

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

中央銀行の将来：米国史からの教訓

ベネット・T・マッカラム

Discussion Paper No. 2010-J-22

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

中央銀行の将来：米国史からの教訓

ベネット・T・マッカラム*

* カーネギー・メロン大学教授

本稿は2010年5月26-27日に東京で開催された日本銀行金融研究所主催、2010年国際コンファレンス「グローバル化のもとでの中央銀行の将来」のため用意された。マービン・グッドフレンド氏との有益な議論に感謝する。

本稿は上記コンファレンスにおいて行われた基調講演原稿をもとに、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

1. はじめに

本稿では、まず、米国金融史における重要で興味深いエピソードについて、米国最高裁のいくつかの決定とあわせて概観することから始める。中央銀行の将来に関するコンファランスでの話題としては奇妙に思えるかもしれないが、私は、実は極めて深い関連性があると考えている。そこで、この点を示すために、2009年の日本銀行コンファランスにおいて私の同僚であるマービン・グッドフレンド氏が発表した、金融政策についての理解を促す分析枠組みを進展させた論文を引用する¹。この論文に従って、過去の貴金属本位制 (metallic standard) に着想を得た金融政策の運営方法を手短かに概説し、今日の政策運営を巡る論点と通貨制度 (monetary arrangement) に関する遠い過去の歴史的経験との間の別のかたちでの関連性を示すことで、本稿の結びとしたい。

まず、米国憲法における通貨制度に関する記述を概観する。憲法では、通貨に関して、わずか2つの記述があるだけであり、この作業は容易である。2つの短い条項は次のとおりである^{訳注}。

- (i) 「連邦議会は、(中略) 合衆国の信用において金銭を借入れ (中略) 貨幣を鑄造し、その価値および外国貨幣の価値を定め、また度量衡の標準を定める (中略) 権限を有する」(第1条第8節)。
- (ii) 「各州は (中略) 貨幣を鑄造し、信用証券 (bills of credit) を発行し、金銀貨幣以外のものを債務弁済の法定手段 (legal tender) として (中略) はならない」(第1条第10節)

これらの条項から十分に明らかなことは、憲法に内包されている理念と前提は、国家の通貨制度は厳格な貴金属本位制—金または銀を本位とするもの、もしくは金銀複本位制のようなもの—として特徴付けられることである²。憲法の改正条項には通貨制度に関する記述がないため、当然、次のような本質的な疑問が生じる。つまり、どのようにして憲法の条項が覆され、連邦準備券 (Federal Reserve notes) が法貨 (legal tender) となり、貴金属本位制の痕跡が全くみられない今日の不換通貨制度 (fiat-money arrangement) になったのかという疑問であ

¹ 改訂稿は、Journal of Monetary Economics誌に掲載予定。詳細は、Goodfriend [2010]参照。
^{訳注} 合衆国憲法の邦訳は、米国大使館HP掲載のものに従った (<http://tokyo.usembassy.gov/j/amc/tamcj-071.html>)。以下、合衆国憲法の邦訳部分については、同様の扱い。

² こうした意見は、Hepburn [1924, pp. 73-74, 179]、Timberlake [1989][1993, p. 4]、McCallum [1989, p. 24]で述べられている。

る。

2. グリーンバック（Greenback、ドル紙幣）

米国において、不換通貨が憲法発布後、最初に登場したのは1861～65年の南北戦争時で、悪名高い「グリーンバック」が1862、63、64年の3度にわたって発行された^{訳注}。グリーンバックの総発行額は4.5億ドルと、それだけで通貨供給量を1860年時点对比でほぼ倍増させる規模であった³。最初に発行された1861年末頃の状況は、合衆国政府にとって決して順調ではなかった。軍事的には、南軍が抵抗を続けており（第一次ブルランの戦い<First Battle of Bull Run>）、財政的には、兵員と物資の供給が困難となっていた。標準的な調達方法と非標準的な調達方法の双方が試みられたが、それにもかかわらず、北軍が戦争を継続するために必要な資金の調達は困難を極めた⁴。米国市民に対する追加課税は不人気であり、また、借入れには「法外に高い」金利を要求されるとみられていた。その結果、後で頻繁に登場するソロモン・P・チェース財務長官と、熱意にあふれた委員会議長であったエルブリッジ・G・スポルディング下院議員は、「グリーンバック」と呼ばれることになる不換紙幣を発行し、資金を調達する計画を考えついた。グリーンバックは、法貨であり、非兌換、無利息である。スポルディングが法案を作成し、チェースとともにその可決を主導したが、議会では多くの反対にあった⁵。スポルディングは、合衆国政府は「約30日で日々の経費を支払う財源すらなくなり、課税法案が準備されるまで、委員会は資金をやり繰りする他の手段をもたない」と述べ、法案可決を急ぐ必要性を訴えた⁶。

当時、グリーンバックは、憲法で特に禁止されている「信用証券」に極めて近い性質をもっていたため、（上院議員を含む）多くの関係者から、合憲性に對

訳注 「グリーンバック」は、米国財務省が発行している米国紙幣の別称で、南北戦争当時発行された紙幣の裏面が緑色であったことに由来する。

³ Timberlake [1993, p. 86]は、「1860年の流通通貨残高は5億ドル程度の規模であり、その内訳は、ほぼ同額の貨幣と銀行預金からなっていた」と述べている。Hepburn [1924, p. 204]は、4.48億ドルと概算している。

⁴ 詳細は、Mitchell [1903, pp. 1-43]参照。

⁵ チェースが、これらの行動にかなり不承不承ながら従っていたことに留意すべきである。実際、Mitchell [1903, p. 4]は、彼を「貴金属本位制を好む傾向が強い財務長官」と表現している。

⁶ この主張は、「まったくの誇張であった。法貨条例（Legal Tender Act）は、スポルディングの不吉な予測の48日後まで通過せず、ドル紙幣は同条例の成立後34日間は発行されなかった」（Timberlake [1989, p. 310]）。

する疑念が示されていた⁷。残念なことに、明示的に規定されているかという観点からは、信用証券の発行は、州には禁止されているが、連邦議会には少なくとも明示的に禁止されているわけではない⁸。この曖昧さの結果として、グリーンバック提唱者は、「(前略) 上記の権限、およびこの憲法によって合衆国政府 (一部略) に対し与えられた他のすべての権限を行使するために、必要かつ適当なすべての法律を制定すること」(第1条第8節)を連邦議会の権限として認める憲法の条項を根拠に、グリーンバックの発行が正当化されると主張した。グリーンバック発行は、政府の戦争遂行に「役に立つ (helpful)」だけであり、必ずしも「必要 (necessary)」ではないという強い反論が 1862 年になされたため、法案はぎりぎりのところで議会を通過した⁹。しかし、1862 年 2 月 25 日、リンカーン大統領は法案に署名し、1862 年 4 月、最初の紙幣が発行された。このとき、チェース財務長官は、この紙幣を法貨とすることに強い懸念を表明していた (Mitchell [1903, pp. 68-74])。

3. 最高裁での法貨訴訟

もしグリーンバックの発行が一時的であったならば、ヨーロッパ史における多くの事例と同様に、合衆国は、戦後、貴金属本位制に戻っていたかもしれない。しかしながら、現実にはそうならなかった。Calomiris [1992, p. 283]は、「(前略) 通貨供給と価値尺度 (*numeraire*) 規定への連邦政府による侵犯が、永続的なものとなったのは、議会の不作為 (法律を即座に破棄し、本位通貨制度に復

⁷ グリーンバックは、非兌換、無利息、無期限であり、かつ (民間・公的債務に対して) 無制限に適用する法貨 (法的弁済手段) となる財務省債務であり、合衆国紙幣 (U.S. Notes) として知られる。「信用証券」という言葉は、独立宣言以前の 13 の植民地によって発行されたさまざまな形式の不換紙幣を指して使われていた。これらのエピソードを巡って議論の分かれる帰結に関する分析の 1 つとして、McCallum [1992] 参照。

⁸ 憲法はまた、修正第 10 条において、「本憲法によって合衆国に委任されず、また州に対して禁止されなかった権限は、それぞれの州または人民に留保される」と宣言している。この条項は、明らかに、州にある意味で優先権を付与しており、州に対して明確に否定された権限が連邦議会によって行使されうるというのはおかしいようにも思われる。しかし、信用証券の発行は、州に対して「禁止されている」のであるから、連邦政府によるグリーンバック発行が上記の条項との関係で問題になるわけではない。

⁹ 実際、小委員会レベルでは、法案は下院に送られるには 1 票足りなかった。しかし、委員の 1 人が賛否を変え、本議会で審議されることとなった。1862 年 1 月、法案は 93 対 59 で通過した。賛成に投じた議員の何人かは、これは急場しのぎの方法であるとの見解を示し、スポルディング議長自身、「平和が確保されれば、正貨支払い (*specie payment*) への迅速な回帰を真っ先に主張するであろう」と述べた。Mitchell [1903, p. 67] 参照。

帰させなかったこと)と、法律の違憲性が争われた裁判において最高裁が合憲の判断を下したことに起因する」と述べている。

当然の成り行きとして、南北戦争終結までグリーンバック発行の合憲性に対する異議申立てはなかった。最高裁で審議された最初の訴訟は、1869年ヘップバーン対グリスウォルド裁判である。グリスウォルドは、グリーンバック発行前にヘップバーンにドル建てで貸出を行っていたが、ヘップバーンがグリーンバックで返済しようとしたため、裁判所に提訴した。このときまでに、妙なことであるが、1862年に財務長官であったチェースが最高裁長官となっていた。さらに、彼は、グリスウォルドを支持した4対3の多数派の1人となり、驚くべきことに、彼に大きな責任のある1862年法貨条例を部分的に違憲であると宣言したのである。

しかしながら、これで話は終わりとはならなかった。ヘップバーン対グリスウォルド裁判の判決が公になった正にその日に、ユリシーズ・S・グラント大統領は、2名の新しい最高裁判事(justice)として、いずれも下級審判事(judge)として法貨条例の合憲性を明確に支持する立場をとっていた裁判官を任命すると発表した。この結果、1871年に別の法貨訴訟が最高裁判所で審理されたとき、ヘップバーン対グリスウォルド裁判の判決は覆され、法貨条例は合憲とされた(興味深いことに、チェースは、この判決において少数派に票を投じ、1862年に財務長官として立法化したこの法律を再び違憲であるとした)。この判決は、1871年ノックス対リー判決として知られており、1884年ジュリアード対グリーンマン裁判など、後の訴訟でも支持された。

主題から少し逸れてしまうが、上述したグラント大統領による2名のグリーンバック支持者の任命について、裁判所「詰替え(packing)」の成功例として、1937年のルーズベルト大統領による悪名高い裁判所詰め替えの先例として捉えるべきかを、簡単に考察してみたい。ごく手短かにいえば、2名の候補者の見解がたとえわかっていたとしても、グラントの行動は、2つの理由から、強い異論を提起されるものではなかった。第1に、グラントは、ヘップバーン対グリスウォルド裁判の判決が公表される前に2人を任命していた。第2に、そしてより本質的なことに、グラントによる最高裁判事の増員は、明らかに不正であるとはいえなかった。連邦議会は、(おそらく)1868年に弾劾訴追されたが辛うじて弾劾には至らなかったアンドリュー・ジョンソン大統領による最高裁判事任命を避けるため、1866年7月の立法によって、一時的に最高裁判事の数をそれま

でもよりも減らしていた^{訳注}。最高裁判事を9名に増員する法律は、ヘップバーン対グリスウォルド裁判の判決を覆すこともおそらくは視野に入れ（その判決はまだ出ていなかったが）、1869年に通過した。詳細は、Hepburn [1924, pp. 255-256]、Friedman and Schwartz [1963, p. 47]、Dunne [1960, pp. 76-77]、Ratner [1935]を参照。

4. 最高裁判決と将来の金融政策

ところで、これまで議論してきたことと、現在および将来の金融政策の枠組みはどのように関連しているのか、疑問に思う向きもあるであろう。私の答えは、グリーンバックの合憲性に関する最高裁の議論は、かなりの程度まで、金融政策と財政政策の決定的な混同に起因するからというものである。特に、「お金を借り入れる権限」は財政政策的な取決めであり、金融政策的なものではないということである。とりわけ、この取決めは、連邦議会に借入れを行う、言い換えれば、政府債務を国民に売却する権限を与えるものであるが、こうした行動は、必ずしも通貨供給量の変化をもたらさない。政府による「借入」と「貸出」は財政的行動と関連する用語であり、金融的行動と結びつくわけではない。これは、財務省が（政府支出の増減をまかなうために）税金の増減ではなく、国債の売却・購入を行う場合、国全体としてのハイパワードマネーの量（残高）は必ずしも変化しないし、また、1862年のように、借入資金が即座に（軍事行動等への）物資供給や賃金支払いに使われる場合には、民間の通貨保有量も変化しないからである。

しかし、2つの重要な裁判において最高裁判事によって示された論拠は、この区別を理解していない。むしろ、彼らは、「お金を借り入れる」権限が法貨としての不換通貨発行を正当化するかのように論じた。これらが、1870年ノックス対リー裁判、1884年ジュリアード対グリーンマン裁判である¹⁰。さらに、1861年にグリーンバック発行に賛成する国会議員達と、ヘップバーン対グリスウォルド裁判において少数派となった最高裁判事達によって展開された議論も、やはりこの点を混同していた（Hepburn [1924], p. 257）¹¹。まとめると、金融政策

^{訳注} アンドリュー・ジョンソン大統領は、リンカーン大統領暗殺後に副大統領から昇格し、第17代大統領に就任。南北戦争後の南部諸州に対して融和的な政策を採用したことで議会と対立し、1868年に弾劾されたが1票差で罷免を免れた。

¹⁰ 最高裁判所の論拠にある、借入れの権限を金融政策的な権限とする混同は、Hepburn [1924, pp. 264]、Dunne [1960, pp. 78-79, 82]、Timberlake [1989, pp. 312][1993, pp. 137-138]でも指摘されている。

¹¹ ここでの論理は、Mitchell [1903, pp. 44-81]によって詳しく立証されている。

的な行動と財政政策的な行動を明確に区別できなかつたことが、米国の通貨制度を貴金属本位制から不換通貨制へ変更するという、真に本源的かつ重大な変化を可能にした最高裁の判断の主要な要因であると考えられる。もちろん、よく知られているように、この変更はかなり後まで完結せず、1879年から1933年までは紙幣と金の兌換が、また、1971年までは貴金属本位制のいくつかの要素が維持された。しかし、法貨訴訟は、その後の貴金属本位制からの離脱（de-metallization）が進むうえでの必要な出発点であった。この訴訟がなければ、その後の法的措置や判決は、実際とはかなり異なつたものになつただろう。

このように、立法者や最高裁判事が金融政策と財政政策の基本的な違いを理解できていなかったことが、貴金属本位制から不換通貨制への移行という米国通貨制度における根源的かつ重大な歴史的変化について、中心的な役割を果たした。しかし、金融政策と財政政策の違いに焦点を当て、中央銀行の独立性の本源的な重要性を強調しているGoodfriend [2010]の分析が明らかにしているように、本質的に同じ理解の欠如が2007～09年の金融危機にかかわる最近の議論の多くにおいてもみられる¹²。

5. 現代的な意義

これまでの議論は、米国の通貨制度が憲法に明記されたものから明らかに逸脱しており、今日に至る重要な変化が不適切な判決を礎にしていたことを示している。だからといって、私が憲法に規定される貴金属本位制への復帰を支持するということになるだろうか。実際には、私は、金本位制、銀本位制、あるいは複本位制への復帰を提唱するわけでも支持するわけでもない。また、貴金属本位制への復帰を提唱・支持しないからというだけで、私も、おそらく多くの読者も政治的にはほぼ実現不可能であると判断する憲法改正が必要だということにもなるまい。より重要なことは、私自身の見解としては、現在の不換通貨制度の枠組みと、改善した金融政策目標のもとで、憲法が意図する本質的な部分を再生することによって、上手くやっけていけるということである。特に、憲

¹² Goodfriend [2010]によって提案された枠組みは、以下の定義を用いて金融政策と財政政策の違いを強調する。(i) 純粋な金融政策は、中央銀行による財務省証券の公開市場購入（売却）からなる、(ii) 純粋な信用政策（credit policy）は、マネタリーベースを一定として、中央銀行の保有資産を変化させることからなる、(iii) 準備預金への金利付与政策は、中央銀行に預けられる商業銀行の準備預金に対して支払われる利息を変化させることからなる。中央銀行による財務省証券以外の証券の購入は、金融政策と信用政策の組合せであるが、直接的にも財政的な領域に属するものである。

法の条項は、交換手段の購買力が大きく変化し続けることを阻止することを明確な目的として、設計されている。しかしながら、当時、包括的な物価指数に関するデータは一般的に利用可能でなく、また、仮に各都市に統計作成部署があったとしても、その間での迅速な情報伝達手段が存在しなかったわけであるから、憲法執筆者達にとって、貴金属本位制を堅守することが表面上の物価水準の安定を確保する唯一の手段であった¹³。第1条第8節で規定されている「価値 (value)」が（もし調整されることがあったとしても）ごくまれにしか調整されるべきでないことは、「度量衡の標準を定める」ということと同様に、同じ条項で規定されている「貨幣を鑄造すること」や「貨幣の価値を定めること」という表現にも明らかに含意されているものと考えられる。しかし、今日の技術を踏まえると、交換手段の価値の維持は、金価格でよりもむしろ、政府が定めた包括的な物価指数について、金融政策当局が包括的指数に含まれる財やサービスの集合を（財務省証券のような媒体を通して）購入・売却することによって、時間を通じてほぼ一定に保つことができる。米国では、例えば、連邦議会が広い範囲で定義された価格指数を明示したうえで、連邦準備制度（以下、Fed）に対してそのインフレ率をゼロ（または少なくともほぼゼロ）に維持するという技術的な任務を課すことができる¹⁴。実際には、（名目GDPや最終需要のような）名目総支出の指標を、インフレを伴わないかたちで安定的に成長させるという任務を課すことも可能であろう。これにより、米国には今までになかった明確な通貨体制（monetary standard）がもたらされることになり、また、金融政策の独立性を確保する形でFedの責務が明確化されることになるであろう。さらに、このことは、連邦議会が憲法と整合的な通貨体制を達成するためにも役立つことになるであろう。

明らかに、この種の論理は、市場経済をもつ日本や他国にも適用することが

¹³ 要するに、憲法執筆者達は、金本位制（または銀本位制、あるいは複本位制）が通貨の購買力を維持する最も効果的な仕組みであり、それによって、貸し手、あるいは借り手に不公平で、社会一般に甚大なコストをもたらすインフレやデフレを防ぐことができると確信していた。

¹⁴ ここで、私は、目標水準のドリフト（base drift）を許容するか否かについての見解は示さないことにする。指数の選択と目標インフレ率の設定に際しては、議会は当然この点に関する専門的な知見を利用すべきであり、Fedのスタッフやエコノミストと十分な議論を行うことが正しい（と信じる）。Fedの役割は、（金利やマネタリーベースの伸び率といった）政策手段の調整のためにある種の政策ルールを採用することであり、それによって次の政策決定会合までの期間を超えて価格水準の安定性を達成するように努めることであると論じられよう。

できるであろう。加えて、2007～09年の危機がエコノミストや政策担当者を混乱・困惑させる以前には、このような枠組みは、研究者の間の「コンセンサス」であり、Goodfriend [2007]に記述され、Woodford [2003]に典型的に示された「ニューケインジアン」や「新古典派総合」的な金融政策分析の理念と親和的なものであった。この理念に従えば、中央銀行の役割は、金融仲介機関（すなわち「銀行」）ではなく、通貨当局と位置付けられることになる。貴金属本位制と不換通貨制のもとで中央銀行の責務は大きく異なるが、いずれの制度においても、物価水準の安定をもたらすよう、通貨体制を支えるものとして設計することができる。

参考文献

Calomiris, Charles W., “Greenbacks,” *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, volume 2, Peter Newman, Murray Wilgate, and John Eatwell, eds. London: Macmillan Press, 1992, pp281-284.

Dunne, Gerald T., *Monetary Decisions of the Supreme Court*. New Brunswick: Rutgers University Press, 1960.

Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.

Goodfriend, Marvin, “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy,” *Journal of Economic Perspectives*, 21(4), Fall 2007, pp. 47-68.

———, “Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice,” *Journal of Monetary Economics* 57, 2010, forthcoming.

Greenfield, Robert L., and Leland B. Yeager, “A Laissez Faire Approach to Monetary Stability,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 15(3), 1983, pp. 302-315.

Hepburn, A. Barton, *A History of Currency in the United States*, revised edition. New York: Macmillan Co., 1924.

McCallum, Bennett T., *Monetary Economics: Theory and Policy*. New York: Macmillan Pub. Co., 1989.

———, “Money and Prices in Colonial America: A New Test of Competing Theories,” *Journal of Political Economy* 100, 1992, 143-161.

Mitchell, Wesley C., *A History of the Greenbacks*. Chicago: University of Chicago Press, 1903.

Ratner, Sidney, “Was the Supreme Court Packed by President Grant?” *Political Science Quarterly* 50(3), 1935, pp. 343-358.

Timberlake, Richard H., "The Government's License to Create Money," *Cato Journal* 9(2), Fall 1989, pp. 301-321.

———, *Monetary Policy in the United States*. Chicago: University of Chicago Press, 1993.

Woodford, Michael, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003.

Yeager, Leland B., "Toward Forecast-Free Monetary Institutions," *Cato Journal*, 12(1), Spring/Summer 1992, pp. 53-73.