

ディレギュレーション下の通貨について*

——100%マネーとプライベート・マネーによる通貨システムの考察——

山 崎

昭**

1. はじめに
2. 金融市場への政府介入の理由
3. 100%マネー
4. プライベート・マネー
5. 計算・会計単位の問題
6. ベース・マネーとプライベート・マネーの結合形態からみた通貨システム
7. おわりに——通貨システムに関する結論

1. はじめに

私的金融機関によって発行される現金通貨を狭義のプライベート・マネーもしくは私的現金通貨とよび、これに決済機能を有する預金ならびにそれに準じる金融債務を加えたものを広義のプライベート・マネーとよぶ。中央銀行制度を基軸とする現代の金融システムにおいて、現金通貨はそのほとんどが政府機関によって発行される法定通貨 (legal tender) である。私的現金通貨は例外的であり、その使用範囲や使用量はごく限られたものにすぎない。

しかしながら、情報技術革新と金融業におけ

る規制緩和の進展は、これまで銀行のみが行うものと考えられてきた決済サービスの提供を、実質上銀行以外の非預金取扱い金融機関にまで拡大しつつある。私的機関による決済サービス提供業務の拡大は、決済手段としての通貨の役割における広義プライベート・マネーの相対的地位の高まり——俗に言う「キャッシュレス化」——をもたらしつつある。その意味で金融システムにおいてプライベート・マネーが主要な位置を占めることの経済的インプリケーションが明らかにされなければならない。このような視点からの議論は Black (1970) によるプライベート・マネーを中軸とする経済の描写に始まり、

* 本論文は日本銀行金融研究所において行った研究を報告するものである。客員研究員として金融分野における研究の絶好の機会が与えられたことは私にとって大変有益であった。このような機会を与えられた同研究所にまず謝辞を申し述べたい。初稿を用意した段階で金融研究所や一橋大学の方々から有益なご批判やコメントを多数頂き大変参考になった。特に、金融研究所第1課の四方浩 (現人事局)、岡部光明、折谷吉治、早川英男の各氏、同第2課の黒田巖氏、一橋大学の清水啓典、寺西重郎の両氏と大学院生の三井清、北川浩の両氏から丁寧なコメントを頂いたことに感謝したい。

** 一橋大学教授

米国の経済学者を中心に活発な議論が行われている (Fama (1980, 1983)、Hall (1982, 1983)、Greenfield-Yeager (1983)、White (1984)、McCallum (1985) 等)。わが国においても近年になって問題の重要性が認識され、特に決済システムの在り方に関する問題を中心に議論が進められている (例えば、折谷 (1986)、片木 (1986) とそれらの文献を参照されたい)。¹⁾

他方、金融の歴史をさかのぼると、1930年代の米国における金融恐慌の経験から、1933年11月シカゴ大学の数人の経済学者を中心に、決済性を持つ預金についてはその100%が法定通貨で裏付けられるべきであるとの主張が行われている。この主張の主旨の説明と詳細な議論展開は Fisher (1935) によってなされ、それには連邦準備銀行のエコノミストの他幾人かの銀行家、政治家らの賛同が得られたことが記されている。

Fisher の用語にならない本論文でも全てのプライベート・マネーが100%の法定通貨で裏付けられているときこれを100%マネーと呼ぶことにする。換言すれば、100%マネーとは全ての決済性預金またはそれに準じる金融債務 (金融機関の発行する私的現金通貨を含む) が100%の法定準備を中央銀行に有するもののことである。²⁾

1960年にはシカゴ大学の Friedman (1960) も通貨価値の安定性を実現するための有力な手段として100%マネーを提唱し、各金融機関が

中央銀行に保有する準備預金に対して市場金利を付利するよう提案した。

Friedman の議論のポイントは、貨幣価値の安定を図るには貨幣供給を安定させる必要があり、それには現金通貨と決済性預金の経済的与件を等しくしなければならないということにある。この後者の条件を具体化する方法として2つの方向が考えられた。1つは、現金通貨の発行条件を決済性預金の条件に合致させるという方法であり、今1つは逆に、決済性預金の創造条件を現金通貨の発行条件に合わせるという方法である。

この2つを異なった角度から眺めれば、第1の方向はプライベート・マネーを基軸に通貨システムを整備しようというものであり、第2の方向は100%マネーを基軸に通貨システムを整えるものである。Friedman (1960) 自身は第1の方向が貨幣価値の安定性を実現する1つの手段を提供することを認めながらも彼の政治的信条からこれを棄却し、100%マネーの実現を強く主張したのである。しかも、仮りにプライベート・マネーを中軸とする金融システムを採用するとしても、競争原理を金融市場に導入することは不可能であると考えた。

本論文の目的は、一見全く論旨を異にすると考えられがちな100%マネーの伝統的論理展開の線上で最近のプライベート・マネーの世界における分析を取り上げ、これをもとにディレギュレーション下の通貨システムを考察するこ

1) このような問題の背景には金融業における生産・供給技術の飛躍的な発展がある。最近の金融技術革新についての説明とそれが持つ種々のインプリケーションについては黒田 (1987) を参照されたい。

2) 「100%マネー」は「プライベート・マネー」の反対語ではない。プライベート・マネーの反対語として自然なのは「パブリック・マネー」(公的通貨) であるが、これはベース・マネーに相当するからあえてパブリック・マネーという語句は使用しない。3. で見るように、ベース・マネーは100%マネーであり、プライベート・マネーは一般に $x\%$ ($0 \leq x \leq 100$) マネーである。

とにある。³⁾ しかしわれわれは、100%マネーの古典的立場を全面的に支持しようとするのではない。ディレギュレーション下の通貨システムにおける準備預金制度の再評価を行い、今後プライベート・マネーの相対的重要度が増すような通貨システムにおける準備預金制度の意義を明白にすることによって、将来の金融システムの在り方と金融政策の有効性を考える一助にしたいのである。

本論文の構成は次の通りである。1.に続く2.ではまず金融市場への政府機関の介入を正当化する伝統的理由付けを復習する。ついで、3.では100%マネーの議論を取り上げ、「銀行制度改革のシカゴ計画 (The Chicago Plan of Banking Reform)」の原案から最近 Tobin によって提唱された「預金化通貨 (Deposited Currency)」案の内容までを簡単に紹介すると同時に、100%マネー案の理論的根拠を展望する。4.と5.ではプライベート・マネーに関する最近の議論がいかなる金融システムのワーキングを想定しており、さらに会計単位 (unit of account) ——つまり通貨の計算単位——の導入問題や物価コントロールをどのように行おうとするのかを考える。3.~5.の議論をふまえ、6.ではベース・マネーとプライベート・マネーの結合形態からみて可能な通貨システムの分類を行い、ディレギュレーション下の通貨システムと金融政策の有効性に関する問題を準備預金制度の意義を確認した上で考えることにしたい。7.では本論文の議論が今後の通貨システムの在り方について

いかなるインプリケーションを持っているかを要約的に述べ、本論文の結論とする。

2. 金融市場への政府介入の理由

100%マネーの議論展開を見る前に、そもそも政府が金融業・金融市場へ介入すべき根拠として何が考えられてきたかを復習してみたい。Friedman (1960、1986) が掲げる政府介入の4つの根拠は次の通りである。

- ① 純粋な財 (= 商品) 貨幣 (兌換通貨) の場合は余りにもリソース・コストが高くなり過ぎ、貨幣の完全な兌換性は維持できない (貨幣の部分的不換性の発生)。
- ② 交換媒体としての機能を果たす支払い確約に対し、その履行を強制することと、不正手段 (偽造媒体手段) を防止することが困難である。
- ③ 貨幣が純粋な信用貨幣 (fiat money) である場合貨幣総量の上限は外生的に決定されなければならない、ひいては信用貨幣の「人為的独占性 (technical monopoly)」がもたらされる。
- ④ 通貨は経済活動全般に関与しており、広範囲にわたる使用が連鎖反応的な外部効果を与えうる。

上記の理由の中で財貨幣のリソース・コストについてここで特にコメントを与える必要はないが、Friedman の試算では1958年の推定で米国におけるリソース・コストは国民生産の2.5%となっている。

3) 本論文における「ディレギュレーション」の分析は、現存の種々の規制——①業務分野の規制、②国際間取引の規制、③金利・サービス提供の規制——をいかなる方向性を持って段階的に緩和して行くかという視点からの分析ではない。金融システムの基本的要件を考慮するとき最低限いかなる公的規制が残されなければならないかという観点から「ディレギュレーション」を眺めているのである。本論文では主として①と③の側面に重点を置いたため、②の側面に関する分析は不十分であり、今後の研究に残されている。

財貨幣が非常に高いリソース・コストを要することから貨幣の完全な兌換性は望めなくなり、そこに部分的な不換要素が入り込むことになる。一般に政府の介入を必要としないような状況として Friedman は、

- (i) 貨幣の支払い確約が常に満たされる
かもしれない
- (ii) 社会が貨幣に関し「自己責任性 (principle of caveat emptor——「買手」危険負担の原理)」を貫徹する用意がある

という2つの場合を指摘している。しかし、部分的にバック・アップされない現金通貨の導入自体——つまり貨幣が部分的な不換要素を有していること自体——(i)の条件は満たされ得ないことを意味する。(ii)はリスクを伴う現金通貨の使用を社会が許容できるのか否か、あるいはリスク・フリーな現金通貨の存在が政府機関によって保証されなくてよいかどうかにかかわってくる。この点については、自己責任性の原則を現金通貨の質にまで適用する社会的価値基盤は無いと考えられるうえ、より根本的には資源配分上の効率性の観点から貨幣はリスク・フリーであることが好ましい (6.における議論を参照)。

①、②で指摘されたような兌換—不換混合貨幣制度の難点が、市場の競争原理にもとづく私的金融機関による純粋な信用通貨制度 (つまり完全競争市場における完全なプライベート・マネーの世界) への移行により解決されうであろうか? この疑問に対する Friedman、Johnson、Pesek-Saving 等の周知の答は「否」である。

もちろん、信用貨幣制度の下ではそれが中央銀行による一元的な通貨の発行を前提とするものであれ、完全競争市場における私的金融機関の競争的通貨発行を前提するものであれ、社会全体として貨幣発行に費やされる資源の総量は

商品貨幣の場合と比べればネグリジブルであり、①で問題とされたようなリソース・コストは防ぎうる。

しかしながら、彼らが強調する問題点は市場における競争メカニズムがいかなる帰結をもたらすかである。彼らの考えを要約すると次のようになる。今、信用通貨の市場価値を v_M とし、通貨生産の限界費用を MC_M と書こう。基本的に信用通貨は全て紙幣 (paper money) からなるとすれば、私的現金通貨を発行する主体にとってその私的限界費用 MC_M はゼロに近い。金融機関の利潤極大化行動を前提とすれば、市場における完全競争は $v_M = MC_M \approx 0$ 、つまり、信用通貨も最終的には財通貨 (文字通りの「ペーパー」・マネー) となり、その価値は通貨1単位に含まれる紙の市場価値と等しくなってしまうのである (これは物価水準が無限大に発散してしまうことを意味する)。

この議論のインプリケーションは2つある。第1は、現金通貨がフリー・グッズ (free goods) になることを防ぎ通貨の価値を維持するためには、金融セクターの外から通貨の発行限度枠を設定する必要があることである。第2は、市場における競争メカニズムはこのような限度枠を生み出し得ないため、外生的な発行限度枠を設定するには市場における金融機関の競争を制限することによって $v_M > MC_M$ を維持する必要があることである。通貨価値を維持するには、通貨の市場価値 v_M がその私的限界費用 MC_M を上回る状態にしなければならないという意味で、「人為的独占 (technical monopoly)」の状況が作り出されていると考えられるのである。

以上が③の議論の骨子であり、完全競争市場の下での私的通貨制度に対する反論として最も強力なものと考えられてきた。しかし、上の議論は政府による信用通貨の一元的発行権を主張するだけの内容を持っているとは考えられな

い。通貨価値が限界費用を上回ることを保証するように市場競争を有効に制限すれば足るからである。さらに、この議論は通貨が同質的な財であることを前提とした議論である。全ての私的現金通貨が同質的な「財」だと見なされる限りにおいて上の Friedman 等の議論は正確であるが、私的通貨が「差別化された財」と見なされれば、市場における競争は独占的競争をもたらし、各通貨の価値は長期的にその平均費用と等しくなり限界費用を上回る水準に落ち着くことになる。

最後に④の外部性についてであるが、これは特にコメントを要さない。金融市場への政府機関の介入を正当化する根拠として最も重要なものである。

我々も通貨システムへの政府の介入を基本的に認めた上で本論文の議論を進めることにしたい。次節では100%マネーを提唱する Friedman の議論展開を展望しつつ、その論理に潜むプライベート・マネーのロジックを掘り起こすことにしたい。

3. 100%マネー

(1) 100%マネーの古典的ロジック

100%マネーは元来貨幣供給の内生的不安定性を排除する目的から提唱された。その基本的なアイデアは、現金通貨の緊密な代替財であるような全ての金融資産にかかわる経済与件を同一にするという点にある。

例えば Fisher (1935) と Friedman (1960) の場合は、暗黙的であれ明示的であれ貨幣残高 M とハイパワード・マネー残高 H に関する表

現式⁴⁾

$$M = H \times \frac{(C/D) + 1}{(C/D) + (R/D)}$$

(ここで C は現金通貨残高、 D は預金 (通貨) 残高、 R は準備預金残高 (中央銀行預け金) である)

において、現金通貨—預金通貨比率 (C/D) と準備預金—預金通貨比率 (R/D) とが私的金融機関の自由な意思決定に依存することを貨幣供給に関する内生的不安定性の主因と考えるのである。このような見方に立てば、貨幣供給の内生的不安定性を除去するために、現金通貨と (決済性を持つ金融資産を含めた) 預金の「発行条件」とを相等しくする必要があることを認識できよう (より一般的に言えば、現金通貨と緊密な代替関係にある全ての金融資産の経済与件を合致させる必要がある)。現金通貨と預金の発行条件を等しくする手段として2通りの方法が考えられる。第1は、現金通貨の発行条件を預金の発行条件に合致させる方法であり、第2は逆に、預金の発行条件の方を現金通貨の発行条件に合致させる方法である。

ところで、現金通貨の「発行条件」と預金の「発行条件」とはいかなるものであろうか。預金の場合これは言うまでもなく各金融機関が中央銀行に持つべき所要準備の率を指す。これに対し現金通貨は政府の直接債務であり、通貨の100円はハイパワード・マネーの100円である。換言すれば、現金通貨の発行には「100%のハイパワード・マネー」の所要準備を課せられていると言える。

預金と現金通貨の発行条件が明らかになった

4) これはもちろんハイパワード・マネー (high-powered money) の定義式 $H =$ 「現金通貨残高」+ 「中央銀行預け金」から導かれたものである。以下本論文ではハイパワード・マネーのほか同義語であるベース・マネー (base money) やマネタリー・ベース (monetary base) の用語も随時用いることにしたい。

ところで、貨幣供給の安定化を実現する上記2方法の具体的内容について考えてみよう。

第1の方法は預金の支払準備率と等しい支払準備率を全ての通貨の発行に課することに他ならない。特に現金通貨の発行を中央銀行の一元の発行にゆだねることなく、預金を受け入れる全ての金融機関に現金通貨の発行を許可することを意味する。さらに預金、現金を問わず、全ての通貨に対する支払準備率を同率にするには、①全ての預金が一律の所要準備率を要請されること、②私的金融機関が発行する現金通貨も預金と同一水準の所要準備率を要請されること、最後に、③預金の所要準備率が100%でない限り、ハイパワード・マネーの保有は所要準備の規定を満たす目的にのみ制約されること、が必要となる。

①～③の条件のうち①と②が必要なことは自明であろう。もし政府発行の現金通貨が民間で流通するとすれば、100%準備の通貨が民間に出回ることを意味し、預金の所要準備率が100%でない限り（つまり、100%マネーでない限り）、預金及びそれと同率の支払準備を有する私的現金通貨の経済条件と政府発行の現金通貨の経済条件とが一致しなくなる。これが③の条件を要する理由である。しかも③の条件を課すことにより現金通貨量の上限が民間金融機関のシステムの外から与えられ、その結果私的現金通貨が全て同質財だとみなされたとしても、金融機関の発行限度に関し政府機関が追加的な規制を加える必要は無いのである。

以上のように、現金通貨の発行条件の方を預金の発行条件に合わせ、これらの条件の間に乖離が生じないような制度的枠組みを確立するということは、政府通貨を支払準備にのみ使用し、私的現金通貨の発行を預金と全く同一の支払準備率の下で各金融機関に自由に許容することを意味するのである。（このような制度的枠組み

において政府発行の現金通貨を私的現金通貨と併行的に流通させようとするれば、預金を全て100%マネー化しなければならない。しかしそれはプライベート・マネーというには余りにも厳格な100%マネーの世界である。）

次に第2の方法を考えてみよう。これは預金の発行条件の方を現金通貨の発行条件に合致させることによって、貨幣供給量がハイパワード・マネーの供給量の上に依存し、民間セクターにおける意思決定の影響を受けないことを狙うものである。ところが先程確認したように現金通貨の発行には100%のハイパワード・マネーの支払準備を必要とすると考えられるから、結局第2の方法は現金通貨と緊密な代替性を持つ全ての預金や金融資産に対し100%の支払準備率を要請することを意味する。つまり、100%マネーの金融システムを考えることなのである。このとき、先の式において $M=H$ 、つまり貨幣の残高とハイパワード・マネーの残高とが等しくなる。

Friedman 自身は第1の方法に基づく金融システムの可能性を否定はしないが、つぎの3つの理由を挙げてそのような制度への移行に反対する。①この制度の下でも準備預金—預金通貨比率 (R/D) に関する民間セクターの影響を排除し得ないこと、②不正通貨の铸造防止がより困難となること、③預金通貨供給量の上限を画するために導入される所要準備率適用範囲の拡大が、究極的には貸付・投資業務への政府の介入を強化することになること、の3点である。このうち②は司法制度上の問題であり、特に深刻な経済問題にまで発展するとは考えられない。また、金融業における規制緩和の促進が要請されるような経済の状況の下では、所要準備率を超過する支払準備の残高が実質上の問題を提起するような額に達するとは考えられない。残るのは③の点であるが、これは Friedman の

政治的信条によるところが大きいのであって、純粋な理論上の問題とは言えない。よって、100%マネーに基づく金融システムへの移行を主張する古典的論理展開の中で、第1の方法に基づく金融システム——一種のプライベート・マネーの世界——への移行が100%マネー化の金融システムへの移行と同程度に好ましいことを論理的に否定し去ることはできないと言える。ここで考えられたプライベート・マネー下の金融システムが拒絶されるとすれば、それはむしろ別の理由によらねばならない。

一般にプライベート・マネーのみの金融システムが拒絶される理由は、4.と5.における議論を通して明らかにするように、価値基準の確定を保証するメカニズムが欠如する点にある。上記のプライベート・マネーのシステムは $x\%$ ($0 < x < 100$) の支払準備率を念頭に置いている。従って、価値基準を確定するという問題は生じないが、私的現金通貨にともなうリスク負担が問題となる。

一般的に言えば、私的金融機関が部分的所要準備の下で自由に現金通貨を発行した場合、これら私的現金通貨の保有者は事実上リスクを負担することになるであろうし、それ故にリスク負担の程度に関する情報が私的通貨の使用者にとって重要な意味を持つことになるであろう。情報は公共財的側面を有するから、通貨はその使用区域が広がれば広がるほど、また通貨発行主体に対する信認、特に通貨価値の維持についての信認の度合いが強ければ強いほど、通貨の有用性が高まることになろう。これは物理的な現金通貨の生産が費用逓減的であるということ以上に、規模に関する収穫逓増の要因を与え、不完全競争状態の自然発生を阻止できないかも知れない。少なくともこの側面を無視できないことは、バンク・オブ・アメリカやアメリカン・エクスプレスのトラベラーズ・チェックが

圧倒的優位を誇っているところからもうかがえるのである。

(2) 100%マネーの形態

さて、ここで100%マネーへの移行を大々的に打ち上げた1930年代の「銀行制度改革の『シカゴ・プラン』(The “Chicago Plan” of Banking Reform)」についてその概略を見ておく必要がある。

銀行制度改革のシカゴ・プランに関するオリジナル・メモは、1933年11月にシカゴ大学の H. C. Simons や L. Mints らによって書かれたことが、Hart (1935) の論文や Fisher (1935) の著書に記されている(その詳細についてはこれらの論文や著書を参照されたい)。ここでは金融機関の決済性金融債務(当時は当座預金のみ)を100%準備に至らしめるためにその当時考えた3形態をまとめておく。

まず第1の形態はオリジナル・シカゴ・メモに現われる標準形とも呼ばれるべき形態で、これは中央銀行が金融機関の保有する金融資産を購入することにより100%準備に至らしめるという形を取る。Fisher (1935) や Friedman (1960) では特に中央銀行が金融機関の保有する国債を買い上げる形で支払準備率を増大して行くプロセスが提案されている。第2の形態はシカゴ大学の F. Knight が提唱した形態で、新制度発足時に支払準備の不足分を中央銀行が贈与するという形を取る(この形態は実質上、預金残高の増加額に対する100%準備の要請であると考えられることもできる)。第3の形態は1933年当時ほとんど注目されなかった形態で、ハーバード大学の Currie やテキサス大学の Bostrom によって提唱された。これは決済性を有する預金(=当座預金)を全て政府系機関(例えば郵便局)に移管し、それ以外の金融機関が決済性を持つ預金を受け入れることを一切禁止するというも

のである。

(3) 準備預金の付利

1930年代の100%マネーの提唱時には準備預金に対する付利は提案されなかった。しかしその後 L. Mints、Tolley、Friedman らは100%マネー制度の下での準備預金への付利を提案した (Tolley (1957)、Friedman (1960))。以下その理由を簡単に見ておこう。

第1の理由は、信用通貨が付利されない場合他の金融資産を保有しないことの機会費用が発生し、信用通貨の残高を節約 (economize) する誘因を与えることである。キャッシュ・バランスの節約や支払準備を回避するような手段の開発に資源が投入されることになり、その結果、社会的にみて望ましい水準を下回る信用通貨の残高となる。言わば信用通貨の「過少消費」に陥るのである。このようなキャッシュ・バランスの節約や支払準備を回避するような動きをチェックする解決策としては、理論的に2つの方法が考えられる。

- ① 全ての通貨に付利する。
- ② 貨幣利子率がゼロとなるような政策を実行する。

このうち①は現実的には預金通貨についてのみ実行可能であろう。もちろん、決済サービスの無料化等により一部機会費用を低減させ得るから、その分、付利水準は「市場」金利から乖離することも考えられる。また、決済性(を有する)預金以外の金融債務の課税が同種の効果を持つことも明らかであろう。

他方②は、物価水準が実質利子率と同水準で

下落することを意味するから、このような状態を政策的に誘導することが現実的であるとは考えにくい。Friedman (1960) もこのような見解を持っていたが、最近の中央銀行役割論争における彼の見解 (Friedman (1985)) では、貨幣供給量を凍結せよとの主張を行っているから、その限りにおいて、彼は②の可能性を追求すべきであるとの考えを持つに至ったものと言える。

ところで、信用通貨の限界的リソース・コストが限界的機会費用と等しいならば上の議論は成立しないかあるいは少なくとも不必要であろう。既に見たように1960年当時 Friedman はこの限界的リソース・コストがゼロに近いと考えていた。最近、Friedman (1986) は信用通貨が通貨価値変動の不必要なボラティリティーをもたらす可能性を懸念し、それによるとリソース・コストを考慮する必要性を強調している。

このようにもし信用通貨のリソース・コスト(特にその限界費用)の多くが私的費用ではなく社会的費用の形で発生するものであるとすれば、準備預金に対する「市場」金利付利は、社会的観点からは逆に過剰な信用通貨残高をもたらす可能性が強くなる。

準備預金付利の第2の理由は実務上の理由である。100%マネーに対する反論の1つは、100%準備を回避しようとする誘因が余りにも強いということにあった。準備預金への付利により所要準備を回避しようとする誘因を抑制するのである。⁵⁾

第3の理由は政府資金の調達源泉に関する取り扱ひの公平性に基づくものである。政府資金

5) 付利水準が「市場」金利に一致する水準に至らない限り金融機関は所要準備を回避する可能性があるとする見方もあるが、少なくとも理論的には中央銀行における準備預金残高の計算方法を工夫することで解決可能な道はあると思われる (6.の(4)参照)。

の調達源泉が国債の場合は金利が支払われ、通貨による場合は利払いが行われないのは不平等であるというのである。政府は債券市場において独占者の立場には無い。むしろ独占的競争者の立場にある。従って、他の債券発行者と十分「競争的」な付利水準を保たざるを得ないのである。⁶⁾

さて、中央銀行における各金融機関の準備預金に付利されるとして、いかなる付利水準が適切だと考えられてきたであろうか。Friedman 自身も付利水準については明確な形でこれにコミットしているわけではないが、一応の目安として短期政府債の平均金利でスタートし、各4半期もしくは半年毎に短期社債の金利変動にあわせて改訂することが考えられるとした (Friedman (1960, P. 75))。こうした準備預金の付利水準に関するこれまでの議論にはいくつかのあいまいな点が残されていることに注意しなければならないだろう。

そのうちの1つは、「市場金利」を付利するという場合何をもって市場金利と呼ぶかということである。文献上よく見受けられる考え方は、他の金融資産を持たずに準備預金を保有しなければならないために生じる機会費用をゼロにするような金利を「市場」金利とするというもの

である。その場合、例えば短期国債やTBの金利を「市場」金利と考えているようである (例えば Hall (1983) 参照)。しかし各金融機関は準備預金も金融資産の1形態と認識している以上、準備預金プロパーの需要関数がある筈である。従って、準備預金の一元的供給が中央銀行の手にゆだねられているとき、市場金利付利というときの市場金利とは、中央銀行が準備預金の総残高として必要だと考える額 (つまり、中央銀行による準備預金の総供給額) を需要させるような金利水準だと言うべきだろう。(例えば ρ を準備預金の付利水準とし、準備預金の需要関数を $D_R(\rho)$ とする。中央銀行が準備預金の総額を $\bar{R}$ にすることを考えているとき、市場金利とは $(1 + \rho) D_R(\rho) = \bar{R}$ を満たす金利水準のことなのである。) 従って、一般的には「市場」金利が準備預金に付利されるとしても貨幣供給量が無限に発散するとは考えられない。

(4) Tobin の預金化通貨

Tobin (1985) は日本銀行金融研究所主催の第2回国際コンファレンス (金融研究第4巻第4号) において「預金化通貨 (Deposited Currency)」案を提示した。実は Tobin の「預

6) 政府は独占的現金通貨の発行権と準備預金の供給権を有しているから、これらに金利を付利しないという議論を散見する。供給独占が付利せずに済ますことを可能にしているのは事実であるが、供給独占故に付利を行わず、民間部門を「搾取」しているというのは的確な議論ではない。仮に造幣による利益 (シーニョレッジ) の最大化が目的でありかつ現金通貨に対する利払いが実務的に可能であるとするならば、中央銀行は通貨需要の利子弾力性の絶対値が1となる水準で付利を行うことも考えられるからである。しかし、この水準の付利が通貨価値の安定を図るために好ましい水準であるかどうかは問題となろう。さらに、現金通貨に関して言えば付利が行われない理由はその実務上の煩雑さ——つまり利払いに伴う取引費用の方が利払い額を超過すること——に求められるべきであろう。ただし、私的現金通貨の中にはインプリシットな利払いが行われていると考えられるものもある。例えば、アメリカン・エクスプレスの発行するドルのトラベラーズ・チェックはバンク・オブ・アメリカのそれと合わせてほとんど市場を二分している。表面的な利払いは行われないが、日本国内ではドル紙幣よりもやすく購入できるうえ、紛失した場合の保険も同時に付与される。従って、ドル紙幣を購入した場合と比較すれば正の実質金利が付利されていると考えられる。

金化通貨」も100%マネーである。以下この預金化通貨案の内容を簡単に紹介し、6. における議論の参考に供することにしたい。

Tobin は現金通貨の不便さを持たない決済手段として「預金化通貨」を提案した。これは決済性を持つ全ての要求払い勘定が中央銀行に100%の支払準備を持つことを要請するもので、その「供給」の方法としては2通りのルートが考えられた。

① 中央銀行に直接個人口座を開設するかあるいは預金化通貨口座開設のため例えば各地の郵便局内に中央銀行の支店を設置して個人口座を開設する。

② 中央銀行と取引のある全ての金融機関の本支店に個人口座を開設する。

このような Tobin の預金化通貨案は、先に見た「銀行改革のシカゴ・プラン」における Currie-Bostrom 方式とほとんど変わらない。特に、Tobin の考える第1の供給ルートは Currie-Bostrom のものと同じである。しかし、100%マネーとしての預金化通貨発行に伴う各金融機関の収益源を確保することについては、シカゴ案と Friedman 案の中間的立場を取っている。つまり、オリジナルなシカゴ案における100%マネーの収益源は全て口座の利用者から徴収するサービス手数料であるのに対し、Friedman 案では中央銀行が所要準備に対して支払う「市場」金利である。Tobin 案はこれら両者の中間を行き、決済システムは公共財であるとの認識から政府（あるいは中央銀行）が補助金を金利の形で支払い、他方通常取引通貨の場合と同様に、ユーザーも決済システム使用料を一部負担することになっている。

具体的には TB の金利にインデックスした低利率の付利水準が提案され、各金融機関の間ではサービスと手数料同様に付利水準においても競争が行われることが想定されている。

また預金化通貨に対する政府の規制としては、100%の所要準備のほか、預金化通貨を供給する金融機関——換言すれば、決済性を持つ個人口座を開設する金融機関——は政府（または中央銀行）の認可を必要とし、かつ全国共通の決済ネットワークへの参加が義務付けられる。

4. プライベート・マネー

本論文で単にプライベート・マネーと言うとき、狭義のプライベート・マネーである私的金融機関によって発行される現金通貨よりもむしろ広義のプライベート・マネー、つまり、決済性を付された金融債務全般を指す。

近年における情報機器や情報技術の飛躍的發展に伴い、ネットワークのエレクトロニクス化を含む振替決済の利便性は急速に高まっている。この結果、現金通貨の有する決済機能を代替するばかりではなく、現金通貨の不便さを持たない——ある意味で現金通貨よりも便利——代替決済手段として振替決済勘定の重要性が認識されて来た。「キャッシュレス化」現象が金融システム、ひいては金融政策上いかなるインプリケーションを持っているかが問われているのである。

現在進行中の IC カード導入によるキャッシュレス化の方向が、中央銀行発行によるこれまでの現金通貨を排除し、真のキャッシュレス社会をもたらすかどうかを直接に問い掛けることは、少なくとも理論的には有益ではない。むしろ、振替決済のみによって全ての取引決済が完了する経済を1つの理念型として想定し、そこでの相対価格体系の決定メカニズムと価値尺度の問題、さらにはこのような経済における金融システムとそこでの公的規制の役割を理解しようとするのが、より有益なプログラムを提供するものと考えられる。

以上のような動機のもとに、法定通貨が存在

しなく、金融機関に対する公的規制も全く存在しない完全自由化の金融経済を最初にしかも最も描写的に議論したのは Black (1970) である。その後、Fama (1980, 1983) や Hall (1980, 1983) は Black 論文に描かれた世界のより明確な議論展開を試みた。この中で一番明快な全体像を与えるのが Fama (1980, 1983) である。

本節では最初に(1)でワルラス体系においてインプリシットに想定される決済システムを明示的に考察し、(2)以下で完全自由化の金融システムに関する Fama の議論の論点を整理する。⁷⁾ 完全自由化の金融システムにかかわる根本的な欠陥については、後続の5.と6.とにおいて明らかにしたい。

(1) ワルラス体系と決済システム

現在では古典的ともいえる Hicks の描写によるケインズ体系においては、周知のように IS 曲線と LM 曲線とによって、財市場における家計及び企業の消費・投資支出に関する意思決定と資産市場におけるポートフォリオについての意思決定とが独立に行われている。換言すれば、貯蓄——富の蓄積——についての意思決定は富をいかなる形態で保有するかという決定とは独立して行われている。これはある意味で金融セクターと実物セクターにおける均衡を切り離して考え、双方の市場における均衡が互いに矛盾の無い時に経済全体は均衡の状態にあると考えることを意味する。

このような経済分析上の考え方は、実務社会

における家計・企業の意思決定の方法と照し合わせ、現実を反映したものであるとは認めにくい側面もあるが、現実に対する一時接近として許容範囲にあると認めてよいだろう。Tobin (1969) が説明する貨幣理論の一般均衡理論的分析も一方で実物経済の均衡を考え、他方で資本・資産勘定を通して表現される資産市場の均衡を取り上げて、これら双方の均衡に矛盾の無いところで経済全体の一般均衡が達成されると考える。

我々もまず実物市場の一般均衡体系（ワルラス体系）を取り上げ、その背後に想定しうる「会計 (accounting)」システムについて明示的に考えておくことにしたい。

Arrow-Debreu-McKenzie 二階堂によるワルラス体系（以下 Arrow-Debreu モデルと略す）では、均衡において財の各構成員への配分と相対価格体系とが決定される。通常、相対価格体系はある特定の財の価値を 1 としたときの価格表示となっており、この特定財を「ニューメレール」とよぶ。ニューメレールは価値尺度（財）とは限らない。この点最近の文献（例えば Fama (1980)）の中には価値尺度の意味でニューメレールという言葉を使用しているものもあるから、Hicks (1967, p. 3) の引用により注意を与えることにしよう。「ニューメレールは貨幣ではない。それは部分貨幣でさえもない。それが取引の当事者によって計算単位 (unit of account) として使われることさえも前提されてはいない。それは、観察者としての立場にあ

7) Black, Fama, Hall らが政府による通貨供給の独占性を完全に否定しているとは受け取れない。この意味で、私的現金通貨の完全競争的供給を主張する最もラディカルな Hayek (1976) や Klein (1974) と異なっている。19世紀に一時ロンドン『エコノミスト』誌の副主筆を務めた高名な社会学者 Spencer (1878, Chapter 24, 432-444) も Hayek, Klein ら同様政府による通貨供給の独占性に反対していた。しかし、Spencer の場合は個人の自由主義の立場からの議論のみであって、この点 Hayek, Klein らのより洗練された議論と異なっている。

る経済学者が、当事者が行っていることを説明する目的のために使用する計算単位以上のものではないのである」。⁸⁾

経済構成員は全て「市場」を相手に実物の売買取引を行うと同時に、「市場」を相手に実物取引に伴う決済を行い取引を完了させる。Arrow-Debreu モデルでは実物市場の一般均衡体系における決済システムが明示的に示されていない。しかしながら、市場取引の在り方から大変ソフィスティケートでかつ効率的な決済システムを前提していると考えざるを得ない。例えば Arrow-Debreu の体系における市場のワーキングの仕方の1つの解釈は次のようになる。

まず家計は、各財の初期保有量（ベクトル）を全て市場に提供し、市場価格評価によるその価値額が各家計の勘定に貸記（credit）される。他方、企業は市場価格体系の下で最適な生産活動を行い、実物取引とそれに伴う決済を市場で遂行する。企業間取引であれば当該企業のそれぞれの勘定が取引内容に応じて貸記もしくは借記（debit）され、企業・家計間取引の決済も同様に行われる。例えば、家計が企業に生産要素（労働）を提供する場合であれば、要素報酬が家計の勘定に貸記されると同時に企業の勘定に借記されることになる。この結果企業勘定の貸記額が借記額を超過するならば、残余额は企業から家計への利潤分配として、各家計が企業を所有する割合に応じて家計勘定に貸記され、その総額が企業勘定に借記される。

家計にとっては以上のように自己の所有する初期保有量の市場評価額、企業への労働提供に

対する報酬、企業からの利潤分配額、これらの総計が市場における自己勘定に貸記されており、この金額を超過しない額の財の購入を市場から行うのである。

ワルラス均衡では市場における各財の需給はバランスし、各構成員の勘定も全てゼロとなるのである。市場取引開始前にはどの構成員も市場との貸借関係は持っておらず、市場取引終了後も同様である。取引が「開始」してから「終了」するまでの間に市場の会計システムにおいて「信用」がある程度累積しているとも見ても可能である。しかし取引が完了する市場の均衡時においては、各経済構成員の勘定はゼロ・バランスになっているのである。

このような決済システムにおいては、実物取引によって生じる債権・債務を表現し、ついでその債権・債務を当該取引主体の勘定への貸記・借記によって清算するために、統一された計算単位もしくは会計単位（unit of account）⁹⁾を必要とする。もちろん、ある特定の会計単位とか計算単位が統一的に使用されるということは「ニューメレール」が果たす役割以上のものを前提とする。しかしながら、一般に、会計単位や計算単位は交換の目的物となる必要もなければ、支払媒体となる必要すらないのである。従って、この種の「高度な」決済システムにおいては他に価値基準（unit of value）となるものが存在しない限り、絶対価格未決定というヴィクセル現象が生じるのである。

(2) 完全自由化の下での金融システム

実物市場を表現する Arrow-Debreu モデルに

8) 江沢・鬼木訳『貨幣理論』東洋経済新報社、p. 4。

9) 通常、文献では unit of account を「計算単位」とよぶが、本論文においては会計単位と言ったほうがよりの確な場合もあるため、この両者を適宜用いることにしたい。

においてインプリシットに想定されていると考えられる高度な決済システムを明示的に描写したところで、次に完全自由化の状態にある金融システムを以下のような形で Fama (1980) の論文に即して考えてみることにしよう。

論議の焦点は、金融システムあるいは金融機関の行動が実物市場における価格体系やそこで実現される（資源）配分にいかなる影響を及ぼすかにあるから、財市場における均衡価格体系と均衡配分とを所与として議論を進める。また、法定通貨の存在を前提としないで議論を展開するためにヴィクセル的現象が生じないよう、社会的に価値尺度あるいは価値基準と見なされている財が存在することを前提し、それを計算・会計単位として財市場における均衡価格体系が表示されているものとする。¹⁰⁾

金融機関に対する公的規制が全く存在しない場合を最初に取り上げる。

さて、一般に金融機関は家計や企業さらには政府機関や他の金融機関を対象に金融的債権・債務に係わる取引を行う経済主体である。金融取引において発生する債務証書は、通常、金融手段とか金融商品と呼ばれる。その発行者の立場からすればそれは金融負債であり、資金提供者の立場からすればそれは金融資産である。これらの金融資産は機能的に2つの側面を有する。1つは投資勘定 (investment account) であり、もう1つは決済勘定 (transactions

account) という側面である。そこで金融機関の役割を、金融取引に介在する金融資産の機能的側面から理解するとすれば、その基本的役割としては、①投資ポートフォリオの管理と、②取引に伴う決済サービス（会計ネットワーク・システム）の提供、の2つを挙げなければならない。

まず第1のポートフォリオ管理者として、「銀行」を考えたとき、金融機関に対する規制が全く存在しなければ、Tobin (1963) が既に主張しているように、銀行とその他の金融機関におけるポートフォリオ管理者としての性格や立場上の違いは見られない。従って、あるポートフォリオ資産に対して発行される銀行の預金も、同種のポートフォリオ資産に対して発行される他の金融機関の金融債務も、その基本的性格上の相違点は存在しない。¹¹⁾ 銀行を含む全ての金融機関が発行する金融債務間の相違は、各金融債務が前提とするポートフォリオ資産の中味の違いにのみ帰着するのである。このように銀行預金は一般にポートフォリオ資産に対応するものであるが、ポートフォリオ資産がキャピタル・ロスまたはゲインを伴うものであるからと言って、銀行がリスク・フリー預金を発行出来ない訳ではない。1つのポートフォリオ資産に対して、リスク・フリー預金とキャピタル・ロスもしくはゲインを伴うリスク負担預金を発行するか、あるいは株主にリスクを移転することでも

10) ここでは価値尺度財がワルラスの言う「ニューメレール」となっている。Fama (1980) は「ニューメレール」を価値尺度を与え計算単位を提供する財という意味で使用しているが、先の Hicks からの引用でも明らかなようにワルラス本来の用法から見れば正しい使用方法ではない。

11) 金融機関は家計・企業等から調達した資金をいろいろな形態で運用し、それが金融機関の保有する各種資産の構成を定めることになる。さらに調達資金の種類によってその運用形態は一般に異なる。そこでここでは、各種資産の混在した一運用形態を1つのポートフォリオとみなし、これを簡略化して「ポートフォリオ資産」と呼ぶことにする。金融機関は一般に複数のポートフォリオ資産、つまりポートフォリオ資産のポートフォリオを保有していると考えられる。

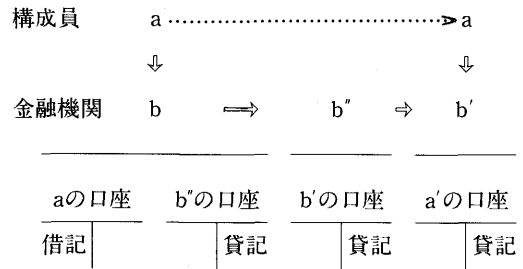
きる。

次に、第2の決済サービスの提供者としての金融機関を考えよう。

Arrow-Debreu の実物市場体系において暗黙裡に想定されているとした「会計」システム (accounting system) は、(1)で取り上げたように市場機能の中に組み込まれたものである。ところが、財市場の取引における各経済主体の競争の結果は、各財に対する需要・供給を通し市場取引として明示化されているが、金融的債権・債務間の取引は明示的には組み込まれていない。

そこで、決済サービス提供者としての金融機関の役割を考えるに当たり、純粋な会計システムにおける振替決済が金融取引の実行を意味するものとしよう。但し、金融機関は多数存在し、完全競争の状態にあることを前提とする。政府機関発行による現金通貨のような有形の交換媒体を用いた一連の取引に代わり、全ての取引が「帳簿」もしくはコンピューター・オン・ライン・システムにおける一連の貸記・借記の記入により実行される世界を考えるのである。

例えば、ある経済構成員 a から他の構成員 a' に価値尺度財 x 単位相当の金融資産が「送金」されるとする。 a の口座が金融機関 b に、 a' の口座が金融機関 b' にあれば、究極的には b' における a' の口座が x 単位貸記され、 b における a の口座が x 単位借記される。一般に金融機関 b と b' とが互いの口座を持ち合っているとは限らないから、その場合 b と b' との振替決済プロセスの中に少なくとももう1つの金融機関 b'' が介在することになる。従って、金融機関 b と b' は金融機関 b'' を介して一連の会計操作で結ばれ、構成員 a と a' との間の決済取引が完了すると考える (次図参照)。



では、このような会計システムが先の Arrow-Debreu 型財市場の決済システムとして機能するためには、それがどのように実物市場に接続されていると考えればよいだろうか。

実物市場においては、誰から購入するかは一切問題となることはなく、何を市場から購入するかが重要なのである。(1)で考えた決済システムでは、実物市場の取引とそれに伴う決済取引とが同時に市場において完了し、実物取引同様決済取引も経済構成員の対市場取引として遂行される。これに反しここで考えている会計システムには個々の金融機関が明示的に介在してくるため、実物取引の方は対市場取引と考えるのに対し、それに伴う決済取引では決済当事者が明示的にならねばならない。そこで、実物取引に伴って生じる決済取引の当事者を明示するのは市場 (=オークションアー) であると仮定しよう。例えば、経済構成員がある財を市場で購入しようという場合、決済相手が誰であるかは市場が明示し、その指示に従って決済が完了すると同時に実物取引も市場で完了するものと考えるのである。

さらに、実物市場取引の中にインプリットに組み込まれた(1)の会計システムとの根本的相違点は、ここでの一連の会計操作の裏にそれに対応した一連の金融市場取引がアクティベートされていると考えざるを得ない点にある。

(1)の場合、市場における会計システムは、単なる取引の清算の場としての会計システムであり、金融機関が提供する「預金」口座のように、

あるポートフォリオを基礎に発行された金融債務の口座から成り立っている訳ではない。

これに対し個別金融機関における個々の「預金」口座は証券のポートフォリオを基礎としている以上、上のような一連の会計操作が可能であるためには、それに伴う証券の売買が金融市場で可能でなければならない。従って究極的には、実物市場の均衡をもたらすような市場取引によって引き起こされる各金融機関の各種証券の需給がバランスすれば、一連の会計操作が可能になるものと解釈できる。先の図では、金融機関 b'' が b の証券を購入し b'' 自身の証券を同額 b' に売却、 b' は b'' の証券を購入し b'' 自身の証券を同額 a' に売却、という金融市場における取引を想定することになる。この例では証券の購入・売却の額はいずれも価値尺度財 x 単位相当額である。

さて、以上のような会計操作がいかなる経済構成員の間においても可能であるには、金融市場が存在し、そこでの取引が自由に行われるだけでは不十分である。ここでは金融市場が完全競争的である場合の議論を進めているから、各金融機関が提供する「預金」もしくは「金融商品」の基盤となっているポートフォリオの組み方について独占的要素が入り込む余地は全くない。その意味でどの金融機関も自由に「金融商品」を設定できる状況にあるから、完全代替となる金融商品が存在することを前提してよい。

しかし会計システム全体（＝決済ネットワーク）として、任意の2金融機関を結ぶ資金の流れが可能であるという保障が、金融市場における完全競争性から生まれる必然性は全くない（注：法定通貨の存在しない経済制度を考えていることを想起されたい）。異なる任意の2金融機関を結ぶネットワークが存在してしまえば、つまり、各種の完全代替的金融商品のオーバーラップによって資金の流れが可能になれ

ば、経済全体としてネットワークを支える経済基盤は充分に存在しうる。それにもかかわらず個々の金融機関にとっては充分な経済的誘因を見出し得ないかも知れない。これは決済ネットワークにかかわる一種の外部性の問題である。経済全体の決済ネットワークにこの種の外部性が存在するということは、政府機関が決済ネットワークを積極的に確保すべき1つの重要な理由を与えるものである。以下本節では経済全体の会計システムが今議論した意味における完全な決済ネットワークを構成しているものと仮定する。

純粋な会計システムが決済のネットワーク・サービスを提供するようなプライベート・マネーの世界において、上記の議論は価値尺度財が存在することに根本的に依存している。では、プライベート・マネーとしての「預金」や「金融商品」は価値基準となりうるであろうか。もしそうだとすれば、社会的に価値尺度財とみなされる財が存在しなくともプライベート・マネー自体がその役割を果たすことを期待できるであろう。しかし、「預金」や「金融商品」は異なるポートフォリオ資産に対応して発行されるものであり、その結果プライベート・マネー全体は同質ではない——完全代替的な「預金」もしくは「金融商品」のみが同質とみなされてよい——。同質性を有しないが故にプライベート・マネーとしての「預金」や「金融商品」は価値基準として機能し得ない。

しかも、ここでプライベート・マネーが価値基準として機能し得ない理由は、2. でみたような Friedman、Johnson、Pesek、Saving 等が強調する理由とも異なっている。彼等は狭義のプライベート・マネー——私的現金通貨——が価値基準となり得ない理由として、完全競争により私的現金通貨の価値がゼロに近くなるまで低下することを第1に挙げるのである。

プライベート・マネーが価値基準として機能することの難点で Fama が指摘するのは上の通りであるが、私的現金通貨と同様な問題を決済勘定も持っていることに注意しなければならない。完全競争により決済勘定のオーバー・ドラフト金利がゼロ近くまで低下する可能性を認めざるを得ないからである。¹²⁾

ところで、社会全般に認められた経済取引上の価値基準・価値尺度が確立していないとしても、完全競争的金融市場における金融機関の取引は、それぞれのポートフォリオ資産の相対的価格を決定する筈である。その結果、実務上はあたかも同質の価値基準が存在するかのように取り扱うことはできないだろうか。この疑問に対しても答えは否定的である。完全競争の各種資産市場の均衡における相対価格体系は何らかのニューメレールによって表現されうるが、この事実は経済全体の統一的価値尺度として、ある特定の金融資産を用いるとの社会的合意の形成を意味しないからである。それは現実の世界経済においてドルや円など各国通貨の為替レートは市場において決定しているのに、世界共通の価値尺度が自然発生的に生まれないのと同じである。

以上で、Arrow-Debreu 型の実物経済モデルに振替決済が相互に可能な会計システムを持つ完全競争的金融機関のモデルが接続された。このようなモデルにおいて、金融セクターの活動は実物市場における相対価格決定メカニズムに何らかの影響を与えるであろうか。この問題を次に考えてみよう。

Arrow-Debreu モデルに金融セクターを接続したとき、各金融機関の活動が財市場の相対価

格に影響を及ぼすルートを持ち得るかどうかの問題となる。これに対する Fama の考え方は次のようになる。

金融機関が果たす、2つの役割のうち、決済サービスの提供はその不確実性が完全に排除されていれば基本的に実物市場における財の需要・供給に影響を与えることはない。従って、財市場の相対価格体系に何らかの摩擦を持ち込むとは考えられない。他方、ポートフォリオ管理サービスについては、金融機関が実物投資に関する企業の意思決定とその資金調達を仲介するセンターとして重要な経済的役割を担うことを認めなければならない。しかし、問題は種々のポートフォリオの管理を通じて表明される金融機関全体の集約的意思決定が、家計や企業の実物市場における需給に影響を及ぼし得るかどうかである。全ての経済構成員が金融市場において同等の立場で取引に参加できればもちろんのこと、たとえ金融市場への参加（アクセス）に制約が存在する場合でも、各金融機関の持つポートフォリオ資産の完全代替財が存在するときは、ポートフォリオ管理に関する金融機関の総体的意思決定は経済構成員の実物的活動と実物市場における相対価格体系とに影響を及ぼしえない——これは Modigliani-Miller 定理 (Fama (1978) 参照) の主張である。従って、金融機関のポートフォリオ管理者としての役割も実物市場において決定される相対価格体系に影響を与えないとしている。

以上のような Fama 等の議論は、金融市場における中央銀行の政策が有効でありうるのは金融機関に対する公的規制が存在するからであるとする Wallace (1983) の「法的制約論」(Legal

12) このパラグラフにおける議論も 2. において解説した議論、つまり完全競争的に供給される現金通貨の市場価値はゼロに近いという議論と同様である。

Restrictions Theory)」的見方と共通の基盤に立つものである。

(3) 規制の導入と金融システム

さて、(2)で取り上げた完全に自由な金融システムに典型的公的規制を導入すれば、いかなる効果と変容が(2)におけるシステムのワーキングに対し予想されるであろうか、この問題を次に考えてみたい。ここで考察する典型的規制とは支払準備率規制と預金の金利規制である。

① 支払準備率規制（所要準備）

(2)の経済体系において、決済システムにアクセスを持つ全ての金融機関が支払準備率規制の対象になったとする。これによる直接的影響は、決済性金融資産（＝「預金」）を保持することに機会費用を発生させ、その意味で課税効果が生まれることである。支払準備率規制導入による第2の影響は、「預金」の機会費用発生に起因し間接的効果が生まれることである。各金融機関にとって決済性「預金」を提供することは他の金融資産を提供する場合と比較し、追加的機会費用を要するため、決済の会計システムを提供する金融機関（＝銀行）とこれを提供しない金融機関（＝ノン・バンク）との差別化が生まれてくる（この議論はもちろんすべての金融機関が「銀行」となってしまう状況が発生することを排除しているわけではない）。

これに対し支払準備率規制導入の影響を全く受けないのは、①決済ネットワークの基本的メカニズム、②ポートフォリオ資産に対応して発行されるという預金の性格、③実物市場における相対価格体系、である。決済ネットワークの支払メカニズムにおいて影響を受ける部分は、決済が行われると同時になされる当該金融機関の準備預金の調整であるが、基本的支払メカニズムの変化は生じない。以

上が支払準備率規制導入の影響に関するFamaの議論であり、この議論に問題となるような点は見いだせない。

さて、ここで支払準備率の課税効果について補足的議論を与えることにしたい。通常この効果については、実物市場における標準的ミクロ分析を援用し、消費者・生産者余剰に絶対的損失（deadweight loss）を発生させるため、資源配分上の効率性の観点から好ましくないとする議論が多い。しかしながらこのような議論は、極度に部分均衡論的過ぎるように見える。3つの点に注意を喚起しておきたい。

第1は、消費者余剰の標準的議論が妥当するのは、実物財のようにそれに対する需要の全てが、その消費によって得られる消費者個人の効用に係わっている場合である。しかし、決済性預金に対する需要の多くの部分は「取引需要」であり、その意味で経済主体の選好（効用）に直接的係わりを持つものではない。従って消費者余剰の議論を通常の形のままで用いることは許されない。

第2は、ある特定の市場における課税効果といえどもその他全ての市場における課税効果と相対的に比較されなければならない点である。例えば、大型間接税が決済性預金を除く全ての金融資産と実物財に対して導入されるような場合、決済性預金についての課税効果が本来競争市場において実現されるような相対価格体系を生み出すとすれば、この課税効果は資源配分の効率性という観点からは好ましいということになるのである。

第3は、政府が中央銀行を通して吸い上げるシーニョレッジ（「造幣の利益」）の形の税金徴収方式の方が、その他の徴税方式よりも好ましいとする議論もありうる。特に、中央銀行の必要性を前提とするならば、その運営

に必要なコストを所得税もしくは他の財に対する間接税によって賄うよりも、受益者負担原則の視点から金融業へのインプリシットな課税によって賄う方が好ましい方式であるといえるかも知れない。¹³⁾

② 預金金利規制

次に、支払準備率の規制に加えて預金の金利規制が「完全」な形で行われるケースを考えてみよう。つまり、預金額と利払い額の双方についてキャピタル・ゲインやロスが発生することを全く許さず、価値尺度財で測った預金の価値が一定の水準に固定される場合である。

完全な金利規制の直接的効果は預金が一リスク・フリーになることである。従って、預金と同程度のリスクを持っている非預金型ポートフォリオ資産とは完全代替性を持たなくなる。

預金を提供する銀行は、そのポートフォリオをリスク・フリーな証券のみに限定するか、さもなければポートフォリオの市場価値額変動の全てを株主に吸収させることになる。

る。

以上のような金融システムにおける金融機関の姿は、価値尺度財の存在が仮定されている点を除いて、現実の商業銀行に近い形になっているといえる。ここでもし、銀行の株主に対する配当金支払い額の実質的規制も行われるようになれば、銀行のポートフォリオに関する規制も発生してしまうことになる。

預金の金利規制自体は、手数料のディスカウント、集金等の訪問サービス、銀行内でのサービスの向上、景品の提供等の非価格（＝金利）競争を生み、インプリシットな実質金利は規制金利をかなり上回る可能性がある（1970年代前半に米国ではこのようなインプリシット金利が3～5%あったとの試算が報告されている）。¹⁴⁾ しかしより重要な点は、金融資産の需要者の立場から見れば、預金金利規制により証券としての預金の性格に基本的な1つの変化が生じることにあろう。それは言わば「金利付き証券」を「金利＋サービス付き証券」に変化させるのである。

同種の影響は銀行のポートフォリオ管理面

13) 最近、都銀関係者の中には、ICカードの今後の発展とともに予想されるキャッシュレス化が進めば、私的金融機関によるプライベートな決済システムの運営から大きな収益が期待されるとし、プライベート・マネーの重要性を強調している人達がいる（上田（1985）参照）。もちろん、取引上効率的な決済システムが整備されることは重要である。しかしながら、決済システム提供に関する完全競争状態が実現しない限り、決済システムが完全に私的な形で運営されることは好ましくない。それは明らかに一種の「シーニョレッジ」が私的金融機関によって吸収されることを意味するからである。すでに3.において指摘したように決済システムは公共財的側面を有し、決済システムの信認の度合いが深まれば深まるほど決済システムの有用性は高まる。これはまた規模に関する収穫通増が強く働くことを意味し、自然発生的不完全競争状態を内生的には阻止できない。市場における完全競争状態が実現しなければ、決済口座には「市場金利」よりも低い水準の金利が付利されるか、あるいは全く付利が行われないことも考えられる。このような状態では、シーニョレッジが私的金融機関によって徴収されているに等しいといえる。

ではシーニョレッジが政府によって徴収されるべき理由は何であろうか。それは本文で示した「中央銀行運営のための課税」という理由の他、さらに根本的な理由として、決済・通貨システムにとっては安定的な政治・社会体制がその前提となり、しかもそれが公共財的性格を有することから、決済・通貨システムを提供することによる収益の全てを私的金融機関が投入した要素への報酬に帰すべきではないという点を指摘できよう。

14) 日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』（1986, P. 74）参照。

にも現われる。ノンバンク金融機関が「金利」払いを目的とするポートフォリオ管理を行うのに対し、銀行は「金利＋サービス」払いを目的とするポートフォリオ管理を行うようになる。この結果金融機関の差別化がさらに深化していくことになる。

しかしながら、先の支払準備率についての規制と同様に、実物市場及び財の相対価格体系には直接的な影響は与えないものと Fama は考える。

さて、本節では完全に自由化された金融業への支払準備率の規制と預金金利規制の導入効果に関する Fama の見解を見てきた。以上の議論から逆に規制下に置かれた金融機関の自由化について学ぶものがあるだろう。

第 1 の支払準備率の規制については、それを自由化する積極的理由は示されなかった。準備預金の意義についてはさらに 6. において議論を続けることにしたい。

第 2 の金利規制については、それが金利付き証券と金利＋サービス付き証券への分化をもたらすことを見た。金融機関の提供する商品が差別化されるという点で評価の余地はある。しかし本質的には、市場で要請される商品の差別化は、自由な市場で自然発生的に生み出される筈である。さらに、社会全体の所得分配と所得水準の変化が金融資産需要の金利交差弾力性を高める方向に作用しているとき、預金金利規制は金利付き証券を発行する金融機関を優遇し、金利＋サービス付き証券のみを発行する金融機関の発展を阻害することになり、金融業全体の産業政策として好ましいものとは言えないだろう。

5. 計算・会計単位の問題

(1) 通貨の名目的計算単位の導入について

前節の(2)以来、価値基準と認められた財（＝

価値尺度財）が存在することを前提として議論が進められた。従って、計算・会計単位も当然のことながら価値尺度財の単位だと考えられていたのである。本節では価値尺度財の存在を前提としない場合でも前節で取り上げたプライベート・マネー（＝決済勘定）のみからなる金融システムに名目的通貨単位を導入しようという Fama (1980) と Hall (1982) の議論を検討してみることにしたい。まず(1)では Fama の議論を取り上げ、(2)では Hall の議論を取り上げる。

今、純粹に名目的な会計単位を人為的に導入することを考えるとき、政府が単に名目的会計単位を発表するだけではこの目的にとって充分ではないだろう。会計単位の実物的価値が明確でなければならないからである。ではいかなる方法によって名目的会計単位の価値設定を行うのだろうか。名目的会計単位の価値を確定するには、名目的会計単位で表現された実体に対する市場における評価（valuation）が必要となるであろう。そこで名目的会計単位を具現化する 2 種類の方法が考えられる。1 つは政府による不換通貨の発行であり、いま 1 つは中央銀行に金融機関の勘定を設定し名目的会計単位で表現する方法、つまり準備預金の設定による方法である。これらの実体が市場におけるバリュエーションを受けるには、それらに対する需要が発生しなければならない。

まず第 1 の通貨発行により会計単位を導入する方法では、政府もしくは中央銀行が有形の交換媒体である無利子の不換通貨を一元的に発行し、中央銀行が金融機関を通じてプライベート・セクターに現金通貨を供給することになる。従って、名目的会計単位の導入過程において金融機関が果たす役割は、保有する預金あるいは証券と交換に中央銀行から現金通貨の供給を受け、民間部門の現金通貨需要に対応するこ

とのみである。

名目的会計単位で表示された不換現金通貨が供給されるとき、この会計単位に実質の意味を持たせるには、名目的財としての不換通貨に対する実質需要と中央銀行による名目的供給量とが確定すればよい。このとき、名目的会計単位で測られた財の価格が決定されうることになる。

そこで、法定の不換現金通貨に対する実質需要が問題となる。不換通貨の実質需要に影響を与える要因としては、①通貨の機会費用、②通貨が他の決済媒体と比較して優位性を持つような実質取引の総量、③そのような取引を通貨を用いずに行うときの最少の実質費用、④リスクおよび流動性の点で現金通貨に最も近い安全金融資産と現金通貨の間の金融資産としての代替性の程度、を挙げることができる。①の通貨の機会費用は、通貨の実質需要に対しマイナスの要因として作用する。②の要因はさらに次の2点に依存する。第1は、通貨以外の決済媒体が支払決済に使用される際の取引費用の大きさであり、第2は、取引当事者以外の第三者に対し通貨以外の決済媒体の使用自体が付随的にもたらす情報の漏えいの大きさである。第1の点についていえば、決済勘定を使用することに伴う限界費用は通常ゼロに近いが、決済システムの巨大化に付随して非常に小さい確率で大きい取引費用の発生するリスクが生じる。こうしたシステム・リスクの発生に対処しようとする制度作りが進行すれば、取引に伴う限界費用はほとんどゼロとなり、現金通貨が比較優位を持つ実質取引の量は減少せざるを得ないだろう。第2の決済媒体の使用に伴う第三者への付随的情報の漏えいについていえば、取引に関する情報の機密性が重要である取引主体にとってはマイナスの要因として働き、この側面における現金通貨の優位性は消失しないであろう。第2の側面

に係わる実質取引量の規模については少なくとも公的にはその調査が困難であり、予測は難しい。要因の③についても、②の第1の側面に係わる理由と同様に、現金通貨の優位性は低下せざるを得ないだろう。要因の④については、もし決済性勘定が完全にリスク・フリーな形で運用され、かつ、ある程度の金利付利が行われるとすれば、金融資産としても決済性勘定の方が選好される可能性が強くなる。

現金通貨の需要を支える4つの要因を以上のように考察してみると、決済性勘定が完全にリスク・フリーな形で運用されかつ付利が行われる状況を予測されうる限りにおいて、現金通貨に対する需要は主として要因②の第2の側面、つまり、他の決済媒体を使用することによって生じる取引情報の漏えいを防ぐ目的から来ることになる。取引情報の漏えいを防ごうとする商取引の全てが「アンダー・グラウンド」的商取引でないとしても、この種の取引を支えることを主たる目的として中央銀行が現金通貨の供給を続けることは許されないだろう。

そこでより重要な意義を持ってくるのは、中央銀行における準備預金需要を媒介とした名目的会計単位の導入方法である。所要準備を介した名目的会計単位の導入方法も原理的には現金通貨の供給を介して導入する方法と変わらない。唯一の相違点は、所要準備の場合準備預金に対する需要が公的規制によって作られたものであるのに対し、現金通貨に対する需要は民間部門の自発的な需要である点である。

不換現金通貨、所要準備、いずれを用いた名目的会計単位の実質価値確定のプロセスであれ、名目的単位の実質価値は需要関数から独立ではない。従って、現金通貨や準備預金に対する需要関数がシフトしやすい状況下では、名目的会計単位の実質価値を安定化させる方法が考案されなければならない。Hall (1982) は通貨

価値の安定をもたらすような名目的会計単位の導入を提案した。この提案の内容を次に説明することにしよう。

(2) 名目的計算単位の操作による物価コントロール

Hall (1982) は Fisher (1920) の考え方に基づき、次のような形で通貨の名目的計算単位を定めることを提唱した。基本的アイデアは Fisher 以前の「計表本位」(a Tabular Standard)¹⁵⁾ に見られるものと同系統である。

導入を意図された名目的会計・計算単位を「ドル (\$)」と呼ぶことにしよう。アイデアは計算単位を財の組み合わせ (= 財ベクトル) によって定義することにある。つまり、基本的 1 計算単位、\$1、をある一定の財ベクトル $m = (m^1, \dots, m^l) \in R^l$ と定めるのである。

例えば Hall (1982) の場合、計算単位を定義する財ベクトル m は硝酸アンモニウム (ammonium nitrate)、銅 (copper)、アルミニウム (aluminum)、合板 (plywood) のある数量からなっている。これらの財の頭文字を取り、Hall が計算単位の定義に用いた財ベクトル m

は ANCAP と呼ばれる。彼が ANCAP を取り上げた理由は、彼自身の行った実証分析の結果から、ANCAP がほぼ消費者物価指数 (CPI) と同様な動きをすることを確認したからである。

今、AN、C、A、P をそれぞれ順番に $m^1, \dots, m^4$ とすれば、彼は 1967 年の価格でこれらの財の数量をそれぞれ \$0.33, \$0.12, \$0.36, \$0.19 相当の数量としている。つまり、 $p^1, \dots, p^4$ をそれぞれ 1967 年のこれらの財の価格とし、 $m = (m^1, \dots, m^4, 0, \dots, 0)$ とすれば、 $m^1 = 0.33/p^1$, $m^2 = 0.12/p^2$, $m^3 = 0.36/p^3$, $m^4 = 0.19/p^4$ ということになる。

また Fisher (1920) の場合、彼は CPI と同じウェイトを持つ財の組み合わせを指定し、\$1 を小麦 1/40 ブッシェル、雄牛 1/4 ポンド、肉 1/4 ポンド、石炭 15 ポンド、小麦粉 1/200 バレル、砂糖 1/2 ポンド、等々と定めた。つまり、これらの順に $m^1, m^2, \dots$ となっているとすれば、 $m = (1/40, 1/4, 1/4, 15, 1/200, 1/2, \dots)$ と定めたのである。

さて次に、通貨の名目的会計・計算単位を財ベクトル m を用いて定義することの意味を考えてみよう。

15) 価値の計表本位 (a Tabular Standard of Value) とは、特定の複数財のある数量の組み合わせ (= 財ベクトル) を用いて通貨価値の変動を測定し、通貨価値の変動分だけ通貨単位表示の債務額を修正した上で支払いを行うことを義務付けるものである。文献の中で計表本位に関する考え方の説明が最初に現われるのは Lowe (1823, pp. 331-335) の著書である。彼が特定の複数財の、ある一定量の組み合わせを "a Table of Reference" と呼んだことに "a Tabular Standard" の呼称が由来すると考えられる。歴史的には既に米国が英国の植民地であった 18 世紀に、マサチューセッツ湾植民地において、計表本位の考え方に基づく債務履行の方式が一部採用されていた (W. C. Fisher (1913) 参照)。計表本位に関する学説史的説明については Jevons (1885, Chapter 25) と I. Fisher (1934) とを参照されたい。

計表本位を定める財ベクトルを合成財とみなしうるが、これと「合成財本位」(a Composite Commodity Standard) とは異なっている。合成財本位の下では通貨単位自体が合成財のある特定量で定義されると同時に、通貨と合成財との兌換が保証されていなければならない。計表本位の場合は通貨と合成財との兌換は保証されなくてよい。また、本文で解説する Hall の金融システムと計表本位との相違点は、計表本位下では通貨単位 (あるいは会計・計算単位) 自体が特定の財ベクトルで定義される必要はないこと、つまり、計算単位と計表に表われる財ベクトルとが直接に結び付けられてはいないことにある。

第1に、(1)で見たような名目的会計単位に対する実質需要を生み出すような方法が取られない限り、純粋に名目的な単位の確定には実物市場で取引の対象となる財の単位を用いざるを得ないであろう。

第2に、通貨価値の安定を実現することが1つの政策的目標だとすれば、通貨の「価値」それ自体を測る価値基準を通貨の計算単位とすることが便利であろう。通貨価値の価値基準は物価指数だから、結局、物価指数を計算するときの基礎となる財の組み合わせ（財ベクトル）そのものが名目的会計単位の定義に用いられることになるのである。

先の\$1を m とするという定義からは m について2通りの解釈が可能である。つまり、①財ベクトル m 自体を会計単位とみる解釈と、あくまで②「ドル」を会計単位とみる解釈である。しかし、下の説明のように通貨価値安定のためには一定のルールにしたがって\$1と m の関係を変化させる必要があるため、我々は②の解釈を採りたい。

以上のような純粋に名目的な会計・計算単位の定義に矛盾はないのだろうか。定義のコンシステンシーについて少し触れておくことにしたい。

例えば1万円を財ベクトル m と定義したとする。このとき、1万円を計算単位として表示した各財の価格体系が価格ベクトル $q = (q^1, \dots, q^\ell)$ であれば、当然問題となるのは、 $m = (m^1, \dots, m^\ell)$ を通常の財ベクトルとみなしたとき m の q による市場評価額が1(万円)となるかどうかである。1とならなければ会計単位の定義に矛盾があることになるであろう。つまり、財ベクトルとみなした $m = (m^1, \dots, m^\ell)$ は、第1財が m^1 単位、第2財が m^2 単位、…、第 ℓ 財が m^ℓ 単位からなる。名目的会計単位の定義から m に含まれる第1財の市場評価額は

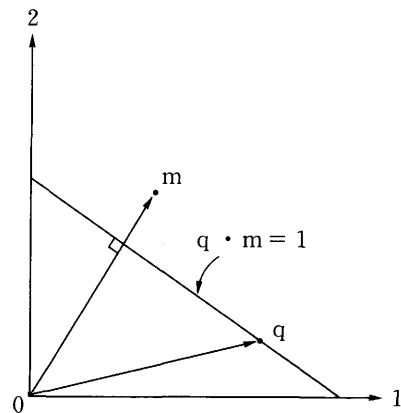
$q^1 m^1$ 、第2財は $q^2 m^2$ 、…、第 ℓ 財は $q^\ell m^\ell$ 、の財ベクトルで表現される。

$$q^1 m^1 + q^2 m^2 + \dots + q^\ell m^\ell \\ = \left(\sum_{j=1}^{\ell} q^j m^j \right) m$$

で、これは財ベクトル m の価格体系 q による評価額を各財の単位にひきなおして表現したものであるから

$$\sum_{j=1}^{\ell} q^j m^j (= q \cdot m) = 1$$

となっていなければ矛盾が生ずる。しかし、実物市場においては相対価格体系のみが決定されるから、1万円を財ベクトル m と定義することは、財市場の相対価格体系が $q \cdot m = 1$ を満たす価格ベクトル q に正規化されて表示されていることを意味する。従って定義としてはコンシステントである（下図参照）。

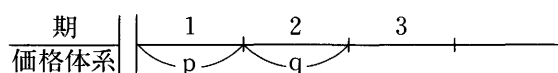


($q \cdot m = 1$ を満たす直線上の価格ベクトルに限定される)

こうした純粋に名目的な会計単位が導入されるとき Hall や Fisher が提案する物価の調整方法は、基本的1会計単位、\$1、を定める m のスケールの変更を一定期間毎に一定のルールに基づいて行うことである。

例えば、Fisher のルールは、毎月以下のようなルールに基づいて財ベクトル m の通貨単

位（ドル価格）を調整する——物価水準がCPIのターゲット水準から $t\%$ 乖離しているときは、1 会計単位を $(1 - \frac{t}{100})m$ と再定義する。換言すれば m の「ドル」価格を $-t\%$ 変化させる。1 ドルで常に財ベクトル m を購入できるようにドル単位の定義を変更するのである。今、第1期に1ドルが財ベクトル $m = (m^1, \dots, m^\ell)$ で定義され、第1期の価格体系 p はこの定義と矛盾のないものだったとする。つまり、 $p \cdot m = p^1 m^1 + \dots + p^\ell m^\ell = 1$ である。第2期に価格体系が $q = (q^1, \dots, q^\ell)$ に変化し、その結果



$$q \cdot m (= q^1 m^1 + \dots + q^\ell m^\ell) \\ = (1 + \frac{t}{100}) p \cdot m$$

になった（つまり、物価水準が $t\%$ 上昇した）とすれば、 m を $(1/(1 + \frac{t}{100}))$ ドルとすることにより、言い換えれば1ドルを $(1 + \frac{t}{100})m$ と再定義することにより、 $q^1 m^1 + \dots + q^\ell m^\ell$ の価値額は再び1ドルとなる。このことは m の市場価値額の調整が従来の「貨幣供給量」のコントロールの役割を担うことを意味している。従って、このような調整を保証するメカニズムが経済システムに存在するとすれば、「貨幣量」ターゲットの範囲やベース・マネーの供給量にとらわれる必要性は全くなくなるのである。このとき、 m の「通貨」価値を調整できるということは、実質的には実物市場における調整をも一般には意味し、実物市場の均衡にも価格体系と数量の双方から影響を与えることにならなければならない。例えば、フィリップス曲

線のような物価上昇と失業率との間のトレード・オフが存在すれば、 m の「通貨」価値の調整によるデysinフレは失業や産出量の減少を伴うことにならなければならない。こうした調整が可能だと主張するのがHallである。

Hall の提案する Fisher ルールのねらいは明確であるが、以上の議論には基本的な欠落部分がある。それは、①先に指摘した名目的通貨単位の定義のコンシステンシーを保証するメカニズムが金融システム内に存在するかどうか明らかにされていないこと、さらに、②通貨単位の調整がいかなるメカニズムによって実物市場の均衡体系に影響を与えて行くのかが明示化されていないこと、の2点である。

6. ベース・マネーとプライベート・マネーの結合形態からみた通貨システム

(1) ベース・マネーとプライベート・マネーの構成形態

以上で100%マネーの古典的ロジックに始まりプライベート・マネーの世界に関するFamaやHallの代表的見解に至るまで詳細な解説を与え検討を加えた。これらの議論から今後の通貨システムが進むべき方向を探るために、本節では3.から5.に至る議論をもとに、中央銀行が供給するベース・マネーと私的金融機関のプライベート・マネーとの結合形態に関する可能な諸形式を分類することから始めたい。

まずベース・マネーの構成要素を3類型に分類する。¹⁶⁾

A型——ベース・マネーは準備預金のみ

B型——ベース・マネーは準備預金と準備

16) 概念的により包括的な分類を行うとすれば、A、B、Cの3類型に加え、ベース・マネーが現金通貨のみからなる金融システムも考察すべきである。しかし、本論文の目的からすれば準備預金が存在しないようなシステムを考察の対象から外す方が自然であろう。

預金証書

C 型——ベース・マネーは準備預金と現金通貨

準備預金証書 (Reserve Certificate) は中央銀行が発行する譲渡可能な預金証書で、例えば 1000 万円あるいは 1 億円という高額単位で発行されるものとする。高額単位の準備預金証書を導入するのは、ベース・マネーに対する付利の可能性を考察するためである。

3 類型のうち C 型以外は法定の現金通貨がベース・マネーとして供給されないから、A 型および B 型におけるプライベート・マネーの構成要素はいずれの場合も私的金融機関が供給する預金¹⁷⁾ と私的現金通貨 (狭義のプライベート・マネー) とし、C 型においては金融機関の預金のみがプライベート・マネーを構成するものとする。

家計および企業が直接利用可能な貨幣は、A 型では預金と私的現金通貨、B 型では預金と私的現金通貨に加え高額単位の準備預金証書、C 型では預金と法定の現金通貨ということになる。また、A 型・B 型ともに中央銀行がベース・マネーに付利を行いうる形態である。

ついで、プライベート・マネーに対する支払準備率規制の相違により各類型をさらに 3 つのタイプに細分化する。

- 1——全てのプライベート・マネーに対し 100% の所要準備を要請する。
- 2——全てのプライベート・マネーに対し部分的所要準備を要請する。
- 3——いかなるプライベート・マネーについても支払準備率の規制を設けず、

各金融機関の自発的な準備のみが存在する。

以上の分類形式によって通貨システムの諸形態をまとめたものが第 1 表である。

現行の通貨システムは C 2 型である。100% マネー案は C 1 型の通貨システムであるが、Tobin が提案した「預金化通貨」案は C 1 型システムにおいても、また、私的現金通貨が実質上使用されなければ (= キャッシュレスならば)、A 1 型通貨システムにおいても実現される。100% マネーの代替案として Friedman が指摘したプライベート・マネーの制度は A 2 型の通貨システムである。B 3 型の通貨システムを提唱したのは以下に解説を加えるように Hall (1983) である。

第 1 表の諸形態はいずれもベース・マネーの存在を前提とするものである。その基本的理由は、現金通貨の存在とは独立に政府は通貨システムの基盤を確保すべき義務を有しており、そのためには法的に定められた会計単位あるいは貨幣の計算単位を価値基準として確立しなければならないからである。

(2) 自発的準備と物価のコントロール

ベース・マネーとプライベート・マネーの結合形態による通貨システムの分類を(1)において試みたが、その中で A, B, C 各類型の第 3 のタイプはいずれも自発的支払準備を想定している。このような自発的準備のみの金融システムはいかにワークするのであろうか。それが問われなければならない。¹⁸⁾ Hall (1983) は第 1 表における B 3 型の通貨システムを取り上げ、そ

17) 本節で言う「預金」には決済性を付与された各種の金融債務を含める。

18) 4.(3)で解説した Fama の完全自由化の下での金融システムにおいては、準備預金が存在するとすれば全て自発的準備である。しかしながら、そこでは価値尺度財の存在が前提となっていたことに注意されたい。

のワーキングを分析した。自発的準備の下での金融システムがいかなるものか理解するため に、Hall の議論を簡単にレビューしておきたい。支払準備を法的に要請しない B 3 型の金融シ

第1表 ベース・マネーとプライベート・マネーの結合形態による通貨システムの分類型

	ベース・マネー	プライベート ・マネー	支払準備	家計・企業が直接 利用可能な貨幣	参 考
A 1	準備預金	預金 私的現金通貨	100%所要準備	預金 私的現金通貨	
A 2	準備預金	預金 私的現金通貨	部分的所要準備	預金 私的現金通貨	Friedman
A 3	準備預金	預金 私的現金通貨	自発的準備	預金 私的現金通貨	
B 1	準備預金 準備預金証書	預金 私的現金通貨	100%所要準備	預金、私的現金通貨 準備預金証書	
B 2	準備預金 準備預金証書	預金 私的現金通貨	部分的所要準備	預金、私的現金通貨 準備預金証書	
B 3	準備預金 準備預金証書	預金 私的現金通貨	自発的準備	預金、私的現金通貨 準備預金証書	Hall
C 1	準備預金 現金通貨	預金	100%所要準備	預金 現金通貨	Simons, Mints Fisher Friedman
C 2	準備預金 現金通貨	預金	部分的所要準備	預金 現金通貨	
C 3	準備預金 現金通貨	預金	自発的準備	預金 現金通貨	

システムにおいては、準備預金もしくは準備預金証書 (RC) に対する需要量が正となるような誘因が作られなければならない。5.(1)で議論したように通貨の名目的計算単位を価値基準として確定しなければならないからであり、さらに、物価コントロールの手段を持たねばならないからである。この目的を遂行するための標準的な方法として、

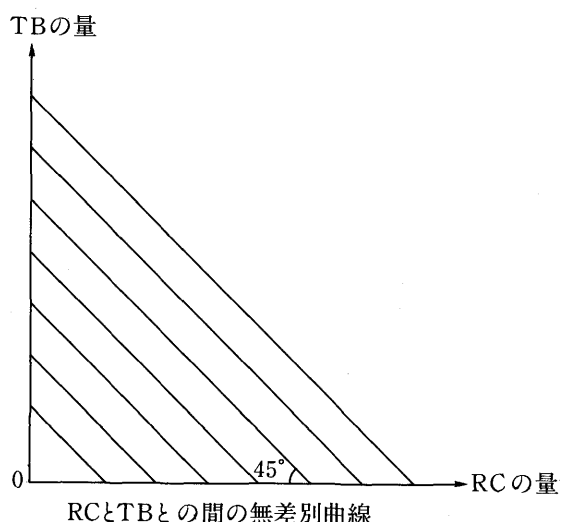
- ① 他の金融資産の金利とインデックスした付利を行う
- ② 準備預金口座の開設と準備預金証書の購入が全国一律の決済 (ネットワーク) システムへの参加権を保証し、中央銀行のサービスを受ける権利を与える

という2種類の対応が考えられる。そもそも現金通貨ではなく高額単位の準備預金証書が考察されるのも、ベース・マネーに対する付利の可能性を保証するためなのである。

もちろん、以上のような対応策を講じても準備預金および準備預金証書に対する金融機関の需要が、金融市場における各種のショックや流動性の高い金融的代替財の開発などにより非常に不安定になる可能性があることは否定できない。この問題にどう対処するかが1つのキー・ポイントとなろう。Hall (1983) が示した1つのアイデアは、準備預金あるいは準備預金証書に対する需要変動のショックを吸収するために、準備預金と準備預金証書の価格 (=物価) 弾力性がその絶対値において大きな値を取るように通貨システムを工夫することにある。つまり、マネタリー・ベース総量の安定性を直接にコントロールするという考え方を捨て、マネタリー・ベース総量の変動が直接に物価水準の変動に反映しないような金融システムを考案するのである。以下、議論の本筋を要約的に紹介し、その問題点を指摘しておこう。

議論を簡略化するため、準備預金と準備預金

証書に対する需要は区別せずこれを RC と書き、RC の金融的完全代替財 (これを TB と書く) がある場合を考える。このとき、RC と TB の間の無差別曲線は次図のようになる。従って、TB の需要量を D_{TB} 、RC の需要量を D_{RC} と書き、TB と RC の金利をそれぞれ i_{TB} 、 i_{RC} と書くとき、 $i_{RC} > i_{TB}$ ならば $D_{TB} = 0$ 、 $i_{RC} = i_{TB}$ ならば RC と TB の数量の総和の分割はいかなるものでも無差別、 $i_{RC} < i_{TB}$ ならば $D_{RC} = 0$ となる。



物価水準を CPI と書き、基準時点と比較時点とを上付きの添字 0 と 1 によって表わすことにする。また、

$$\pi^1 \equiv (CPI^1 - CPI^0) / CPI^0$$

と定める。 π^1 は基準時点から比較時点の間に生じた物価上昇を基準時点の物価水準に対する割合として求めた物価上昇率である。

中央銀行は RC の金利水準を TB の金利にインデックスさせ、

$$i_{RC}^1 = i_{TB}^1 + \pi^1$$

が常に成立するように RC の付利水準を定めるものとしよう。このとき、市場均衡においては必ず $\pi^1 = 0$ が成立すると Hall は主張する。彼の議論をたどろう。まず、 $\pi^1 > 0$ だとすれば

$i_{RC}^1 > i_{TB}^1$ が成立し、TB に対する需要量 D_{TB} は 0 になる。従って TB 市場は均衡し得ない。つまり TB 市場が均衡していれば $\pi^1 \leq 0$ でなければならない。次に、 $\pi^1 < 0$ だったとすれば RC の需要量 D_{RC} は 0 となり、RC と TB に対する需要の全てが TB に集中する。ここでこのような TB の需要量に見合う TB の供給が行われる保証は一般にないから TB 市場は均衡しない。よって TB 市場の均衡と矛盾しない状況は $\pi^1 = 0$ 以外ないのである。要約すれば、RC 金利の決定様式が $\pi^1 \neq 0$ の場合に TB 市場を均衡に導くことを妨げているというのである。このような Hall の議論が正しいとすれば、常に $\pi^1 = 0$ つまり $CPI^1 = CPI^0$ を保証するようなメカニズムが中央銀行の RC 金利決定様式によってビルトインされたことになる。

RC との代替性が高い金融資産 TB の完全代替性が欠如する場合は、上記の議論における均衡状態

$$i_{RC} = i_{TB}, \pi = 0$$

が

$$i_{RC} < i_{TB}, \pi < 0$$

に修正されるに過ぎないと主張されるのである。これらいずれの場合も均衡を保証する市場メカニズムは代替的金融資産市場間の裁定行為であると考えられている。

さて、以上の Hall の議論は B 3 型の通貨システムを前提としたものであった。B 3 型において、通貨の計算単位は法的に定められる RC の単位によって定義され、それが価値基準として確立するのは RC に対する民間の自発的需要によるものである。ここで各金融機関は公的規制を受けない完全自由化の下にあると考えてよい。金融機関は全く自由に富の保蔵手段や交換媒体を発行することが可能であり、T 銀行の円は RC 円の支払いを確約された円なのである。

準備預金を中央銀行に保有することを法的に

義務付けられていないという点では、A, B, C 各型の第 3 のタイプはいずれも同じ性格を有している。しかし、政府機関が通貨発行による税——造幣の利益（シーニョレッジ）——をどれ位得られるかは、A, B, C の各類型により異なってくる。C 型が最も多く、A 型では民間の金融機関がほとんどのシーニョレッジを吸収してしまう。シーニョレッジに関しても B 型は A と C との中間である。キャッシュレス化が進行すれば C 型も本質的には A, B 型に近くなる。そして、RC 以外の金融資産と RC との代替性が高ければ高い程、Hall の通貨システムにおけるシーニョレッジは低下する。このとき中央銀行の準備預金を利用する形での全国的決済ネットワーク・システムではなく、民間の金融機関の間の決済ネットワーク・システムが自由に設立されるとすれば、RC や準備預金によるシーニョレッジはほとんど存在しなくなると言えよう。しかし、脚注 13) で議論したように、シーニョレッジが完全に民間の金融機関に移行することは好ましくないと考えられるのである。

自発的準備を前提とした通貨システムは、Hall の主張通り問題無くワークするのであるうか。彼の議論には少なくとも次のような 3 つの問題があると私は考える。彼の議論に与えるダメージの少ない問題点から順に指摘して行こう。

第 1 の問題は、均衡において $D_{RC} \neq 0$, $D_{TB} \neq 0$ を当然のことと前提しているが、このような条件を満たす均衡の存在を理論的に確認できるか否かという点である。しかし、この第 1 の点よりもさらに深刻な第 2 の問題は、RC と TB の需要・供給量が 0 では無いとしても、RC と TB が完全代替的金融資産であるとして、 $\pi^1 < 0$ の成立により $i_{RC}^1 < i_{TB}^1$ となった場合、Hall の議論のように市場における裁定行為が必ず $\pi^1 = 0$ への調整を保証するのだろうか

いう疑問である。RCの金利はTBの金利に連動させられているにすぎないから、市場における調整を受けることができるのはTB金利である。 $\pi^1 < 0$ となったとき、 π^1 が上昇し $\pi^1 = 0$ となる代りに $i_{RC}^1 < i_{TB}^1$ によるTB需要のシフト（増加）を反映しTB金利 i_{TB} は下落するはずである。もちろん、 i_{TB} と連動する i_{RC} も下落するが、RCの需要量はすでに0となっているから、TBの需要量のみが i_{TB} の変動に合わせて減少する。従って、TBとRCの金利が乖離した状態（ $i_{RC} < i_{TB}$ ）のままTB市場が均衡する可能性を排除できない。よって、Hallの提唱するRCの付利様式が常に $\pi^1 = 0$ を成立させる必然性はないのである。

さらに第3の問題は π^1 の調整プロセスに関するものである。Hallの議論においてはRCとTB市場における均衡への調整プロセスにおいて $\pi^1 < 0$ や $\pi^1 > 0$ となる状況が想定されている。調整プロセスを経て $\pi^1 = 0$ が成立するのである。しかし、調整プロセスにおいて $\pi^1 < 0$ が成立すると、 $i_{RC} < i_{TB}$ となるためRCの需要量は0とならざるを得ない。その結果RCは価値基準としての役割を担うことができなくなり、通貨システムの根幹が崩れ去ることになる。このように通貨システムを支える基本的要件が脅かされる状況が、単なる市場の調整過程の中で出現するという事は通貨システムとしては論外ではないだろうか。

(3) 準備預金制度の意義

自発的準備預金をもとにした通貨システムのワーキングをHallの議論に即して(2)で検討し

たが、自発的準備の下では①物価のコントロールビリティに疑問があること、その結果、②金融市場における均衡への調整プロセスにおいてさえ、準備預金（+準備預金証書）を通じて導入される通貨の価値基準としての機能に根本的な支障をきたす可能性が強いことを指摘した。これにより第1表の通貨システムの分類中A, B, C各類型の第3のタイプは、いずれも自発的準備を前提としていることから採用されるべきではないと結論してよいだろう。¹⁹⁾以下われわれは所要準備を要請する通貨システムのみに関心を持つことになる。そのため準備預金制度について考察すべき問題を整理しておこう。検討すべき事項は

- ① 通貨システムにおいて所要準備はなぜ必要なのか
 - ② 所要準備が存在すればその他の公的規制が無くとも金融政策は有効に機能しうるか
- という2つの問題にまとめられる。②の問題については次の(4)で取り上げることとし、以下①を検討することにした。

ところで、わが国において準備預金制度が確立したのはそれほど古いことではない。この制度は1957年5月の「準備預金制度に関する法律」の成立によって法的に確立し、1959年9月に初めて所要準備率が設定された。準備預金制度導入当時の主たる目的は、金融政策の1つの有効な手段を政策当局に提供し、金融政策を多様化することにあった。しかし制度導入後、金融調節手段としての準備率操作はあまり重要ではなかった。将来の通貨システムを考える上では、通貨システムにおける準備預金制度の本来的な

19) 4.のプライベート・マネーに関する議論が示すように価値尺度財が存在するような金融システム——例えば金本位制下のシステム——ではここの帰結は修正されなければならない。本節の議論は名目的通貨単位を価値基準として機能させようような通貨システムに限定することを前提としている。

意義を、単なる金融調節の1手段ということに限定せず、金融調節そのものを支える制度的枠組みを提供するものとして理解することが重要である。

さて、通貨システム自体にイントリンシックに要請される最低の条件は、通貨の計算単位を定義することであり、価値基準を確定することである。この条件を満足するような通貨システムを維持することは当然のことながら政府と中央銀行の義務の1つである。²⁰⁾ この場合、計算・会計単位については法的に定めれば充分であるが、価値基準についてはこれを単に法的に定めることによって確定することはできない。5.(1)で検討したように、純粋に名目的な計算単位を定め、これによって価値基準を確定するには、①現金通貨の発行による方法と、②準備預金制度を利用する方法とがある。将来、日本の経済社会において現金通貨が完全に節約されるようになるかどうか現段階で明確に分からないとしても、キャッシュレス化の着実な進展が予想される以上、準備預金制度の第1の意義は、法的に定義された通貨の計算・会計単位を価値基準として実現・確定することにあると言うべきであろう。

準備預金制度の第2の意義は、それが文字通

り各金融機関の支払準備としての機能を果たすことである。キャッシュレス化は決済性を持つ金融債務によって従来の現金通貨の地位を代替させるものだから、通貨システムの混乱を避けるためにも、決済性を持つ金融債務の性格を少なくとも現金通貨の性格に近づけるような手段が講じられることが好ましい。特に、通貨が価値基準として受け入れられるためにはそれが確実性を有すること、つまり、リスク・フリーであることが前提となる。従って、決済性を持つ金融債務の確実性をいかなる形で保証するかが重要なポイントとなる。金融市場におけるディレギュレーションは従来以上に競争原理が働くことを要請するから、プライベート・マネーとしての預金通貨・決済性金融債務に不確実性の要因を導入するものである。この不確実性を除去するには、①決済性金融債務保険(=「預金」保険)による方法と、②支払準備としての準備預金を活用する方法とがある。①は預金保険制度を決済性金融債務全般に拡大することを意味し、②は準備預金制度を決済性金融債務を発行する全ての金融機関に拡大することを意味する。金融機関のモラル・ハザードの問題を考慮すると保険制度²¹⁾のみにによって決済性口座のリスクを除去することが望ましいとは言えな

20) ここでは問題の複雑化を回避するために経済的に独立した1経済体系(閉鎖体系)内における通貨システムのみを議論している。ヨーロッパ通貨制度(EMS)のような開放体系下の通貨システムを考察するとき、国別の通貨単位(例えばフランス・フラン)とEMSにおける決済手段(=共通通貨)であるECUとの関係が問題となろう。このような共通通貨システムのコンテキストで考えれば、本文の政府と中央銀行はEMSに属する各国の政府と中央銀行の統合体もしくは集合体を指すことになる。従って本文の主旨は、統合体としての各国政府はECUの単位を法的に定め、統合体としての各国中央銀行は、価値基準としてのECUの機能を保証すべき役割を担うということである。個別の中央銀行がそれぞれの個別通貨システムにおける個別通貨について、その価値基準としての機能を保全する役割を果たせば、ECUは価値基準として機能できる。しかし、ECUの価値それ自体のコントロールを行うには、言うまでもなく、EMSに属する各国の中央銀行が、協調的な個別通貨のコントロールを行わなければならない。

21) この観点からすればモラル・ハザードの問題を最小限に食い止めるため預金保険の範囲は決済性の預金通貨に限定されるべきであろう。完全自由化の下では預金もその運用形態から見ればポートフォリオ資産にしかすぎないとすれば、投資ファンドと区別して預金保険を設定する意味はない。

い。むしろ保険制度は②の準備預金制度でカバーしきれないところを補完する目的に使用されるべきだと考えられる。

決済手段の確実性を保証するシステムとしてはTobinの預金化通貨案が理想的である。預金化通貨は3.(4)で説明したように100%マネーである。決済ネットワーク・システムに組み込まれる個人口座を提供する全ての金融機関に100%所要準備を要請するものである。100%マネーに対しては準備預金への付利が行われな限り金融機関の強い反対も予想され、預金化通貨案が将来の日本においてどの程度政策的にフィージブルであるか私は判断できない。しかしながら、100%準備に至らないとしても全国一元的な決済ネットワークの下で預金化通貨に近い形の決済通貨の導入が実現されることが望ましい。そして、100%準備に不足する部分のみを保険制度の対象とすれば実質上モラル・ハザード現象は問題とするに足らないだろう。²²⁾

準備預金制度の第3の意義は、金融政策のコントローラビリティを確保することにある。取引通貨の形態とは独立に、つまり、それが現金通貨であろうと小切手振出しによる当座預金通貨であろうと、さらにはICカードによる「エレクトロ・マネー」であろうと、それが法的に支払準備を要請されるものである限り、最終的な決済手段である準備預金と接続されざるを得ない。これは金融政策の操作可能性を保証する必要条件といえる。ディレギュレーション下の通貨システムにおいて、所要準備の存在が操作

可能性の充分条件となりうるかどうかは1つの議論となろう。この問題はつぎの(4)で取り上げることにする。

準備預金制度が持つ基本的な意義については既に説明した通りである。次の問題に進む前に簡単に所要準備の在り方、特にその計算方式について2点ほど触れておきたい。²³⁾

第1点は、金融機関が所要準備を回避しようとする誘因を持つ場合の準備預金残高の計算方式についてである。一般に準備預金制度の下では100%準備であれ部分的準備であれ、金融機関の側に所要準備を回避しようとする誘因が働くことが多い。この場合準備預金残高の計算方式によっては所要準備が機能しなくなる可能性がある。金融機関が所要準備率を満たす準備預金残高を持っているかどうかを判定する際に、ある一定期間の各営業日の平均残高によって判定するとしよう。今、1営業日は9時00分から15時00分までとし、各営業日の準備預金残高は営業日の特定時刻、例えば「コンピュータ窓口」の閉鎖時刻15時00分の残高だと定められたとする。このとき、金融機関の準備預金残高として計算されるのは前日の15時00分から翌日9時00分までの残高であるから、9時00分1秒経過後から14時59分59秒まで残高を0にしておいたとしてもその間の準備預金残高は所要準備の計算には影響を与えないことになる。従って、名目上ある金融機関が所要準備率を満たす準備預金残高を持っていたとしても例えば営業日のわずか2秒間を除いては残高がゼロとなっている可

22) ここでの力点は、確実性を保全するという視点からすれば、預金保険制度にその多くを依存するよりも準備預金制度に依存する方が好ましいということにある。従って、現在たかだか2.5%程度にしかすぎない所要準備率を決済性を持つ金融債務については100%に近づけることを提案している。

23) これらはいずれも実務上の問題であり、本論文が通貨制度を議論していることから、余りにも「次元」の異なる微小な問題点だと考えられる恐れもあるが、私は通貨制度にとっても重要な問題点だと考える。準備預金制度そのものを維持できるか否かという制度の根本に係わる問題だからである。

能性がある。これでは準備預金制度が機能していることにはならない。この問題に対処するには預金残高の計算方法に関し2つの工夫が必要となる。1つは準備預金残高の計算方法についてであり、もう1つは所要準備の対象となる預金（あるいは金融債務）の残高の計算方法についてである。

まず中央銀行における各金融機関の準備預金残高の計算方法について言えば、各金融機関とオン・ライン化された中央銀行のコンピュータ内勘定の残高を通時的に変化する数量 $R(t)$, $9.00 \leq t \leq 15.00$, として把握し、1営業日の平均残高を

$$\text{平均残高} \equiv \frac{1}{6} \int_{t_0}^{t_1} R(t) dt$$

($t_0=9.00$, $t_1=15.00$)

によって計算するのが理想的である。中央銀行と各金融機関がオン・ライン化されていれば、中央銀行コンピュータが自動的に上の計算方式にしたがって各金融機関の準備預金残高を計算することも可能である。もし何らかの実務上の理由から刻々変化する準備預金残高 $R(t)$ を通時的にとらえることが煩雑すぎるということになれば、残るセカンド・ベストな計算方式は1営業日中の $R(t)$ の最低値をもって当日の平均残高とする方式であろう。

他方、金融機関自身が発行した金融債務の中で所要準備の対象となる債務残高の計算については、準備預金残高とは異なり中央銀行のコンピュータがその通時的変動を刻々把握するわけにはいかない。もし通時的変動を把握できると

すればベストな方法は準備預金残高同様、その通時的平均値を計算することであろう。所要準備の対象となる金融債務残高計算のセカンド・ベストな方法は、1営業日中の最高値をもって当日の平均残高とする方式であろう。²⁴⁾

上記のセカンド・ベストな残高計算方式は、準備預金についても所要準備の対象となる金融債務についても、ともにその平均残高を過大評価することになる。しかし、各金融機関が所要準備を回避する誘因を持つ場合、過大評価される額は実質上無視できる額に過ぎないと考えてよい。

所要準備に関するコメントの第2点は、部分的所要準備を採用している場合の支払準備率の計算方式についてである。現行の日本の準備預金制度では、金融機関の預金規模に応じて異なる準備率（預金規模が大きいほど高い準備率）が預金量に対して賦課される。これは明らかに小規模金融機関に補助金を出していることに等しいが、この種の小規模金融機関の保護が必要かどうか明白ではない（1986年7月より実施された超過累進準備率制度により、高い準備率は預金量の超過部分にのみ賦課されることとなり、預金量の増加に伴って準備率を変更するときの急激な準備預金の積増し負担が緩和された。しかし、これは本質的な変化ではない）。もし100%準備ではなく部分的所要準備を前提とするならば、ディレギュレーション下の金融システムにおいては、むしろ所要準備の金額をつぎの2点を考慮することにより決定する方式が勧められる。①全国一元的決済ネットワークの維持費用と中央銀行によるサービス提供の費

24) 個人口座に貸越契約が付与されると取引需要にかかわる残高が節約されることになる。そのため、貸越契約付きの金融資産口座については、実際にオーバー・ドラフト（貸越）になった時点でオーバー・ドラフトの金額をその口座の残高と見なして平均残高の計算が行われなければならない。

用の双方を各金融機関が負担する金額と、②決済性を持つ金融債務の利用者のリスク負担を低下させる観点から債務残高に対して比例的に決定される金額、である。そして、①に関する額についてのみ金融機関の規模に依存してよいだろう。

支払準備の回避問題について再度触れておきたい。上記の準備預金及び支払準備対象金融債務の残高計算方式に関するコメントは、支払準備対象自体を回避するようなイノベーションを考慮していない。確かにこれまでの米国における金融革新を見ると、銀行側が開発したNOW勘定や証券側が開発したMMMFは、前者が決済性預金の準備率を回避するものであり、後者は定期性預金、貸付信託等準通貨の需要を代替することにより準備率を回避するものである。

金融機関のディレギュレーションが進めば、投資勘定に属する金融債務はいずれもポートフォリオ資産をベースにしたものとして金融機関の間でその基本的性格は異ならない。ポートフォリオの中味に応じて異なる危険資産を提供しているに過ぎない。さらに、全ての金融資産を把握して支払準備を要請することは、支払準備の対象を際限なく拡大することになり、政府の役割の範囲という観点からしても、また情報収集コストの現実性という観点からしても好ましいとは考えられないだろう。とすると、投資勘定に属する金融資産は支払準備の対象外とする方が好ましいのではないだろうか。

これとは対照的に決済性を有する金融資産は、いかなる形態のものが開発されようと、準備預金の対象として厳格な規制と考査が行われ

るべきである。現行の金融システムにおいて私的現金通貨の発行が原則的に禁止されているのと同じ原理である。決済性を付与された金融資産の範囲の規制とそれらの残高に関する適切な計算方式の確立は、将来の通貨システムにおいて重大な意味を持つのである。

(4) ディレギュレーション下の通貨システムと金融政策の有効性

本節ではディレギュレーション下の通貨システムにおける準備預金制度の意義を強調してきた。会計・計算単位の設定と価値基準の確立は通貨システムにとって不可欠な要件であり、これを現金通貨の節約が進行する将来にわたって維持して行くには、準備預金制度が本質的に重要な役割を果たすものとわれわれは考えた。さらに、準備預金制度はベース・マネーと準備預金対象金融資産との接続を通して、多少ともそれらと代替関係にある他の金融資産とも間接的に連関し、金融政策の有効性を維持する必要条件として機能するものと考えられた。以下では、金利規制が存在しないようなディレギュレーション下の通貨システムにおいて、準備預金制度が金融政策の有効性を維持する充分条件として機能するかどうか考えてみたい。

まず最初に、ベース・マネーに対する付利²⁵⁾と金融政策の有効性について触れておこう。

今、ベース・マネーの金利を p とし、債券の変動金利を r 、物価水準を P 、実質所得を Y とする。このとき、所与の物価水準 P の下で、財市場、債券市場、現金通貨市場、の各需給均

25) 理論的に見て現金通貨に金利を付与しうことは Samuelson (1947, p. 123) が指摘している。彼はその中で Hicks が『価値と資本』において現金通貨は利子を生まないものと規定していることに触れているが、Hicks も『貨幣理論』(1967, pp. 18-19) において Samuelson と同じ立場に立つようになった。

衡式が計3式与えられると、ワルラス法則からこのうちの2式、財市場と債券市場の均衡式、もしくは財市場と現金通貨市場の均衡式のみが独立で、決定されるべき3変数 ρ 、 r 、 Y の全てが確定するというにはならなくなる。ここで、例えば、規制金利によってベース・マネーの金利がゼロに規制され $\rho = 0$ と設定されれば、 r と Y の均衡水準が定まることになる。この簡明な議論は、金融資産の種類を増やし、より一般化されたモデルを用いても本質的に同じであり、金融資産全種類の金利と Y の全てを確定することはできない。しかしこの事実から即、金利規制のないディレギュレーション下の金融システムにおいては、少なくともある1種類の金融資産（例えばベース・マネー）の金利をある特定の値（例えば $\rho = 0$ ）に固定しなければ金融政策は有効に機能しえないと帰結することはできないことに注意しておきたい。

その理由は、上の議論において示されたのは決定されるべき変数の数が方程式の数を1つだけ上回るという事実のみであり、この事実はある特定の金融資産の金利、例えばベース・マネーの金利 ρ 、を他の金融資産の金利にインデックスさせたときにも、全ての金融資産の金利と Y の値が均衡において確定できることを排除していない。ある金融資産の金利を他の金融資産の金利にインデックスすることにより、独立変数の数を1つ減らすことができるからである（あるいは、独立な方程式の数を1つ増やすと考えてもよい）。ここでインデックスの方法についてはいろいろな方式が考えられるが、いかなる形態であっても本質的には問題がない。例えば、

① ρ を債券金利の $100 \times \gamma\%$ と定め $\rho = \gamma r$ とする

② ρ を債券金利 r から $100 \times t\%$ 下に定め $\rho = r - t$ とする

などのインデックス方式を考えると、²⁶⁾いずれも ρ を r の関数として表現している。この結果、1つの独立な方程式がモデルに追加され、全ての金利と Y とが決定されることになる。

以上の議論から、一般に各種金融資産の金利が自由変動金利であっても、ベース・マネーへの付利はその付利方式が他の金融資産（ある特定のものでも複数のものでもよい）にインデックスされる形態になっていれば理論的には可能であり、金融政策の有効性に関する基礎的条件を阻害するものではないことが分かった。

支払準備率の計算が(3)で説明した方式によって行われるとすれば、準備預金制度は金融機関が発行する決済性債務とオーバー・ドラフトの使用に関し、必ず正の限界費用を金融機関側に発生させる。従って、金融機関は決済媒体をフリー・グッツとして家計や企業などの経営主体に提供することはできない（オーバー・ドラフトには正の金利が付与される）。これがオーバー・ドラフトによる決済媒体の需要量を確定する。他方、家計や企業の資産選択行動は、決済媒体と他の金融資産および実物資産の間の需要量を確定する。そして、金融政策の有効性は各金融資産の実質金利の変化が家計と企業に与える支出面と資産選択行動への影響を通して確保される。

ところで、金利規制が廃止されれば、一般に通貨に対する需要の利子弾力性はそれ以前と比較し低下することになる。金利規制廃止前後の

26) γ や t は定数である。インデックス方式を①とするか②とするかによって ρ と r の均衡値は一般に異なる可能性がある。

LM 曲線を比べると、それらが交差している金利水準において規制廃止後の LM 曲線への接線の勾配の方がより垂直に近い形になっている。通貨の利子弾力性がディレギュレーション下で低下すると予想される反面、経済における総支出の利子弾力性が低下するとは考えられない。むしろ経済主体の所得水準が高水準になればなる程、代替の商品の価格に対する反応度は一般に高くなるから、総支出の利子弾力性は将来高くなるのがあっても現在よりも低下するとは予想し難い。従って、総合的に判断すれば将来ディレギュレーションが進んで行くと通貨需要の総支出に対する相対的利子弾力性は典型的に低水準になると考えられるのである。このような状況を前提とするならば、金融革新がもたらしうる通貨需要関数の不安定性に対し、不確実性下の金融政策に関する Poole (1978, p. 331) のよく知られた処方箋を利用して次のように言うこともできよう。つまり、通貨需要のシフトに伴う総需要の変動に対処するには、量的金融指標を運営目標とするよりも金利水準を運営目標とする方が政策の効率性が高いということである。もちろん、これは通貨需要関数のシフトが全く予見できずランダムであるとの前提に立っていることに注意しておかなければならない。従って、金融の規制緩和が漸進的に進められるときは、通貨需要関数のシフトについてはある程度予見が可能となり、その変動も大幅なものではないため、金利水準を運営目標とすることの優位性は消失すると見なければならないだろう。²⁷⁾

7. おわりに——通貨システムに関する結論

本論文では将来の通貨システムに要請される諸条件を考察するために、100% マネーに関する古典的論理展開の検討から始め、プライベート・マネーのみからなる金融システムについての最近の議論と、そこでの名目的価値基準確定の問題を取り上げ、最後にベース・マネーとプライベート・マネーの可能な結合形態と準備預金の意義を検討した。

100% マネーの古典的理論は、そのままの形で現在および将来の通貨システムを考える指針にはならないものの、その論理展開の 1 形態の中に、プライベート・マネーを中心とする金融システムも含まれている。100% マネーの今日的意義は、通貨量の安定化を実現することにあると言うよりも、むしろ Tobin の預金化通貨案におけるように、決済性を持つ金融資産を 100% リスク・フリーにすることにより、キャッシュレス経済における価値基準を決済口座の会計単位によって確定することにあると言える。もちろん、決済性を持つ金融資産をリスク・フリーにする目的のみならば、準備率を 100% にする必要はないだろう。しかし、準備率を 100% 以下にするとき、リスク部分は保険制度によって補てんされなければならない、保険制度に多くを依存するのは金融機関のモラル・ハザードを考慮すれば好ましくない。通貨システムの基本的要件は準備預金制度によって維持され、金融政策の有効性も同時に保証される。

最後に、本論文の議論から得られる結論を列挙しておこう。

- ① プライベート・マネーのみからなる完全自

27) 通貨量ターゲット政策の問題点に関する最近の議論については早川 (1986) を参照されたい。

由化の通貨システムにおいては、ある特定の財からなる実物貨幣が採用されない限り、名目的会計・計算単位と価値基準の確定を保証するようなメカニズムは明確ではなく、通貨機構の基本的要件に欠ける（実物貨幣が用いられたとしてもそのリソース・コストの面から好ましいシステムとは言い難い）。

- ② 名目的会計・計算単位を設定し、それによる価値基準を確立するには、法定の現金通貨もしくは準備預金制度が肝要である。しかし、情報産業の技術革新と決済システムのエレクトロニクス化による現金通貨節約の進展は、金融システムの価値基準のよりどころとして準備預金制度を意義付けざるを得なくなる。
- ③ 準備預金制度が価値基準確立の前提となる以上、決済口座の連結による決済ネットワーク・システムは準備預金制度に組み込まれなければならない。
- ④ 決済ネットワーク・システムの公共財的性格とその外部性、さらにはその運用によるシーニョレッジの発生を考慮すると、決済ネットワーク・システムは公的機関によって運営されるべきであろう。
- ⑤ 上記③と④の結論を効果的に生かす制度的枠組みとして考えられるのは、中央銀行と準備預金制度を中核とした全国一元的な決済ネットワーク・システムである。ネットワーク・システムは決済口座を提供する全ての機関を結ぶものであり、準備預金制度との関連からその維持・管理については中央銀行がこれを行うのが自然である。決済ネットワークに接続する金融商品や決済口座のオーバードラフト残高は全て準備率の対象とし、できればTobinの預金化通貨のように100%マネー化することが望ましい（このとき、預金保険

制度は不要となる）。

- ⑥ 100%マネーの今日的意義は通貨量の安定化を図るというよりも、決済ネットワークに接続する金融資産を100%リスク・フリーにすることにより、決済通貨の価値基準としての機能を保全することにある。
- ⑦ 準備預金に付利しても、通貨システムはその機能を阻害されない。しかし、他の全ての金融資産が自由変動金利下にあるならば、ベース・マネーの金利は自由変動にはできない。他の特定もしくは複数種類の金融資産の金利にインデックスするか、あるいは固定金利にする必要がある。
- ⑧ 準備預金に付利するとしても、付利水準は一般に他の金融資産と比べて低率でよい。付利水準の算定には決済ネットワーク・システムの公共財としてのコストを考慮することが望ましいからである。
- ⑨ 準備預金に対し付利が行われるとき、金融政策の1つの手段として準備率の操作を考えるよりも、高い水準に固定された準備率の下で付利水準の操作（固定金利もしくはインデックス・パラメータの水準の操作）を考える方が機動性に富むであろう。
- ⑩ 準備預金制度を前提とする限り金融業における他の面でのディレギュレーションが進行しても金融政策の有効性は損なわれない。通貨量をターゲットとする政策運営は修正を迫られる可能性もあるが、修正を要するか否かはディレギュレーションの進行と金融革新に伴う通貨需要関数のシフトが全く予見できないほどランダムになるような状況が発生するか否かに依存している。

以 上

【参考文献】

- 上田英一、「“新通貨”の実現めざす銀行のカード戦略」、『金融ビジネス』、1986年3月
- 折谷吉治、「決済ネットワークシステムにおける中央銀行の役割」、金融研究会報告論文、日本銀行金融研究所、1986年6月
- 片木進、「決済システムの動向と制度上の問題点」、金融研究会報告論文、日本銀行金融研究所、1986年6月
- 黒田巖、「金融技術革新」、館・蠟山編『日本の金融Ⅰ』、東京大学出版会、1987年
- 鈴木淑夫、『現代日本金融論』、東洋経済、1974年
- 、『日本金融経済論』、東洋経済、1983年
- 早川英男、「通貨量ターゲット政策の理論的再検討」、研究資料(61)研1-5、日本銀行金融研究所、1986年4月
- 堀内昭義、『日本の金融政策』、東洋経済、1983年
- Black, F., "Banking and Interest Rates in a World without Money," *Journal of Bank Research* 1, 1970.
- Fama, E. F., "The Effects of Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders," *American Economic Review* 68, 1978.
- , "Banking in the Theory of Finance," *Journal of Monetary Economics* 6, 1980.
- , "Financial Intermediation and Price Level Control," *Journal of Monetary Economics* 12, 1983.
- Fisher, W. C., "The Tabular Standard in History," *Quarterly Journal of Economics* 27, 1913.
- Fisher, I., *Stabilizing the Dollar*, The MacMillan Co., New York, 1920.
- , *Stable Money*, Adelphi Co., New York, 1934.
- , *100% Money*, Adelphi Co., New York, 1935.
- Friedman, M., *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York, 1960.
- , "The Case for Overhauling the Federal Reserve," *Challenge*, July-August, 1985.
- , "The Resource Cost of Irredeemable Paper Money," *Journal of Political Economy* 94, 1986.
- Goodhart, C., "Why Do We Need a Central Bank," Banca d'Italia, 1986.
- Greenfield, R. L. and Yeager, L. B., "A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability," *Journal of Money, Credit and Banking* 15, 1983.
- Hall, R. E., "Explorations in the Gold Standard and Related Policies for Stabilizing the Dollar," in Hall edited, *Inflation*, University of Chicago Press, Chicago, 1982.
- , "Optimal Fiduciary Monetary Systems," *Journal of Monetary Economics* 12, 1983.
- Hart, A. G., "The 'Chicago Plan' of Banking Reform," *Review of Economic Studies* 2, 1935.
- Hayek, F. A., *Denationalisation of Money*, Institute of Economic Affairs, London, 1976.
- Hicks, J., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, London, 1967. (江沢・鬼木訳、『貨幣理論』、東洋経済新報社、1961年)
- Jevons, W. S., *Money and the Mechanism of Exchange*, Kegan Paul, London, 1885.
- , *Investigations in Currency and Finance*, 2nd Edition, MacMillan Co., London, 1909.
- Klein, B., "The Competitive Supply of Money," *Journal of Money, Credit and Banking* 6, 1974.
- Lowe, J., *The Present State of England in regard to Agriculture, Trade and Finance*, 2nd Edition, 1823 (Reprinted by Kelley, A.M., 1967).
- McCallum, B. T., "Bank Deregulation, Accounting Systems of Exchange, and the Unit of Account: A Critical Review," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 23, 1985.
- Pesek, B. and Saving, T. R., *Money, Wealth, and Economic Theory*, Macmillan, New York, 1967.
- Poole, W., "The Theory of Monetary Policy under Uncertainty," in Teigen, R. L., edited, *Readings in Money, National Income, and Stabilization Policy*, R. D. Irwin, Homewood, 1978.
- Samuelson, P. A., *Foundations of Economic Analysis*, 1947.
- Spencer, H., *Social Statics*, Appleton Co., New York, 1878.
- Tobin, J., "Commercial Banks as Creators of 'Money'," in Carson, Dean edited, *Banking and Monetary Studies*, R. D. Irwin, Homewood, 1963.

- , "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit and Banking* 1, 1969.
- , "Financial Innovation and Deregulation in Perspective," *BOJ Monetary and Economic Studies*, 1985.
- , "Monetary Control in a Brave New World," in Lawrence, C., and Shay, R. P., edited, *Technological Innovation, Regulation and the Monetary Economy*, Ballinger, Cambridge, 1986.
- Tolley, G. S., "Providing for Growth of the Money Supply," *Journal of Political Economy* 65, 1957.
- Wallace, N., "A Legal Restrictions Theory of the Demand for 'Money' and the Role of Monetary Policy," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1983.
- White, L. H., "Competitive Payments Systems and the Unit of Account," *American Economic Review* 74, 1984.