の設立にかかわった出資者たちに配当されたり、あるいは中央銀行に貨幣を発行する権能を与えた政府に納付させられたりして、中央銀行のバランスシートから流出することになる。金融資産が値上がりしたのではなく、そこから利子や配当収入が生じた場合も、その一部は中央銀行という機能を維持するための人件費や設備の維持費などの経費にあてられるが、残余は出資者や政府に流出することになる。

損失が生じた場合でも基本は同じである。中央銀行の金融資産 $B_a$ に損失が生じて、その価値が金200単位相当額から150単位相当額に減価してし

パネル2 A 中央銀行のバランスシート

資産の部		負債および資本の部	
金	$A/\xi=300$	貨幣	$M=400$
金融資産	$B_a=200$	資本	$K_c=100$

パネル2 B 中央銀行のバランスシート

資産の部		負債および資本の部	
金	$A/\xi=300$	貨幣	$M=400$
金融資産	$B_a=250$	資本	$K_c=150$

パネル2 C 中央銀行のバランスシート

資産の部		負債および資本の部	
金	$A/\xi=300$	貨幣	$M=400$
金融資産	$B_a=150$	資本	$K_c=50$

まったとしても（パネル2 C）、それが直ちに貨幣価値の減価をもたらすわけではない。金融資産に生じた損失は中央銀行の資本を減少させるが、そうした損失を将来にわたって埋め合わせるべく中央銀行の出資者への配当や国への納付金が抑制されるだろうと人々が予想すれば、貨幣価値は維持されるはずだ。損失額が非常に大きくて資本金 $K_c$ を上回れば中央銀行は債務超過に陥るが、それでも、例えば政府からの追加出資など、欠損を埋め合わせるための対策がとられると予想されれば、貨幣と金との交換比率は維持されるだろう。

このように考えると、金本位制という仕組みの下での貨幣価値を支えていたのは、単に中央銀行が貨幣の見合いとして保有している資産の価値だけではないことが分かるだろう。貨幣の信用度とは、強力な親会社の傘下にある子会社が発行する社債の信用のようなもので、それを子会社の財務だけで判断するわけにはいかないのだ。子会社がいくら良い業績を上げていても、その成果を株主である親会社が吸い上げてしまうだろうと人々が

予想すれば、子会社の業績は社債の信用度に反映しない。反対に、子会社が巨額の損失を計上しても、親会社による子会社への支援を人々が予想すれば、そうした損失が直ちに子会社の社債の信用度下落につながるわけではない。政府と中央銀行との財務的な関係というのは、親会社と子会社の財務的な関係のようなもので、両者を連結して評価するのではなければ判断できないのである。政府は、中央銀行に貨幣の発行権を与え、その流通を保証し、シニョレッジつまり貨幣発行益の配分にあずかり、ときには損失を補填する役割を負っていた。つまり、貨幣と金との交換レートつまり平価という意味での貨幣価値を支えていたのは、貨幣価値を維持することにかかる政府（中央銀行自身を含む広義の政府）の意志と能力すなわちコミットメントの強さだったのである<sup>4)</sup>。

もっとも、貨幣制度のスポンサーとしての政府がいかに強い意志に基づいてコミットメントを発行しても、そうしたコミットメントを実行し続ける能力がなければ貨幣価値は維持できない。つまり、金本位制下での貨幣価値に関するコミットメントの有効性を考えるためには、広義の政府全体を見渡して、貨幣価値に関するコミットメントを履行するのに十分な意志と能力があるかどうかを評価する必要があるわけだ。

では、どうすればそれを評価できるだろうか。

## II. 政府の統合バランスシート

貨幣価値に関するコミットメントを評価しようとするとき、その意志の強さを定量化するのは難しいが、能力について定量化するのは難しくない。この場合の能力とは要するに財務的な支払能力であるから、政府及び中央銀行に帰属する資産と負債を点検し、それらを連結ベースのバランスシートとして書き上げていけば良いからである。私たちは、これを政府の統合バランスシートと呼ぶことにしよう<sup>5)</sup>。それがパネル3Aである。

ところで、このパネル3Aには単体としての中央銀行にはあった資本金が消去してある。日本を含めて多くの中央銀行では民間の出資者に対する配当や財産分配は厳しく制限され、シニョレッジのほぼ全部は最終的に国庫に帰属することとなっているのが普通なので、そうした性格の資本金なら国と中央銀行を連結したときには相殺消去すべきだと考えられるからである。もっとも、このことは、統合バランスシートにおいて自己資本に相当する項目があり得ないということ直ちに結論するものではないのだが、そのことについては後で考えることにして、とりあえずここでは、中央銀行の資本金が相殺消去されることだけに注目して統合バランスシートを考えることにしよう。

さて、統合バランスシートの負債の部には、中

4) 言うまでもないことだが、こうした財務的な政府と中央銀行の連結性は、中央銀行の政策決定プロセスを行政府の政策決定プロセスから隔離して独立させるべきとする、政策論としての「中央銀行の独立性」の議論とは別の問題である。政策論として「中央銀行の独立性」が重要なのは、財務的には政府と連結性があるはずの中央銀行に、あえて政策決定における独立性を与えようとするからであって、例えばハイエクが『貨幣発行自由化論』で説くような政府から財務的に独立した発券銀行が競争的に銀行券を発行しているような制度を考えるのなら、不正その他の疑いでもない限りその政策決定（貨幣発行ポリシー）に政府が口出ししないのは、むしろ当然だと考える人が多いだろう。

5) ここで「政府のバランスシート」というのは、いわゆる公会計という意味でのバランスシートではない。公会計というのは、公的部門に帰属しているか帰属するプロセスが具体的に予想できる権利や義務を、企業会計原則に近いかたちで表記することで、政府活動のアカウンタビリティを高めようとするものだが、私たちがここで行いたいのは、現在から将来にわたって広義の政府部門に生じると予想されるキャッシュフローの現在価値を、バランスシートのかたちを借りて表現しようとする事だからである。

パネル3 A 政府と中央銀行の連結バランスシート

資産の部		負債および資本の部	
金の名目価値	$A/\xi$	貨幣	$M$
金融資産の市場価値	$B_a$	国債の市場価値	$B_b$
将来税収の名目現在価値	$T/\xi$	将来経常支出の名目現在価値	$G/\xi$

中央銀行が負担する負債である貨幣 $M$ と政府が負担する負債である国債 $B_b$ が計上される。ただし、中央銀行が保有する国債は、政府との連結によって相殺されるので、この国債 $B_b$ とは、発行済みの国債から中央銀行保有の国債を除いた民間保有分である。だが、負債サイドに計上すべきはこれだけではない。政府とは、警官を雇ったり道路を建設したりという活動を行うことを使命とする機関である。だから、こうした政府活動に必要な費用の現在価値は、広義の負債として認識しておかなければならない。また、こうした政府活動の水準は、国民経済の規模や国民が政府に要求する実質的なサービス水準で決まっていて、貨幣価値の変動があっても実質ベースでは変化しない費用のほずである。ここでは、そうした実質ベースの政府支出（政府による財やサービスの購入にあてられる政府支出）を $G$ とすることにしよう。もっとも、バランスシートは名目ベースであるから、計上額は $G$ を $\xi$ で割った $G/\xi$ である。

一方、バランスシートの資産サイドには、政府及び中央銀行が保有する金準備 $A/\xi$ と金融資産 $B_a$ が計上されるが、負債サイドに政府支出 $G$ を計上したのと同じ理由で、資産サイドには政府の将来税収の現在価値 $T$ を計上しておこう。政府が将来あげることができる税収は、債務の支払財源になるという観点からは資産とみなすことができるからである。バランスシートへの計上額は $T$ を $\xi$ で割った $T/\xi$ である。

さて、このバランスシートから何が言えるだろうか。当たり前のことであるが、このバランスシ

ートのすべての項目を市場が適切に評価しているとすれば、その負債サイドの評価額合計は資産サイドの評価額合計を上回ることはできない。それは、政府の能力を超える貨幣価値へのコミットメントだからである。すなわち、政府の能力という点で、

$$A/\xi + B_a + T/\xi \geq B_b + M + G/\xi$$

あるいは、

$$A/\xi + B_a + T/\xi = B_b + M + G/\xi + K_g, \text{ ただし } K_g \geq 0$$

でなければならない。ここで $K_g$ とは政府自身に帰属する留保分であり、自己資本に相当するものだといっても良いだろう。

それでは、負債サイドの評価額合計が資産サイドの評価額合計を下回ること、言い換えれば政府の自己資本である $K_g$ がゼロではなく正の値をとることは可能なのだろうか。問題は、 $K_g$ が正の値をとったとき、そうして留保された富はどうなるのかという点である。もし、政府のオーナーが絶対的な権力者だったら、留保した富を私的な金庫にしまいこんで、永遠に退蔵してしまうかもしれない。それなら、 $K_g$ は正の値をとれるだろう。だが、政府に何らかの意味で納税者による監視が行われていたら、そうした退蔵は困難になる。政府に富の退蔵があると知れば、彼らは減税を要求するか、政府がしまいこんだ富に見合う国民へのサービス向上を要求するはずだからである。だから、民主的な政府では、このバランスシートの負債サイドの評価額が資産サイドを上回ることもできないし、逆に下回ることもできない。すなわち、

$$\begin{aligned} A/\xi + B_a + T/\xi \\ = B_b + M + G/\xi \end{aligned} \quad (1)$$

でなければならないのである。民主的な政府では、政治的な意志があつてこそ、その意志を実現するために必要な能力を備えることが許されるはずだから、 $K_g$  を正の値にするような非効率性は許されるはずがなく、その意志と能力は見合つてなければならないはずだからである。

更に、多くの国々が互いに競い合っている世界においては、納税者による監視が行われていない絶対的な権力者に統治されている国の場合でも、 $K_g$  を野放図に大きくすることはできない。 $K_g$  の値を大きくするような非効率運営を行っている政府は、資源や技術において他国に優る国力の障壁で守られているのでない限り、より効率的な他国に凌駕されてしまうはずだからである。凌駕されるシナリオとしては、軍事的な侵略を受けるということもあるだろうし、国内の人々や産業が逃避してしまうということもあるだろう。これは、国家間の効率化競争のシナリオであるが、各国の政府がそのような競争を意識しているとすれば、必ずしも納税者による直接的な監視を受けていなくとも、自ら効率化に努めることによって、競争に生き残ろうとするはずである。そうした競争シナリオの下では、すべての国の非効率 ( $K_g$  の値) は、世界で最も大きな国力 (レント) を持っている国の非効率の範囲を出ることができなくなる。そして、もし、そうした最強国の政府に納税者の監視が行き届いていて  $K_g$  がゼロであるとすれば、他国の政府は、その政治組織が民主的であるかどうかにかかわらず、やはり  $K_g$  がゼロでなけれ

ばならなくなるはずだ。

このように考えると、民主的な政府あるいは民主的な政府にリードされた世界で競い合つて存在している政府については、その貨幣価値へのコミットメントを評価するのに、財務的な能力を定量化しておけば、あえて意志の強さを定量化する必要はないということになる。すなわち、政府が行う貨幣価値へのコミットメントを評価するには、政府の統合バランスシートを見ておけば十分なのである。

では、統合バランスシートを使って貨幣価値へのコミットメントを評価してみよう。もっとも、評価を行うにはバランスシートに多少の手を加えた方が分かりやすい。そこで、「実質税収  $T$  - 実質政府支出  $G$ 」は「政府のプライマリーサープラス」とか単に「政府サープラス」と呼ばれるものなので、これを  $s$  としよう。また、「国債  $B_b$  - 金融資産  $B_a$ 」は政府と中央銀行を統合した名目ベースでの金融収支という意味で一つの項目としてみるので、これを「ネット国債」という意味で  $B$  としよう。すなわち、

$$s \equiv T - G$$

$$B \equiv B_b - B_a$$

とする。そうすると、パネル3 Aはパネル3 Bのように書き換えることができ、このパネル3 Bのバランスシート条件から、

$$\xi = \frac{(A + s)}{(M + B)} \quad (2)$$

を得る。この式が成立しなければ、貨幣価値と金価格の間に裁定の機会が残ることになり、貨幣の市場は均衡しなくなってしまうだろう。したがっ

パネル3 B 政府と中央銀行の連結バランスシート

資産の部		負債および資本の部	
金	$A/\xi$	貨幣	$M$
政府サープラスの名目現在価値	$s/\xi$	国債 (ネットベース) の市場価値	$B$

て、これが、私たちが求める金本位制下での貨幣価値制約式である。

さて、この式が意味するのは、政府サープラスに対する人々の予想の変化は、貨幣価値すなわち平価に対して影響を及ぼすだろうということである。例えば、戦争が起こって多額の戦費が必要になる一方で、それを増税によってまかなうのが難しいと多くの人々が予想するような状況が生じたでしょう。これは政府サープラス  $s$  の減少つまり貨幣価値制約式の分子の減少を意味する。だから、こうした分子の減少にもかかわらず、名目ベース項目である国債  $B$  や貨幣  $M$  の金額が変わらないとすれば貨幣価値  $\xi$  は減少するほかはない。すなわち平価の切り下げを人々は予想することになる。政府サープラスの増加がもたらすのは、その逆である。例えば、この国が戦争に勝って賠償金が転がり込んできたとする。これは金準備  $A$  の増加になるから、他の条件が変わらなければ、この国の平価は切り上げられることになるだろう。

ところで、ここで重要なことは、このような政府サープラスに対する予想の変化から生じる貨幣価値への影響は、金融政策により緩和したり増幅したりすることもできるということである。もっとも、単なる貨幣供給の増減では意味がない。貨幣供給を増加させるためには中央銀行は市場に存在する金融資産を買い入れ、その市場価格相当分だけの貨幣を発行することになるわけだが、それだけでは(2)式の分母においてネット国債  $B$  と貨幣  $M$  との間での同じ金額での振り替りが起こるだけで、政府サープラス  $s$  の変化がもたらす貨幣価値への影響を緩和も増幅もしてくれないからである。重要なのは、そうした中央銀行の行動が、市場金利の変化を通じて国債の市場価格を変化させるかどうかである。

例えば、中央銀行が国債を買い入れることで市場金利が低下し、それで国債の価格が上昇すれば、(2)式の分母に含まれているネット国債  $B$  は、額面ではなくその時価であるから、中央銀行による国債の買い入れは、国債  $B$  と貨幣  $M$  との間の単なる振り替りを超えて分母全体を増加させる効果を持つことになる。中央銀行の行動がそうした効果を生じさせることになれば、すなわち金融政策は貨幣価値に影響を与えることができることになる。このように国債の価格を変化させて貨幣価値を維持することが、金本位制下での中央銀行の役割だったのである<sup>6)</sup>。

### Ⅲ. アンカーとしての金

私たちは歴史の中に金本位制という貨幣制度があり、そして現代の管理通貨制という制度があると教えられてきた。しかし、金本位制下の貨幣価値決定というのは、金にリンクして価値が定まった貨幣という言葉が示すほどは単純なものではなかったはずである。前節までの議論で示したように、金本位制という制度のもとでも、貨幣価値の決定に決定的な影響を与えるのは財政や金融に対する人々の予想形成であって、金にリンクさえしていれば貨幣の価値が直ちに決まるというものではない。では、金本位制における金の役割とは、そもそも何だったのだろうか。

ヒントは、(2)式にある。この式で金準備  $A$  がどんどん小さくなってゼロになった場合を考えよう。それで貨幣価値がなくなるわけではないことは式の形から見ても明らかである。金準備がいくら小さくなくても、人々が現在から将来に至る財政のポリシーについて一定の予想を持ち（これは分子の決定のために必要である）、また金利の動向につ

6) ちなみに、金融政策が国債価格（国債金利）の変化を通じて貨幣価値に影響を及ぼすという考え方は金本位制に特有のものではない。管理通貨制下での議論の例としては例えば Daniel (2001) を参照されたい。

いても一定の予想を持っているならば（これは分母の決定のために必要である）、貨幣の価値に対する人々の評価は形成されるし、それとのバランスにおいて金と貨幣との相対価格つまり平価も形成される。すなわち、金本位制を制度として設計するためには、貨幣量に比例的な金準備が必要なわけではないのである。

実際、最も古典的な金本位制の時代であったとされ、法令によって中央銀行に比例準備や限度額超全額準備を要求していた19世紀英国でも<sup>7)</sup>、金準備と銀行券発行高の関係は、片方が増減すると他方も比例的に増減するというような機械的なものではなかった。例えば、1836年恐慌時の1836年1月から翌1837年2月までの約1年間に、イングランド銀行の金準備高は700万ポンドから400万ポンドに急減しているにもかかわらず、同行の銀行券発行高は1,700万ポンドの水準を保ってほとんど変化していない。金本位制における通貨供給の実際は、金とリンクするという制度の建前から想像されるほどには、自動的あるいは機械的なものではなかったわけだ<sup>8)</sup>。

しかし、このことは、金本位制における金が無意味であったということと同じでない。金があれば、一国が自国通貨の価値を公にコミットしようとするときの物差しになるばかりでなく、金兌換というかたちでコミットメントを具体的に示す証拠にもなる。物差しとしての金があれば、人々は

財政や金融についての予想を「量的」に形成しやすくなるし、金兌換というかたちで政府（広義の政府）がコミットメント履行にコストをかけていれば、人々は政府のコミットメントを信用しやすくなる。すなわち、金本位制における金は、金準備として中央銀行の金庫に納まっているから意味があったのではなく、貨幣という名目資産に関するコミットメントが漂うことがないように、実質つまり現実の世界に下ろしてつなぎとめるための「錨：アンカー」としての役割を担っていたわけだ<sup>9)</sup>。

金本位制の歴史をみても、金の役割が、金兌換や金現送のような物理的な存在としての役割から、アンカーとしての役割へと変化していく流れを辿ることができる。例えば、第2次大戦以前の古典的な金本位制の時代であっても、国内決済においては、多くの国で、金ではなく中央銀行の発行する貨幣つまり銀行券や中央銀行の預金が使われるようになっていたし、拡張版の金本位制ともいえるブレトンウッズ体制、すなわち金にリンクした米ドルに各国の通貨がリンクするという第2次大戦後の世界通貨体制においても、慣行的には、金ではなく米ドルが国際間決済に用いられるようになってしまっている<sup>10)</sup>。

ところで、このように金が決済とりわけ国際的な決済に用いられていたことは、各国通貨相互間の価値つまり為替レートの決定プロセスに金が重

7) イングランド銀行券を法貨とした1833年条例では、銀行券発行高の3分の1の金準備を保有するよう同行に要求していた。

8) 吉川（1970）による。なお、こうした金準備の運用は、当時のイングランド銀行の現実的な政策判断によるものだといわれている。実際、彼らが当時の金流出に合わせて機械的に貨幣量を縮小させるような政策を取っていたら、1836年恐慌ははるかに深刻なものになっていただろう。イングランド銀行は、条例の理論的背景ともいえる考え方、すなわち、金準備と貨幣量の比例制による通貨調節を重んじる考え方（通貨主義）ではなく、商取引の増減に応じて発行されるかどうかで貨幣の信頼性が維持されるのだとする考え方（銀行主義）によって、現実妥協し、また、それなりにうまくやっていたように思われるのである。金本位制下における通貨供給の実際については Bordo and Schwartz（1999）も参照されたい。

9) コミットメントメカニズムとしての金本位制に注目する研究としては Bordo and Kydland（1996）がある。

要な役割を果たしているとする議論の有力な論拠になっていた。いわゆる通貨主義の議論である。この議論は、一国が海外に比べて相対的にインフレになる、すなわち海外物価に比べ国内物価が割高になると、海外からの輸入が増加（対外バランスが悪化）することに注目する。対外バランスが悪化すれば金を海外に輸出しなければならないが、こうした金の海外への流出は金本位制、とりわけ貨幣と金準備との間に一定の比率を維持することを法定する比例準備制のもとでは、国内通貨の「自律的」縮小をもたらすと考えられるからである。通貨の縮小は国内景気を引き締め、国内物価を下落させる。そうなれば輸入も減少するので、対外バランスも回復に向かうだろう。これが通貨主義における金本位制の貨幣価値の自動安定機能である。

しかし、人々の予想と期待形成を重視する立場からは、金本位制における貨幣価値の安定は、必ずしもこうした実物的な金移動に頼らなくても達成できることに気づくはずである。ケインズは、19世紀末から20世紀初頭にかけて南アフリカ産金の大量流入の中で当時の物価が安定していたのは、そうした金流入にもかかわらず政府が貨幣価値を変化させるつもりがないだろうと人々が信じていたことによると述べているが<sup>11)</sup>、これは金本位制下における貨幣価値の決定において政府のコミットメントが果たす役割の重要性についての指摘だ

とあって良い。そして、このように人々が政府の貨幣価値コミットメントを信じていたのであれば、輸出超過や輸入超過のような対外バランスの不均衡があっても、政府や中央銀行がそれを吸収し平価に変動を及ぼさないよう行動するであろうという期待を明確に持つはずだろう。そして、そうした人々の期待が強固なものであれば、金移動による貨幣流通量の変化の結果としてではなく、貨幣流通量の変化を生じさせるような現在から将来に至る政策のすべてを先取りした結果として、金本位制採用国の貨幣価値が維持されていたのだと考えることができるのである。

私たちは、金本位制と管理通貨制の異なる貨幣制度において、制度が異なるのだから、そこでの貨幣価値の決定についても異なった原理が働いていると思いがちである。だが、歴史の中での金本位制をみると、日本を含めて多くの国で金本位制は実施されたり停止されたりして、なかなか慌しい。しかも、そうした制度の変更にもかかわらず、制度の変更を境にして貨幣価値が不連続に変化したりはしていない。物価の安定を見定めて金本位制を実施したり、インフレやデフレに耐えられなくなって金本位制を停止したりした例は多いが、金本位制の実施により急速に経済がデフレ化したり金本位制の停止によりインフレが急燃したりすることは多くないのである。

このような事実は何を物語るのだろうか。自然

10) もちろん、慣行に従わない国もあるし、慣行を崩壊させるために原則を持ち出す国もある。ブレンツェン体制の崩壊は、本質的には米ドルの実質的な価値が制度上の平価を大きく下回ってしまった（それが可能になったのは米国が国内で流通する金を管理し二重価格制をとっていたからである）ためだが、その直接の引き金になったのは、金兌換という制度上の原則を持ち出して米国に対して金兌換の実行を要求し続けたフランスの行動であったとされている。

11) 「金が比較的多量に流入する場合は、金準備を多少引き上げれば吸収されてしまうし、また、金が比較的稀少であるときは、金準備を実用に供する意図はないという事実が、〔準備〕率を多少引き下げても、平静を保たせることができたのである。ボーア戦争〔1899年～1902年〕の終わりから1914年までに流入した南アフリカの金の大部分は、ヨーロッパその他の諸国の中央銀行の金準備となり、物価に対する影響は僅少であった」（Keynes（1923）、中内恒夫訳）。

な解釈は、金本位制と管理通貨制とはそもそも連続する制度であって、(2)式で示したような政府の意志と能力を貨幣価値に結びつける仕組みが金本位制の時代にも管理通貨制の現代にも同じように機能しているのだと考えることであろう。以下では、こうした観点から、現代の管理通貨制における物価水準の決定について考えてみることにしよう。

#### IV. FTPL：物価水準の財政理論

パネル4は現在の中央銀行のバランスシート、具体的には2002年12月末における日本銀行のバランスシートである。一見して分かるとおり、資産の部の大半を占めるのは国債すなわち政府に対する債権であり、それに次ぐのが買入手形などの民間部門に対する債権である。また、これらに比べれば、金額的にははるかに少ないとはいえ、外国為替すなわち海外の政府等に対する債権があり、また金本位制の時代の名残ともいえる金地金も計上されている。これに対して負債の大半を占める

のが銀行券であり、それに次ぐのが何時でも銀行券に交換可能な債務という意味で一種の貨幣だと考えて良いはずの当座預金（準備預金）である。

このように現代の中央銀行のバランスシートを見てみると、それがパネル1 Bで示した金本位制下の中央銀行のバランスシートと、その本質において異なっていないことを確かめることができる。ただ、資産の部において金の比重が著しく下がっていること、また金融資産  $B_a$  における国債の比重が非常に大きくなっていることが目立つ程度である。こうしたバランスシートの姿からも、金本位制であろうと管理通貨制であろうと、貨幣価値を維持するために必要な財務的な構造に大きな違いがなく、違いがあるとすれば、そこで提供される貨幣の価値が金を介在してコミットされているか否かであるに過ぎないということが確認できるだろう。

管理通貨制の中央銀行が、そのバランスシートの項目という点では、金本位制時代と大きく違ってないことが確認できたところで、金本位制のところで検討したのと同様に政府と中央銀行を連

パネル4 日本銀行のバランスシート

2002年末営業毎旬報告より (単位：百万円)

資産の部		負債および資本の部	
地 金	441,253	発行銀行券	75,471,847
現 金	196,535	当座預金	19,562,554
買現先勘定	7,509,319	その他預金	1,375,611
買入手形	28,042,200	政府預金	6,331,049
国 債	83,123,661	売現先勘定	14,525,101
金銭の信託	150,065	売出手形	1,701,400
貸付金	193,158	雑勘定	1,021,950
外国為替	4,261,305	引当金勘定	2,732,042
代理店勘定	313,654	資本金	100
雑勘定	895,244	準備金	2,404,740
合 計	125,126,398	合 計	125,126,398

結したバランスシートを考えることにしよう。ただし、管理通貨制では金を他の資産と区別して特別扱いする必要はないし、金額的にも小さなものになっているので、議論の単純化のために無視してしまうことにしよう。そうして得られるのがパネル5 Aである。ここでは、実質税収  $T$  と実質政府支出  $G$  はその収支期（ $t$  期）ごとにネットで計算して実質政府サープラス  $s_t$  を算出したうえで、これに物価水準  $P_t$  を乗じることによって名目金額を求め、これを名目ベースでの割引率である名目累積金利  $\phi_t$ 、すなわち、

$$\phi_t = (1 + i_0)(1 + i_1) \cdots (1 + i_t)$$

で割り引いて政府サープラスの現在価値を求めたうえで（ $i_t$  は  $t$  期の名目金利）、これだけを資産サイドに計上することにしてある。また、金融資産  $B_a$  と金融負債  $B_b$  はその元利払スケジュール（ $t$  期）ごとに差し引き計算して各期におけるネット国債の元利払負担  $B_t$  を求め、これを名目累積金利  $\phi_t$  で割り引いて負債資本サイドに計上してある。

ところで、このパネル5 Aでは、各期の物価水準  $P_t$  が資産サイドに入り込んでいるので、現在の物価水準  $P_0$  がどのような制約条件の下にあるの

かが分かりにくい。そこで、財市場と貨幣市場との均衡条件式であるフィッシャー方程式：

$$P_t/P_0 = \phi_t/\psi_t \tag{3}$$

を用いて  $P_0$  以外の  $P_t$  を消去してしまえば、資産サイドはパネル5 Bのように書き換えることができる。ちなみに、 $\phi_t$  は累積自然利子率：

$$\phi_t = (1 + r_0)(1 + r_1) \cdots (1 + r_t)$$

である（ $r_t$  は  $t$  期の自然利子率）。このパネル5 Bが得られれば、これから物価水準  $P_0$  が満たすべきバランスシート条件：

$$P_0 = \frac{\{M + \sum_{t=0,\infty} (B_t/\phi_t)\}}{\{\sum_{t=0,\infty} (s_t/\psi_t)\}} \tag{4}$$

を導くことができる。これが、私たちが求める物価水準に関する制約式である。

この式を金本位制下の貨幣価値制約式として示した(2)式と見比べてみよう。この2つの式は、片方が貨幣価値に関する制約を取り扱い、他方が物価水準に関する制約を取り扱うものであるため、分母と分子が反対になってはいるが、その本質的なメッセージは同一であることに気づくだろう。この2つの式から読み取れるのは、政府サープラスの将来流列  $s_t$  に対する予想の変化は、それが、フェアな価格付けによる収支実行期の入れ替えで

パネル5 A 政府と中央銀行の連結バランスシート

資産の部	負債の部
政府サープラスの名目現在価値 $\sum_{t=0,\infty} (s_t P_t/\phi_t)$	貨幣 $M$
	国債（ネットベース）の市場価値 $\sum_{t=0,\infty} (B_t/\phi_t)$

パネル5 B 政府と中央銀行の連結バランスシート

資産の部	負債の部
政府サープラスの名目現在価値 $\{\sum_{t=0,\infty} (s_t/\phi_t)\} P_0$	貨幣 $M$
	国債（ネットベース）の市場価値 $\sum_{t=0,\infty} (B_t/\phi_t)$

ない限り<sup>12)</sup>、貨幣価値つまり物価水準を変化させるということであり、また、技術進歩や人口高齢化などによって自然利子率の流列 $\phi_t$ が変化し、しかも、そうした変化に政府サープラスの変化が同調しないだろうと人々が予想する場合も同様だということである。このような観点から物価水準に関与する政府の役割を重視する考え方を FTPL (Fiscal theory of the price level: 物価水準の財政理論) という。

もっとも、物価水準の決定における政府の役割を重視するという考え方自体は、必ずしも新しいものではない。ケインズは、金本位制を停止していた第1次大戦後まもなくのフラン相場に関し、「長期的なフラン安定要因は投機や貿易収支ではなくまたルール占領の冒険の結末でもなく、フランスの公債保有者に対する支払いとしてフランスの納税者が自分から徴収することを承諾する勤労所得の割合なのである」(Keynes (1923)、中内恒夫訳) と分析して、税収つまり財政サープラスの水準が為替相場を決定するとの認識を示している。また、サージャントも、この時期のフラン相場について、第1次大戦中の戦費が嵩みドイツからの

賠償金支払いも予定どおりに進まない中での財政見通し大幅悪化によりフランが売り込まれていたことによるものだとしたうえで、そうした状況は、ポアンカレ内閣が財政再建プログラムとして将来に向けての財政再建のパスを国民の前に明確に示したことにより打開されたと述べている<sup>13)</sup>。

ところで、このような FTPL の制約条件が与えられただけでは、まだ物価水準は決まらない。(4)式の右辺には、現在から将来に至る金利の流列から決まる $\phi_t$ が含まれているので、物価水準 $P_0$ が決まるためには、これら $\phi_t$ のすべてが与えられなければならないからである。しかし、ここで、名目の経済活動規模( $y_t P_t$ 、ちなみに $y_t$ は実質GDP)と金利感応的な貨幣流通速度 $V(i)$ から名目貨幣需要 $M_t$ が決まるとする関係式:

$$M_t = \frac{y_t P_t}{V(i_t)} \quad (5)$$

を想定すれば、中央銀行は現在から将来に至る貨幣供給量 $M_t$ を決めることにより、現在から将来に至る金利の流列 $\phi_t$ をも決めることができることになる<sup>14)</sup>。この金利流列 $\phi_t$ を決めることができれば、現在の物価水準 $P_0$ を決めることができること

12) ある期に発生するものと予想されていた財政収支について、自然利子率を適用して得た換算同額の財政収支として別の期に実行するよう実行スケジュールを変更するのが「フェアな価格付けによる収支実行期の入れ替え」である。このような実行期の入れ替え(例えば、フェアになるよう理想的に計算された「前倒し減税」がこれに当たる)は、政府サープラスの現在価値 $\sum_{t=0, \infty} (s_t / \phi_t)$ を変化させないから、貨幣価値にも影響しない。

13) Sargent (1983a) による。このポアンカレ内閣の財政再建プログラムによりフランへの信認は回復し、1926年には戦前平価の約8割減価の水準で金本位制復帰を果たすことになった。なお、Sargent (1983b) は、第1次大戦後のオーストリア、ハンガリー、ポーランド、ドイツにおけるハイパーインフレの発生とその終息にも財政コミットメントが重要な役割を果たしたと指摘し、貨幣価値が貨幣供給量ではなく期待で決まることを示す興味深い例を挙げている。すなわち、第1次大戦後のドイツなどにおけるハイパーインフレが終息する最終局面では貨幣供給量の増加が共通する現象として観察される。つまり貨幣供給量が増加しているにもかかわらず物価上昇率は低下し物価安定に向かっていったのである。彼はこれを貨幣数量説に反する現象と指摘するとともに、その原因として財政再建を通じて各国政府の支払能力が改善され貨幣が政府の支払い能力にバックされているという認識を人々が持つようになったためであると指摘している。

14) この関係式において、金利が貨幣流通速度に与える影響を無視して $P = MV/y$ 、つまり貨幣量 $M$ が物価を決めると読んでしまうと、いわゆる貨幣数量説になる。しかし、実際には、貨幣量は金利を通じて貨幣流通速度に影響を与えるので、貨幣数量説のように単純には物価は決まらず、物価水準の決定には、この貨幣数量関係式と FTPL による貨幣価値制約式との両方が必要なのである。

になる。これは金融政策が持つ物価への影響力を示すものである。こうしてみると、金本位制と管理通貨制とは、その貨幣制度としての外見は大きく異なっているが、将来の政府の行動に対する人々の予想と、将来の金融政策に関する人々の予想との関係で、現在の物価が決まるということに基本的な違いはないことが分かるだろう。

## V. 金融政策の限界

物価水準に対する金融政策の効果が分かったところで、今度はその限界について考えておこう。重要なのは以下の3点である。

第1点は、このような金融政策の効果は、現在の金利がどうなるかではなく、その将来にわたる予想、言い換えれば、長期的な金融政策スタンスへの人々の予想に依存するという点である。(4)の物価水準に関する制約式の分子には $\phi_t$ というかたちで現在から将来にわたる金利の流列が含まれているので、例えば、中央銀行が国債を買い入れることによって現在の金利 $i_0$ を引き下げることにも成功しても、それを相殺するような将来金利 $i_t (t > 0)$ の上昇予想が発生してしまえば、物価水準制約式の分子は変化しないかもしれないし、極端な場合には減少してしまうかもしれない。短期金利の操作は多くの中央銀行にとって最も標準的な政策意図の実現手段であるが、短期金利の変化が長期金利の反対方向への変化を併発すれば、金融政策の効果は減殺され、場合によっては逆効果になってしまうこともある。金融政策が効果を発揮するためには、単なる金融市場での資金の供給行動だけではなく、人々の予想あるいは期待に適切に働きかけることが必要なのである。

第2点は、このような金融政策の効果には、上方にも下方にも限界があるということである。確かに国債の市場価値総額 $\sum_{t=0,\infty} (B_t / \phi_t)$ は金利 $\phi_t$ を上げていけば小さくはなるが、その限度はゼロ

でありマイナスになれるわけではない。現在から将来に至る金利の全部が無限大に発散したときには、国債の市場価値総額はゼロになるが、それが中央銀行によるインフレ対策能力の限界である。特定の一次産品に大きく依存するような経済では、一次産品の国際価格が低下すると政府サープラスに対する人々の予想が毀損して物価への上昇圧力が生じる。中央銀行はそうした物価上昇圧力に対して金利 $\phi_t$ を引き上げて対抗しようとするだろうが、物価上昇圧力が強くなるのに対抗して金利 $\phi_t$ を引き上げていけば、最後には現在から将来に至るすべての金利予想が無限大に発散して国債の市場価値総額はゼロになってしまう。こうした状態に陥ると、人々の金利予想 $\phi_t$ に中央銀行がいくら働きかけても現在の物価 $P_0$ を動かすことができなくなってしまわずである。また、その反対に、中央銀行は、金利 $\phi_t$ を下げていくこともできるが、ゼロより金利を下げてマイナス金利の状態を作り出すことはできない。したがって、国債の市場価値総額は $\sum_{t=0,\infty} B_t$ より大きくなることもできない。これが、金融政策によるデフレ対策の限界、すなわち流動性の罫の状態である。現在の日本がこれにあたる。

第3点は、このように貨幣価値をコントロールできるという中央銀行の「力」は、無から有を生むようなものではないということである。これは、パネル5Bのバランスシートの両サイドを現在の物価水準 $P_0$ で割ってみると分かりやすくなる。そうすると、名目現在価値ベースで表記されていたバランスシートをパネル6のように実質現在価値ベースに変えることができるので、私たちは、この実質ベースのバランスシートの均衡条件にフィッシャー方程式：

$$P_t / P_0 = \phi_t / \phi_t \quad (3) \text{再掲}$$

を適用し $\phi_t$ を消去すれば、

$$\begin{aligned} \sum_{t=0,\infty} (s_t / \phi_t) \\ = \sum_{t=0,\infty} \{ \zeta_t \cdot (1 / P_t) \} \end{aligned} \quad (6)$$

パネル6 政府と中央銀行の連結バランスシート (実質ベース)

資産の部	負債の部
政府サープラスの現在価値 $\Sigma_{t=0,\infty}(s_t/\phi_t)$	貨幣 $M/P_0$
	国債 (ネットベース) の市場価値 $\{\Sigma_{t=0,\infty}(B_t/\phi_t)\}/P_0$

を得ることができる。ただし、 $\zeta_t$ は、政府及び中央銀行が負担している貨幣や国債つまり、公的部門の現在から将来に至る金融債務の現在価値で、 $t=0$ つまり現在については、

$$\zeta_0 = M + (B_0/\phi_0)$$

であり、また、 $t > 0$ つまり将来については、

$$\zeta_t = B_t/\phi_t$$

である。

この(6)式が重要である。まず、その左辺は、現在から将来にわたって期待できる政府サープラスの実質値  $s_t$  を、リアルの世界の利子率である自然利子率の累積値  $\phi_t$  で割り引いた、その現在価値である。だから、これは、金融政策による貨幣価値コントロールがリアルの世界に与える予想を無視してしまふことができるのであれば、金融政策によって影響を受けないリアルの世界から来る与件値だと考えて良い。一方、その右辺は、現在から将来に至る物価の逆数つまり貨幣価値の流列 ( $1/P_t$ ) に一定の比重  $\zeta_t$  を乗じて合計した金融債務の実質現在額を示している。ところが、この  $\zeta_t$  に含まれている  $\phi_t$  はリアルの世界のものだから与件であり、貨幣量  $M$  や国債元利払額  $B_t$  は過去に締結されている契約によって決まっている金額だから与件である。すなわち、この(6)式は、「現在から将来までの貨幣価値に一定比重を加味して得た現在価値合計額は、広義の政府部門のもつ資産およびサープラスの現在価値合計額と等しくな

らなければならない」という金融政策の制約条件を示すものであり、これを言い換えれば、「金融政策は物価水準を動かすことができるが、その場合でも現在から将来に至る全時点の物価水準を自由に上げたり下げたりすることはできるわけではなく、現在から将来にいたる物価水準の通時的な加重合計額は、一定でなければならない」ということである<sup>15)</sup>。すなわち、金融政策が現在あるいは将来における特定時点の物価水準に影響を与えることができるのは別の時点の物価水準を反対方向に動かしているからであって、無から有を生み出しているのではないということを示すものでもある。

ところで、このような金融政策の制約条件には、企業金融における最も基本的な制約条件、すなわち、「企業が発行する株式および負債の現在価値合計額は、企業の事業から得られるキャッシュフローの現在価値合計額と等しくならなければならない」という制約条件に共通するものがある。もちろん、政府と企業は違うから、共通するといっても、その形は違っている。政府（中央銀行を含む広義の政府）のバランスシートには企業と同じ意味での負債と資本の別は存在せず、貨幣と国債の区別があるだけである。しかも、貨幣と国債の違いは企業の社債と株式を分ける優先劣後の別のようなものではなく、要するに償還時期の差に過ぎない。しかし、そうした形の違いはあっても、

15) 貨幣価値の通時的な和が一定でなければならないことを最初に指摘したのは Cochrane (2001a) である。ただし Cochrane はこのことの金融政策への含意については論じていない。

政府にも企業にも同じような制約条件がかかっている以上、企業の株価や社債の市場価格にかかる制約と政府が発行する貨幣や国債の市場価格にかかる制約も似たようなものとなる。例えば、外部負債がない企業がクラスの異なる様々な株式を発行しているとしよう。そこで特定のクラスに属する株式の優先度を上げるような制度改正が行われたとすれば、そのクラスに属する株式の価格は上昇するだろうが、他のクラスに属する株式の価格は下落するはずである。企業の発行済み株式の総市場価値は企業のキャッシュフローの現在価値に縛られて一定であり、クラス間の優先度の介入するような制度改正では、他の株主の誰かを犠牲にしなければ、特定の株主の利益を図ることはできない。これは、金融政策が現在の貨幣価値を動かすためには将来の貨幣価値を犠牲にしなければならないという制約と変わらない。FTPLの世界では、貨幣価値は企業の株価のように決まるのである。

金融政策による貨幣価値のコントロールというものは、その代償が直接には見えにくいとか、しばしば、無から有を生み出す「魔法の杖」のように思われがちだが、金融政策の実像はそのようなものではない。それは、無から有を生む「魔法の杖」ではなくて、現在の負担を将来に振り替えたり、将来の債務を今のうちに払ってしまったりのためのブローカーのようなものに過ぎないのだ。金融政策というのは、現在と将来との間のゼロサム制約の中で、現在の貨幣価値保有者（貨幣の保有者）と将来の貨幣価値保有者（国債の保

有者）との間での分配を操作してインフレやデフレの発生時期を調整する政策手段であり、したがって、それが効果をあげるためには、彼らの間に新たな分配を作り出さなければならない。金融政策がただのブローカーと違うのは、様々な償還期限を持つ公的部門の債務の中にあって交換手段としての利用に特段の利便性を持つ貨幣の独占的な供給者として、公的部門の債務間の相対価格すなわち人々の金利予想に介入し、新たな分配を作り出しているからである。すなわち、金融政策とは、政府サープラスに生じたショックを金利の変化によって将来に負担させるから効果を発揮できるのであって、そうした将来への負担を無理やり拒否しようとするれば、金融政策そのものが機能しなくなってしまうことになるわけだ<sup>16)</sup>。

更に、このような企業金融とのアナロジーを念頭に置いて考えると、私たちが金融政策あるいは国債管理政策の文脈で複雑に議論してきた事柄のいくつかについて、容易に結論を見通すことができるようになることにも注意しておきたい。例えば、純粋な量的金融政策は意味があるのか、つまり現在から将来にわたる人々の金利予想に何の影響も与えないような金融政策に意味があるのか、というような問題はどうかだろう。人々の金利予想に影響を与えないような金融政策とは、様々なクラスの株式を発行している企業の株式を市場価格で入れ替え売買するようなものである。だから、そうした金融政策は、市場価格による株式の入れ替え売買が株価に影響を与えないのと同じように、現在の貨幣価値にも将来の貨幣価値にも影響を与

16) 将来への負担を拒否したいという要請は、具体的には、国債の市場価格変動を抑制せよというような要請になって現れるが、それは、金融政策に本来の効果を発揮するなというのに等しい。1940年代米国の国債価格支持レジームの下では連邦準備制度は予め定められた国債価格水準の維持を義務付けられていたが、このため連邦準備制度は状況に応じて国債価格を操作することが不可能になり、政府サープラスの変化が物価に与える影響を国債価格の変化によって遮断するという金融政策の本来の機能が果たせなくなってしまった。国債価格支持レジームの下での金融政策と物価変動についての詳細は Woodford (2001) を参照されたい。

えることができないはずである<sup>17)</sup>。金利政策が限界なので後は量的政策しかないというような議論は、この点を見誤った議論である。金利政策が限界であるならば、量的政策も限界であり意味がない。それが意味あるようにみえるのは、おそらくは(5)のような貨幣数量関係式が何の制約もなく物価を決めているように考えることから来る誤解である。ハイパーインフレや流動性の罍に陥った状況を除けば<sup>18)</sup>、貨幣数量関係式は金利及び貨幣供給量と物価とをつなぐ関係式として確かに物価決定に関係しているが、それでも何の制約もなく物価を決めているのではなく、(4)あるいは(6)式として示される貨幣価値の通時的制約条件と一緒に物価を決めているに過ぎない。物価決定における金利予想の重要性を見落としていると、現在の貨幣量のみを現在の物価水準決定において重視してしまうが、それは公的部門全体の通時的制約条件の中で現在の貨幣量のみを特別扱いするバランスを欠いた見方であるということができる。

国債や貨幣の新たな発行や償還のような国債管理政策についても同じようなことがいえる。そうした国債管理政策は、それがフェアな市場価格で行われる限り、時価による新株発行が既存株式に利益も不利益ももたらさないのと同様に、既存の国債や貨幣に利益も不利益ももたらすはずがない。だから、国債や貨幣の発行や償還は、それ自体はインフレ的でもデフレ的でもあり得ない。国債や貨幣の発行や償還がインフレ的であるかデフレ的

であるかを論じるためには、発行によって得た資金が何に使われるのか、あるいは償還原資が何で運用されていたかを、評価しなければならないわけだ。例えば、国債の発行で得た資金が自然利子率以下の収益性しかないようなプロジェクトに使われれば、それは貨幣の価値下落つまりインフレにつながるだろうし、低収益のプロジェクトを売却して国債を買入消却すれば、それは貨幣の価値上昇つまりデフレ的に働くだろう。

また、ヘリコプターマネーという言葉に象徴される無対価での貨幣散布の効果は、企業金融における株式分割の効果に似ているということになる。もしヘリコプターマネーが既存の債権債務関係と完全に比例的に行われるのであれば、それは企業における株式分割と同じで、人々の債権債務の実質と完全に中立的になる。つまり何の効果もない<sup>19)</sup>。こうしたヘリコプターマネーが行われたとき、人々は、既に持っている債権あるいは負担している債務の表面金額が一定率倍になると同時に、その単位当たりの価値が同率で減価したと考えるだろうが、これならデノミネーションと同じで、リアルの世界には、せいぜい気分を変える程度の効果しかないはずだからである。したがって、もしヘリコプターマネーに心理以上の効果があると考える人がいれば、彼は、企業金融の場合における新株の有利発行や負債の免除に相当するような、何らかの再分配的効果のある貨幣散布を考えていることになる。例えば貨幣的な権利の保有者にだ

17) Eggertsson and Woodford (2003) はこの点について厳密な検討を行い、Irrelevance proposition (期待に影響を与えない量的緩和やオペは無効である) が成立することを示している。

18) ハイパーインフレの状態では貨幣の流通速度は無限大になり、流動性の罍の状態ではゼロになるので、いずれの場合にも、貨幣数量関係式は物価に関係なくなってしまう。

19) ヘリコプターマネーに関する議論では、ヘリコプター散布によって増加した貨幣供給量が永遠に高い水準に止まると仮定されている (例えば Bernanke (2003) など)。高い水準の貨幣供給が永遠に維持されるということはその背後で短期金利が変化していることを意味するし、貨幣が中銀の債務であることを考慮すれば財政拡大が行われていることを意味する。したがってこの仮定の下でヘリコプターマネーが物価に影響を及ぼすことは本稿のモデルで考えても当然である。この点については Eggertsson and Woodford (2003) も参照。

け無対価で貨幣を支給し、債務者については債務金額を増加させないというような政策である。だが、こうした政策は、リアルで見れば借金の棒引きと同じことだから、そうした政策については富の再分配という観点からの議論がされ合意形成が行われなければならないはずだ<sup>20)</sup>。

更に、こうした企業金融とのアナロジーは、国のデフォルトとは何かという問題にも答を与えてくれる。貨幣がデフォルトしないのは、中央銀行の発行する貨幣が法律上は債務という形式をとりながら、その履行を貨幣との交換以外の方法とする義務を負っていないからである。銀行券は、もともとは、金貨や銀貨などの本位貨幣への交換を保証する証書だったわけだが、その銀行券自体を貨幣だと決めてしまったときから、銀行券は銀行券としか交換を要求されないという意味でデフォルトしなくなり、その銀行券と信用の基盤を共通にする自国通貨建て国債もデフォルトしないことになった<sup>21)</sup>。しかし、このことは、外貨建て国債のように自国通貨と信用の基盤を共通にしない債務は、法形式上は自国通貨建て国債と同じ

く国債として取り扱われていても、デフォルトする債務であるという点で自国通貨建て国債とは区別しなければならないということを示すものでもある。外貨建て国債に多くを依存する発展途上国の物価が、比較的小幅な一次産品市況の変動等のショックに対してすら驚くほど大きな振幅で変動するのは、外貨建て債務の存在が企業における外部負債の存在と同じく、レバレッジ効果を企業の株価に相当する貨幣価値に及ぼして初期のショックを増幅してしまうからである。そうしたレバレッジ効果が極限に達したとき、ちょうど倒産企業において株価のゼロへの収束と債務のデフォルトが同時に発生するのと同じように、その国では、ハイパーインフレーションすなわち貨幣価値のゼロへの収束と外貨建て国債のデフォルトとが同時に発生することになる。これは日本が直面する流動性の罠の状況とは反対の極にある状況であるが、FTPL の企業金融との共通性が最も分かりやすく現れてくる状況でもあるといえよう<sup>22)</sup>。

20) 例えば中世においては強権による借金の棒引きがしばしば行われている。いわゆる徳政令である。だが、こうした徳政令は、結局は負債契約におけるリスクプレミアムの上昇をもたらし、経済全体にとってはマイナスだったというのが多くの歴史家の見解だろう。

21) その代わりに、管理通貨制下での貨幣価値（物価の逆数）の変動のプロセスは、金本位制下での貨幣価値変動プロセスが、企業業績に応じて社債の市場価格が変動するプロセスに近かったのに比べ、企業業績に応じて株価が変動するプロセスにずっと近いものとなっている。このような管理通貨制下の貨幣価値変動のプロセスを、Cochrane (2001b) は、“Money as Stock”と表現している。

22) FTPL の理論的ヒントになったのは、こうした状況に陥った新興市場国の経験である。すなわち、多くの新興市場国は米ドルに対して自国通貨を一定水準で安定させる政策（ドル・ペッグ政策）を採用してきたが、財政事情の悪化によりドル・ペッグを維持できず、自国通貨の大幅な下落や外貨建て債務のデフォルトに追い込まれる例が少なくない。これが通貨危機であり、そこでは財政事情が貨幣価値を決めているという意味で FTPL のメカニズムが働いている。例えば1994年のメキシコ通貨危機ではテソボノスとよばれる外貨建て国債が大量に発行されていたことがショックを増幅させた指摘されることが多い。また、1997年の東アジア通貨危機については、財政がほぼ均衡していたにもかかわらず通貨危機が起きたため、当初は財政要因で説明のつかない新種の危機とみる向きも少なくなかった。しかし最近の研究では、財政状況に近い将来悪くなるとの予想を投資家が抱き、それが危機の引き金になったとの見方が有力になりつつある。つまり、それ以前の通貨危機と同じく FTPL 的なメカニズムが作用していたとの見方である。例えば、Burnside et al. (2001a) は、韓国では銀行の不良債権が危機前の段階で名目 GDP の22%という高水準に達しており、銀行株価もこれを織り込んで危機前に大幅に低下していたという事実注目し、韓国政府が銀行救済のために近い将来多額の支出を迫られるとの予想がウォン売りを誘ったと主張している。

## VI. 終わりに

昭和4年(1929年)7月、組閣の命を受けた浜口雄幸は外務大臣に幣原喜重郎を、そして大蔵大臣に井上準之助を据え、軍縮と財政整理そして金解禁(明治30年貨幣法での金平価での金本位制復帰)を柱にする政策政綱を発表した。この金解禁の最大の焦点は、井上蔵相自身もが実勢を上回ると考えていたと言われる平価への復帰にあったわけだが<sup>23)</sup>、そうしたデフレ政策は、軍縮や財政整理という財政についてのコミットメントとセットで発行されなければ効果はなかったはずである。そして、内閣のもう一つの柱である軍縮も金解禁というコミットメント実行のためという「大義」のもとでなければ実行できなかったろう。すなわち、軍縮の幣原外交と金解禁の井上財政は、浜口内閣における「表裏一体をなすポリシー・コンビネーション」だったのである<sup>24)</sup>。貨幣価値に関するコミットメントは、財政に関するコミットメントと整合的でなければならないということは、金本位制の時代には当然のように意識されていたのである。

もちろん、浜口内閣の政策が貨幣価値と財政とが独立でないことを認識した正しいパッケージであったということと、パッケージの中身が当時の日本経済にとって適切なものであったかどうかは別の問題である。結果から見る限り、彼らの政策

実施タイミングは1929年に始まる世界大恐慌と時期が一致してしまったわけで、割高な平価での金本位制実施というデフレ政策を行うには最悪の時期だったことは間違いない<sup>25)</sup>。しかし、結果はともかく、彼らの政策は正しいパッケージであったから効果をあげたのであり、また、効果をあげたからこそ、首相の浜口も金解禁の井上もテロの銃弾に倒れたのである。

もっとも、ここで論じたいのは浜口内閣における政策方向の是非ではない。強調しておきたいことは、今から半世紀以上前の金本位制の時代には、貨幣価値についてのコミットメントという概念が確かにあり、しかも、そのコミットメントは財政についてのコミットメントと整合的でなければならないということが、当然のこととして理解されていたということである。では、なぜ、管理通貨制の時代に入って、そうした貨幣価値コミットメントと財政コミットメントとの整合性の重要性が忘れられがちになるのだろうか。金本位制の時代には、なぜ当然のように認識されていたのだろうか。

おそらく、それは金本位制という仕組みの分かりやすさにあるのだろう。金に貨幣価値をリンクするというコミットメントは政策目標として分かりやすい。それに対して、現代の管理通貨制は、貨幣と金との交換をやめてしまうことによって、財政についてのコミットメントが貨幣価値につい

23) 明治30年(1897年)の貨幣法によると、平価は1円=金2分だから、1円は金約0.75グラムである。ちなみに1ドルは金約1.5グラムであったので、円とドルとの交換比率はほぼ100円=50ドルとなるが、これに金現送費などを考慮すると、100円=49.375ドルが金輸出点であった。これに対し当時の為替相場は100円=45ドル程度だったから、明治30年貨幣法での平価による金解禁は約10%のデフレショックを日本経済に与えたはずである。

24) 有沢広巳監修『昭和経済史〔上〕』日経文庫、1994年。

25) 浜口内閣が金解禁を含む「十大政綱」を発表したのは、組閣1週間後の1929年7月9日であり、同年11月に金解禁の実施は1930年1月11日と定められ、予定通り実行された。ところが、この間の1929年10月24日、後に「暗黒の木曜日」と呼ばれるようになったウォール街の株価大暴落が起こっている。もっとも、少なくとも1929年当時の雰囲気としては、米国株の暴落をあまり深刻視する雰囲気はなく、むしろ「これで米国における金利低下が本物になり、金解禁に好都合」(上掲『昭和経済史〔上〕』による)というものだったようである。

てのコミットメントにつながるのだということも分りにくくしてしまっているし、更には、貨幣価値についてのコミットメントというものも存在するということさえも分りにくくしてしまっているのである。

しかし、現代の管理通貨制だって、貨幣の価値を「金に代わる何か」には結び付けているのである。私たちが金本位制から管理通貨制へと移行するときに廃止したのは、貨幣価値を金に結び付けてコミットすることだけであって、貨幣価値をコミットすることではない。貨幣の価値を金に結び付けてコミットすることをやめることと、そもそも貨幣価値をコミットすることをやめることとは、まったく違うことだからである。では、現代の管理通貨制では、貨幣価値は何に結び付けてコミットされているのだろうか。

それは、金ではなく、もっと一般的な財の価格すなわち物価水準に結び付けてコミットされているのである。もちろん、物価水準に貨幣価値をコミットするというのは、金に貨幣価値をコミットするのに比べれば分りにくい。金へのコミットメントならば、中央銀行が金兌換という方法でその遵守にかかる意志と能力を具体的な行為として示すことができる。更に、多くの国が一致して金を貨幣価値のアンカーとしていけば、各国の政策当局において財政金融政策の方向を定めやすくなるし、人々も政策についての予想を形成しやすくなる。

これに対して、物価水準へのコミットメントは政策論として語ることはできても、具体的な行為で示すことができない。だが、中央銀行から政府全体に視野を広げて考えてみれば、そもそも政府は税金を貨幣ベースで取りたてて代わりに公共財を供給しているのであるから、その行っていることは、貨幣と金をではなく、貨幣と公共財とを「交換」しているのだといっても良いことに気づくだろう。そして、公共財と他のすべての財との相対

価格が所与であるとするれば、その行っていることは、要するに金本位制下で中央銀行が行っていた「兌換」と本質において変わらないことにも気づくのではないだろうか。すなわち、貨幣価値のスポンサーである一国の意志と能力が貨幣価値を決めるという本質は、金本位制の時代から管理通貨制の現代まで変わることはないのである。

デフレに悩む現在の日本の手詰まり状況は、貨幣価値にアンカーを提供する政府のコミットメントと整合的でなければ効果がないはずの金融政策に、デフレ脱出の課題の全部を負わせようとしているところにある。デフレ脱却のためには、財政の将来についての人々の予想を修正するような思い切った政策が、政府全体の責任として打ち出される必要があるだろう。

#### 【参考文献】

- 有沢広巳監修 (1994). 『昭和経済史 [上]』, 日経文庫。
- 吉川光治 (1970). 『イギリス金本位制の歴史と理論』, 頸草書房。
- 渡辺努, 岩村充 (2002). 「ゼロ金利制約下の物価調整」『フィナンシャル・レビュー』第64号, 110-139頁。
- Bernanke, Ben S., (2003). "Some thoughts on monetary policy in Japan" Remarks before the Japan Society for Monetary Economics, Tokyo, Japan, May 31, 2003.
- Bordo, Michael D. (2003). "Exchange rate regime choice in historical perspective." *NBER Working Paper* 9654.
- Bordo, Michael D. and Anna J. Schwartz (1999). "Monetary policy regimes and economic performance: The historical record," In *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1A, edited by John B. Taylor and Michael Woodford, Elsevier Science, 149-234.
- Bordo, Michael D., and Finn E. Kydland (1996). "The gold standard as a commitment mechanism." In *Economic Perspectives on the Classical Gold Standard*, edited by Tamin. Bayoumi, Barry Eichengreen, and Mark Taylor,

- Cambridge University Press, 55-100.
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo (2001). "Prospective deficits and the Asian currency crisis." *Journal of Political Economy* 109, 1155-1197.
- Cochrane, John H., (1998). "A frictionless view of U.S. inflation." *NBER Macroeconomics Annual* 13, 323-384.
- Cochrane, John H., (2001a). "Long-term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level." *Econometrica* 69, 69-116.
- Cochrane, John H. (2001b). "Money as stock." University of Chicago.
- Cochrane, John H. (2003). "Fiscal foundations of monetary regimes." University of Chicago.
- Daniel, Betty C. (2001). "A fiscal theory of currency crises." *International Economic Review* 42, 969-988.
- Eggertsson, Gauti, and Michael Woodford (2003). "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy." Princeton University.
- Iwamura, Mitsuru and Tsutomu Watanabe (2002). "Price level dynamics in a liquidity trap." *RIETI Discussion Paper Series* 03-E-002. Available at <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/03e002.pdf>.
- Keynes, John Maynard (1923). *A Tract on Monetary Reform*. Volume IV of The Collected Writings of John Maynard Keynes (1971, Macmillan Press). 中内恒夫訳『貨幣改革論』, ケインズ全集第4巻, 東洋経済新報社.
- Sargent, Thomas J. (1983a). "Stopping moderate inflations: The methods of Poincare and Thatcher." In *Inflation, Debt and Indexation*, edited by R. Dornbusch and M. Simonsen, MIT Press, 54-98.
- Sargent, Thomas J. (1983b). "The ends of four big inflations." In *Inflation: Causes and Effects*, edited by Robert E. Hall, University of Chicago Press, 41-97.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1981). "Some unpleasant monetarist arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3), 1-17.
- Woodford, Michael (1998). "Public debt and the price level." Princeton University.
- Woodford, Michael (2001). "Fiscal requirements for price stability." *Journal of Money, Credit and Banking* 33(3), 669-728.

