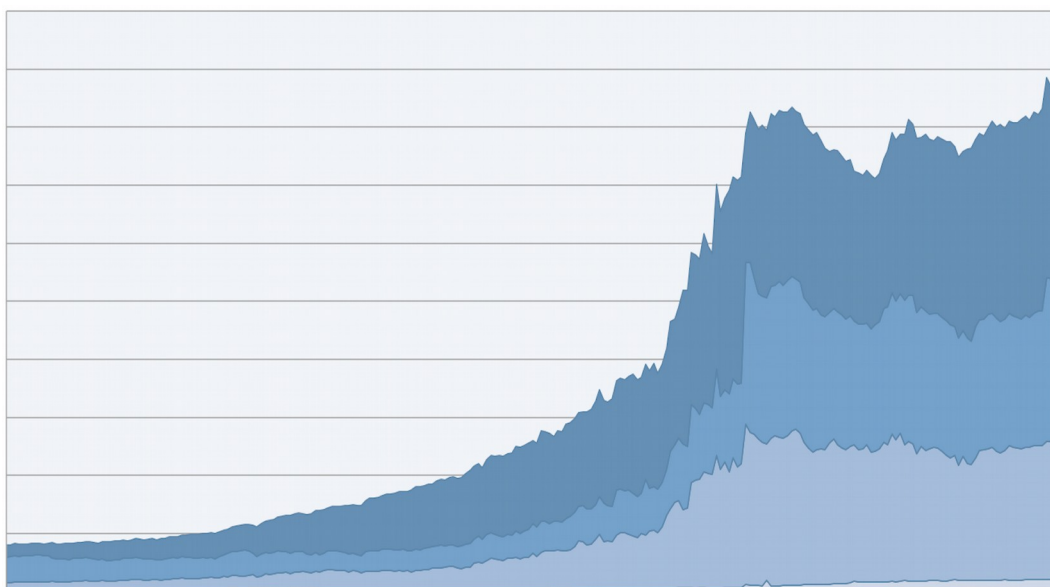


# 通貨改革

アイスランドのためのより優れた通貨制度

---



フロスティ・シガーヨンスン著

アイスランドの総理大臣より委託を受けて

原文

Monetary Reform - A Better Monetary System for Iceland

2015年3月 1.1版発行

アイスランド レイキャヴィーク

© Frosti Sigurjónsson

和訳

早川健治

2016年3月

埼玉 — ダブリン



「通貨改革—アイスランドのためのより優れた通貨制度」 フロスティ・シガーヨンスン著 早川健治訳  
is licensed under CC BY-NC-SA 4.0

# 目次

訳者まえがき.....	i
まえがき.....	1
序.....	2
<b>1 概要とまとめ.....</b>	<b>3</b>
1. 1 要旨.....	3
1. 2 なぜ通貨改革は必要なのか.....	3
1. 3 部分準備制度に代わる案.....	7
1. 4 提案.....	10
<b>2 アイスランドの通貨の問題.....</b>	<b>11</b>
<b>3 通貨発行の仕組み.....</b>	<b>13</b>
3. 1 商業銀行はどのように通貨を発行するのか.....	13
3. 2 アイスランド中央銀行はどのように通貨を発行するのか.....	17
3. 3 中央銀行の役割.....	18
3. 4 通貨発行の動機.....	20
3. 5 アイスランド中央銀行は通貨の発行を抑えることができるのか.....	23
3. 6 銀行はすでに存在する通貨だけを融資するのか.....	26
<b>4 マネーサプライの増加.....</b>	<b>31</b>
4. 1 通貨の測度.....	31
4. 2 預金の総量は14年間で19倍に増加した.....	32
4. 3 2001年—金融政策の修正.....	33
4. 4 マネーサプライとインフレーション.....	35
4. 5 2000年代になぜ通貨は増加しえたのか.....	42
<b>5 部分準備制度の問題点.....</b>	<b>50</b>
5. 1 預金保険.....	50
5. 3 マネーサプライを制御しているのは商業銀行である.....	55
<b>6 部分準備制度に代わる案.....</b>	<b>57</b>
6. 1 シカゴ・プランを再検討する.....	57
6. 2 ナローバンキング.....	58
6. 3 目的限定バンキング.....	61
<b>7 統治通貨という提案.....</b>	<b>63</b>
7. 1 統治通貨制度の特筆すべき利点.....	63
7. 2 統治通貨制度の詳細.....	66
7. 3 決済、融資、満期変換.....	70
<b>8 統治通貨を発行する.....</b>	<b>72</b>
8. 1 通貨の発行を配分から切り離す.....	72
8. 2 通貨発行委員会.....	72
8. 3 通貨の発行量を決定する.....	73
8. 4 新たに発行された通貨を経済に導入する.....	73
8. 5 循環している通貨を取り除く.....	75
8. 6 統治通貨の会計方法.....	75

<b>9 統治通貨への移行</b> .....	<b>77</b>
9.1 口座の変換.....	77
9.2 切り替え後の銀行クレジット在庫.....	79
9.3 統治通貨制度の効果.....	80
9.4 国際関係の文脈における影響.....	82
9.5 統治通貨に対する懐疑論.....	83
<b>参考文献</b> .....	<b>88</b>

# 訳者まえがき

---

アイスランド国会議員フロスティ・シガーヨンスン氏が執筆した本レポートは、人文学部卒業レベルの読解力と教養さえあれば誰でも読んで理解することができる。はじめの数ページこそ専門用語が頻出し難解に感じられるかもしれないが、わからない言葉はインターネットで調べて意味をメモすればよい。大体の意味がつかめさえすれば、あとは自然に読み進めることができるはずである。

日本やアイスランドに限らず、およそこの国でも、経済的に自立している国民は皆銀行や通貨を利用する。「アイスランド中央銀行」を「日本銀行」に、「ISK」を「JPY」にそれぞれ置き換えさえすれば、本レポートに書かれている内容はそのまま日本にも適用可能である。

一般国民にとってみると、経済学を大学で専攻しない限り、実際に銀行はどのように機能し、通貨はどのように発行されるのか、その真実について熟考する機会は少ない。しかし、民主主義国家の政治に参加する一国民として、私たちは銀行制度や通貨発行の仕組みについて知る義務と権利を持っている。本レポートを通して、日本の銀行や通貨について理解を深めていただければ、訳者としてこれに勝る喜びはない。

2008年のアイスランドの金融破綻、アメリカ・ウォール街の金融破綻は未だ記憶に新しい。周知の通り、世界の銀行制度や通貨制度は、とても安定しているとは言い難く、いつ次の危機が引き起こされるかわからない状況である。

フロスティ氏の提唱する「統治通貨制度」は、先述した国家レベルでの金融破綻が起きる可能性を最小限に留めることをねらいとした制度である。アイスランド国民は政治意識が非常に高く、より優れた制度であれば積極的に実行する精神を持っている。残念ながら、日本やアメリカの政治状況はアイスランドとは比較にならないほど後進的ではあるが、それでもいつかは必要に迫られて通貨改革を実行せざるをえなくなる時がやってくるはずである。その時に備えて、政治家や銀行員はすぐにも通貨改革を議論し始めなければいけない。そのような議論の起爆剤に本レポートがなれば幸いである。

最後に、レポートの和訳をクリエイティブ・コモンズ・ライセンスの下で無料公開することに同意していただいたフロスティ氏に感謝する。また、編集作業を迅速に行う上で大いに役立った LibreOffice の開発者およびプログラマーの方々にも感謝する。

早川健治  
2016年2月27日 ダブリン

# まえがき

---

アデル・ターナー

2008年に金融危機が起きて以来、世界の金融機関や中央銀行は、皆次のことを目標に努力を重ねてきた—金融制度を安定させること、銀行資本や清算性規制を増やすこと、銀行破綻処理制度を開発すること、そしてデリバティブ取引は必ず中央手形交換所を介させることである。私個人も、2008年から2013年までの間、こうした動きに深く関わってきた。少なくとも短期的には、金融危機が再発する確率を下げることはできた。その意味で、無駄な努力ではなかった。

ただし、根本的な課題は未解決のままである。銀行がクレジット、通貨、そして購買力を発行する能力をもっている限り、不安定性は避けられない。このため、今日まで積み重ねてきた改革も、十分であるとはいえない。将来起こりうる金融・経済の不安定性に対して、世界はまだひどく無防備なままである。

本レポートは、上で触れた根本的な課題を取り扱っている。銀行規制の専門的な詳細事項の外へ出て、「通貨は誰が発行すべきか」「新たに発行された通貨が有意義に使われるためにはどうすればよいか」という問いと向き合う。

また、一般市民の教養を高める上でも、本レポートはとても大切な役割を担っている。「部分準備」銀行がどうやって通貨を発行するのか。個人の負債が一定以上にまで増えると必ず危機が起こるのはなぜなのか。中央銀行が今まで頼ってきたような金利政策の手筋だけでは、金融・経済の不安定性を効果的に制御することがなぜできないのか。こうしたことが本レポートでは説明されている。

さらに、現在私たちが直面している課題に対して、本レポートは画期的な解決策、構造的な解決策を提案している。もちろん、この解決策が果たして本当にうまくいくのか、その長所短所は何なのかといったことは、これから議論されるべきだろう。しかし、細かい政策がどうなるにせよ、それは本レポートで提示されている信念に基づくべきだ—「通貨発行は、銀行員に任せきってしまうにはあまりにも重要なことである」という信念に。

---

アデル・ターナー。2008年9月から2013年3月まで、英国金融サービス機構の会長を務め、2009年から2013年まで国際的な組織である金融安定理事会の政策開発委員会の議長を務めた。今回の危機についての著作『Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance』が2015年にプリンストン大学出版局より出版される予定。

# 序

---

銀行業を組織する方法は色々ある。その中でも、今我々が採用している方法は最悪である。（中略）私が思うに、変革は避けようがない。問題は、より大きい危機によってこれからの世代がさらなる打撃を受ける前に、思索を進め、改善へと到達できるかどうかだ。今回の危機で、すでに次世代は大きな負債を背負うことになった。脆い銀行業制度までをも背負わせるわけにはいかない。

—マーヴィン・キング男爵、イングランド銀行総裁、2003-2013<sup>1</sup>

アイスランドの総理大臣より委託された本報告書では、アイスランドの通貨発行の仕組みや、この仕組みの改善の余地についての研究結果を発表する。

半世紀以上にわたって、アイスランドは幾多の深刻な通貨問題にさいなまれてきた。インフレーション、ハイパーインフレーション、平価切下げ、そして資産バブルを経て、ついには銀行業界が2008年に破綻することとなった。アイスランド以外の国々も、同じような問題に直面してきた。1970年以降、114カ国で147回もの銀行危機が起こっており、<sup>2</sup>生産高の深刻な減少や、負債のやはり深刻な増加を引き起こしている。

しかし、度重なる失態にも関わらず、銀行制度は万国共通であり続け、本質的には変わっていない。これまで、様々な改革案が提示されてきた。中には新たな展望を開くものもあったが、今のところ一つとして実施されていない。

通貨改革へと進むためには、まず、現存する制度の欠点やリスクを多くの人々に知ってもらい、なぜ改革が必要なのかを伝えなければいけない。アイスランドの通貨発行の流れはどうなっているのか。社会をこれからより良くしていくためには、この流れをどう改革すればよいのか。こうした議論をするための情報源として、本レポートが活用されることを願っている。

フロスティ・シガーヨンスン

2015年3月20日 レイキャヴィーク

---

1 Mervyn King, 2010.

2 Leaven L. & Valencia, 2012.

# 1 概要とまとめ

---

## 1.1 要旨

本レポートでは、アイスランドの通貨の問題と、それがどの程度まで既存の通貨の仕組みに起因しているのかを追究する。

部分準備制度は、一方では中央銀行のマネーサプライを制御する力を制限し、他方では必要以上の通貨を発行する力と動機を他の銀行に与えてしまっているようである。実際、2008年の金融危機に至るまでの14年間で、商業銀行はマネーサプライを19倍にも増加させた。

アイスランドは、これまで様々な通貨問題に直面してきた—1980年代のハイパーインフレーション、慢性的インフレーション、アイスランドクローナ (ISK) の平価切下げ、高金利、公共・民間各部門の負債の増加等である。部分準備制度は、こうした問題に長期的に油を注いできたようでもある。

経済学者たちは、部分準備制度の問題点に早くから気がついており、これまで様々な改革案を提示してきた。例えば、1939年にフィッシャーらが提示した通貨改革案は、157の大学、235人の経済学者の支持を得たが、実施はされなかった。本レポートでは、特に頻繁に話題にのぼる通貨改革案を検討する—100%準備、ナローバンキング、そして目的限定バンキングである。また、本レポートでは統治通貨案を詳しく説明する。

統治通貨制度では、国家が保有する中央銀行のみが、貨幣、紙幣、電子マネーなどの通貨を発行することができる。商業銀行は通貨を発行することができない。

本レポートではこのような統治通貨制度を実施する方法と、この制度にうまく移行するためにすべきことを説明する。

## 1.2 なぜ通貨改革は必要なのか

資料をみてもみると、部分準備制度自体がアイスランドの様々な通貨問題に油を注いできたことを示す根拠が見つかる。以下はその一例である。



### 1. 2. 1 アイスランド中央銀行は通貨供給を制御できていない

商業銀行では、ローンを融資するときに通貨が発行され、ローンが返済されると通貨が消去される。アイスランド中央銀行は、必要に応じて、他の各銀行のために準備通貨(つまり中央銀行の口座にある通貨)を用意しなければならない。これは、金利を制御したり、銀行間の清算危機を防ぐためである。このため、1994年から2008年の間、各銀行がマネーサプライを19倍にも増加させたとき、アイスランド中央銀行はこれに対応するために新たに中央銀行準備通貨を発行し、各銀行にこれを提供することになった。

### 1. 2. 2 商業銀行による融資は、経済循環を増長させる傾向がある

景気が良いとき、利益の最大化を狙う銀行はより多くの融資を行う。(これによって、通貨供給のスピードが上がる。) 反対に、景気が悪いとき、銀行は融資を控える。(これによって、通貨供給のスピードは遅くなり、場合によっては供給量自体が縮小し始める。) このような融資行動は、経済循環を増長させる。

2003年から2006年までにかけての経済拡大に際して、アイスランド中央銀行は政策金利(基本的な金利)を上げ、経済がオーバーヒートしているのだと警鐘を鳴らした。しかし、それにも関わらず、銀行はマネーサプライを必要以上に増加してしまった。

### 1. 2. 3 銀行によるマネーサプライの増加は、ISKのインフレーションと平価切下げにつながった

数十年にわたって、アイスランドの商業銀行は、アイスランドの経済成長の要請に対応する必要以上に、マネーサプライを増加し続けてきた。1986年から2006年までの20年間で、GDPは平均で一年あたり3.2%成長した。同時期に、銀行は平均で一年あたり18.6%もマネーサプライを増加した。

ISKのマネーサプライを、経済成長にとって必要とされる速度の6倍ものスピードで増加させたことは、ISKのインフレーションと平価切下げの主因の一つである。融資を抑制するために、アイスランド中央銀行は2004年には5.6%だった政策金利を2008年には18.0%まで引き上げた。政策金利の引き上げは、銀行による通貨発行を制限する上でほとんど効果がなかった。のみならず、海外投資家のISK需要を飛躍的に高めてしまうという、面倒な副作用が生じてしまった。こうした需要の高まりは、来るべきISKの平価切下げを先延ばしにした。2008年にISKはとうとう現実と直面することになり、対米ドルの為替レートが50%も下落してしまった。

#### 1. 2. 4 通貨発行を銀行に任せることによって、国家は多額の収入を放棄してしまっている

民間商業銀行に通貨発行を任せることによって、アイスランド中央銀行、そして国家は、経済成長に対応するために必要な通貨を発行することで得られるはずの、多額の収入を放棄してしまっている。

アイスランドの商業銀行は、普通預金という形で通貨を発行する能力を有しており、これによって利益を得ている。普通預金によって、銀行は、市場で借金をした場合よりも低い金利を払うことができる。普通預金の所有者は、低い金利でも不満がない。通貨を預金という形で管理するのは便利であり、また「大きすぎて潰せない」銀行の預金は国家が保護せざるをえないからである。銀行間における「完全に公平な競争」(経済学の教科書の外では、このようなことはほぼ皆無なのだが)がない限り、このコスト・アドバンテージは銀行の利益に加算される。

市場における通貨発行の大半を民間銀行に任せることによって、アイスランド銀行は200億ISKほどの歳入を放棄しているのだと推定することができる。<sup>3</sup>

#### 1. 2. 5 政府は銀行預金を保護せざるをえない

ビジネスや市民の立場からすれば、普通預金は便利な通貨形態である。とはいえ、それは結局のところ発行元である銀行の債務(ないし借用証書)にすぎない。つまり、普通預金とは、所有者の必要に応じて、銀行が然るべき金額を現金で支払う、あるいは送金先銀行に送金する、という約束である。

銀行の現金ストックと中央銀行の準備通貨(どちらの銀行の資産である)は、預金総額(つまり銀行の債務額)に比べると少額である。そのため、銀行が危機に陥っているかもしれないという噂が流れれば、顧客はパニック状態で預金を引き出そうとするかもしれない(いわゆる取り付け騒ぎである)。取り付け騒ぎが起きると、銀行は預金を支払うために、資産を急速に売却しなければいけない。しかし、資産の供給量がこうして急激に増加してしまえば、市場価格が下落し、他の銀行が危機に陥ったり、銀行制度そのものがつついて崩壊する可能性もある。このようなシナリオを踏まえ、政府は預金を保護することを選ぶ。銀行が決済義務を果たせなかった場合、政府が肩代わりをするというわけである。ねらいは、この保護によって預金所有者たちを安心させ、取り付け騒ぎに歯止めをかけることである。

2008年の取り付け騒ぎに直面したとき、アイスランド政府は、国内銀行の普通預金は全額保護されていると宣言した。2015年現在、この宣言はまだ公式には取り消されていない。しかし、政府による預金保護が顕在的であるかどうかはほとんど意味がない。主要銀行で取り付け騒ぎが起きた場合、政府は全面的な危機を回避

3 詳しくは7. 1. 5を参照されたい。

するために、預金に対する政府保護を発動ないし再確認するしかないからである。

### 1. 2. 6 国家が暗に預金を保護することによって、リスクの高い融資が奨励されてしまう

顧客は、いざとなれば国家が預金を保護してくれることを期待できる。そのため、すべての銀行は、顧客にとって「リスク・フリー」となる。よって、顧客は自分のお金を、最も高い金利をつけてくれる銀行に預けることになる。このとき顧客は、銀行がとるリスクについてはほとんど考えない。こうして、銀行の幹部たちは、顧客の取り合いを始める。このような争奪戦のほとんどが、銀行の安定性ではなく金利を巡るものである。このように、国家が暗に預金を保護することによって、リスクの高い融資が奨励されてしまうのである。これは、銀行破綻や危機のリスクを高めることにもつながる。

Landsbankinn[訳者註： Glitnir および Kaupping と並ぶアイスランドの三大商業銀行の一つ]は、イギリス国内でも最高額の金利をつけたオンライン定期預金口座を、2006年よりイギリスにて提供し始めた。2008年に同銀行が破綻した時点では、3億人の顧客が計40億ポンドを預けていた。

### 1. 2. 7 国家による預金の保護は、不当な競争有利性を生む

恣意的に通貨を発行することができる商業銀行は、投資銀行やその他の金融機関に対して不当な競争有利性を持っている。低金利でありかつ国家による保護のついた預金という形で、商業銀行は安価な資金を調達することができるからである。それに比べ、投資銀行は市場レートで資金を借り入れなければいけない。債務が、暗にであれ明示的にであれ、政府によって保護されていないからである。

### 1. 2. 8 アイスランドで大きな銀行が破綻した場合、預金保険は効果がない

何千もの銀行が加入し、リスクが効果的に分散できる国であれば、預金保険はその本来の機能を果たすことができるかもしれない。しかし、アイスランドにおいては、三つの銀行が市場の90%を占めている。この内の一つでも破綻に陥った場合、保険資金の額はすべての顧客を救済するためには不十分である。こうした状況下では、政府が税金を投じて預金を保護するしかなくなってしまう。

預金保険は、架空の安心感を作り出す。これによって、顧客は銀行が危険なリスクを孕んだ投資をしているかどうかを検討する動機を削がれてしまう。銀行も、信頼や投資の安全性ではなく、高い金利に競争の重点を置くようになるのである。そして、このような高金利を支払うために、銀行はより高いリスクを引き受けなければならない。

破綻の可能性もまた高まる。

### 1.3 部分準備制度に代わる案

既存の制度にさらなるルールや規制を書き加えることによって、リスクの減少を期待する、という道は魅力的に映る。事実、このアプローチは今日もなお主流である。（例えば、『バーゼルI』が30ページであったのに対し、『バーゼルII』は251ページであり、『バーゼルIII』に至ると509ページにもなっている。）しかし、規制が複雑になればなるほど、それを適応する銀行のコストは増す。また、複雑な規制を管理するのは難しく、そもそも複雑化によっては制度の根本的な欠点を乗り越えることができない。常に失敗を繰り返してきた制度を無理矢理修繕していくよりも、代案を検討する方が、もしかしたら賢明かもしれない。

これまでもいくつかの代案が提示されてきた—100%準備制度、ナロー・バンキング、目的限定バンキング、そして統治通貨である。この中でも統治通貨のみが、国家に通貨発行の権限を委ね、通貨の発行権を配分権から効果的に切り離し、負債を伴わない通貨への移行を可能にしてくれる。統治通貨制度は第七章で詳しく扱う。

#### 1.3.1 統治通貨制度

統治通貨制度は、『通貨の近代化』（ダイソン&ジャクソン著、2013年）で触れられている案をベースにしている。ダイソンとジャクソンの著作は『新通貨発行』（ヒューバー&ロバートソン、2000年）や、1930年台のフィッシャーの仕事を発展させたものである。

統治通貨制度では、民間銀行は通貨を発行しない。代わりに、この権限は中央銀行に委ねられる。中央銀行は、経済社会全体の福祉のための仕事をする義務を負っている。統治通貨制度においては、すべての通貨が、それが物質的であれ電子的であれ、中央銀行によって発行される。

商業銀行はもはや通貨を発行することができないが、それでもなお顧客間の決済業務を請け負ったり、預金者と借主との間を仲介しつつローンを行い続けることになる。

決済業務は、個人や企業が有する取引口座から成る。取引口座の資金は、中央銀行によって発行された電子統治通貨という形をとる。取引口座は、中央銀行が管理するため、リスクを伴わない。また、銀行がこれを使って投資を行うことができないので、金利がつくこともない。

仲介業務は、個人や企業が有する投資口座から成る。資金を取引口座から投資口座へと移動することは可能である。投資口座に預けられた資金は銀行による投資に使われ、指定の期日まで、あるいは予告期間を過ぎてからは、口座の所有者はこれを使用することができない。契約期間は45日間から数年間にわたるまで様々である。各銀行は、様々なリスク属性、満期レート、金利レートを備えた投資口座を提供し、様々な資産家の要望に応じることができる。

経済成長を支えるために必要な通貨を発行する責任は中央銀行にのみある。金利の増減によって他の銀行による通貨発行に働きかけようとする代わりに、中央銀行は直接マネーサプライを変更することができる。通貨発行に関する決定は、政府から独立し、かつ透明な決定過程をもつ委員会が行う。つまり、既存の金融政策委員会のようなものである。

中央銀行によって発行される新しい通貨は、まずは政府に送金される。そこから政府は、歳出を増加したり、減税をしたり、国債を返済したり、市民に現金給付を行うことによって、この通貨を経済に流入させることになる。

さらに、中央銀行は銀行に融資する目的で通貨を発行することもできる。銀行はこのとき、金融部門の外にある様々な企業に融資を行うことができる。

### 1. 3. 2 統治通貨制度の利点

統治通貨制度では、経済における通貨量は中央銀行が直接管理するので、商業銀行はこれを増加させることができない。

商業銀行によるマネーサプライの循環的増加はこれによって不可能になる。代わりに、中央銀行が、経済全体の成長に応じたり、インフレーション目標を達成させるために、マネーサプライを増やすことになる。

非常に大切なことは、通貨を発行する権限が、新たに発行された通貨の使い道を決定する権限から切り離されているという点。さらに、利害の対立が通貨の必要以上(ないし必要以下)の発行につながったり、通貨が公共の福祉でなく私的な利益のために発行されてしまうことを防ぐという点である。

突発的な取り付け騒ぎが起きるリスクも大幅に減少する。投資口座の預金の満期はより長い時間軸の上に分散されているため、銀行は必要あらば資産を清算する時間的な余裕を得る。また、取引口座の預金は、銀行破綻に際しても保護されている。中央銀行がこれを保護するため、これは破綻している銀行の資産の一部とはならないからである。よって、取引口座のための預金保護計画は不要となる。

通貨発行に際して発生する収入は、国家が有する中央銀行の手元に渡る。これに

よって国家は多額の歳入を得ることになる。この歳入は、民主的に決定された諸目的のために使われる。2%の GDP 成長と2%のインフレーション目標、5000億 ISK の初期通貨ストックを仮定すると、統治通貨発行による歳入はおよそ200億 ISK となる。

これに加え、統治通貨制度への移行を行う数年間で、国家は、一度限りではあるが、3000億から4000億 ISK の収入を得ることができる。これは、以前銀行が発行していた通貨を中央銀行の発行する統治通貨に置き換えるときに発生する。新たに発行される統治通貨は、国家によって次のように経済に流入される—政府国債の購入、政府歳出の増加ないし減税、銀行への融資、あるいは以上の方法の組み合わせである。

民間銀行から通貨供給を事実上「賃貸」するのではなく、国家が通貨を供給することによって、経済全体の負債も減少する。ローン需要も減少することが予想され、これに伴って金利減少の圧力がかかることになる。

統治通貨制度は、商業的な銀行業に伴うリスクを大きく減らすことができる。これによって、銀行業の規制に関する仕事量が減り、経費の削減が期待できる。また、投資銀行と商業銀行を分離させる必要性も下がるため、より優れた「規模の経済」が可能になることも期待できる。

### 1. 3. 3 統治通貨制度への移行

制度導入と同時に、銀行は通貨を発行することができなくなる。しかし、銀行がそれ以前に発行した通貨については、統治通貨に置き換えられるまでに数年を要するだろう。このため、新しい制度への移行は緩やかに行われることになり、銀行は数年をかけてこれに適應することができる。

移行に伴って、既存の預金は、アイスランド中央銀行が管理する取引口座へと、商業銀行から送金される。商業銀行に代わって債務を負う代わりに、中央銀行は各銀行から得る預金と同額の債権を得る。このような債権は「変換債務」であり、合計4500億 ISK である。銀行はこれを数年にわたって徐々にアイスランド中央銀行に返済することになる。

商業銀行が転換債務を返済するにつれて、銀行が発行した通貨は供給プールから消えていく。よって、アイスランド中央銀行はこの減少に見合うだけの新たな統治通貨を発行する。こうして発行される新たな通貨は、公債の返済にあてることもできるが、先述したような他の手段にあてることもできるだろう。こうして、民間商業銀行通貨を新統治通貨へと移行される過程で、公債を4500億 ISK まで減らすことが可能になる。また、アイスランド中央銀行は、必要あらば、移行に際してマネーサプライを減らすこともできる。

## 1.4 提案

アイスランド国内の商業銀行は、経済成長に伴う必要性をはるかに超える量の通貨を発行してきた。これは数々の深刻な通貨問題の引き金となった。一例として、インフレーション、通貨の下落、資産バブル、銀行危機などが挙げられる。こうした問題に対する過去の処方箋は、通貨供給、通貨発行のプロセス、そしてこのプロセスを制御する方法に、いずれも十分な注意を払ってこなかった。

既存の部分準備制度は不安定であり、リスクをとることを奨励してしまっている。銀行には通貨を発行する動機が生まれ、中央銀行はこれを制御することに失敗してきた。改革がない限り、中央銀行は積極的にクレジット規制を行い、銀行による融資や金融部門への融資の成長率に一定の限度を設ける必要がある。こうした措置は銀行からみると不満の多いものだが、従来の手段がうまくいっていない以上、他に道はない。

こうした諸問題の根因を取り除き、国家の有する中央銀行が通貨に関する権限を占めるのが望ましい。またさらに、通貨を発行する権限は、新たな通貨を配分する権限から切り離されるべきである。これによって、通貨制度のリスクや不安定性を効果的に減らすことができ、負債も大幅に軽減され、通貨発行に伴う収入は銀行ではなく国家に行くこととなる。

アイスランドは、独立した通貨をもつ統治国家である。よって、既存の不安定な部分準備制度を改革し、より優れた新たな通貨制度を実施する自由がある。このような動きはしかし、他の代替案をさらに検討した上で、また速やかな改革の必要性についての国民合意が広まったときにとるべきである。

アイスランドにおける通貨発行プロセスについての議論は、まだ始まったばかりである。これが成熟に至るまでには、それなりの時間を要する。本レポートにおける研究結果がこの議論の一部となることができたら幸いである。

とはいえ、統治通貨制度は、改革のための有望な基盤を提供してくれるようである。このため、この制度の実施可能性についての研究をアイスランドで行うことを薦めたい。

## 2 アイスランドの通貨の問題

アイスランドの通貨の歴史は波乱万丈である。1920年代および1950年代における通貨規制は、1970年代および1980年代の慢性的インフレーションにつながり、1983年には年当たりインフレーション率が83%にまでのぼった。1981年には、100旧クローナを1新クローナに建て直す必要があるといわれた。

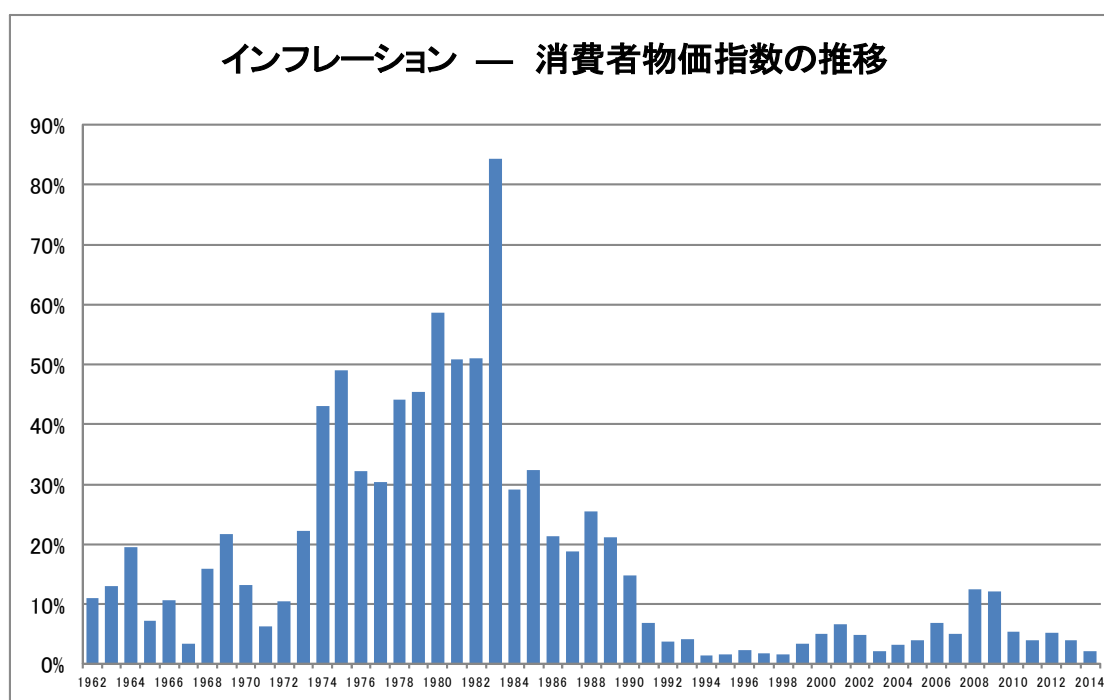


図2.1 引用元: アイスランド統計局

比較的平穏な1990年代を経て、好況の2000年代が訪れたが、これは2008年の劇的な破綻によって幕を閉じた。銀行は破綻し、ISKの平価は一年で50%も切り下げられた。2008年後半には資本規制が導入され、6年後の今もまだ続いている。

アイスランド中央銀行は、価格安定を促す目的で、1961年に設立された。それから50年を経て、ISKの購買力は99.7%も失われてしまった。

以下の各章では、このような深刻な通貨問題をより詳しくみてゆき、主原因が何であったのかを見極めるよう努めたい。

アイスランドの経済は開かれている。2013年には、GDPの57%が貿易輸出によるものであった。また、輸入品は個人消費の約半分を占める。そのため、輸入品の



価格は、国内の価格水準に大きな影響を与えるのである。

ここ数十年間で、アイスランドの輸出品は多様化してきた。始めは漁業品のみだったが、次第にアルミニウム、観光、そして科学技術を含むようになった。このような多様化が続けば、通貨の安定性が将来的に向上することが期待できる。

幸いに、アイスランドの通貨問題の多くは欠陥制度が引き起こしたと言えるので、制度を改革することによって、将来同様の問題が繰り返されるのを防ぐことができるだろう。

他国と同様、アイスランドもまた、部分準備バンキングという仕組みをとおして、新たな通貨が発行され、経済に注入される。批評家の指摘によれば、部分準備制度の本質的な欠陥によって、次のような通貨問題が引き起こされてきた—マネーサプライの制御なき増加、(特に不動産における)資産価格バブル、取り付け騒ぎ、負債と不平等の増幅、慢性的インフレーション、経済の不安定、国家による通貨発行益の損失などである。

よって、まずはアイスランドにおける通貨発行の仕組みを説明するところから始めたい。その後で、この仕組みがどのように機能してきたのかをより詳しくみていくことにする。

## 3 通貨発行の仕組み

---

安定的かつ適切な通貨供給は、円滑な経済の必要不可欠な条件である。マネーサプライの過剰な増加・減少は、価格水準のインフレーション・デフレーションや、経済活動の好況・不況につながりかねない。

つい最近まで、通貨発行のプロセスは広く誤解されてきた。経済学の教科書は、ほとんどすべて「貨幣乗数モデル」によって通貨発行を説明してきた。しかし、本レポート3.1節で説明するように、これは実状とはかけ離れている。

貨幣乗数モデルによると、中央銀行は通貨供給の全体を制御していることになる。基礎となる通貨を発行し、銀行が従うべき必要準備率を定めることによって、中央銀行は、経済に出回っている通貨供給の全体を制御しているのだと仮定されている。

しかし、アイスランドにせよ外国にせよ、実状はこれとは大きく異なる。商業銀行は融資を行うときに新たな通貨を発行するため、貨幣乗数モデルが示唆するほどには通貨発行が制限されていない。現実的に言うと、商業銀行による通貨発行量をアイスランド中央銀行が制御するための手段は非常に限られている。さらに、一般的に言って、商業銀行は実経済の成長率を大きく上回る速度でマネーサプライを増加してきた。このとき、新たに発行された通貨のほとんどは、不動産や金融市場に流れ込む。

以下の各節では、商業銀行および中央銀行からみた通貨発行のプロセスについて詳述する。その上で、銀行が通貨を過剰に発行してしまう動機をみていく。また、通貨発行を制御するためにアイスランド中央銀行がとることのできる手段をみた上で、なぜこうした手段がほぼ無力であったのかを検討する。

### 3.1 商業銀行はどのように通貨を発行するのか

銀行が通貨を発行するプロセスのあまりの単純さは、気味の悪いものである。

—ケネス・ガルブレイス<sup>4</sup>

---

4 Galbraith K. (1975) *Money: Whence It Came, Where It Went*, Ch. III, p.18

商業銀行は、融資を行うときに、新たな銀行預金を創造する。こうしてつくられる銀行預金は、銀行の債務(ないし借用証明書)である。このとき、銀行は預金者の要請に応じて現金を手渡したり、また口座保有者の要望に応じて第三者に電子決済を行う必要がある。よって、こうした預金は、デビット・カードや電子送金によって、経済内の決済活動に使われる。

銀行は、口座保有者の預金がなくても、借り手に融資を行うことができる。単純な複式簿記によって、銀行は融資を行うときに、経済内の通貨の量と負債の量とを同時に増やす。イングランド銀行はこのプロセスを次のように説明している。

「商業銀行は、新たな融資を行うことによって、銀行預金という形で通貨を発行する。例えば、家を購入するために住宅ローンを組む人を考えてみる。このような人に向けて融資を行うとき、銀行は何千ポンドという現金をこの人に直接手渡すことはほとんどしない。代わりに、銀行は借り手の口座に、住宅ローンと同額の預金を加える。この瞬間にこそ、新しい通貨が発行されるのである。」<sup>5</sup>

「通貨発行の現場は、誤った俗説の語るそれとは異なるものである。つまり、銀行は、口座保有者の預金を他の人たちに融資するだけの仲介人などではない。あるいは、中央銀行通貨を「増幅」することで新たなローンや預金を生み出しているわけでもない。」

(中略)

「近代経済においては、通貨の大半が銀行預金という形をとる。このような銀行預金がどのように生み出されているのかは、広く誤解されている。主な産出法は、商業銀行によるローンである。融資を行う度に、銀行はローンと同額の預金を借主の口座の中に生み出し、こうして新たな通貨を発行するわけである。

現代における通貨発行の実態は、よくある経済学教科書の描くそれとは異なる。

- 世帯の貯金によって得られる預金を融資するのではなく、銀行は融資によって預金を生み出す。
- 通常、中央銀行は経済内に循環している通貨の量を固定しない。また、中央銀行通貨はローンや預金によって「増幅」されることもない。」<sup>6</sup>

「むしろ、世帯が銀行口座に貯金をするとき、このような預金は、商品やサービスの購入によって他の企業に渡るはずだった預金を対価として成立してい

5 Bank of England (2014)

6 Bank of England (2014)

る。貯金そのものは、銀行が融資を行うための預金や「余財」を増やすことができない。銀行を単なる仲介役として見てしまつては、近代経済における実態、預金通貨の発行主は商業銀行であるという実態を無視することになってしまう。

(中略) 自分の手元にある預金を融資するのではなく、銀行の融資活動そのものが預金を生み出すのである—これは、よくある教科書に載っている手順の真逆である。」<sup>7</sup>

### 付記3. A

#### 通貨発行について、中央銀行の銀行員たちが語る

「実のところ、通貨の発行は、主に銀行の中で起きている。」  
—シカゴ連邦準備銀行(1961)

「広義の通貨発行において、最も広くかつ重要な役割を担っているのは、銀行業である。… 融資を行うとき、銀行は借り手のために新たな預金を生み出す。」  
—イングランド銀行(2007)

「時が経つにつれて… 紙幣と商業銀行通貨とは、完全に置き換え可能な決済手段となり、顧客は両者を必要に応じて使い分けることができるようになった。」  
—欧州中央銀行(2000)

「現代における通貨制度は、どれも中央銀行通貨と商業銀行通貨の相互補強の上に成り立っている。」  
—国際決済銀行(2003)

「商業銀行も通貨を発行することができる。… ヨーロッパの制度においては、通貨は主にクレジットの拡張という形で発行される。」  
—ドイツ連邦銀行(2009)

さらに、銀行は国債、不動産、建造物などの資産を購入することによつても通貨を発行できるのだという点もおさえておきたい。ローンと同じく、手持ち資産もまた銀行の貸借対照表に資産として記録される。そして、銀行は資産の売り手の預金を、資産と同じ金額増やし、それを銀行の債務として記録するのである。

また、商業銀行は物理的な意味での現金を取り扱ひもする。現金を預金として受け

<sup>7</sup> Bank of England (2014)

取り、預金を引き出す顧客に対しては現金を提供するのである。顧客が銀行に現金を預けるとき、その現金（つまり紙幣と貨幣）は銀行の所有物となり、顧客の預金残高は増える。預金とは、この場合銀行の顧客に対する債務を表す。顧客が銀行やATMで現金を引き出せば、預金残高は同額だけ減る。

商業銀行は、電子マネーを（預金という形で）発行したり消去したりもする。通貨が消去されるのは、銀行がローンの返済としての預金を受け取る時や、銀行が資産を売却しその代金として預金を受け取る時である。単純な複式簿記によって、債務（預金勘定）が借り方に記入され、資産（負債勘定など）が貸し方に記入される。こうして、貸借対照表の両側が同時に減少される。

一つ注意すべきことは、預金という形で通貨を発行できるのは商業銀行および貯蓄金融機関（預金を受け取る機関）のみ、という点である。投資銀行は一般市民に預金を提供することがなく、よって通貨を発行することもできない。投資銀行は、すでに存在する通貨を融資することしかできないのである（もっとも、このような通貨さえも、多くの場合、以前に他の銀行が生み出した預金という形をとるのだが）。

商業銀行による融資は、他の人たちの口座の残高を一切減らさずに、借り手の預金残高を増やす。このため、ここで追加される預金によって、経済内の通貨の量は増加する。経済が必要とする量を上回る通貨を銀行が供給してしまうと、物価の高騰（インフレーション）や資産価格の高騰（資産価格インフレーション、またはバブル）へとつながる恐れがある。

アイスランドの商業銀行が発行したマネーサプライは、約4860億ISK、<sup>8</sup>つまり国内のマネーサプライの91%である（M1）。アイスランド中央銀行が発行する紙幣や貨幣は全体のたった9%にすぎない。<sup>9</sup>このような状況は、アイスランド独特のものだとは到底いえない。むしろ、ほぼすべての国において、商業銀行がマネーサプライの大半を発行しているのである。

### 付記3. B

#### 通貨とは何か

「通貨」の定義は多様だが、本レポートでは、便宜上、通貨を以下のように定義したい。通貨とは、商業において決済の手段として受け入れられているもの、また負債や税を納めるにあたって有効なものである。このような条件は、アイスランド中央銀行によって発行される貨幣や紙幣、あるいは商業銀行によって発行される普通預金によって満たされる。

8 アイスランド中央銀行、2014年度末

9 マネーサプライの区分については、第4章1節でより詳しく取り上げる。

マネーサプライ(M1)とは、経済内で利用可能な紙幣、貨幣、そして普通預金の総量のことである。

定期預金、貯蓄口座、公債、株などの流動資産は、「準通貨」と呼ばれることがある。しかし、このような資産は税や負債を納める手段としては通常使うことができず、また商業において決済の手段として用いることもできない。このため、準貨幣は厳密な意味での通貨ではない。

### 通貨の価値はどこからくるのか

通貨の価値の基盤は、法律であり、通貨の需要と供給である。アイスランドでは、ISKが金融債務の決済の手段として正当であると、法律によって定められている。貨幣や紙幣の発行については、アイスランド中央銀行が独占権を持っている。しかし、商業銀行が発行する預金通貨の量を制御するとすると、アイスランド中央銀行は間接的な手段しか持ち合わせていない。

通貨の総需要は、実経済の規模や成長率、そして金融部門など、様々な要素に左右される。また、納税はISKによって行う他ない、という事実も、ISKの需要に影響を与える。これによって、納税者の間にISKの需要が生まれるのである。

ISKの価値低下は、ほとんどの場合、銀行が経済的必要以上の速度で預金を発行してしまうところに起因するといえる。つまり、ISKの供給が、需要よりも遥かに速く成長してしまったのである。

マネーサプライの大半は商業銀行によって発行される。このため、こうした銀行が融資について行う決定は、一般価格水準や通貨安定性に影響を与える。アイスランド中央銀行は価格安定を維持する役割を引き受けているが、直接供給することのできる通貨の供給量は微々たるものである。そのため、他の銀行が発行する通貨の量を制御するためには、間接的な方法に頼る他ないのである。

## 3.2 アイスランド中央銀行はどのように通貨を発行するのか

商業銀行は、企業や一般市民と取引をする。対して、アイスランド中央銀行は、商業銀行と政府に対してのみの銀行として動くのである。

### 3. 2. 1 貨幣と紙幣の発行

アイスランド中央銀行は貨幣と紙幣の発行の独占権を持っている。貨幣は王立造幣局によって、紙幣は英国の専門印刷所によって製造される。

他の銀行は、中央銀行準備通貨ないし証券と引き換えに、貨幣や紙幣をアイスランド中央銀行から購入する。個人や会社はアイスランド中央銀行から貨幣・紙幣を直接購入することができない。他の銀行から、預金残高の減少と引き換えに購入する他ないのである。

アイスランド中央銀行は、新たな紙幣を発行することによって利益を得る。紙幣の製造コストが紙幣の額面価格の数分の一にも満たない一方、こうした紙幣は、(公債などの)金利付きの資産と交換されるからである。このとき、交換は公債等の額面価格に従って行われる。2014年12月当時、流通していた貨幣・紙幣の総量は440億 ISK 弱であり、通貨供給総量の9%弱であった

### 3. 2. 2 中央銀行準備通貨の発行

「銀行のための銀行」として動くことは、アイスランド中央銀行の大切な機能の一つである。これによって、商業銀行は中央銀行準備通貨を保管するための口座を提供される。準備口座をとおして、商業銀行は取引をする。つまり、アイスランド中央銀行にある口座を使い、銀行間の決済を行うのである。

アイスランド中央銀行は、必要に応じて準備通貨を発行し他の銀行に融資する。アイスランド中央銀行が定める利率(政策利率)は、銀行が互いに準備通貨を貸借するときの金利率に影響を与える。また、顧客に対して他の銀行が請求・支払いをする利率に間接的に影響を与えもする。

銀行業制度に追加の中央銀行準備通貨を注入しようとアイスランド中央銀行が試みる時(例えば、商業銀行の準備通貨需要が高まったとき)、新たな準備通貨を発行し、銀行業界が保有する公債を購入する、という手段がある。

商業銀行は、2014年12月当時、アイスランド中央銀行の準備口座におよそ310億 ISK を保管していた。

## 3. 3 中央銀行の役割

通貨の発行や銀行への預金口座の提供に加え、アイスランド中央銀行は政府にも幾つかの銀行口座を提供する。これらの口座には税収や借入金が一時的に保管され、政府は後でこれを歳出や以前の借入金の利子の支払いに使う。アイスランド中

中央銀行の他の義務としては、金融政策の策定(すなわち政策金利の設定)、価格安定の推進、金融安定の推進、外貨準備金の管理、国内の決済システムや国外向けの決済の処理などがある。

### 3.3.1 価格安定の推進

アイスランド中央銀行の主要目的は、1986年に立法され2001年に改正されたアイスランド中央銀行法に以下のように述べられている(翻訳文は非公式のものである)：

「アイスランド中央銀行の主要目的は、価格安定の推進である。総理大臣の承認を得て、アイスランド中央銀行はインフレーション率の数値目標を宣言する権利を持つ。

中央銀行は、段落1に述べられている主要目的と矛盾しない限りにおいて、政府の経済政策の推進を補助する。」<sup>10</sup>

現在、アイスランド中央銀行は、2.5%に近いインフレーション率の維持に努めている。<sup>11</sup>経済におけるインフレーション率を管理するために、

「中央銀行は為替市場の金利率を管理し、これによって独自の金融政策を実施する。このとき、金利率の管理とは、クレジット機関との証券担保ローン合意の金利率に関わる決定事項を指す。これが他の金利率に影響を与えるからである。また、為替市場での収益は、為替流動に、為替相場レートに、ひいては国内需要に対して、強い影響を与える。」<sup>12</sup>

金利目標値(つまり「政策金利」)は、アイスランド中央銀行の金融政策委員会によって定められる。

価格安定が健全な経済にとって重要であるという点は疑う余地がない。しかし、一つの基準だけを目安として中央銀行のパフォーマンスを評価してしまえば、他の重要事項—例えば、通貨供給、資産価格、為替相場など—の悪化への対応が遅れてしまう可能性もある。

### 3.3.2 効率的かつ安定的な金融制度の推進

アイスランド中央銀行法は次のように述べている。

---

10 Act on the Central Bank of Iceland no.36/2001

11 アイスランド中央銀行、2014b

12 アイスランド中央銀行、2014c



「アイスランド中央銀行は、中央銀行としての役割と矛盾しない職務を遂行すべきである。具体的には、外貨準備金の維持や、効率的かつ安定的な金融制度の推進である。後者には、国内決済システムや国外向けの決済も含まれる。」<sup>13</sup>

アイスランド中央銀行の金融安定部は、アイスランドの金融制度の安定性を脅かす可能性のあるリスクの研究・分析を行っている。こうした研究の目的は、痛烈なショックを引き起こしかねないような制度上の弱点を見極めるところにある。<sup>14</sup>金融安定部は、アイスランド金融監督官庁 (Fjármálaeftirlitið, FME) と密接に連携して動いている。FME が個別の金融機関の安定性に焦点を絞る一方、アイスランド中央銀行は制度の全体としての安定性を俯瞰するのである。

### 3. 3. 3 中央銀行のツール

上記の目的を実現するために、アイスランド中央銀行は様々な介入を行うことができる。政策金利の変更、外貨の売買、公債の売買、必要準備率の変更、清算不能な銀行に向けての緊急資金提供などである。

### 3. 4 通貨発行の動機

物質的な現金であれ、電子預金であれ、通貨という功利は無料では提供されない。アイスランド中央銀行と商業銀行とは、それぞれ通貨発行に伴ってかなりの収益を上げるのである。

商業銀行は、新たな預金を発行することによって、投資や融資のための資金を捻出する。預金は銀行の債務であり、企業や一般市民はそれを通貨として利用することができる。たしかに、銀行は顧客の預金に対して金利を支払うが、これは市場において借り入れを行うときに銀行が通常支払う利率に比べると低い。低い金利は、銀行が資金源として預金を積極的に利用する一つの動機となっている。

預金保有者がこのような低い金利を受け入れる理由は二つある。まず一つ目は、預金が清算的であり、すぐに通貨として利用できるからである。二つ目は、預金にはリスクがないと考えられているからである。後者の考えは、預金保険資金ないし政府が、銀行破綻の際には顧客を救済してくれるはずだ、という仮定の上に成り立っている。

預金を資金として利用することによって銀行はどれくらいの利益を得ているのか。ま

13 Act of the Central Bank of Iceland no.36/1986 and no.36/2001

14 アイスランド中央銀行、2014b

た、このような利益の内、最終的にはどれくらいの割合が銀行の手元に残るのか。—こうした点は、例えば銀行間の競争等の様々な要素に左右されるため、より詳細に渡る研究が必要とされる。

銀行には通貨発行の動機がある。他方で、過剰な通貨供給によって生じるコスト、インフレーションやバブルといった形をとるコストは、一般社会が負担するのが常である。利益とコストのこうした分裂は、銀行がなぜ経済に最も適した量の通貨を発行してこなかったのかを説明する上で有効だろう。

### 3. 4. 1 紙幣・貨幣の発行によってアイスランド中央銀行が得る収益

アイスランドでは、中央銀行は政府の一部であり、紙幣、貨幣、そして準備通貨を発行する。他の国、特にアメリカ合衆国では、中央銀行が国有化されておらず、中央銀行ではなく公庫が貨幣を発行する。このような差異は、通貨の発行によって生じる収益を考慮する上で重要である。

通貨発行によって中央銀行が得る収益を測定する方法について、経済学文献間では明確な共通認識が存在しない。「通貨発行益」という言葉は、各テキストによって異なる意味で用いられる。また、世界各国の中央銀行は、紙幣を債務として計上することによって、この混乱をさらに増長させている。なるほど、銀行が紙幣と引き換えに金や銀で支払いを行うという約束をしていた頃にはこのような意味付けも腑に落ちるが、しかし現代においては、銀行は紙幣の持ち主に対して紙幣以外のものを支払うことがない。よって、新たに発行される紙幣を中央銀行の債務として計上してしまっては誤解を生みかねない。アイスランド中央銀行はこの慣習に従うため、通貨を発行した時点では、会計上、収益が表示されない。

通貨発行は、アイスランド中央銀行の主要収入源である。それにも関わらず、アイスランド中央銀行の会計には、この収益の数値が別途記載されることがない。ただし、アイスランドの将来的な新通貨について近年発表されたレポートに、この収益の見積もりが載っている。<sup>15</sup>アイスランド中央銀行は、1995—2010の期間における通貨発行による収益を、平均してGDPの0.45%と見積もっている。現状の物価に換算すると、これは総額1020億ISK、あるいは年当たり平均70億ISK弱となる。これは2012年にアイスランド中央銀行が金利から得た純利益の半分近くに相当し、無視できない金額である。

流通している紙幣・貨幣の総量は、2007年度末では120億ISK相当であったのに対し、2014年度末では440億ISKに上っている。つまり、320億ISKの増量である。アイスランド中央銀行によると、この期間内において紙幣・貨幣の発行にかかったコストは10億ISK弱である。よって、紙幣・貨幣の発行によってアイスランド中央銀行が得た収益はこの7年間で総額310億ISK、年平均にして44億ISKで

15 Sérít SBI (2012) Valkostir Íslands í gjaldmiðils-og gengismálum, p.491

あったことになる。<sup>16</sup>

### 3. 4. 2 流通している紙幣・貨幣の金利による収益

中央銀行が自ら発行した通貨の金利によって得る年当たりの収益を計算するためには、440億ISKにのぼる紙幣・貨幣のストックに、リスク・フリー表面金利を適応するのがよい。このとき、中央銀行は前者のストックに対しては金利を支払っていない。また、後者の金利は現在4.5%である。この見積もり方法によると、流通している紙幣・貨幣による中央銀行の収益は20億ISKである。

### 3. 4. 3 準備通貨ストックからの金利収益は微々たるものである

アイスランド中央銀行は、準備通貨を発行し、それを使って他の銀行から金融資産を購入することができる。中央銀行の会計の慣習に従うと、準備通貨の増加は収益ではなく債務の増加として計上することになっている。

アイスランド中央銀行は、中央銀行口座に他の銀行が預けている準備通貨に対して金利を支払っている。そのため、長期的にみると、中央銀行は準備通貨ストックからほとんど収益をあげることができていない。

2014年度末では、中央銀行準備通貨の総額は310億ISKであった。

### 3. 4. 4 通貨の過剰発行の動機

銀行は、通貨発行によって利益を得る。そして、通貨を手にする人たちは、対価を支払う側なのである。つまり、金利のつかない現金や、相場よりも低い金利しかつかない預金を保有することには、かなりの機会コストがかかるのである。国家もまた、これによって損をしている。国家は預金を必ず保護しなければならないが、この必然性に対して何ら対価を得ていないからである。

既存の制度によると、民間銀行は通貨の発行によって利益を得ることができる一方、アイスランド中央銀行は毎年200億ISK弱の金融収益を放棄していることになる。

商業銀行は、新たな通貨発行を行う強い動機を持っている。こうした通貨発行が、市場におけるローン購入のための安価な資金となるからである。銀行が通貨発行の自由を持ち、ローンに値する債務者を確保することができる限り、上記の動機は、経済全体への影響を考えない通貨発行を持続させることになるだろう。

---

16 アイスランド中央銀行(2013 b)

### 3.5 アイスランド中央銀行は通貨の発行を抑えることができるのか

アイスランド中央銀行がマネーサプライを制御しているのだと信じる人は多い。たしかに、必要自己資本率、必要準備率、政策金利などを定めることによって、商業銀行による通貨発行を制御することはできる。本節では、このような手段が通貨発行の制御にどれほど有効であるのかを検討する。

#### 3.5.1 必要自己資本率を用いて融資の量を抑える

自己資本対資産の比率を規制手段として用いれば銀行による融資の量を制御することができる、と信じる人は多い。バーゼル自己資本合意によると、銀行の自己資本と(リスク測定後の)総資産の比率は、あらかじめ定められた数値を下回ってはいけない。バーゼル合意IとIIによると、この数値は8%である。バーゼル合意IIIでは追加の資本バッファによって比率が上がる見込みである。バーゼル合意IIIに基づくと、理論上、銀行の自己資本がリスク測定後の総資産の比率が8%を下回った場合、銀行は自己資本を増やさない限り追加で株式発行を行うことができない。

しかしながら、実践上、必要自己資本率は銀行による融資を十分に抑えることができない。理由はいくつかある。

まず第一に、利益を保持することによって、株主の自己資本が増加される。こうして増量された自己資本によって、銀行はより多くの融資を行うことができるようになる。そして、こうした融資は、さらなる利益と株主の自己資本とにつながりえるのである。銀行による融資に利益が見込まれる限り、この拡張サイクルは続く。

第二に、銀行は新たな株を発行することによって、追加の資本を得る自由を有している。好況な時期においては、銀行は高額な利益をあげていることが多い。そのため、資本に対するリターンもまた高くなる。これによって、銀行の株の値段が上がる。このため、好況時においては、銀行は株という土俵で効果的に自己資本を増加させることができるのである。

第三に、銀行は「証券化」と呼ばれる手順を踏むことができる。これによって、銀行は貸借対照表上の資産(ローン)を集積し、これを「特別目的会社」へと売却し、対価として支払いを受けることができる。このような手順は、ローンに対して生じる損失を補うために眠っていた資本の「有効活用」につながる。こうして、より多くの(新たな)ローンが可能になり、融資活動(あるいは通貨発行)の速度が上がりうるのである。

第四に、バーゼル合意によると、銀行はいわゆる「内部格付手法」に則して自己資

本率を算定することができる。内部の規制管理者の承諾を得さえすれば、銀行はこの手法を用いて、資産に対する自己資本の量を算定するための経験的モデルを独自に開発することができる。このため、この手法を用いる銀行は、通常よりも少量の自己資本を持つことが、少なくとも理論上は可能となるのである。

最後に、銀行は、悪意ないし誤解に基づいて、資産を過大評価することがある。アイスランドの銀行制度の破綻を調査するために設立された特別調査委員会は、銀行は市場感応型融資を株式から引き去っておらず、よって自己資本率を過大評価していた、という結論を出した。

### 3. 5. 2 必要準備率を用いて融資を制御する

中央銀行準備通貨は、商業銀行間の決済に使用される。アイスランド中央銀行は準備通貨を発行する権利を独占しており、準備率を設定することができる。貨幣乗数モデルが正しければ、準備通貨の量を制限し、準備率を設定することによって、アイスランド中央銀行は商業銀行による通貨発行を制限することができることになる。

貨幣乗数モデルは、現在主流の経済学の教科書では常識となっている。これによると、商業銀行が融資可能なローンの総額は、中央銀行準備通貨の一定の倍数に限られる。この倍数は、中央銀行が定める準備率の逆数である。

よって、貨幣乗数モデルによると、アイスランド中央銀行はアイスランド経済の通貨の総量を制限することができることになる。しかし、準備通貨は実はこうした制限の要因とはなりえない。むしろ、銀行は融資を先に行い、後から準備通貨を求める。そして、中央銀行は他の銀行の必要に応じて、必ず準備通貨を提供しなければいけないのである。この考えは強力な証拠によって裏付けられており、ますます私たちの共通認識となってきた。<sup>17</sup>

かかる準備通貨を提供しなかった場合、中央銀行は清算危機を引き起こすか、少なくとも金利を異常な値にまで引き上げてしまうことになるだろう。

新たな準備通貨の提供を中央銀行が拒否した場合、準備通貨を必要とする銀行は、他の銀行への決済を行うことができなくなる。そこで、このような銀行は、然るべき準備通貨を調達するために、資産を売却することになる。流動性資産には適正な売値が見つかるかもしれない。しかし、非流動性資産を素早く売るためには、往々にして本来よりも低い売値を甘受するしかないのである。こうして、流動性問題は債務超過問題へと転化する。さらに、ある銀行の債務超過問題は、そのまま銀行制度全体の破綻へと発展する可能性すらある。そのため、アイスランド中央銀行は、追加の

17 序章および第二章で触れたように、この見解はホルムズ(1969)、キング(1994)、コンスタンチオ(2011)が表明している。また、ムーア(1988)の研究は、銀行は準備通貨を確保する前に融資を行う、という考えを裏付ける証拠を提供している。

準備通貨の要求に応えざるをえない。応じなければ、金融の安定性を高めるという役割が満足に担えないからである。

準備率が融資を制限できない理由は、他にもある。

第一に、同じ銀行内で顧客同士が決済を行う限り、追加の準備通貨は不要である。アイスランドのように、銀行制度全体がより少数の巨大銀行によって支配されるにつれ、銀行の内部で済ますことのできる決済の数は上昇し、銀行間の決済に必要な準備通貨の量は減少する。

第二に、およそ均一の金利に基づいて融資数を伸ばし、銀行間における預金の動きがそれなりの均衡を保つとき、銀行は微々たる準備通貨を追加することでかなりの量の融資を行うことができるようになる。『貨幣論』(1930)でケインズはこれを説明している。

「各銀行が歩調を合わせて前進する限り、銀行が安心して発行することのできる銀行通貨の量に限度はない。文頭の[太字の]文言こそ、この制度のからくりを知るための鍵である。一つの銀行が単独で前進する限り、その銀行は弱体化する。対して、他の銀行が同じような前進をする度に、この銀行は強化される。つまり、皆が足並みを揃えて前進すれば、誰も弱体化せずすむのである。このため、どの銀行も、競争相手に先立って前進をすることができない。銀行の一挙一動は、すべての銀行の挙動の平均によって決定されるのである——同時に、各銀行はこの「平均」の形成に多かれ少なかれ寄与しているのだが。つまり、個人としての銀行総裁は、「自分は外部からの不可抗力に従う受動的な駒にすぎない」と考えるかもしれない。しかし、この「外部からの不可抗力」は、かれを含む銀行総裁たちを指しているのかもしれないのである。少なくとも、銀行の顧客は明らかにこの力の一部ではない。」

### 3. 5. 3 金利の上昇によって融資を制御する

中央銀行とは、そもそも商業銀行のための銀行である。つまり、準備通貨を保管するための預金口座を提供したり、必要に応じて準備通貨を融資たりするのである。中央銀行は、商業銀行の預金やローンに対する金利を定めることができる。この金利は「政策金利」と呼ばれ、各銀行が顧客に対して請求する金利に影響を与える。

中央銀行が政策金利を上げると、銀行も対顧客の金利を上げる。理論上、金利が上昇すれば、個人や企業は借り入れを躊躇するはずである。とすれば、高い金利は融資を制御し、ひいてはマネーサプライの増加を制御するはずである。しかしながら、実際のところ、政策金利の上昇は借り手を躊躇させる手段としては効果が薄く、むしろ数々の負の副作用を生み出してしまう。政策金利が上昇すると、海外投

資家による国内通貨の需要が高まる。これは往々にして為替レートを上昇させ、輸入品の価格の低下へとつながる。すると輸入ブームが起き、貿易赤字を生むのである。また、融資の増量を牽制するためにと政策金利を上げた結果、世帯や企業の既存の負債の返済コストがもはや支払い不可能なレベルまで上がってしまう可能性もある。このような副作用を考慮に入れると、中央銀行が政策金利を手段として用いることのできる場面は非常に限られてしまい、もはや融資を制御するための手段としては機能しなくなってしまうとすらいえる。

展望が明るく、マネーサプライの増加に伴って資産価格が上昇しているとき、顧客はどれほど金利が高かろうと借金をし、金利よりも速く価格が上がってくれることを期待しつつ新たな資産を購入する。このような「不合理な興奮」はそれなりの期間続くこともある——現実という槌に打たれるまでは。

金利よりも展望の方が、それが明るいものであれ暗いものであれ、融資と通貨発行に強い影響を与えるようである。そして、中央銀行は展望を制御する術をほとんど何も持ち合わせていない。

### 3. 5. 4 クレジット規制によって融資を制御する

1970年以降、クレジット規制は中央銀行員の間ではタブー視されてきた。しかし、融資バブルの肥大を防いだり、銀行による融資を金融部門の投機ではなくより生産性の高い部門へと導いたりする道具として、クレジット規制は効果的である。1969年1月31日付のロンドン決済銀行委員会への手紙において、イングランド銀行副総裁はクレジット規制と高優先度業務分野についてこう語っている。

「今年5月に導入され、11月に強化されたクレジット規制は、優先度の高い業務分野の外にいる顧客への銀行による融資の減少を常に含んでいた。」

アイスランド中央銀行は、クレジットバブルを制御するためにクレジット規制を適応しようとはしなかった。そう決意さえすれば、あるいは制御もできたかもしれない。しかし、この方法はオーソドックスであるとはいえず、銀行からの反発も当然予想される。

## 3. 6 銀行はすでに存在する通貨だけを融資するのか

主な経済学の教科書は、ほとんどすべて「貨幣乗数モデル」を読者に教授している。しかし、このモデルは通貨の発行の方法の描写としては誤っており、「クレジット発行モデル」の方がより現実的にこの手順を描写できると、今では多くの経済学者や中央銀行員が考えている。

乗数モデルによると、銀行は顧客が預けた通貨を貸し出し、その通貨のわずかな

一部を準備通貨として手元に残しておく。対して、クレジット発行モデルによると、銀行は融資を行う度に新たな通貨を発行する——つまり、融資という行為自体が預金を生み出すのである。両者の差異は、金融政策にとって無視できない重要な意味をもつ。次節以降、この二つのモデルを描写していく。

### 3. 6. 1 貨幣乗数モデル

貨幣乗数モデルは、銀行が顧客から預金として現金を受け取り、その一部を準備通貨として保持し、残りを貸し出すまでの手順を描写している。このとき、必要準備率と基礎通貨の量とはどちらもアイスランド中央銀行が制御するものと仮定される。よって、アイスランド中央銀行が経済内の通貨の量を最終的に決定できるはずである。

貨幣乗数プロセスは、次のような話から始まることが多い。まず、顧客が一定の現金を、例えばISK1,000を、預金口座に預けたとしよう。普通の顧客は、預金を銀行に預けたままにしておくのが常である。そのため、銀行は非常に少ない「準備通貨」を、例えば10% (ISK100) を用意しておけば、顧客の引き出しに対応できる。こうして、残りのISK900を他の借り手に融資するのである。さて、借り手はISK900を使って買い物をする。売り手はこうして得たお金を別の銀行に預ける。すると、売り手の預金口座には新たにISK900が加算され、銀行は新たにISK900を所持することになる。預金総額で計った場合、マネーサプライはここでISK900だけ増加する。さて、銀行は同じサイクルをもう一度繰り返すことができる。ISK900の10%、つまりISK90を保持しつつ、残りのISK810を貸し出すのである。再度融資を行いつつ、一部を準備通貨として保持するという手順は、より少ない金額を元にして繰り返される。この例では、最終的なマネーサプライはISK10,000 (ISK1,000を10%で割った額) となる。銀行は最初の基礎通貨(現金)であるISK1,000を十倍にまで乗算したのである。

銀行業の貨幣乗数モデルは、次の三点を暗に論じている。

1. 融資を行うためには、銀行は誰かが通貨を(通常これは現金であると仮定される)銀行に預けるのを待たねばならない。
2. 経済内の通貨の総量は、最終的には中央銀行によって制御される。準備率あるいは「基礎通貨」の量のいずれかを変更することによって、通貨の量を制御することができるのである。
3. 中央銀行の承諾なくしては、マネーサプライを制御不能なまでに増大させることはできない。

まとめると、貨幣乗数モデルは通貨発行の手順の因果関係を次のように考えている。



- 中央銀行が準備率を設定し、基礎通貨を発行し、経済に注入する。
- 銀行は預金のほとんどを融資、その一部を「準備通貨」として手元に残す。
- 融資された通貨は使用され、循環し、別の銀行に再度預けられる。銀行はこの(より小額の)預金を使って新たな(より小額の)融資を行い、一部を「準備通貨」として手元に残す。
- この手順は、ローンの額が微々たるものになるまで繰り返される。こうして、マネーサプライは基礎通貨のある乗数に相当することになる。(このとき、乗数は準備率によって決定される。)

1984年、当時のイギリスの金融政策委員会の委員・イングランド銀行最高顧問のチャールズ・グッドハートは、経済学の教科書に載っている貨幣乗数モデルについて次のように言った。

「これは通貨ストックの量が決定される手順の描写としてはあまりにも不完全であり、教授法として誤っている。」<sup>18</sup>

このモデルの不備は多くの経済学者や中央銀行員にとって長らく常識となっていた。それにも関わらず、今でもこれは実際の通貨制度の仕組みの事実 に即した描写として学生に教授されているのである。

ウェルナー<sup>19</sup>の行った調査研究によると、貨幣乗数モデルは間違っており、銀行は独断で新たな通貨を発行することができる。

この説は2014年イングランド銀行四半期報によって裏付けられている。報告書は、貨幣乗数に基づく流行のアプローチは現実に忠実ではない描写であり、誤解である、と述べている。

「もう一つの通俗的な誤解として、中央銀行は中央銀行通貨の量を制御することによって、経済内のローンや預金の量を制御できる、という考えがある——いわゆる「貨幣乗数」アプローチである。これによると、中央銀行は準備通貨の量を決定することによって金融政策を施行する。広義の通貨[M3]と基礎通貨との間には一定の比が保たれることが前提とされ、準備通貨は銀行のローンや預金によってかなりの額にまで乗算される。この理論が真となるためには、準備通貨の量が融資の量を拘束し、中央銀行が直接この準備通貨の量を決定できなければいけない。貨幣乗数モデルは、なるほど通貨や銀行業を経済学の教科書の中で入門者に説明する手段としては役立つかもしれないが、現実に通貨が発行される方法の描写としては不正確である。」<sup>20</sup>

18 Goodhart (1984)

19 Werner R. A. (2014a)

20 Bank of England Quarterly Bulletin (2014)

### 3. 6. 2 クレジット発行モデル

クレジット発行モデルによると、銀行は顧客から得た通貨を融資するのではなく、むしろ融資によって新たな通貨を発行する。つまり、融資を行う度に、銀行は借り手の名義で負債と同額の預金を新たに発行するのである。こうして発行された預金は決済に使用することができ、マネーサプライは増加する。

融資から生じる他の銀行への決済を行うにあたり、中央銀行準備通貨が必要となるが、銀行はこれをアイスランド中央銀行ないし他の銀行から借りることができる。

1969年に、当時のニューヨーク連邦準備銀行副総裁のアラン・ホルムズは次のように述べた。

「銀行は融資を行い、その過程で預金を発行し、準備通貨を後から調達する。これが現実である。」<sup>21</sup>

2014年4月にトロントで行われた会議のパネルにて、英国金融サービス機構会長（2008～2013）のアデル・ターナー卿は、貨幣乗数モデルを「迷信」と呼び、銀行が融資を行う際に新たな通貨を発行する流れを次のように説明した。

「学部生向けに書かれた教科書の多くは… 銀行制度の役割を描写する中で二つの間違いを犯す。まず第一に、あたかも顧客の預金が借り手へのローンに用いられるかのような書き方をする。銀行制度が一から新たにクレジット、通貨、そして購買能力を発行しているのだという点を、ひいてはこれが経済において重要な意味をもっているのだという点を見落とすのである。

さらにまた、[こうした教科書は]ことあるごとに次のような書き方をする。「銀行は世帯の預金を使って企業に通貨を融資する。つまり、銀行は異なる投資先へ資本を配分する役割を担うわけだ。」しかし、近代の先進経済の銀行制度の仕組みの描写としては、これは完全に神話的であるといわざるをえない。」<sup>22</sup>

また、2011年のスピーチにおいて、ヨーロッパ中央銀行副総裁のヴィトル・コンスタンシオは次のような解説を行った。

「中央銀行[の準備通貨]からのローンを、金融機関は瞬時に非金融部門のためのクレジットに変身させることができる—このような議論を時折耳にします。なるほど、これはクレジット乗数についての従来の理論的視点に相当する。通貨発行の流れは、中央銀行が一次流動資金を発行し、他の銀行は貸付決定を行うことによって総マネーサプライを定める、となるわけです。しか

21 Holmes (1969), p.73

22 [www.positivemoney.org/2014/04/former-bank-regulator-adair-turner-says-economics-textbooks-teach-mythological-story-banks-full-transcript/](http://www.positivemoney.org/2014/04/former-bank-regulator-adair-turner-says-economics-textbooks-teach-mythological-story-banks-full-transcript/)

し、現実はこの逆なのです。つまり、銀行はまず貸付決定を行い、その後で必要資金や中央銀行準備通貨などを調達するのです。」<sup>23</sup>

1988年に出版された『横軸主義者と縦軸主義者』において、バジル・ムーアは、銀行は必要な準備通貨を確保する前に融資を行う、という点を証拠付けた後、こう述べる。

「ここで挙げた証拠は、銀行による融資から四種の金融総量まで、一方通行の因果関係が成り立つ、という点を強く示唆している。また、各金融総量から通貨基盤へも、やはり一方通行の因果関係がみられるという点が示された。」<sup>24</sup>

まとめよう。クレジット発行モデルは、銀行制度内の因果関係を次のように把握している。

- 銀行は融資を行うことによって新たな預金を発行するが、これは新たな通貨を発行することと同じである。
- 融資は、銀行の準備通貨の需要を高める可能性がある。他の銀行への決済を行うためである。
- 中央銀行は、他の銀行の必要に応じて準備通貨を提供せざるをえない。
- 銀行が融資を行うと新たな通貨が発行されるが、負債の返済が行われる度に通貨は消去される。

中央銀行ではなく商業銀行がマネーサプライを決定する、という論点こそ、クレジット発行モデルの骨子である。中央銀行は十分な準備通貨を提供することによって各銀行の融資決定をサポートせざるをえず、一日の終わりにすべての決済が完了することを保護せざるをえない。これは、中央銀行がマネーサプライを決定するのだと論じる貨幣乗数モデルの逆を行く結論である。

---

23 Constâncio (2011)

24 Moore (1988)

## 4 マネーサプライの増加

---

本章では、アイスランドにおいてどのようにマネーサプライが増加してきたのか、その歴史を辿る。1961年にアイスランド中央銀行が設立されて以来、ISKの購買力は99.7%失われた。この劇的な減価は、アイスランド中央銀行が経済成長に要する量を遥かに越えたマネーサプライの増加を行った結果である。

このような通貨の過剰発行は、しかしながら、通貨を発行し続ける強い動機が商業銀行にあり、またアイスランド中央銀行が通貨発行を制御できない制度の中では、むしろ想定範囲内であるというべきだろう。

### 4.1 通貨の測度

本レポートにおいて、「通貨」という言葉は、負債や税の支払いに使用可能な現金あるいは普通預金を指している。しかし、他のより広い定義もまたしばしば用いられる。例えば、「広義の通貨」という言葉は、異なる流動性をもつ銀行預金を包括する際に用いられる。この種の通貨を一覧表にまとめ、流動性が高い順に整理すると、次のようになる。

- 循環中の紙幣・貨幣
- 普通預金(要求支払い預金・当座預金)
- 貯蓄預金
- 定期預金(3ヶ月～24ヶ月後に引き出し可能となる貯蓄口座も含む)

広義の通貨の大半は、要求に応じた引き出しができない。そのため、マネーサプライの傾向を見定めるためには、広義の通貨の副区分に注目するとよい。広義の通貨は一般的に「M3」と呼ばれ、次の区分に分かれる。

- M0 基礎通貨＝中央銀行準備通貨＋循環中の紙幣・貨幣
- M1 マネーサプライ＝循環中の紙幣・貨幣＋普通預金
- M2 M1＋貯蓄預金
- M3 広義の通貨＝M2＋定期預金

アイスランド中央銀行は基礎通貨(M0)を発行する。2014年末の国内の基礎通貨は810億ISKであった。

M1、つまりマネーサプライは、「必要に応じて」使用できる通貨、あるいは現金に相

当する通貨であると考えてよい。この種の通貨は、日常雑貨を購入したり、負債や税の決済に使うことができる。図4. 1が示すように、4兆850億ISKがM1として区分されている。

アイスランドでは、ほとんどの貯蓄預金がすぐに引き出し可能である。よって、M2もまた、「必要に応じて」使用可能な通貨に含めることができるだろう。M2の量はM1の約2倍である。

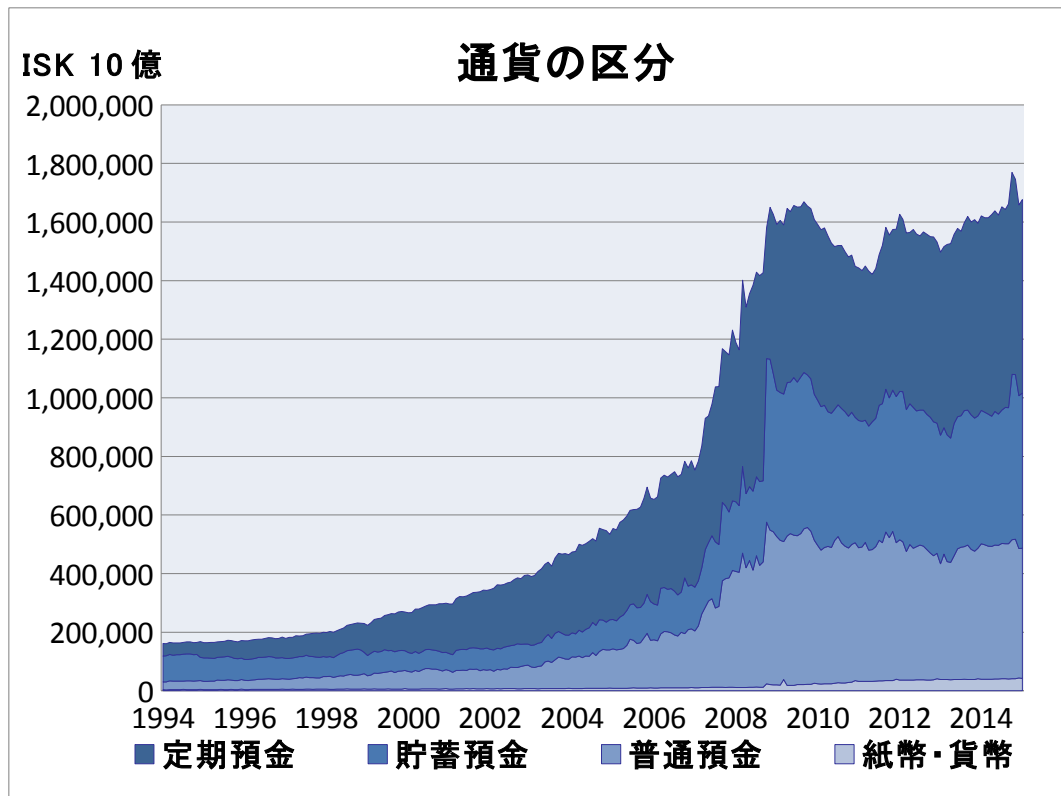


図4. 1 広義の通貨 引用元: アイスランド中央銀行

## 4. 2 預金の総量は14年間で19倍に増加した

1994年から2008年までの14年間で、広義の通貨は900%増加した。同14年間で、アイスランドの名目GDPはおよそ3倍に増えたのに対し、広義の通貨は10倍にも増えたのである。

			通貨区分	1994年～2008年 増加量	1994年 対M3比率	2008年 対M3比率
M3	M2	M1	紙幣・貨幣	6倍	2.1%	1.3%
			普通預金	19倍	17%	32%
		貯蓄預金	6倍	55%	35%	
		定期預金	12倍	27%	31%	

表4.1 引用元：アイスランド中央銀行

広義の通貨の10倍増加には、各区分がそれぞれ寄与している。その中でも、特に二つの区分が特筆に値する。普通預金(19倍)と定期預金(12倍)である。

アイスランドにおけるマネーサプライの急激な倍化の理由・原因、および経済への影響を理解するために、次節以降では2003年～2008年間のアイスランドの金融市場の発展をみていく。この期間は、アイスランドの銀行制度が好況と不況に直面した期間だからである。

### 4.3 2001年—金融政策の修正

2001年まで、アイスランド中央銀行の金融政策は主に固定相場によって決定されていた。1990年以降、ISK相場はある一定のバンド内で変動することができた—始めは2.25%、1995年には6%、2000年前半では9%である。2001年、ISKの相場バンドは廃止された。

アイスランド中央銀行は「適切なマネーサプライ」および「経済の総合的な生産性」を維持するよう法的に義務付けられている。しかし、こうした義務は捨て去られ、価格安定性を推進するという単独目標に置き換えられたのである。

アイスランドにおける既存の中央銀行条例の基礎は1986年<sup>25</sup>に遡る。このとき、アイスランド中央銀行の役目は次のように定義された。(翻訳は非公式のものである。)

「**第三条** 中央銀行の責務は以下の通りである。

- 紙幣、貨幣、および手形を発行すること。
- マネーサプライおよびクレジット供給量を、価格水準の安定性が維持され経済の潜在的生産性が効率よく実現されるためにふさわしい程度に留めること。
- 外貨為替準備通貨を保持・強化し、他の経済との自由貿易を保護し

25 アイスランド中央銀行に関する条例1986年第36号

つつ他の経済に関係する国民の金融安全性を保護すること。外貨為替準備通貨は、可能な限り、安全であり流動性が高く、場所を選ばずに決済に使用できる証券ないし預金、外貨によって保持されること。

- 外貨の売買を行うこと。また、為替相場に関係する事柄および外貨為替取引を監督すること。
- 外貨為替および金融問題に関わるあらゆる事柄について政府に助言をすること。
- 財務省の銀行取引を行うこと。
- 預貯金取り扱い金融機関として、安定的かつ健全な金融市場を支えること。」

2001年春に、アイスランド中央銀行に関する条例1986年第36号は改正された。アイスランド中央銀行の役割を定義する第三条は、今では以下のようにになっている。(翻訳は非公式のものである。)

「アイスランド中央銀行の主目標は、価格安定性の推進である。首相の承諾を得た上で、中央銀行はインフレーション率の目標数値を定める権限をもつ。

アイスランド中央銀行は、本条第一段落に記された主目標に矛盾しない限りにおいて、政府の経済政策の推進を支援する。」<sup>26</sup>

改正後の中央銀行条例において、アイスランド中央銀行はもはや為替相場の安定性や適切なマネーサプライを主目標として扱うよう法的には義務付けられていない。ただし、アイスランド中央銀行は為替相場の値動きを注意深く観察し、価格安定性を推進する上で必要が生じた場合は公開市場操作(つまり、外貨の売買)を行わなければいけない。<sup>27</sup>

アイスランド中央銀行の見地からすると、金融政策は価格安定性というたった一つのマクロ経済目標に到達することしかできない。インフレーションとは「まずもって金融現象」だからである。<sup>28</sup>

2001年に金融政策が変更されたため、新たな政策は金利を設定することでインフレーションを制御するという点に集中することになった。他方で、マネーサプライや為替相場を直接制御するという役目は放棄された。なるほど、こうした変更は、当時多くの中央銀行がしていたことかもしれない。とはいえ、振り返ってみると、マネーサプライを制御する努力を放棄したのは危険であった。

---

26 アイスランド中央銀行に関する条例2001年第36号

27 Petursson (2001)

28 Petursson (2001)

#### 4.3.1 需要と融資に働きかける

2001年の政策変更以降、アイスランド中央銀行はインフレーション目標を達成するために、主に金融市場の金利を利用してきた。市場相場に働きかける目的で、アイスランド中央銀行は準備通貨の短期の融資および借り入れを商業銀行にもちかける。このとき、アイスランド中央銀行が提示する金利は、市場の短期金利に影響を与える。こうして、アイスランド中央銀行の金融政策は、会社や世帯が行う借金、支出、そして貯金に影響を与えるのである。

アイスランド中央銀行の政策金利は、次の要素の複雑な絡まり合いによって価格水準にも影響を与える。

- 市場金利
- 株式価格
- マネーサプライと銀行による融資
- 展望と信頼
- 自国通貨の為替相場

以上の要素は、国内需要、輸入、そして輸出に影響を与える。国内需要、輸入、そして輸出は、さらに総需要に影響を与える。こうした影響は生産ギャップに波及し、インフレーションにおよぶのである。また、アイスランドの商品の半分は輸入品なので、為替相場も国内インフレーションに影響を与える。

アイスランド中央銀行の金利(政策金利)の上昇は、借り手の需要を下げるだけでなく、銀行の融資意欲を削ぐはずである。では、より高い金利はなぜ銀行の融資意欲を削ぐのか。この説は、高い金利は個人の総資産を減少させ、キャッシュ・フローや会社の市場価値をもまた下げる、という前提に基づく。このため、高い金利は負債返済の際に借り手が債務不履行に陥るリスクを上げる。よって、リスクを嫌う銀行は、金利が上がるとより少ない融資を行う、というわけである。

現実にはしかし、政策金利の上昇は、アイスランドの銀行による融資の減少にはあまり効果的ではないということが実証されている。危機に至るまでの数年間、金利は上がり続け、マネーサプライもまた増加を続けていたにも関わらず、ローン需要は高いままであった。

#### 4.4 マネーサプライとインフレーション

1961年から1990年までの三十年間、インフレーションとマネーサプライの伸びの相関は驚くほど密接であった(図4.2参照)。1983年には83%を記録したように、インフレーションは深刻な問題であった。しかし、通貨発行を抑えることによってインフ



レーションと戦おう、という議論はほとんど行われなかった。代わりに、インフレーションは頻繁な賃上げ、ISKの平価切下げ、そして政府の財政管理のずさんさのせいになされた。いうまでもなく、こうした要素はインフレーション傾向を助長する。とはいえ、マネーサプライの過剰な増加、年当たり20%~80%にもものぼる増加は、この期間のインフレーションの主要な原因として考慮されるべきだろう。また、頻繁な賃上げは、通貨インフレーションの原因であるというよりは、むしろこれへの反応であった場合が多いとみるべきかもしれない。

1993年以降、増加するマネーサプライとインフレーションの密接な相関は、このさらに十年前以降他の国々から姿を消したように、アイスランドでもまたみられなくなった。その原因は、当時はまだよく理解されていなかった。

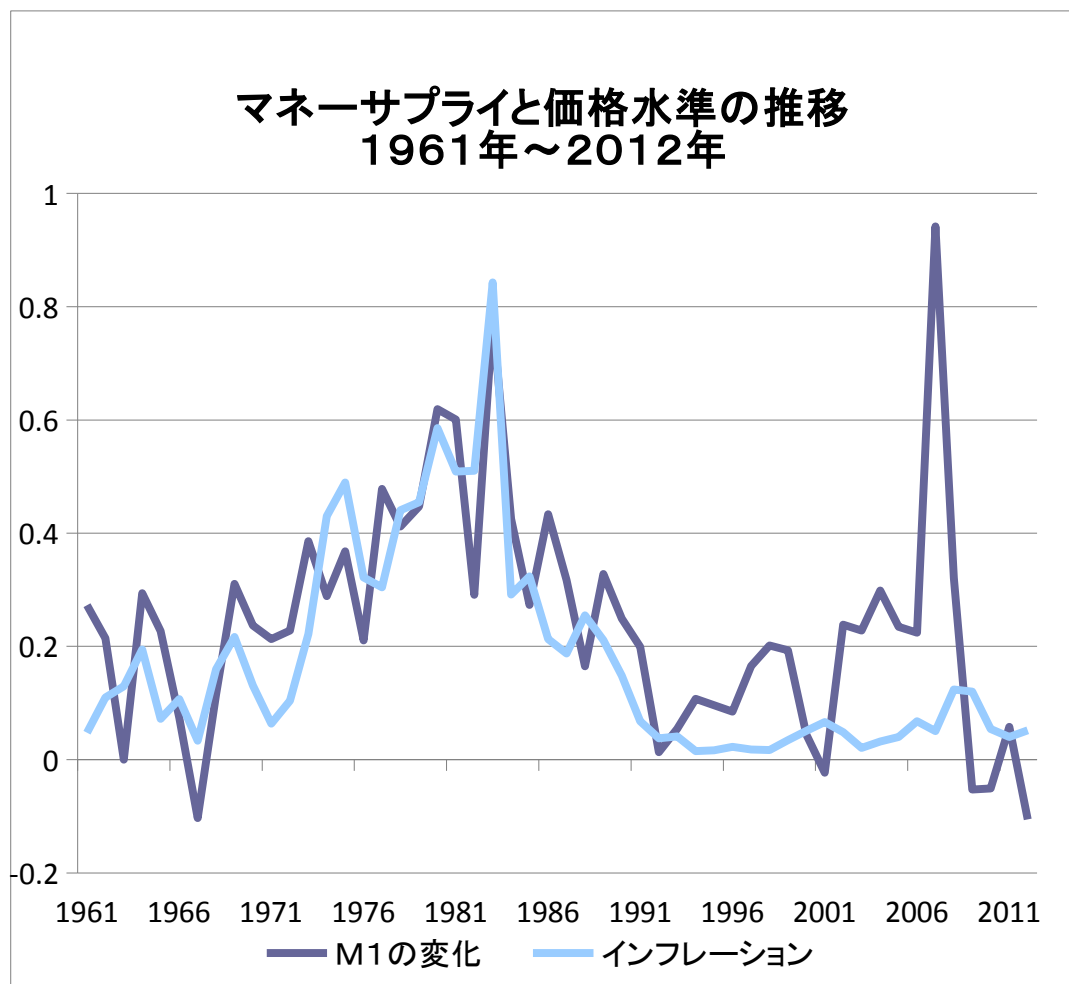


図4. 2 引用元: アイスランド中央銀行、アイスランド統計局、データ市場、筆者による計算

1993年以降、マネーサプライはGDPに比べて遥かに急速に伸び続けた。2003年から2008年の間では、年当たり40%で伸び続けたのである。しかし、この期間中の年当たりインフレーション率は「たった」5.5%であった。では、この間に発行された通貨は一体どこへ行ってしまったのだろうか？ なぜよりひどいインフレーション

が引き起こされなかったのだろうか？ 次節ではこうした問いに答えていく。

#### 4. 4. 1 クレジット発行と金融部門の拡大

1994年、アイスランドは欧州経済領域（EEA）に参加し、銀行業や金融業についてEEAの法律や指令を採用した。EEAの規制の枠組みは、アイスランドの金融部門に突然の自由化をもたらした。それまで、銀行や資本市場はアイスランド経済の比較的小さな一部にすぎなかったのだが、これ以後こうした部門は成長を始める。銀行の規模は拡大を続け、金融資産への投資を目的とした融資を行い始めた。

2008年4月に至ると、投資関係の企業へのローンは、国内の三大銀行のローンポートフォリオの46%を占めた。<sup>29</sup>

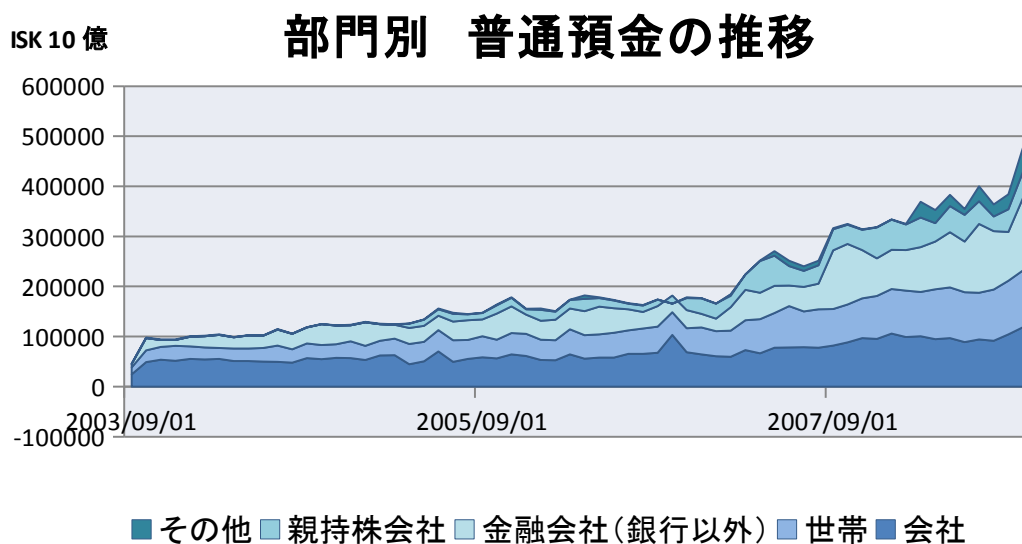


図4. 3 引用元：アイスランド中央銀行

図4. 3は部門別のマネーサプライ（普通預金）を表している。2006年以降、すべての部門において急速な伸びがみられるが、中でも金融部門（銀行・持ち株会社以外の金融会社）は最速であった。

ウェルナー（1997、2005、2012）<sup>30</sup>が示したように、インフレーションとマネーサ

29 Special Investigation Commission Report, ch. 15.5.3

30 Richard Werner (2012). Towards a New Research Programme on 'Banking and the 'Economy' – Implications of the Quantity Theory of Credit for the Prevention and Resolution of Banking and Debt Crises, *International Review of Financial Analysis*, 25, 94-105.

プライの増加との相関の断絶は、金融部門の拡大によって説明できる。ウェルナー（1997）の量的クレジット論によると、名目GDP成長率は、GDP取引のための（つまり、資産取引を除く）銀行クレジット発行量の関数である。同じように、資産価格の動きは、資産取引のための銀行クレジット発行量によって決定される。

アイスランドの金融部門は1994年以降成長を始め、2006年以降その成長率は急激に加速した。急速に増加するマネーサプライの大部分は、実経済ではなく金融市場に流れ込んだとみてよいだろう。このため、マネーサプライが急速に増加したにも関わらず、インフレーションは比較的低いレベルに留まったのである。

金融部門の拡大は、供給される通貨の一部を吸収し、増加するマネーサプライのインフレーション効果を下げることができる。他方で、金融部門が縮小した場合、マネーサプライの大部分が実経済に直接流れ込み、インフレーションを引き起こすこともありえる。また、こうして流れ込む通貨は、外貨需要の急激な上昇や、為替相場の急激な減少を引き起こすこともまたありえる。

現時点では、マネーサプライの過剰な増加は金融部門が面倒をみている。しかし、いつ風向きが変わり、実経済に大変な影響が及んでもおかしくない。実経済における価格安定性にばかり気をとられ、増加するマネーサプライや資産インフレーションを無視するような中央銀行は、将来大きな危機を招く恐れがある。

#### 4. 4. 2 為替相場と価格水準

2002年から2008年までの間で、ISKは23%値上がりした（図4. 4参照）。これは、アイスランドにおける融資ブームに收拾をつける目的でアイスランド中央銀行が政策金利を上げたことによる副作用である。高金利は海外のISK需要を高め、これがISKの値上がりにつながった。これによって輸入品の価格が下がり、消費が上がり、貿易赤字が上がった。高い政策金利は、負の副作用を生みこそしたが、国内の融資ブームの收拾にはほとんど寄与しなかった。

アイスランドでは、商品やサービスの輸入がGDPの約半分を占めている。特に輸入品は、アイスランドの消費内容の内大きな割合を占めている。このため、ISK高はインフレーション測定値を下げるのである。<sup>31</sup>

---

31 ISKが1%弱まるとインフレーションが0.4%上がるという見方もある。Petursson (2008)

## ISKの為替相場指標とアイスランド中央銀行利率

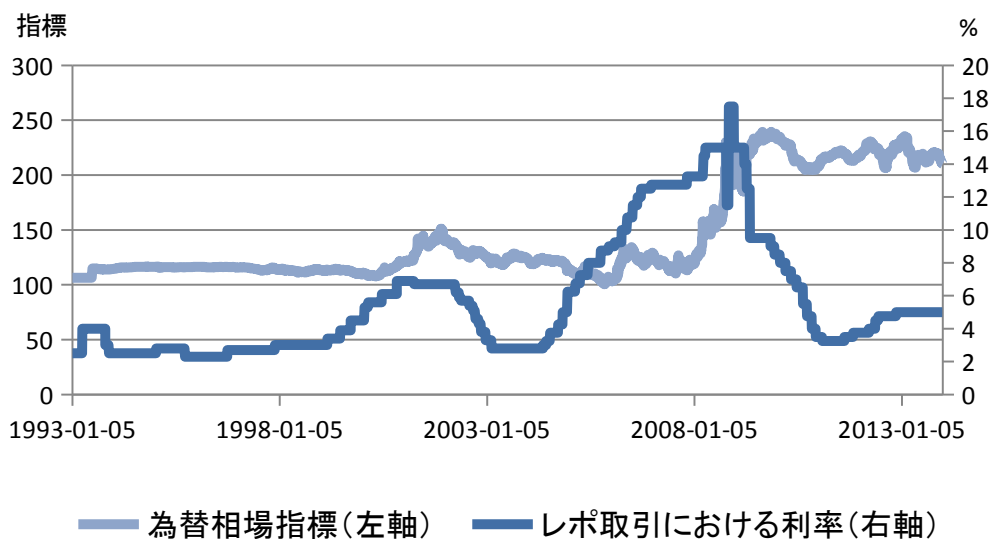


図4.4 引用元: アイスランド中央銀行

政策金利が相場にもたらす影響について、アイスランド中央銀行から引用する。

「国内証券の金利が類似の外国証券よりも高かった場合、国内証券の保有は投資家にとって有益であろう。しかし、ここには色々な条件が伴う必要がある。例えば、為替相場の安定である。さて、すると経済にはより多くの資本が流れ込み、ISKの需要が高まる。通常、金利の上昇はISK高につながり、輸入品の価格が下がり、他の条件に変わりがなければ、直接インフレーション率を下げるのである。」<sup>32</sup>

高い政策金利は、少なくとも数年間は通貨高を引き起こし、インフレーションの緩和に役立った。<sup>33</sup>しかし、長期的にみると、過剰な通貨発行の弊害は避けられない。2007年10月から2009年10月までの間、ISKは50%値下がりし、インフレーション率を上昇させた—2008年と2009年には年率約12%である。

### 4.4.3 銀行はマネーサプライを年当たり40%増加させた

1999年以降、マネーサプライは急速に増加し、2008年の崩壊につながった。他方で、アイスランド中央銀行はこうした増加を抑えることができなかった。次はこうした点について簡単に検討する。

32 アイスランド中央銀行(2014b)

33 例えば、2000年代半ば～後半にかけてのアイスランドにおけるキャリー取引についての議論として、Baldursson & Portes (2013)を参照されたい。

2002年、アイスランドの二大銀行が民営化された。2003年春、新たに民営化された銀行は、マネーサプライをより速く増加させ始めた。2003年春から2008年秋までの間、マネーサプライは7倍に増えた。これは年当たりに換算すると平均約40%の増加である。

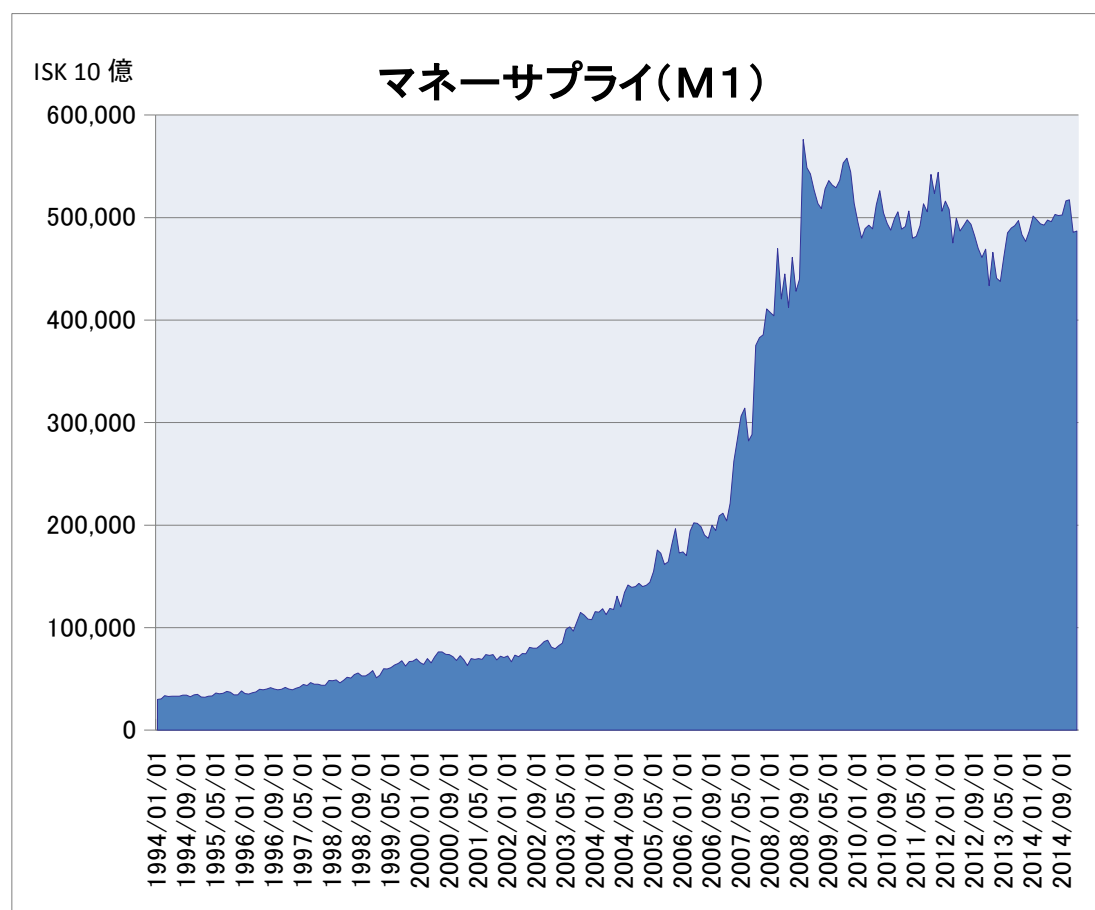


図4.5 引用元: アイスランド中央銀行

図4.6が示すように、アイスランド中央銀行は他の銀行による通貨発行に歯止めをかけようと、5%の金利を18%に上げた。しかし、政策金利がこうして劇的に上昇したのにも関わらず、商業銀行は2008年の崩壊が起きるまでマネーサプライを増加し続けた。

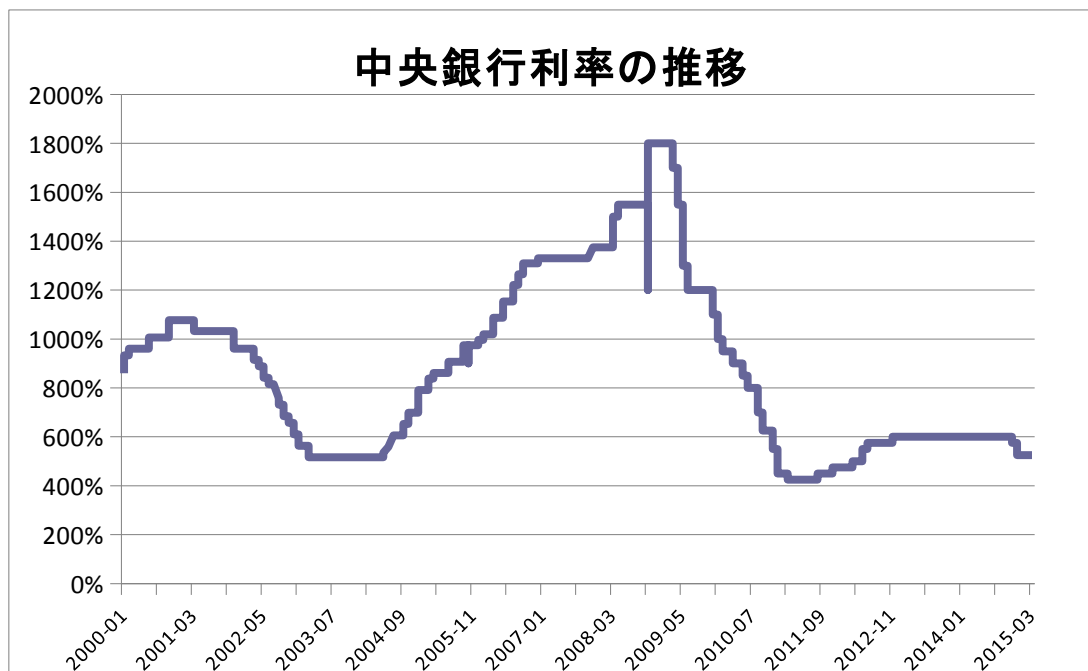


図4・6 引用元: アイスランド中央銀行

アイスランド中央銀行は、すでに 2000 年に、融資量の急激な成長は危機を招く可能性があるという警告を発している。(太字化は筆者)

「金融危機は計り知れない損害をもたらすこともある。十分な時間的余裕を得るためにも、リスクをにおわせる兆候を察知し、これに基づいて危機予防のための行動をとるべきである。(中略) 常に監視すべきマクロ経済指標として、次のものが挙げられる—融資量の急成長。**深刻な金融危機の前には、往々にしてこうした急成長が起こる。**つまり、急成長には、クレジット機関のポートフォリオの質の低下を伴うというリスクがあるのである。」<sup>34</sup>

2006 年、アイスランドの銀行が海外の分析家の注意を引くようになってきた頃、アイスランド中央銀行は金融安定性レポートに次のように記している。(太字化は筆者)

「世帯、企業、そして経済全体の総負債は、2005 年に記録的な飛躍をみせた。資産価値についても同じことがいえる。法人および国家の負債の増加は、銀行による海外株式・融資への投資によって概ね説明がつく。とはいえ、本年、アイスランドの純対外負債は驚くべき飛躍をみせた。近年、国際金融の情勢はずば抜けて良く、国内金融機関は短期融資の成長を通常よりも長期間維持し続けることができている。アイスランド中央銀行は、金融情勢の悪化が経済の修正を伴うのだというリスクを度々指摘してきた。(中略) **国内融資量は、安定を保つために適切な量を遥かに越えている。**なるほど、こうした融資はクレジット品質基準を満たしているかもしれない。しかし、これほ

34 アイスランド中央銀行(2000)

どまでに大規模な成長は、後々の損失リスクを引き上げるものである。2006年に入り、融資量は相変わらず成長を続けており、状況改善の兆しは未だにみられない。」<sup>35</sup>

いうまでもなく、アイスランド中央銀行のこうした警告は[マネーサプライの]増加を抑えることができなかった。商業銀行はより速いペースでマネーサプライを増加させ続けたのである。

#### 4.5 2000年代になぜ通貨は増加しえたのか

本節では、2000年代のマネーサプライの急増を振り返り、貨幣乗数モデルとクレジット発行モデルのどちらがより事実合致するのかを検討する。

貨幣乗数モデルによると、アイスランド中央銀行は、制度内の基礎通貨の量を制御し、必要準備率を定めることによって、マネーサプライを制御することができる。そうだとすると、2000年代にマネーサプライが7倍にも膨れ上がるためには、アイスランド中央銀行がそれを許可するか、あるいは引き起こすしかなかったはずである。

他方で、クレジット発行モデルによると、アイスランド中央銀行はマネーサプライを制御することができない。商業銀行は融資を行うことによって通貨を発行し、アイスランド中央銀行は必要に応じて準備通貨を提供しなければいけない。

##### 4.5.1 アイスランド中央銀行が準備率を下げ、基礎通貨を増やす

2003年前半、そして同年12月、アイスランド中央銀行は預金機関の必要準備率を下げた。2年以上の貯蓄預金に対しては、準備率が1.5%から1%へと下がり、2003年12月には0%になった。他の預金に対しては、準備率が4%から3%へと下がり、しまいには2%となった。<sup>36,37</sup>アイスランド中央銀行いわく、こうした低下は、アイスランド国内の金融機関の規制環境を、EUのそれと調和させる目的で行われたらしい。

貨幣乗数モデルにのっとると、必要準備率の半減はマネーサプライの倍化につながるはずである。そして、実際に2003年から2007年間でマネーサプライは倍化した(図4.7参照)。一見すると、貨幣乗数モデルが正当化されたように見える。しかし、貨幣乗数モデルに批判的な人たちの立場からすると、必要準備率はそもそも銀行による通貨発行を制限することができないので、準備率の変更はマネーサプライの増加の原因ではなかったと考えられる。

35 アイスランド中央銀行(2006)

36 アイスランド中央銀行(2014g)

37 Regulation on reserve requirements (Ice: Regulur um blindiskildu), no 906/2003

2007年半ばにマネーサプライはさらに倍化し、2008年に銀行が崩壊するまでもう一度倍化した。このときは、貨幣乗数に変化がなかった。それでも、貨幣乗数モデルによると、アイスランド中央銀行の準備通貨が増えたことによって、この期間に銀行はより多くの通貨を発行することができた、ということになる。対して、貨幣乗数モデルを批判する人たちは次のように応じるだろう。銀行は、まず融資を行い、後で準備通貨を要求するものである。この要求をアイスランド中央銀行は呑まざるをえない。流動性を確保し、銀行間の決済危機を回避するためである。よって、融資が先に行われ、準備通貨は後から来たことになる。

## 基礎通貨(M0)とマネーサプライ(M1)

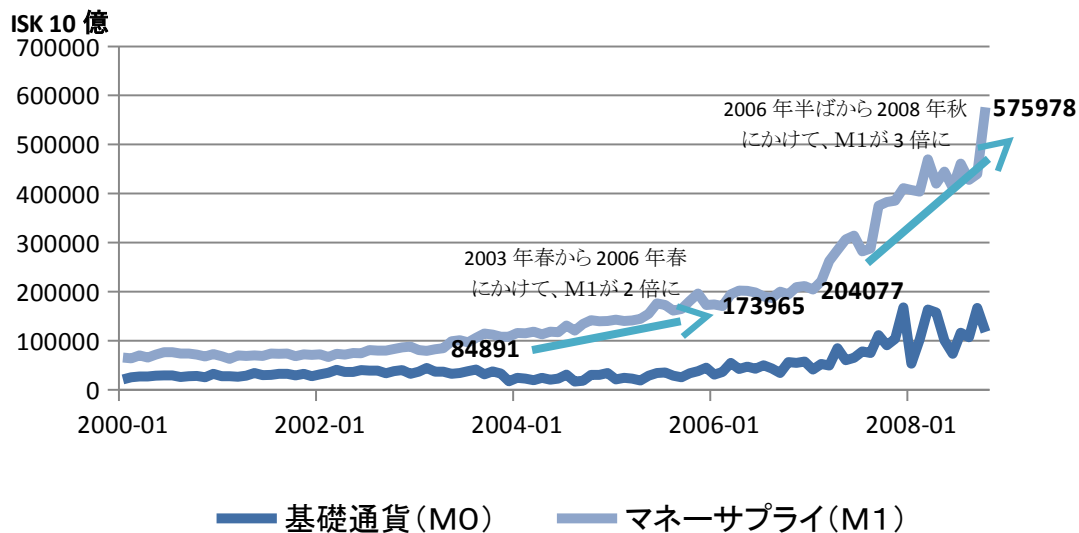


図4.7 引用元: アイスランド中央銀行

### 4.5.2 必要準備率は通貨発行を制御できなかった

2003年半ば以降、必要準備率は2%であった。また、基礎通貨は2007年春に初めて増加し始めた。にも関わらず、銀行は2006年半ばから2008年半ばまでの2年間でマネーサプライを3倍にも増やすことができたのである。

崩壊直前の2年間、アイスランド中央銀行は他の国内銀行に流動資金を提供せざるをえなかった。(これは、中央銀行準備通貨の発行と融資によって行われた。)2009年の金融安定性レポートにおいて、アイスランド中央銀行は次のように報告し



ている。

「金融機関の中央銀行担保ローン施設需要は 2008 年に急増し、銀行制度が 10 月に崩壊するまで、流動資金の主な調達先は中央銀行であった。2007 年と 2008 年に、中央銀行は「金融機関のための中央銀行施設に関する規定」を改正した。流動資金不足によって決済システム等に支障をきたすようになってきたため、流動資金の調達をより容易にしたのである。」<sup>38</sup>

通常、過剰な準備通貨需要は金利を引き上げすぎてしまう。これを防ぐために、中央銀行は制度内に準備通貨を注入する。

案の定、アイスランド中央銀行の 2000 年通貨報告書はこう述べている。

「一見すると、中央銀行施設の量をクレジット機関の入札によって決定することはリスクに思えるかもしれない。しかし、忘れてはならないのが、銀行は通貨ストックではなく短期利回りを管理するのであり、これによって他の金利・通貨の動き・為替相場・経済需要に働きかけようとする、という点である。銀行の最終目標は、つまるところ価格安定性なのである。」

#### 4. 5. 2. 1 銀行は足並みを揃えて成長したので、準備通貨の必要性は減少した

各銀行が融資の量を同率で増やした場合、こうした増加に必要な準備通貨は非常に少なくて済むことがある。そもそも、例えば銀行Aから借金をした借り手がお金を使って同じ銀行の別の顧客へ決済を行った場合、銀行Aは新たな準備通貨を一切準備しなくてよい。反対に、銀行Aの借り手が借りたお金を使って銀行Bの顧客に決済を行えば、銀行Aから銀行Bへと準備通貨が流れ込む。

銀行間で資金を借りたり移動したりする顧客の人数は非常に多い。そのため、銀行間の準備通貨の移動も多量であると推測できる。仮に銀行Aと銀行Bが同じような率で融資の量を増やした場合、この二つの銀行間の準備通貨の移動は打ち消される。すなわち、足並みを揃えて成長をする銀行は、準備通貨の増加を最小限に留めつつ拡大をすることができるのである。

図4. 8をみればわかるように、アイスランドの銀行の資産は、拡大期間でほぼ足並みを揃えて成長した。このため、必要な準備通貨の量を抑えることができたのである。

---

38 アイスランド中央銀行(2009)

## 三大銀行の成長の推移

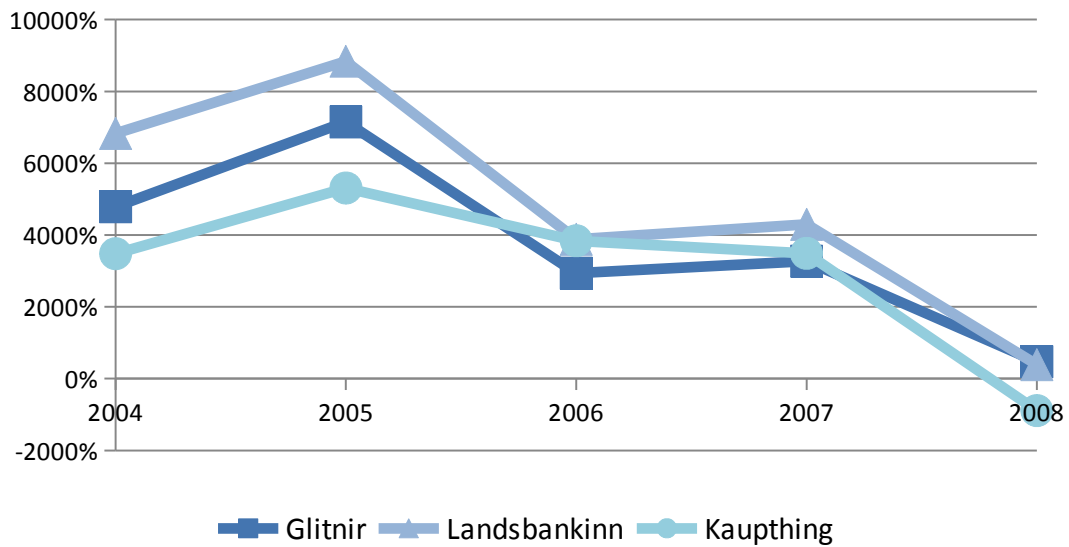


図4.8 引用元: 特別調査委員会

### 4.5.3 必要自己資本率は通貨発行を制御できなかった

必要自己資本率は、アイスランドの銀行が融資の量を増やすのを制御できなかった。利益高のために自己資本は急速に伸び、より多くの融資を可能にした。図4.9からみてとれるように、三大銀行の利益は金融危機直前の数年間で劇的に伸びた利益を合算すると、2002年には110億ISK弱だったものが2007年には約1400億ISKにまで上がったのである。

## 三大商業銀行の利益

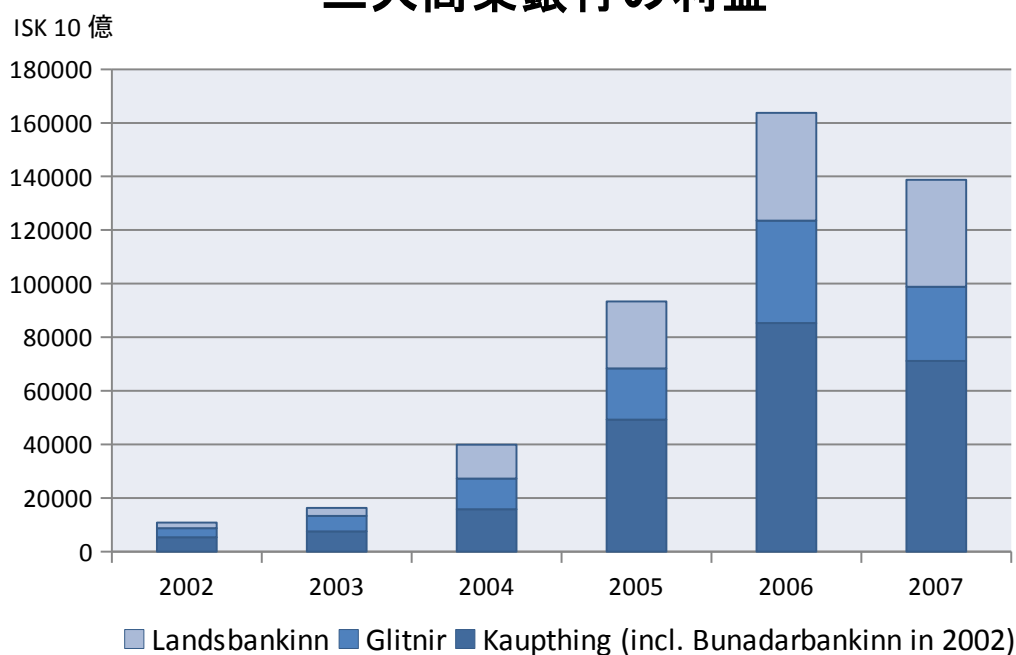


図4.9 引用元: アイスランド中央銀行

2002年から2007年までの期間で、三大銀行の自己資本は10倍に増えた—700億ISKが6950億ISKに増えたのである(図4.10参照)。銀行の必要自己資本率はこの間変わらなかったなので、銀行はこの5年間で10倍の量の融資を、ひいては通貨発行を行うことができるようになったわけである。現に、三大銀行の総資産はこの5年間で約1兆ISKから10兆ISKへと増えたのである。

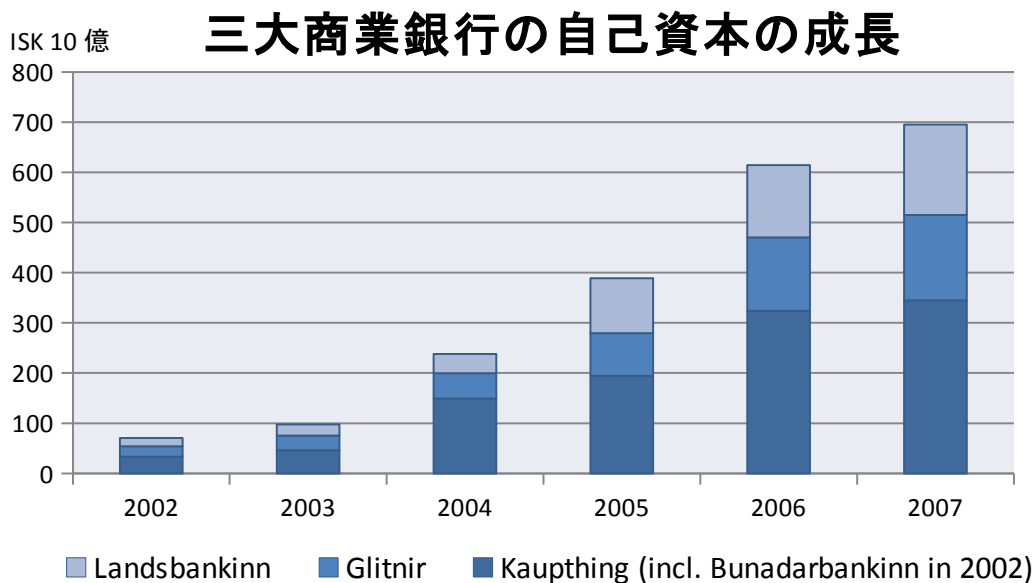


図4.10 引用元: アイスランド中央銀行

アイスランドの年間インフレーション率は、2006年が6.8%、2007年が5%であった。2008年の最初の10ヶ月間の平均年間インフレーション率は約12%であった。この間、アイスランド中央銀行はアイスランド国内における過剰な消費について警鐘を鳴らした。政策金利は大きく上がり、特に買戻しや準備通貨の金利は2006年の4%から13%にまで引き上げられた。しかし、こうした金利引き上げは、銀行による通貨発行の制御にほとんど寄与しなかった。

#### 4.5.5 中央銀行はマネーサプライを無視したのか

特別調査委員会は次のような結論を出している。

「[アイスランド]中央銀行は、[銀行が自ら発行した]債権や手形を担保として積極的に承諾した。これによって、通貨を発行する力が銀行制度の方へ渡ったのである。」<sup>39</sup>

アイスランド中央銀行は、急増するマネーサプライになぜ歯止めをかけようとしなかったのか。報告書の中で、特別調査委員会は次のように説明している。(太字化は筆者)

「現代の中央銀行は、インフレーション目標を達成するために政策金利を用いるが、同時にマネーサプライに目配せをし、信頼を保とうとする傾向もまた

39 Special Investigation Report (2010), part 1, page 166

ある。例えば、ヨーロッパ中央銀行は、利率規制に加え、独自のマネーサプライ基準に従うのである。(いわゆる「二本柱戦略」である。) また、金融安定性を監視するにあたって、マネーサプライは途中目標として用いられることもある。マネーサプライは[差し迫る]二重危機(通貨危機と金融危機)をにおわせる重要な手掛かりである、とする研究結果があるからである。アイスランドにおいて、マネーサプライは、増加を食い止めようとする[アイスランド中央銀行による]努力がみられないまま、増え続けた。インフレーション目標戦略が採用されて以降、通貨の増加は[銀行制度の]オーバーヒートの印である、という考えは、[アイスランド中央銀行によって]ほぼ完全に無視されたと言ってよいだろう。その原因の一つとして、中央銀行がそもそもマネーサプライがなぜ増加しているのかを完全に把握できていなかった、という点が挙げられる。」<sup>40</sup>

アイスランド中央銀行がマネーサプライの増加に対して行動を起こさなかったのは、なぜマネーサプライが増加していたのかを理解していなかったからである——特別調査委員会はこう結論付けている。

もちろん、他の解釈も存在する。つまり、アイスランド中央銀行は、部分準備制度のもとでは必要に応じて準備通貨を提供せざるをえない、という解釈である。

この解釈は、アイスランド中央銀行財務・市場操作課長のシュトルラ・パウルスソンによる特別調査委員会への付言によって根拠付けられうるだろう。かれを含む数名のアイスランド中央銀行役員によると、2007年秋にはすでに各銀行が破綻しており、それ以後アイスランド中央銀行が銀行制度全体に与えた流動性供給は、実のところ緊急事態における融資であったというべきなのである。<sup>41</sup>

もちろん、特別調査委員会が指摘するように、もしある銀行が一時的な流動資金不足に苦しんでいた場合、中央銀行はその銀行に流動資金を(つまり準備通貨のローン)を提供する。これが一般的なルールとなっている。この取引において、準備通貨の融資は、信頼性の高い担保と引き換えに行われる。他方で、破産に直面している金融機関に流動資金を提供してはいけない、という点はもはや常識である。

<sup>42</sup>

もう一点、もしアイスランドの三大銀行の内一つでも破産に陥った場合、他の銀行も道連れにされてしまうであろうことは明白である。部分準備制度では、幸か不幸か銀行の債務がマネーサプライの大半を形成しているのだから、決済制度もまた、銀行の流動性の持続や支払い能力に依拠してしまう。よって、大手銀行が少しでも破綻を匂わせてしまうと、決済制度全体が崩壊する可能性があり、人々は現金を引き出したり決済を行ったりすることができなくなるかもしれないのである。つまり、大手商業銀行が破綻した場合、政府は介入をし税金を費やして預金を保護するより他に選

40 Special Investigation Report (2010), part 1, page 187

41 Special Investigation Report (2010), part 1, page 165

42 Special Investigation Report (2010), part 1, page 165

択肢がない。

まさにこれこそ、アイスランドで実際に起こったことである。好景気の年には、商業銀行がマネーサプライを増加し、アイスランド中央銀行はこれに歯止めをかけることができなかった。流動資金が枯渇すると、他の銀行はアイスランド中央銀行にすぎた。このとき、アイスランド中央銀行は制度の不安定化を避けるために、準備通貨を他の銀行に提供せざるをえなかった。こうした努力があったにも関わらず、他の銀行はしまいには破綻したのである。

新たな通貨を発行し、マネーサプライを増加する力が商業銀行の手元にある限り、同じような危機は再発する。いかにも、似たような銀行危機は多くの先進国経済において今まで起きてきた。1970年代のイギリスや、1990年代のフィンランド、ノルウェー、そしてスウェーデンをみればよい。

英国金融サービス機構会長・イングランド銀行金融政策委員のアデル・ターナーは、金融危機の根本的な原因についての自身の見解をこう語る。

「2007年・2008年の金融危機は、民間金融制度による民間クレジット・通貨の発行を止める力を我々が持っていなかったから起きたのです。」<sup>43</sup>

部分準備制度のおかげで、民間銀行は通貨を発行することができる。この状態が続く限り、さらなる銀行危機は避けようがないだろう。

---

43 Adair Turner – speech to the South African Reserve Bank on Friday 2<sup>nd</sup> Nov 2012

## 5 部分準備制度の問題点

---

本章では、批評家が指摘する部分準備制度の問題点をいくつか取り上げたい。例えば、取り付け騒ぎの問題である。あるいは、三大銀行が支配するアイスランドのような市場では特に、預金保険の効率の悪さが問題となる。三大銀行はどれも「大きすぎて潰せない」。また、銀行にはリスクを増大させようという動機が内蔵されている。そして、問題に直面すると、銀行は市民の血税によって救済されるのである。

商業銀行が経済の許容範囲を遥かに越えてマネーサプライを増加し続けるのを、アイスランド中央銀行は止めることができない。

部分準備制度のもとでは、商業銀行は融資を行うことによって通貨を創造することが許されている。同時に、国家もまた、融資や支出によって通貨を創造することができる。つまり、銀行による通貨発行は、同時に世帯の負債の増加を意味する。国家のみが通貨を発行していた場合、負債の量はより少なくて済む。

さらに、通貨発行がもたらすかなりの収益は、国家ではなく銀行の懐に入るのである。

### 5.1 預金保険

預金保険の目的は、取り付け騒ぎが起こる可能性を下げることである。取り付け騒ぎは、預金者が銀行に不信感を抱いたときに始まるものである。銀行は長期融資のための資金を顧客の普通預金から調達する。そのため、一度に預金のほんの一部しか支払うことのできない程度の現金(あるいは準備通貨)しか銀行は持っていない。よって、取り付け騒ぎは銀行にとって流動性危機を引き起こしうる。もしこれが起こった場合、銀行は流動資金を調達するために資産を「叩き売り」にする。その結果、金融市場における価格相場が下がる。このようなパニックは他の銀行に飛び火するかもしれず、ひいては全体的な金融危機を引き起こしかねない。

ヨーロッパ経済圏の規制にのっとり、アイスランド政府には預金保護ファンドを運営する責務がある。[アイスランドでは]Act no.98/1999[1999年条例第98号]に従って「預金者および投資家のための保護ファンド」(以下「保護ファンド」という)民間基金が運営されている。この条例のねらいは、銀行が例えば債務不履行などによって支払い不能に陥ったとき、商業銀行・貯蓄銀行の預金者たちに最小限の保護を保

障することである。<sup>44</sup>こうした保護は一般的に「預金保険」と呼ばれる。[アイスランドでは]20,000ユーロと定められているが、ISKで受け取ることもできるようになっている。[銀行の]支払い不能に際し、破綻した銀行への請求額に応じて、補償ファンドは最小限の補償金を預金者に支払う。もし保護ファンドが最小限の補償金以上の金額を挽回できた場合、残りは預金総額の範囲内で預金者の手元に渡る。

保護ファンドの資産は、アイスランド国内の保護付預金総額の1%以上に相当しなければならず、銀行からの年会費によってまかなわれる。<sup>45</sup>

他の保険制度と同様、ここでもまた、相互依存していない銀行、あるいは同時に危機に陥る危険性の低い銀行になるべく多く参加してもらうことが望ましい。残念ながら、アイスランドでは三大銀行が預金総額の96%以上を占有しており、三者は様々な形で相互依存している。そのみならず、三者はいずれもアイスランドという小さな経済にも依存しているのである。

2000年代初頭、アイスランドの銀行の預金総額は2500億ISKに相当し、保護ファンドの資産は29億ISKに、つまり預金総額の1.2%に相当した。

2008年秋に至ると、アイスランドの銀行の預金—金融会社の預金は除く—は3兆1000億ISKにまで成長した。この内の1兆7000億ISKは国外の支店に預けられていた。保護ファンドにはわずか1300億ISKしか、つまり銀行預金総額の0.41%しか存在していなかった。<sup>46</sup>この預金保険ファンドは取り付け騒ぎを防ぐには明らかに不十分であり、破綻した銀行の預金のほんのわずかな一部しか返金できない状態であった。

現に、2008年に取り付け騒ぎが起こると、政府は「国内銀行の預金はすべて国が満額保護する」と宣言せざるをえなかった。

アイスランド国内で保護ファンドが維持されると、あたかも銀行が自らの破綻に備えて自主的に保険を立ち上げているような錯覚が生じる。しかし、現実はこれとは異なり、銀行預金は納税者の血税をもってして国家が保護しなければならないのである。

## 付記5. A

### 緊急立法と資本注入

2008年10月、アイスランドの銀行危機に対して緊急措置がとられた。2008年10月上旬に国会で緊急立法が行われ、三大預金機関（Kaupping、Glitnir、そしてLandsbankinnである）の国内全資産が、国内預金と共に「公正な」値で新しい銀行

44 Tryggingarsjóður innstæðueigenda og fjárfesta (2014)

45 Special Investigation Report (2010), part 5, pages 203-204

46 Special Investigation Report (2010), part 5, page 193



へ移動された。新しい銀行は政府から資金提供を受け、古い銀行に代わって引き続き決済制度の運営を担当した。

一方、古い銀行の海外における業務や資産は清算された。このとき、債権者の中でも預金保持者が最優先された。よって、海外支店の預金は、古い銀行の他の債権に比べ高い優先順位を与えられたのである。<sup>47</sup>

監査局によると、政府はおよそ 1300 億ISKを新しい銀行に注入した。これに加え、アイスランド政府は、アイスランド中央銀行の債権 3700 億ISKを引き取った。これは金融機関への担保融資からなる金額だが、この内 1900 億ISKは直ちに帳消しにされた。危機以前の銀行制度へのローンによる政府の（つまり、財務省とアイスランド中央銀行の）損失額は 2700 億ISKと推定されている。これは、アイスランドの 2008 年のGDPの20%に相当する。<sup>48</sup>

預金保険の欠点は他にもある。預金保険があると、預金者は銀行のリスクを監視する動機を失う。預金保険のない制度のもとならば、預金者は銀行の諸活動の清算性を確認するために、リスクを継続的に監視する動機をもつだろう。他の条件が同じならば、より高い自己資本率をもつ銀行の方がより安全であると思われ、よってより多くの顧客を獲得するはずだろう。<sup>49</sup>また、預金者はより低い金利を要求するだろう。銀行のとっているリスクを監視する動機が顧客の側にない場合、銀行は単純に他より高い金利を使って競争に勝とうとし、リスクを無視する。このため、預金保険の存在は銀行により多くのリスクをとる動機を与え、銀行破綻の可能性を高めるのである。

### 5. 1. 1 「大きすぎて潰せない」問題

アイスランドの三大銀行は、どれも「大きすぎて」「重要すぎて」潰せないものだと考えられている。しかし、残念なことに、「潰せない」からといって「潰れない」とは限らない。ただ、こうした銀行が危機に陥った場合、政府はこれを救済するより他に選択肢がないのである。

大銀行が一つ潰れたとしよう。すると、国民と国内企業の約 3 割が預金を引き出せなくなり、商売をすることも、必需品を買うこともできなくなる。また、潰れた銀行の緊急清算によって、金融市場の価格相場は下がり、問題は他の銀行や企業にまで波及する可能性がある。こうした筋書きが現実のものとなるのを防ぐために、政府はあらゆる手段を尽くす。往々にして、このとき納税者は大きな負担を背負うことにな

47 Arnason (2011), Baldursson (2011)

48 Government Offices of Iceland (2012), National Audit Office (2012)

49 これによって自己資本率は下がり、銀行は自重することになる。もちろん、利益が継続的に保持されたり、新たな資本が調達されれば、高い自己資本率が維持されるのだが。

るのである。

2014年世界金融安定性レポートにおいて、国際通貨基金は「重要すぎて潰せない」と考えられている銀行への潜在的助成金を概算しようと試みる。そして、その結果を次のように要約している。

「重要すぎて潰せない」銀行への政府による保護は、様々な問題を生む。不公平な土俵、過剰なリスク引き受け、そして公共部門の支払う大きなコストである。「体制上重要な銀行」の債権者は破綻の総コストを引き受けなくて済む。そのため、かれらは銀行のリスク予測に十分な注意を払わずに資金提供をしてしまい、銀行側のレバレッジやリスク引き受けを奨励してしまう。このため、体制上重要な銀行は、体制にとってそれほど重要ではない他の銀行に比べ競争優位性を持ち、よりリスクな行動をとり、はては体制リスクを高めてしまうこともある。困窮状態に陥った「体制上重要な銀行」を救済するために必要な財政支出は、かなりの額となることが多い。」

## 5.2 投機による融資と、経済成長のための融資

部分準備制度は、多くのリスクを抱えているにも関わらず、経済の進展の役に立った—このような通説がある。もし銀行が通貨を発行できなかった場合、経済的な好機を生かすことができなくなってしまう、という論調である。

しかしながら、1870年から現在までの17の先進諸国経済の銀行融資総額において不動産ローンが占める割合を分析してみると、20世紀における負債対GDP比の上昇は主に不動産[ローン量]の急成長に起因しているという点が明らかになる。銀行の融資総額において不動産ローンが占める割合は、1900年には30%であったが、現在はその2倍の60%となっている。これに比べ、投資を目的とした企業への非不動産の融資の量や、世帯への担保付の融資の量は、対GDPで見ると横ばいとなっている。<sup>50</sup>

アイスランドにおいては、図5.1のデータが示すように、銀行が新たに発行した通貨のほとんどが以下のように融資された。

- 個人の投資
- 既存の資産、不動産、あるいは投機としての金融資産
- 新企業への資金
- 新しい技術への投資
- 雇用の創出
- 住宅およびインフラの建設

実経済への融資は微々たるものであった。

50 The Great Mortgaging – Jorda, Taylor, Schularick – 2014

2003年から2008年までの5年間で、預貯金取り扱い機関が国内組織に行ったローン（FXローンを除く）の総額は1兆4000億ISK増加した。この45%にあたる6200億ISKは、預貯金取り扱い機関・持株会社・「その他」部門に属する会社の三種以外の金融会社への融資である。この内、世帯のローンは40%増加した。（図5.1参照。）

2006年から2008年までの2年間では、銀行が新たに発行した通貨のおよそ3分の2が金融ないし持株会社へと融資された。

### 新たに発行された通貨の使用者：ISK銀行融資

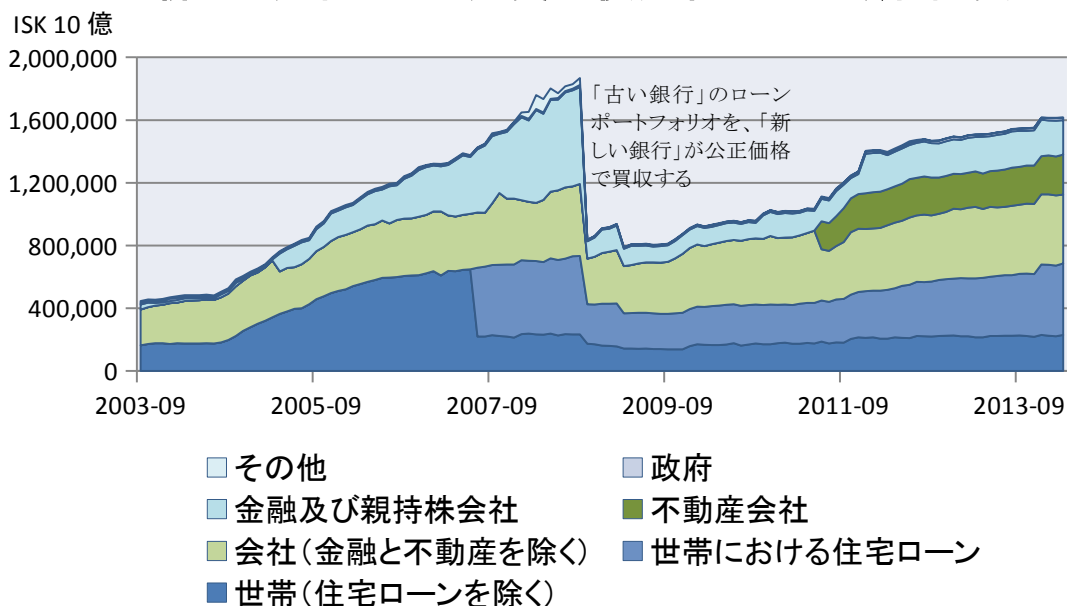


図5.1 引用元：アイスランド中央銀行

銀行は実経済への融資を渋っているわけではない。しかし、会社への融資を行う機会は、様々な要因によって限定されている。つまり、会社の成長は、資金調達手段以外にも様々な要因によって制限されるのである。例えば、資源の不足や需要の限度などが挙げられる。あるいは、会社側が銀行ローンよりも株式発行による資金調達を好む場合もある。

対して、金融投機に融資する場合、銀行は上述した限定を受けなくて済む。既存の資産への投資を目的とした融資は、資産需要を高める傾向がある。すると資産価格が上がり、将来の予測資産価格が上がり、需要が高まり、より多くの融資が可能となるのである。このような私的レバレッジのフィードバックループを、アデルル・ターナーはこう描写する。

「これこそ2007年の破綻の主要因であり、また、危機後の経済衰退がこれほどまでにひどく、経済再生がこれほどまでに貧弱で遅いものとなっている

最大の理由である。」<sup>51</sup>

私たちの経済は、銀行預金を通貨として利用することに依存している。そのため、銀行は、既存の担保に基づく融資を企業への融資よりも優先させるような規制（バーゼル）に従わなければいけない。このような規制の意図せざる副作用として、銀行融資が成長への融資ではなく既存の資産へと流れてしまう、ということが起きてしまうのである。

## 5.3 マネーサプライを制御しているのは商業銀行である

### 5.3.1 アイスランド中央銀行が制御しているのではないのか

1961年にアイスランド中央銀行が創立されてからというもの、アイスランド中央銀行がマネーサプライを効果的に制御できているとする証拠はほぼ全く存在していない。過剰な融資に対する警告を発しても、銀行の融資活動を目に見える形で変えることができなかつたのである。また、危機に至るまでの数年間、アイスランド中央銀行が金利率を上げようと努めても、あの危険なクレジットバブルの増大を防ぐことはできなかつた。<sup>52</sup>

銀行が流動資金を必要としているときに、アイスランド中央銀行は準備通貨の提供を拒否することができない。

すでに半世紀以上にわたって、アイスランド国内のマネーサプライは、アイスランド中央銀行の政策決定ではなく、まずもって商業銀行の融資活動によって決定されてきたのである。

### 5.3.2 銀行は適切な量の通貨を発行してきたのだろうか

1961年以降、少数の例外を除いて、商業銀行は実経済の成長速度よりも遥かに速くマネーサプライを増加してきた。このような無制限の通貨発行が野放しにされた結果、インフレーション、ハイパーインフレーション、ISKの平価切下げ、資産バブル、そして銀行危機が起きたのである。

商業銀行による通貨発行はあまりにも過剰であったので、ISKはわずか50年間でその購買力の99.7%を失った。

---

51 Escaping the debt addiction – Adair Turner – 2014

52 アイスランド中央銀行がISKの金利を上げたとき、銀行は非常に低い金利で外貨ローンを国内に提供し始めた。

1994年から2008年までの間、名目GDPは3倍しか増えなかったのに対して、銀行はマネーサプライを10倍にも増やした。このような急速なマネーサプライ増加は、経済の必要性に比べあまりにも大きすぎた。そして、こうして発行された通貨のほとんどは、実経済ではなく投機金融市場や資産価格バブルへと流れ込んだのである。

通貨を過剰に発行する銀行は、無知からそうしているわけではない。むしろ、既存の制度内で通貨を発行する力を行使することによって、どの銀行も各々の株主の短期的最大利益のために動いているにすぎない。つまり、金利付ローンの融資数を最大化し、銀行の金利収益を最大化しているにすぎないのである。

部分準備制度を改革しない限り、商業銀行は融資に値する借手を見つけるとは新たな融資を行い、マネーサプライを増やし続けるだろう。こう考えて間違いはなさそうである。そして、アイスランド中央銀行はかれらを止めることができないだろう。

幸運なことに、既存の準備通貨制度に代わる案はいくつも存在する。将来金融危機が起きる可能性を下げる案である。

## 6 部分準備制度に代わる案

---

部分準備バンキングの費用便益を計るためには、他の代替案を検討するのがよい。20世紀には様々な代替案が提示されたが、一つとして実施されなかった。

本章では、以下の案の概要を提供する。

- ベネスとクムホフが2013年の論文で提案したシカゴ・プラン
- 2009年にケイが提案したナロー・バンキング
- 2010年にコトリコフが提案した目的限定バンキング
- 2014年提案の統治通貨案

この中でも、特に統治通貨案に深入りする。既存の問題点の理解の補助として優れているからであり、また既存の制度への変更を最小限に抑えつつ主な問題を解決できる案であると思われるからである。

### 6.1 シカゴ・プランを再検討する

世界恐慌の後、シカゴ大学の教授8名は、アメリカ合衆国大統領への覚書において通貨改革案を提示した。<sup>53</sup>後に「シカゴ・プラン」として知られることになるこの案は、100%準備バンキングを支持した。つまり、必要に応じて引き出しが可能な銀行預金は、連邦準備銀行がその全額を現金ないし預金で裏打ちするというわけである。また、フィッシャー(1936年)やフリードマン(1948年)といった高名な経済学者は、似たような案を提示してきた。<sup>54</sup>経済学者間で案の内容は異なっていたものの、銀行の融資活動から通貨発行を切り離すべきだという点では皆合意をしていた。こうすれば、マネーサプライはもう銀行の融資活動や清算性に決定されたり依存したりすることがなくなるからである。国際通貨基金の素案において、ベネスとクムホフ(2013年)は、アメリカ合衆国経済における100%準備バンキング制度を行った場合の影響を、DSGEモデル<sup>55</sup>を用いて想定した。ベネスとクムホフはこう述べている。

「我々の分析・シミュレーション結果は、フィッシャー(1936年)の主張に確証を与えるものである。クレジットリスクについての銀行の見解が目まぐるしく変わると、景気循環の揮発性が上がる。シカゴ・プランは、こうした揮発性を

---

53 Knight, F. (1993). “Memorandum on Banking Reform”, March, Franklin D. Roosevelt, Presidential Library, President's Personal File 431.

54 Fisher, I. (1936). 100% Money. New York: Adelphi. Friedman (1948). “A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability.” The American Economic Review 38.3: 245-264.

55 Dynamic Stochastic General Equilibrium

大きく下げることができる。他にも、取り付け騒ぎ[の可能性]を無くすことや、政府および民間の負債を大幅に、瞬時に軽減することができる。民間負債の軽減するためには、政府発行の通貨を(つまり、負債ではなく国民の富の表象を)国内経済の中心的な流動資産とすればよい。他方で、銀行はモニタリングやリスクマネジメントの専門知識を必要とするような投資プロジェクトへの融資に専念できるようになる。いかにも、それこそ銀行の得意分野である。フィッシャーはこのような利点を挙げたが、シカゴ・プランの強みはこれ以外にもまだまだある。例えば、利率リスクスプレッド、ディストーションを招く恐れのある税、そしてマクロ経済的に不必要なクレジットの高価なモニタリング等といった多くのディストーションを軽減したり取り払ったりすることで、多大かつ安定的な国家産出利益が期待できるのである。もう一つの強みは、政府が広義の金融総量を実際にコントロールできるので、通貨主義が受け入れられる、むしろ望ましくなるような環境、流動性トラップが存在しない環境が生まれ、その結果国家的なインフレーションはゼロに向けて収束するのである。<sup>56</sup>

フィッシャー(1936年)による解説は、他のより一般的な利点にも触れている。例えば、よりシンプルな銀行制度への回帰である。

フィッシャーの著書『シカゴ・プラン再検討』(*The Chicago Plan Revisited*)は、部分準備制度の欠陥について解説をし、通貨制度の改革に向けての一つの道を提示するための手助けとなる作品である。

## 6.2 ナローバンキング

ナローバンキング案は、体制内[で起きた]問題の拡大感染予防に重点を置く。1980年代後半から1990年代前半にかけて多くの案が提示された。これは、西洋の金融市場で金融自由化と証券化が起き、アメリカ合衆国で貯蓄・ローン危機が起きた時期である。<sup>57</sup>実施方法や内容の細部は異なるものの、金融[問題の]拡大感染を防ぐためには銀行の二大機能—預金・決済サービスおよび融資—を別々の機関に任せるべきだ、と考える点では、すべての案が一致している。ジョン・ケイ(2009年)いわく、

「金融サービス会社は、組織全体がもし破綻した場合に民家や商店が賭場から速やかに切り離されうるような構造を持つべきである。」

56 Benes and Kumhof, *The Chicago Plan Revisited*, 2012

57 Litan (1987), Pierce (1991), Bryan (1991)等を参照されたい。

## 6. 2. 1 ナローバンクとは

「ナローバンク」とは、預金受け取りと決済サービスに特化した銀行団体を指す言葉である。ナローバンクは融資サービスを提供しない。しかし、小早川と中村(2000年)が触れているように、ナローバンクの定義は実に多様である。ピアス(1991年)は、ナローバンクは大蔵省証券などの安全な短期資産に限って投資を行うべきだと提案する。ブライアン(1991年)は、ナローバンクは小規模の会社への投資をしてもよいはずだ、と提案する。いずれにしても、ナローバンクは小切手口座や送金サービスを提供し、すべての口座に金利を支払うことができる。

小早川と中村(2000年)は、複数のナローバンキング案を吟味し、金融安定性を達成する上で最も適切なモデルを見極めようと務めた。かれらは、各案を次の二つの基準に則して分類した。

- 保有可能な資産が短期のものに限られているか否か
- 融資活動を行うことが許されているか否か

そして、預金受け取りと融資提供を両方とも行うことのできるナローバンクこそが最善である、という結論に二人は達した—とはいえ、融資活動には制限が設けられるのだが。最善のナローバンクは、安全な短期資産にのみ投資することが許されるのである。しかし、小早川と中村自身が指摘するように、かれらの分析はクレジットリスクを考慮に入れず、専ら流動性リスクのみに注目しているという点で大きな制約を受けている。つまり、かれらの分析によると、取り付け騒ぎは想定外の預金引き出しによってのみ引き起こされるものなのである。銀行の不良債権の増加という要因は考慮されていない。

預金保険のような保護を政府から受け、最終手段ファンドの融資者へのアクセスを得るのは、ナローバンクのみである。すでに述べたように、このような銀行は国債のような流動安全証券を保有しなければいけない、という案もある—とはいえ、中には小規模の会社へ融資を行ってもよいとする案もあるのだが。<sup>58</sup>政府関連の安全資産が預金総額と同額である限り、この計画は100%準備バンキングの一種であるといえる。ケイ(2009年)の意見では、破綻した金融機関への公的補助金を阻止するための最も有効な方法は、預金保険の対象となる小売り預金を安全で流動的な資産で、できれば国債で、満額補助することである。<sup>59</sup>

## 6. 2. 2 投資銀行

ナローバンキング案における投資銀行は、金融持株会社と呼ばれることもある。投資銀行は融資を行い、債務証券や株によってのみ資金調達をする。こうした銀行は、

---

58 Kobayakawa (2000)

59 Dixhoorn (2013)



既存の商業銀行の諸活動の内、通貨に関連した活動以外のすべてを担当する。しかし、投資銀行は預金を受け取ることができない。そのため、投資銀行は、破綻をした際に公的資金による救済を受けることがない。自分の債務や投資の満期は自分で返済しなければいけないのである。<sup>60</sup>

投資銀行がナローバンクの一部となるべきか、あるいは別の団体となるべきかという点について、異なる案が議論されている。いずれにしても、投資銀行がナローバンクの資産を使用しないように、また投資銀行がナローバンクの決済システムにアクセスできないようにするために、両者の分離は注意深く監督されるべきである。<sup>61</sup>

### 6. 2. 3 ナローバンキングの利点

フィリップス(1995年)によると、通貨サービス会社(つまりナローバンク)を金融サービス会社(投資銀行)から切り離すことによって、金融制度上の様々な問題を解決できるようになる。

- 非常に安全で流動的な資産が預金を裏打ちしているので、決済システムの安全性を高めることができる。また、ポーソン(2002年)が指摘するように、銀行に高品質の証券の保有を強要することによって、ナローバンキング的な規制は流動性リスクやクレジットリスクを最小限に抑えることができる。
- 銀行に対する政府による規制の必要性を下げるができる。この文脈においてフィリップスは、規制がなくなった分は監督で補うことになる、という点を指摘している。ナローバンクに対しては、預金債務を裏打ちするだけの資産を銀行が保有しているかどうかを監督する義務が生じる。
- ナローバンクの債務は政府債務(つまり国債)が裏打ちするので、預金保険はほぼ全く必要がなくなる。

これに加え、フィリップス(1995年)は、この改革案においては金融政策とクレジット政策が切り離されるであろう、という点も指摘している。これに比べ、現在我々は、通貨の監督とクレジットの監督は「相互に関連した」仕事であると考えがちである。なぜなら、既存の制度では、金融政策がそのままクレジット政策となるからである。しかし、ナローバンキング制度へと改革をした場合、中央銀行は金融政策決定には主要な役割を担うものの、融資決定についてはそれほど大きな役割を担うことがない—フィリップスはこう考えている。これによって、制度を簡素にすることができる。似たような流れで、ケイ(2009年)もまた、規制が最小限であり、市場が色々な責任をとるような環境こそ最適である、と述べている。ケイはさらに、清算においては小売り預金者が他の債権者よりも優先されるような措置がとられるべきだ、とも提案している。

---

60 De Grauwe (2008)

61 Dixhoorn (2013)

### 6.3 目的限定バンキング

コトリコフ(2010年)によると、部分準備制度の一番の問題点は、銀行が政府の保護付きの預金を使って「賭博」を行い、納税者にそのツケを払わせる点である。

コトリコフの「目的限定バンキング」案は、銀行にその本来の機能のみを担わせることをねらいとする一借り手と投資家との仲介役となることである。コトリコフの改革案は、投資信託モデルを発展させたものである。目的限定バンキングにおいては、金融仲介に携わるすべての銀行—つまり、金融・保険関係の有限会社—は、非レバレッジ型中継共同基金の持株会社として運営される。銀行は、安全性およびリスクの異なる証券を提示する。コトリコフの案にのっとると、銀行は金融資産を保有することがなく、自分の共同基金を運営する上で必要なもの(例えば、ビルやオフィス家具等)以外の資産に投資するためには借金をすることがない。よって、レバレッジを受けるのは銀行ではなく顧客の方となるのである。銀行は単なる仲介人の役割を担うだけなので、リスクはすべて投資家が引き受けることとなる。<sup>62</sup>

もちろん、目的限定バンキング制度といえども、金融不安定を招くような不合理な集団的横溢を完全に防ぐことはできない。この点はコトリコフも承知している。しかし、改革後の新制度の下では、そのようなネガティブな顛末の被害を被るのは、不安定を招くような活動に意図的に参加した者たちに限られる。こうすることによって、コトリコフの制度はリスクとリターンとをより公正に連関させ、金融制度の簡素化を目指すのである。<sup>63</sup>

目的限定バンキング制度では、金融サービス機構がすべての証券を評価する。売買されている商品が何であるかを鮮明にするためである。金融サービス機構は、機構とのみ提携することを条件として他の民間会社を雇うことができ、そうすることによって、共同基金の保有する証券すべてを確認し、見積もり、格を付け、管財し、公にすることができる。ここでのねらいは、証券を禁止することではなく、投資家に必要な情報をきちんと保障することである。目的限定バンキングでは「金融サービス機構のお墨付きの」公的証券のみがオークションで売買可能なので、証券発行者は皆公正な値で取引を行うことができる。<sup>64</sup>

コトリコフによると、目的限定バンクはリスクの高い資産を保有することができず、また負債もない。よって、必要自己資本率を定める必要がなくなる。

改革後も、目的限定バンクの外で個人的に証券の売買を行うことは可能である。目的限定バンクはこのような取引を仲介することができるが、こうした証券を保有することはできない。案によると、金融サービス機構は売り手への送金および買い手へ

62 Kotlikoff (2010)

63 Kotlikoff (2010)

64 Chamley Kotlikoff & Polemarchakis (2012)

の証券受け渡しのための預託サービスを提供するのが望ましい。こうすることで、中売人ではなく金融サービス機構が金融市場の決算を行うことができるようになる。また、有限会社ではなく、自営業ないし合名会社として組織された金融会社は、投資を行うことができる。こうした会社は損失を政府に埋め合わせてもらう必要がないので、望むがままに「ギャンブルを行い」、あらゆるリスクを引き受けることができる。通常の有限銀行として動く個人は、損失を各自で引き受けなければいけない。<sup>65</sup>

目的限定バンキング案には、次の有限金融仲介者が含まれる—商業銀行、投資銀行、保険会社、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンド、信用協同組合、その他の有限仲介者である。こうした組織は、皆100%自己資本の共同基金による共同基金持株会社として、同じルールに従わなければいけない。こうすることによって、金融制度が簡素化され、透明性を高めることができる。

共同基金はレバレッジを受けないので、資産が価値を失っても破綻することがない。同じことは、親持株会社についてもいえる。このため、目的限定バンキングの下では、金融制度が破綻することがない、ともいえる。シャドーバンクはレバレッジ可能だが、有限ではないので、リスクを回避する傾向がある。

---

65 Goodman & Kotlikoff (2009)

## 7 統治通貨という提案

---

統治通貨案は、1920年代にフレデリック・ソディーが初めて提示した案に端を発する。また、世界恐慌の余波の残る時期に、アーヴィング・フィッシャーとヘンリー・サイモンズが同じような案を提示している。このようなアイデアの亜種は、その後フリードマン(1960年)、トービン(1987年)、ケイ(2009年)、コトリコフ(2010年)などによって提案されてきた。

アーヴィング・フィッシャーの原案やその亜種にインスピレーションを得つつも、統治通貨案にはそれ独特の性質も備わっている。統治通貨案の出発点は、ヒューバーとロバートソンの『新通貨発行について』(2000年)という作品である。その後、ダイソン、ライアン・コリンズ、グリーンハム、そしてウェルナーが、イギリスの銀行業独立調査委員会へ2010年に提出したレポートの中で、この案はさらに発展した。

統治通貨案の概要は、ジャクソンとダイソンの『通貨の近代化』(2012年)に詳しく提示されている。本レポート、特に本章では、ジャクソンとダイソンの作品およびヒューバーの作品から、著者の承諾を得つつ資料を拝借した。

### 7.1 統治通貨制度の特筆すべき利点

#### 7.1.1 信頼できる通貨供給

部分準備制度の下では、通貨の91%が銀行預金であった。預金とは商業銀行の債務であり、これが通貨として機能するためには銀行が清算性を保つ必要がある。このため、実経済の基礎となる決済制度そのものが、商業銀行の清算性に依拠しているのである。銀行が破綻すると、通常、政府は市民の血税を費やして介入せざるをえない。

銀行破綻のリスクを軽減するために、銀行業務のより厳しい規制・監督が主な手段として用いられてきた。こうした努力は、手数料や複雑さを増加させてきた一方、銀行破綻を完全に防ぐことはできていない。はたしてバーゼル合意III(590ページという長さである)とドッド・フランク法(こちらは8000ページだ)が功を奏するか否かは、これから徐々に明らかになるだろう。

預金保険および政府による潜在的な預金保護は、より多くのリスクを引き受ける動

機を銀行に与えてしまうという副作用を持っており、ひいては銀行破綻のリスクを増大させてしまう。統治通貨制度の下では、預金保険が不要となる。取引口座に入ったお金はアイスランド中央銀行が管理するので、銀行がこれをリスクに晒すことはありえない。(そして、統治通貨制度の決済システムは取引口座のみによって形成されている。)

統治通貨制度においては、通貨発行および決済のためのシステムが、銀行によるリスクな投資や融資活動から切り離されている。決済を行うために必要な通貨はアイスランド中央銀行に収められており、商業銀行の債務となることがない。このため、仮に商業銀行が破綻しても、その銀行の取引口座を管理する権限を他の銀行に移せば良いだけとなる。市民の血税をはたく必要も、取引口座の口座主が損失を被る必要もない。

### 7. 1. 2 より高い経済安定性

すでに論じたように、現行制度においては、中央銀行は通貨発行を効果的に制御することができない。商業銀行は利益の最大化を目指すので、経済成長に適した速度よりも遥かに速くマネーサプライを増加させてしまう。アイスランドでは、経済に必要な速度の数倍もの速さで銀行はマネーサプライを増加させた。その結果、インフレーション、ハイパーインフレーション、資産バブルなどが引き起こされた。

統治通貨制度では、アイスランド中央銀行のみが通貨を発行し、マネーサプライを管理する。そして、通貨発行を決定するときには、経済成長率、インフレーション目標、金融資産価格などのパラメーターを考慮に入れるのである。アイスランド中央銀行は独立しているので、マネーサプライを過剰にしたり、あるいは不足させたりする動機をもたない。また、仮にアイスランド中央銀行が判断を誤り、あるいは目まぐるしい経済の変化に追いつけずに、通貨を発行しすぎたり、あるいは十分な量を発行しないことがあったとしよう。その場合でも、こうした過失の規模は、現行制度の下で起こるような過失の規模からは程遠い。

### 7. 1. 3 より少ない負債

既存の制度の下では、新たな通貨の発行の大半が銀行融資を通して行われる。つまり、経済成長に合わせて新たな通貨を発行するためには、世帯や企業がより多くの負債を抱えなければいけないようになっているのである。

現在、マネーサプライに新たな通貨を追加するためには、世帯や企業が銀行から借金をするしかない。こうして、必要以上に重い金利支払いの負担が、社会に課されるのである。

統治通貨制度においては、アイスランド中央銀行が経済の必要性に応じて通貨を発行できる。統治通貨を発行するためには、誰も新たな借金をする必要がない。アイスランド中央銀行が統治通貨を発行した後、政府は歳出や投資を通じてこの通貨を経済に流し込むことができる。

さらに、統治通貨制度への移行に際して、一度だけではあるが、公債の大きな軽減を行うことができる。

#### 7. 1. 4 より効果的な金融政策

部分準備制度では、アイスランド中央銀行は商業銀行による通貨発行に働きかけるためには、間接的な手段をとるより他ない。そして、こうした手段には負の副作用が伴うので、その使用範囲や頻度には限度がある。これに加え、こうした手段は実際に効果が現れるまで数ヶ月を要することもあり、その間に状況が一変してしまえば、別の政策が必要となってしまうこともある。

統治通貨制度においては、アイスランド中央銀行が通貨発行を直接コントロールする。通貨発行を直接コントロールすることによって、アイスランド中央銀行は既存の手段よりも効果的に価格水準に働きかけることができるのである。

#### 7. 1. 5 通貨発行から生じる収益を得るのは国家である

現行制度では、預金通貨の発行から生じる恩恵を得るのは銀行であり、国家やアイスランド中央銀行ではない。銀行は普通預金（つまり銀行の債務）を通貨として使用することができる上、普通預金はリスクフリーであると見なされる。そのため、普通預金の金利は、他の債務に比べて遥かに低い。これが、銀行が得る主な恩恵である。

統治通貨制度では、アイスランド中央銀行がすべての通貨を発行する。これには、貨幣、紙幣、預金などが含まれる。このため、こうした通貨を発行することで生じる収益を得るのは国家である。

例えば、2%のGDP成長、2%のインフレーション、そして4860億ISKの初期マネーサプライを仮定しよう。この場合、新たな通貨発行によって得られる年収益は約200億ISKとなる。

## 7.2 統治通貨制度の詳細

統治通貨制度は、融資の過程で商業銀行が新たな普通預金を発行してしまうのを防ぐ。銀行は今までどおり預金者や融資者の仲介人として動き、決済や取引に関するサービスを提供し続けることになる。経済成長から生じる需要に対応してマネーサプライを増やすという役割はアイスランド中央銀行が担うことになる。

銀行は顧客に二種類の口座を提供する。第一に、取引口座である。取引口座は、資金の貯蓄に使われる。顧客はこの資金を必要に応じて引き出し、決済や取引を行うことができる。取引口座の資金はアイスランド中央銀行が預かる。第二に、投資口座である。自分の資金を、銀行を通して投資したいと考える顧客は、取引口座から投資口座へ資金を移動することができる。そして、銀行は投資口座内の資金を使って投資活動を行うことができる。投資口座には満了期間ないし予告期間が設定され、金利が支払われる。投資口座は決済を行う目的では使用できず、また投資期間中は第三者に名義変更をすることもできない。満期になると、投資口座内の資金は再び取引口座へと移される。(もちろん、顧客には移管をし投資を継続するという選択肢もある。) 以下では、この二種類の口座をより詳しく描写する。

### 7.2.1 取引口座

現行の普通預金は、取引口座に変更される。取引口座には次の特徴がある。

- デビットカードでアクセス可能
- 給料支払い等の電子決済サービスの提供
- 振替サービスや現金引き出しサービスの提供
- 当座貸し越しの提供(銀行の判断に基づく)<sup>66</sup>

取引口座はリスクフリーであり、アイスランド中央銀行によって安全に保管される。取引口座の運営は商業銀行が行うが、[口座内の資金は]商業銀行の債務ではないので、商業銀行の資産によって影響を受けることがない。これは現行の普通預金と異なる点である。というのも、現行の普通預金はリスク付の資産によって裏打ちされており、銀行が少ない流動資金を正しく管理できていない限り引き出すことができない。

取引口座残高は、アイスランド中央銀行によって発行され保管される(電子)統治通貨を表している。取引口座に預け入れられた通貨は、法的に口座主の所有物であ

66 取引口座から提供される当座貸し越しによって、銀行は新たな通貨を発行することができない。すでに承認済みの当座貸し越しをもつ顧客がドローダウンするとき、銀行はすでに存在する統治通貨を使って融資を行うのである。顧客の視点からすると、統治通貨制度の下での当座貸し越しは、現行制度の下でのそれを使った場合とほぼ同じ感覚となる。

り続け、現行制度のように銀行の所有物となることはない。商業銀行は、顧客、取引口座の保管者としてのアイスランド中央銀行、そして決済の送金先との間の仲介役として、決済方法や決済情報を通知する。

取引口座の管理権は、銀行の流動資金への影響なく、また銀行の清算性の有無にも関係なく、いつでも、いくらでも別の銀行へ移すことができる。取引口座は、通貨を保管するためのリスクフリーで安全な電子金庫にたとえることもできる。現行制度下における普通預金が商業銀行の債務であるのとは大違いである。

### 7. 2. 2 預金保険は不要である

取引口座内の通貨はアイスランド中央銀行が安全に保管する。そのため、取引口座には預金保険も他の保護制度も不要である。

### 7. 2. 3 取引口座の口座手数料

銀行は取引口座内の資金を融資や投資に使うことができない。そのため、銀行はこうした資金から見返りを得ることもできない。しかし、(現行制度下の普通預金と同じように)銀行には取引口座の管理や業務遂行のためのコストが生じる。よって、取引口座を運営するためには、銀行は何らかの形で手数料を請求する必要がある。

顧客は、最も優れたサービスや手数料を提供する銀行に、各々の取引口座の管理を任せることができる。

### 7. 2. 4 投資口座

銀行は投資口座を提供しもある。投資口座の顧客には、口座のリスクの度合いと期間に応じて金利が支払われる。

既存の貯蓄口座と同じように、投資口座には次の特徴が備わる。

- 金利を得ることを望む顧客が利用する。
- 様々な金利率がある。
- 商業銀行によって提供される。
- [口座に預けられた通貨は]銀行の債務となる—つまり、銀行は顧客に対して、将来的に利息付で投資額を返済しなければいけない。



#### 7. 2. 4. 1 銀行の投資プール口座

顧客が投資口座に預け入れを行うと、通貨はアイスランド中央銀行保管の取引口座から、商業銀行の「投資プール口座」へと移される。投資プール口座もまた、アイスランド中央銀行の元で保管される。投資口座に預け入れられた通貨は、口座主ではなく銀行の所有物となる。投資口座[内の通貨]は顧客に対する銀行の債務であり、預け入れられた通貨は銀行の投資プール(つまり、銀行の資産)の一部となる。

投資プールに保管されている通貨が借り手へと融資されると、通貨は投資プールから借り手の取引口座へと送金され、借り手の所有物となる。対価として、借り手は融資に合意する。この融資は銀行の資産の一部である。

取引口座と投資プール口座は、共にアイスランド中央銀行に保管される。

#### 7. 2. 4. 2 投資口座[残高]は通貨ではない

投資口座[残高]は、顧客に対する商業銀行の債務を表す。このため、顧客は投資銀行残高を第三者に送金したり、決済システム内の取引を処理するために使うこともできない。つまり、投資口座残高を通貨として使うことはできないのである。決済や取引、現金引き出しに使うことができるのは、取引口座[残高]のみである。

#### 7. 2. 4. 3 投資口座にはあらかじめ定められた満了期間ないし予告期間がある

投資銀行内の預金は必要に応じて利用することができない。顧客は、口座の「満了期日」あるいは「予告期間」のいずれかに合意する必要がある。このため、「即時アクセス」貯蓄口座は廃止される。こうした制限は、商業銀行が決済に使用可能な債務を発行し、現行制度下と同じように通貨を発行する力を得てしまうのを防ぐために必須である。

満期になると、銀行は投資口座から口座主の取引口座へと通貨を送金する。

#### 7. 2. 4. 4 投資口座にはリスクが伴う

借り手への融資に伴うリスクは、口座の規約に基づいて商業銀行と顧客とが共有する。投資銀行に資金をコミットする前に、顧客はリスクレベル、[投資]期間、そして金利レベルについて説明を受ける。リスクと報酬を両方とも共有することによって、銀行と顧客の動機をより良く関連させることができる。

投資に伴うリスクと報酬が銀行と顧客の双方にくまなく共有されることによって、納税者が銀行破綻の対価を背負う危険性を減少させることができる。こうした危険性は、決済システムの基盤となる取引口座の安全性が、銀行の流動性や清算性に関係なく保障されることによってさらに減少される。また、政府はもはや無茶な銀行を救済する必要がない。このため、現行の銀行制度に含まれるモラルハザードもまた、大きく軽減されることになる。

統治通貨制度において商業銀行が債務超過に陥った場合、顧客は取引口座の運営を他のどの銀行に移してもよい。より低いリスクを選択した投資口座主の債権は、より高いリスクを選択した顧客の債権よりも優先される。また、政府は破綻した銀行の面倒をみる必要がない。このため、破綻した銀行は、他の破綻会社と同じように、法的な[破産]手続きに取り掛かれればよい。株主や債権者は、投資口座の口座主に対して損失を被ることになる。

現行制度に比べると、統治通貨制度の下では、破綻した銀行を政府が納税者の血税をはたいて救済せざるをえない状況が訪れる危険性はとても低い。

## 7. 2. 5 中央銀行が商業銀行向けに管理する口座

現行制度の下では、商業銀行はアイスランド中央銀行の元で「中央銀行準備通貨」を保持するための口座を持っている。これは、政府や他の銀行との間で決済を行うために使用される。統治通貨制度においては、すべての銀行がそれぞれアイスランド中央銀行で三種類の口座を管理することになる。これらの口座には、アイスランド中央銀行が発行する電子統治通貨が入金される。

### 7. 2. 5. 1 運営口座

運営口座には、銀行の運営に必要な通貨が入る。銀行はこの口座内の通貨を保有し、これは銀行の資産として計上される。

### 7. 2. 5. 2 投資プール

銀行は、顧客から資金を受け取り、借り手に融資を行い、借り手からの返済を受け取り、(元金と利息の)返済を投資口座主に行う目的で、投資プール口座を使用する。この口座は、銀行の融資活動を表す。この口座内の通貨もまた、銀行の資産として計上される。

### 7. 2. 5. 3 顧客資金口座

銀行は、顧客の取引口座すべてをまとめた「顧客預金口座」をもつ。顧客預金口座内の通貨は、銀行の所有物ではない。銀行はただ、顧客に代わってこの口座内の資金を管理するだけである。

アイスランド中央銀行は、個々の取引口座の情報を管理する必要がない。こうした情報を管理する責任は銀行にある。

### 7. 2. 6 電子マネーは一種類のみ

現行の部分準備制度では、二種類の電子マネーが存在する。第一に、中央銀行準備通貨である。これは、商業銀行が政府や他の銀行との決済を行うために使用する。個人や銀行以外の会社は、中央銀行準備通貨にアクセスすることができない。中央銀行準備通貨は、アイスランド中央銀行の口座に預けられている。第二に、商業銀行の普通預金である。これは通貨として使用することができ、商業銀行の顧客同士の決済に使用されうる。

対して、統治通貨制度の下では、一種類の電子マネーが銀行にもそれ以外の組織にも使用されることになる。これは、アイスランド中央銀行が発行する統治通貨である。

## 7. 3 決済、融資、満期変換

### 7. 3. 1 取引口座を使って決済を行う

異なる銀行の取引口座間での決済は、概ね現行制度と同じように行われる。支払い側の銀行の顧客ファンド口座から、受理側の銀行の顧客ファンド口座へと、通貨が送金される。そして、個々の銀行は、それぞれの取引口座残高に然るべき変更を加えるのである。

### 7. 3. 2 投資口座を使って貯蓄を行う

投資口座を使って貯蓄を行うためには、顧客は貯蓄される通貨の所有権を銀行へ譲渡しなければいけない。こうして、顧客の取引口座残高が減り、投資口座残高が増える。同時に、アイスランド中央銀行では、顧客ファンド口座から銀行の投資プー

ルへと同額の通貨が移される。

### 7.3.3 銀行から融資を受ける

顧客が銀行から融資を受けると、銀行が所有する通貨が銀行の投資プールから顧客ファンド口座へと送金され、借り手の取引口座に同額の通貨が入金される。借り手は融資された通貨の所有者となるが、同時に同額の債務を銀行に対して負う。

部分準備制度と比べると、統治通貨制度の下での商業銀行による融資は流通している通貨の総量を増やすことがない。融資が行われても、すでに存在する通貨が銀行の投資プールから借り手の取引口座へと送金されるだけだからである。融資によって投資口座残高の総量は増えるが、この残高は流動性を持たず、送金に使うこともできないため、通貨として使用することができない。

### 7.3.4 満期変換

長期ローンを短期投資でまかなうことを満期変換と呼ぶ。統治通貨制度の下では、現行制度同様、銀行は満期変換を行うことができる。どちらの場合でも、銀行は長期ローン需要を満たすために、短期の投資家から定期的に供給を得なければいけない。

満期変換は、現行制度の下ではリスクを伴うが、統治通貨制度の下でもこの点は変わらない。現在の投資家が投資活動を中止することを決め、他に投資家がみつからなかった場合、銀行は流動性問題に直面する可能性がある。統治通貨制度はそもそもこうしたリスクを根絶することを目指してはいない。本制度の主目的は、銀行の損失の国家への転嫁を防ぐことである。これは、リスクをとらなかった人たちの資金や決済システムを保護することによって達成される。また、こうしたリスクは統治通貨制度では大きく減少される。預金という短期資金調達手段は、商業銀行の貸借対照表にもはや含まれないからである。

### 7.3.5 規模変換

複数の小額投資家から資金を集め、大きな額の融資を行うまでの流れを規模変換と呼ぶ。あるいは、大きな額の貯蓄をもつ顧客が複数の小額の借り手へと融資を行うための手助けをする場合も、これを規模変換と呼ぶ。

現行制度と同様、統治通貨制度においても、銀行は複数の小額投資家からの貯蓄を促し、資金をプールし、大きな額の融資を行うための資金を捻出することになる。逆もまた然りである。

## 8 統治通貨を発行する

---

本章では、統治通貨制度における通貨発行のプロセスを説明する。

経済内の通貨はアイスランド中央銀行が独占的に発行する。つまり、貨幣、紙幣、そして電子統治通貨を発行するのである。アイスランド中央銀行は、インフレーションのない経済成長を促すために十分な量の通貨を発行する。

### 8.1 通貨の発行を配分から切り離す

現行制度では、新たな通貨を発行する力と、その使い道を決める力とが両方とも商業銀行にある。

通貨発行の力が私的な利益のために使われてしまう危険性がある。通貨発行量の決定と、通貨の配分の決定とを、透明性のある独立した機関が別々に行う。これによって、先述した危険性を大きく減少させることができる。

### 8.2 通貨発行委員会

統治通貨制度の根本的なねらいは、通貨発行の力が私的な利益のために誤用されたり悪用されたりするリスクを減らすことである。現在、通貨を発行し配分する力は商業銀行にあるが、こうした力は国家へと返上される。新たな通貨を発行する力はアイスランド中央銀行に委ねられ、新たな通貨の配分方法を決定する力は国会に委ねられる。こうして、通貨を発行する力は、通貨を配分する力から切り離されるのである。

アイスランド中央銀行における独立した通貨発行委員会（あるいは金融政策委員会）は、アイスランド中央銀行が新たに発行すべき通貨の量を決定する。対して、選挙によって選ばれた議員からなる国会は、新たに発行された通貨の使い道を決定する。国家予算の場合と同じように、国会は新たに発行された通貨の配分についての政府案を議論する。

### 8.3 通貨の発行量を決定する

民主主義の原理および既存の慣習に従い、国会は政府を通して金融政策の全体目標と権限を決定する。

通貨発行委員会は、経済成長に合わせつつ、インフレーション目標の範囲内で通貨ストックを増加させる。(例えば、年2.5%増加、という風に。)

仮に初期通貨ストックが4860億ISK、GDP成長が2%、インフレーションが2%であったとしよう。その場合、年間約200億ISKのマネーサプライ増加が必要となる。たしかに大きな金額だが、これは国家予算全体の4%でしかない。

現行制度の下では、商業銀行がマネーサプライを持続不可能な率で増加させてしまふことができる。この状況を改善するためには、通貨発行委員会はなにも通貨発行について完璧な決定を常に行う必要はない。通貨発行委員会には、経済成長を支え価格安定性を促すために通貨を発行するという他には動機がないのだから。

毎月、通貨発行委員会が開かれ、経済内の通貨の量を増やすか、減らすか、あるいは現状維持するかを決定する。新たに発行される通貨の量が決まると、通貨発行委員会は通貨発行を許可する。新たに発行された通貨は、以下で詳述する手順に従って経済内に導入される。

### 8.4 新たに発行された通貨を経済に導入する

通貨ストックの増加を決定した後、通貨発行委員会はアイスランド中央銀行に新たな通貨発行の許可を与える。こうして、アイスランド中央銀行は、政府の取引口座の残高を増やす。新たな通貨は政府に融資されるのではなく、単に与えられるのであり、国家の歳入として計上される。

新たに発行された通貨は、国会で成立した配分計画に従って、民主的な政府が経済に流し込む。新たな通貨を循環させるためには、以下の経路の組み合わせを使えばよい。

#### 8.4.1 政府歳出を増やすために新たな通貨を使用する

新たに発行された通貨を使って政府歳出を増やすことで、政府は教育、保健、公共交通サービス等の量と質を向上させることができる。増税をしたり、公的負債を増やす必要はない。仮に新たな通貨がすべてこれに費やされたとしても、政府歳出の増加は割合として小さい。

新たに発行された通貨を政府歳出に費やすことで、経済成長を促進することができる。

#### 8. 4. 2 減税のために新たな通貨を使用する

歳出を増やす代わりに、政府は減税を選択し、新たな通貨を使って減税分の歳入を埋め合わせることもできる。

納税者が、減税の対象となった通貨を使って買い物をしたり投資を行ったりすれば、経済成長の促進が期待できる。

#### 8. 4. 3 公債の減少のために新たな通貨を使用する

新たに発行された通貨は、公債の減少に使うこともできる。こうして、将来公債に対して支払うべき金利総額を下げることもできる。こうすれば、将来、減税を行ったり、公共サービスにより多くのお金を使う機会を、将来的に得ることができるようになる。

公債の減少に使用される通貨は、その後も、(その通貨を受け取った投資家が他の資産に投資することで)金融市場にて循環し続けるであろう。よって、この場合、新たな通貨は実経済の成長に直接寄与することがほとんどない。

#### 8. 4. 4 「市民ボーナス」に新たな通貨を使用する

新たに発行された通貨を、すべての市民に、あるいはすべての成人市民に配分することもできる。

減税に比べ、市民への配当金は、低所得であるがゆえに現在納税を行っていない市民にまで行き渡りうる。減税の場合と同様、個人は配当金を使って支出を増やしたり、貯金をしたり、借金の返済を行うことができる。経済成長にどのような影響が出るのかは、市民一人一人の選択による。

#### 8. 4. 5 企業への融資額を上げるために新たな通貨を使用する

通貨発行委員会は、必要に応じて、企業への融資を目的とした通貨を新たに発行し、銀行に融資することができる。金融部門以外の企業へ融資されることを条件に、この通貨は、銀行、地方銀行、P2P融資会社等へ融資される。こうして、企業への健全なクレジット供給を保障することができる。

アイスランド中央銀行は、企業に直接融資を行うことはない。また、どの企業が融資を受けるべきなのかを決定することもできない。

## 8.5 循環している通貨を取り除く

経済成長には、往々にして通貨ストックの増加が必要となる。通常、通貨発行委員会は、経済が起爆剤を必要とするときにはより多くの通貨を発行し、そうではないときにはより少ない量の通貨を発行する。こうして、マネーサプライの成長率を調整するのである。しかし、経済が緊急事態に陥った場合、通貨発行委員会は通貨ストックの減少が必要であると判断することもある。この場合、循環している通貨を取り除く方法は幾つかある。

実経済から通貨を取り除く必要が生じた場合、その方法を選ぶのは政府である。対して、金融部門から通貨を取り除く必要が生じた場合、その方法を選ぶのはアイスランド中央銀行である。

既存の税率を維持しつつ歳出を減らすことで、政府は最も直接的に実経済から通貨を取り除くことができる。また、増税をすることによっても、通貨の量を大きく減らすことができる。

金融部門から通貨を取り除くために、アイスランド中央銀行は自分の所有する金融資産を売却したり、アイスランド中央銀行ローンへの銀行のアクセスを制限することができる。

統治通貨制度への移行に際して、銀行はアイスランド中央銀行に対して変換債務を返済する必要がある。さて、仮に通貨発行委員会、アイスランド中央銀行、そして政府が、現時点で経済内に通貨が過剰にストックされているという判断で一致したとしよう。その場合、三者は、変換債務の一部を再び循環させないという選択をすることもできる。この方法を用いれば、数年間で数兆ISKもの通貨をマネーサプライから消去することができる。変換債務については、統治通貨制度への移行の詳細を述べる際に9章1節3小節で解説する。

## 8.6 統治通貨の会計方法

既存の中央銀行の通貨会計の慣習を変えなくても、統治通貨制度を採用することはできる。慣習上、中央銀行は貨幣、紙幣、そして準備通貨を債務として計上してきた。同じ方法は、アイスランド中央銀行が発行する統治通貨に対しても有効である。

とはいえ、通貨をアイスランド中央銀行の債務として計上するのは誤解を招くので



はないか、という議論もありえる。慣習的な政府負債とは異なり、統治通貨には「返済」期日がなく、金利もつかず、同額の通貨との交換のみが可能である。アイスランド中央銀行は、微々たるコストを支払うことによって自発的にこの通貨を発行することができる。

以上の理由により、通貨を債務として計上するのではなく、むしろアイスランド中央銀行が超低コストで発行し額面価格で販売する引換券(ないし許可証)として計上した方が、現実には則しているといえる。この場合、通貨の増加は、債務の増加ではなく、通貨発行によって生じる収益であるとされる。こうした収益は、アイスランド中央銀行の株の増加および政府へ配当金を支払う能力の増加につながる。

中央銀行の口座内の通貨はどう分類されるべきかという問いは、たしかに面白い。しかし、これは本章の議論の範囲を越える問いである。なぜなら、統治通貨案は通貨の会計慣習の変更を要求しないからである。

慣習的な会計にのっとり、電子統治通貨は政府の取引口座へと入金される。決算を行うために、政府は通貨と同額の恒久的無利息国債を発行し、これはアイスランド中央銀行の資産の一部となる。この国債は国の負債の一部とはならない。維持費も返済義務もないからである。

新たに発行された統治通貨を以上のように会計処理することによって、伝統的な会計慣習に従う道が用意される。また、統治国家が発行する通貨はその国家の負債ではなく、同額の通貨を支払う義務以上のものではないという点を了解する道もまたひらけるのである。

## 9 統治通貨への移行

---

統治通貨制度は、通貨を発行する力を商業銀行からアイスランド中央銀行へと移す。

改革実施の初日には、銀行が発行する普通預金はすべてアイスランド中央銀行保管の取引口座へと変換される。そして、現在銀行にISKを預金している人たちへの債務はアイスランド中央銀行が負う。これと引き換えに、銀行は同額の負債をアイスランド中央銀行に対して負う。こうして生じる新たな負債は「変換債務」と呼ばれる。切り替えが銀行に対して有利に（あるいは不利に）働かないよう、変換債務の金利は改革以前の普通預金についての金利の平均額とほぼ同額となる。銀行は数年間をかけてアイスランド中央銀行に変換債務を返済する。変換債務の返済スケジュールは、銀行の資産や流動資金の返済構造を考慮に入れつつ決定される。このため、銀行は、改革初日のこうしたやりとりによって利益を得ることも損失を被ることもない。

改革初日、貯蓄口座はすべて投資口座に変換される。投資口座からは要求に応じた引き出しはできず、またこれを決済に使用することもできない。

改革初日、マネーサプライの安定性は高くなり、経済は新たな通貨制度を基盤として駆動する。しかし、既存の負債レベルが新しい制度に適應するまでには数年がかかる。部分準備制度の下での通貨発行によって産出された負債が返済されなければいけないからである。よって、銀行は変革に運営を適應させる猶予期間を数年間得ることになる。

移行プロセスについては、以下の各小節でより詳しく解説していく。

### 9.1 口座の変換

#### 9.1.1 取引口座と投資口座

商業銀行および他の預金受け取り機関におけるISK立ての普通預金は、アイスランド中央銀行保管の取引口座[預金]へと変換される。このため、こうした預金はもはや銀行の貸借対照表に債務として計上されることがない。代わりに、これはアイスランド中央銀行が発行し保管する統治通貨として計上される。

貯蓄口座、定期預金、そして定期予告貯蓄口座は、投資口座へと変換され、銀行の貸借対照表に留まる。

アイスランド中央銀行にある政府準備通貨は、やはりアイスランド中央銀行にある政府取引口座へと移される。

### 9. 1. 2 運営口座

アイスランド中央銀行が保管し、銀行および他の金融機関が所有する準備通貨は、各銀行の運営口座[残高]へと変換される。こうした口座は、引き続き商業銀行の資産として計上される。

現行制度におけるアイスランド中央銀行準備通貨は、銀行間の決済以外には使用することができない。対して、運営口座内の資金は、他の銀行のアイスランド中央銀行口座や、一般市民の取引口座へと送金することもできる。

### 9. 1. 3 変換債務

銀行はアイスランド中央銀行へ移動した普通預金と同額の債務を新たに計上する。この債務は「変換債務」と呼ばれる。

変換債務は、銀行の資産の満了期日構成に適したスケジュールに沿って、アイスランド中央銀行に返済される。(つまり、企業や個人が銀行へ返済を行うのと同じ速度で、銀行もまたアイスランド中央銀行に返済を行う。) 変換債務には、銀行が本来普通預金に対して支払うはずだった金額と同額の金利がつく。このため、アイスランド中央銀行に普通預金を移しても、銀行が利益を得たり損失を被ったりすることはない。

毎月、顧客は銀行にローン返済を行い、これを受けて銀行はアイスランド中央銀行に変換債務の一部を返済する。返済の過程で、マネーサプライの内のいくらかの通貨が消去される。しかし、アイスランド中央銀行は消去された通貨を埋め合わせるために新たな統治通貨を発行し、マネーサプライを一定に保つ。こうして新たに発行された通貨をどのように経済に流し込むのかは、実経済と金融市場のそれぞれの通貨需要を考慮に入れつつ、政府が決める。

例えば、4000 億ISKの普通預金がアイスランド中央銀行の取引口座[残高]へと変換されたらとしよう。この場合、銀行の総変換債務は同額の 4000 億ISKとなる。

そこで、仮に銀行が 10 年をかけて変換債務の返済を定期的に行うものだとしよう。

この場合、アイスランド中央銀行はこの銀行から毎年 400 億ISKの統治通貨を得ることになる。そして、この新たな通貨をどう循環させるのかについては、政府が決定することになる。政府がこれを行うための手段としては、公債の減少、減税、歳出の増加、新たな設備への投資、金融部門以外の企業および個人への融資を目的とした銀行融資などがある。

## 9.2 切り替え後の銀行クレジット在庫

統治通貨への変更後、銀行は融資という形で通貨を発行することができなくなる。とはいえ、貯蓄者から借りた資金や自らの資金を使って融資をすることはできる。銀行がローン需要を満たすために十分な量の通貨を確保するための資金源はいくつかある。

改革初日、銀行は各々の運営口座内にある資金を使うことができる。その金額は大きい。銀行はこれを使って、新たな融資に出資することができる。また、これに加え、すでに融資を受けている顧客から得る金利も、銀行の運営口座に入金される。この収益を使って新たなローンに投資をするという選択肢も銀行にはある。

銀行の投資プールは、始めは空である。しかし、改革初日より、銀行は金利を望む顧客から資金を集めることができる。取引口座内の資金には金利がつかないので、顧客は短期的には必要でない資金を金利付きの投資口座に移動する動機をもつ。

融資のための資金が過剰となり、融資ブームのリスクが生じた場合、アイスランド中央銀行は変換債務の一部を直ちに返済する許可を銀行に与え、過剰な資金の減少する機会をつくることもできる。こうすれば、効果的にマネーサプライを減らすことができる。

融資に必要な資金が不足してしまった場合、銀行はより多くの資金を貯蓄者から集めるために、より高い金利をつけるようになるだろう。そして、このように集めた資金を融資に使うのである。これ以上市場の金利相場は上がるべきではないと判断した場合、アイスランド中央銀行は新たな通貨を発行して商業銀行に融資することができる。

## 9.3 統治通貨制度の効果

### 9.3.1 主な利点

改革後の制度では、銀行融資はマネーサプライを増加させることがなく、また銀行ローンの返済はマネーサプライを減らすことがない。銀行の融資活動がどうあっても、マネーサプライは安定する。

商業銀行による融資や通貨発行に働きかけようとする代わりに、アイスランド中央銀行は直接通貨発行をコントロールすることができる。

経済に通貨を注入するときに、企業や世帯が負債を負う必要はもはやない。

通貨を発行する力が個人の私利私欲のために悪用される危険性はかなり減る。

決済システムは、銀行の債務ではなく統治通貨によって運営される。

銀行部門におけるリスクと報酬をより適切に連関させることができる。国家や納税者は、破綻した銀行を救済する必要がない。また、預金保険制度の必要もなくなる。

通貨発行に伴う収益は、銀行ではなく国家や社会全体に恩恵をもたらす。

一度限りだが、300億から400億ISKの公債免除ができる。これは、銀行が発行した通貨が統治通貨へと変換される際に起こる。

マネーサプライを直接コントロールすることによって、アイスランド中央銀行は通貨および金融の安定性の実現という目標を達成しやすくなる。

### 9.3.2 銀行は銀行としての主要な役割を引き続き担う

改革後、商業銀行は通貨を発行することができなくなるが、引き続き多くの重要なサービスを提供することになる。[以下がその一例である。]

- 銀行は引き続き貯蓄者と借り手との仲介人として活動する。
- 銀行は小額の貯蓄者が大きな金額の融資に参加できるようにする。
- 銀行は連続する短期投資家たちが長期的な融資を行うことができるようにする。
- 取引口座内の資金はアイスランド中央銀行に保管されるが、商業銀行は引き続き取引口座に関連するサービスをすべて提供する—例えば、デビットカード、明細、ネットあるいはモバイルバンキング等である。

### 9. 3. 3 商業銀行にとっての利点

銀行は通貨を発行する力を失い、また通貨発行に伴う収益も徐々に失う。しかし、改革は銀行にとって有利に働く面もある。

銀行破綻はもはや決済システムに対する脅威とはならない。このため、銀行規制を省略・簡素化し、経費を削減することが期待できる。

改革後、銀行の資産と債務の満期ギャップは大きく狭まるだろう。変換債務は数年で満期になるが、それ以前の普通預金は予告無しに引き出しが可能であり、そもそも満期がなかった。また、貯蓄口座からは往々にして予告無しの引き出しが可能であったのに対し、これに代わる投資口座にはあらかじめ定められた満了期日や予告期間がある。これによって、銀行は流動資金の管理をより容易に行うことができるようになり、安全性が高まる。

取引口座はすべてアイスランド中央銀行に保管される。このため、費用のかさむ預金保険制度を取引口座向けに組む必要がなくなる。

取引口座主に様々なサービスを提供する対価として、銀行は取引手数料や口座手数料を請求することができる。

国内全域にわたって負債の量は減る。これに伴い、リスクや金融不安定性も下がり、ローンの減損も軽減することができる。長期的な安全性が高い銀行業環境の存在は、通貨発行による補助収益を部分的に補うだろう。

### 9. 3. 4 金利の低下

改革後、経済およびマネーサプライは、負債対GDP比を上げずに、調和を保ちつつ成長することができる。銀行の変換債務が数年間にわたって返済されることによって、公債および私的負債が減少する。こうして国内経済の貸借対照表は総じて改善される。国内および国外の融資者との交渉に際しての借り手の金融ポジションも、これに伴って改善されるであろう。このようなリスク低下は、金利低下へとつながるはずである。

政府は以前ほど借金をする必要がなくなる。通貨発行によってかなりの収益が得られる一方、銀行から変換債務の返済も受けるからである。以前と比べてもかなり低い金額を政府が借り入れることになると、市場相場は低金利に傾く。

預金保険はもはや必要がなくなる。このため、銀行は金利に保険料を上乗せする

必要がない。

アイスランド中央銀行はマネーサプライを直接コントロールする。よって、商業銀行による通貨発行を牽制することを目的とした金利引き上げは必要がなくなる。これによって、経済全体において金利の安定の高まりが期待できる。

### 9.3.5 決済システムへの影響

決済システムは、個々の銀行の清算性と流動性にはもはや依存しない。銀行債務を通貨として使用する代わりに、決済は負債無しの統治通貨によって行われる。統治通貨はアイスランド中央銀行によって発行され、安全な取引口座に保管される。

取引口座の運営のための手数料を銀行は顧客に請求することが考えられるが、大した金額とはならないであろう。ある銀行において手数料が高くなりすぎた場合、顧客はより優れた手数料でサービス提供をする別の銀行に自分の取引口座を簡単に移すことができる。

銀行による貨幣と紙幣の取り扱いは変化しない。銀行は小額の手数料と引き換えに、現金と取引口座残高の交換[サービス]を提供する。

通貨の安全な保管先としての銀行手形の需要はやや低下するだろう。アイスランド中央銀行が、銀行手形よりも便利でかつリスクの無い代替手段を提供するからである。

## 9.4 国際関係の文脈における影響

商業銀行が発行する通貨ではなく、統治機関が発行する通貨を採用したからといって、国際貿易の仕方が変わるわけではない。国際関係の文脈では、ISKはISKのままであり続ける。

### 9.4.1 ISKの魅力は高まる

統治通貨制度へと改革を行うことによって、不安定性の主要因の一つが排除される。マネーサプライは経済と調和しつつ成長することができる。このため、ISKは以前に比べ安定性の高い通貨となる。

よって、統治通貨への改革は、アイスランドを海外投資家にとってより魅力的な国とすることができる。

## 9. 4. 2 国際為替取引への影響はない

各国間での為替取引の決済システムの構造は、ISKがアイスランド中央銀行によって発行されようと、商業銀行によって発行されようと、変わらない。

ISKを外貨と交換するプロセスは、統治通貨制度においても部分準備制度においてもほぼ同じである。ISKを売買する国際銀行は、今までどおりのプロセスで活動を続けることができる。

## 9. 5 統治通貨に対する懐疑論

他の案と同じく、統治通貨に対しても懐疑的な問いを投げかけることができる。本節では、頻出する問題を取り上げ、統治通貨の支持者からの答えをみてゆく。

### 9. 5. 1 満期変換を行う余裕は失われてしまうのか

銀行が短期預金を資金として長期ローンを組むことを「満期変換」と呼ぶ。このプロセスによって、預金者は銀行が得る金利の一部を無条件で得ることができる。しかし、同時に多くの預金者が資金を引き出すリスクもある。これが起こった場合、銀行が債務超過に陥り、国家が血税を費やして救済をしなければいけないこともある。そもそも、国家が暗に預金を保護しない限り、現行制度の下では普通預金を満期変換に使うことはできない、ともいえる。

統治通貨制度においては、取引口座を満期変換に使うことはできない。取引口座はアイスランド中央銀行が保管し、常に引き出しが可能である。とはいえ、普通預金を資金調達の一手段として持たない一方、銀行は変換債務によって資金を得ることができ、これの返済に数年をかけることができる。よって、改革後、銀行は以前に比べ資産と債務との間での満期のミスマッチを減らすことができる。

投資口座内の預金は、満期変換プロセスに使うことができる。[顧客は]投資口座からは要求に応じた引き出しができない。このため、現在の状況に比べると、満期変換における流動性リスクは減少する。

### 9. 5. 2 通貨への課税

通貨発行という価値を国家に手渡すことは、通貨に課税をすることと同じだ、という反論も耳にする。

この反論は次の点を前提としている。第一に、競争市場の中で動く商業銀行は、通



貨発行から生じる利益をすべて顧客に還元するのだという点。第二に、これによって通貨発行の利益は社会に公正に配分されるのだという点である。

ヒューバーとロバートソンは上の二点を両方とも批判している。

「一点目を実現するには、銀行間の競争は十分に熾烈ではない。また、仮に十分に熾烈であったとしても、これによって利益の配分が社会的に公正で経済的に効率がよくなるとは限らない。

実のところ、この反論には無理がある。通貨発行益を税として定義してしまうからである。こうすると、通貨発行を商業銀行に許すことが、同時に税の徴収をする力を商業銀行に与えることになってしまう。新たに発行された公式通貨から生じる価値を公的歳入とするよりも、先述した形[商業銀行に税の徴収を許すこと]の方がよいと考える人はほとんどいないだろう。」<sup>67</sup>

十分な競争が起きるためには、様々な条件が必要となる。競争相手の数が多数であること、新規参入が容易であり、出口もまた開かれていること、情報が完全に共有されていること、顧客の乗り換えコストがゼロであること、規模の経済の不在、顧客が合理的であること、等々である。銀行業界、特にアイスランドの銀行業界においては、こうした条件は成立していない。三大銀行が市場の90%以上を握っているからである。

### 9. 5. 3 通貨発行委員会が判断を誤った場合はどうするのか

経済にとって最適な量の通貨を発行するために必要な情報を、通貨発行委員会は所有していないかもしれない—このような指摘もある。委員会が誤った決定をくだすと、経済の潜在能力が発揮されなかったり、インフレーションが起きたりしてしまうかもしれない、という懸念である。

通貨発行に関する決定が統治通貨制度の下で完璧に行われることを期待したり要求したりするのは無理である。他方で、この委員会は、経済にとって適切な量の通貨を発行することを専門とするのである。そのような委員会が、過去に商業銀行が行ったような過剰な通貨発行を度々行うとは考えにくい。

### 9. 5. 4 政府が政策資金を捻出する目的で通貨を発行してしまう可能性

政府に通貨発行を許してしまうと、選挙で得票率を伸ばすことをねらいとしたプロジェクトに使う目的で過剰に通貨が発行されてしまうのではないか、という懸念もある。

67 Creating New Money, Huber and Robertson (2000)

しかし、統治通貨の下では、政府は直接通貨を発行することができない。通貨を発行するか否かは、政府から独立した通貨発行委員会が、経済全体にとって適切な決定する。誰が通貨発行の恩恵を得るのか、また新たに発行された通貨はどのように使われるのか、といったことを決める力は委員会にはない。新たな通貨の配分は、国会が民主的に決定する。

現行制度の下では、商業銀行は通貨を発行することができ、さらにその通貨の使い道を決める力ももつ。さらに、現在、銀行は経済全体にとって適切な量ではなく、自分の決算に有利に働く量の通貨を発行するよう動機付けられている。

### 9. 5. 5 銀行制度の国有化

通貨の国有化は、銀行制度の国有化としばしば混同される。

統治通貨は、通貨を発行する力こそアイスランド中央銀行に返還する。しかし、銀行の所有権は今までと変わらず、銀行は以前の同じように様々な銀行サービスを提供し続けることになる。取引口座はアイスランド中央銀行に保管されるが、顧客間のやりとり等、こうした口座に関連したサービスは引き続き商業銀行が引き受けることになる。アイスランド中央銀行が個人や企業に融資を行うことはない。融資活動は銀行の特権であり続ける。

### 9. 5. 6 クレジット在庫

融資に必要な通貨を発行する力を銀行から奪ってしまえば、現行制度と比べクレジット在庫が減ってしまい、改革後の制度が制約されすぎてしまうのではないかと、という懸念もある。

現行制度の下では、銀行によって発行された通貨のほとんどが既存の資産の購入を目的とした融資に使われてきた。その結果、資産価格バブルや危機が起きた。(第5章2節参照。)

統治通貨制度の下では、資産価格の急速な上昇に油を注ぐようなクレジットの在庫は減る。代わりに、国民が家を購入したり、実経済における資金需要に応えるために十分なクレジット在庫が確保できるか、という点が主要課題となる。

移行期間中、私的負債および公債は減少する。現在のマネーサプライの発行から生じる負債が返済される一方、負債なしの統治通貨が発行されるからである。こうして、自己資本による資金調達が増加と、ローン需要の減少が期待できる。

マネーサプライが経済と足並みを揃えて成長し、貯蓄者が貯蓄に対して金利を得ることを望み、利率が需要と供給を反映する限り、銀行は融資に必要な通貨を確保できるはずである。しかし、もしクレジットが不足したり、利率が高すぎるという声があがった場合、アイスランド中央銀行は介入することができる。統治通貨案の提案者たちは次の提案をしている。

「改革後、通貨発行委員会は、実経済(つまり、金融以外の経済)における企業に十分なクレジットが行き渡るよう努めなければいけない。(中略)[アイスランド中央銀行は]質的および量的な方法にのっとり経済を監視・分析する。こうした分析の結果、[アイスランド中央銀行は]信用できる個人や企業のローン需要に銀行が満足以応えることができず、これは経済に対して悪い影響を与えている、という結論を出すかもしれない。その場合、[中央銀行は]企業への融資を目的とした通貨発行を行い、不足を解消することができる。こうして発行された通貨は、金融部門以外の(つまり、不動産や金融部門企業以外の)企業への融資にのみ使われることを条件に、銀行へ融資される。」<sup>68</sup>

実経済への融資を目的として、銀行のために通貨を発行することは、クレジット配分は市場に任せよという中央銀行論通説に背くことにもなるかもしれない。しかし、[2008年の]危機の後、ある特定の部門に直接融資をすることを決定した中央銀行もいくつか存在する。2012年6月、イングランド銀行は「融資資金制度」を始めた。これは、実経済への融資を急増させる動機を銀行に与え、またそのための社会環境の構築を促した。その後、この制度はさらに、中小企業への融資を促進するよう改正された。似たような制度は、韓国、アメリカ合衆国、そしてユーロ圏の中央銀行によっても取り入れられている。

アデル・ターナーは、不動産への融資に銀行が偏ってしまう傾向は、規制によって相殺されるべきだという結論を出した。

「放置しておく、銀行は社会に必要な量を遥かに越えた量の融資を不動産に対して行ってしまう。これによって危機が生じ、負債は社会が担うことになってしまった。不動産融資へのこうした偏りは、次の手段によって相殺されなければいけない—銀行の必要自己資本率を大幅に上げること、反循環必要自己資本率を上げること、不動産への融資に対する資本リスク比率を内閣格付け法が要求するレベルよりも高くすること、借り手の収入対融資比率を上げること、そして一部の銀行を非不動産融資に特化させることである。」<sup>69</sup>

中央銀行の危機後の動機の構図、そしてターナーの結論をみる限り、中央銀行による金融部門から実経済へのクレジット誘導は許容されてきているといえる。

68 Modernising Money (2012)

69 Lecture by Adair Turner – October 7<sup>th</sup> 2014 London

### 9. 5. 7 他の決済手段の開発

統治通貨案は、制度内の「通貨」をすべてコントロールすることを目指しているわけではない。統治通貨は、商業における決済の手段として、また負債の返済や納税のための手段として法的に容認される通貨の種類のみをコントロールしようとするのである。

通貨改革の有無に関わらず、経済危機への対応手段として代替コミュニティ通貨が有効となる場合はあるだろう。

とはいえ、代替通貨を発行すると通貨発行益を得ることができるので、こうした発行を行う動機は根強い。代替通貨が勢力を拡大した場合、インフレーションや資産バブルにつながる恐れもある。

### 9. 5. 8 国際競争において不利になる可能性

統治通貨は、開拓者としての国をおそらく必要とする。そこで、はたしてこのような開拓者としての国が、[この制度を導入することによって]国際競争上の不利益を被る可能性はないか、という問題がある。

そもそも、この改革によって他国との取引に問題が生じることはありえるだろうか。生じるというための明白な根拠はない。商業銀行の代わりにアイスランド中央銀行が通貨を発行しても、国際取引システム上はほとんど何も変わらない。

為替相場への影響は出るだろうか。改革によって、資本の海外流出が生じてしまうだろうか。この点は、本改革についていかに優れた説明ができるかどうかによるだろう。通貨発行の制御[方法]は改善され、経済の必要性に通貨[の量]の成長をより良く合わせることができるようになるのだから。通貨および経済の安定性が高まった結果、海外投資家にとってアイスランドが魅力を失ってしまうとは考えにくい。

通貨を発行できなくなってしまった国内銀行は、海外銀行に比べて競争上不利となってしまうだろうか。まず、通貨発行から得られる補助金を銀行が一夜にしてすべて失うことはない、という点を留意すべきである。これは、銀行が変換債務を返済する数年間で徐々に起こるのである。よって、国内銀行は、各々の運営を調整するための時間的猶予を得る。国内銀行は、海外銀行に比べ、国内市場に精通しているので、国内における活動を主軸とする企業に融資をする際の競争優位性を保持できるはずである。

しかし、規模の経済においても、資金調達の際のコストの効率においても優れている大手海外銀行は、アイスランドの輸出企業に融資を行うとき、今の時点ですでに競争優位性をもっている。

## 参考文献

---

- Act on Bunadarbanki Islands no. 115/1941.*
- Act on Commerical and savings banks no. 43/1993*
- Act on Landsbanki Islands no. 11/1961*
- Act on the Central Bank of Iceland no. 36/1986*
- Act on the Central Bank of Iceland no. 36/2001*
- Adalid, R. and Detken, C. (2007). *Liquidity Shocks and Asset Price Boom/Bust Cycles*. ECB Working Paper No. 732.
- AICPA Committee on Terminology. (1953). *Accounting Terminology Bulletin No. 1. Review and Résumé*. American Institute of Accountants.
- Arestis, P. & Sawyer, M. (2003). *Can Monetary Policy Affect the Real Economy?* The Levy Institute Public Policy Brief, 71.
- Arnason, A. (October 2011). *Iceland's Recovery*. Opening remarks by Mr. Árni Páll Árnason, minister of economic affairs on October 27th, 2011. Seminar: Iceland's Recovery – Lessons and Challenges. International Monetary Fund.
- Baldursson, F. (November 2011). *Iceland's programme with the IMF 2008–11*. Column, Voxeu. Retrived on 2014, April 30th, from: [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org)
- Baldursson, F. & Portes, R. (September 2013) *Gambling for resurrection in Iceland: the rise and fall of the banks*. CEPR Discussion Paper No. DP9664.
- Bank for International Settlements (BIS). (2011). *Macroprudential regulation and policy*. BIS Paper no. 60. December 2011, Bank for International Settlements.
- Bank of England. (2014). *Money creation in the modern economy*. Bank of England Quarterly Bulletin, 2014, Q1. Bank of England.
- Benes, J. & Kumhof, M. (2012). *The Chicago Plan Revisited*. International Monetary Fund.
- Bezemer, D. (2009). *Banks As Social Accountants: Credit and Crisis Through an Accounting Lens*.
- Brillembourg, A., & M. Khan (1979) *The Relationship Between Money, Income, and Prices: Has Money Mattered Historically?* Journal of Money, Credit, and Banking, August, 358–365
- Central Bank of Iceland (2000). *The Financial System: Strengths and weaknesses*. Central Bank of Iceland Monetary Bulletin, no. 4. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2004). *Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis*. Skýrsla Seðlabanka Íslands til félagsmálaráðherra.
- Central Bank of Iceland (2005). *Financial Stability Report, 2005*. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2006). *Financial Stability Report, 2006*. Central Bank of Iceland.

- Central Bank of Iceland (2007). *Tighter monetary policy needed*. Monetary Bulletin, November edition, 2007. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2009). *Financial Stability Report, 2009*. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2013). *Annual Report*.
- Central Bank of Iceland (2013a). *Foreword by the Deputy Governor to Financial Stability Report 2013/2*. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2013b). *Fjármálainnviðir*. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2014). *Financial Stability Report, 2014/2*. Central Bank of Iceland.
- Central Bank of Iceland (2014a). *Skýringar og svör (e. Explanations and answers)*. Website of the Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, April 2nd from: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)
- Central Bank of Iceland (2014b). *Peningastefna (e. Monetary Policy)*. Website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, April 2nd from: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)
- Central Bank of Iceland (2014c). *Monetary Policy*. Website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, April 2nd from: [www.cb.is](http://www.cb.is)
- Central Bank of Iceland (2014d). *Financial Stability*. Website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, April 2nd from: [www.cb.is](http://www.cb.is)
- Central Bank of Iceland (2014e). *Tæki og miðlun peningastefnunnar (e. Instruments and transmission mechanism)* Website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, April 2nd from: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)
- Central Bank of Iceland (2014f). *Modifications to monetary policy instruments*. Press release published on official website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, May 25th from: [www.cb.is](http://www.cb.is)
- Central Bank of Iceland (2014g). *Breytingar á bindiskyldu lánastofnana í Seðlabanka Íslands (e. Changes to the Central Bank of Iceland reserve requirement for deposit institutions)*. Press release published on official website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, April 15th from: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)
- Central Bank of Iceland (2014h). *Payments System*. Official website of Central Bank of Iceland. Retrieved 2014, June 25th from: [www.cb.is](http://www.cb.is)
- Clews, R., Salmon, C. & Weeken, O. (2010). *The Bank's Money Market Framework*. Bank of England Quarterly Bulletin. Q4.
- Ryan-Collins J, Greenham T, Werner R. A., Jackson A. (2012). *Where Does Money Come From?*. London: New Economics Foundation.
- Constâncio, V. (2011). *Challenges to monetary policy in 2012*. Speech at the 26th International Conference on Interest Rates. Frankfurt am Main.
- Dyson, B., Greenham, T., Ryan-Collins, J. & Werner, R. (2011). *Towards A Twenty-First Century Banking And Monetary System*. Centre for Banking, Finance and Sustainable Development at the University of Southampton, New Economics Foundation, Positive Money.
- Euroinvestor (2014). *Icebank annual report 2007*. Retrieved on 2014, april 10th,

- from: [www.euroinvestor.fr/actualites/2008/02/05/icebank-arsreikningur-200/9722414](http://www.euroinvestor.fr/actualites/2008/02/05/icebank-arsreikningur-200/9722414)
- Ferguson, N. (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Allen Lane.
- Financial Crises". *NBER Working Paper 13882*. National Bureau of Economic Research.
- Fisher I. et al, (1939), *A program for monetary reform*, (was not published. Contents attributed to copies at the Colorado State College Library)
- Friedman, M. (1960). *A Program for Monetary Stability*. Fordham University Press.
- Friedman, M. (1988). *Money and the Stock Market*. *Journal of Political Economy*, No. 96 (2), pp. 221–245.
- Friedman, M. (1989). *Quantity theory of money*. The New Palgrave: Money. Editors Eatwell, J., Milgate, M. & Newman, P. The Macmillan Press Limited.
- Galbraith, K. (1975). *Money: Whence It Came, Where It Went*. Houghton Mifflin.
- Goodhart, C. (1984). *Monetary Policy in Theory and Practice*. London: Macmillan.
- Government Offices of Iceland (2012). *Endurreisn bankanna: 414 milljarðar króna (e. Recapitalization of the banks: 414 bn ISK)*. Press release on the official website of the government offices of Iceland. Retrieved on 2014, April 30th from: [www.stjornarrad.is](http://www.stjornarrad.is)
- Greiber, C. and Setzer, R. (2007). *Money and housing – evidence for the euro area and the US*. Discussion Paper. Series 1: Economic Studies, No 12/2007. Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Gudmundsson, M. & Kristinsson, Y. (1997). *“Peningastefna á Íslandi á 10. áratugnum” (e. Monetary Policy in Iceland in the nineties)*. Fjármálatíðindi, 44th ed., part 2. Central Bank of Iceland.
- Hammond, G. (2012). *State of the art of inflation targeting*. Centre for Central Banking Studies, handbook no. 29, February 2012 version. Bank of England.
- Holmes, A. (1969). *Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth. Controlling Monetary Aggregates*. Federal Reserve Bank of Boston.
- Huber, J. & Robertson, J. (2000). *Creating New Money. A Monetary Reform for the Information Age*. New Economics Foundation.
- Huber, Joseph 2010: *Monetäre Modernisierung*. Vollgeld und Monetative, Marburg: Metropolis Verlag, 4th edition 2014.
- Institute of Economic Studies (Hagfræðistofnun Háskóla Íslands) (2003). *Áhrif rýmri veðheimilda Íbúðalánasjóðs á húsnæðisverð og hagstjórn*. Skýrsla nr. C03:06.
- International Monetary Fund (IMF) (2013). *What is Shadow Banking*. in Finance and Development, June 2013. Retrieved on June 23rd, 2014 from: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- International Monetary Fund (IMF) (2014). *Global Financial Stability Report. Chapter 3. How Big is the Implicit Subsidy for Banks Considered Too Important to Fail?* International Monetary Fund.
- Jackson, A. & Dyson, B. (2013). *Modernising Money. Why our Monetary System is Broken and How it can be Fixed*. Positive Money.

- Jordá, O., Schularick, M. & Taylor, A. (2011). *Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons*. IMF Economic Review 59 (pp. 340–378).
- Jónsson, Á (April, 2013). “*Hvað gerist þegar peningamagn í umferð er nær fjórfaldað á fjórum árum?*” (e. *What happens when the money supply is quadrupled in four years?*). Presentation at Central Bank of Iceland on April 3rd 2013.
- Kashyap, A., Stein, J. & Hanson, S (2010). *An Analysis of the Impact of “Substantially Heightened” Capital Requirements on Large Financial Institutions*. Journal of Economic Perspectives, 2010.
- Kay, J. (2009). *Narrow Banking*.
- Keen, S. (2011). *Debunking Economics: The Naked Emperor Dethroned?* Zed Books.
- Keen, S. (2011). *House Prices and the Credit Impulse*. Retrieved from [www.debtdeflation.com](http://www.debtdeflation.com)
- Keen, S. (2012). *The Debtwatch Manifesto*. Retrieved from: [www.debtdeflation.com](http://www.debtdeflation.com)
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave Macmillan.
- Kindleberger, C. (1978). *Manias, Panics, and Crashes*. Basic Books.
- King, M. (2010) *Banking: From Bagehot to Basel, and Back Again*. The Second Bagehot Lecture, Buttonwood Gathering, New York City.
- Kotlikoff, L. (2010). *Jimmy Stewart Is Dead*. John Wiley & Sons.
- Kristinsson, Y. (2000). *Implementation of monetary policy and Central Bank instruments*. Central Bank of Iceland Monetary Bulletin, no. 4. Central Bank of Iceland.
- Kydland, F. & Prescott, E. (1990). *Business cycles: Real facts and a monetary myth*. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Laven, L. & Valencia, F. (2012). *Systemic Banking Crises Database: An Update*. IMF Working Paper.
- Mayer, Thomas 2014: *Die neue Ordnung des Geldes*, München: Finanzbuchverlag.
- Mayer, Thomas and Roman Huber 2014: *Vollgeld, das Geldsystem der Zukunft*. Marburg: Tectum Verlag.
- Ministry of Welfare (April, 2013). *Greinargerð um fjárhagsstöðu heimilanna* (e. *Report on financial position of households*). Retrieved, 2014, May 20th from: [www.velferdarraduneyti.is](http://www.velferdarraduneyti.is)
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw–Hill.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261–297.
- Moore, B. (1988). *Horizontalists and Verticalists*. Cambridge: Cambridge U.P.
- National Audit Office (2012). “*Fyrirgreiðsla ríkisins við fjármálafyrirtæki og stofnanir í kjölfar bankahrunsins* (e. *Payments from the government to financial institutions in the aftermath of the banking crisis*). Retrieved on 2014,



- April 28th, from: [www.rikisendurskodun.is](http://www.rikisendurskodun.is)
- National Audit Office. (2009). “*Endurskoðun ríkisreiknings 2008*” (e. *Audit of the 2008 Treasury Account*). Retrieved on 2014, April 10th, from: [www.rikisendurskodun.is](http://www.rikisendurskodun.is)
- Petursson, T. (2001). “*Nýr rammi peningastefnunnar*” (e. *The transmission mechanism of monetary policy*). Central Bank of Iceland Monetary Bulletin, no. 4. Central Bank of Iceland.
- Petursson, T. (2010). *Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others?* Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects. Editors D. Cobham, Ø.
- Prime Minister’s Office (2008). “*Yfirlýsing ríkisstjórnar (Statement by the Government)*”. Press release on October 6th, 2008, Prime Minister’s Office official website. Retrieved on May 30th, 2014 from: [www.forsaetisraduneyti.is](http://www.forsaetisraduneyti.is)
- Regulation on liquidity ratios (Ice: Reglur um lausafjárhlutfall o.fl.)*, no. 1055/2013. Retrieved on 2014, April 10th from: <http://www.stjornartidindi.is/>
- Regulation on reserve requirements (Ice: Reglur um bindiskyldu)*, no. 388/2002. Retrieved on 2014, April 10th from: <http://www.stjornartidindi.is/>
- Regulation on reserve requirements (Ice: Reglur um bindiskyldu)*, no. 906/2003. Retrieved on 2014, April 10th from: <http://www.stjornartidindi.is/>
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2008). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press
- Ryan–Collins, J. Greenham, T., Jackson, A. & Werner, R. (2011). *Where Does Money Come From? A Guide to the UK Monetary and Banking System*. New Economics Foundation.
- Sanchez, M. (2005). *The Link Between Interest Rates and Exchange Rates: Do Contractionary Depreciations Make a Difference?* European Central Bank Working Paper Series No. 548. European Central
- Schularick, M. & Taylor, A. (2009). *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008*. NBER Working Paper 15512. National Bureau of Economic Research.
- Schumpeter, J. (1934). *The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Transaction Publishers.
- Sims, C. (1972). *Money, Income and Causality*. American Economic Review, vol. 62, no. 4, (pp. 540–552).
- Sovereignmoney.eu* – Website for New Currency Theory and Monetary Reform.
- Special Investigation Committee (2010). *Special Investigation Committee report on the prelude and causes of the collapse of the Icelandic banks in 2008*. Althingi.
- Special Investigation Committee on HFF (2013). *Special Investigation Committee report on the activities of the Housing Financing Fund*. Althingi
- Supreme Court of Iceland. *Ruling no. 153/2010*. Retrieved on 2014, April 30th from: [www.haestirettur.is](http://www.haestirettur.is)

- Taylor, A. (2012). *The Great Leveraging*. NBER Working Papers 18290.
- Tobin, J. (1987). *The Case for Preserving Regulatory Distinctions, in Restructuring the Financial System*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 1987.
- Tryggingarsjóður (2014). *About us*. Official website of the Depositors' and Investors' Guarantee Fund (TIF). Retrieved, 2014, May 20th from: [www.tryggingarsjodur.is](http://www.tryggingarsjodur.is)
- Turner (2010). *What do Banks Do? Why do Credit Booms and Busts Occur and What can Public Policy Do about it?* In *The Future of Finance: The LSE Report*. London: London School of Economics and Political Science. (pp. 3–63)
- Turner, A. (2011, September). *Credit Creation and Social Optimality*. Speech presented at Southampton University. Financial Services Authority.
- Turner, A. (2012, November) Speech presented at the South African Reserve Bank: *Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from classic economics texts*. Financial Services Authority.
- Turner, A. (2013). *Debt, Money and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess?* Address to the Cass Business School, 6th February 2013. Financial Services Authority.
- Tymoigne, É. (2009). *Central Banking, Asset Prices and Financial Fragility*. Taylor and Francis e-Library: Routledge.
- Werner, R. A. (2005). *New Paradigm in Macroeconomics: Solving the Riddle of Japanese Macroeconomic Performance*. New York: Palgrave Macmillan.
- Werner, R. A. (2011). *Economics as if Banks Mattered – A Contribution Based on the Inductive Methodology*. The Manchester School, Vol. 79, September 2011, pp. 25–35.
- Werner, R. A. (2012) *Towards a New Research Programme on 'Banking and the Economy' – Implications of the Quantity Theory of Credit for the Prevention and Resolution of Banking and Debt Crises*. *International Review of Financial Analysis*, 25, pp. 94–105.
- Werner, R. A. (2014a). *Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? – The Theories and the Empirical Evidence*, *International Review of Financial Analysis*, 36, 1–19
- Werner, R. A. (2014b). *How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking*, *International Review of Financial Analysis*, 36, 71–77
- Whelan, K. (2012). *TARGET2 and Central Bank Balance Sheets*. University College Dublin.
- Williams, D. et al. (1976) *Money, Income and Causality: the UK Experience*. *American Economic Review*, vol. 66, no. 3 (pp-417–423)
- Yamaguchi, K. (2011). *Workings of a Public Money System of Open Macroeconomics: Modelling the American Monetary Act Completed*. Working Paper.
- Zarlenga, S.A. (2002). *The Lost Science of Money*. American Money Institute.