

### 現代の貨幣と「現代貨幣理論」 : 中央銀行 貨幣の債務性をめぐって

TANAKA, Hideaki / 田中, 英明

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

89

(号 / Number)

2

(開始ページ / Start Page)

583

(終了ページ / End Page)

616

(発行年 / Year)

2022-03-20

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00025163>

# 現代の貨幣と「現代貨幣理論」

## —中央銀行貨幣の債務性をめぐって

田 中 英 明

### はじめに

現代の貨幣は、中央銀行券と、中央銀行の預金を準備とした民間銀行の預金という銀行貨幣が中心となっている。政府が直接に発行する貨幣は日本をはじめ多くの場合、小額取引のための補助貨に限られている。

銀行貨幣は信用貨幣として銀行による貸出によって創造され、返済によって還流する性質を有する。しかし今日では、中央銀行の銀行券は金等との兌換が約束されていない不換銀行券となっている。そのため、銀行券の債務性を金の支払約束と捉えるならば、中央銀行券は信用貨幣ではないということになる。こうした理解のもと、中央銀行券を国家の保証による法令貨幣（フィアットマネー）とみなし、中央銀行貨幣（以下では中央銀行券と中央銀行の預金を総称して中央銀行貨幣と呼ぶ<sup>1)</sup>）の供給を国家が外生的に管理できるという見方が広がっている。

一方、レイやベル（＝ケルトン）らを中心とした「現代貨幣理論（以下ではMMTと呼ぶ）」では、現代の貨幣は「主権通貨」という国家貨幣とさ

---

1) 中央銀行の預金は、中央銀行券との交換を約束している点で支払約束の形式を維持していることもあってか、不換貨幣の債務性をめぐる問題はこれまで「中央銀行券の債務性」として議論されてきた。しかし、銀行による決済機構において最終的に決済を完了させるのは中央銀行におかれた準備預金である。この準備預金が、銀行券の支払約束とは異なる意味で中央銀行の債務であるのか、そして債務であることによってそうした役割を果たしているのかといった点が検討されなければならない。

れているが、法による強制通用力の付与によってではなく、納税など国家が課した義務を相殺する手段として広く受領される国家の債務として発行されるものと理解されている。そして、そうした貨幣理論に基づき、国家の財政支出には事前のファイナンスは必要なく、むしろ政府が課税より先に支出をして納税手段である通貨を創造しなければならないといった主張が展開されている<sup>2)</sup>。それは、現代の貨幣は国家が外生的に供給できるというのではなく、財政支出の必要に応じて信用貨幣として内生的に供給されるという理解とみることができよう。

レイは、MMTを「表券主義の現代バージョン」としており、その構築に貢献した表券主義の伝統として、クナップ、イネス、ケインズ、ラーナー、そしてミンスキーの名を挙げている<sup>3)</sup>。クナップやイネスでも、またレイやベルにおいてもその表券主義的な国家貨幣論は、銀行貨幣と類似なものとして展開されているが、そこには、兌換という「支払約束型」ではなく、自らに対する債務との相殺を約束する「債務相殺型」の信用貨幣という視角を見出すことができるように思われる。

そこで本稿は、クナップ、イネスやミンスキーに対するレイやベルによる論評を検討することを通じ、中央銀行貨幣の債務性に対する新たな視角を示し、現代の貨幣はやはり国家貨幣ではなく銀行貨幣として理解すべきことを論じている。

## 1. クナップの表券的支払手段

レイは、クナップの貨幣論を、国家貨幣、そしてまた私的信用貨幣に対する表券主義アプローチの基礎を築いたと評価している<sup>4)</sup>。クナップは、債務を弁済する支払手段として働くものが時折一時には突然に一変化して

---

2) Wray [2015] : 19-22 訳書39-42頁

3) Wray [2014] : 3

4) Wray [2014] : 4

きたことを指摘し、支払手段は特定の物質に結びついたものではないとしている。そして債務を表現する価値の単位としての有効性は「公布」によって生じるもので、最も高価な貴金属にも最も安価な卑金属にも生じてきたように、特定の物質とは結びついていないとする<sup>5)</sup>。レイは、こうした支払手段の変遷が常に国家による換算率の公布を必要としてきたというクナップの認識を重視し、そうした公布によってすべての債務が新しい物質に換算されるということが、債務が名目であり、あらゆる価値計算の単位も名目であることを示しているとする<sup>6)</sup>。

劇場のクロークの番号札や、郵便制度における切手を例に、クナップはこうした支払手段として機能する「表券」にとって、その素材は重要ではないことを示している。そして貨幣と呼ばれる支払手段もまた、みな表券的な支払手段であると定義するのである<sup>7)</sup>。

こうした表券主義は、シュンペーターのクナップ解釈をはじめ、しばしば法定通貨法などの法による強制受領を主張したものと理解されてきた。しかし、クナップにとって貨幣が法制の創造物であるという意味は、「国家の立法的な活動の創造物、法的な政策の創造物」<sup>8)</sup>という、より広義の意味である。クナップは国家的な貨幣システム的一端となるための要件を問い、その定義を狭く捉えすぎてはならないとする。国家による発行を要件とすることは、銀行券という最も重要な貨幣を排除してしまう。また、法貨でない貨幣も存在することから法貨であるか否かもその基準とはなりえない。そして、国家の機関に対する支払いにおいて受領されるすべての手段が貨幣システムを構成するとして、クナップは「決定的なのは発行ではなく、受領である」とするのである<sup>9)</sup>。

---

5) Knapp [1924] : 30

6) Wray [2014] : 4

7) Knapp [1924] : 31-32

8) Knapp [1924] : 40

9) Knapp [1924] : 95

レイもまた、こうしたクナップの所説を受け継ぎ、法による強制通用力ではなく、国家の収納機関による受領という国家の決定が創るものとして表券的貨幣を理解している。だが、発行ではなく受領を決定的とすることによってクナップの「貨幣国定説」は、民間の銀行の発行する銀行貨幣も含みうるものとなっている。国家が自らの債務として発行する狭義の国家貨幣と銀行貨幣との関係はどのように捉えられているのであろうか。

レイは銀行貨幣にまで及ぶクナップの表券主義的説明を、「私的な取引における銀行券の受領可能性は、(一般に信じられていたように)正貨への兌換約束によるものではない。言い換えれば、銀行貨幣は兌換を約束している正貨や金準備からその価値を引き出しているのではない。銀行券が兌換可能かどうかは重要ではない<sup>10)</sup>とまとめたうえで、重要なのは不換銀行券であっても、「その銀行に対する支払いに利用しうる私的な金庫証券」であり、「明らかにその銀行の顧客達は、その銀行で受け取られることを確信して、相互の支払にそれを利用することができる。こうした顧客たちとその銀行は、いわば私的な支払共同体を形成しているのであり、公的な支払共同体は国家である<sup>11)</sup>」とクナップを引用している。レイによればクナップは、銀行券は兌換のための準備からではなく、「私的な支払共同体」と「公的な支払共同体」で利用されることから価値を引き出しており、それはさらには、銀行と公的収納機関での「受領」によるものであると論じている。政府が受領する銀行券は、「国家のすべての住民が政府への支払(例えば納税)の機会を有するがゆえに、いまや誰もが喜んで受け取る<sup>12)</sup>」のであり、銀行貨幣も「公的な支払共同体」での支払に必要な国家貨幣となりうるのである。

ただクナップは、しばしば国家は自らの発行する貨幣の優越性を確保する手段として、銀行に国家発行の貨幣に対する交換性を求めるとして、

---

10) Wray [2014] : 6

11) Knapp [1924] : 134

12) Knapp [1924] : 137

兌換銀行券を公的支払共同体では支払を完了させる「決定的」なものではない「補助的akzessorisch」貨幣であると位置づける<sup>13)</sup>。そして、経済的な危機の時代に、国家は銀行券の兌換を求めずに自らの支出にそのまま利用することを公布するという行為によって、不換銀行券を金貨に代わる「本位的valutarisch貨幣」と宣言したとするのである<sup>14)</sup>。

ここでのクナップの議論は、「国家に対する支払（中心受取的epizentrisch支払）」と「国家による支払（中心支払的apozentrisch支払）」の相違を重視したもので<sup>15)</sup>、政府の収納機関による受領を認めることによって銀行券も国家貨幣の一端とはなるものの、国家が自らの支払では銀行券を利用せず、金貨などの国家発行貨幣への兌換を求めるならば、銀行券は「補助的な貨幣」に留まるとするものである。

しかし、国家の受領により「公的な支払共同体」でも一般的に受領されるようになるとしながら、銀行券の授受が「決定的な」決済とはならないとはどのような意味であろうか。クナップは、国家の貨幣システムには、「暫定的（＝交換可能）」な貨幣とは反対に、「決定的」である貨幣種がなければならぬとし、「貨幣が決定的であるとは、それによって支払がなされた場合、商取引が完全に終了するということである。第1に支払人にとって、第2に受取人にとって、そして第3には貨幣の発行者にとって。支払人はもはや債務を負わず、受取人は支払人に対しても、国家がその貨幣を発行したのであれば国家に対してももはや権利を有していない」としている<sup>16)</sup>。銀行の債務である銀行券の場合、支払人の銀行に対する債務の支払に使われたのであれば、双方（受取人が発行者でもあるので、支払人を含めた3者）の債務は相殺され、商取引は完了することになる。さらに、銀行への支払に利用しようとする第3者に支払われた場合でも、裏書によ

---

13) Knapp [1924] : 141

14) Knapp [1924] : 143

15) Knapp [1924] : 96-97

16) Knapp [1924] : 102

る連帯保証を求めない銀行券の譲渡は、支払人を免責するものであり、支払人と受取人間の取引は完了することになる。しかし、銀行の債務であることが受取人が銀行券を受領する理由であり、発行者である銀行の債務が免責されるものではないことは言うまでもない。したがって、ここで貨幣の所持人の発行者に対する「権利」として論じられているのは、「その銀行に対する支払いに利用しうる」債権ということではなく、他の貨幣への兌換の約束であり、そのため暫定的であることと兌換とが結びついているのである。

先述のようにクナップは表券的な支払手段の例として、劇場のクロークの番号札と郵便制度における切手を挙げていた。一見すると、両者ともに確かにコートや郵便料金の預託を証明することで、その所持人にコートや手紙の郵送の権利を与えるものに思われる。しかし、クロークの番号札があくまでも預けられたコートの支払約束そのものであるのに対し、切手の場合にはむしろその支払手段としての根拠を、料金の預託ではなく、郵送サービスの利用によって生じる債務と相殺しようという意味での郵便当局の債務であることにみるべきであろう。84円と表示された切手は、84円分のサービスとの相殺が約束されているがゆえに84円で譲渡され、それを手紙に貼った所持人自身が直接にその料金を預託したかどうかにかかわらず、その手紙の郵送サービスの支払手段として利用される<sup>17)</sup>。

債務による支払とは互いの債務の相殺であり、銀行券の授受という債権の譲渡が成立するのは、銀行券がその額面分の自らに対する債務との相殺を約束しているからであり、受取人が将来に銀行との間で債務を相殺することを期しているからである（＝銀行の債務を支払手段とする支払共同体

---

17) ベルは、クロークの番号札も切手も、コートや郵送サービスと引き換えに受領されるとの布告によって有効性を得ているとしている（Bell [2001] : 155）。しかし、コートを預けている証明であることによってその返還を約束している番号札との相違を明確にしなければ、兌換や預託の支払約束ではなく、「一定の債務の消去と引き換えに」受領されることの布告のみによって有効性を得ている政府通貨の債務としての性格やその名目性も明確とはならないであろう。

の成立)。銀行券を表券的支払手段と解しうるのは、こうした銀行自身に対する債務を相殺しうる銀行の債務であるからこそであり、こうした関係の限りでは確かに金や正貨に対する支払約束であるか否かは重要ではないのである。それに対して、クロークの番号札のような支払約束型の表券では、上着などの約束されているものが引き渡されて始めて取引が完了する。クナップはこうした支払約束型の表券と、債務相殺型の表券との相違に無自覚であったといえよう。

クナップの理解では、国家が発行する貨幣の場合でも、国家の債務として国家に対する納税義務等の債務の支払に利用しうるということのみでは「決定的貨幣」とはなりえない。正貨ではない紙幣は、「国家による支払のために、常に準備され、強制されうるもの」<sup>18)</sup>として国家によって布告され、そのように取り扱われる「本位的貨幣」となってはじめて「決定的」となりうるのである。レイはこうしたクナップとの相違についてまったく触れていない。

また、クナップによる「本位的貨幣」としての不換銀行券の実現の説明を受けて、レイは「国家はこうして国内的には紙幣システムに移行し、国家による支払では中央銀行券で支払い、国家に対する支払では私的銀行券（今日では預金）を受領するが、この銀行券は本位である中央銀行券（今日では準備）に兌換（今日では、清算）されなければならない」<sup>19)</sup>と現代の貨幣システムを説明している。クナップの用語法で言えば、銀行貨幣は国家が受領することで国家貨幣となるが、民間銀行の預金は「本位的貨幣」である中央銀行貨幣での清算が求められる「補助的貨幣」にとどまるという位置づけとなろう。ただしレイは、中央銀行券と準備預金を、中央銀行は「政府の銀行」であるということから、「政府の負債」と理解している<sup>20)</sup>。

---

18) Knapp [1924] : 105

19) Wray [2014] : 9

20) 例えば、「中央銀行は政府の銀行なので、準備預金は政府の債務である」(Wray [2015] : 92 訳書131頁)。中央銀行券についても、「硬貨、財務省紙幣および中央銀行券は政府の債務、銀行券や預金は銀行の債務である」(Wray [2015] : 380 訳書496頁) など。

また、「国家が発行した貨幣の優越性を保証する手段」<sup>21)</sup>として銀行券の兌換を捉えるクナップと異なり、銀行間の決済の手段として中央銀行貨幣を論じるためには、銀行間の組織化による決済機構の形成をみなければならない。こうした点も以下で検討していくことになる。

## 2. イネスと「債務相殺型」信用貨幣

イネスの1913年と1914年の2つの論文<sup>22)</sup>は、貨幣の価値を含有する貴金属で説明する見解を批判し、貨幣に対する信用アプローチ、「貨幣の信用理論」を展開している。これらをレイは「20世紀に書かれた貨幣の本質に関する論文のうち最高の一組」<sup>23)</sup>と位置づけている。

歴史的な知見を基にイネスは、貨幣は市場や交換取引からではなく、債務関係から生じるものであり、「信用が、そして信用だけが貨幣である」<sup>24)</sup>とし、物々交換から人々の同意によって特定の商品が交換手段として貨幣となったとする見方や、「信用」と呼ばれる機構がその貨幣を節約する手段として導入されたとする見方を否定している<sup>25)</sup>。「信用」とは債務の支払を求める権利であるが、それを鑄貨やさらには一定重量の金での支払を求める権利と同一視する考えが広がっており、「商業の原理を理解するには、この誤った考えを頭から完全に取り除かなければならない」とし、「信用の真に重要な特性は、債務が「支払われる」というそれが与える権利ではなく、信用という手段によって債務から自分自身を解放するという、その保持人に与えられる権利である」と説いている<sup>26)</sup>。

つまり、債務が貨幣として機能するのは、相殺によって自らの債務を解

---

21) Knapp [1924] : 140

22) Innes [1913] [1914]

23) Wray [2004] : 223

24) Innes [1913] : 392

25) Innes [1913] : 377

26) Innes [1913] : 392-393

消するからであり、商業は「債権と債務が絶えず形成され、相互に相殺されることで消滅していく」<sup>27)</sup> ことで次のように営まれる。「私たちは買うことによって債務者となり、売ることによって債権者となる。そして買い手であり売り手でもあることで、誰もが債務者であり債権者でもある。債務者として私たちは、債権者自身が負っている等価の債務の証書を債権者に手渡すことによって、自分の債務を相殺させることができる。例えば、Bから100ドルの商品を買ったAは、Bに対する同額の債務者である。Aは、同じ価値の商品をCに売り、その支払としてCから、CがBからそれまでに得ていた債務証書を受け取ることで、Bに対する債務から自由になることができる。この証書をBに提示することで、AはBに対する債務を相殺させることができる。Aは獲得した信用を、自分を債務から解放するために使ったのである」<sup>28)</sup>。そして、販売とは商品と「交換手段」との交換ではなく、商品と信用との交換であり、交換手段などという不細工な物が商業の前提とされなければならない理由はないとするのである<sup>29)</sup>。

なお、レイは「イネスは、貨幣に先行する市場システムからではなく、むしろ古代の贖罪金の慣行に基づく「刑罰システム」から発展すると信じていた」<sup>30)</sup> としている。しかし、先の2論文には、市場や交換取引に先行する債務関係について、「宗教的な祭礼と債務の清算があらゆる定期市の起源であり、そこで営まれた商業は後の発展である。…宗教と債務の支払の結びつきは、信用が極めて古いものであることの追加的な証拠である」<sup>31)</sup> と述べている程度で、贖罪金という共同体内部の債務の軽減・解消手段に貨幣の端緒を見出すような記述はない。こうした債務関係から生じる歴史的な貨幣への着目は、直接には「イネスの貢献」という副題を掲げたWray ed. [2004] に寄せられたヘンリー、ハドソンやインガムの論考、あるいは

---

27) Innes [1913] : 393

28) Innes [1913] : 393

29) Innes [1913] : 391

30) Wray [2014] : 9

31) Innes [1913] : 397

それらで紹介されているグリエルソンらのものであるが、レイはイネスがこれらの論文の約20年後にイギリスの刑事司法制度を批判した著書において、被害者に対する加害者による補償の支払を意味していた「処罰 justice」が、時間の経過とともに権力者に「罰金」が支払われる刑事司法制度に転じていったことなどを論じていることを示し、イネスがこうした自らの処罰の分析を考慮に入れるために初期の論文を改訂していれば、この Wray ed. [2004] で提供されている分析に「非常に近いところに私たちを導いたであろうと思う」<sup>32)</sup> とするのである。

共同体の精巧な贖罪金システムでは、さまざまな罪や損害という債務を評価する普遍的な尺度は必要ない。しかし、支配階級の台頭とともに、贖罪金が権力者に課される罰金や貢ぎ物へと替わり、最終的に政府に対する税金へと変化すると、課された債務の評価尺度の標準化が進む。レイは、イネスからの「示唆」として、貨幣の起源や進化において、債務を強要するとともに、その債務を評価し計算する単位であり、債務の支払手段となるものを定めることのできる国家などの権力機構の重要な役割を示す<sup>33)</sup>。こうしてレイは、市場に先立つ共同体内の債務関係から債務の相殺手段として生まれた信用貨幣の歴史に、課税による債務を評価し相殺する手段としての国家貨幣を直接に接続し、市場が貨幣を創るのではなく、国家貨幣が市場を作るという主張を展開しているのである<sup>34)</sup>。

ただ、そうした解釈がイネスに妥当するかはともかくとしても、あらゆる貨幣が信用であるとするイネスの信用アプローチは、国家貨幣をも信用

---

32) Wray [2004] : 227

33) Wray [2014] : 9

34) 共同体内の債務関係から生じた貨幣の歴史は、しかし商品貨幣に対する原理的な考察の必要性を減ずるものではない。商品貨幣論は、物々交換から貨幣が生じるお伽噺を展開する場ではなく、互いに疎遠で一時的・偶発的な関係性 (=商品関係) における貨幣の必然性を明らかにすることで資本主義という特殊歴史的社会を理解する基礎をなすものである。共同体内の互酬・再分配関係を促進する「内部貨幣」(ウェーバー [1955]) の存在によって否定されるようなものではない。また、イネスの信用貨幣が、古代の贖罪システムというよりも、商品を交換する商業によって営まれる社会を舞台とした「商品と信用との交換」から説かれ

貨幣とみるまでに徹底しており、結果的に貨幣の信用理論と国家貨幣論とを統合する視角を提供しているのは確かであろう。

イネスは「政府がその資金調達を債務と債権によって行う方法はとりわけ興味深い」<sup>35)</sup>として、中世イングランドの政府がその債権者への通常の支払方法として、税関や他の租税を受け取る部局を支払先とする木製のターリーを債務証書として渡していた例を挙げている。民間人の場合の債務証書の価値は、その発行者が製品販売やサービス提供などで債権を獲得し、その債務の相殺を可能とすることで支えられていた。しかし、販売のための生産をしない政府のターリーは、政府の債権者にとってどんな価値があるのか、と問いをたてたイネスはこう答える。政府は法によって人々に、例えば輸入品や所有する土地面積に応じて政府への支払義務を負わすことができる。この課税という手続きによって強制的に政府に対する債務者の立場に立たされた人々は、理論上、商品の販売やサービスの提供によって政府が支払義務を負うターリーや他の債務証書をその所持人から獲得しなければならない。これらが政府の財務当局に還流することで税金は支払われるのであると<sup>36)</sup>。

さらには政府が発行した金貨などの鑄貨についても、金などの貴金属が支払手段であったのではなく、貴金属製の政府のトークンであったとすることで、中世ヨーロッパの鑄貨価値の混乱が、含有する金属の含有量や価値の変動よりも、戦争、疫病、飢饉による荒廃のために、その債権価値が低下したことにあることを明らかにしている<sup>37)</sup>。

政府が金の同重量の金貨への交換を維持していたアメリカでも、政府の

---

ているように、少なくとも近代以降の信用貨幣の理解のためには、商品関係が支配的な社会における、長期的・持続的な債務関係の形成という視角が必要であろう。共同体における債務関係から、国家の働きを介して商品や市場の成立を説こうとする試みは、「植民地の統治者のお伽噺」(Mehrling [2000]: 401-402) に依拠するものであり、現代の貨幣や国家の理解を誤らせるものである。

35) Innes [1913]: 397

36) Innes [1913]: 398

37) Innes [1913]: 400-401

刻印は金の重量と品質の保証のみではなく、「納税やその他の政府に対する債務の支払において、政府によって受領されるという約束」を伝えているのであり、政府が購入によって鑄貨を発行することは、「その鑄貨の償還のために、租税その他によって債権を供給し、それによって鑄貨の保有者がその価値を得ることを可能にする」（すなわち、政府に対する債務支払のために鑄貨を獲得しようとする需要を作り出す）という義務を政府が負うことを意味している<sup>38)</sup>。こうしてイネスは、「政府貨幣は租税によって償還される。／政府の金の小片への刻印は、その金の特性を単なる商品から債務のしるしであるトークンへと変化させる。／紙幣の金貨への兌換はまったくもって償還ではなく、単に債務のある形態の、同じ債務の別の形態への交換にすぎない」<sup>39)</sup> とするのである。

クナップの著書はイネスの論文より早く、ドイツでは1905年に出版されているが、英語への翻訳版の出版は1924年であったこともあってか、イネスにはクナップへの言及はまったくなく、「表券」という用語もみられない。しかしながら、「国家による支払」を重視したクナップに対し、自らの債務との相殺を約束した債務証書であることによって受領されるという債務相殺型の信用貨幣という性格を徹底させたイネスの国家貨幣論の方が、レイの表券主義的な「主権通貨」概念につながるものと言えよう。

しかしながら、イネスの信用貨幣論は当然のことながら、不換銀行券を含む銀行貨幣もまた、兌換や支払約束によってではなく、その所持人に銀行に対する債務の相殺を可能とすることで流通していることを説明するものである。国家貨幣と銀行貨幣の関係を明確にし、一国の貨幣供給における国家貨幣の役割を説明できなければ、政府発行貨幣のみが流通しているような「植民地の統治者のお伽噺」<sup>40)</sup> がそのまま妥当するような状況でな

---

38) Innes [1913] : 402

39) Innes [1914] : 168

40) 注34を参照。

い限り、表券主義的な国家貨幣論は、政府紙幣の納税等の必要の範囲内での流通の可能性を示すにすぎないこととなろう。

レイは、「債務証書の発行者はそれを受領しなければならないという「信用の本質そのもの」を理解することによって国家貨幣と信用貨幣アプローチとを統合することができる」とした上で、それでは政府の特殊性は何かと問い、政府の信用が「通常はどの都市でも、市外の銀行家の貨幣よりもわずかに高い地位にあるが、それは金を代理しているからでは全くなく、単に政府の金融的な業務が広範囲に及んでおり、どの場所でも租税や他の政府に対する債務を相殺するために政府貨幣が必要とされるからである」<sup>41)</sup> というイネスの記述を引用している<sup>42)</sup>。レイはここから国家貨幣が受領される鍵となるのが国家の課税権限であるという理解を確認していくのであるが、イネス自身は政府紙幣の信用は「市外の銀行家の貨幣」よりはわずかに高い程度であり、一流の銀行家の貨幣と同じ程度という認識であった<sup>43)</sup>。

だが、「市外の銀行家の貨幣」が減価するという事態は、銀行間の組織化による手形交換の仕組みが構築され、銀行が相互の貨幣を額面で受領することによって解消される。それに対して、銀行以外の商人らの貨幣である手形は銀行によって割引かれる。こうして貨幣はその発行者の相違による階層的な構造を形成し、銀行間の組織化は銀行の銀行である中央銀行とその準備預金を生み出す。商人の貨幣は銀行貨幣の支払を約束し、銀行貨幣もまた中央銀行貨幣の支払を約束する形式となる。ミンスキーが言うように、「企業、家計、および国家と地方政府は商業銀行の帳簿上で預金を移転させるのに対して、加盟銀行および非加盟銀行銀行は連邦準備銀行の帳簿上で預金を移転させる。公衆は銀行預金を貨幣として用いるのに対して、銀行は連邦準備預金を貨幣として用いる。これがわれわれの貨幣と銀行シ

---

41) Innes [1914] : 154

42) Wray [2014] : 12

43) Innes [1914] : 154

ステムの基本的な階層構造である」<sup>44)</sup>。

レイはこのミンスキーの貨幣の階層構造を、公的な支払共同体と私的な支払共同体というクナップの階層的な序列と同じと評し、準備預金を国家貨幣と捉えたうえで階層構造の頂点においている<sup>45)</sup>。レイらの現代貨幣理論は、イネスの提示した債務相殺型の信用貨幣論に加え、準備預金を国家の債務として頂点に位置づけた債務ピラミッドの理解に支えられているのである。続いてこの点を、レイやベルによるミンスキーへの言及を通じて検討していこう。

### 3. ミンスキーと貨幣の階層構造

レイは、「ミンスキーは表券主義アプローチに基づいた貨幣の見方を提示している」<sup>46)</sup>とする。ミンスキーのアプローチは、「貨幣は、銀行による融資活動の中で創造され、そして銀行が所有する負債証書の約定が履行されたときに消滅するという点でユニークである。貨幣は正常な業務過程の中で創造され、そして消滅するのであるから、その発行額は資金需要に応じたものになる」<sup>47)</sup>というように、貨幣の内生性を強調したものである。

銀行の債務が、階層構造の頂点として銀行間の決済に用いられる中央銀行の債務に交換可能であることを指摘し、レイは、ミンスキーは「債務ピラミッドのアナロジーを用いた。そこでは国家の債務が頂点（中央銀行と国庫）、そして銀行の債務が中間であり、家計と企業の債務が底辺である」<sup>48)</sup>としている。しかし、ミンスキーの関心は銀行による貨幣の創造にあったのであり、国家貨幣への言及は少なくとも Minsky [1986] にはみら

---

44) Minsky [1986] : 231 訳書287頁

45) Wray [2014] : 20

46) Wray [2014] : 19

47) Minsky [1986] : 249 訳書309頁

48) Wray [2014] : 20

れず、レイもミンスキーが債務ピラミッドの頂点にある準備預金を「国家の債務」としている典拠は示していない。

その銀行貨幣についてミンスキーは「銀行に対する大勢の債務者が要求払預金の支払を銀行に命じる未払債務をもっているから、要求払預金は交換価値をもつことになる。これら債務者は要求払預金を取得するために、仕事に従事し、財あるいは金融証券を売却するであろう」<sup>49)</sup>としている。この理解は、銀行に対する債務を清算するためという、いわば「銀行の収納機関」での受領を根拠に銀行貨幣の価値を説明するもので、確かに「クナップの表券主義の見方に非常に近い」ものであり<sup>50)</sup>、イネスと同様に債務相殺型の信用貨幣論を展開しているといえよう。

しかしレイはこうした理解がミンスキーを、「租税が政府によって発行された貨幣に価値を与えるというイネス／クナップの認識」に立ち返らせたとして次の部分を引用する。「政府の債務が、預金発行銀行の帳簿上で主要な資産であるような経済では、租税の支払義務がこの経済の貨幣に価値を与える。【均衡財政および財政余剰の長所は、貨幣の財価値（購買力）にかんするかぎり、】納税の必要は、税の支払に利用できる貨幣を取得するために、人々が労働し、生産することを意味している【ということである】」<sup>51)</sup>。（ただし、【】内はレイが引用に際し省略した部分である。）

確かに、この引用文の限りでは、イネスやあるいはレイの記述に非常に類似している。ただ、これは上で引用した要求払預金に関する叙述を含んだ部分に付された注釈からの引用であり、ここでの「この経済の貨幣」は直接には銀行貨幣を意味している。銀行貨幣の価値が銀行の債務者が労働・生産等を通じその取得に努めることで支えられているとすれば、債務者が政府の場合には、政府の債務に対して発行された銀行貨幣の価値はどのように支えられるのかが問題となる。財政赤字が許容され続けた場合の貨幣

---

49) Minsky [1986] : 231 訳書287頁

50) Wray [2014] : 20-21

51) Minsky [1986] : 231 訳書287頁

需要の不足による価値の低下、インフレーションの可能性を示していると読めなくもない。「均衡財政および財政余剰の長所」とは、発行された銀行貨幣に見合った納税のための銀行貨幣の必要性を政府が生み出すことを意味しているのであろう。

この一文のみでは、ミンスキーが積極的に「均衡財政や財政余剰の長所」を主張しているとはまでは判断できず、レイが引用に際して自らの主張に反するように受け取られかねない【】部分を省略したのは、そうした誤読を避けるためとみることもできよう<sup>52)</sup>。ただ、ここでの「税の支払に利用できる貨幣」が国家の債務である必要はなく、国家貨幣を論じたものと読むのは無理があろう。

ベルの論文でも、ミンスキーが表券主義的な国家貨幣論の立場を支持している証拠として同じ部分のみがやはり同じ省略を加えて引用されている<sup>53)</sup>。ミンスキーの著作に精通しているレイやベルが、こうした省略を必要とするような文章しか典拠として示せないということ自体が、むしろミンスキーに表券主義的な国家貨幣論への親和性をみることの無理を示しているように思われる<sup>54)</sup>。

貨幣の階層構造において銀行貨幣の上層に位置するのはあくまでも中央銀行貨幣であり、これを国家貨幣とする理解はミンスキーにはみられなかった。政府も企業や家計とともに銀行貨幣を利用する公衆であり、国債等によって銀行貨幣を調達しなければならないのである。

---

52) この部分だけではミンスキーの意図はやはり判断できないが、債務者による貨幣取得の必要性に着目するこうした債務相殺型のアプローチが、巨額の国債保有に伴う中央銀行のバランスシートの肥大化に対して、債務を支える国債価格の動向などの債権価値というよりも、政府の財政政策が貨幣需要にどのような影響を与えるのかを問題にする視角を示唆しているようにも思われる。

53) Bell [2001]: 157

54) なお、レイはミンスキーが「私的な会話で、表券主義、とりわけクナップに知的な借りがあることを認めた」(Wray [2014]: 19)としており、検証は困難である。

それでは、レイやベルは貨幣の序列の形成をどのように説明しているであろうか。レイは、「ピラミッドの階層のより上位の者に発行された債務が、一般により広く受領されるという序列がある。いくつかの点で、これはより高い信用力によるものである」<sup>55)</sup>としている。「誰でも貨幣を創造することができる。問題は、それを受領させることである」<sup>56)</sup>というミンスキーの信用貨幣像をベースに、それぞれの貨幣はその発行者の信用力によって受領される範囲が異なるのであり、課税によって国民を債務者とする国家の発行する債務が最も広く受領されることで、階層構造の頂点として銀行貨幣の上位に位置するという理解であろう。

ベルもまた、「貨幣の階層構造における位置は、それが社会に受領される程度に依存している」とし、「銀行貨幣は貨幣システムの「決定的」貨幣の一端ではあるが、国家の収納機関で受領されるには、厳密には国家貨幣（すなわち銀行準備）への交換性を必要とする。すなわち、(究極的には) 国家が実際に自身への支払において自身の債務しか受領しないのであれば、銀行貨幣は銀行準備に交換される。国家の債務は、税の支払いで必要とされ、法を制定し施行する国家の権力に裏づけられており、ピラミッドにおいて最も受領されうる貨幣であって、それゆえその第一層を占める」<sup>57)</sup>と論じている。銀行貨幣は、国家貨幣と同じく階層構造の上位に位置するものの、それは国家の収納機関で受領される限りのことであって、最も受領性の高い国家貨幣への交換性が必要とされる。

やはり、中央銀行の準備預金を国家貨幣としたうえで、国家に受領されない場合の銀行貨幣が、受領性において国家貨幣に劣ることが前提とされている。その場合には、銀行の顧客の多くは国家に対する債務を有していることもあり、国家貨幣での支払を約束する形式でなければ、銀行貨幣を一定限度を超えて受領・保有することは困難となる。その結果、銀行貨幣

---

55) Wray [2015] : 123 訳書177頁

56) Minsky [1986] : 228 訳書284頁

57) Bell [2001] : 160

は国家貨幣を準備として発行されるという階層性が生じることになる。

しかし、銀行はそれぞれの「私的な支払共同体」の限界を克服するために手形交換と差額決済の機構を組織し、相互の貨幣を受領する。銀行準備は、国家に対する支払を含めた現金の必要性のために生じる兌換への準備であるとともに、こうした銀行間の決済のための準備でもある。銀行が相互の貨幣を額面で受領するようになれば「市外の銀行家」の貨幣も減価することなく通用する。銀行による「支払共同体」は統合され拡張していくことになる。小額の現金取引を除き、国内の民間取引の全体が銀行貨幣で営まれ、銀行準備によって最終的に決済されていくなれば、国家貨幣も銀行貨幣への交換を約束しなければ、納税等のための必要性を超えて受領・保有されることには限界が生じるであろうし、国家も銀行貨幣を調達する必要に迫られることにならないであろうか。続いて、債務による決済の基礎的な理論に立ち返り、こうした点を検討していこう。

#### 4. 債権の譲渡と相殺—信用貨幣の基礎

ここまで、レイらによる表券主義的な貨幣論を検討するなかで、クナップやイネス、そしてミンスキーらが、債務証書が正貨等の支払約束というよりも、その発行者に対する債務を相殺するものとして受領されるという信用貨幣論を展開してきたことが明らかとなった。このいわば「債務相殺型」の信用貨幣論をベースに、国民を国家の債務者とする国家の徴税権力から信用貨幣としての国家貨幣を説き、さらにその国家貨幣が銀行の準備という債務ピラミッドの頂点をなしているとしたものが、銀行貨幣を中心とする現代の貨幣を表券主義的な国家貨幣と理解するMMTということができよう。

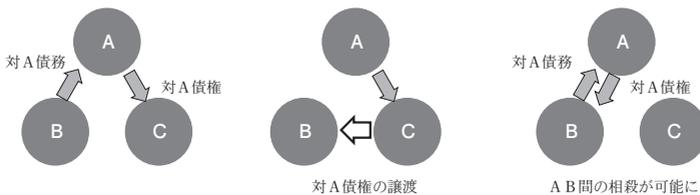
もっとも、「債務相殺型」の信用貨幣論で明らかとなっているのは、直接的には、不換銀行券である中央銀行券と中央銀行の準備預金である中央銀行貨幣が、もはや金などの支払を約束するものでなくとも、やはり信用貨

幣に他ならないということである。だが、「債務相殺型」と「支払約束型」の関係ということでは、貨幣の階層構造においては、企業の手形と銀行券・預金、あるいは銀行券・預金と中央銀行券・中央銀行の準備預金の関係のように、ある層以下の債務を相殺する手段として「貨幣」として機能する債務が、他方でより上位の債務での支払を約束するという形で発行されている。両者の関係について、さらに整理しておくことが必要であろう。

他の貨幣の支払を約束しない不換の中央銀行貨幣は、上位の層を持たないという意味でまさしくピラミッドの頂点をなしている。それは果たして国家や国家貨幣と関わることによるものなのか、債務の譲渡と相殺についてあらためて基礎的な確認をしておこう。

債権と債務の相殺は、どちらも同じ相手に対するものでなければ成立しない。例えばある主体BのAに対する債務は、別の主体であるDに対する債権では、たとえ金額や期日等が一致していても相殺することはできない。そこで、Bが債務の相殺によって決済することで通貨による支払を避けるためには、例えば図1のようにAに対する債権をもつCから、その債権を譲渡されなければならない。

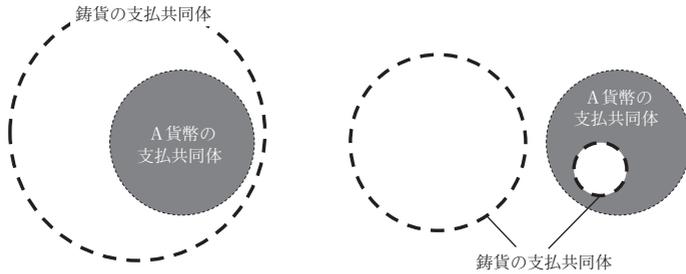
図1



この債権譲渡は、Aの債務証書へのCの裏書き、あるいはCによるA宛の為替手形の振出などの形式でなされた場合には、AB間の相殺による決済が完了するまでBC間の譲渡も完了しないことにはなるが、ただBとCがこれまでも相手の債権を保有するような継続的な信用関係(=債務関係)にあったことを前提とするものではない。そのため、Aの債務証書が裏書を要しない持参人払など、Cを免責する形でBに受領されるのであれば、BC間は互いに疎遠で一時的・偶発的な関係(=商品関係)でもよいことになる。すなわち、この場合にはAの債務証書が、銚貨などの価値物が担ってきたいわゆる現金としての機能を、銚貨の支払を約束する代理物としてではなく、Aに対する債務の相殺の手段として果たすことになる。

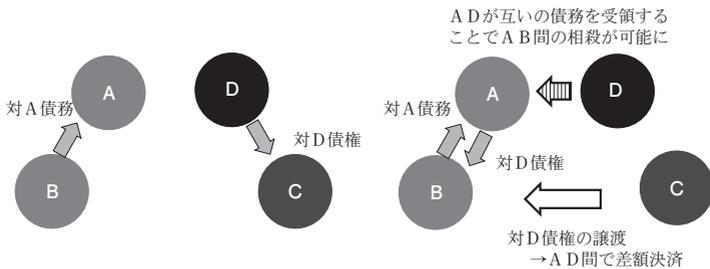
いずれの場合にしても、Aの債務が共通の尺度で評価されていなければ相殺は成り立たないが、もしもイネスが描いたように商業の全体が「債権と債務が絶えず形成され、相互に相殺されることで消滅していく」ことで営まれるのであれば、この価値尺度は実体を有する必要はなくいわゆる計算貨幣でよいことになる。しかし、債権譲渡に包摂しえない商品関係が残り、ある銚貨での売買が恒常的に必要なのであれば、Aに対する債務はこの銚貨で評価されるのみならず、必要に応じてその価値額の銚貨に交換しうる形式にしておかなければ、一定以上の受領・保有は困難である。このとき、Aは自らに対する債務では相殺されない部分に備えてこの銚貨を準備としなければならないが、この銚貨による「支払共同体」が、A債務を貨幣とする「支払共同体」を包有したより広範囲のものとは限らない。図2の右側のようにA貨幣の「支払共同体」の内部に残る限界や外部である場合には、この銚貨はA貨幣の「上」というよりも、「外」とみるべきであろう。

図2



さて、こうしたAの債務のみによる相殺は、BC間のように一時的・偶発的な関係を取り込みうるとはいえ、やはり広がりには限界がある。それに対して、図3のようにAとDが互いの債務を受領するのであれば、BはDに対する債権を譲渡されることでもAとの相殺が可能となる。AとDは互いに受領した相手の債務を突き合わせて交換によって相殺し、差額のみを何らかの手段で決済する。こうした手形交換（クリアリング）によって債務相殺による決済の可能性は広がることになる。

図3



手形交換はこのAとDのような双務的なコルレス関係だけでなく、手形交換所のように中心に集約する仕組みを構築することで多角的に行うこともできる。この場合、AはDの債務だけでなく、手形交換に参加する他のすべての主体に対する債務を受領し提示することで、他のすべての主体が受領したAの債務と突き合わせる事が可能なため、相殺の度合いは飛躍的に高まる。歴史的には多角的な手形交換は、リヨンなどの大市、アムステルダムの振替銀行、あるいはニューヨークの大銀行を中心としたコルレス網など、多様な形態で実現されてきた<sup>58)</sup>。

こうした手形交換に参加する債務は、相殺と差額決済を可能とするためには、そこでの差額決済を媒介する貨幣によって評価され、その貨幣への交換を約束する形で発行されなければならない。例えば、大市宛の手形は、大市の決済で使用される貨幣での支払を約束する形で振り出される。このとき、大市の決済機構を運営する商人銀行家達と、現地の商品関係とのつながりが深ければ、現金取引で使われている鑄貨の支払約束となろう。しかし、商人銀行家の団体による帳簿の照合で相殺がなされ、決済尻についても大市間預託や為替手形の振出によって相互融通されるといった組織化が進み、そうした商人銀行家と現地通貨との関わりが希薄になると、貴金属の価値変動に加え改铸や摩耗、盗削、偽造や模造などにより不安定な鑄貨価値の影響を避けるために、大市の貨幣と現地鑄貨が分けられ、時には実体となる鑄貨をもたない計算貨幣が用いられることにもなったのである<sup>59)</sup>。

また、アムステルダムの委託商が引受した手形はアムステルダム振替銀行の預金振替で支払われたが、やはり鑄貨がもたらす混乱を避けるためも

---

58) 田中 [2017] では、様々な歴史的事例を基に商人的な信用と決済の機構の論理を探り、さらに多角的な決済の機構を実現する銀行間の組織化の類型として、クラブ的な水平的な組織化と、準備の預託が特定の銀行に集中することによって事実上の多角的交換を実現する垂直的な組織化の二類型を明らかにしている。

59) 田中 [2017] 第2章、名城 [2008]

あって、この預金は現地の鑄貨とは異なる価値尺度で評価され、さらには鑄貨での引き出しが停止されるに至り、不換貨幣と化したのである<sup>60)</sup>。

このように、多角的な手形交換と差額決済の機構によって、多数の貨幣の「支払共同体」は連結、統合されるのであり、このときこれらの貨幣は、差額決済を担う共通の貨幣の支払約束として発行される。これは確かに上位貨幣を準備とした階層構造ということができよう。しかし、こうした連結された「支払共同体」が、商人のネットワークの全体を包摂し、現金取引の必要性を失わせるのであれば、この差額決済を担い準備となる貨幣は、もはや他の貨幣の支払約束である必要のないピラミッドの頂点をなすことになろう<sup>61)</sup>。

こうして債務相殺型の信用貨幣が、債務の階層構造において他の貨幣の支払約束の形式をとる所以が明らかとなれば、不換の中央銀行貨幣を中心とした現代の貨幣の信用貨幣としての性格も明確となる。

銀行間の組織化が進み、国内の取引の大半が最終的には「銀行の銀行」としての中央銀行の準備預金で決済される機構が形成されると、鑄貨の必要性はなお残存する小額の現金取引や、あるいは対外支払に限定される。すなわち、一国全体を包摂した「支払共同体」にとっての「外」ということになろう。

したがって、中央銀行券の兌換制が維持されていた時にもすでに国内的には中央銀行貨幣が頂点であり、金などの支払約束の意義は限定的であった。そのため、戦争等によって外部との関係が停止されたり、国家によって統制されたりしている場合には、兌換制を停止することは、債務の相殺手段としての中央銀行貨幣の働きを損なうものではなかった。同様に、経

---

60) 田中 [2017] 第3章, 橋本 [2018]

61) 貨幣の受領性や信用力が前提となって階層構造をつくるというよりも、手形交換と差額決済の機構によって支払共同体が連結・統合されることによって、共同の準備とされた貨幣の受領性が高まるのである。

済危機に瀕して、国内経済を優先するために兌換制が停止されても、むしろ「外」との関係によって中央銀行の与信能力が脅かされる危険性を低減し、中央銀行貨幣への信用を高める効果を有した。

中央銀行貨幣は不換となったことによって法令貨幣(フィアットマネー)と化した訳ではなく、また国家の管理は主に対外支払や外貨との交換比率といった「外」との関係における規制に関するものであった。中央銀行貨幣はもはや金などへの支払約束という意味では信用貨幣ではないが、中央銀行に対する債務を相殺しうる手段として求められ受領されるという意味で債務相殺型の信用貨幣である。銀行による貸付で創造された預金は、中央銀行貨幣での支払を約束した債務である。他方で借り手の債務も中央銀行貨幣での支払を約束したものであり、返済のためには通常は当該銀行の預金や同様に中央銀行貨幣での支払を約束している他の銀行の預金、もしくは中央銀行券の獲得が必要である。また銀行全体として貸付が増大すれば、中央銀行の準備預金の必要額も増大することになるが、これは中央銀行の債務であるためやはり貸付等の手段によって中央銀行が創造することができる。このように、国内的な貨幣の創造と消滅は、基本的に債務相殺型の信用貨幣に特有な機構によっているのである。

こうして、国内で発行される債務は、企業の発行するものであれ、銀行の発行するものであれ、中央銀行の準備預金での支払を約束する形式であり、国内で経済的な取引を営む者は多少とも中央銀行に対する債務を負っている。範囲的にも量的にも中央銀行の債務者の方が、課税等による国家の債務者よりも大きいのであって、中央銀行の準備預金が国家の債務として受領される国家貨幣でなければならない理由は見出し難い。むしろ、国家もその経済活動のためには銀行貨幣を入手しなければならないであろうし、国家が貨幣を発行するとしても銀行貨幣と交換可能でなければ一定限度を超えて受領・所有されることにはならないであろう<sup>62)</sup>。

とはいえ、制度的・形式的には中央銀行の大半は少なくとも広義では国家機関の一員である。その意味では確かに中央銀行貨幣は国家貨幣である。

しかし、「国立銀行と私立銀行の奇妙な混合物」「あいまいな存在」と評されてきたように<sup>63)</sup>、中央銀行は「銀行の銀行」として銀行間の組織化による機構としての面を有している。財務当局との緊密な連携や調整はあっても、中央銀行が独自の判断や行動基準をもっていることも否定できない。政府の銀行という面から中央銀行の債務を政府の債務とみるのみでは、銀行の決済機構における準備預金の理解を妨げることになるだろう。

信用貨幣の内生的な貨幣供給のみならず、国家の債務が自己の「貨幣」の発行であることも十分に踏まえられない主流派の経済学が、クラウディングアウト論などの短絡的な理解で財政政策や金融政策の限界を見誤ってきたというMMTの批判は傾聴に値する。だが、中央銀行の存在とその独自の行動の可能性を明示的に分析の枠組みに取り入れたとき、レイらの分析や政策的インプリケーションの主張はどこまで維持されるであろうか。

## まとめに代えて

レイは、MMTからみた財政赤字の意味を、政府と銀行や銀行以外の民間主体（企業・家計）のバランスシートの変化によって端的に示している。

---

62) レイは「財務省は連邦準備銀行の債務（準備預金と連邦準備券）に、租税の支払いにおいて進んで受領することで価値を与える。もし財務省が受領を拒絶したならば、連銀の債務はせいぜい片田舎の銀行債務と同程度の価値になってしまうだろう。連銀の背後に財務省がいなければ、銀行券が額面どおりに決済されなかった19世紀に逆戻りしてしまうだろう」（Wray [2015] : 147 訳書206頁）として、中央銀行貨幣の価値が国家の受領に支えられているとする。しかしこれは、「かつてアメリカでは、異なる銀行によって発行された銀行券は必ずしも額面どおりに受領されなかった。例えば、シカゴ銀行で発行された銀行券を使ってセントルイス銀行からの借入れを返済しようとしても、額面1ドルにつき75セントの価値しか認められなかったかもしれない」（Wray [2015] : 22 訳書43頁）という「市外の銀行家」の貨幣の減価の問題を、銀行券そのものの受領性の問題と取り違えたものであろう。そのために、レイ自身が「連邦準備制度が創設されたのは、額面どおりの決済を保証するためでもあった」（Wray [2015] : 23 訳書44頁）と述べているような、「片田舎の銀行債務」を大都市の「一流銀行家」の債務と同様に額面で受領させる決済機構の働きが、国家ではなく銀行間の組織化によって、したがって「政府の銀行」ではなく「銀行の銀行」の形成によって実現されていることが見落とされてしまっている。

63) 吉田 [2002] 135頁

表券主義的な国家貨幣論の立場をもっとも簡明に表しているのは、政府が直接に銀行の準備預金として国家貨幣を発行するという想定のものである。図4は、政府が追加の租税を課すことなく、民間銀行の準備預金を創造することでジェット機を購入した場合を示している。ジェット機の購入に伴い追加課税を課したのであれば民間主体から政府に資産（ジェット機）が移動することになるが、この場合には、政府の赤字支出が金融資産を創造したことにより、民間主体の総資産は変わらず、ただ実物資産から金融資産に転換している。赤字支出がクラウディングアウトを生じさせるのではなく、むしろ民間銀行は過剰な準備預金を抱えることになる。そこで政府が国債を売却して過剰な準備預金を吸収する。銀行全体で準備預金が過剰な状態では、銀行間でこの準備預金を融通する銀行間の翌日物金利は低迷するため、銀行はより多くの利子収入を求めて国債を購入するのであり、この国債売却は財政資金の調達ではなく、金利の誘導目標達成のための金融政策の一端である。

図4 「単純なケース（政府が準備預金を創造）」

①政府が赤字支出によりジェット機を購入

政府		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務
+ジェット機	+準備預金	+準備預金	+要求払預金	-ジェット機	+要求払預金

②政府が国債を売却

政府		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務
	-準備預金 +国債	-準備預金 +国債			

③最終的なポジション

政府		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務
+ジェット機	+国債	+国債	+要求払預金	-ジェット機	+要求払預金

しかし、銀行は中央銀行の預金を準備とするのであり、政府も支出のためには銀行貨幣が必要なのであって、事前の資金調達が必要である。例えば、図5はラヴォアの指摘にしたがい中央銀行が政府の発行した国債を購入するという事前の資金調達プロセスを追加したものである<sup>64)</sup>。もっとも、こうして中央銀行の存在を明示しても、国庫と中央銀行が同じ政府内の異なる部門だとすれば、①の国債購入は政府内の内部取引にすぎない。その後のプロセスも含めて、国庫と中央銀行の勘定を「政府勘定」に統合すると図4と同じものになる。だが、先述のように中央銀行は「銀行の銀行」として独自の判断と行動基準をもちうる。政府の赤字支出の影響を明らかにするためには、中央銀行の存在とその独自の行動の可能性を明示的に分析の枠組みに位置づけ、政府の資金調達のための国債購入と、政策金利の

図5 中央銀行が国債を購入

①政府が発行した国債を中央銀行が購入

国庫	中央銀行	民間銀行	銀行以外の民間主体
資産 +政府預金	負債 +国債	資産 +国債	負債 +政府預金
		資産	負債

②政府がジェット機を購入

国庫	中央銀行	民間銀行	銀行以外の民間主体
資産 -政府預金 +ジェット機	負債 -政府預金 +準備預金	資産 +準備預金 +要求払預金	負債 -ジェット機 +要求払預金
		資産	負債

③中央銀行が民間銀行に国債を売却

国庫	中央銀行	民間銀行	銀行以外の民間主体
資産	負債 -国債 -準備預金	資産 -準備預金 +国債	負債
		資産	負債

④最終的なポジション

国庫	中央銀行	民間銀行	銀行以外の民間主体
資産 +ジェット機 +国債	負債	資産 +国債 +要求払預金	負債 +ジェット機 +要求払預金
		資産	負債

64) Lavoie [2013] : 10-12を参照。ただし、ラヴォアの例示では政府の支出はジェット機購入ではなく公務員への給与支払いとなっている。また、家計などの中央銀行券保有や、要求払預金の増大に伴う必要準備額の増加も考慮されている。なお、ラヴォアはこうしたバランスシートによる分析を基に、政府は事前の資金調達を必要としないというMMTの主張は、政府と中央銀行の統合の想定によって資金調達の過程が省略されているためだと批判する一方で、政府の赤字支出はクラウディングアウトを引き起こすのではなく、逆に利率を低下させる。国債の売却は、プラスの利率を維持するためのツールであるといった主張には同意している。

達成や維持のための国債売却（売りオペ）という二つの中央銀行の関わるプロセスを詳細に検討する必要がある。

こうした批判に対し、レイは「政府勘定」への統合はあくまでも政府支出の結果を確認するための「単純なケース」であるとし、続いて「現実世界の例」として、国庫は支出の際に中央銀行にある自らの預金を利用しなければならず、また中央銀行が直接国庫から国債を購入することや、国庫への貸出を禁じられているという2つの制約がある「現在のアメリカのケース」を検討している。その結果は図6のように示され、先の「単純なケース」と「最終的な結果は同じである」ということから、表券的な国家貨幣論に基づく結論が、「統合政府」という現実とは異なる想定によるものではないとしている<sup>65)</sup>。

図6 「現在のアメリカのケース（2つの制約）」

①政府が発行した国債を民間銀行が購入

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
+民間銀行の 要求払預金	+国債			+国債	+要求払預金 (対国庫)		

②国庫が中央銀行に預金を移動

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
-民間銀行の 要求払預金		+準備預金の 貸付	+政府預金		-要求払預金 (対国庫)		
+政府預金					+準備預金の 借入		

③政府がジェット機を購入

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
-政府預金		-準備預金の 貸付	-政府預金		+要求払預金	-ジェット機	
+ジェット機					-準備預金の 借入	+要求払預金	

④最終的なポジション

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
+ジェット機	+国債			+国債	+要求払預金	-ジェット機	
						+要求払預金	

図6では、先の2つの制約から、政府による支出に先立って、国債の民間銀行への売却と、それによって得た民間銀行の預金の中央銀行への移動が生じている。しかし、最終的なポジションは先の図4とまったく同じである。ただこの図6の②と③では、政府の行動による結果と、それに対応しての中央銀行の行動の結果が合わせて示されているので、その二つを分けて示したのが図7である。すなわち、②-1は政府による預金の移動を示しており、その結果民間銀行の準備預金が減少し準備不足に陥ることに対し、中央銀行による銀行準備の追加がされた結果が②-2である。そして、③-1は政府によるジェット機購入のために政府預金が民間銀行の準備預金に振り替えられたことを示し、それによって民間銀行が先の中央銀行からの借入を返済した結果が③-2である。

なお、②-2ではレイの想定にしたがい中央銀行による銀行準備の追加を「準備預金の貸付」としているが、今日の「現実世界」で一般的なように国債のオペレーションで示すと②-2'の国債の買いオペと、③-2'の売りオペということになる。

図6の最終的なポジションは確かに図4と同じである。しかし、そこに至るプロセスではやはり中央銀行による民間銀行への貸付や国債オペレーションが介在している。銀行全体での準備預金の不足は、銀行間金利の高騰を招くだけで銀行間の相互融通では解決しないので、貸付や国債の買いオペは準備需要にアコモデートする金融政策の一端として必要とされる

---

65) 先にも示したように、レイは中央銀行を「政府の銀行」と理解している。無論、「中央銀行はもう1つの機能を有しており、ほとんどの評論家の頭の中を占めるに至っている。それは銀行の銀行であり、決済システムを運営し、額面どおりの決済を維持している」というように「銀行の銀行」としての機能は認めてはいるものの、それを重視することには批判的である。しかし、中央銀行が銀行への貸出やオペレーションを通じて準備を供給するのは、「決済システムを運営」という「銀行の銀行」としての行動である。レイは、「現代の政府は、国庫と政府の銀行、すなわち中央銀行の間で責任を分担している。政府の銀行は、政府に代わって支払いかつ受領する」としているが、「政府の国庫が単独で財政政策に関連するオペレーションを行っていた。国庫がまさしく通貨を支出し、その後、租税で通貨を回収していた」とするかつての国庫の役割をそのまま担っている訳でない。(Wray [2015]: 152-153 訳書213頁)

図7 中央銀行の行動を明示

②-1国庫が中央銀行に預金を移動

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
-民間銀行の 要求払預金			-準備預金	-準備預金	-要求払預金 (対国庫)		
+政府預金			+政府預金				

②-2中央銀行が民間銀行に不足準備を貸付

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
		+準備預金の 貸付	+準備預金	+準備預金	+準備預金の 借入		

②-2' 中央銀行が民間銀行から国債を購入

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
		+国債	+準備預金	-国債	+準備預金		

③-1政府がジェット機を購入

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
-政府預金			-政府預金	+準備預金	+要求払預金	-ジェット機	
+ジェット機			+準備預金			+要求払預金	

③-2民間銀行が中央銀行に返済

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
		-準備預金の 貸付	-準備預金	-準備預金	-準備預金の 借入		

③-2' 中央銀行が民間銀行に国債を売却

国庫		中央銀行		民間銀行		銀行以外の民間主体	
資産	債務	資産	債務	資産	債務	資産	債務
		-国債	-準備預金	-準備預金	+国債		

が、同時に、政府の赤字支出のための資金調達でもある<sup>66)</sup>。財政政策にファイナンス上の制約はないとするMMTの主張は、ここでは課税により対国家債務を創出する能力ではなく、中央銀行による債務の発行に支えられている。途中のプロセスが異なるにもかかわらず「最終結果は同じである」と断定することは、政策金利の達成・維持をめざす中央銀行が、財政

66) レイは、「現在のアメリカのケース」もなお単純化されたものだとし、続いて実際の手順に即した「6つの取引」を示している。そこでは、国債入札の決済による大量の準備預金の流通に備え、連銀はプライマリーディーラーに対して売り戻し条件付き買いオペによって資金を供給する。やはり、政策金利の誘導目標の実現のための金融政策であるが、同時に政府の国債発行を連銀が支えている。(Wray [2015]: 148 訳書208頁)

支出や国債発行によって生じる民間銀行の準備の過不足に対応して受動的に中央銀行貨幣を供給するという、いわば自動的な財政ファイナンスを前提としていることになる。

銀行間の組織化における頂点である「銀行の銀行」として、経済的な取引によって企業や家計が負う債務の相殺手段として自らの債務を発行する中央銀行は、債務者として銀行による決済機構の安定確保に責任を負っている。そのため、確かに銀行全体での準備の過不足には受動的な対応を迫られている。しかしながら、そのことはまた、政策金利の水準や政策手段の選択などには「政府の銀行」というよりも「銀行の銀行」としての判断や決定の余地があることも意味している<sup>67)</sup>。とりわけ国債の市場取引が関わる長期金利に対する政府支出の影響と中央銀行の対応については、短期金利の誘導目標の達成には収まらない様々な利害や判断が関わっている。

さらには、財政赤字の持続可能性の問題や、インフレーションの可能性等の論点についても、現代の貨幣を銀行貨幣として捉え、そこでの中央銀行の役割や行動を明確にすることで再検討することが必要であろう。

---

67) エプシュタインは、各国経済の制度的な特徴を踏まえるならば、政府支出を中央銀行が自動的にファイナンスするという想定は崩れるとして、政府と中央銀行の協調の過程は「経済的であると同時に政治的なもの」であり、「中央銀行の政治経済学的な分析」が必要であるとしている。(エプシュタイン [2020] 第2章第5節)

## 〈参考文献〉

- Bell, Stephanie. [2001], “The Role of the State and the Hierarchy of Money,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol.25, No.2.
- Innes, A. M. [1913], “What is money?,” *Banking Law Journal*. May in Wray (ed.) [2004].
- \_\_\_\_\_, [1914]. “The Credit Theory of Money,” *Banking Law Journal*, January in Wray (ed.) [2004].
- Knapp, G.F., [1924]. *The State Theory of Money*, Clifton, NY: Augustus M. Kelley (1973).
- Lavoie, Marc. [2013], “The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique,” *Journal of Economic Issues*, Vol.47, No.1.
- Mehrling, Perry. [2000], “Modern Money: Fiat or Credit?,” *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 22, No. 3.
- Minsky, Hyman P. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press. (吉野ほか訳『金融不安定性の経済学—歴史・理論・政策』, 多賀出版, 1989年)
- Wray, L. Randall. [2004], “Conclusion: The Credit Money and State Money Approaches,” in Wray (ed.) [2004].
- \_\_\_\_\_, [2014], “From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy,” Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, 792.
- \_\_\_\_\_, [2015], *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems. 2nd edition*. Palgrave Macmillan. (島倉原監訳『MMT現代貨幣理論入門』, 東洋経済新報社, 2019年)
- \_\_\_\_\_, (ed.) [2004], *Credit and State Theories of Money*, Cheltenham: Edward Elgar.
- ウェーバー, M. [1955] 『一般社会経済史要論 下巻』 黒正殿・青山秀夫訳, 岩波書店
- エプシュタイン, G. A. [2020] 『MMTは何が間違いなのか? 進歩主義的なマクロ経済政策の可能性』 徳永潤二ほか訳, 東洋経済新報社
- 田中英明 [2017] 『信用機構の政治経済学—商人的機構の歴史と論理』 日本経済評論社
- 名城邦夫 [2008] 「中世後期・近世初期西ヨーロッパ・ドイツにおける支払決済システムの成立—アムステルダム市立為替銀行の意義—」『名古屋学院大

学論集. 社会科学篇』第45巻第1号

橋本理博 [2018] 「金融史研究におけるアムステルダム銀行の位置」『名古屋学  
院大学論集. 社会科学篇』第55巻第2号

吉田暁 [2002] 『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社

Modern Money and the “Modern Money Theory”:  
Central Bank Money as Debt

Hideaki TANAKA

《Abstract》

This study discusses modern money by examining the relationship between the modern money theory (MMT) approach and the theory of credit money. L. Randall Wray and Stephanie Bell (Kelton) base their monetary theory on the state, or chartalist approach to money of Georg Friedrich Knapp and A. Mitchell Innes. They also inherit from Hyman Minsky the notion of a hierarchy of monies, or a debt pyramid. However, Knapp, Innes, and Minsky revealed that bank debt acts as credit money by being accepted to discharge debts. Due to the organization between banks, central bank money, not state money, is at the top of the hierarchy. Modern central bank money is credit money for discharging its debts, not as a promise to pay gold. Therefore, there is an endogenous supply mechanism in which money is created and destroyed in response to financing demand. The policy implications of MMT must be revisited in the light of these central bank roles and actions.