

# 貨幣の内生的性と現代貨幣理論 (MMT) における 論理不徹底\*

金 井 雄 一

## 要旨

預金は銀行によって創造されると捉える MMT は内生的貨幣供給論に立っていると考えられるが、国債発行を巡る議論に関しては外生的貨幣供給論ではないかと思われる主張をしている。このように内生的論理が不徹底になるのは、MMT における貨幣の内生的把握が信用の先行と預金振替決済を土台に据えていないためではないだろうか。本稿はそれを明らかにすべく、貨幣生成には信用関係が不可欠であったことをイングランド銀行の創設時以来の業務から示す。それによって、中央銀行は自由に貨幣量を増減できないこと、それゆえ政府の国債発行にも制約がないとは言えないことを確認したい。

## 1 はじめに

「現代貨幣理論」(Modern Money Theory, 以下 MMT) に対しては強く賛同する意見もあるし、いわゆる主流派経済学が示すような否定的評価もある。<sup>1)</sup> また、その両極の間に、MMT が主張する政策の効果を一定の範囲では認めつつも、問題点をも指摘する理論的分析や、MMT の主張点には妥当性が確認できる点もあるものの、全体的には承認できないとする歴史的事実作業等々が提示されている。

それらに対して本稿は、MMT が抱える問題点をより根本的次元からえぐり出すため、経済学史上長く続いている外生的貨幣供給論(外生説)と内生的貨幣供給論(内生説)の対立という視点から MMT を検討したいと思う。周知のように、MMT は貨幣を負債であると捉え、また預金を銀行の信用供与によって創造されるものと理解している。<sup>2)</sup> つまり内生説の立場をとっているのである。ところが、MMT の有名な見解の1つに、自国通貨建てで国債を発行できる政府は国債をどれだけ発行しても債務不履行を起こさない、それゆえ財政赤字を心配する必要はない、というものがある。<sup>3)</sup> しかし、この主張は中央銀行が貨幣を自由に増加できることを想定しているに等しく、実

\* 日本金融学会『金融経済研究』・慶應義塾大学経済学部・慶應義塾大学経済研究所主催の学術コンファレンス「長期停滞・低金利下の財政・金融政策——MMT は経済理論を救うか?」(2020年1月31日、於慶應義塾大学・三田キャンパス)において行った報告を本論文にまとめるに際して、『金融経済研究』編集委員会から有益なコメントを頂いた。深く感謝する。

1) 中野(2019)参照。

2) Cf. Wray(2015)p.84(邦訳, 187頁)。

3) Cf. Wray(2015)p.286(邦訳, 511-512頁)。

質的には外生説ではないだろうか。自国通貨建てならば国債の償還は容易にできるという認識には、政府あるいは中央銀行は経済の外部から恣意的に貨幣を投入できる、という発想が混入しているように思われる。つまり、MMTは、基本的に内生説をとっているはずなのに、その論理が国債発行に関しては貫徹していないようなのである。それはどうしてなのか。本稿が外生説と内生説の対立という視点からMMTの検討を試みるのは、この点を明らかにしたいからである。

そのためには、外生説はおよそ成り立つ見解ではなく、内生説こそが現実把握として正しいことを改めて確認したうえで、貨幣の内生性が何を基盤としているのかを明らかにせねばならない。内生説に立つMMTが国債発行を巡っては外生説的主張に陥ってしまうのは何故かを解明するには、MMTにおいては貨幣の内生性が何に、あるいはどこに由来するのかが必ずしも明確に自覚されていないと思われるからである。

以上のような次第で、本稿は内生説の正しさの再確認と貨幣の内生性の根拠を示そうとしているのであるが、考察に入る前に、外生説・内生説の対立についてあらかじめ簡略に整理しておく方がよいだろう。周知のように、外生説と内生説の対立は経済学の歴史において延々と続いてきたが、それはすでに18世紀におけるヒューム（David Hume）とステュアート（James Stuart）の認識の相違にも現れている。<sup>4)</sup>そして、18世紀末～19世紀前半のイギリスにおける地金論争・通貨論争から、カンリフ委員会やラドクリフ委員会における議論を経て、20世紀末の日本で燃え上がったマネーサプライ論争<sup>5)</sup>に至るまで、その時々の方針的問題に規定されて、具体的な論点こそ変えつつも、しばしば大論争を起こしてきた。貨幣の生成という、経済における最も基本的な問題について正反対の認識が対峙するのであるから、しばしば天文学における天動説と地動説の対立にたとえられるのも妥当であろう。言うまでもなく、一口に外生説といっても様々な見解があり、内生説についても同様である。しかし、本稿で両説に関して論じるのは、MMTにおける論理不徹底を検討するためであることを考慮して、ここでは外生説・内生説を以下のように規定しておきたい。

すなわち、資本主義経済において、中央銀行はマネタリーベース<sup>6)</sup>を操作することによってマネーストック<sup>7)</sup>を増減させようという見解を外生説、これに対してマネタリーベースはマネーストック変動の結果であり、中央銀行がマネタリーベースを直接的に増減させることはできないという見解を内生説、とする。外生説の典型的な例は、中央銀行によるマネタリーベースの増加を出発点として、市中銀行の貸出連鎖を通じてマネーストックが増えるという、金融論教科書でおなじみのフィリップスの貨幣（信用）乗数アプローチである。ちなみに、いわゆるアベノミクスの「第1の矢」も金融緩和で貨幣量を増加させようという外生説に立脚する金融政策である。それに対して内生説は、既存の貨幣が貸借されるのではなく、逆に貸借関係から貨幣が生まれるとする。銀行の貸出にとって「『初めに預金ありき』という前提は不必要なのである」<sup>8)</sup>という練達の銀行実務家の言は、常識からは理解しがたいであろうが、内生説においては信用供与が預金を創出するので、貸出

4) さしあたり、奥山（2009）参照。

5) 以下を参照。岩田（1992）、翁（1992）、古川（1994）、建部（1994）、横山（2015）。

6) ここでマネタリーベースと表記しているのは、日本銀行の統計において「マネタリーベース」とされている「市中に出回っているお金である流通現金（「日本銀行券発行高」＋「貨幣流通高」）と「日銀当座預金」の合計値」（日本銀行ホームページ、マネタリーベースの解説（[www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exbase.htm/](http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exbase.htm/)））を指す。

7) マネーストックとは、「一般法人、個人、地方公共団体などの通貨保有主体が保有する現金通貨や預金通貨などの通貨量の残高」（日本銀行ホームページ、マネーストック統計の解説、第1章 マネーストック統計の概要 p. 1-1（[www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf](http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf)））である。

8) 板倉（1995）xi頁、西川（1984）、吉田（2003）、横山（2015）も参照。

に先行して現金 (銀行券) による預金を集めておく必要はないのである。

なお、本稿は、この外生説と内生説の対立を、理論的考察や計量的分析によってではなく、歴史の実態をただ単純素朴に受け入れることによって解決しようとしている。つまり、ここで試みるのは、外生説が成立しえないこと、すなわち貨幣の内生性を認めざるをえないこと、を明瞭に示している実態の提示である。そこから出発して、最終的には、MMT が内生説的認識をもちながら、国債発行や財政赤字に関しては外生説に陥ってしまう理由を明らかにしていきたいと思う。

以下では、まず「2」において、イギリスにおける事例を用いつつ、外生説とは整合しない歴史上の事態をいくつか示し、次に「3」で、そのような史実の存在にもかかわらず、外生説がいつこうに消滅しない現状を打破するために、新たな視点を導入して貨幣内生性の根拠導出を試みる。すなわち、貨幣生成の前提に信用関係の先行が不可欠であったことを示し、貨幣が内生的にしか生まれえない事実を確認する。そして「4」では、信用が貨幣に先行する事態は大昔に一度起きたことではなく、近代の資本主義経済の金融システムにおいて日々起きている事態であることを、創設時以来のイングランド銀行の業務実態から具体的に確認する。さらに「5」において、銀行券による決済はそれに先行する預金振替による決済を基盤にして展開したことを示して、資本主義経済の主要貨幣である預金通貨と銀行券の関係を信用先行視点から統一的に把握する。最後に、中央銀行が貨幣を自由に増減させえない資本主義の金融構造を明らかにした本論での考察を踏まえて、「6」として MMT に対する評価をまとめる。すなわち、MMT が自国通貨建て国債発行には制約がないという主張に陥るのは、内生的論理が貫徹されていないことを示しているのであるが、それは、MMT における貨幣の内生性認識が信用の先行と預金通貨振替決済という土台に十分に立脚していないために生じるのであり、そこに MMT が論理不徹底に陥る根本的理由があることを提示したい。

## 2 外生説とは整合しない歴史的事態

### 2.1 通貨論争期

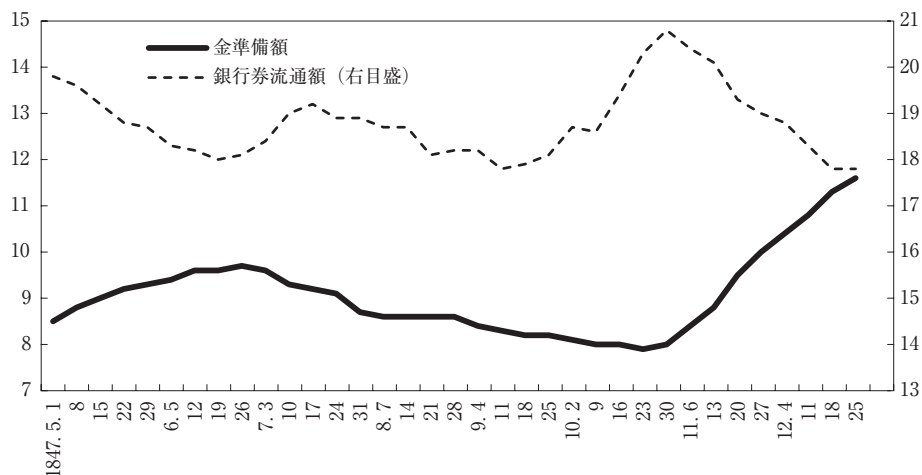
すでに触れたように、外生説と内生説の対立はイギリスにおいては18世紀には始まっていたが、地金論争期には、まだ貨幣流通量などを正確かつ詳細に把握しうる資料が十分にはないので、歴史の実態が外生説は成り立たないことを示しているという点の確認は19世紀の通貨論争期から始める。通貨論争においては、通貨学派の外生説的な主張が銀行学派の内生説的な反対論を圧倒し、1844年にピール銀行法が施行された。<sup>9)</sup> その立法は、イングランド銀行の発券額を1,400万ポンド (固定額) + 金準備保有額にすると定め、金準備の増減に従って銀行券が増減するように考えられたものであり、イングランド銀行は金1オンスを3ポンド17シリング9ペンスで買い取り (発券)、3ポンド17シリング10.5ペンスで売る (銀行券還流) ことになった。それゆえ各種の文献や辞典等は、「イングランド銀行の準備金から五ポンドの金が流出するたびに五ポンド銀行券が発行部に帰って廃棄され、準備金に五ポンド金貨が加わるたびに新たな五ポンド銀行券が流通に入る」<sup>10)</sup> という趣旨の解説を行ってきた。貨幣 (ここではさしあたり銀行券) は経済の外部から統制できるのであり、たとえば金準備増減に一致させる、という認識の下に、それを立法によって実現しようとしたのである。

しかし、現実はどうであったか。図1が示すように、銀行券流通額は金準備増減に従って変動し

9) 金井 (1989) 参照。

10) 玉野井 (1968) 61頁。

図1 ビール銀行法下における金準備額と銀行券流通額  
 ——1847.5.1~47.12.25 (£100万, 週次)



(出典) First and Second Reports from the Secret Committee on Commercial Distress, App. (British Parliamentary Papers, 1847-48, Vol.VIII, Part II)No.5.

なかった。特に1847年秋の恐慌期に注目すると、金準備が減少するとともに銀行券は急増し、逆に金準備の回復とともに銀行券は急減している。ここでは詳論できないが、銀行券は実体経済が必要なら増加するし、不要なら還流してくる。たとえ立法によって統制を試みても、銀行券は金準備の増減とは関係なく、経済の必要に応じて増減した、というのが現実だったのである。これは貨幣の内生性を明確に示す事態ではないだろうか。

## 2.2 金本位復帰と金本位放棄

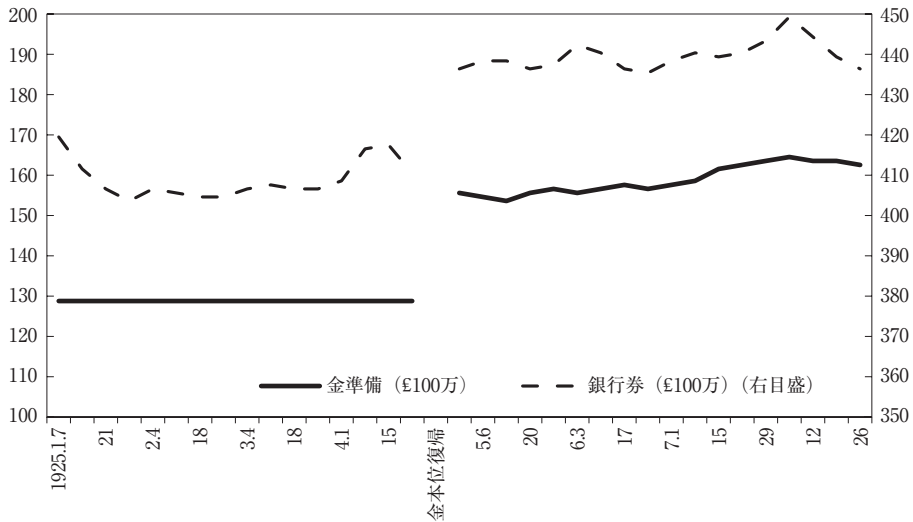
次に、両大戦間期に見られた金本位復帰および金本位放棄の時期を見てみよう。イギリス金本位制は第1次世界大戦によって事実上停止状態となり、戦後は法制的にも停止（金輸出禁止）されていたが、1925年に「再建」される。この金本位復帰は通念的には、金本位制が停止されていると発券額が調節されず、また為替相場も安定しないので、金本位制に復帰して銀行券流通を統制し、ポンド相場も安定させようとしたものと理解されてきた。

しかし、現実はそのような理解を否定している。図2は、金本位復帰の前と後の金準備額と銀行券流通額（この時点ではまだカレンシー・ノートが流通している）の変動を示しているが、少なくとも、復帰前には金準備額に無関係に変動していた銀行券流通額が復帰後になると変動様相を変える、とは決して言えない。なお、復帰に伴い金準備額が急増しているのは、カレンシー・ノート償却勘定に保有されていた2,700万ポンドの金がイングランド銀行券と引換えに同行へ移転されたからであり、いわば勘定の上での操作であって、実体経済や政策の影響ではない。<sup>11)</sup>

また、イギリスは1931年に金本位を停止（以後一度も復帰しないので、この事態を金本位放棄と表記する）している。この政策も通説的には、金準備流出が続くので、準備枯渇を回避するため兌換を停止したと解釈されてきたが、実際には金準備額はある程度流出した後はそれほど減らず、枯渇したのはアメリカ・フランスからの借款で確保していたドル為替・フラン為替であった。ポンド買支えに用いていた外為が尽きたとき、金本位は停止されたのである。しかも、金本位が停止され

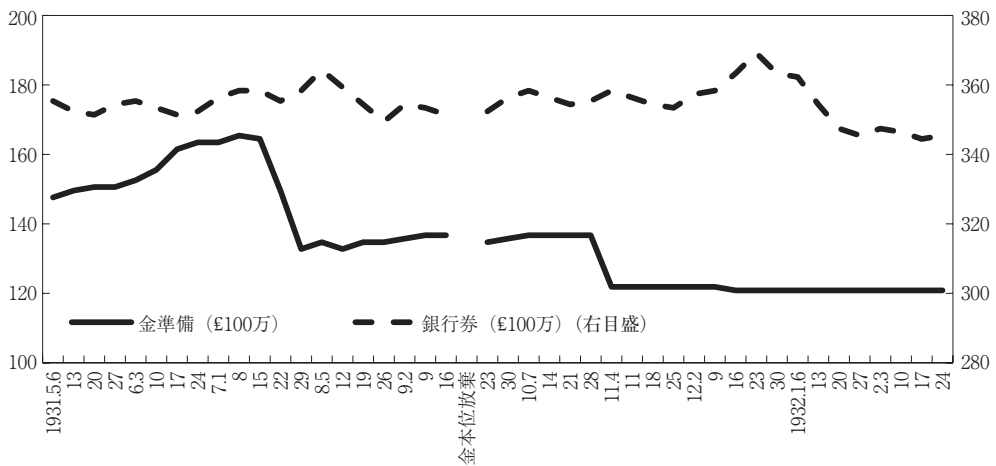
11) 金井(2004)59頁参照。

図2 金本位復帰の前後——金準備と銀行券（カレンシー・ノート含む）



(出典) Daily Accounts 1925, in Bank of England Archive C1/73.

図3 金本位放棄の前後——金準備と銀行券

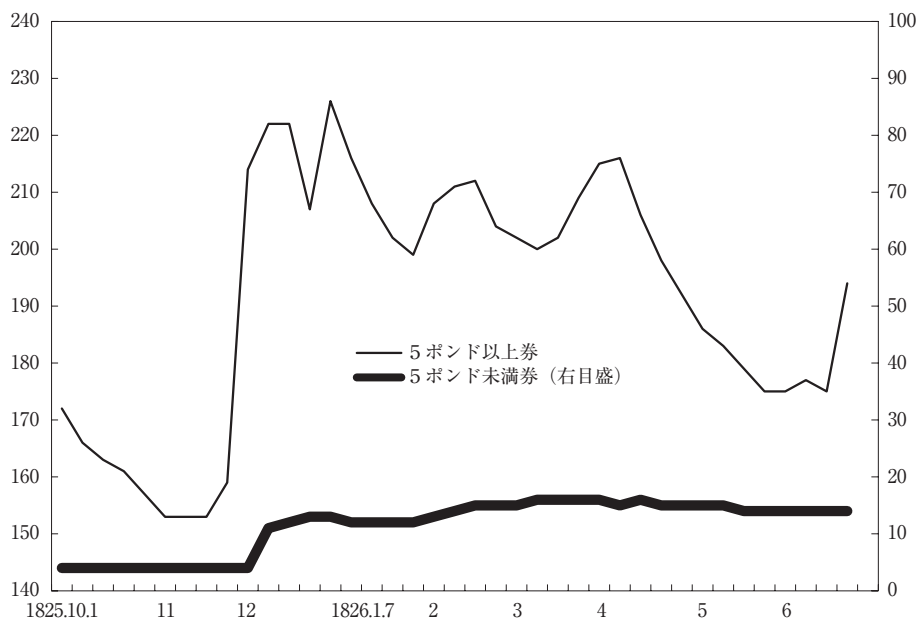


(出典) Daily Accounts 1931, in BoE Archive C1/79. Daily Accounts 1932, in BoE Archive C1/80.

たとき大問題になったのは、兌換不能になったことへの不満よりは、むしろポンドの為替管理開始、すなわちポンドの外貨転換規制による不都合だったのである。<sup>12)</sup> さらに、金本位放棄に関しては、金本位制によって銀行券発行が金準備額に拘束されていたので、発券を自由に拡大できるようにするため行われた、との理解もしばしば唱えられてきたが、その説には何の根拠もないことは図3が示すとおりである。金本位制下では銀行券流通額が金準備に従って変動していないのはすでに述べてきた。そして、その金本位制の「拘束」が外れても、銀行券が自由に増加していけるわけではないのも図から明らかであろう。両大戦間期における金本位復帰も金本位放棄も、共に貨幣の内生性

12) 金井 (2004) 第4章参照。

図4 銀行券の額面別流通額——1825.10/1～1826.6/24 (£10万, 週次)



(出典) Committee of Secrecy on the Bank of England Charter(1832) App. No.83.

を期せずして示しているのではないだろうか。

### 2.3 額面別・地域別に見た貨幣流通

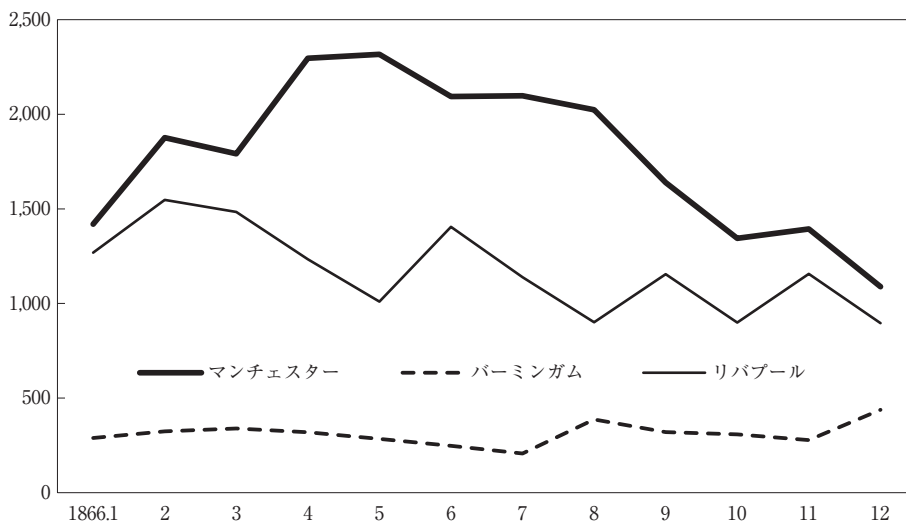
貨幣の流通実態については、総額だけでなく額面別・地域別にも注目して本稿の主張を補完しておこう。図4は、1825年恐慌の際、2,500万ポンドを超える銀行券が流通に出ているのに、金準備は200万ポンド以下になってしまった12月中旬のイングランド銀行において、1818年の日付が付いた一度も発行されたことのない「約60万ポンドないし70万ポンドの1ポンド券を入れた箱」<sup>13)</sup>が「発見」され、それが12月16日から発行された時の状況を示している。ここで注目したいのは、翌26年に入って恐慌の収束とともに、5ポンド以上の銀行券流通額が大きく減少する時期（イングランド銀行に還流してくる時期）に、5ポンド未満券は還流してこないという点である。当時、低額面券は過剰発券をもたらす一因とみなされて、5ポンド未満券は禁止されていたので、低額面通貨が不足していた。それゆえ、銀行券全体としては還流しはじめても5ポンド未満券は流通にとどまったのである。この事態は、銀行券とは経済の外部から、たとえ発券銀行によってさえ恣意的に増加・減少させるものではない、ということを示しているであろう。

銀行券の流通実態については、さらに以下のような事態も確認できる。図5は、1866年に存在していたイングランド銀行の14支店のうち、マンチェスター、バーミンガム、リバプールの3支店の銀行券発行額を示しているが、各支店によって増減の様相は全く異なる。ここでもし、各地域の実体経済が異なるのだから、このようになるのは当然であるというなら、それは期せずして貨幣の内生性を認めたことになってしまうのを自覚すべきであろう。いずれにしても、このような事態も、貨幣量を経済の外部から直接に増減させることはできないことを示しているのではないか。

同様のことは、各支店発行の銀行券を額面別に見た場合からも確認できる。紙幅の都合上、図を

13) Tooke (1838) p.162 n. (邦訳, 152頁).

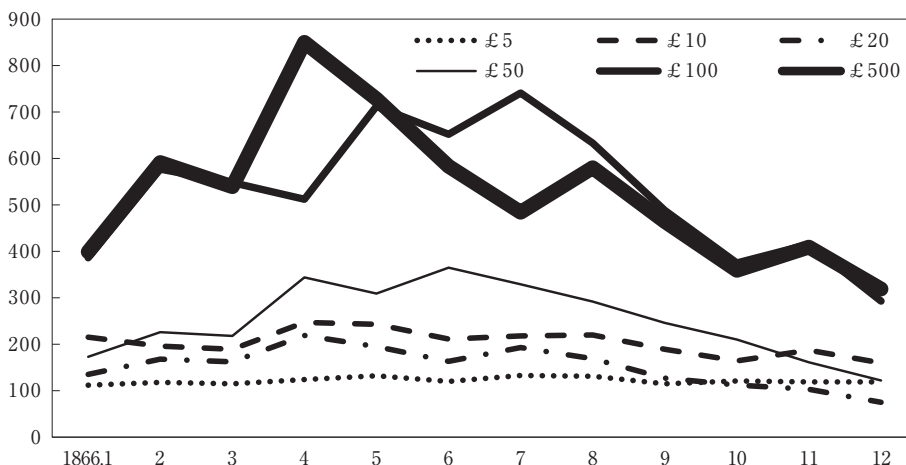
図5 イングランド銀行券の支店別合計流通額（£1万，月次）



(出典) BoE Archive: C96/116 Branch Bank Note Issues: Weekly Note Balances.

図6 イングランド銀行券の支店別・額面別流通額（£1万，月次）

(1) マンチェスター支店：1866.1～12

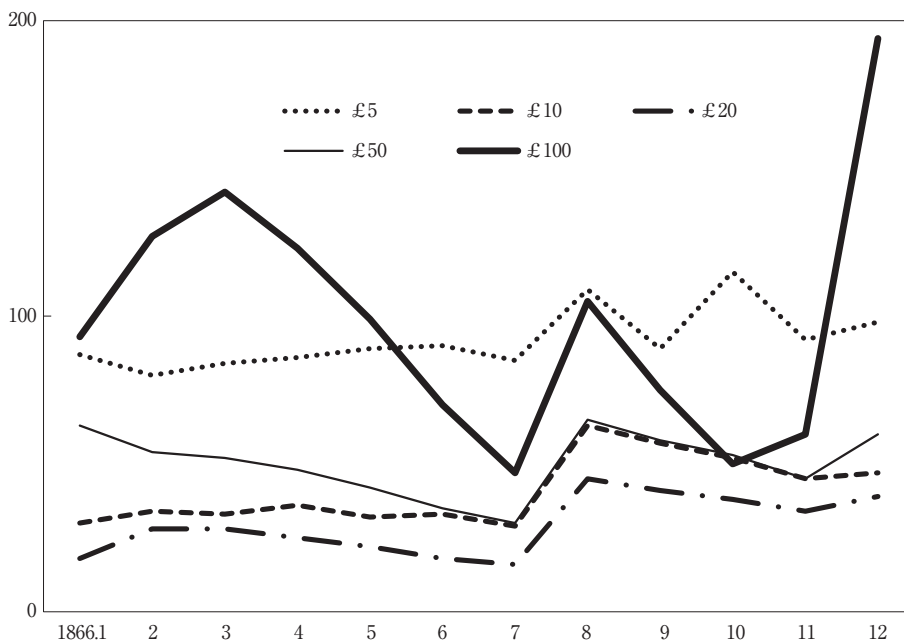


(出典) BoE Archive: C96/116 Branch Bank Note Issues: Weekly Note Balances.

掲げるのはマンチェスター支店とバーミンガム支店のみにとどめるが，図6の(1)(2)は，上述の2支店の銀行券流通額を額面別に表示している．詳論は控えるが，同一支店内においても，ある額面券が増加しているときに他の額面券は減少しているなど，銀行券が実体経済の必要に応じて増減していることは十分にわかるだろう．ちなみに同様の事態は铸貨の額面別・地域別流通額についても確認できるが，その点も紙幅の都合から立ち入らないでおく．

ともあれ，以上の諸事態は，貨幣量を経済の外部から——フィリップスの貨幣乗数アプローチが描くように——直接的に増減させることなどできないと語っている．金融政策にせよ財政政策にせよ，実体経済への影響を通じて間接的に貨幣流通量を増減させる手段や能力は有するとしても，貨

図6 イングランド銀行券の支店別・額面別流通額（£1万，月次）  
 (2) バーミンガム支店：1866.1～12



(出典) BoE Archive: C96/116 Branch Bank Note Issues: Weekly Note Balances.

幣流通それ自体はあくまで経済内部で生じる活動の結果であるというしかないのである。

### 3 信用の先行と内生説

#### 3.1 外生説と内生説の対立克服へ

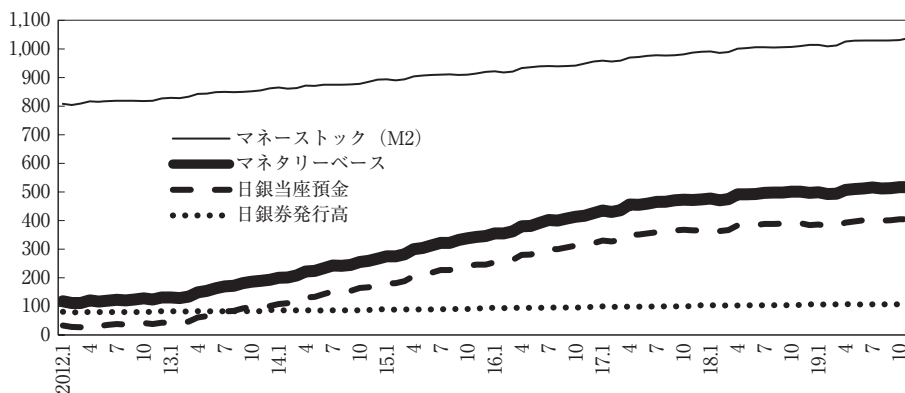
前節「2」において、ピール銀行法下における金準備と銀行券の変動様相、金本位復帰・停止の前後の状況、地域別あるいは額面別の銀行券流通実態等々を確認してきたが、これらを単純素材に見る限り、貨幣の内生性はすでに自明ではないかとも思われる。しかし、金融論の多くの教科書を典型として、外生説は依然幅広く受け入れられており、すでに触れたように、近年にもマネーサプライ論争において外生説と内生説が真っ向から対決した。結局、外生説と内生説の論争が終息しないのは、それゆえ、いわゆるアベノミクス「第1の矢」への評価も割れるのは、端的に言えば、マネタリーベースはマネーストックを統制できるのか否かという問題が解決しないからであろう。

その点を、近年の日本で見られた事態を用いて具体的に確認してみよう。図7が示すように、2012年1月から19年11月の8年間弱においては、マネタリーベースが118兆円から517兆円へと4.38倍になったのに、マネーストックは808兆円から1,038兆円へと1.28倍にしかならなかった。したがって、マネタリーベース操作によってマネーストックを増減させようとする外生説は誤っているといえそうであるが、マネーストックがさほど変動しないのにマネタリーベースは大きく変動したという事態からは、マネタリーベースはマネーストックの結果であるとする内生説もまた否定されたといえてしまう。外生説と内生説の議論は結局、常に水掛け論に陥るしかないようである。

もっとも、同じく図7からマネタリーベース増加の内訳を確認してみると、発券高はあまり増えておらず（81兆円から107兆円）、金融機関が日本銀行に置く預金（日銀当預）が激増している（33



図7 マネーストックとマネタリーベース：2012.1～2019.11  
(兆円、月次・平均残高)



(出典) 日本銀行ホームページ、主要時系列統計データ表、千億円以下切捨て。

兆円から405兆円)。日銀当預は1990年代には3～5兆円程度であったが、2002年頃から10兆円を超すようになり、03年には20兆円台、04年には30兆円台になり、14年の年末には170兆円を超え、19年11月には約405兆円になった。<sup>14)</sup> すなわち日銀当預はすさまじく増加したのだが、GDPが現在とそれほど大きく異なる時代に、金融機関同士の決済は5兆円程度の日銀当預によって無理なく行われていたことを想起すると、この膨大に増加した預金通貨はほとんど動いていない、すなわち名目的に増加しているだけ、とも思われる。そしてもしそうであれば、日銀はマネタリーベースを実質的には増加させえないといえるのだから、外生説は成り立たないとなり、また、マネタリーベースが実質的には増加していないのなら、マネタリーベースはマネーストックの結果であるとする内生説は否定されてはいないといえそうである。しかし、その論証には預金通貨の流通速度が必要になるが、その緻密な測定は少なくとも当面は困難だろう。

とすると、やはり、外生説と内生説の対立はベースマネーやマネーストックの変動分析によっては決着しないとなってしまふ。<sup>15)</sup> かくして、論争に決着をつけるには何か別の視点からの検討が必要だと思われるのである。また、それを果たさねば、MMTに関する考察も詰めていくことはできない。

### 3.2 「貨幣から信用」ではなく「信用から貨幣」へ

貨幣が登場するまでは物々交換が行われており、やがて貨幣の誕生によって貨幣を媒介とする交換となり、そのように貨幣が普及した後にその貸借＝信用が行われるようになったという理解は、かつては特に疑問に思われることもない常識だった。改めて考えてみれば、そのような理解は必ずしも明確な実証的根拠を持たず、ある意味では漠然と想像されていただけでもいえそうであるが、<sup>16)</sup> 要するに貨幣が先に生まれ、信用はその後に展開したと信じられていたわけである。

しかし、近年においては、考古学、古代史、人類学など様々な分野から、初めは物々交換が行われ、そこから貨幣が生まれた、という理解への強い懐疑が提起されるようになった。たとえば、人

14) 図表の提示は控えるが、日銀当預激増の裏側には日銀の国債購入激増がある。

15) 金井 (2015) 14-17頁参照。

16) マーティンによれば、そのような見解の源はアリストテレス、ジョン・ロック、アダム・スミスなどに見られる。Cf. Martin (2013) pp.6-7 (邦訳, 11頁)。

類学者グレーバーは次のように言う。「『むかしむかし物々交換がありました。でも物々交換がなりたつにはとても骨が折れたのです。そこでひとは、お金を発明しました。そこから銀行や信用が発展したのです』。……かくのごとき物語の浸透はすさまじい。この物語はわれらが経済システムの創設神話となってしまうのである。……しかし、悩ましいのはそのようなことが実際に起こったという証拠がないことであり、むしろそんなことが起こっていないことの方を膨大な量の証拠は示していることである。数世紀にもわたって研究者たちは、この物々交換のおとぎの国を発見しようと努力してきたが、だれひとりとして成功しなかった」。<sup>17)</sup>

グレーバーは、人類の当初の経済活動にあったのは物々交換ではなく、贈与や広い意味での信用取引であったと考えるべき具体的事例を多数紹介しているが、本稿では古代・中世やそれ以前の時代について実証的根拠にまで立ち入って論じることは控える。ともかくグレーバーによれば、「ほとんどだれもが、実にさまざまなかたちで、誰かに負債を負っていて、それらほとんどの取引が通貨を使用することなくおこなわれていることが発見されるのだ」。<sup>18)</sup> 彼はまた、フランスやインドや中国における貨幣の歴史に関する書物を見ても、金属貨幣の歴史しか出てこず、信用協定についての議論が不在なのは、硬貨類は考古学的に発掘され保存されるが、信用協定についての資料はふつつ保存されていないからだ、ということに我々の注意を向ける。確かに、紙は数百年、数千年も残ることは難しいので、発掘調査では金属貨幣は出土しても信用取引の記録が見つかることは期待できない。しかしそれは、大昔には金属貨幣が流通していて信用取引はなかったということを証明するものではない。まして、たとえば、日本の中世・近世の貨幣史研究において高木久史が明らかにしているように、<sup>19)</sup> 信用取引が紙への記録もなしに行われる場合もあったとすると、発掘資料のみに依存する研究は実態からかけ離れた経済像を作り上げてきたかもしれないのである。マーティンも言っている「マネーの歴史ほど、物理的に残っているものだけを見ていると判断を誤りやすい領域はない」。<sup>20)</sup>

さらに、信用取引こそが先にあり、貨幣は——信用取引のために債務や債権を記録したり計算したりするために——後から生まれてきた、すなわち「貨幣から信用」ではなく「信用から貨幣」であるという見解は、上述の経済学の神話に浸りきっている思考からは荒唐無稽に思われそうだが、実は、経済学の世界を落ち着いて眺めまわしてみると、かなりの人々がその見解を理解ないし主張している。そこで、信用先行を理解していたと思われる経済学者たちの認識に若干触れておきたいが、その前に、彼らを洗脳し、経済学の神話の呪縛から解放するのに役立つかもしれない1つの事例として、ヤップ島の有名な大きい石貨（フェイ）について、ここで簡略に述べておく。

ヤップ島では魚、ヤシの実、なまこ等が取引されていたが、それは物々交換によってではなく、あのフェイによってでもなく、信用取引によってであった。取引から生じる債権と債務を記録し、債権と債権、債務と債務は相殺され、相殺後に残る差額は繰り越されて、次の取引に使用することができたというのである。<sup>21)</sup> フェイが清算のために運ばれる場合は皆無だったわけではないようだが、フェイは決して交換を媒介する物品貨幣ではなかった。フェイはヤップ島から約500キロメートルも離れたパラオ諸島の1つ、バベルタオブ島から切り出されたもので、ヤップ島に運ばれる途

17) Graeber (2014) pp.28-29 (邦訳, 44-45頁).

18) Graeber (2014) p.22 (邦訳, 35頁).

19) 平安時代や室町時代の庶民は掛取引を行っており、売買の記録だけを残す、あるいは「口頭のみで契約して記録さえしない、信用取引を行った」(高木久史 (2018) 62頁).

20) Martin (2013) p.15 (邦訳, 25頁).

21) Cf. Martin (2014) pp.1-6 (邦訳, 1-9頁).

中で嵐に遭って海底に沈んでしまった場合もあったという。しかし、人々は海底にあって誰も見たことがないその石の存在を、通常は持ち主の家の壁に立てかけられているものと同様にフェイとして認めた。また、家の壁に立てかけられているフェイの場合も、仮に所有権の移転が生じて、大型のものについては位置を動かすことなく、印をつけることさえなく、所有権の移転を承認しあった。

以上の話は原始的に感じられるかもしれないが、現代の銀行の預金口座の場合も、そこに記帳された数字に匹敵する現金貨幣 (銀行券) が——当該支店の金庫には顧客の預金合計を遥かに下回る額しか存在していなくても——あると想定して決済している。ヤップ島における決済と今日の金融システムにおける決済とは、さして違いはないのではないだろうか。

そして、このヤップ島について紹介するファーネス (William Furness) の本<sup>22)</sup> に遭遇した20世紀の著名な経済学者たちが、ヤップ島で見られる事態の意義に気づいたのである。「ジョン・メイナード・ケインズは、ヤップの島民はマネーの本質を明確に理解していると賞賛していたが、……ミルトン・フリードマンもまた、ヤップの島民は……マネーは商品ではなく、信用取引をして、それを清算するシステムなのだということをはっきりと認識していたとほめたたえた」<sup>23)</sup> 金融史家キンドルバーガーも「経済史家はことあるごとに、経済取引は自然経済や物々交換経済から貨幣経済を経て、最終的に信用経済へと進化してきたと唱え続けている。……残念ながら、それはまちがっている」<sup>24)</sup> と述べている。それらの認識は経済学あるいは貨幣理論に体系的に組み込まれなかったので「物々交換から貨幣生成へ」の神話が長く生き続けたのかもしれないが、経済学の神話の呪縛から多少とも自由になれば、たとえば「ポランニーもブローデルも信用経済を、貨幣経済 (金属貨幣経済) よりも発展した段階とは考えておらず、むしろ物々交換 (商品貨幣) とのあいだに強い親近性を認めている」<sup>25)</sup> という桜井英治の指摘も理解しやすくなるだろう。あるいはまた、ドイツ歴史学派のヒルデブラント等が唱えた、「現物経済→貨幣経済→信用経済」といった発展段階論の実証的根拠を問い直す必要性が強く感じられるようになるだろう。

貨幣がないときには、物々交換したり、何らかの物品を貨幣代わりに使って交換したり、という事態が生じることはあっただろう (そういう事態は、むしろ貨幣による交換が経験された後に起こる、という点には踏み込まないでおく)。<sup>26)</sup> しかし、『宇治拾遺物語』や『今昔物語集』の「わらしべ長者」に出てくるような、偶発的、非継続的な物々交換なら社会のあちこちで起こりうるとしても、社会的再生産総体を円滑に進行させようとする物流がすべて物々交換によって行われるなどということはありえない。メソポタミアの楔形文字による記録が「信用システムが硬貨の発明に数千年も先行していた」<sup>27)</sup> のを明らかにしたのである。

さて、本稿は、資本主義下で見られる貨幣 (銀行券) の諸々の流通実態が内生説の正しさをすでに明示しているのではないかと主張した。しかし外生説と内生説の対立が依然として決着しない現状を前にして、別の視点からの考察も必要であると考え、貨幣よりも信用取引が先行し、そこから計算貨幣として貨幣 (イマジナリー・マネー) が登場するという信用先行の視点に着目した。そして、貨幣の生成にはそれに先立って信用関係がなければならなかったことを示すこの知見は、現代

22) Cf. Furness (1910).

23) Martin (2013) p.13 (邦訳, 22-23頁).

24) Kindleberger (1993) p.21.

25) 桜井 (2017) 265-267頁参照.

26) Cf. Graeber (2014) p.37 (邦訳, 57-58頁).

27) Graeber (2014) p.38 (邦訳, 60頁), Cf. Karimzadi (2013).

金融の理解にも示唆に富むと評価した。なぜなら、信用関係がなければ貨幣は生まれなかったとするなら、その事態は貨幣の内生性の論証に大きな意義をもつはずだからである。もっとも、本稿の課題はMMTが抱える問題点の解明であり、そのために資本主義経済における金融システムを正確に把握することである。つまり、本稿においては古代などに見られた事態とは独立に、資本主義それ自体において信用の先行性、したがって貨幣の内生性を示さねばならない。要するに、現代の貨幣（預金通貨と中央銀行券）も信用取引から生まれること、すなわち、「信用が先で貨幣が後」というのは遠い昔に一度起こった出来事なのではなく、現在でも日々繰り返されていることを明らかにして、貨幣の内生性を説得的に提示し、そこからMMTにおける論理不徹底の原因を導出しようとしているのである。

ただし、議論をそこへ進める前に断っておかねばならない点がある。改めて言うまでもなく、いつ頃からどのようにしてかはともかく、金属貨幣流通が存在してきたことは否定できない。鎮目雅人のいう「外部貨幣」である。素材が金属か否かはとりあえず別としても、鎮目によれば、商品貨幣に起源をもつ貨幣＝「外部貨幣」と、社会内部の信用から派生した貨幣＝「内部貨幣」とがあり、その各々がそれぞれに発行方法・流通形態を展開させ、また両者は相互に様々な関係を取り結び、その関係様式がまた展開していく。それゆえ、貨幣を総体的に把握するには、「内部貨幣」だけではなく、「外部貨幣」およびそれと「内部貨幣」との関連をも検討せねばならないというわけである。<sup>28)</sup> そのとおりであり、本稿はその課題を軽視するわけではないが、本稿がここで行っているのは、いわば「内部貨幣」の側のみの考察にとどまる。もっとも、発達した資本主義における基本的貨幣は中央銀行券と預金通貨であるから、「内部貨幣」のみの考察でも資本主義の金融システムの検討にとっては十分な意味があり、したがって、MMTに関する考察にとっても意味があるはずである。

## 4 銀行券の生成と発展

### 4.1 銀行券の生成

貨幣が生成した後に信用取引が始まるという従来の常識は誤りであり、逆に貨幣は信用取引から生まれるとするなら、それは近代の銀行券についても言えるのではないのか。否、むしろ言えないといけないのではないのか。そして信用取引が銀行券の前提にあるとするなら、それは内生説の正しさの証明ではないのか。外生説と内生説の対立を別の視点、すなわち信用先行視点を導入することによって決着させようとするのは以上のような問題意識からであり、本稿はその視点から内生説の確証を得て、それに基づいて、MMTにおける論理不徹底を剔抉しようとしているのである。

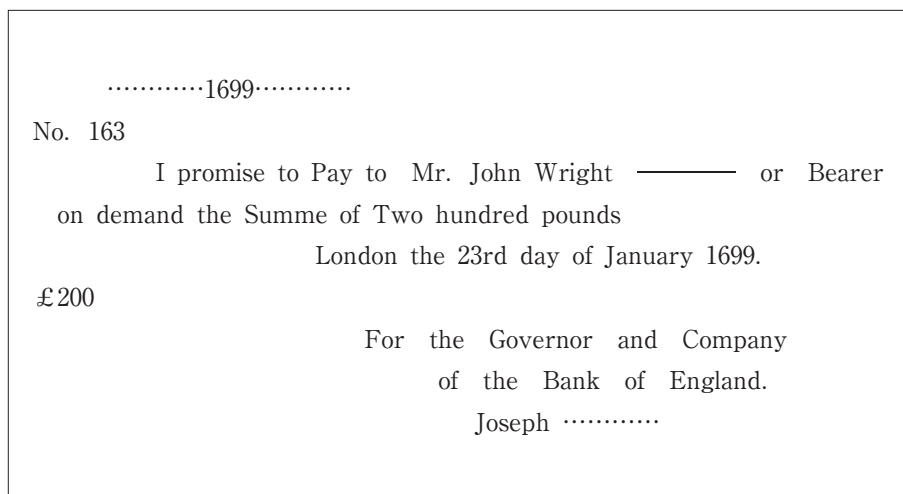
本稿は「1」において、MMTが内生説に立っているように見えながら、国債発行を巡っては外生説的主張に陥ってしまうのは何故かを解明するには、貨幣の内生性が何を基盤としているのかを明らかにせねばならない、と述べた。つまりMMTは、たとえ内生説的認識を示してはいても、貨幣の内生性が何に由来するのかを必ずしも十分に自覚できていないゆえに、外生説的認識から脱却しきれないと思われるのである。そこで、そのことを明らかにしていくために、本章「4」では、そもそも銀行券はどのようにして生まれたのかを改めて問うてみたい。

まず目を向けるべきは17世紀末のイングランド銀行創立時である。実は、イングランド銀行が設立された1694年7月27日の午後、同行最初の理事会（Court of Directors）で一番初めに議論されたのは、預金に対する受領証を付与する方法についてだった。そして次の3方法が決められた。<sup>29)</sup>

①一部が支払われた場合にはそれを券面に記す（すなわち一部のみを受け取り、残額は残してお

28) 鎮目（2018）63頁参照。鎮目（2020）も参照。

## 資料 A ランニング・キャッシュ手形 (再現)



(注) 英語の綴りは原資料のまま。

(出典) BoE Archive: ADM6/77.

くことができる) ランニング・キャッシュ手形 (running cash note) を渡す。

②勘定が記入される帳簿 (Book) または文書 (Paper) を保存する。

③勘定保有者がイングランド銀行宛に振り出した手形を引き受ける。

①については裏書譲渡が可能、したがって持参人に対しても支払うことが想定されていた。<sup>30)</sup>つまり、容易に推測できるように、この①が後の一覽払い兌換銀行券の原型である。②は現代における預金通帳のようなものを想起すればよいだろう。③は、「預金者に対してイングランド銀行宛に手形を振り出す権利を与え」、<sup>31)</sup> それを引き受けるということであるから、後の小切手 (cheque) に似たものと考えられる。

この3方法を決定した理事会は、必要となるランニング・キャッシュ手形を日付欄、金額欄などを空白にした様式で印刷することを決める。この手形の現物はイングランド銀行博物館に展示されているが、資料 A は、1901年に作成されたと思われるイングランド銀行の内部文書<sup>32)</sup>の中に再現されているものである。これは、イングランド銀行がジョン・ライト氏または持参人に200ポンド

29) Cf. Bank of England Archive (以下 BoE Archive): G 4/1 Court of Directors: Minutes (27 Jul. 1694~20 Mar. 1695), pp.1-4.

30) 約束手形の裏書譲渡は1704年まで法制上認められていなかったため、持参人への支払いに支障が出るのを避けるため、受取人を示す「または持参人」という語の前に「イングランド銀行に良く知られている人物の名前」(Anon.(1969) p.215) が書かれるようになった。その名前は18世紀半ば頃に業務局長 (Chief Cashier) になったが、19世紀に入っても残っていたその慣行は「受取人から業務局長の名前を除外し、今日のように持参人だけに支払われるものにする決定」(Anon.(1969) p.217) によって、1855年によく消滅した。以下も参照。Mackenzie (1953) Keyworth (2003) pp.2-3.

31) Anon.(1969) p.212.

32) BoE Archive: ADM 6/77 The Issue Department: Bank Notes — General. 表紙に「Bank Notes — General 1901—1965」と記されているこのファイル内に、1番目の文書として、上端に「PRIVATE AND CONFIDENTIAL」と記されている以外にはタイトルらしきものない6ページの文書が収められているが、その3ページ目から5ページ目に、「MEMORANDUM ON BANK OF ENGLAND NOTES」と題された3ページの文書が挿入されており、その末尾に「経理局長室 (Chief Accountant's Office) 1901年11月」との記載がある。

を支払うことを約束する、1699年に発行された手形であるが、「枠は印刷されている。日付、名前および金額は手書きである」との説明が付けられている。注目しておきたいのは、この手形にも、現代のイングランド銀行券に印刷されている「私は□□ポンド（額面）の金額を持参人に対して要求あり次第支払うことを約束します」という文とほぼ同じものが入っていることである。逆の言い方をするなら、現代のイングランド銀行券にも、ランニング・キャッシュ手形に記されていたものとほぼ同じ文が依然として印刷されているのである。ランニング・キャッシュ手形を今日の銀行券と本質的に同じものとみなすことには何の無理もないだろう。

たまたま資料 A の金額には端数がないが、ランニング・キャッシュ手形は預金に対して発行されるものである以上、端数付きの場合もあった。しかし、名宛人だけでなく持参人にも支払われ、また一部のみを現金化して残額を保持し続けることも可能だったこの手形は、他の手形類とは異なって使用し続けられていった。たとえば、シールド・ビル（sealed bill、署印手形）は、通常は利付きの約束手形で、現金預入れや手形割引に際してイングランド銀行から発行されたが、1716年以後は使用されなくなる。また、勘定保有者がイングランド銀行宛に手形を振り出せた勘定口座手形（accomptable note）も1741年以降は使われない。他にも正貨手形（specie note）などがあったが、ランニング・キャッシュ手形は残り、しかも、「部分的に印刷されているだけで、しばしば半端な金額を預金受領係によって記入されたこれらの紙券が、徐々に流通し始めた。……人々は、内在的な価値をもつ金貨あるいは銀貨よりもむしろ、払い戻す約束が記載されている1枚の紙の方を好んだ」<sup>33)</sup>ということなのである。

ここで銘記しておきたいのは、たとえ名宛人（預金者）だけでなく持参人にも支払われたにせよ、この紙券は預金に対して発行されたものである、という点である。すなわち、イングランド銀行が自由に「発券」できるものではなく、同行へ資金の預入れがあって初めて発行されえたのである。「徐々に流通し始めた」この紙券は、債権債務関係の生成によって初めて生まれ、その消滅と共に消える債務証書であったことを強調しておきたい。

#### 4.2 清算簿

イングランド銀行では自らの債務であるランニング・キャッシュ手形の発行を記録する必要があるため、清算簿（Clearer）という帳簿が作成されていた。すなわち、全額あるいは一部が未払いの手形（銀行券）——ここではさしあたり、18世紀半ば頃までのものを「ランニング・キャッシュ手形」ないし「手形」と、それ以降のものを「イングランド銀行券」ないし「銀行券」と、それぞれ表記し、文脈上両用語を想起したい場合にはカッコ書きを加える——についての記録である。現存する最も古い清算簿<sup>34)</sup>には1697年3月26日から1722年6月26日までの記録が載っているが、その12頁の一部を抜粋したものが資料 B である。左からの4欄は、ランニング・キャッシュ手形の発行日、手形が記録されていた帳簿の番号、その帳簿における手形の掲載頁、手形の通し番号である。それに次ぐ3つの欄は、当初の預金者すなわち手形名宛人、金額、支払い記録である。

資料 B の名宛人欄 2 人目 Badmering 氏を例にして、この清算簿が表していることを確認すると、まず1701年10月7日に84ポンド 5 シリング 8 ペンスが預金され、それに対して発行された手形は51

33) Keyworth(2003)p.2.

34) BoE Archive: C 96/211 Bank Notes (Clearers): Clearing Note Book (26 Mar. 1697—26 Jun. 1722). イングランド銀行文書室の「目録 (Catalogue)」に付けられている「解説 (Description)」に、この C96/211 が「最も古い現存する『清算簿』」との記述がある。なお、この帳簿自体は「明らかに1764年以後に作成されており、その時に原簿は恐らく破棄された」(BoE Archive: ADM 6/77 The Issue Department: Bank Notes.) ようである。資料 B からわかるように、元の帳簿に関する情報も記されているのは、記録が転記されたためと思われる。

資料 B 清算簿 (一部抜粋)

発行日	帳簿 番号	頁	手形 番号	名宛人	£	s	d	支払日	£	s	d
(1701年)											
Oct. 7	53	596	153	Tho. Clarke	100	—	—	1702. Oct. 9.	100	—	—
—	—	599	51	Jn. Badmering	84	5	8	1704. Oct. 20.	34	5	8
								1705. Ap. 26.	30	—	—
								1705. Aug. 31.	20	—	—
									84	5	8
Oct. 8	—	609	86	John Dillingham	80	—	—	1702. Sep. 30.	80	—	—
—	—	610	129	Jn. Holditch	18	5	6	1702. Decem. 7.	18	5	6
Oct. 10	—	637	96	Jam Brailsford	190	14	4	1703. July 7.	141	13	4
								Sep. 8.	49	1	—
									190	14	4

(注) 英語の綴り等は原資料のまま.

(出典) BoE Archive: C96/211.

という番号を付けられて、第53番帳簿の599頁に記録されていた。その後その手形には、1704年10月20日に34ポンド5シリング8ペンスが支払われ、残りの50ポンドの内30ポンドが05年4月26日に、さらに20ポンドが8月31日に、それぞれ支払われ、全額の支払いが完了した。イングランド銀行と預金者の間の債権・債務関係の発生に伴って01年10月7日にランニング・キャッシュ手形が生まれ、05年8月31日に債権・債務関係と手形が消滅した、というわけである。

前節「4.1」でランニング・キャッシュ手形の金額は端数付きの場合もあったと述べたが、それは資料 B にも示されている。また、資料 B からは、名宛人ないし持参人が一度に全額を受け取らない場合が珍しくないこともわかる。手形(銀行券)の寿命は様々であったようで、資料 B にある1701年10月に発行された5枚は05年8月までにすべて還流しているが、長期間決済されないままのものもあった。

なお、清算簿の様式は時代とともに少しずつ変化している。<sup>35)</sup>たとえば1794年10月以降を記録する清算簿は全5巻あり、第1～3巻が10ポンド券、第4巻が支店の10ポンド券、第5巻が15ポンド以上を記載している。そして、そこにはこの時期の清算簿ならではの内容があるので、第1巻(1794年10月1日—1926年8月18日)<sup>36)</sup>を例に一瞥しておきたい。この巻はすべてが10ポンド券であるから額面欄はなく、1つの枠が朱線で上下2段に分けられ、上段に発行日、下段に銀行券番号が書かれているだけなのだが、番号の両側に「通用停止 (STOPPED)」の朱色スタンプが押されている券がときおり現れる。そして巻末に、通用停止となった償却済み銀行券の一覧表が付けられている(資料 C 参照)。したがって、一覧表に掲載されている券が元々記録されていた清算簿の頁(フォリオ)へ戻ると、そこに「通用停止」スタンプが押された同一券があり、両者を照合して間違いでないことを確認できるのである。また、償却済み一覧表には通用を停止させた人すなわち銀行券呈示者も記録されている。なお、清算簿は、上記のごとく1926年になっても作成されているのであるが、銀行券1枚ごとの記録は次第に維持されなくなっていく。<sup>37)</sup>

以上、清算簿をやや詳しく見てきたが、この帳簿は銀行券の本性を実によく示しているといえよう。ランニング・キャッシュ手形(銀行券)とは、発行者たるイングランド銀行がこのように債務

35) 詳しくは金井(2017)Ⅲを参照。

36) BoE Archive: 13A 123/1 Bank Notes (Clearers):£10 Clearer (1 Oct. 1794—18Aug. 1926).

37) その具体的過程については本稿では立ち入れないので、さしあたり次を参照。Anon.(1962)。

資料 C 償却済み銀行券の一覧表 (一部抜粋)

清算簿頁	発行日	番号	通用停止日	呈示者
7	20 September 1798	9982	17 October 1798	Mr. Dunn
8	3 January 1799	2338	7 March 1799	Mr. Hunt
8	18/19 January 1799	8727	4 March 1799	Mr. Jones
8	8 April 1799	2960	28 October 1799	Mr. Wallace
9	3 September 1799	2066	15 November 1799	Wright & Co.
9	18 September 1799	8786	15 November 1799	Wright & Co.
9	20 December 1799	1765	19 March 1800	Mr. Hall
10	24/25 June 1800	9307	24 September 1800	Esdaile & Co.
10	4 July 1800	6632	12 September 1800	Lefebvre & Co.
11	29 November 1800	1400	1 January 1801	Mr. Parkin

(出典) BoE Archive: 13A 123/1.

として管理し続けねばならないものだった。誕生日と死亡日が並んでいて、寿命が一見してわかる償却済み一覧表が語り出しているように、手形（銀行券）は債権・債務の発生とともに発行され——あるものは途中で金額を減らしつつ——、やがて還流して債権・債務を消滅させ、みずからも消滅するのである。要するに、資金の預入れもないのにイングランド銀行が恣意的に「発券」できるものではない。そのようなものをどうして独自に「増刷」したり「増発」したりできるのだろうか。

#### 4.3 額面の印刷

本稿は信用の先行という視点から銀行券の内生性を明らかにするため、ランニング・キャッシュ手形（銀行券）が本来は預金の受領証であったことをまず確認したが、当然ながら、この手形は預金受領証として以外にも発行されるようになり、それゆえ、当初は手書きであった金額が印刷されるようになっていく。金額すなわち額面の印刷が検討されるのは意外に早く、イングランド銀行設立の翌年1695年5月1日の理事会においてであったが、5、10、20、30、40、50、100の各ポンド、計7種の券は偽造などの問題もあり、使用が長続きしなかった。額面印刷が再び始まるのは1725年である。この年、イングランド銀行の理事会は20、30、40、50、100の各ポンド用の銅版準備を命じているが、ただし、「額面が印刷されるようになった時でさえ、預金の正確な額を示すため預金受領係は手形に手で記入できた。この慣行は18世紀の遅くまで続いた」<sup>38)</sup>つまり、端数のない額面金額があらかじめ印刷されるようになって以降も、実際には同一券面での印刷と手書きの混在など諸々のことが行われたようである。

いずれにしても、あらかじめ額面印刷したものが用意しておかれるようになったのは、預金の受領証としてではないランニング・キャッシュ手形の発行が増加してきたからだろう。創立直後からの顧客勘定元帳 (Customer Account Ledger) や、それに続く総勘定元帳 (General Ledger)<sup>39)</sup> から、イングランド銀行が為替手形割引、貸付、地金売買、割符 (tally) と支払い指図書 (order) の割引、為替手形振出と送金等々、預金業務以外も行っていたことがわかる。さらに、1725～32年の総勘定元帳<sup>40)</sup> にも、為替手形、地金などに関する勘定記載があり、また東インド会社 (East In-

38) Keyworth (2003) p.2.

39) Cf. BoE Archive: C 98/2512～2515 Drawing Office: Customer Account Ledger, A-Z (Aug. 1694—Dec. 1694), A-Z (Dec. 1694—Feb. 1695), A-K (Mar. 1694—May. 1695), L-Z (Mar. 1694—May. 1695); ADM 7/1 Banking Department General Ledger (1695—1698); ADM 7/2 Banking Department General Ledger (Supplement).

40) Cf. BoE Archive: ADM 7/10 Banking Department General Ledger (1 Sep. 1725—31 Aug. 1732).



表1 下記諸額面券の最初の発行日

5ポンド	1793年4月5日
200ポンド	1794年10月11日
100ポンド	1794年10月24日
300ポンド	1795年1月10日
500ポンド	1795年9月19日
1ポンド	1797年3月2日
2ポンド	1797年3月4日
1,000ポンド	1802年10月1日

(出典) BoE Archive: ADM 6/77.

dia Company) などへの貸付勘定も数多く見られる。なお、総勘定元帳などにはランニング・キャッシュ手形による出入金記帳例が見当たらず、勘定口座への出金 (To Balance)・勘定口座からの入金 (By Balance) の他には、「現金」による出金 (To Cash または To Cash Paid)・「現金」による入金 (By Cash または By Cash received) と書かれている場合がほとんどであるが、記帳における「現金」とは多くの場合ランニング・キャッシュ手形だったのである。そのように推定できる根拠は少なくないが、<sup>41)</sup> 一例のみあげれば、イングランド銀行の信用供与が約400万ポンドだった1725年頃に、320万ポンド強のランニング・キャッシュ手形が発行されている。したがって、業務が主に鑄貨によって行われていたとは到底言えない。つまり、「現金」がすべて鑄貨だったとは考えられないのである。1707年の小冊子によれば、手形割引を依頼する者は「貨幣 (money) をほとんど要求しないで、むしろ紙券 (notes) を選んだ」ようである。<sup>42)</sup>

さて、初めに流通に入った金額印刷済みの額面は10, 15, 20, 25, 30, 50の各ポンドであり、それ以外の額面券の最初の発行日は表1のとおりである。18世紀末になれば5ポンド以下の低額面券も登場するが、それ以前は相当な高額面券しかなかった。18世紀中葉における年間賃金は一般労働者で20ポンド、熟練工で30~40ポンド程度<sup>43)</sup>であったから、ランニング・キャッシュ手形 (銀行券) は少なくとも18世紀末までは日常的商品売買に使用できるものではなかったのである。ともあれ、ランニング・キャッシュ手形 (銀行券) は額面が印刷され、低額面券も存在するものに進化していったのであるが、<sup>44)</sup> ここでも銘記されねばならない点がある。たとえ額面金額印刷済み手形が準備されていても、それは単なる紙片である。提示すれば持参人に支払われる紙券が先に存在していて、それを用いて業務が行われるということではない。ランニング・キャッシュ手形 (銀行券) は、預金、手形割引、貸付など何らかの信用取引が行われて初めてイングランド銀行の債務として発行され、経済活動の中に出ていくのである。そういうものを、イングランド銀行は信用取引もなしに経済に「投入」できるのだろうか。

## 5 貨幣内生性の基盤——預金振替決済と預金通貨・銀行券

以上ではランニング・キャッシュ手形 (銀行券) を中心に見てきたが、その手形はそもそも預金の受領証であった。では、イングランド銀行への預金はなぜ行われ、同行はなぜ預金を受け入れるのだろうか。

41) 金井 (2017) IV を参照。

42) Cf. Clapham (1958) pp.122-123 (邦訳, 139-140頁)。

43) ミッチェル, B. R. 編, 犬井正監訳, 中村壽男訳 (1995) 153頁参照。

44) 署名も印刷となり、すべてが印刷された銀行券が初めて登場するのは1853年である。Cf. Keyworth (2007) p.4.

これについてはゴールドスミス (goldsmith) を想起せねばならない。すでに研究史から明らかのように、<sup>45)</sup> ロンドンではイングランド銀行創設前の17世紀半ば頃から、本来はその名のとおり金細工商であったゴールドスミスが、金貨等の保管、両替、貸付に加え、預金受入れ、出納・決済サービスの提供を行うようになっていた。外国為替業務のためのコルレス先も確保していたといわれている。そして、ゴールドスミスが預金の受領証として発行したゴールドスミス手形 (goldsmith note) は、持参人に一覽で支払われる約束手形として裏書譲渡され流通した。また、商人たちはゴールドスミスに勘定を保有し、ゴールドスミス宛に振り出した手形によって支払うようになった。<sup>46)</sup> しかも当時ロンドンに数十行ほどあったゴールドスミスのほとんどが、その内の有力2行であったバックウェル (Backwell) とヴァイナー (Viner) に勘定を開設していたのである。「中央銀行業務について語るのに行き過ぎとしても、『銀行家の銀行家』について語るのには現実離れたことではない」。<sup>47)</sup> つまり、各顧客とゴールドスミスとの間で預金残高を増減させる決済が普及していただけでなく、ゴールドスミス間で預金残高を増減させて清算することが可能になっていたのである。

このような預金振替決済システムがゴールドスミスによって構築されていたときにイングランド銀行は創設された。だから、イングランド銀行理事会が真っ先に預金の受領証について検討したのも当然だったのである。また、預金に対する受領証付与の第1の方法はランニング・キャッシュ手形発行だったが、それとてゴールドスミス手形を受け継いだものだったのである。「結局のところイングランド銀行券が由来するのは、これらのゴールドスミス手形なのである」。<sup>48)</sup> 「今日のイングランド銀行券——それは要求ありしだい持参人に支払う約束である——は、もともとゴールドスミスによって、そしてその後イングランド銀行によって発行された預金手形 (Deposit Note) ——それは名指しされた個人に支払われうるものだった——の現代における後継物なのである」。<sup>49)</sup> ゴールドスミス手形の方は、「南海の泡沫」(1720年)後の1730年前後にはランニング・キャッシュ手形に完全に凌駕され、18世紀半ば過ぎには発行されなくなる。つまり銀行券として普及・定着して現代に至ったのは、ランニング・キャッシュ手形 (イングランド銀行券) なのである。

一般的には、手形・小切手の交換・清算制度が十分に整備されていなければ、預金振替による決済が広く行われることはないといえよう。しかし、創立から1725年前後までの総勘定元帳からは、イングランド銀行がフォックス (Fox)、スティーブンス (Stephens) などの銀行や、チャドウィック (Chadwick)、シニョーレ・ボードアン&サンティーニ (Seignoret Baudouin & Santini) などの会社と行う取引においては、勘定口座への支払いや勘定口座からの受取りが行われたことがわかる (資料D参照)。さらにまた、イングランド銀行とその顧客との間においてだけでなく、勘定保有者同士の間においても振替は可能だった。「勘定間振替という便宜はアムステルダム銀行が提供した最もよく知られた便宜の一つだったし、イングランド銀行が最初からそれを許さなかったということはありそうもないことのように思われる。……預金者は、彼の勘定から振り替えることができ、その勘定に対して『手形を振り出す』こともできた」。<sup>50)</sup> それは理事会議事録からも伺える

45) ゴールドスミスに関しては以下を参照。Bisschop (1910), Andréadès, A. translated by Meredith, C. (1909), Feaveyear (1963), Clapham (1958), 田中 (1966), 楊枝 (1982), 楊枝 (2004)。

46) Cf. Clapham (1958) p.12 (英国金融史研究会訳, 16頁), 楊枝 (1982) 173頁, 楊枝 (2004) 194頁。

47) Clapham (1958) p.10 (邦訳, 14頁)。

48) Anon. (1969) p.211。

49) BoE Archive: ADM 6/77The Issue Department: Bank Notes。

50) Clapham (1958) pp.141-142 (邦訳, 161頁)。

## 資料 D 顧客別貸付勘定の一例

Dr.		Acco <sup>t</sup> of Loan to South Sea Company.		Cr.	
1731				1731	
May 17	108	To Cash.....lent.....	10000 —	Aug <sup>t</sup> .31	By Balance Fol <sup>o</sup> 649.....
18	109	To Ditto.....	25000 —		<u>105000 —</u>
19	110	To Ditto.....	10000 —		
20	111	To Ditto.....	10000 —	Octo <sup>r</sup> .8	221 By Cash.....red. in full..
21	112	To Ditto.....	10000 —		<u>105000</u>
22	113	To Ditto.....	5000 —		
24	114	To Ditto.....	5000 —		
Aug <sup>t</sup> .17	179	To Ditto.....	10000 —		
18	180	To Ditto.....	10000 —		
19	181	To Ditto.....	10000 —		
			<u>105000</u>		
Sep <sup>t</sup> .1		To Balance Fol <sup>o</sup> 650.....	<u>105000</u>		

(注) Dr.は借方. Cr.は貸方. Acco<sup>t</sup>は Account, Fol<sup>o</sup>は Folio (フォリオ), red.は reduction の意. したがって red.in full は全額返済の意, と思われる。

(出典) BoE Archive: 7/10(General Ledger No.8, p.54).

し、1695～97年の顧客別帳簿にも、他の勘定口座への出金（払出し）や他の勘定口座からの入金（受取り）と思われる記帳が見られる。<sup>51)</sup> 預金振替決済が行われていたのは間違いない。

いずれにしても、イングランド銀行へ預金が行われ、また同行がそれに対応すべく預金受領証について検討したことの背景には、預金受領証や保有勘定への手形振出を用いて預金残高を増減させる決済方法の普及があったといえよう。ランニング・キャッシュ手形（銀行券）が発行される基盤には預金振替決済の展開があったのである。銀行券は、日常的商品売買を媒介したわけではなく、預金残高を増減することによって債権・債務の解消を遂行したのである。

なお、念のために再度強調したい。ある預金の残高を減らして他の預金の残高を増やすための発券は、経済内部の取引から生じた債権・債務を解消するためになされるのだから、発券に先行する信用取引なしには行えない。同時に、債権・債務解消のために増減される、前提としての預金もまた信用関係の先行なしには生まれえない。したがって銀行券の流通とは、発券に先行して行われていた信用取引によって生まれた預金を前提にして、同じく発券に先行して生じた債権・債務を解消するために、預金残高を増減させる動きなのである。このように把握すれば、銀行券に対する信用の先行性、そして銀行券流通に対する預金振替決済の根源性、が理解されるであろう。「銀行券が信用関係を生んだ」のではなく、「信用関係が銀行券を生んだ」のである。それゆえ、預金も銀行券も内生的に把握されるべきなのである。

本稿が以上に述べてきた主張に対して、初期の銀行券にはそういう性質があったとしても、その把握は現代の銀行券には妥当しない、という反論があるかもしれない。それに対しては、現代の銀行券についての木下信行の解説が参考になるだろう。「日本銀行券は、消費者、商店、銀行のもつ預金残高を増減するための手段として使用されている」。<sup>52)</sup> 銀行券は今も昔も、信用取引から生まれている預金残高を前提に、新たな信用取引から生じた債権・債務を解消するために預金残高を増

51) そのことが伺える理事会議事録は次のとおり。BoE Archive: G 4/2, Court of Directors: Minutes, pp.183-184. 勘定口座への出入金の記帳例としては次を参照。BoE Archive: ADM 7/1 Banking Department General Ledger.

52) 木下 (2015a) 25頁. 木下 (2015b) 334頁も参照。

減すべく生成するのである。預金にせよ銀行券にせよ、中央銀行がマネタリーベースを操作して直接的に増減しうるものではない。

上述の主張を補強するため現代の発券機構についても触れておこう。まず、「銀行業務を通ずる銀行券発行は信用取引の相手方がなければならない。その相手方は金利を負担する（借入）か金利収入を失う（オペ）ことによってしか、銀行券（その前に中央銀行預金）を得ることはできない」（傍点は引用者）。<sup>53)</sup>つまり、「中央銀行は、銀行券を発行する場合、保証物件・見返り資産を取得する形で中央銀行の外との間で債権・債務関係を形成している」。<sup>54)</sup>銀行券が出ていくのは中央銀行預金からなので、発券は市中銀行の中央銀行預金が引き出された時点でなされたことになる。発行された銀行券は、当該市中銀行の中央銀行預金を減少させ、次いで市中銀行に預金を保有する者に引き出され、支払いに使われ、その受取人によってどこかの市中銀行に預金されれば、預金を増加させるわけである。このように現代においても、市中銀行は信用取引なしに中央銀行預金を得ることはできず、その預金なしに銀行券引出しはできない（発券はありえない）ので、要するに銀行券は預金がなければ生まれぬ。信用が先行していなければ生まれぬ。資本主義における貨幣（預金通貨および銀行券）の内生性は明らかであろう。

## 6 むすび——MMTにおける論理不徹底

以上の考察を踏まえて、MMTに対する評価をまとめておこう。政府は国債を発行すれば貨幣収入を得られるということは、MMTに限らず一般に想定されがちであるが、国債販売は無条件に実現するものではない。購入者は他の投資・貸出の場合と同じように採算や回収見込みを考慮するので、価格、金利（利回り）、償還期限等々の諸条件によって購入の有無や量は変わる。諸々の制約を抱えた者が価格や利回りの変動にさらされながら売買しているのが国債発行・流通市場であり、常に政府の意図どおりに資金調達ができる保証はない。ところが、MMTは、自国通貨建てで国債を発行できる政府はどれだけ国債を発行しても債務不履行を起こさず、財政赤字を心配する必要はない、という主張をしている。MMTは、預金創出に関する内生説的認識を国債発行・償還とのかかわりにおいては貫徹させられず、政府（中央銀行）は経済の外部から恣意的に貨幣を投入できるという外生説的な発想を払拭できていないと思われるのである。国債償還を安易に可能とする見解は、政府（中央銀行）は貨幣をいくらでも創出できるという外生説なのである。

では、預金通貨は信用供与によって創出されるという内生説的認識を持つはずのMMTが、なぜ外生説的見解に陥ってしまうのだろうか。たとえ自国通貨建てに限定しても、上述したように、国債による収入確保は必ずしも政府の意図どおりになるものではなく、実際には様々な制約がある。したがって、実務的事情を詳細に指摘することによってでも、MMTの国債発行や財政赤字に関する主張を批判することはある程度可能である。しかし、本稿は、真の内生説を経済学に浸透させるには、内生説に理解を示すMMTでも、論点によっては外生説的論理から脱却できない原因をもっと根本的次元から示すことに意味があると考え、本論で内生説の深化を試みてきたのである。

本稿が強調したいのは、単に貨幣（預金通貨）は信用供与によって創出される、という点のみを主張すれば内生説といえるのではなく、内生的貨幣供給の基盤に預金振替決済とそのための預金移転指図や銀行券発行・流通が想定されていなければ、真の内生説にはならないという点である。「5」で述べたように、あらゆる決済の前提に信用の先行がある。それを忘れると、債券を発行す

53) 吉田 (2003) 42頁.

54) 小栗 (2015) 95頁.

れば貨幣を得られるという点のみしか視野に入らず、国債も含めて債券の発行は信用関係＝債権債務関係の形成であり、政府には国債発行額だけ債務が生まれることが軽視される。仮に中央銀行が——直接にであれ間接にであれ——国債を買い上げたとしても、中央銀行には購入した国債に対応する債務が積み上がり、それはまた政府債務が中央銀行に積み上がっていることになるという面も見失われる。償還についても、償還必要額だけ国債を発行すれば調達できると考えているなら、それは、貨幣が生まれるには先行して信用取引がなければならないことを忘れた外生説である。国債発行即銀行券入手ではない。国債発行 (信用需要＝債務引受) と国債購入 (信用供与＝債権獲得) という信用関係の生成なくして預金通貨の創造はなく、口座から1枚の銀行券も引き出せるようにはならない。貨幣生成には前提として信用関係の形成が必要である (内生説!) ことを銘記していないと、外生説的な貨幣増発可能論に陥ることになる。

さらに、銀行券を引き出せるようにする債権債務関係の形成においても、国債購入者に対する政府の債務 (利払い・償還) であれ、中央銀行へ国債を販売した者に対する中央銀行の債務 (預金) であれ、それらの債務の累積には限界はないとなぜ言えるのだろうか。財政赤字＝国債発行は民間預金 (貨幣供給量) を増加させるのだから、国内民間貯蓄は国債発行の制約ではないという主張<sup>55)</sup> は、国債は民間貯蓄によって購入されるとする伝統的マクロ経済学からの外生説的説明に対しては一定の批判になりうるが、国債発行に制約がないという論拠にはならない。本稿でも「1」で触れたように、銀行は貸出に際してあらかじめ預金を集めておく必要はなく、信用供与によって預金が創出されるのだが、それは貸出を無限に継続できるという意味ではない。貸出とは、それによって得る債権に対応して債務を創出するのであるから、返済が期待できない不健全な資金需要には応じられない。貨幣の内生性の根源にあるこの信用先行 (債権債務関係生成) を忘れて、信用創造による預金創出のみをいうのは表面的な内生説である。MMTが一見内生説的な主張をしつつも、外生説的発想を完全に払拭できないのは、真の内生説に至っていないからではないだろうか。貨幣の内生性の基盤には預金振替決済とそのための預金通貨移転・銀行券流通があるのであり、内生説は債務の一方的創出・累積が可能であるメカニズムを説いているわけではない。中央銀行が印刷機を回して紙幣を刷れば、いくらでも国債を購入できるというのは、国債購入は (それによって生まれる預金は) 信用関係の形成であり、預金振替決済を基盤にして信用供与が行われるから、初めて貨幣 (預金) が生まれるということをおぼろげに忘れた議論なのである。

より具体的に日本銀行を例にして述べると、日銀の経常損益がもし赤字になるようなことがあれば、日銀の国債購入額が減少するという事態も起こりうるだろう。<sup>56)</sup> 国債を額面以上の価格で購入し、額面で償還される満期まで保有すれば、日銀には「償還損が発生」<sup>57)</sup> するが、「今後国債償還損は増加する可能性が高い」<sup>58)</sup> と予想されている。そうなれば日銀が無限に国債を購入し続けることは困難となる。仮に日銀の国債購入額が減少すれば、国債価格低下や長期金利上昇が生じうる。もちろん、実際には何が契機となって債券価格や金利や為替相場が変動するかはわからないし、そのような事態が生じる前に、あるいは直後に、発動しうる対応策も少なくはない。それゆえ、いたずらに危機を煽る必要はないが、いずれにしても、国債価格暴落やハイパーインフレの危惧は全くなしに、国債はどれだけでも発行できるとさえ言っていれば済むものではない。国債は政府の債務

55) 中野 (2019) 120-129頁参照。

56) 日銀の国債取引の実情や損益の見通しについては、代田 (2017a)、代田 (2017b) を参照。

57) 代田 (2017a) 146頁。

58) 代田 (2017a) 147頁。

であり、それを発行して預金通貨あるいは中央銀行券を入手したとしても、両者は共に中央銀行の債務である。「統合政府」で考えれば、国債であれ貨幣（預金＋銀行券）であれ、政府債務である。国債を買うために資産を無条件に提供し続ける銀行、企業、個人等々の存在を想定できないとしたら、政府債務は自国通貨建てでさえあれば無限に累積させうるとは言えまい。

ただし、MMTは、「『政府は、インフレを引き起こすことなく完全雇用を追求すべきだ』というのがMMTの政策規範<sup>59)</sup>である」という主張も行っている。だとすれば、国債発行に制約がないという見解には、「激しいインフレを起こさない範囲で」という条件が付いていることになり、無制限に国債発行が可能であるとは言っていないことになる。そうなると、MMTは、国債発行に関して比較的当たり前の見解を主張しているだけだとも言えそうだが、この点にも論理の未整理が若干残っているというべきかもしれない。

(名古屋大学名誉教授)

#### [参考文献]

- 板倉譲治 (1995) 『私の金融論』 慶應通信。  
 岩田規久男 (1992) 「日銀理論を放棄せよ」『週刊東洋経済』 9月12日号。  
 翁邦雄 (1992) 「日銀理論は間違っていない」『週刊東洋経済』 10月10日号。  
 奥山忠信 (2009) 「ジェームス・ステュアートの貨幣数量批判」『埼玉学園大学紀要 (経営学部篇)』 9。  
 小栗誠治 (2015) 「銀行券、シーニョレッズの本質とその会計的把握」『彦根論叢』 405。  
 金井雄一 (1989) 『イングランド銀行金融政策の形成』 名古屋大学出版会。  
 金井雄一 (2004) 『ポンドの苦闘——金本位制とは何だったのか』 名古屋大学出版会。  
 金井雄一 (2015) 「最終講義：金融史研究におけるピール銀行法の意義——内生的貨幣供給論および信用先行説の視点を取り込んで」『経済科学』 62-4。  
 金井雄一 (2017) 「銀行券が預金されたのか、預金が銀行券を生んだのか——初期のイングランド銀行券が示す外生的貨幣供給論の非現実性」『歴史と経済』 第23号。  
 木下信行 (2015a) 『決済から金融を考える』 金融財政事情研究会。  
 木下信行 (2015b) 「決済から金融を考える」『赤門マネジメント・レビュー』 14 (6)。  
 桜井英治 (2017) 『交換・権力・文化』 みすず書房。  
 鎮目雅人 (2018) 「日本金融学会2018年度秋季大会、歴史パネル：パネル趣旨」『金融学会会報』。  
 鎮目雅人 (2020) 「序章 信用貨幣をみる視点」鎮目雅人編 『信用貨幣の生成と展開』 慶応義塾大学出版会、所収。  
 代田純 (2017a) 『日本国債の膨張と崩壊』 文眞堂。  
 代田純 (2017b) 「日銀トレードの財政学」『信用理論研究』 35。  
 高木久史 (2018) 『撰銭とビター文の戦国史』 平凡社。  
 建部正義 (1994) 「マネーサプライ・コントロールをめぐる岩田・翁論争について」『商学論纂』 36(2)。  
 田中生夫 (1966) 『イギリス初期銀行史研究』 日本評論社。  
 玉野井昌夫 (1968) 「第1章 資本主義の確立と銀行制度の成立」大島清他 『金融論』 東京大学出版会、所収。  
 外山茂 (1980) 『金融問題21の誤解』 東洋経済新報社。  
 中野剛志 (2019) 『目からウロコが落ちる奇跡の経済教室【基礎知識編】』 KK ベストセラーズ。  
 西川元彦 (1984) 『中央銀行』 東洋経済新報社。  
 古川顕 (1994) 「書評：岩田規久男『金融政策の経済学——「日銀理論」の検証』・翁邦雄『金融政策——中央銀行の視点と選択』」『金融経済研究』 7。  
 ミッチェル, B. R. 編, 犬井正監訳, 中村壽男訳 (1995) 『イギリス歴史統計』 原書房。

59) Wray (2015) p.268 (邦訳, 480頁)。なお、中野は、MMTは「ハイパーインフレになっても財政赤字を心配しなくてよいという主張」(中野 (2019) 277頁)ではなく、「それどころか、MMTの論者たちは、インフレを抑制する政策についても、いろいろと提言」(中野 (2019) 278頁)していると述べている。

- 楊枝嗣朗 (1982) 『イギリス信用貨幣史研究』九州大学出版会.
- 楊枝嗣朗 (2004) 『近代初期イギリス金融革命』ミネルヴァ書房.
- 横山昭雄 (1977) 『現代の金融構造』日本経済新聞社.
- 横山昭雄 (2015) 『真説 経済・金融の仕組み』日本評論社.
- 吉田暁 (2003) 「信用創造と信用貨幣」『武蔵大学論集』51(2).
- Andréadès, A. translated by Meredith, C. (1909) *History of the Bank of England*, London (町田義一郎・吉田啓一共訳 (1971) 『イングランド銀行史』日本評論社).
- Bisschop, W. R. (1910) *The Rise of the London Money Market 1640-1826*, London.
- Clapham, J. (1958) *The Bank of England, Cambridge* (英国金融史研究会訳 (1970) 『イングランド銀行 I・II』ダイヤモンド社).
- Feavearyear, A., revised by Morgan, E. V. (1963) *The Pound Sterling* (一ノ瀬篤・川合研・中島将隆訳 (1984) 『ポンド・スターリング——イギリス貨幣史』新評論).
- Furness, W. (1910) *The Island of Stone Money*, Philadelphia.
- Graeber, D. (2014) *Debt*, London (酒井隆史監訳, 高祖岩三郎・佐々木夏子訳 (2016) 『負債論』以文社).
- Karimzadi, S. (2013) *Money and its Origins*, London.
- Keyworth, J. (2003) (Bank of England Museum Booklet) *The Bank of England £5 Note — a brief history*, London.
- Keyworth, J. (2007) (Bank of England Museum Booklet) *Security by Design——A closer look at Bank of England notes*, London.
- Kindleberger, C. (1993) *A Financial History of Western Europe*, Oxford.
- Mackenzie, A. D. (1953) *The Bank of England Note*, Cambridge.
- Martin, F. (2013) *Money: The Unauthorised Biography*, London (遠藤真美訳 (2014) 『21世紀の貨幣論』東洋経済新報社).
- Tooke, T. (1838) *A History of Prices, Vol.2*, London (藤塚知義訳 (1979) 『物価史・第2巻』東洋経済新報社).
- Wray, L. R. (2015) *Modern Money Theory, 2nd ed.*, Basingstoke (島倉原監訳, 鈴木正徳訳 (2019) 『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社).
- Anon. (1962) “Withdrawal of Bank notes from circulation,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol.2, No.3.
- Anon. (1969) “The Bank of England note: a short history,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol.9, No.2.

## 《SUMMARY》

THE ENDOGENOUS NATURE OF MONEY  
AND THE INCONSISTENCY IN THE LOGIC OF  
MODERN MONEY THEORY (MMT)*By* YUICHI KANAI

Modern Money Theory (MMT) insists the endogenous money theory, but it also seems to believe the exogenous money theory related to the issue of government bonds. In other words, MMT might lose the logical consistency. That is because MMT do not comprehend the endogenous nature of money based on the priority of the credit trading and the deposit currency settlement. To make it sure, this paper verifies that the formation of credit relation must have been done before money is born by the business of the Bank of England since her foundation. According to above-mentioned, we will show that a central bank could not increase or decrease money stock arbitrarily, therefore the government bonds could not be issued arbitrarily.

(emeritus professor, Nagoya University)