

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー

Journal of Credit Theory

創刊号 *the first issue*

(創刊の辞)

➤ Journal of Credit Theory の創刊に寄せて

..... 代表理事 川波 洋一 1

(創刊記念論文)

➤ 中央銀行デジタル通貨 (CBDC) と民間デジタル通貨 (libra) をめぐって

..... 中央大学名誉教授 建部正義 5

(投稿/査読無し)

➤ <研究ノート> 資産インフレ (バブル) の形成 (1)

..... 元三菱 UFJ 信託銀行 足立一夫 19

Journal of Credit Theory の創刊に寄せて

信用理論研究学会 代表理事 川波洋一*

* 九州大学名誉教授、下関市立大学学長

信用理論研究学会は、もともと貨幣論、信用論の研究者を中心に信用理論研究会として発足した。1956年のことである。1985年からは信用理論研究学会に組織替えとなり、学会組織として運営されてきた。研究会として活動を開始した当初からの「クラブのごとき」親密さと学問への厳しい姿勢はこんにちまで変わることなく維持されている。信用理論研究会は信研と略称されてきたが、その呼び名自体は学会組織となってからも変わることなく会員の間で使われている。

信用理論研究学会は、主として資本主義経済における貨幣・信用の問題について歴史的・理論的視点に立ち、併せてその時代ごとの現実問題に強い問題意識を持ちながら、研究を行ってきた。信用理論研究学会は、研究会並びに学会としての活動を開始して以来、いくつかの記念碑的な事業に取り組んできた。1957年には、『講座 信用理論体系』（日本評論新社）が、第1巻「基礎理論篇（上）」、第2巻「基礎理論篇（下）」、第3巻「制度篇」、第4巻「学説篇」の4巻からなる体系的な研究として刊行された。1981年には、研究会としての研究の到達点と動向をまとめる意味で、『信用論研究入門』（有斐閣）が刊行された。1985年の学会への組織替えを契機に、本学会の機関誌として『信用理論研究』の刊行が開始され、こんにちまで38号を発行するに至っている。さらに、2006年には、信用理論研究学会創立50周年記念出版として、『現代金融と信用理論』並びに『金融グローバリゼーションの理論』（大月書店）の2冊を刊行した。この度発刊されることとなった *Journal of Credit Theory* は、学会創立以来4度目の大きな事業に相当する。

Journal of Credit Theory は、機関誌の発行という意味では、『信用理論研究』と対をなすものということができるが、異なる点もある。

『信用理論研究』は、基本的に、学会での発表者がその報告内容を基礎にしてまとめた論文によって構成されている。学会の大会そのものは、共通テーマのもとに3名程度の個別報告がなされる構成となっている。一つの報告が50分程度でなされるので、相当程度まとまりのある内容となっている。報告に対しては、2名のコメンテータによる詳細なコメントがな

されることが多い。報告とコメントの後に、一般質疑の時間が約2時間設けられる。コメントや一般質疑における討論の内容は、論文のなかでも言及される。短時間の報告とコメントが数多く設けられる他の学会と異なり、本学会は一つの共通テーマについて終日にわたって報告と討論を行うという特異な性格を持っている。報告者、討論者ともに、終日壇上に立つことになる。この意味で、『信用理論研究』に掲載された論文は、学会の雰囲気やヴィヴィッドに伝えるものであるとともに、学会報告という公開の場で参加者によりなされる厳しい論評を踏まえたものとなっている。『信用理論研究』は、査読という仕組みは導入していないが、査読以上に厳しいレビューを経たものということもできる。

これに対して、*Journal of Credit Theory*は、会員の投稿による論文をもとに編集され、投稿論文に対する査読を得ることも可能となっている。学会として *Journal of Credit Theory* の刊行を決断した理由はいくつかある。第一に、『信用理論研究』が基本的に学会での報告者と報告内容を論文として投稿させるものであるのに対し、*Journal of Credit Theory* は学会員に多様な研究成果発表の場を提供しようとするものである。本学会のテーマの組み方や内容構成からして、著書を刊行するかそれに準ずる形でのある程度の研究のまとまりがなければ、研究報告したがって『信用理論研究』への論文発表の機会を得ることは難しい面もある。これに対し、若手の研究者を中心に論文として発表できる段階になれば積極的に投稿できる機会を与えようとするのが重要な趣旨であった。第二に、論文に対する査読の機会を得ることを可能にすることである。一般的に言えば、ジャーナルへの投稿においては、査読を受けることが義務となっている。論文の質を高めるうえで査読を受けることが有効なプロセスだからである。それに対し、*Journal of Credit Theory* では査読を義務ではなく投稿者の希望に基づくものとした。これに対して、この Journal への全ての投稿論文に査読を義務付けるべきだとの意見もあった。査読の取り扱いについては、創刊に当たって理事会においても議論を重ねたところであるが、最終的には自由で積極的な投稿という形式と厳しい査読という形式の混在を認めることとした。この点、運営するなかでよりよい形式を追求することができればと考える。第三は、印刷物としてではなくオンラインジャーナルとして刊行することによって経費面での節約とより広いサーキュレーションの可能性を探ろうとしたことである。後者の理由は、特に重要である。近年においては、DOI (Digital Object Identifier=デジタルオブジェクト識別子) を獲得することによってインターネット上で学術的なドキュメントとしての識別が可能となる。*Journal of Credit Theory* に掲載された論文も、このような形で識別されることによってより多くの読者を獲得することが可能となる。加えて、本ジャーナルへの投稿が英文でなされれば読者は全世界に広がることとなる。

ここに挙げた三つの理由は、同時に会員の多様で先進的な研究成果の発表の場となり、学会としての活性化を図ろうとの狙いを込めたものともなっている。すなわち、*Journal of Credit Theory* は、より広範な投稿者からの積極的な発表を期待し、査読のプロセスを経ることによって論文の質を高める機会を提供し、さらにインターネット上でのより広い影響力の確保を狙うものである。『信用理論研究』は、学会での研究報告がベースになることによって、学会誌として確実に世に送り出すことが可能である。しかし、*Journal of Credit Theory* は、より幅広い投稿の機会を提供するものだとは言え、逆に会員の積極的な投稿がなければ維持していくことさえ難しい代物である。その意味で、学会としての狙いを達成するために、会員の研究の深まりとその成果の有効な発信の媒体として、育てていく姿勢が肝要であると考えられる。会員の方々の積極的な投稿に期待して創刊の辞としたい。

中央銀行デジタル通貨（CBDC）と民間デジタル通貨（libra）をめぐって

建部 正義*

On Central Bank Digital Currency and libra

Masayoshi TATEBE*

*中央大学名誉教授

要旨 本稿は、日本銀行によるデジタル円にたいする研究の動向とそれが含む問題点を整理するとともに、あわせて、中央銀行デジタル通貨としての人民元や民間デジタル通貨としてのリブラの発行計画とそれが含む問題点を整理することを目的としたものである。全体は、問題の提起、「日本銀行はデジタル通貨を発行すべきか」、リブラは夢の通貨にとどまるか、デジタル人民元はドルに代わる国際通貨になりうるか、という四つの節から構成される。

キーワード : デジタル円、通貨供給の「二層構造」、中央銀行がデジタル通貨を発行する場合の原則、リブラ、ホワイトペーパー、「夢の終わり」、デジタル人民元、「米中通貨覇権競争」、「管理された自由交換性」

1. 問題の限定

2020年1月に、世界の中央銀行が連携して、中央銀行が発行するデジタル通貨（CBDC, Central Bank Digital Currency）にかんする調査・研究組織を立ち上げたことが、話題を呼んだ。

組織名は、「CBDCの活用可能性を評価するためのグループ」。参加するのは、日本銀行のほか、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行、スウェーデンのリクスバンク、スイス国民銀行、カナダ銀行の計6行、これに、国際決済銀行（BIS）も加わる。米連邦準備制度理事会（FRB）や中国人民は参加していない。テーマは、民間の決済サービスにたいする優位性、付利の当否、サイバー攻撃への防御策など。年内にも報告書を取りまとめる予定であり、中央銀行デジタル通貨を発行するかどうかは、各中央銀行の判断に委ねられる。

FRBと中国人民銀行は参加していないが、FRBのパウエル議長は、2月の米上院銀行委員会において、「中央銀行によるデジタル通貨（CBDC）について、最前線で分析していくことがわれわれの責務だ」、「FRBもほかの中央銀行と協業していく」、と主張したとの由である。

また、中国人民銀行は、すでに2014年から、デジタル人民元の研究に着手してきたが、このほど、易鋼総裁は、デジタル人民元を2022年2月に北京で開催される冬季オリンピックまでに発行する方針である

ことを事実上発表した。

この時期に世界の中央銀行による調査・研究組織が立ち上げられた背景には、フェイスブックによる民間デジタル通貨としてのリブラや、中国人民銀行による中央銀行デジタル通貨としてのデジタル人民元の発行計画が潜んでいることは疑問の余地がない。

こうしたことから、信用理論研究学会の会員も、中央銀行デジタル通貨や民間デジタル通貨について、研究を深める必要に迫られているのではなかろうか。

本稿は、日本銀行によるデジタル円にたいする研究の動向とそれが含む問題点を整理するとともに、あわせて、中央銀行デジタル通貨としての人民元や民間デジタル通貨としてのリブラの発行計画とそれが含む問題点を整理することを目的としている。

2. 「日本銀行はデジタル通貨を発行すべきか」

雨宮正佳日本銀行副総裁は、2020年2月27日の「決済の未来フォーラム」における挨拶「中銀デジタル通貨と決済システム」のなかで、海外におけるCBDCの検討事例を、以下のように整理する。

海外で、CBDCの発行が検討されている事例をみると、これまでのところ、3つほどの類型があるようです。

第一に、スウェーデンでは、現金流通高のGDP比が2%を割り込むまで低下していることが、CBDCの発行を検討する背景になってい

ます。同国では、キャッシュレス化が大幅に浸透した結果、現金を受け入れる小売店が減少し、銀行口座を持たない人々が街での買い物に困難を来すほどになっています。こうした状況下で、国民があまねく中銀マネーへアクセスできるようにすることが一つの狙いとなっています。

第二は、カンボジアやバハマなどの発展途上国です。これらの国では、自国通貨や決済を巡るインフラが未整備である一方で、スマートフォンの普及率は極めて高いといった状況にあります。そうしたもとで、いわば一から決済制度を設計し直すことが課題であるために、最新のデジタル技術を全面的に採用することが可能となったケースです。

第三は、中国のケースです。まだ詳細な設計が明らかになっていませんが、これまで公表された資料によりますと、中国人民銀行による CBDC は、流通現金の代替を明確な目的としています。その際、現金の発行・流通に伴うコストの削減だけでなく、偽造リスクへの対応、マネーロンダリングやテロ資金供与の防止といった、不正防止の観点に大きな重点が置かれています。

さて、日本を含む、多くの欧米先進国の状況をみると、これらのケースと同じような形で CBDC の発行の必要性が高まっているわけではありません。多くの国では、現金残高は毎年プラスの伸びを維持しています。現時点では、国民の中銀マネーへのアクセスの確保のために、新しい措置を講じなければならない状況ではありません。また、発展途上国とは異なり、既存の通貨・決済システムが安定的に稼働している以上、一足飛びに新技術に移行するわけにもいきませんし、すべきでもありません。マネーロンダリング防止などの不正対策は非常に大事な課題ですが、まずは規制や監督面での対応を図るのが、現在の主要先進国の方針です。

以上である。

日本銀行の立場がこのようなものであるにせよ、CBDC にたいする同行の態度を窺い知ることができる、比較的多くの資料が存在することも、否定しがたい事実である。雨宮副総裁には、前述の二つの挨拶・講演に加えて、2018 年 10 月 20 日の日本金融学会 2018 年度秋季大会における特別講演「マネーの将来」がある。黒田東彦総裁には、2019 年 12 月 4 日の金融情報

システムセンター (FISC) における創立 35 周年記念講演「決済のイノベーションと中央銀行の役割——ステーブルコインが投げかけた問題——」がある。また、2019 年 9 月の時点で、日本銀行金融研究所「中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会」報告書が公表されている。その他、日本銀行と ECB は、2016 年 12 月から、プロジェクト・ステラにおいて、分散型台帳技術が金融市場インフラにたいしてもたらしうる潜在的な利点や課題にかんする共同調査を行っているが、すでに、次の 4 本の報告書が公表されている。「分散型台帳技術による資金決済システムの流動性節約機能の実現」(2017 年 9 月)、「分散型台帳技術による DVP 決済の実現」(2018 年 3 月)、「クロスオーバー取引における支払の同期化」(2019 年 6 月)、「分散型台帳環境における取引情報の秘匿とその管理の両立」(2020 年 2 月)。

本節においては、雨宮副総裁の、三つの挨拶・講演を中心に、日本銀行が考えるマネーの将来像、あるいは、中銀デジタル通貨と決済システムの将来像について、検討をくわえることにしたい。

もっとも、雨宮副総裁は、いずれにおいても、私的な見解を示すものであり、日本銀行の公的な見解を示すものではないことを明記している。

雨宮副総裁の挨拶・講演のなかに一貫しているのは、たとえ CBDC が発行されるようになったとしても、中央銀行と商業銀行とからなる通貨供給の二層構造が崩れることはない、否、崩すべきではないという主張である。

雨宮副総裁は、講演「日本銀行はデジタル通貨を発行すべきか」のなかで、二層構造の意味と意義を、以下のように説明する。

このような問題を突き詰めていくと、およそすべての近代国家が採用している通貨供給の「二層構造」をどう考えるか、という論点に帰着します。二層構造とは、中央銀行は、現金と中央銀行預金からなる中銀マネーを一元的に供給し、民間銀行は、この中銀マネーを核とする信用創造を通じて、預金通貨を供給する仕組みです。この二層構造は、情報処理や資源配分などの面で様々なメリットを有しています。中銀マネーにより通貨に対する信認が確保される一方で、経済への資金の配分は民間イニシアチブを通じて効率的に行われ、また、決済サービス面での民間イノベーションの力が十分活用されることになります。例えば、Fintech 企業の提供する新たなキャッシュレス決済手段は、二層構

造の二層目において、スマートフォンなどを利用して、ユーザーインターフェースの改善により預金通貨の使い勝手をよくしたものと整理されます。

いくらCBDCが安全、確実な決済手段であっても、それが民間マネーを相当の規模で代替するようでは、二層構造のメリットが失われてしまいます。このように、決済システムのあり方を考える際には、中銀マネー、民間マネーそれぞれを独立して捉えるのではなく、相互関係を念頭に置いて、決済システム全体の機能や信頼性の向上策を検討する必要があります。

以上である。

ここで、「例えば、Fintech 企業の提供する新たなキャッシュレス決済手段は、二層構造の二層目において、スマートフォンなどを利用した、ユーザーインターフェースの改善により預金通貨の使い勝手をよくしたものと整理できます」、とあるが、あるいは読者にはその含意を理解することが難しいかもしれない。これは、2019年4月の日本銀行『金融システムレポート』の、次の指摘に対応するものである。すなわち、「新たにサービス提供が開始されたキャッシュレス決済手段の多くは、QRコードという新たなインターフェースに電子マネー型（前払い）、デビットカード型（即時払い）、クレジットカード型（後払い）という従来から存在する決済のタイプを組み合わせたものである。従って、これらは、……銀行預金のハブ機能を代替する位置付けのものではなく、消費者からみた決済自体の機能性（タイプ）を大きく変えるものではない」、と。つまり、QRコードという新たなインターフェースは、決済を指図することができるだけであって、実際の決済は銀行預金の振替によって行われるというわけである。決済に占める銀行預金の重要性が再認識されるべきであろう。

雨宮副総裁による通貨供給の二層構造の強調は、たとえキャッシュレス化が進展したとしても、中央銀行の金融政策や最後の貸し手機能の有効性が損なわれることはないというもう一つの主張につながる。雨宮副総裁は、講演「マネーの将来」のなかで、この点を、以下のように説明する。

キャッシュレス化が進んでも、中央銀行の金融政策やLLR機能は今後とも維持され、有効であり続けると考えられます。

まず、キャッシュレス化が今後さらに進んだ場合の金融政策への影響について、考えて

みたいと思います。

キャッシュレス決済手段が預金同様、銀行の債務という形をとっていたり、決済が預金の移転を伴う場合、金融政策の有効性が損なわれることは考えにくいように思われます。実際、これまでも小切手やクレジットカードなど、預金の移転を伴う様々な決済手段が登場しましたが、これらによって金融政策の有効性が大きな影響を受けた訳ではありません。

これらを踏まえると、キャッシュレス化の進展による金融政策への影響は、基本的に対応可能なものであり、金融政策の有効性が損なわれる可能性は低いと考えられます。

また、中央銀行のLLR機能についても、中央銀行と民間銀行による「二層構造」が維持され、民間による期間変換が行われる限り、今後も必要とされ続けるように思います。また、ソブリン通貨が支払決済に広く使われ続ける以上、LLRをつうじたソブリン通貨の供給は、流動性不安の解消などに有効であり続けると考えられます。

以上である。

ちなみに、学界の一部には、金融政策上、「名目金利のゼロ制約」を乗り越えるためにも、日本銀行はデジタル通貨を発行するべきであるという意見がある。たとえば、ケネス・S・ロゴフは、『現金の呪い——紙幣をいつ廃止するか？——』（村井章子訳、日経BP社、2017年）のなかで、次のように指摘する。「翻って先進国を見渡すと、レスキャッシュ社会に移行したときのメリットが日本以上に大きい国はないといっている」（4ページ）、「最後の重要な理由は、レスキャッシュ社会に移行すれば、日本銀行が効果的なマイナス金利政策をとれるようになることだ」（5ページ）。

雨宮副総裁は、講演「マネーの将来」のなかで、こうした考え方を、以下のようにきっぱりと否定する。

中央銀行デジタル通貨を巡る議論では、そのメリットとして、とりわけ学界では「名目金利のゼロ制約を乗り越えやすくするのはないか」との主張もあります。

しかし、中央銀行によるデジタル通貨の発行が金融政策の有効性向上に本当に寄与するのについては、検討すべき点が数多く残されているように思います。

例えば、名目金利のゼロ制約を乗り越えるには、現金を無くす必要があります。仮に中

中央銀行がそのデジタル通貨の金利をマイナスにしても、現金が残る限り、これへの資金シフトは起こるからです。しかし、現在広く利用されている現金を無くすことは、決済インフラをむしろ不便にすることになります。また、現金には電力に依存しないメリットがあることは、先日の北海道の地震でも示された通りです。これらを踏まえれば、現金を今、敢えて無くすことは、決済インフラの提供を通じて経済社会に貢献することを使命とする中央銀行として、採り得ない選択肢です。

以上である。

雨宮副総裁は、同様の見解を、講演「日本銀行はデジタル通貨を発行すべきか」のなかでも、以下のよう

に繰り返す。

CBDC に期待される役割としては、様々なものが指摘されています。例えば、金融政策の運営面では、CBDC に金利を付ける、場合によってはマイナスにすることで金融政策の有効性を高め得るという主張が学界を中心に聞かれます。これは、CBDC への付利水準が広範な金融資産の金利下限として働くことを前提とした主張です。もっとも、名目金利のゼロ制約を乗り越えるには、現金を完全に無くす必要があります。CBDC にマイナス金利を付与しても、ゼロ金利の現金が残る限り、これへの資金シフトが起こるからです。多くの国民に使用されている現金を無くすことは、決済インフラを不便にすることに他ならず、そうしたことを行おうとする中央銀行は存在しません。

以上である。

ちなみに、雨宮副総裁によるこうした主張、とりわけ、たとえ CBDC が発行されるようになったとしても、中央銀行と商業銀行とからなる通貨供給の二層構造は崩れることはない、否、崩すべきではないという主張、ならびに、たとえ CBDC が発行されるようになったとしても、この二層構造が残る限り、中央銀行の金融政策や最後の貸し手機能の有効性が損なわれることはないという主張には、筆者も、賛意を表したいが、しかし、その説明のあり方については、不満が残る。それは、一言でいえば、商業銀行が明確に信用創造機関として位置付けられていないという問題に帰着する。そして、そのことが、二層構造にもとづく通貨供給経路、ならびに、金融政策の効果波及経路の説明の

不備という問題につながっているように思われてならない。

具体例をあげることにしよう。講演「日本銀行はデジタル通貨を発行すべきか」のなかでは、「二層構造とは、中央銀行は、現金と中央銀行預金からなる中銀マネー [いわゆるマネタリーベースのこと——筆者] を一元的に供給し、民間銀行は、この中銀マネーを核とする信用創造を通じて、預金通貨 [いわゆるマネーストックのこと——筆者] を供給する仕組みです」、と指摘されている。この指摘によれば、マネタリーベースが核となってその信用乗数倍のマネーストックが生み出さるというわけであるから、これは、内容的にマネタリストの論理そのものである。同講演では、この事態が「銀行の信用仲介」とも表現されている。また、講演「マネーの将来」のなかでは、「中央銀行の LLR 機能についても、中央銀行と民間主体による『二層構造』が維持され、民間による期間変換が行われる限り、今後必要とされ続けるように思います」、と指摘されている。ここで、「期間変換」とは、一般に、商業銀行が、企業・家計から短期の預金を現金で受け入れ、預金の現金による引出しに備えた支払準備を除く残額を、企業・家計に現金で長期に貸し出すことを意味するから、この指摘によれば、商業銀行は、信用創造機関としてではなく、事実上、金融仲介——現金による預金の受入れと現金による貸出——機関として捉えられていることになる。より決定的なのは、挨拶「中銀デジタル通貨と決済システムの将来像」のなかの、「企業や個人が銀行預金より CBDC の保有を愛好すれば、銀行の資金調達に影響を及ぼし、貸出などの金融仲介機能にも影響を与えることが考えられます」、という指摘である。ここでは、まさに「金融仲介機能」という表現が登場する。

もはや、ことは明白であろう。

いま、商業銀行を信用創造機関として捉える筆者の立場にたつならば、二層構造にもとづく通貨の供給構造ならびに金融政策の効果波及経路は、以下のように統一的に整理されることになる。わが国の現実に即して説明することにしよう。

(1) はじめに、企業や家計からの銀行にたいする借入需要が出発点をなす。

(2) 銀行を、金融仲介機関としてではなく、信用創造機関として理解するならば、つづいて、現金を貸し出すのではなく、借り手の口座に預金額を貸記するという方法での銀行という方法での銀行による貸出、すなわち、預金創造＝信用創造活動をつうじて、支払手段機能を有する預金貨幣が創出されることになる。ここで、預金＝信用とは、現金支払約束を意味する。つまり、預金に貸出が先行する。言い換えれば、貸出が預

金を生み出す。ここで、貸記とは、銀行の見地から見たもので、借り手にとって借入額は銀行への預金額の増加（資産の増加）としてバランスシートの借方に記帳されることになるが、銀行にとって貸出額は借り手の預金額の増加（負債の増加）としてバランスシートの貸方に記帳されることになる。

(3) 借り手は何らかの支払いを予定して借り入れるのであるから、支払いの結果として、この預金貨幣は、借り手の口座から受取人の口座に振り替えられることになる（企業から企業への支払いばかりではなく、また、家計から企業への支払いばかりではなく、企業から家計への賃金の支払いもここに含まれる）。しかし、預金貨幣そのものは、さしあたり、受取人名義の預金というかたちで銀行システムのなかにとどまりつづける。

(4) 逆にいえば、こうして生み出された預金が消滅するのは、企業や家計が預金を現金で引き出すケースを別にすれば、企業や家計が、他の企業や家計からの振替を介して入手した預金貨幣をもって、既存の借入を銀行に返済する場合にかざられる。

(5) ところが、それぞれの銀行は、預金準備制度のもとで、創造した預金貨幣額を基準に、その一定比率を準備預金として、日本銀行に当座預金というかたちで預け入れることを義務づけられている。

(6) 銀行間貸借市場をつうじた個々の銀行による既存の日銀準備預金の相互貸借は、いわばゼロサム・ゲームであって、ネットでの準備預金の増加をとまうものではないから、必要な追加準備の手当ては、銀行システム全体としてみれば、結局のところ、日本銀行による準備預金の追加的供給に依存する以外には方策がない。

(7) 他方、ネットで準備預金を増加させることができる唯一の主体である日本銀行の側でも、銀行による追加準備需要にたいして、インターバンク市場を資金不足の状態にとどめおき、そこで成立する金利を青天井の水準にまで高騰させないためにも（準備預金が不足する銀行はどんなに高い金利を支払ってでもそれを手にいれざるをえない立場にある）、貸出政策や公開市場操作といった手段を利用しつつ、日銀当座預金の新規創出というかたちで、銀行の追加準備預金需要に受動的に対応する以外に方策がない。この措置は、つぎに述べる金融政策と区別して、金融調節と呼ばれる。なお、ここで、「青天井」という言葉を使ったが、準備預金制度に関する法律には、ある商業銀行の日本銀行当座預金の残高が1か月間の平均で法定預金準備額に達しなかった場合には、不足分について、当該銀行が、基準割引率に年3.75%を加算した利率により計算した金額を過怠金というかたちで、日本銀行をつ

うじて政府に納付すべき旨が定められている。したがって、実際には、こうして計算された利率が、インターバンク市場金利の上限をなすものと思われる。

(8) ただ、日本銀行には、銀行からの追加準備需要にたいして金融調節という方式で受動的に対応しながらも、積極的に金融政策を発動する余地が残されていないわけではない。すなわち、日本銀行は、追加準備預金の供給条件を変更することによって、具体的にいえば、貸出政策を利用することによって、基準割引率および基準貸付利率（これらはかつての公定歩合に相当する）を従来よりも高めに設定することによって、あるいは、公開市場操作の買い操作を利用しつつ、翌日物インターバンク市場金利を高めに誘導することによって、銀行の預金創造＝信用創造活動をコスト面からコントロールする立場にある。つまり、基準割引率・基準貸付利率ならびにインターバンク市場金利の上昇は、間もなく銀行の貸出金利の上昇につながり、それにとまない、企業や家計からの借入需要が抑制されるにいたるといふわけである。こうして、金利を操作することが日本銀行の金融政策の主流をなすことになった。まさに、金融政策の王道は、金利政策にある。じつさい、日本銀行は、2016年9月以降、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」を採用しているが、これは、「量的・質的金融緩和政策」という表現が残されているにもかかわらず、事実上の金利政策への復帰を意味するものである。もともと、従来は短期金利のみを操作対象としてきたが、今回は長期金利も操作対象とされている点に差異はあるが。

(9) 最後に、企業や家計が預金の一部を銀行から日銀券（または硬貨）で引き出す場合には、準備預金の当該部分が取り崩されて、まず、銀行の手で、日本銀行から日銀券が引き出され、つぎに、この日銀券が銀行のATM（または窓口）を経由して企業や家計の手に引き渡されることになる。そして、もし、この事態が銀行システム全体としての準備預金の減少につながるならば、日本銀行は、金融調節という方式でこれを受動的に埋め合わせざるをえないことになる。

以上である。

はたして、読者には、商業銀行による預金創造＝信用創造活動を起点とした、中央銀行と商業銀行からなる二層構造にもとづく、通貨供給のメカニズムならびに金融政策の効果波及経路を正しく理解していただけたであろうか。これまでの行論との関係でいえば、因果関係は、商業銀行の信用創造→企業・家計のマネーストック→中央銀行のマネタリーベースであって、逆に、中央銀行のマネタリーベース→商業銀行の信用創造→企業・家計のマネーストックではないことを、あらためて強調しておきたい。

残るのは、信用創造機関としての商業銀行と中央銀行の LLR 機能がどのようにむすびついているのかという問題である。この問題について、筆者は、次のように考える。

商業銀行のバランスシートも、一般の企業のそれと同様に、借方は資産の部、貸方は負債の部と資本の部とからなる点に変わりはない。ただ、商業銀行のバランスシートの特徴は、資産の部の中心を貸出金が、負債の部の中心を預金が占めることである。いま、貸出先の営業不振から、貸出金を回収できなくなったとする。しかし、だからといって、商業銀行は、預金を切り捨てるわけにはいかない。そうすると、貸出金の未回収分は資本で埋め合わせなければならなくなる。いつかは、資本がかぎりなくゼロに近づき、負債が資産を上回るようになるであろう。これが、債務超過と呼ばれる状態である。そうなれば、預金者は預金の引出しに駆けつけるであろう。これが、預金の取付けと呼ばれる事態である。問題はここからである。経営の悪化した商業銀行が、預金の取付けを受けて倒産にいたることはやむをえない。しかし、預金者は、疑心暗鬼に迫られて、経営の健全な商業銀行にたいしても預金の引出しに駆けつけるであろう。こうして、事態が放置されるならば、商業銀行の連鎖倒産すなわちパニックが始まる。それでは、商業銀行が信用創造機関であることがこの問題にどのように絡むのかといえば、商業銀行の預金の現金支払能力は、中央銀行預金残高に依存している。ところが、信用創造によって生み出された預金額にたいする中央銀行預金残高の比率はきわめて低いというのが実情である。たとえば、わが国の準備預金制度のもとでの準備率は、預金種類によって異なるが、最高でも 1.3% にすぎない。ここから、金融恐慌期には、金融システムの維持を名目として、健全な商業銀行の連鎖倒産を阻止するために、中央銀行の最後の貸し手機能の発動が余儀なくされざるをえなくなるというわけである。

なお、日本銀行についていうならば、最後の貸し手機能の発動は、日本銀行法上、金融政策（「通貨及び金融の調節」）の決定にかかわるものではなく、「信用制度の維持」にかかわるものであるから、政策委員会金融政策決定会合の席上においてではなく、政策委員会通常会合の席上において決定されることになる。

さて、雨宮副総裁が主張するように、二層構造は、「ある程度予測可能な将来において」という条件のもとで、将来的にも残るという前提にたつならば——現在のところ、デジタル通貨の発行のために、既存の二層構造を廃止しようと考えている中央銀行は中国人民銀行を含めて見当たらない——、仮に日本銀行がデジタル通貨を発行するとした場合に、同行はどのよう

な原則のもとにそれをなすべきであろうか。筆者は、さしあたり、次のような原則が遵守されるべきであると考える。

第一に、日本銀行は、企業や家計に向けて直接にデジタル通貨を発行するべきではない。そうすると、企業や家計は、商業銀行にではなく、日本銀行に預金口座を保有することになる。つまり、企業や家計の資金の動きがすべて日本銀行に筒抜けになるというわけである。また、企業や家計が日本銀行の預金口座に残高を維持できるためには、同行がかれらに貸出を行うことが必要になる。つまり、日本銀行は企業や家計にたいする生殺与奪の権を握るにいたるというわけである。

第二に、日本銀行は、商業銀行に企業や家計にたいするデジタル通貨建ての貸出を認めるべきである。そうなれば、企業や家計は、デジタル通貨建ての預金の振替をつうじて相互間の決済を行うことが可能になる。これは、裏をかえせば、経済が必要とする通貨の供給をいかにして保証するかという、通貨供給の問題でもある。くわえて、商業銀行にデジタル通貨建ての貸出を認めることは、金融政策の有効性を維持するためにも不可欠である。というのは、金融政策の本質は、金利政策をつうじて商業銀行による預金創造＝信用創造活動に働きかける点に求められるからである。

第三に、日本銀行は、商業銀行にたいして、デジタル通貨建ての準備預金を供給することになる。

第四に、デジタル通貨を現金として使用したい企業や家計は、預金を解約してスマートフォンなどの電子的機器にデジタル通貨を取り込み、それを支払手段として利用することになる。

第五に、デジタル通貨を発行したからといって、日本銀行は、日銀券の発行を中止するべきではない。高齢者を中心に、スマートフォンを使いこなせない人びと、デジタル通貨を使いたくないという人びとが残るからである。

しかも、これは、日本銀行にとどまらず、世界の中央銀行がデジタル通貨を発行する場合の原則ともなりうるものであろう。

3. リブラは夢の通貨にとどまるか

リブラ協会が、2019 年 6 月にリブラの目的と仕組みを説明したホワイトペーパーを発表した際には、世界の通貨当局から一斉に批判が浴びせられることになった。たとえば、黒田東彦日本銀行総裁は、2019 年 12 月 4 日の金融情報システムセンター (FISC) における創立 35 周年記念講演「決済のイノベーションと中央銀行の役割——ステーブルコインが投げかけた問

題——」のなかで、次のように懸念を表明する。

決済を巡る話題には事欠きませんが、今年一年を振り返ってみて、決済関連のニュースの中で最も話題となったのは、フェイスブックが主導するステーブルコイン『リブラ』でした。ステーブルコインは、価格変動が大きく決済手段として使い難いとされてきた暗号資産（仮想通貨）の問題点を解決するスキームとして登場しました。これまで、各国で多数の民間デジタル通貨が登場してきましたが、リブラは、フェイスブックが築いた巨大な顧客基盤をベースに、独自の通貨建ての取引をグローバルに普及させるポテンシャルをもっている点で、これまでの民間マネーとは異なります。リブラのようなグローバルステーブルコインは、法的な明確性や技術の安定性が確保できれば、多くの人々が利用する便利な決済手段になり得ますが、マネーロンダリング（資金洗浄）やサイバーリスク、データ保護、消費者・投資家保護など様々な課題が解決されないと、利用者はステーブルコインのメリットを持続的に享受できません。また、グローバルステーブルコインが普及すれば、金融システムや金融政策の波及効果にも影響を及ぼす可能性が考えられます。したがって、グローバルステーブルコインに関しては、G7の作業部会報告書〔2019年10月〕でも指摘した通り、様々な課題やリスクへの対応が十分整わないうちに、発行されるべきではありません。そうした認識は、G20財務大臣・中央銀行総裁会議〔2019年10月〕でも共有されました。

以上である。

2019年6月のホワイトペーパーによれば、リブラとは、以下のような目的と仕組みを有するものである。長くなるが、筆者の論評もまじえながら紹介することにした。

ホワイトペーパーは、リブラのミッションを、「多くの人びとに力を与える、シンプルでグローバルな通貨の金融インフラになる」、ことと明記する。また、「協会が定義する成功」、「リブラの目標」、「私たちの望み」を、次のように説明する。協会が定義する成功とは、世界中のあらゆる個人やビジネスが公正で手ごろな方法で、かつ即座に自分の資金にアクセスできるようにすることである。たとえば、海外で働く人が祖国の家族に簡単に送金できる。大学生がコーヒーを買うの

と同じくらい簡単に家賃を払える。これらを実現できたら成功といえる。リブラの目標は、「オープンなブロックチェーンを基礎に生み出され、実在するリザーブに裏付けられ、独立した協会によって運営される安定した通貨」である。私たちの望みは、住んでいる場所や職業、所得にかかわらず、より多くの人々がよりよい金融サービスに接近できるようにすることである。

ホワイトペーパーがとりわけ強調するのは、「金融包摂（financial inclusion）」という側面である。世界銀行によれば、途上国などで17億人の成人（世界の成人人口の約30%）が銀行を利用できず、金融システムの外にいる。しかも、約10億人が携帯電話をもち、約5億人がインターネットにアクセスできる状況にある。

リブラは暗号資産であり、新しいデジタル通貨の魅力となっているいくつかの特徴を継承している。瞬時に送金できる機能、暗号化によるセキュリティ、簡単に国境を超えて資金を移動できる自由である。友達が世界のどこにいても携帯電話でメッセージを送れるのと同じように、リブラを利用すれば、安価に資金を送れるようになる。

それでは、利用者は、リブラをどのようにして手に入れるのであろうか。リブラ協会が利用者とは直接に取引することはない。利用者は、協会が認定した再販業者のもとへ出向いて、法定通貨と交換にリブラを手に入れ、また、リブラと交換に法定通貨を取り戻す。つまり、協会は、認定再販業者とだけ取引するというわけである。協会は、リブラ・リザーブ（認定再販業者から払い込まれた法定通貨のプール）の管理組織として機能する。協会は、リブラを作成（铸造）および破壊（バーン）する唯一の存在である。リブラを铸造するのは、認定再販業者が法定通貨と引き換えに、協会からリブラを購入する場合に限られる。また、リブラをバーンするのは、認定再販業者がリブラと引き換えに、協会にリブラを販売する場合に限られる。

リブラには実在する資産による確実な裏付けがなされる。協会は、リザーブを銀行預金や短期国債のバスケットによって保有し、リブラの実体価値の信頼を築くことになる。各1リブラを裏付ける実際の資産は、安定していて信用のある中央銀行が発行する通貨建ての預金や、公債など、価値の変動率の低い資産の組み合わせになる。リザーブは、価値変動の可能性と程度を抑制するように構成される。その目的を達成するために、バスケットは、資本保全と流動性を念頭に置いて構成される。資本保全の観点からは、高インフレになる可能性が低く、債務不履行に陥る確率が低い政府が発行する公債にのみ投資する。また、そうした事態が発生する可能性をさらに低減するために、一つで

はなく複数の政府が発行する公債を選択することでリザーブを多様化する。流動性の観点からは、前述のような政府が発行し、流動性の高い市場で取引される短期国債を利用する計画である。

実体価値を欠き、それゆえ投機目的で価格が乱高下する既存の多くの暗号通貨とリブラが大きく異なるのは、リブラを裏付けるそのような資産である。ちなみに、ホワイトペーパーじたいのなかでそういう用語が使われているわけではないが、リブラは、このように価値の安定化が目指されているところから、既存の多くの暗号通貨と区別して、ステーブルコインと呼ばれることもある。

しかし、バスケット内の短期国債の価格が変動することから、リブラの価値変動の可能性を完全に排除することはできない。じっさい、ホワイトペーパーも、「ここでリブラをかならずしも任意の地域通貨と同じ金額で交換できるとは限らないことを強調したいと思います。これはリブラが単一の通貨に固定されていないためです。裏付けとなっている資産の価値が変動するのに合わせて、任意の通貨にたいする1リブラの価値も変動することがあります」と注意を喚起しているほどである。ここで、「これはリブラが単一の通貨に固定されていないためです」という表現の含意にあいまいさが残るが、たぶん、リブラは複数の通貨で運用されるので、各地域通貨間の為替レートの変動にとまらぬ、任意の地域通貨にたいするリブラの価値も変動することがありうるということをお願いなのであろう。たとえば、ドルにたいする円の為替レートが低下すれば、リブラを円に転換するにあたって、当初に投下された円よりも価値が目減りする可能性がある。要するに、リブラを任意の地域通貨に転換するにあたって、短期国債の価格の低下ならびに各地域通貨間の為替レートの変動という両面から、地域通貨の受取額が減少することもありうるというわけである。

ちなみに、運用対象となる通貨の内訳について、ホワイトペーパーは何も説明していないが、フェイスブックの規制対象子会社のCEOであるデビット・マーカス氏は、2019年7月の米下院の公聴会において、「およそ50%がドル、そして、ユーロ、英ポンド、円などが入る」と証言した。ここで、中国の人民元が含まれていない点が注目される。人民元が含まれていないことに関連して、フェイスブックのCEOであるマーク・ザッカーバーグ氏は、2019年10月の米下院の公聴会において、「中国は素早く動いて似たアイデア[デジタル人民元の発行計画]を数か月中に始動させようとしている。大部分がドルに裏打ちされたリブラは、米国の金融覇権と民主的な価値を世界に広げる。米国

が金融革新しなければ、金融覇権は保証されない」と証言した。

当然のことながら、銀行預金や短期国債には銀行や国家から金利が支払われる。しかし、利用者は利益を受け取ることができない。この利息収入は、まず、リブラ協会の運営費用を賄うために活用される。また、リブラ・エコシステムの拡大と発展のための投資、非営利組織や多国間組織への援助金、エンジニアリング調査のための費用などに充当される。

リブラ協会は、独立・非営利・メンバー制の組織で、スイスのジュネーブに本部を置く。協会の主な任務は、リブラ・ネットワークを拡大すること、リブラ・リザーブを管理すること、金融包摂を拡大すること、金融包摂に取り組む社会貢献事業への助成金拠出を主導すること、リブラのミッションを推進することにある。

リブラ協会のメンバーは、さまざまな地域に拠点を置く多様な企業、非営利組織・多国籍組織、学術機関などから構成される。協会の設立メンバーには、音楽配信サービスのスポティファイ、ライドシェアのウーバーテクノロジーズなども参加している。しかし、リブラの発行計画にたいしては、トランプ大統領や議会、FRBからの強い批判が相ついだことから、参加メンバーは当初の28から21にまで減少することになった。脱退したメンバーには、マスターカード、ペイパル、Visaなどの支払決済企業が含まれる。ただ、これまでのところ、銀行からの参加表明はない。協会は、リブラの発足時点までに参加メンバーを100にまで増加させることを企画している。

メンバーになるためには、1000万ドル以上の出資が必要であり、くわえて、市場価値が10億ドル超または顧客残高が5億ドル超であることが目安とされる。

フェイスブックは、リブラ協会およびブロックチェーンを生み出すうえで重要な役割を果たした。しかし、リブラの運用開始後は、特権はなくなり、協会の1メンバーとして、他のメンバーとともに責任と義務を等しく分けあうことになる。

フェイスブックは、カリブラという規制対象子会社を設立した。これはソーシャル・データとフィナンシャル・データを分離するためであるとされ、また、カリブラは、フェイスブックに代わって、リブラ・ネットワーク上でのサービスの開発にあたる子会社でもあると位置づけられている。カリブラは、将来的に貸付などの金融業務に参入する可能性を否定していない。

技術面では、リブラもまた、ビットコインなどと同様に、ブロックチェーンという方式を採用する。ただ、ビットコインのそれが誰でもが参加できる完全な開放型であるのにたいして、リブラのそれはメンバーだ

けが参加できる「許可型」から出発することになる。そして、リブラの運用開始から5年以内に完全な「非許可型」に移行することが予定されている。

リブラは、2020年の前半に運用を開始する予定であったが、トランプ大統領や議会、FRBからの強い批判が相ついだことから、ザッカーバーグ氏は、2019年10月の米下院の公聴会において、「米当局の承認が得られるまでは、世界のどこであろうと、リブラの発行にはかかわらない」、と証言せざるをえなくなった。

以上である。

このような目的と仕組みを有するリブラを念頭に置きつつ、すでにみたように、黒田総裁は、「グローバルステーブルコインが普及すれば、金融システムや金融政策の波及効果にも影響を及ぼす可能性が考えられます」、と懸念を表明する。

いま、講演「決済のイノベーションと中央銀行の役割」のなかから、懸念の内容を具体的に示すと思われる発言を抜き出すならば、以下のとおりである。

グローバルステーブルコインは、決済サービスを改善させる潜在力を持つ一方、その普及によって、各法域で自国通貨とは異なる独自の通貨建て取引が増えれば、金融政策の波及効果が弱まり、金融システムの安定も損なわれる可能性があります。

ステーブルコインに対する信頼や評判が損なわれたり、あるいは裏付け資産の価値が低下した場合などには、顧客がステーブルコインの償還——すなわち、法定通貨への換金——に集中する可能性が考えられます。コインの発行主体は銀行預金を急激に引き出したり、政府短期証券の売却を余儀なくされ、このことが先進国の金融市場のボラティリティや脆弱性を高めるように作用すると考えられます。

中央銀行は、金融政策やプルーデンス政策〔金融システムの安定化を図る政策〕を通して、金融の安定や通貨価値の安定という公共財の供給を行っています。一方、グローバルステーブルコインは、中央銀行によって供給された公共財を活用したスキームであることは先に指摘した通りです。公共財の過剰消費によって、ステーブルコインの取引規模が拡大し、各国の法定通貨を代替するようになれば——すなわち、法定通貨とは異なる独自の通貨建て取引が増えれば——、中央銀行の金融政策の波及効果が弱まります。

以上である。

みられるように、黒田総裁は、グローバルステーブルコインとしてのリブラの普及とともに、「金融政策の波及効果が弱まる可能性がある」、と主張する。はたして、そのようなことが生じうるのだろうか。

この問題に答えるためには、金融政策の効果波及経路を正しく理解することが必要になる。いいかえれば、金融政策とは、現金量に働きかけようとする政策なのか、あるいは、銀行の預金創造＝信用創造能力に働きかけようとする政策なのかという点を明確に区別することが何よりも肝要になる。

「公共財の過剰消費によって、ステーブルコインの取引規模が拡大し、各国の法定通貨を代替するようになれば——すなわち、法定通貨とは異なる独自の通貨建て取引が増えれば——、中央銀行の金融政策の波及効果が弱まります」、という黒田総裁の発言から推定されるように、同総裁は、どうやら、金融政策とは現金量に働きかける政策である、という見解にたっているようである。しかし、前節において説明したように、金融政策とは、銀行の預金創造＝信用創造能力に働きかけようとする政策にほかならない。

黒田総裁のこうした誤解の基礎には、雨宮副総裁と同様に、銀行を信用創造機関として捉えるのではなく、それを金融仲介機関として捉えようとする見地が潜んでいるが、ここでは、この点には立ち入らないことにする。

そうすると、どういうことになるであろうか。結論は、おのずから明らかであろう。リブラ協会は各国の通貨当局から銀行免許を取得する意図を持っていないのであるから、そもそも、リブラは預金ではない。リブラは、現金の流通を代替するものではあっても、預金創造＝信用創造能力を有するものではない。したがって、それが普及したからといって、「金融政策の波及効果が弱まる」ことなどおおよそ考えることができない、と。

黒田総裁は、また、リブラの普及とともに、「金融システムの安定も損なわれる可能性がある」、と主張する。はたして、そのようなことが生じうるのだろうか。

黒田総裁が、そのひとつの理由としてあげるのは、「ステーブルコインに対する信頼や評判が損なわれたり、あるいは裏付け資産の価値が低下した場合などには、顧客がステーブルコインの償還——すなわち、法定通貨への換金——に集中する可能性が考えられます」、ということである。筆者には、このことが、なぜ、金融システムの安定が損なわれる可能性につながるのか、よく理解できない。コインの発行主体は預金を解約せざるをえないかもしれないが、ステーブルコイ

ンの償還、すなわち、法定通貨への換金を受けた顧客は、それを現金のまま保有することはなく、すぐに銀行に預金するであろう。この時点で解約された預金は銀行に戻ることになる。危機に陥っているのは、リブラであって、銀行ではない。「取付け騒ぎ」にあっているのは、リブラであって、銀行ではない。

黒田総裁が、もうひとつの理由としてあげるのは、「コインの発行主体は、政府短期証券の売却を余儀なくされ、このことが先進国の金融市場のボラティリティや脆弱性を高めるように作用すると考えられます」、ということである。筆者には、このことも、よく理解できない。コインの発行主体による政府短期証券の売却が金融市場のボラティリティや脆弱性を高めるようであれば、日本銀行には、最後の貸し手機能を発動するまでもなく、通常の金融政策の一環として政府短期証券を銀行を介して購入するという手段が残されている。じっさい、日本銀行金融市場局「わが国短期金融市場の動向——東京短期金融市場サーベイ(19/8月)の結果——」によると、2018-2019年の国庫短期証券の取引残高は、約17兆円であった。この程度であれば、日本銀行は、通常の金融政策の範囲内で十分に対応が可能なはずである。

問題をこのように整理すると、筆者には、黒田総裁(ならびに世界の通貨当局者)は、金融政策の効果波及経路についての誤った理解のうえにたちつつ、リブラの登場にたいして過度に過敏に反応しすぎているように思われてならない。

もっとも、だからといって、マネーロンダリング(資金洗浄)、サイバーリスク、データ保護、消費者・投資家保護などの課題の解決の重要性までを否定するつもりはない。

ところで、ホワイトペーパーをつうじてリブラの目的と仕組みを説明した際に触れたように、銀行は、リブラ協会に参加していない。その理由はどこに求められるべきであろうか。

筆者のみるところ、この場合にも、日本銀行と同様に、銀行じたいが、自らを、信用創造機関として理解するのではなく、金融仲介機関として理解しているという姿勢が絡んでいるように思われてならない。おそらく、自らを金融仲介機関として理解するところから、銀行には、預金がリブラに振り替えられるので、リブラの普及とともに、預金が銀行から流出することになり、貸出の原資としての預金が枯渇することになるという恐怖感が抜け去らないのであろう。つまり、リブラは銀行の敵にほかならないというわけである。したがって、リブラ協会に参加するなど、論外であるということになる。

しかし、この問題も、銀行の本質を、金融仲介機関

として捉えるのではなく、信用創造機関として捉えることになれば、簡単に解決されるはずである。なにしろ、銀行を信用創造機関として位置づける立場は、預金が貸出の原資になると考えるのではなく、逆に、信用創造の結果、預金が生み出されると考えるからである。いわば発想の転換が必要になるが、これは、銀行関係者にとってそれほど困難な課題であるとも思えない。自分たちが行っている日々の業務を素直に見つめ直せばよいだけの話だからである。

銀行の恐怖感のなかには、これよりも問題の性格は小さいが、次のようなものが含まれているのかもしれない。ホワイトペーパーはリザーブを銀行預金や政府短期証券で運用すると主張する。銀行預金での運用ということであるなら、なるほど流出した預金の一部は銀行に還流するかもしれない。しかし、政府短期証券で運用される部分は、流出したままにとどまる、と。

しかし、この問題にも簡単に答えることができる。リブラ協会に政府短期証券を売却した機関投資家は、その代金を現金で保有することなく、銀行に預金するにちがいない、と。

ただ、リザーブが銀行預金として戻ってくるとしても、それは、大銀行を中心としたものであり、中小銀行は割りを食うことになるであろう。いわゆる預金の偏在という問題である。しかし、銀行の本質を信用創造機関として理解するならば、信用創造能力にかんずるかぎり、この問題についても深刻に考える必要はなくなる。というのは、預金が偏在したからといって、中小銀行の信用創造能力が制限されることにはならないからである。

じつは、ホワイトペーパーを読んだ時点で、筆者は、先進国においてはリブラはそれほど普及することはないのではないかと判断していた。その理由は以下の三点に求められる。第一に、リブラには、利子がかからないことである。第二に、法定通貨とリブラを交換するにあたって、利用者は、認定再販業者にたいしていくばくかの手数料を支払わなければならないことである。そうでなければ、認定再販業者は、ビジネスとして成り立たないであろう。第三に、リブラには相場の変動にもとづく損失の発生の可能性が含まれていることである。政府短期証券については、市場価格が額面価格以下になるといったいわゆる額面割れといった事態が生じることは、まれでしかないと考えてよいかもしれない。しかし、運用対象となる通貨間の為替レートの変動にもとづく損失の可能性は無視することはできない。いま、リザーブにおける円の構成比が10%であるとして、円をリブラに転換したとする。その後、他の構成通貨にたいする円の為替レートが10%だけ低下したと仮定するならば、リブラを円に

再轉換するにあたっては1%だけ金額に目減りが生じることになる。つまり、リザーブを銀行預金や政府短期証券で運用することから得られる利益は、リブラ協会に帰属し、政府短期証券の価格変動や為替レートの変動にもとづく損失は、利用者に負担が強いられるというわけである。これでは、中高年層のリブラにたいする抵抗感はかなり強いものにならざるをえないと予想される。しかも、先進国においては、雨宮副総裁もいうように、既存の通貨・決済システムは安定的に稼働している。

要するに、もし、リブラに期待される役割があるとするならば、それは、途上国の人びとを金融的に包摂するという側面に求められるべきであろうと判断していた。

さて、ここまでは、リブラ協会によって2019年6月に発表されたホワイトペーパーにたいする筆者の見解である。

ところが、リブラ協会は、2020年4月にホワイトペーパーの第二版を発表した。その内容を点検してみると、第一版の構想からの大幅な後退を確認することができる。

第二版は、第一版からの変更を4点に整理する。

(1) 米ドル、ユーロ、英ポンド、シンガポール・ドル等の複数通貨から価値が構成されるリブラと並んで、新たに、これらの単一通貨に価値が連動するリブラを発行する。つまり、アメリカでは、既存のドルと1対1で対応するリブラ・ドルを決済手段として使用することとし、対応する単一通貨が存在しない国では、上記の複数通貨から合成されるリブラを決済手段として使用することとする。ここでは、なぜか、円が落ちている。

(2) リブラ協会と利用者のあいだにたいしてリブラの取引を仲介する認定再販業者等にたいする監督を強化し、マネーロンダリング（資金洗浄）やテロ資金の移動を防止する。

(3) 通貨当局の許可なしにリブラを発行することはない。

(4) 協会がリブラと交換に受け取る法定通貨（リブラ・リザーブ）は、銀行預金や政府短期証券といった安全資産で運用されるが、新たに自己資本という安全網を加える。

このうち、一番目は、為替レートの変動にもとづく利用者の損失を回避するための措置であると同時に、自国内で複数通貨から価値が構成されるリブラが流通することを嫌った米通貨当局にたいする対応措置でもあると思われる。

とりわけ注目されるのが、「通貨当局の許可なしにリブラを発行することはない」、という三番目の措置

である。ホワイトペーパーの第一版では、通貨当局の許可なしにリブラを発行することが予定されていた。ところが、ふたを開けてみると、この計画は各国の通貨当局から猛烈な反発を受けることになった。そこで、方針轉換をすることにしたという次第であろう。しかし、この程度の方針轉換によって、各国の通貨当局がリブラの発行計画に認可を与えることになるなど、およそ考えることができない。というのは、黒田総裁の講演「決済のイノベーションと中央銀行の役割」のなかで触れられていたように、各国の通貨当局のリブラにたいする懸念は、「マネーロンダリング（資金洗浄）やサイバーリスク、データ保護、消費者・投資家保護など様々な課題」ばかりではなく、「金融システムや金融政策の波及効果にも影響を及ぼす可能性」に起因しているからである。後者への懸念が正当なものであるか否かという問題は別として、ホワイトペーパーの第二版は、この懸念に答えているとはどうもいいえない。しかも、この懸念はG7でもそれどころかG20でも共有されていたそれである——「グローバルステーブルコインに関しては、G7の作業部会報告書でも指摘した通り、様々な課題やリスクへの対応が十分に整わないうちに、発行されるべきではありません。そうした認識は、G20財務大臣中央銀行総裁会議でも共有されました」（黒田総裁講演）——。筆者は、この方針轉換によって、G7およびG20内でのリブラの発行計画は、事実上、潰えたものと判断している。まさに、「夢の終わり」といったところであろう。

4. デジタル人民元はドルに代わる国際通貨になりうるか

デジタル人民元の発行の動向に大きな関心が集まっている。

2020年5月27付けの「日本経済新聞」は、「デジタル人民元、22年までに」・「北京五輪へ実証実験」・「QRコード決済」という見出しのもとに、易綱中国人民銀行総裁による記者会見の内容を伝えた。

デジタル人民元を問題とする場合、「リブラへの対抗」・「米中通貨覇権競争」という文脈のなかに位置づけられることが多いようである。たとえば、木内登英『決定版 リブラ——世界を震撼させるデジタル革命——』（東洋経済新報社、2019年）には、「リブラに対抗し中国が中銀デジタル通貨を発行へ」、「リブラは米中通貨覇権競争の引き金に」、といった見出しがおどっている。

はたして、デジタル人民元の実体は、いかなるものであるのか。

藤井彰夫・西村博之『リブラの野望——破壊者か変革者か——』（日本経済新聞出版社、2019年）は、デジタル人民元の実体を、次のように説明する。

中国は2014年から自国通貨・人民元のデジタル化の研究に着手した。中央銀行の人民銀行にデジタル通貨研究所を創設、この研究所を通じて、デジタル通貨の関連技術研究を進めている。

中国人民銀行の易綱総裁は2019年9月24日の記者会見において、2014年から専門チームでデジタル通貨を研究していることを紹介し、「前向きな成果が出ている」と述べた。発行の狙いについては、「現金の一部を代替することが目標だ」と説明した。発行の枠組みについては「中央銀行と商業銀行の二層の運用体系にする。いまの通貨の波及経路と体系は変えない」と語った。

以上である。

易総裁のこの説明は、第2節において確認した雨宮副総裁の説明——「中国のケースです。まだ詳細な設計が明らかになっていませんが、これまで公表された内容によりますと、中国人民銀行によるCBDCは、流通現金の代替を明確な目的としています。その際、現金の発行・流通に伴うコストの削減だけでなく、偽造リスクへの対応、マネーロンダリングやテロ資金供与の防止といった、不正防止の観点に大きな重点が置かれています」——とも符合している。

もし、こうした理解が正しいとするならば、中国はすでに2014年から人民元のデジタル化に着手していたということであるから、また、リブラ協会がリブラの発行計画を発表したのは2019年6月のことであるから、木内氏による「リブラに対抗し中国が中銀デジタル通貨を発行へ」という認識は誤ったものであるということになる。くわえて、デジタル人民元の発行の狙いは、「現金の一部を代替することが目標」であり、その枠組みは、「中央銀行と商業銀行の二層の運用体系にする」というものであるから、このかぎりでは、デジタル人民元の発行には、「米中通貨覇権競争」に勝利したいという意図は込められていないと考えてよさそうである。

そもそも、国際金融の世界は、コンピュータ・ネットワークからなる、すでにデジタル化された世界なのである。この世界は、人民元がデジタル化されたからといって、直接の影響を受けるような世界ではない。「米中通貨覇権競争」の帰趨は、むしろ、中国がどのような速度で資本の自由化を進展させるのかという問

題にかかっているとみなすべきであろう。

じっさい、木内氏じしん、『リブラ』のなかで、次のように指摘しているほどである。

国際取引において円はドル、ユーロに次いで世界第3位の通貨であり、2019年2月の時点でその比率は4・35%だ。これに対して人民元は1・15%にとどまっており、過去数年の間、その比率はほとんど上昇していない。しかも、人民元を使用した国際取引の大半は、香港で行われているものだ。

世界の外貨準備高のうち人民元が占める比率は、2016年末の1・1%から足もとで約1・9%へと高まった。しかし、同じ期間に円の比率は約4・0%から5・2%へと上昇している。人民元は他通貨との交換性が低いという流動性の問題を背景に、国外の借り手側の間では、人民元建て借り入れへの関心は依然として低いようだ。

中国が主導する一帯一路構想には、人民元の国際化推進という目的も含まれていると見られるが、一帯一路国でのインフラ投資でさえも、現状では、中国からの融資は圧倒的にドル建てが多い。

以上である。

また、奥田宏司氏も『国際通貨体制の動向』（日本経済評論社、2017年）のなかで、次のように指摘する。

人民元の地位は、先進各国通貨の地位はもちろん、いくつかの新興諸国通貨と比べても特段に高いというものではない。それは、やはり人民元の短資移動が自由でなく、他の新興諸国以上に厳しい資本取引規制があるからであろうと考えられる。

このような地位にある人民元の今後の交換性について人民銀行の周小川前総裁は、2015年4月に「伝統的な完全な自由交換性」ではなく、「管理された自由交換性」を採用すると強調したという。

人民元の本来の国際通貨化には長い道程が必要であり、しかも容易な道程ではないだろう。

中国のアフリカ、南アジア諸国への「援助」やアジア・インフラ投資銀行(AIIB)の設立、「一帯一路」の構想もドル準備を利用するものである。

以上である。

問題をこのように整理するならば、ザッカーバーグ氏による、つぎのような米議会証言も適切なものであるとはいえない。すなわち、「中国は素早く動いて似たアイデアを数か月中に始動させようとしている。大部分がドルに裏打ちされたリブラは、米国の金融覇権と民主的な価値を世界に広げる。米国が技術革新しなければ、金融覇権は保証されない」、と。

(2020.06.25- 投稿, 2020.07.10- 受理)

《研究ノート》 資産インフレ（バブル）の形成（1）

足立 一夫* **

Backgrounds of the Assets Inflation (Bubble Economy) (1)

Kazuo ADACHI*

*元三菱UFJ信託銀行

** 信用理論研究会入会以来いろいろご指導賜りました故吉田暁先生へ

要旨 山口義行氏は資産インフレ（バブル）の形成について以下2つの原因を挙げる。①ユーロ円インパクト・ローンの増加が不動産バブルを形成した。②都市銀行の個人および中小企業向け融資攻勢が中小金融機関の貸し出し機会を奪い、その結果中小金融機関の証券信託預け入れが急増して証券バブルになった。

しかし乍ら①はユーロ円インパクト・ローンの増加というよりむしろ外貨インパクト・ローン（外貨インパクト・ローン残高は「全国銀行」貸出残高に含まれる）の増加によるところが大きい。②についても、金融機関（都市銀行及び中小金融機関）の特金、ファントラの預け入れは中小金融機関より都市銀行の方が圧倒的に大きく、金融機関よりもむしろ事業会社などの方が大きい。従って中小金融機関の証券信託預け入れ急増が証券バブルを招いたというのは誤りであるということ指摘しておきたい。

キーワード : キーワード1, キーワード2, …

目次

はじめに（問題の所在）

1. ユーロ円インパクト・ローン

1. 1 ユーロ円インパクト・ローンによる銀行貸出の増加が「資産インフレ」（不動産バブル）の原因か

1. 2 ユーロ円インパクト・ローンとは何なのだろうか

2. 都銀の中小企業、個人向け融資の急増とそれによって貸出機会を奪われた中小金融機関の証券信託預入の急増が資産インフレ（証券バブル）を形成したのか

2. 1 都銀の融資攻勢と中小金融機関のシェア・ダウン
(以上本号)

2. 2 中小金融機関の証券信託預入の急増と証券バブルの形成（以下次号）

3. 外貨インパクト・ローンの増加はドル安＝円高と「現金」準備（円）の不足をもたらし、日本銀行の為替介入を誘発することになるのか

おわりに

はじめに（問題の限定）

「今から30年前、日本経済は奇妙な興奮の中にあっ

た。

バブル——。1980年代後半の地価高騰と株価の異常な上昇。そして、カネ余りを背景にした泡沫消費。リゾートマンション、高級車、ブランド品の数々。企業も「財テク」として株式・不動産投機に走った」（東洋経済新報社（2017）p.28）。近年、バブルに関する本、雑誌特集なども多く出版されている。¹

バブルはなぜ生じたのか。本稿では山口義行氏の諸論考²の検討を手掛かりにしてバブルとは何であったのか改めて考えてみたい。

なぜそんな四半世紀も前の論文を検討するのかという疑問もあるかもしれない。しかし山口氏は「80年代後半の不動（産）バブルがどのようにしてその膨張過程を開始したかについては、拙稿「資産インフレ」の金融メカニズムについて(2)―奥田宏司氏所説の検討を手がかりにして―」（『名城商学』第41巻第2号、1991年10月）を参照されたい」（山口義行（2015）p.51）と近年の論文でも述べており、その論旨は今でも正しいと主張しているのである。

山口氏の資産インフレ（バブル）論の論点はつぎの三点である。

¹ 永野健二（2016）、國重惇史（2016）、植村修一（2017）、軽部謙介（2015）、横尾宣政（2017）、東洋経済新報社（2017）、新潮社（2017）など。

² 山口義行（1991b）、山口義行（1991c）、山口義行（1992a）

図表0-1

山口義行氏の資産インフレ論

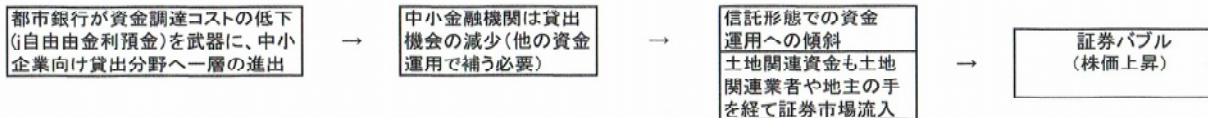
1. ユーロ円インパの増加と地価上昇

「全国銀行」貸出残高の前年比増加率		「全国銀行」貸出残高+ユーロ円インパの前年比増加率	
85年末	12.7%	85年末	12.7%
86年末	12.5%	86年末	12.9%
87年末	12.6%	87年末	14.1%

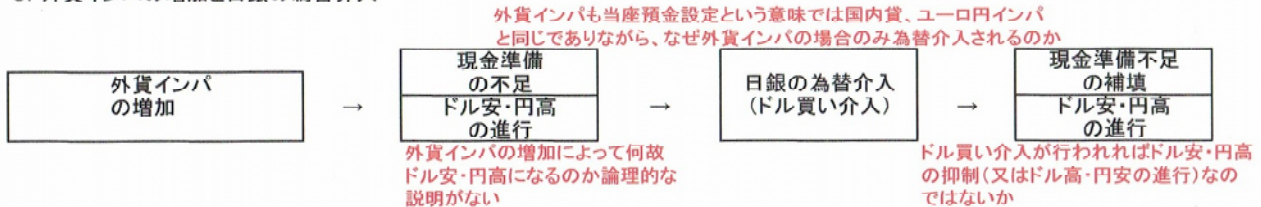
貸出残高増加率は3年間ほとんど変化がなく86、87年と地価や株価が急上昇したことが説明出来ないという。

87年についてははっきりと増加率に高まりがみられる。しかも、その高まりをもたらしたユーロ円インパの多くが土地関連であったとすれば、銀行貸出の増加は「資産インフレ」の積極的な要因として位置づけられるという。

2. 都市銀行の融資攻勢と証券バブルの形成



3. 外貨インパの増加と日銀の為替介入



- (1) ユーロ円インパクト・ローンの増加と地価上昇
- (2) 都市銀行の融資攻勢と証券バブルの形成
- (3) 外貨インパクト・ローンの増加と日銀の為替介入

以下に山口氏の資産インフレ(バブル)論を整理して掲げたので、図表0-1を参照されたい。

本稿は山口論文を批判するために書いたものではない。本稿によってバブルへの理解がより深まれば幸いである。

1. ユーロ円インパクト・ローン

1.1 ユーロ円インパクト・ローンによる銀行貸出の増加が「資産インフレ」(不動産バブル)の原因か

図表1-1では「全国銀行」貸出残高の前年比増加率および「全国銀行」貸出残高にユーロ円インパクト・ローン(短期)を加えた貸出残高の前年比増加率を載せてある。

山口氏は、山口義行(1991c)において以下のように述べる。「ユーロ円インパクト・ローンは日本銀行の『経済統計年報』(同『月報』)の「全国銀行・貸出金勘定」には一これはあくまでも国内店

ベースの統計であるから一含まれず、そのため、単純に同統計からだけで銀行貸出と「資産インフレ」との関わりを捉えようとすると、前者は不当に軽い位置づけがなされてしまうことになる。実際、同統計では「全国銀行」の貸出残高の前年比増加率は85年末12.7%、86年末12.5%、87年末12.6%と3年間ほとんど変化がなく、86、87年と地価や株価が急上昇したことから単純に対比するならば、銀行貸出をその積極的な原因として位置づけることは困難だという結論に至ることになる。しかしこれにユーロ円インパクト・ローン(短期)を加えてその増加率の推移をみると、85年12.7%、86年12.9%、87年14.1%と87年についてははっきりと増加率に高まりがみられることがわかる。しかも、その高まりをもたらしたユーロ円インパクト・ローンの多くが土地関連であったとすれば、銀行貸出の増加は

図表1-1「全国銀行」貸出残高の前年比増加率 単位：%

	「全国銀行」貸出残高の前年比増加率	同(ユーロ円インパクト・ローン(短期)を加えた増加率)
1985年	12.7	12.7
1986年	12.5	12.9
1987年	12.6	14.1

(出所) 山口義行(1991c) p.61より転載

図表 1-2 外貨インパクト・ローンおよびユーロ円インパクト・ローンの残高推移

	インパクト・ローン残高（短期 長期）（億ドル）	ユーロ円インパクト・ローン残高（居住者短期）（10 億円）
1984 年末	— 469 (383 86)	— 84
1985 年末	13.6% 533 (429 103)	58.3% 133
1986 年末	124.0% 1,194 (996 198)	706.0% 1,072
1987 年末	79.2% 2,140 (1,808 332)	383.2% 5,180

（注）上段は前年比増加率。ユーロ円インパクト・ローン（居住者短期）は 1984 年 6 月に解禁された

（出所）インパクト・ローン残高：「外為年鑑」、ユーロ円インパクト・ローン残高：「大蔵省国際金融局年報」

「資産インフレ」の積極的な要因として位置づけられなければならないということになる」（山口義行（1991c）pp.60-61。傍点は引用者）と述べ、奥田宏司氏の、「日銀の『経済統計年報』（同『月報』）の数値に「高まり」が見られないことを根拠にして、銀行貸出の増加を「資産インフレ」の「引き金」とみなすことはできない」（山口義行（1991c）p.61）と奥田説を批判し、ユーロ円インパクト・ローン（短期）を加えればはっきりと増加率に高まりがみられることがわかるというのである。

山口氏は、「全国銀行」の貸出残高の前年比増加率は 85～87 年の 3 年間 12.7%、12.5%、12.6%とほとんど変

化がないというのだが、毎年それだけの前年比増加率を示すというのは 3 年間で「全国銀行」の貸出残高が 42.8%増加するというを意味する。殊更ユーロ円インパクト・ローン（短期）の残高を加えた前年比増加率などを算出しなくても、十分に「全国銀行」の貸出残高が 3 年間で大きく増加したことを説明できる。つまり貸出残高の前年比増加率の変化ではなく、貸出残高の増加そのものをみればよいのである。

図表 1-3 は「全国銀行」貸出残高³の前年比増加率である。これは図表 1-1 および図表 1-2 の外貨インパクト・ローン残高の前年比増加率の計数をもとに筆者が推定作成したものである⁴。

図表 1-3 「全国銀行」貸出残高の前年比増加率

単位：%

	国内貸	外貨インパクト・ローン	「全国銀行」の貸出残高	ユーロ円インパクト・ローン	「全国銀行」貸出残高+ユーロ円インパクト・ローン	うち日銀窓口規制対象外貸出	日銀窓口規制対象外貸出「全国銀行」貸出残高に占める割合 (b+d)÷c
	a	b	c=a+b	d	c+d	b+d	(b+d)÷c
85 年	11.0	1.7	12.7	0	12.7	1.7	13.4
86 年	△3.0	15.5	12.5	0.4	12.9	15.9	127.2
87 年	2.6	10.0	12.6	1.5	14.1	11.5	91.3

（注）「全国銀行」貸出残高のうち外貨インパクト・ローンを除いたものを「国内貸」とした。

（出所）「全国銀行」貸出残高は日本銀行「経済統計月報」、外貨インパクト・ローンは「外為年鑑」

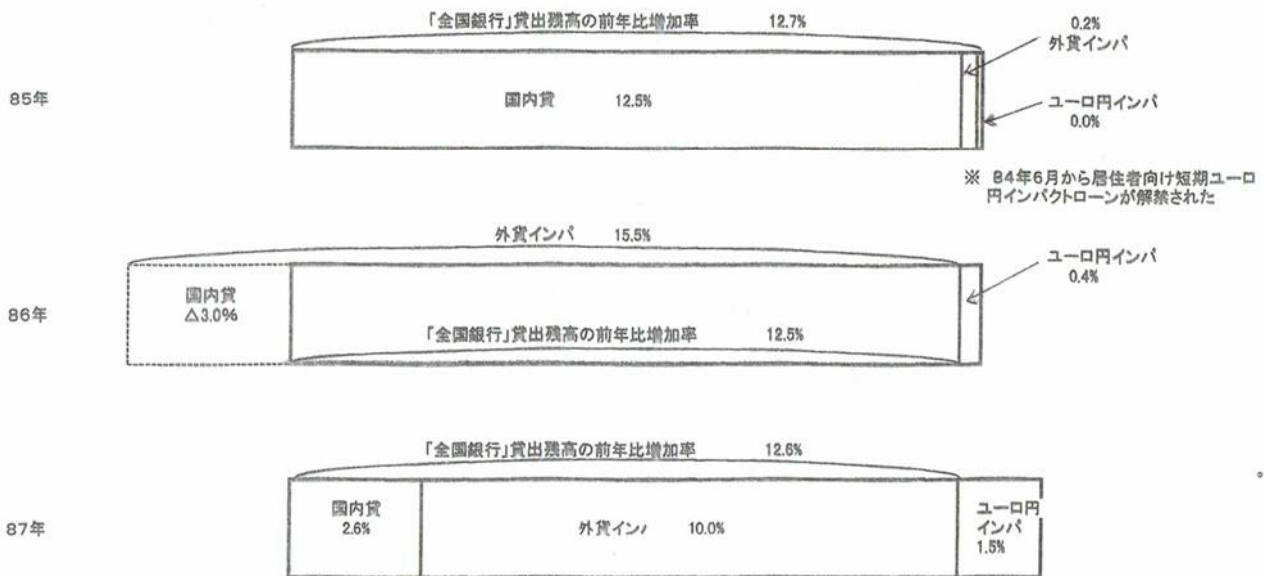
³ 日本銀行の『経済統計年報』（および同『月報』）の「全国銀行・貸出金勘定」には外貨インパクト・ローンの貸出残高も含まれていることを日銀の調査統計局に確認した。日銀は各銀行から提出される日計表ベースの貸出残高には外貨インパクト・ローン残高も円貨換算されてその貸出残高に含まれている。（ユーロ円インパクト・ローンは邦銀海外支店による貸出であることから、その貸出残高には含まれていない）山口氏が「全国銀行」の

貸出残高にユーロ円インパクト・ローン残高を加えて貸出残高前年比増加率を算出するのは、そうした上記状況を充分認識したうえでのことだったのだろうか。

⁴ 1987 年ころからは地方銀行、相互銀行、信用金庫なども外貨インパクト・ローンの取組を始めてきているので、図表 1-2 の外貨インパクト・ローン残高 2,140 億ドルは「全国銀行」だけの残高ではなく、図表 1-3 の 87 年はやや正確さに欠けるが凡その傾向は把握できる。

図表 1-4 はその図表 1-3 をわかりやすく図示したものである。ユーロ円インパクト・ローン（短期）を加えた「全国銀行」貸出残高の前年比増加率 1985 年 12.7%、1986 年 12.9%、1987 年 14.1%のうちそれぞれ「国内貸」（「全国銀行」貸出残高から外貨インパクト・ローン貸出残高を控除したもの）、外貨インパクト・ローンおよびユーロ円インパクト・ローン（短期）がそれぞれどれほどの割合を占めるのかを表している。

図表 1-4 「全国銀行」貸出残高の前年比増加率



図表 1-4 によれば、「全国銀行」貸出残高の前年比増加率において外貨インパクト・ローン貸出残高がユーロ円インパクト・ローン貸出残高増加よりはるかに大きく寄与していたことが分かる。したがってユーロ円インパクト・ローン（短期）が銀行貸出残高増加の大きな要因であり、それがために不動産バブルになったという山口氏の主張に全面的に同意することはできない。

山口氏は上記のようにユーロ円インパクト・ローンの増加を資産インフレ（不動産バブル）形成の大きな要因として挙げるのであるが、信用理論研究会 2010 年春季大会の報告「バブル・リレーと日本経済」では、「中南米諸国を「重債務国」にしてしまったことで再び行き場を失った国際過剰資本は 1980 年代後半に入ると、日本の不動産バブルに…吸い寄せられるようにして日本へ流入し、バブル膨張に貢献する。たとえば、邦銀による（外貨）インパクト・ローン取入れ残高は、1985 年末の 527 億ドルから 88 年末の 2038 億ドルまで、3 年間で 4 倍弱にまで急増した」（山口義行 (2010) p.50）とここではユーロ円インパクト・ローンではな

く、専ら（外貨）インパクト・ローンの急増を強調する。山口氏は不動産バブルの原因をユーロ円インパクト・ローンの急増から（外貨）インパクト・ローンの急増へと変更したのだろうか。

飯島寛之 (2009) は（外貨）インパクト・ローンのみならず、「邦銀の海外支店から国内企業への外貨貸付＝ユーロ円（日本以外で取引される円）インパクト・ローンも急増した。85 年末には 1330 億円に過ぎな

かった居住者向けユーロ円インパクト・ローン残高（短期）は、翌年末には一挙に 8 倍化して 1 兆 720 億円に、88 年末は 7 兆 4880 億円と激増の一途をたどった。…銀行部門を通じた短期借入という形態をとって流入した外貨資本の調達先、それがユーロ・ダラー市場であった」（p.22）と両インパクト・ローンの急増を述べる。

なぜ山口氏は上記学会報告では（外貨）インパクト・ローンの急増だけに言及したのか。おそらく山口氏は、日本から本支店勘定で送金された資金を原資とするユーロ円インパクト・ローンというのでは国際過剰資本の流入にはならないと考えたのかもしれない。一方、飯島氏はユーロ・ダラー市場から調達された（！？）ユーロ円インパクト・ローンも国際過剰資本の流入であると考えているのであろう。

また、山口氏は上記のように「ユーロ円インパクト・ローンの多くが土地関連であったとすれば」と述べるが、ユーロ円インパクト・ローンがどのような業種向けに貸し出しされたかという統計はみたことがない⁵。

⁵ 全国銀行、相互銀行、信用金庫、信用組合などの業

種別貸出残高一外貨インパクト・ローン残高を含む貸出

1.2 ユーロ円インパクト・ローンとは何なのだろうか

山口氏は、ユーロ円インパクト・ローンというのは「その多くが本支店勘定など金融機関の「資金送付」によってユーロ円—ユーロ円インパクト・ローンのための原資—が創出されたと考えざるをえない（なお、為銀による本支店勘定での海外への円送付は1984年6月に自由化されている⁶）」（山口義行（1991c）p.66。下線は引用者による）という。さらに山口義行（2002）では、「「ユーロ円インパクト・ローン」というのは、海外の銀行から国内の企業などに円建てで行われる貸し出しのことをいう。当時盛んに行われたのは、国内の銀行が一旦自分の銀行の海外支店に円資金を送り、それを国内の企業に貸し出させるというものであった。直接企業に貸す代わりに、一旦海外支店に資金を送って、その海外支店から国内企業に貸し出させる。そんな面倒な「迂回」をなぜ当時銀行は盛んに行ったのか。それは日本銀行による「窓口指導」⁷を逃れつつ、貸し出しを増やすためである」（p.38。下線は引用者による）と説明する。

しかしそんな「迂回」融資はユーロ円インパクト・ローンとは言い難く、単なる邦銀海外支店の国内企業向けの円建て貸出にすぎない。しかも本店の資金を本支店勘定で送ること自体は外為法上問題がなかったとしても、日銀の窓口規制を回避するためだけの目的で資金回金、迂回融資を行うということは、当時大蔵検査や日銀考査で厳しく指摘される可能性があったので、そのような取引は難しかったのではないだろうか。

当時の外為テキスト（東洋信託銀行国際部編（1987））には、邦銀海外支店は「原資をユーロ市場から調達」、「金利は、ユーロ市場での調達コストに一定

の利鞘を加えたものです（いわゆる「スプレッド貸出」）」（p.53）と説明されている。その他外為テキスト⁸どれをみても邦銀海外支店がユーロ市場からユーロ円を調達しと説明され、日本から本支店勘定で資金送付された資金を原資として貸出が行われたなどという記述はない。

当時1980年代後半（1984年6月の居住者向け短期ユーロ円貸出解禁以降）の論文、雑誌記事等をみても、本支店勘定で資金送付したなどという記述はひとつもない。しかし1990年代以降、山口氏の論考以外にも本支店勘定での資金送付などという記述が散見されるようになる。

なぜ山口氏がこのようなユーロ円インパクト・ローン理解に至ったのか（あるいは経済企画庁の年次経済報告執筆担当者の場合もそうだが）は、あくまで筆者の推測の域を出ないが、おそらくどこかの銀行に教えを受けたのではないだろうか。銀行においてもユーロ円インパクト・ローンについて熟知している人は必ずしも多くないので、やや不正確な説明をされたのか、あるいはJOM⁹から調達した資金を本支店勘定で海外支店（香港支店など）へ送金したと銀行から正確な説明を受けたが、よく理解できなかつたのかもしれない。

JOMは、円の国際化を図るために1986年12月に創設され、だんだんその規模を大きくしていった。そのためユーロ円インパクト・ローンが急増した時期には、香港支店で調達する際結果としてJOMから調達する¹⁰場合も増え、あるいは本店がJOMから資金調達し、香港支店へ資金を送りユーロ円インパクト・ローンの原資にしたケースも増加した。そうしたことを背景として90年代以降本支店勘定での資金送付などという記述¹¹が散見されるようになったのではないかと。

しかし山口氏はJOMで調達した資金を香港支店へ

残高一は日本銀行の「経済統計年報（月報）」に掲載がある。山口氏の推測が大きく違っているのではないが、はっきりした根拠もなしに「ユーロ円インパクト・ローンの多くが土地関連であったとすれば」などと断定してはならない。山口氏は1987年8月13日の日本経済新聞の記事「ユーロ円インパクト・ローンを利用しているのはリース、信販会社、商社や不動産関連会社を中心」に言及しており、それが根拠なのであろうか。

⁶ 外銀や邦銀の海外支店が保有するユーロ円資金を原資とするユーロ円貸出は、1980年の外為法改正により、法律的には行えるようになったが、大蔵省はこれまでその取扱いを禁止してきた。1984年6月には前年の非居住者向け短期ユーロ円貸出の自由化に続き、居住者向け期間1年以内の短期ユーロ円貸出も自由化された。しかしそれは山口氏がいうような本支店勘定での海外への円送付が自由化されたということではない。

⁷ 「外貨インパクト・ローン」は外貨による貸出、また「ユーロ円インパクト・ローン」は海外支店の貸出ということで、いずれも日本銀行の窓口規制の対象外であった。

⁸ 銀行研修社（1985）、高島道夫（1986）、経済法令研究会（2001）、大村 博（2013）

⁹ Japan Offshore Market 東京オフショア市場

¹⁰ 香港支店でユーロ市場から資金調達する際（ブローカー経由であれ、ロイターディールの

場合であれ）特に相手（市場）を指定できる訳ではないので、JOMの規模拡大に伴ってJOMにヒットするケースも多くなったのであろう。

¹¹ 藤田誠一（1994）、佐藤 進（1992）、毛利良一（1994）、唐澤伸行（1997）、村上美智子（1997）、横内正雄（2003）、福本智之（2014）など。

送ったとはいっていないので、自らの固有資金を本支店勘定で送ったと理解しているのであろう。しかしそれはユーロ円インパクト・ローンと呼ばれるものではない。

2. 都銀の中小企業、個人向け融資の急増とそれによって貸出機会を奪われた中小金融機関の証券信託預入の急増が資産インフレ（証券バブル）を形成したのか

山口氏は、「日本銀行の低金利政策の効果—金融機関の資金調達コスト引下げ効果—が、各業態の中で都市銀行において最も顕著、これは、自由金利による資金調達の比率が都市銀行において最も高い¹²ということにもとづいている。…都市銀行がこの資金調達コストの低下を武器に、中小企業や個人向け貸出分野へ一層の進出を果たした。その結果、中小金融機関は貸出機会の減少を他の資金運用形態で補わざるをえなくなった。具体的には、「特定金銭信託」、「金銭信託以外の金銭の信託」、「投資信託」といった信託形態での資金運用への傾斜である。こうして大量の資金が「信託」を介して、証券市場へと流れ込むことになった」（山口義行（1991c）p.48。傍点は引用者）というのだが、本当にそうだろうか。

この山口氏の証券バブル形成ロジックについては、以下二つの部分（1）都市銀行が中小金融機関（相互銀行、信用金庫、信用組合など）の融資シェアを奪った結果、後者が運用難を招いたとするストーリー、（2）その中小金融機関の証券信託預入急増が証券バブルを招く要因になったとするストーリーに分けて考察してゆきたい。

2.1 都銀の融資攻勢と中小金融機関のシェア・ダウン

山口氏は、自由金利預金は資金調達コストの低下とみているようだが、そうした理解は、日銀「調査月報」のレポートを踏まえてのものであろう。日本銀行（1987）に「法人企業の実体面にもとづく資金需要が、不動産、サービス向けを除き低調に推移する中で、借入が増大した背景としては、既存資産取引の活発化に伴う資金需要に加え、市場金利の低下に伴い比較的低コストの自由金利による資金吸収が可能となった金

融機関がこうした資金需要にも弾力的に貸し応じた」（pp.12-13。傍点は引用者）との記述がある。

やや誤解を招きやすい文章であるが、ここで日銀は自由金利預金の方が規制金利預金よりも調達コストが低いと言っているわけではなく、市場金利の低下局面で安い調達コストで資金吸収ができたということを行っているにすぎない。事実、後の日本銀行（1991）、調査統計局の「近年における貸出金利の変動について—金利自由化の下での銀行行動の一側面—」という論文の中では、「こうした預金金利自由化に伴う調達コスト上昇に対し…80年代以降銀行が中小企業向け、および個人向け貸出比率の引上げを図ってきた」、「相対的に利鞘の厚い長期貸出の比率を急速に高めていった」（p.12。傍点は引用者）ともあり、明らかに85年10月の自由金利大口定期預金導入を契機に本格化した自由金利調達比率の上昇は、銀行にとって調達コストの上昇をもたらしたと述べているので、前掲日銀「調査月報」レポートの誤読である。

斉藤美彦（2006）も、自由金利預金の比率が上昇したことは「都市銀行にとってコストアップ要因となったが、この間金利低下局面であったこともあり、その影響は経営悪化に結びつきはしなかった」（p.115。傍点は引用者）と、日本銀行（1991）と同様山口氏とは反対の理解をしている。従って山口氏の、都市銀行がこの資金調達コストの低下を武器に、中小企業や個人向け貸出分野へ一層の進出を果たしたというストーリーは説得的ではない。

つぎに山口氏は、『金融』（全国銀行協会連合会発行）所載の「中小企業等向貸出の業態別構成比（日本銀行調）」（下記図表2-2参照）によって都市銀行とその他業態（相互銀行、信用金庫、信用組合）との間に、貸出シェア推移の乖離（前者がシェア増加、後者が減少）がみられ、その事実から都市銀行が中小金融機関の貸出機会を奪ったという結論を導き出す。

山口義行（1991c）は「都市銀行がこの資金調達コストの低下を武器に、中小企業や個人向け貸出分野へ一層の進出を果たしたことである。「中小企業等向貸出」（中小企業および個人向け貸出）の業態別シェア（増額ベース）を見ると、80年には18.8%であった都市銀行のシェアが86年には49.2%に増加する一方、相互銀行は15.8%から4.4%へ、信用金庫は18.0%から

低いと言っているが、むしろ反対に表面的な預金金利は高いのではないだろうか。あるいは大口預金の受け入れで集金コスト削減が可能になるということまで勘案した上で到達コストが低いというのだろうか。

¹² 山口氏は経済白書の記述（「経済白書」（昭和26年版）pp.270-272）をもとに、都市銀行などを中心とした全国銀行の方が相互銀行、信用金庫より自由金利預金で集めた資金のウェイトが高く、しかも自由金利預金で集めた資金は規制金利預金で集めた資金より調達コストが

6.7%へ、信用組合は 5.6%から 1.6%へと大幅な減少を余儀なくされている」(p.48。傍点は引用者)と述べる。

ある東北地方の信用金庫の元理事は、都市銀行などに貸出シェアを奪われたなどとは全く思っていないと述懐している。おそらく東北地方、青森には東京などと違って不動産買収資金などがまだ入っていない時期であったという背景もあるのだろう。

当時、筆者は信託銀行で融資担当者として中小企業の新規開拓などにも注力した経験があり、中小金融機関の貸出機会を奪ったという側面が幾分かあったことを認めないわけではない。ただ山口氏の述べるような貸出シェア推移の乖離ということについては、以下の諸点において大きな違和感がある。

(1) まず図表 2-1 の「業種別貸出残高および前年比増減率」を見ると、都市銀行はたしかに個人、中小企業向け貸出を急激に伸ばしているが、相互銀行、信用金庫も決してその貸出残高を減少させているわけではない。これはあくまで増減額ベースでのシェア増減であって、中小金融機関の貸出を積極的にリプレースするというような形でそのシェアを奪ったというものではない

ア・アップ、中小金融機関のシェア・ダウン) となって表れているということになるのではない。

しかも都市銀行等は後述のように、不動産関連三業種への貸出は外貨インパクト・ローンやユーロ円インパクト・ローンを利用し、日銀の窓口規制を回避しつつ貸出残高を急増させたという事情もある。

(2) ところで、上記『金融』所載の統計表における業態別のシェア推移であるが、筆者の作成した図表 2-2「中小企業等向貸出の業態別構成比」を見ると、たしかに山口氏のいうように、中小企業等向貸出シェア(増加額ベース)では 80 年と 86 年を比べると、都市銀行は 18.8%→49.2%と大幅にシェア・アップしているのに対して相互銀行(15.8%→4.4%)、信用金庫(18.0%→6.7%)、信用組合(5.6%→1.6%)はそれぞれ大幅なシェア・ダウンである。

しかし山口氏はなぜ残高ベースではなく、増加額ベースのシェアを使って比較するのだろうか。おそらく前者より後者の方がより顕著な乖離を示すことができるからなのであろう。

残高ベースでの場合は、都市銀行 22.9%→29.4%、相互銀行 15.0%→12.4%、信用金庫 18.3%→15.0%、信用組合 4.8%→4.0%ということになり、増減額ベー

図表2-1

	都市銀行			地方銀行			相互銀行			信用金庫		
	個人	中小企業	不・リ・金	個人	中小企業	不・リ・金	個人	中小企業	不・リ・金	個人	中小企業	不・リ・金
59(1984)	101,377	437,861	88,093	78,968	364,975	46,194	45,693	232,133	38,873	71,936	269,304	28,752
	11.9	15.7	25.1	4.8	9.6	15.2	12.4	5.5	12.7	3.8	5.3	10.5
60(1985)	113,420	506,712	110,188	82,724	399,903	53,215	51,375	244,992	43,799	74,655	283,452	31,768
	23.9	19.1	39.6	19.5	7.0	19.5	10.8	-0.3	4.9	6.0	3.5	14.6
61(1986)	140,571	603,665	153,877	88,585	428,066	63,591	56,909	244,184	45,956	79,159	293,261	36,419
	35.5	18.7	26.9	16.9	11.2	26.8	20.9	7.4	20.5	11.1	6.9	20.8
62(1987)	190,416	716,314	195,226	103,533	476,108	80,644	68,786	262,285	55,361	87,980	313,359	43,993
	23.5	9.8	18.7	22.8	15.2	22.8	15.2	6.2	10.5	14.4	8.7	16.9
63(1988)	235,160	786,858	231,681	118,963	527,305	99,033	79,242	278,628	61,168	100,610	340,546	51,440
	29.0	15.4	16.9	15.2	19.3	26.2	14.2	-2.0	1.4	18.6	12.7	16.5
元(1989)	303,375	907,847	270,750	137,031	629,292	124,937	90,482	273,171	62,014	119,315	383,863	61,623

日本銀行「経済統計月報」による

(注1) 上段は対前年比増減率(%)

(注2) 日銀の統計では、都市銀行、地方銀行と相互銀行、信用金庫の間で様式の違いもあって相互銀行、信用金庫の場合は中小企業という分類がないので、融資量(全体の貸出残高)の数字を使用している。但し89年の相互銀行は第二地銀として分類されているので、都銀、地銀と同じベースの分類となっている。

また、相互銀行、信用金庫の場合は「その他金融業」という業種区分がないので「金融・保険業」の計数を使用した。

むしろ同表から読み取るべきは、都銀が消費者ローン、住宅ローンを中心とした個人向け貸出および中小企業向け貸出、とりわけ不動産関連三業種(不動産、リース、その他金融業)向け貸出を急速、急激に増加させたこと、一方中小金融機関はそうした貸出が出来なかった、取り組みが遅れたということが、彼我のシェア推移の相対的乖離(増減額ベースで都銀のシェ

スの場合と比べるといかにも迫力がない。増減額ベースの方が都銀によって中小金融機関の貸出機会が奪われたという結論を導くのに都合がよいからなのであろう。

図表2-2

中小企業等向貸出の業態別構成比

日本銀行調 (単位 %)

年度	都市銀行		地方銀行		相互銀行		信用金庫		信用組合	
	残高ベース	増減額ベース	残高ベース	増減額ベース	残高ベース	増減額ベース	残高ベース	増減額ベース	残高ベース	増減額ベース
55(1980)	22.9	18.8	20.6	20.0	15.0	15.8	18.3	18.0	4.8	5.6
56(1981)	23.2	26.1	20.7	21.3	15.2	17.8	17.9	14.3	4.8	3.8
57(1982)	23.6	28.2	20.7	20.8	15.2	15.2	17.7	15.5	4.7	4.5
58(1983)	24.4	32.8	20.7	20.7	14.9	11.9	17.3	13.0	4.6	3.4
59(1984)	25.8	36.6	21.3	27.7	13.9	4.4	16.8	11.8	4.4	2.3
60(1985)	27.0	43.0	20.8	14.1	13.4	7.6	16.0	7.6	4.3	2.8
61(1986)	29.4	49.2	20.0	13.5	12.4	4.4	15.0	6.7	4.0	1.6
62(1987)	31.1	45.9	19.9	19.6	11.7	4.9	14.6	11.4	3.9	3.2
63(1988)	32.0	39.4	20.1	21.5	11.4	9.1	14.5	13.8	3.9	3.9
元(1989)	32.9	21.5	20.3	11.9	10.0	-0.2	14.8	9.0	4.2	3.3

(注)本表には全国銀行信託勘定、商工組合中央金庫、中小企業金融公庫、国民金融公庫を除いてあるので、構成比(%)の合計が100にならない

(出典)『金融』(全国銀行協会連合会発行)所載の「中小企業等向貸出の業態別構成比」(日本銀行調)より作成

増減額ベースのシェアというのは今年1年間の貸出金増加額のうち各業態ごとの貸出金残高増加額がどれほどのシェアを占めたのかということである。だから、同表を横列で都市銀行49.2%、地方銀行13.5%、相互銀行4.4%、信用金庫6.7%、信用組合1.6%というように比較すべきであって、なぜ80年と86年を単純に比較するのだろうか。データの扱い方にいささか問題があるのではないか。

同表を縦列(時系列)で比較するのであれば、都市銀行は年々貸出金残高増加額に占めるシェアを増加させてきているというように読むべきなのではないか。しかも山口氏が問題とする86年—それはバブルの始まりの年—をピークに以後都市銀行は年々増減額ベースのシェアを低下させている。山口氏の上記論文は1991年に執筆されたものにも拘わらず、都市銀行にとって増減額ベースのシェアで一番シェアの高い86年と80年をなぜ単純に対比するのか、データの恣意的な取り扱いといわざるをえない。

(3) 都市銀行と相互銀行、信用金庫、信用組合などとのシェアの前述のような相対的乖離は、

¹³ 相互銀行、信用金庫の一部ではすでに外国為替公認銀行の認可は取得していたが、当時外貨インパクト・ローンの実行はほとんど行なっていなかった。また相互銀行も外国為替公認銀行の認可取得はしていても香港、シンガポール支店などの海外拠点はなく、ユーロ円インパクト・ローンの実行はできなかった。

¹⁴ 北原徹(1995)も、「東京都の地価上昇は、1987年以

むしろ都銀など大手金融機関の貸出残高には外貨インパクト・ローンの残高も含まれているのに対して相互銀行、信用金庫などでは外貨インパクト・ローンをほとんど実行しておらず、この外貨インパクト・ローンの有無によってより一層乖離が大きくなったのではないか¹³。(前述のように、日銀の経済統計資料の貸出残高に外貨インパクト・ローンの計数も含まれていることに注意)

(4) 図表2-3の「全国銀行都道府県別貸出残高」(これは全国銀行ベースの貸出で信用金庫、信用組合などの貸出は含まれない)を見ると、土地バブルが一番早く始まった東京がその他道府県に対して先行して貸出残高を増加させたことが読み取れる¹⁴。

また個人向貸出の増加については、図表2-4「業態別住宅ローン貸出額(年度)」を見ると、1985年から1989年にかけて都市銀行が住宅公庫とともに急速に住宅ローン残高を伸ばしており、他業態の取り組み姿勢とは歴然と違うことが分かる。

(5) 斉藤美彦(2006)は都市銀行の貸出の変質について、中小企業取引の割合を増加させ、また貸出に

図表2-3

全国銀行都道府県別貸出残高 (単位 億円、%)

	東京	大阪	愛知	その他道府県	合計
55年(1980)末	43.3 590,958	14.4 196,819	4.5 61,549	37.8 515,414	100 1,364,740
56年(1981)末	44.5 672,096	14.1 213,886	4.4 66,475	37.0 559,642	100 1,512,099
57年(1982)末	45.2 757,685	14.0 235,390	4.4 73,059	36.4 610,231	100 1,676,365
58年(1983)末	45.7 852,219	14.0 260,036	4.3 79,483	36.0 671,594	100 1,863,332
59年(1984)末	46.3 974,013	13.7 289,536	4.2 88,420	35.8 752,578	100 2,104,547
60年(1985)末	47.5 1,126,399	13.6 323,162	4.1 96,613	34.8 825,579	100 2,371,753
61年(1986)末	48.9 1,309,091	13.5 362,166	4.0 107,567	33.6 899,761	100 2,678,585
62年(1987)末	49.3 1,484,967	13.5 406,481	3.9 118,708	33.3 1,004,811	100 3,014,967
63年(1988)末	49.4 1,644,476	13.4 444,674	3.9 128,635	33.3 1,107,544	100 3,325,329
元(1989)末	45.0 1,847,084	13.3 546,010	4.3 175,386	37.4 1,537,118	100 4,105,598
2年(1990)末	44.8 1,976,774	13.3 587,876	4.2 186,445	37.7 1,660,460	100 4,411,555

日本銀行「経済統計年報」による
(注)上段は貸出残高の構成比(%)

おける業種別が変化したことを述べる¹⁵。

降急速に鎮静化し、88年にはほぼ横ばいとなる。ところが東京圏の地価が安定化したにもかかわらず、…大阪圏や地方の地価が急騰し始め、地価バブルが全国規模ですることになった」(p. 66)と述べている。

¹⁵ 「都市銀行の従来の主要顧客であった大企業は自己金融傾向を強め、また資本市場を通じる資金調達にシフ

図表 2-4 業態別住宅ローン貸出額 (年度)



資料 日銀 金融経済統計月報

(注) 農林中金総合研究所『総研レポート 都銀・地銀の住宅ローン戦略』より転載

こうした都市銀行の貸出の変質まで勘案すれば、増減額ベースのシェア乖離拡大を示す統計だけから直ちに都市銀行が中小金融機関の貸出機会を奪い、その結果中小金融機関は証券信託預入を急増させたという結論を短絡的に導くことには十分慎重でなければならない。

増減額ベースのシェア乖離拡大は、都市銀行が不動産関連業種（これらの分野は中小企業の比率も高い）向け貸出や住宅ローン等の個人向け貸出を大きく伸ばしたということであり、必ずしも単純に中小金融機関の貸出機会を奪ったということの意味するものではない。

(以下 次号)

(2020.07.22 受理)

トするということもあり、銀行に対する交渉力を強めてきた。融資条件は都市銀行にとってどんどん不利になっていくことにつながる事となる。したがって、収益重視の姿勢を強める都市銀行は、相対的に交渉力において優位にあり、条件的にも大企業取引に比べて有利である中小企業取引の割合を増加させた。… 高度成長期において、都市銀行にとって中小企業貸出は限界的なものとの位置づけであった」(pp. 120-121)

また、「こうしたなかで貸出における業種別もまた変化した。… 製造業の割合は低下する傾向にありこれに代わって建設業、不動産業、サービス業および個人向け貸出のウェイトが傾向的に高まってきていた。そして1980

年代においてその割合は一層上昇した。これらのなかにはいわゆる土地融資も含まれており、バブルを形成した一因であった。… また、これらの分野は中小企業の比率もまた高く、中小企業融資の拡大は業種別構成の変化とも絡み合っていた。… そしてこの過程で、中小企業融資の拡大と同様の目的をもって都市銀行が推進したのが長期貸出比率の拡大であった。収益増大政策の面から都市銀行は長期貸出比率を拡大させた」(pp. 122-123) さらに、「85(昭和60)年頃以降の長期貸出比率の上昇は収益重視の姿勢から運転資金を長期資金の形態で貸出すという動きまでみられるようになった。」(p. 124)

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー
(Journal of Credit Theory)

2020年11月1日 創刊号 発行

発行・編集：信用理論研究学会
〒802-8577 北九州市小倉南区北方4丁目2-1
北九州市立大学経済学部 前田 淳 研究室内

ISSN 2436-0414

Online in Japan