

第26回経済レポート 円の物語

目次

1. 日銀券	P 1
2. 金（きん）	P 2
3. 兌換紙幣	P 3
4. 不換紙幣の適正発行量	P 4
5. 円の危うさ	P 6
6. 円の限界	P 8

1. 日銀券

株式公開とは何かと問われれば、会社の中に造幣局が出来ることであると答えることにしている。ではないか？会社の株が上場されればその会社の発行する株券は俄然流動性を持つに至る。上場会社の株券は資本市場がその換金性を制度的に保証しているからである。日本を代表する株式会社であるトヨタ自動車の株価は現在5千円強であるので、トヨタの1千株券を持っている人は時価5百万円の金融資産をもっていることになる。この人はいつでも証券市場でこの株券を売却して5百万円の日銀券と交換することができる。トヨタの1千株券は証券金融では時価の70%に評価される。したがって、この人は証券金融により350万円の金を借りることも出来る。証券金融でなくともこの金融機関でも上場株式はそれを担保価値として認め金を貸してくれる。質屋でさえか上場株式を質草にして金を貸す。上場会社の株券は日銀券に準じるほどの流動性を持っているのである。

トヨタ自動車の発行済株式数は36億株である。この株が1株5千円強なのであるから、トヨタ自動車の時価総額は18兆円と計算される。トヨタ自動車を丸ごと買い取るためには理論上18兆円の金がある。トヨタ自動車の株は毎日証券市場で取引され株価が形成され、そこでついた5千円という株価は公正な時価であるということになっている。そこでトヨタ自動車がなにごとかの事情で資金が必要な場合には、銀行から金を借りるのではなく、証券市場で新株を発行して資金調達することが出来る。発行済株式の5%の新株を発行すればトヨタ自動車はなんと9千億円の金を手に入れることが出来る。トヨタ自動車にとってみれば、商法の規定に基づき取締役会での承認を行い、証券取引法の定めに従い有価証券届出書等の開示を行えば、後は輪転機で株券を刷るだけで日銀券が9千億円流れ込んでくる。上場会社の新株発行とは、やっていることは日銀券を印刷する造幣局と何等変わらない。

トヨタ自動車は、自社株で買い物をする事も出来る。事業の必然性に応じてある会社を

トヨタ自動車を買収する場合、買収価額の支払は日銀券でも良いがトヨタの自社株でも可能である。買収に際して買収先の株主に対してトヨタ自動車の新株を発行すればトヨタ自動車は何も買収のために銀行から金を借りて日銀券を支払うことはない。また、トヨタが自己株式でももっていた日には（事実持っている）、手持ちの金庫株で即座に支払うことが出来る。上場会社の株券は、日銀券との交換をたやすく行なうことができ、担保価値が高く、その担保で金を借りたり、またそれ自体を取引の決済手段として支払に当てることもできる。このように高い流通性をもつ株券が発行できる権限を持つことができるのであるから、およそ事業を起こした人であればいつかは上場をしたいと夢見るのである。

さてこのように高い流通性をもつ上場会社の株券は、非上場会社の株券と比較して信用力が格段に勝っている。非上場会社の株券など、もとより換金も出来なければ金融機関の担保価値としても認められず、もちろん支払い手段として使うことなど出来るはずもない。上場会社であろうが非上場会社であろうが、株券は紙とインクで出来た印刷物に過ぎず両者に物理的な差は全く無い。それがこれだけの差が出てくるのは一体どこに根源的な理由があるのであろうか。この流動性ということ突き詰めて考えてみるとそれはつまるところ日銀券との交換可能性に他ならないことがわかる。上場株式は資本市場が制度的に日銀券への交換可能性を保証しているのに対して、非上場株式は日銀券への交換が制度的に保証されていない。上場株式の信用の原点は、資本市場の制度保証に基づく日銀券の信用の高さにあるのである。

2. 金（きん）

上場株式の信用の源泉が日銀券の信用にあることがわかった。それでは日銀券の信用はどこにあるのであろうか？上場株券も非上場株券も紙とインクで出来た印刷物に過ぎないことを論じたが、そうであれば日銀券も同じであろう。上場株券は日銀券との交換が出来るからこそ信用がある。それでは日銀券は何と交換してくれるというのか。日銀券を日本銀行に持ち込んで、「お前の発行したこの1万円と書いてある紙切れは信用ならないから、何か金目のものと交換してくれ」と言っても、日本銀行は交換する何物も持っていない。日銀券の信用の源泉は日本銀行そのものにしかなく、それは日本国家の信用そのものでしかないのである。

このように国家の信用のみを源泉として発行され金（きん）との交換を行なわない紙幣のことを不換紙幣という。これに対して、絶対価値としての金（きん）の信用を背景として発行され、請求があれば金（きん）と交換される紙幣のことを兌換紙幣という。すなわち、兌換紙幣は金（きん）が信用の源泉であるのに対して、不換紙幣は中央銀行と国家そのものが信用の原点である。

人類はその歴史上圧倒的な期間において金（きん）を通貨の信用源泉としてきている。古代エジプトのファラオのマスクや装身具には大量の金（きん）が使用されている。紀元前2世紀の中国の墳墓から金（きん）の延べ棒が出土されている。考古学における史実からこれらの時代における富と権力の象徴が金（きん）であることがわかる。また、いずれの国家もほんの数十年前には金貨を正貨として使用していたのであり、それ以外の紙幣や硬貨は金貨の補助貨幣として流通していたに過ぎない。

金は絶対価値の信用源泉としてまことにふさわしい貴金属であり、誰が取り決めたわけでもないのに自然と人類の貨幣として使用されてきている。なぜか。美しく稀少だからである。山吹色に光る金の光沢はまことに人間の美的嗜好に強くかなうものがある。そしてこの山吹色の金属は、その物理的存在量が悲しくなるほど少ない。有史以来人類が掘りつけてきた金の総量は全世界合わせても14万トンに過ぎないと言われている。また、現在の先端技術により採掘可能な金の埋蔵量は7万トンである。泣いても笑っても人類は21万トン以上の金を手に入れることは出来ない。これほど誰からも愛される貴金属が希少性を持つと同時にその存在量に絶対的な限界があるのであるから、金以上に絶対価値としての適正があるものなどありえない。銀・銅・ダイヤ・プラチナ・サファイア・エメラルド・ルビー等のいずれの貴金属・宝石も絶対価値としての適正性においては、金には遥かに及ぶところではない。

3. 兌換紙幣

日本においても豊臣秀吉の慶長小判以来、金貨としての小判が正貨であり金が貨幣の信用の源泉である時代が幕末まで続いた。和同開珎による通貨の出現以来豊臣秀吉以前の小判のない時代においても、中国を中心とする対外交易の決済は金で行なわれていたのであり、国家の通貨の信用源泉が金であることには変わりがない。明治維新により成立した明治政府は明治4年に金本位制を採用している。明治4年は1871年であるが、このとき円が制定され、1円は金1.5グラムと定められたのである。このとき以来日本政府は様々な紙幣を発行するのであるが、それらはことごとく金との交換の可能な兌換紙幣だったのである。今となっては冗談のような話であるが、明治4年に1千円の日銀券を日本銀行に持ち込めば1.5キロの金の延べ棒と交換してくれたのである。兌換紙幣による金本位制はその後昭和6年（1931年）まで継続する。時に昭和恐慌であり、蔵相井上準之助は財政再建のため紙幣の金との兌換を停止した。世に言う井上財政である。日本は708年の和同開珎以来の通貨経済において1931年の井上財政までの1224年間という長きにわたり金本位制だったのであり、不換紙幣となったのは1932年以来現在まで高々76年に過ぎないことがわかる。

およそ人が求める財産は動産と不動産があり、動産は不動産に比べて流動性が高い。動産はさらに金融資産と非金融資産に分かれるが、金融資産は非金融資産に比べて流動性が高い。さらに金融資産といっても現金から銀行預金や社債券、あるいは売掛金まで様々なものがある。そして全ての資産を通算して現金である日銀券が最も流動性が高い。日銀券以外の全ての資産は日銀券に対する換金性の容易さに応じて流動性が決定されるのである。そこで資産の信用力は資産と日銀券との交換の容易性に依りて判断されることになる。このように資産の信用の源泉というものを、たまねぎの皮をむいていくように1枚ずつはがしていくと、その中心には信用の核があるのであり、その信用の核とは日銀券であるということがわかる。そして全ての資産の信用の核である日銀券は1931年以前は金という絶対価値への兌換性により信用の核を担保していたのである。

金との兌換性のない現在の日銀券の信用の担保は国家権力以外には何もない。兌換紙幣は求めに応じて金と交換されるため、発券銀行である中央銀行は基本的に金の保有量を超えて紙幣を発行する事が出来ない。金の保有高を超過して中央銀行が紙幣を発行すれば、紙幣の保有者から金への兌換を求められると取り付け騒ぎを起こしてしまうからである。中央銀行が取り付け騒ぎを起こすということは、その国家の紙幣が紙切れになるということであり、従って国家は破綻する。このように兌換紙幣を発行している国家においては、金の保有高が自動的にその通貨の信用力を担保しているため、中央銀行による通貨の過剰発行を心配する必要はない。中央銀行が紙幣を発行したくとも、金の保有高が自動的にその発行を規制してくれる。これに対して不換紙幣を発行する中央銀行は、その気になればいくらでも紙幣を発行する事が出来るのであるから、国民は中央銀行の貨幣発行に十分注意しなければならない。

4. 不換紙幣の適正発行量

それでは不換紙幣を発行する中央銀行はどれだけの紙幣を発行すればいいのであろうか？兌換でないことを良いことに通貨の過剰発行を行えば必ずその通貨は信用力をなくし、異常なインフレが起きると共にその国家は破綻する。不換紙幣の発行高はその通貨の国民経済の総量を超えることは出来ないし、また下回ってもならない。このことを数理的に証明したのが第22回経済レポート（脅威のソロスチャート）で紹介したフィッシャーの交換方程式である。以下に該当部分を転載する。

“フィッシャーの交換方程式はケンブリッジ派の現金残高方程式の“マーシャルのk”に代えて貨幣の流通速度Vを導入している。

$$MV = PT$$

ここでTは1期間における取引総量とされているので国民所得Yと等価と考えることが出来る。V (Velocity) は貨幣が取引により流通する回転回数を示す。フィッシャーの交換方程式は $M = 1/V \cdot PT$ と転換できるので、先ほどの現金残高方程式より $k = 1/V$ を導くことが出来る。すなわちマーシャルのkは貨幣の流通速度の逆数である。

フィッシャーの交換方程式においては、右辺が実質国民所得PTであり、左辺は貨幣供給Mと貨幣の流通速度Vの積数である。ここでは物価水準Pはただ単純に国民所得と貨幣供給のみにより決定されるのではなく、貨幣の流通速度も物価水準の決定に重要な要因となっている。国民所得Yと貨幣供給Mが一定であったとしても、なにかの原因で貨幣の流通速度Vが上昇すると物価水準Pは上昇し、貨幣の流通速度が下がると物価水準は下落する。

“

今議論の簡便のため、フィッシャーの交換方程式において通貨の流通速度Vを一定と考えると、国民経済Yと同額の貨幣供給Vが行なわれるとすれば物価水準Pは常に一定となる。要するにインフレもデフレも起こさないような通貨政策をとろうとすれば、国民経済に通貨の流通速度の逆数をかけた量だけ通貨を発行すればいいのであり、通貨の発行量はそれ以上でも以下であってもならない。中央銀行は従って余計なことはせずに、ただ黙って経済成長率と等量の通貨を発行していればいいのである。

不換紙幣制度化における中央銀行の発券量の一般原則はフィッシャーの交換方程式に基づくものでなければならず、国民経済の規模と同額の通貨発行こそが適正発券量である。それでは現実の我が日本銀行はGDPと等量の通貨発行を行なってくれているであろうか？第8回経済レポート（追い詰められる日銀）では日銀の通貨の増発政策を取り上げ、如何に日銀の通貨発行政策が政治の圧力の前にゆがめられているかを論証した。以下に該当部分を転載する。

“2001年からの量的緩和に基づき日銀が国債を買いまくり、その残高が100兆円に達して二進も三進も行かなくなっている事を指摘したが、だいたい日銀が政府の発行する国債を買うこと事態が尋常ではない。ちなみに、財政法と日銀法では日銀による国債の引き受けを禁止しているのを知っているだろうか。以下に財政法第5条を抜粋する。

財政法第5条 すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない。

政府の発行する国債を発券銀行たる日銀が引き受けるということは、結果的に政府の出した借用証書が紙幣に転換される事を意味し、実質的には政府が金利付きの紙幣を発行するのと変わらない。これを許すと、財政規律がなくなり、政府は自己の政策的都合により無制限に国債を発行して日銀券を引き出す事ができる。このため、およそ近代的といえる国であればどの国家でも、通貨の発行は政府から独立した中央銀行により行われることとし、政府の通貨発行への介入を禁止している。これを中央銀行の独立性といい、通貨の信頼性を守る根本原則とされている。中央銀行が政府から独立して独自に通貨を発行するからこそ、もともと紙切れに過ぎない紙幣に信頼が置かれるのである。“

5. 円の危うさ

絶対価値としての金との交換が出来ない日銀券の信用の源泉は、日本経済そのものである。日銀券は金とは交換できないかもしれないが、日銀券が実物経済と等量発行されているのであれば、日銀券は金の代わりに実物資産をその信用担保としていることになるのであるから、日銀券は実物資産間接担保付不換紙幣であるということが出来る。しかし、現実には日銀は日本の GDP 以上に日銀券を増発してしまっている。このことは第4回経済レポート（貨幣の増発と日本国債）第3項で指摘した。該当部分を以下に転載する。

“この15年間は1990年のバブル経済の崩壊を受けたいわゆる“日本経済の失われた10年”の期間であり、経済活動はまことに停滞していたのであるが、日銀はあふれんばかりに市場に資金を供給し続けてきた事がわかる。上記表の最左欄の現金預金項目の年間の増減率をとると、その年の通貨の膨張率がわかり、さらにこの年々の通貨の膨張率とその年の日本経済の GDP 成長率を比較してみると、日本の経済活動と貨幣の増発の関係がよくわかる。

	現金・預金 (億円)	膨張率	通貨増発率 %	GDP 成長率 %	過剰増発率 %
1989FY	-7,017,816			4.3	
1990FY	-7,386,953	1.0526	5.26	6.0	-0.74
1991FY	-7,628,415	1.0327	3.27	2.2	1.07
1992FY	-7,760,560	1.0173	1.73	1.1	0.63
1993FY	-8,012,685	1.0325	3.25	-1.0	4.25
1994FY	-8,241,319	1.0285	2.85	2.3	0.55
1995FY	-8,769,161	1.0640	6.40	2.5	3.90

1996FY	-9,018,561	1.0284	2.84	3.6	-0.76
1997FY	-9,326,794	1.0342	3.42	0.5	2.92
1998FY	-9,594,102	1.0287	2.87	-0.9	3.77
1999FY	-9,900,500	1.0319	3.19	0.6	2.59
2000FY	-10,074,950	1.0176	1.76	2.5	-0.74
2001FY	-10,290,341	1.0214	2.14	-1.1	3.24
2002FY	-10,393,215	1.0100	1.00	0.8	0.20
2003FY	-10,615,454	1.0214	2.14	1.9	0.24

ここで過剰増発率というのは、ここでの議論のため定義したもので、経済成長以上に通貨を増発した割合のことを言うが、日銀はバブル経済の崩壊後、ほぼ一貫して経済成長率以上の通貨を日本経済に供給してきた事になる。1996年と2000年に2度の例外があるが、その年でも絶対値としては通貨の増発をしていたのであり、それらの年における経済成長を下回る過少増発率そのものも僅少である。貨幣理論の原則からすれば、実体経済の成長以上に貨幣を増刷すれば貨幣の価値は下がりインフレになるはずなのであるが、実際はこの15年間日本経済は一貫してデフレの道を走っている所以であり、今なおこの段階においてさえ日本経済のデフレの出口は見えていない。“

日銀が経済成長率を超える通貨の大増発を1991年以降延々と15年間も継続してきたにもかかわらず、日本経済がインフレにならなかったのは、日銀券の流通速度が通貨の増発効果を相殺したためである。このことも第22回経済レポートで論証したので以下に転載する。

“一般に、貨幣の流通速度は金利に相関することが知られている。貨幣は金利が付かないので、人は支払い手段として最小の手元資金以外の貨幣は金利の付く債券に交換しようとするはずであるから、金利が高ければ高いほど手元資金を頻繁に債券に交換するはずであり、従って貨幣の流通速度は上昇する。これに対して金利が低下すれば、それだけ債券に交換する動機は少なくなるのであるから貨幣の流通速度は低下する。さらに異常な低金利であるゼロ金利の世界を想像すると、ここでは貨幣は債券に交換される動機を失ってしまうので、その流通速度は極端に低下し、多くの貨幣は退蔵されてしまう。

現在のゼロ金利下の日本経済がほぼこの状況であり、日銀券の流通速度は極めて低く、多くの日銀券が現金として退蔵されていることが指摘されている。これは我々の日常感覚としても実感できる。現在の我々は、手元に若干の余裕の日銀券があったとしても、ゼロ金利で預金金利などただ同然なのであるから、あえてこれを銀行に預けて金利を稼ごうとは思わない。このようなことを1億2千万人の国民全てが行っているのであるから、日本の

国民経済全体としては計り知れないほどの日銀券が退蔵されて流通しないのである。

日本経済において貨幣の流通速度が落ちていることがわかった。従ってフィッシャーの交換方程式に基づき物価は下落する。現在の日本の長期に継続するデフレは貨幣の古典派の学説で分析すれば貨幣の流通速度が低下しているために起きているということが出来る。確かに現在の日本経済は念願の不良債権問題を解消して国民経済の成長過程に入っているからYは上昇している。また日銀は事実として経済成長以上の貨幣の増発を続けMの値も上昇している。それにもかかわらず物価水準Pが下落を続けているのは、貨幣の流通速度Vがさらに（Mの上昇がYの上昇を上回る以上に）低下していると考えられるからであり、日銀のゼロ金利政策のつけがここにも影響しているのである。“

なるほどバブル経済の崩壊以降、中央銀行たる日本銀行は金融緩和を迫る政治の圧力の前に屈服し（恥である）不換紙幣の大増発を行なってしまった。しかし、同時にゼロ金利政策もとられたため日銀券の流通速度は落ち込み、通貨の流通速度の減少が通貨の増発を相殺し、結果としてインフレにもならず日銀券の信任にも傷がつかなかったということになる。さてそこで唯一残された問題は、結果として日銀にたまった国債100兆円である。中央銀行が国債を見返りとして不換紙幣を発行することは財政規律に反することは既に述べた。しかし、既にやってしまったことは今更しようがないのであり、そこで、この100兆円の国債について裏づけ資産があるかどうかの問題となる。言うまでもないことではあるが100兆円の国債は赤字国債であり、日本政府は700兆円の累積債務を抱えているのであるから日銀が保有する100兆円の国債には裏づけとなる資産がない。つまり、日銀は現在100兆円の不換紙幣を空天（からてん）で発行しているのであり、この空天（からてん）が問題にならないのはゼロ金利で通貨が流通速度を落としているからに過ぎないということになる。第25回経済レポート（忍び寄る金利）で指摘したように、足下の日本経済はまことにしぶとく強く金利は今後上昇する可能性が高い。まことに円は危うい存在ということになるであろうか？

6. 円の限界

確かに日銀が抱えている100兆円の国債には実物資産の裏づけがない。以下に日銀券の近時の発行残高を一覧にして示す。現在の日銀券の発行残高は73兆円なのであるから、従って、現在流通している日銀券の全ては日本政府の実物資産の裏づけがなく、従って理論上は紙切れに過ぎない。我々の人生の悲喜こもごもの原因でもあり、我々がこの故なく愛してやまない日銀券の実態とは実はこんなものなのである。

時点	日本銀行券発行高平均 残高（億円）	日本銀行券発行高平均 残高(前年同期比) (%)
Dec-03	731, 283	3. 3
Dec-04	748, 668	2. 4
Mar-05	733, 042	3. 7
Apr-05	740, 715	4. 5
Jul-05	736, 087	3. 4
Oct-05	730, 566	2. 9

今国民の中の少なからぬ人々が“待てよ、この日銀券は国債見合いで発行されており実物資産の裏づけがないではないか。であれば、紙切れに過ぎないぞ。”などと言い出そうものなら、その瞬間に日銀券は事実として紙切れになり、日本国家は破綻する。ここに現在の円の限界がある。

現在の円の不換紙幣は国債見合いで発行されており、政府は700兆円もの財政赤字を抱えてかつ国有財産は払拭しているのであるから、この不換紙幣は直接的な実物資産の裏づけがなく紙に過ぎない。しかし、まことに読者を混乱させることを言うようで恐縮であるが、このことは円が弱い通貨であることを意味しない。それどころか国際的な通貨の比較を行なうとすれば円はむしろ強い通貨なのである。その原因は国民の持つ金融資産1,400兆円にある。既に本経済レポートで再三にわたり指摘してきたように、日本の金融制度を支えているのは日銀などではなく国民が溜め込んだ1,400兆円の金融資産である。日銀の発行する円紙幣は国債を見合いとして発行され、従って直接的な実物資産の裏づけはないが、金のない政府を支える日本国民には1,400兆円の金融資産がずっしりとある。すなわち、円は間接的には資産の裏づけがしっかりとある通貨ということが出来る。

政府債務と国民の金融資産の関係については第17回経済レポート（破綻する公的年金の恐怖）及び第18回経済レポート（やわらかい負債理論と臨界点分析）で分析したところであるが、そこでの結論をまとめると次のとおりとなる。

- (1) 日本国一般政府には700兆円の確定純債務があり、さらに700兆円の簿外年金債務がある。ただし簿外年金債務はソフト・ライアビリティである。
- (2) 日本の国民は1,400兆円の個人金融資産を有している。この個人金融資産は日本社会の高齢化に伴い今後徐々に減少していくことが確実である。
- (3) 他の経済主体がほぼ均衡しているため、日本全体としては、結局現段階において1,400兆円の個人金融資産が700兆円の一般政府債務を大幅に超過している。
- (4) しかし、日本の現段階での700兆円の超過資産は今後減少が確実であり、債務超

過となるまでの時間的余裕は15年しかない。

いかがであろうか。円の実力が理解できたであろうか。円は現段階において1,400兆円という途方もない個人金融資産にしっかりと守られている。いくら日銀がだらしない通貨の増発をしても円の信頼が崩れることがなかったのはここに原因がある。いくら政府が赤字国債を累積させても、それでも円は強かった。これほどしっかりとした国民財産に守られて通貨というものは世界のどこを探してもあるものではない。円は強い。ただし、強い円の寿命が後15年しかないことを読者はしっかりと認識する必要がある。強い円は歴史的限界点に近づきつつあるのである。

2005年11月24日 細野祐二