

# 信用制度とシニョリッジ

守 山 昭 男

(受付 2013 年 5 月 31 日)

## 目 次

- I. は じ め に
- II. 信用制度と通貨供給
- III. シニョリッジの概念
- IV. 通貨の循環および流通とシニョリッジ
- V. お わ り に

## I. は じ め に

シニョリッジ (seigniorage) とは一般に通貨 (貨幣) の発行から得られる収入, 通貨発行益と考えられている。しかし具体的にニョリッジとは何かとなると必ずしも明確ではなく, 経済学者による定義や概念は多様であり統一されているとはいえない。商品取引のために必要となる, 本源的な貨幣の供給の仕組みは通貨制度によって大きく異なっている。したがって通貨制度の段階的相違によってシニョリッジの定義も異なりうる。そもそも通貨発行に関わる収益がシニョリッジと呼ばれたのは金属貨幣が流通する通貨制度下であった。シニョリッジは古期フランス語の *seigneur* (領主) に由来すると言われ, 中世において封建領主が貨幣の鑄造に携わって収益をあげていた。封建領主は鑄貨 (coin) を鑄造する権利を独占して造幣所に営んでいたので, 産金業者は採掘した地金を造幣所に持ち込んで鑄貨を入手した。金属貨幣の流通する通貨制度下ではこうして新しい鑄貨が供給された。領主はその際に鑄造費用に加えて貨幣鑄造税 (seigniorage charge) を徴収した。貨幣鑄造税とは, 領主が鑄貨の品位と量目を保証することに対する一種の保証料のようなものと考えられ, それが領主の収入となった。これが古典的なシニョリッジである。ここから一般に貨幣の額面価値と貨幣の製造コスト (内在価値) との差額がシニョリッジと呼ばれるようになった。

その後のまだ銀行制度が発展しておらず租税制度も不備な資本主義経済の生成期には, 財政基盤の弱い政府が, 歳入不足を補うために政府紙幣の発行という形式で通貨を供給してシニョリッジを獲得した。たとえば, アメリカの南北戦争時に発行されたグリーンバック (財務省紙幣) やわが国の明治政府が戊辰戦争による財政難から発行した太政官札等がその例で

ある。政府紙幣の場合は鑄貨に較べて額面価値と内在価値の差は大きいので政府の収入も大きくなった。本稿で取り上げるシニョリッジは、中世にみられた金属貨幣の流通する通貨制度でのシニョリッジや銀行制度の確立以前における政府紙幣発行によるシニョリッジでなく、銀行制度確立後の信用制度の下での本源的な通貨の供給にともなうシニョリッジである。とりわけ金本位制度下ではなく、不換銀行券が法貨として流通し民間の銀行が預金通貨を供給する、現代のいわゆる管理通貨制度におけるシニョリッジである。

個々の国の中央銀行や通貨制度は、国の歴史的経緯や経済的条件からそれぞれ独自性をもっている。また政府と中央銀行の関係もすべての国で同じでない。これがシニョリッジの多様な概念を生む背景の一つである<sup>1)</sup>。そこで本稿では細目には拘泥せず、わが国の通貨制度を現代信用制度の一つの代表モデルとして、シニョリッジの理論的考察をおこなう。

本稿の構成はつぎのようになる。第2節では、信用制度の下での貨幣供給は、銀行の「債務の貸付」による生成と貸付の回収による消滅を繰り返しつつ、銀行券発行は銀行の債務履行による銀行券の払い出しという形態をとることが確認され、さらに現代の管理通貨制度下では、生成と消滅を繰り返しつつ循環する通貨に加えて、中央銀行による国債の買入れによって、消滅することなく市場に留まって流通する貨幣が供給されることを明らかにする。第3節では、これまでの文献に見られる代表的なシニョリッジ概念を検討し、第4節において、第2節で明らかにされた通貨の循環と滞留という観点からシニョリッジ概念を呈示する。第5節では、まとめと本稿のシニョリッジ概念と関連する文献を簡単にサーベイする。

## II. 信用制度と通貨供給

本稿の目的は現代の通貨制度の下でのシニョリッジとは何かを論じることであるから、まず管理通貨制度と呼ばれる現行信用制度下における通貨供給方式の特質を理解する必要がある。管理通貨制度の下ではわが国に見られるように、一般に市場における財やサービスの取引を媒介し、債権債務を清算する通貨には、現金通貨と呼ばれる政府の発行する硬貨（補助鑄貨）<sup>2)</sup>と中央銀行の発行する不換銀行券のほかに、市中銀行間および政府との債権債務の決済手段として用いられる中央銀行における当座預金<sup>3)</sup>、および預金通貨と呼ばれ主に企業間取引に基づく債権債務の決済に用いられる市中銀行における当座預金が含まれる。

管理通貨制度においては不換の中央銀行券は法貨として規定され無制限に通用し、硬貨は

---

1) それゆえシニョリッジの研究は理論研究より実証研究が中心である。Neumann (1990: 206)。

2) わが国の法律では政府の発行する補助通貨 (coin) を「貨幣」と呼んでいるが、広義の貨幣 (money) との混同を避けるため、本稿では「硬貨」という用語を用いる。

3) わが国では日銀当預とも呼ばれている。

補助貨幣として制限通用力を与えられている。たとえば、わが国では「日本銀行法」第46条により、銀行券には法貨として銀行券でもって支払をした場合には相手は受取りを拒否できないという強制通用力が与えられており、「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」第7条で、硬貨は同一種類の硬貨の使用枚数20枚までは受取りを拒否できないとされている<sup>4)</sup>。

そこで具体的にわが国における通貨制度をモデルにして、現代の信用制度下における通貨供給のメカニズムを考察する。「金融論」や「ファイナンス」の教科書を見ると、貸手から借手への資金の融通から議論を始めるのが一般的である。銀行による決済サービスの提供について論じられても、取引に必要な通貨の銀行による本源的な供給が論じられるのはまれである<sup>5)</sup>。金融市場で家計部門の貯蓄が資金として取引されるには、家計部門が前もって企業部門から通貨でもって所得を受取っていなければならない。資本主義経済では通貨の本源的出発点は家計部門ではなくて企業部門である。それでは企業部門は賃金として支払う通貨をどこから入手するのであろうか。企業部門は財やサービスを生産するが通貨を生産しないので他から通貨を入手しなければならない。金属貨幣が流通する商品貨幣制度においては本源的な貨幣の供給者は産金業者であるが、現行の通貨制度下では銀行部門が本源的な通貨を供給するのである。銀行部門による本源的な通貨の供給プロセスをみてゆこう。

まず企業部門が、生産活動に必要な生産財を相互で売買するのに必要な通貨と労働者への賃金支払に必要な通貨を、銀行から借り入れることから通貨の流通が始まる。具体的にはたとえば企業部門内の企業間取引の末端（川下）に位置し、販売するための商品仕入から始める商人が、3ヶ月後払いの商業手形を振り出して仕入れ先の生産者から商品を購入する。その手形を受取った生産者は銀行に手形割引を申し込む。手形割引に応じた銀行はその生産者に通貨を直接手渡すのではなく、手形額面から割引料を差引いた額を生産者の当座預金に振り込むという形式で貸付をおこなう。ここで注意すべきことは、銀行は一覧払い債務である当座預金でもって貸出をするということである。通貨を直接手交することでしか貸出ができない非預金取扱仲介機関やノンバンクとは決定的に異なるのである。借り手に直接銀行券を手渡す消費者金融業者はもちろん、借り手に取引先銀行の当座預金宛の小切手を手渡す保険会社も、小切手で預金債権を譲渡することによって貸出をおこなうのであって、預金債務でもって貸出をおこなう銀行と本質的に区別される。銀行による貸出の形態的特質は「受ける信用を貸付ける」ことにある<sup>6)</sup>。銀行による貸出が信用供与と呼ばれる所以であり、ここに銀行業の特質がある<sup>7)</sup>。

4) 日本銀行（2011：45）。

5) いわゆる貨幣的循環理論 the theory of monetary circuit は例外である。たとえば、Graziani（2003）を参照。

6) 川合一郎（1981：196-197）。

7) 「債務による貸付」という意味で銀行制度は信用制度として捉えられる。当座預金でもって貸出を

こうして銀行から貸付を受けた生産者は小切手を振り出して先行の生産者から原材料を仕入れ、従業員には当座預金から現金を引き出して賃金を支払う。さらに商人に商品を販売した生産者に原材料を売った生産者は、受取った小切手を取引先の銀行に持ち込んで入金し、さきの後行の生産者と同じく小切手を振り出して原材料を購入し、当座預金から現金を引き出して従業員に賃金を支払い事業を継続させる<sup>8)</sup>。以下同様に最初に銀行から手形割引で信用を供与された生産者の当座預金は、小切手流通を介して順次企業間取引を媒介しながら各生産者の当座預金口座に振替えられ、かつ徐々に現金で引き出されてゆき最終的に消滅する。他方、手形を振り出して商品を仕入れた商人は、日々消費者からの売上代金が入ってくるので、将来の手形の返済に備えて売上代金を銀行に預金する。やがて手形の満期日が到来すると、商人はその預金残高（債権）でもって手形債務を返済する。すなわち預金債権と手形債務が相殺される。したがって銀行部門は商業部門から日々流してくる現金を支払準備として利用できるのである。

こうして手形を割引いて信用を供与した市中銀行は、企業部門からの賃金支払のための現金の引き出しに応じることができるが、しかし経済が成長すると賃金支払額が増大するので、市中銀行では現金引き出しに応じるための現金準備が不足する。そこで市中銀行は中央銀行に信用供与を申し込む。古典的な中央銀行による市中銀行への信用供与は手形の再割引である。中央銀行は手形を割引いて市中銀行の当座預金に信用供与額を振り込む。ここでも注意すべきことは、中央銀行もさきの市中銀行による企業へ手形割引による信用供与と同じく、一覽払い債務である当座預金でもって貸付けるということである。決して銀行券を手交することによって貸付をおこなうのではない。

銀行券が中央銀行の窓口から出て流通界に入るのは、中央銀行が当座預金債務の履行に応じるからである。信用制度としての銀行は「受ける信用を貸付ける」という点では市中銀行も中央銀行もまったく同じである<sup>9)</sup>。今日では中央銀行のみが銀行券を発行していることから、中央銀行による信用供与の形態を銀行券の交付による貸付と捉える向きが多い。しかし不換の銀行券が流通する現代信用制度下では中央銀行における当座預金こそが中央銀行の信用貨幣であり、中央銀行券はその当座預金の支払手段となっているのである<sup>10)</sup>。

現代信用制度下での通貨供給の古典的経路はまず市中銀行による企業への貸出による通貨

→ するには銀行と企業は当座取引契約で結ばれていなければならない。したがって本来の銀行とは当座預金取扱銀行ということになる。

8) 簡単化のため、各企業は同一銀行と取引すると仮定する。

9) 川合一郎（1981：80）。

10) 現代の中央銀行信用の特質を論じる際に、もっぱら不換銀行券を取り上げて中央銀行当座預金について言及しない文献が多々みられるが、「債務による貸付」という信用制度としての銀行による貸出の形態的特質を軽視するものと言えよう。

の供給である。やがて賃金の支払いのために市中銀行からの現金通貨の引き出しが生じると、市中銀行は中央銀行に信用供与を求める。そこで中央銀行は市中銀行に当座預金でもって貸出をする。すなわちマネタリー・ベースが増大する。そして市中銀行が現金準備の不足を補うために当座預金を引き出すことによって銀行券が流通界に入っていく。市中銀行から引き出された銀行券は主に家計部門による消費支出に用いられ、家計部門が銀行券でもって財やサービスを購入すると、企業部門に売上代金として銀行券が流入する。企業部門がその売上代金でもって銀行からの借入金を返済すると銀行券は市中銀行に還流する。そこで市中銀行は還流してきた銀行券でもって中央銀行債務を返済すると、中央銀行の貸借対照表上の資産側の貸出が減少し、負債側の銀行券が減少する。中央銀行に銀行券が還流するのでマネタリー・ベースが減少する。このように中央銀行債務の履行として中央銀行窓口から流出した銀行券は、流通界において財サービスの売買を媒介し、やがて中央銀行の窓口に戻流するという運動を繰返している。すなわち「銀行券の発行」と「銀行券の還収」と呼ばれる循環運動である<sup>11)</sup>。

しかし現行信用制度において、マネタリー・ベースが増大して新規通貨が流通界に流入する経路は、中央銀行による市中銀行貸出だけがではない。政府の発行する国債が既に市中で大量に消化されている場合には、中央銀行が市場から既発行の国債を購入するというルートからも新規の通貨が発行されるのである。具体的には、中央銀行が買いオペで市中銀行から国債を購入すると、購入代金が市中銀行の中央銀行当座預金口座に振り込まれるので、銀行の準備が増加しマネタリー・ベースが増大する。これが現代の通貨制度における中央銀行によるもう一つの通貨供給ルートである<sup>12)</sup>。国債が発行され市中消化された時点では、民間部門の通貨が吸収される代わりに政府の中央銀行当座預金が増加するので、マネタリー・ベースは変わらなかった。しかし中央銀行が買いオペで国債を購入すると、民間部門のマネタリー・ベースが増加し新規の通貨が供給されることになる。

このように国債を売って増加した市中銀行の中央銀行当座預金は、さきの中央銀行からの借入れによって生まれた当座預金と違い返済圧力が働かない。したがって、こうした当座預金から現金引き出しとして、中央銀行の窓口から引き出された銀行券相当額は、中央銀行には戻らずに流通を続けることになる。すなわち、一方の中央銀行の信用供与によって供給されるマネタリー・ベースは、典型的に「銀行券の発行」と「銀行券の還収」に見られるよう

11) 日本銀行（2011：50-51）。

12) わが国では1962年に、市中銀行への貸出に代えて主として債券の売買操作によって供給する「新金融調節方式」が導入された。そこで今日では、これら二つの通貨供給ルートの違いは、日本銀行による公開市場操作の「一時的オペ」と「永続的オペ」の区別に対応している。日本銀行による公開市場操作の「一時的オペ」と「永続的オペ」の区別については、白川方明（2008：152-157）を参照。



に、生成と消滅の循環運動を繰返すのに対して、他方の国債の買入れによって供給されるマネタリー・ベースは、回収による消滅という経路が閉ざされているので、国債の売りオペによって市場から吸収されないかぎり流通に滞留する。

中央銀行の当座預金の発行による新規の貸出や国債の買入にともなうマネタリー・ベースの増大に加え、マネタリー・ベースが増大する経路として政府の硬貨発行による通貨供給がある<sup>13)</sup>。現行通貨制度下では支払完了性のある通貨として、中央銀行の発行する銀行券や当座預金と並んで政府の発行する硬貨が流通している。硬貨も通貨当局の発行する通貨であるから、硬貨発行による収入もシニョリッジに加えられる。わが国では硬貨は造幣局（独立行政法人）によって製造され、それを政府が日本銀行へ交付した時に、その額面金額がいったん日本銀行の貸借対照表の負債項目である政府の当座預金に振り込まれるが、ただちに当座預金から別口預金に組み替えられ、日本銀行が市中銀行に払い出した段階で、別口預金から当座預金に組み戻されるという経理がおこなわれている<sup>14)</sup>。すなわち日本銀行が引き取った硬貨が市中銀行によって引き出された時点で、政府の当座預金が増加してマネタリー・ベースが増加する<sup>15)</sup>。政府発行の硬貨は中央銀行当座預金のように中央銀行の債務として流通に入るのではないので、政府に還流してきて減少するという経路がない。したがって、中央銀行信用の履行として中央銀行窓口から流出する銀行券が「銀行券の発行」と「銀行券の回収」という還流運動を繰返すのとは異なり、硬貨は永久に流通界に留まって流通し続けている。そして政府による新規の硬貨発行によって年々累増するのである。

### III. シニョリッジの概念

さきに述べたようにニョリッジとは何かとなると必ずしも明確ではなく、経済学者による概念や定義は多様で必ずしも統一されていないが、本節ではこれまでの代表的なシニョリッジ概念を検討しながら、前項で考察した信用制度と通貨供給の観点から、次節でのわれわれのシニョリッジ概念の呈示へと繋ぎたい。前節で見たように市中銀行も当座預金でもって貸付をおこない利子収入を稼いでいる。そして市中銀行の当座預金には中央銀行券や中央銀行当座預金と違い支払完了性はないが、企業間の取引の決済手段として機能することから、一

13) 閉鎖経済を想定しているので、外貨の買入れによる通貨供給を無視する。

14) 日本銀行（1997：109-110）、大久保和正（2004：2-4；6-7）。

15) 政府が日本銀行に硬貨を交付した段階で政府のシニョリッジが発生するとする見解（小栗，2006）もあるが、現行の経理法によると政府の当座預金が実際に増えるのは硬貨が中央銀行から払い出された時点である。わが国の通貨制度下では政府硬貨は政府貨幣のように政府による財サービスの購買によって流通に直接投入されるのではなく、民間部門による需要があって初めて流通に投入されるという形態をとっているのである。

般に預金通貨として通貨供給量に入れられる。わが国においても市中銀行の当座預金は預金通貨としてマネー・ストック  $M_1$  に入れられている。

市中銀行の企業貸出による当座預金の発行は新規通貨の供給である。前節で見たように、新規に発行された当座預金は、小切手流通を介して企業間取引を媒介しながら、各企業の当座預金口座に順次振替えられ徐々に現金で引き出され、最終的に現金通貨に転換されて消滅する。一見すると、市中銀行の発行する当座預金は、最終的に現金で引き出されるので通貨の供給量を増加させることが不可能のように見える。しかしながら銀行制度全体でみれば、現金の引き出しは給料日毎におこなわれるので、家計部門から漸次に流入する企業の売上代金を現金準備に用いることができるから、当座預金債務に対する現金準備の比率は100%以下となる。これが銀行による信用創造と呼ばれる現象で、市中銀行も商品取引に必要な通貨を供給していることになる。したがって古典的なシニョリッジ解釈のように、通貨発行益を通貨の発行に伴う収入と広義に捉えるならば、市中銀行による当座預金の創造による貸出利子もシニョリッジに入ることになる<sup>16)</sup>。

ただし市中銀行は商品取引に必要な新規通貨を信用創造しているだけでなく、貯蓄を投資に向けるいわゆる金融仲介業務も当座預金口座を用いながら兼業しているので、当座預金残高のうち信用創造に基づく残高がどれだけかを特定するのは容易ではない。また現金通貨や日本銀行当座預金と違って当座預金には支払完了性がないので、本稿も多くの文献と同じく、シニョリッジを政府ならびに中央銀行による、すなわち通貨当局の通貨発行による収入に限定し、市中銀行の信用創造による利子収入はシニョリッジには加えない<sup>17)</sup>。

つぎに通貨当局が通貨発行によって獲得するシニョリッジをどう規定するかで見解が分かれている。すなわちシニョリッジを通貨発行による総収入と捉えるか利潤（純収入）と捉えるかの相違である。前者は差し当たり通貨発行に要する費用を度外視して、通貨当局が通貨の発行によって獲得する収入をシニョリッジとする見解であり、後者はシニョリッジを、通貨の発行によって獲得した収入から通貨の発行と管理に要する費用を差引いた利潤とする見解である<sup>18)</sup>。銀行券のように発行費用が比較的少額であれば両者の違いはさほど重要な問題にはならないが、実際には通貨の発行と管理に費用がかかり両者は相違するので実証研究には重要な問題となるが、本稿の主目的はシニョリッジの理論的分析なので、以下の分析ではシニョリッジを通貨発行による利潤ではなく収入と定義する<sup>19)</sup>。

16) 川合一郎（1953）は日銀剰余金を貨幣の節約益と捉え、商業銀行も貨幣の節約益に貢献していると考えている。

17) Neumann（1992）も民間の預金取扱金融機関による預金創造を認めるが、シニョリッジをマネタリー・ベースの創造による政府の収入に限定している（p. 29）。

18) Baltensperger and Jordan（1998: 75）。

19) Neumann（1992）は、理論的分析では費用ゼロの想定は許されるが、実証分析では費用ゼロの想定は維持されないと述べている（p. 1-2）。

さらに通貨当局が発行してシニョリッジ生みだす通貨に関して見解が分かれている。たとえばオーストラリアの中央銀行であるオーストラリア準備銀行（Reserve Bank of Australia）は、通貨当局による銀行券と硬貨の発行から得られる利潤のみをシニョリッジと捉えている。すなわちオーストラリア準備銀行は、銀行券債務以外に預金債務（総債務の約3分の1）によって収益をあげていることを認めているが、預金債務による収益は「銀行券発行に関連していない」としてシニョリッジから排除している<sup>20)</sup>。シニョリッジをもつばら銀行券と硬貨の発行による収益であると規定するのは定義上の問題であるが、前節で考察したように現代の信用制度下の通貨の発行メカニズムを考えるならば、シニョリッジを「銀行券発行」にのみ関連づけて定義するのは正しいとはいえないであろう。現行の信用制度の下では、中央銀行による当座預金債務による信用供与が先行し、銀行券はあくまで中央銀行による預金債務の履行として発行されるからである。銀行券が発行される時には、中央銀行の貸借対照表上の当座預金債務が減少して、銀行券債務が増加するという債務の代替がおこるにすぎない。したがってオーストラリア準備銀行とは違い、本稿では通貨当局が発行してシニョリッジを獲得する通貨を、政府の発行する硬貨と中央銀行の発行する当座預金ならびに銀行券の中央銀行通貨からなるマネタリー・ベースと規定する<sup>21)</sup>。

以上から、われわれはシニョリッジを、通貨当局による支払完了性のあるマネタリー・ベースの発行にともなう「民間部門から通貨当局への富の移転」と規定する。通貨当局の発行するマネタリー・ベースは政府の発行する硬貨ならびに中央銀行によって発行される中央銀行通貨、すなわち当座預金と銀行券からなっている。つぎに通貨当局が通貨の発行によって民間部門から獲得するシニョリッジを具体的にどう把握し、それをどう測定するかが問題となる。シニョリッジを把握し測定するアプローチには代表的な二つのアプローチがある。キャッシュフロー・アプローチと債務アプローチである<sup>22)</sup>。

# (1) キャッシュフロー・アプローチ

キャッシュフロー・アプローチは、金属貨幣の発行によって獲得される収入という、伝統的なシニョリッジの捉え方を引き継ぐもので、現代ではとりわけ政府による硬貨発行によって獲得される収入に適用される。政府が硬貨を発行することによって獲得する収入がシニョリッジとなり、その額は新規に発行された硬貨の額面金額となる<sup>23)</sup>。すなわち、

20) Reserve Bank of Australia (1997: 1-2)。

21) 中央銀行の当座預金と銀行券を合わせて、中央銀行通貨と呼ばれることがある（日本銀行，2011：6）。

22) Reserve Bank of Australia (1997) の区分法による（p. 1-2）。

23) 本稿ではシニョリッジを通貨発行による総収入と捉えているが、シニョリッジを利潤と捉えるならば硬貨の額面金額から製造費用を差引いた純収入となる。



$$S_C = \Delta C \quad (1)$$

ここで、 $S_C$  は硬貨発行にともなうシニョリッジで、 $\Delta C$  は硬貨の増加額である。以下では、簡単化のために閉鎖経済を想定し、インフレーションを無視する<sup>24)</sup>。前節で述べたように、わが国の経理では政府が硬貨を日本銀行へ交付した時に、その額面金額がいったん日本銀行の負債である政府の当座預金に振り込まれるが、ただちに当座預金から別口預金に組み替えられ、日本銀行が硬貨を市中銀行に払い出して時点で、別口預金から当座預金に組み戻され政府の当座預金が増加してシニョリッジが生まれる。しかしカナダでは造幣所によって硬貨が販売された時点で硬貨発行のシニョリッジが生まれるというように<sup>25)</sup>、経理上の相違からシニョリッジの発生時が硬貨の流通に入る時点か発行時点かの違いがあっても、硬貨残高の増加額が硬貨発行によるシニョリッジになることに相違はない。

ところで、たとえばわが国における政府による硬貨発行額は2012年で1,766億円にすぎず<sup>26)</sup>、中央銀行の発行によるマネタリー・ベースに比べて極めて少額であり、現行の通貨制度では中央銀行によるマネタリー・ベースが通貨発行の大部分を占めているのが現実である。そこでキャッシュ・アプローチから、現代の信用制度における通貨の大宗を占める中央銀行によるマネタリー・ベース発行にともなう収入を、硬貨の発行にともなう収入になぞらえて、年々のマネタリー・ベースの増加額をもってシニョリッジと捉えるのがマネタリー・シニョリッジ概念である。紙券の不換銀行券の製造コストや当座預金取引コストを無視するならば、マネタリー・シニョリッジを求める計算式は以下のように書かれる。すなわち、

$$S_M = \Delta MB \quad (2)$$

ここで、 $S_M$  はマネタリー・シニョリッジであり、 $\Delta MB$  はマネタリー・ベースの増加額、(期末のマネタリー・ベース)－(期首のマネタリー・ベース)である。硬貨発行によるシニョリッジと同じく年々のマネタリー・ベースの増加額（ストック増）をシニョリッジと捉える。したがって、硬貨発行のケースを考えれば理解しやすいように、シニョリッジはマネタリー・ベース発行時の一度限りの収入となり、マネタリー・ベースが増加し続けなければシニョリッジは生まれないのである。それに対してシニョリッジをフロー収入と捉えるのが、つぎの債務アプローチである。

24) 本稿ではインフレを無視するので、シニョリッジの一形態とみなされる、いわゆる「インフレ税」も無視される。

25) Bank of Canada (2012)。

26) 造幣局、年銘別貨幣製造枚数 (<http://www.mint.go.jp/coin/data/nenmeibetsu.html>)。

## (2) 債務アプローチ

債務アプローチは、現代の信用制度下における通貨発行に適応しようとしたアプローチで、通貨を発行者の債務として扱う。現行通貨制度ではマネタリー・ベースのほとんどが、中央銀行の貸借対照表の債務項目である銀行券発行残高と当座預金から構成されているからである。そこで、中央銀行が無利子のマネタリー・ベースを発行して、貸出および国債購入に運用して得る収入をシニョリッジと捉えるのが債務アプローチである。これをマネタリー・ベースを保有する民間部門側から、無利子のマネタリー・ベースを保有することで、運用するならば得られる収益を逸失していると捉えるのが機会費用シニョリッジ概念である。債務アプローチによる機会費用シニョリッジは以下の計算式によって求められる。すなわち、

$$S_0 = i \times MB \quad (3)$$

ここで、 $S_0$  は機会費用シニョリッジで、 $i$  はマネタリー・ベースによる貸出金利および利回りの平均である。機会費用シニョリッジはマネタリー・ベース額だけでなく金利の変動によっても影響を受けることになる。

そこで、(1) 式の政府の硬貨発行によるシニョリッジは別にして、現代の通貨制度における中央銀行のマネタリー・ベース発行によるシニョリッジは、キャッシュフロー・アプローチによるマネタリー・シニョリッジなのか、それとも債務アプローチによる機会費用シニョリッジなのか問われることになる。マネタリー・シニョリッジと機会費用シニョリッジの両概念のどちらが正しいのか、あるいは両概念はシニョリッジを異なる角度から捉えていてどちらも正しいのか、これらの間に答えるべく、まず、両概念の(2)式と(3)式の間に関連性を求める主張を手掛りに考察をすすめよう。

まず、両概念はシニョリッジを異なる視点から捉えているとして、(2)式と(3)式に関連性を求める主張である。すなわち、 $S_M$  と  $S_0$  が等しくなるのは、 $\Delta MB = i \times MB$  から、

$i = \frac{\Delta MB}{MB}$  である。したがって、中央銀行の貸出金利とマネタリー・ベースの増加率が等しい

と、マネタリー・シニョリッジと機会費用シニョリッジが等しくなるというのである<sup>27)</sup>。しかしながら、中央銀行の貸出金利とマネタリー・ベースの増加率が、必ず等しくなるという必然性はないので、マネタリー・シニョリッジと機会費用シニョリッジが等しくなったとしても偶然ということになるだろう。

つぎは永久債の現在価値を求める公式から両式の密接な関係を説明しようとするものである<sup>28)</sup>。すなわち、(3)式の債務アプローチで求められるシニョリッジは、マネタリー・ベー

27) Reserve Bank of Australia (1997: 1-2)。

28) 深尾光洋 (2007: 62-63)。同じく小栗 (2006: 27) も参照。

スを発行してたとえば1年間に得る収入であり、将来に受取る利子収入は考慮されていない。しかし、もし中央銀行が満期になっても保有国債を借り換えて永久に保有するならば、国債の金利収入は確定しているから、国債の購入時点で将来の金利収入の割引現在価値をシニョリッジと認識できるとする<sup>29)</sup>。しかしながら、この説明では(2)式と(3)式の「密接な関係」を説明したことにならないであろう。将来の利子収入の割引現在価値からシニョリッジを求めるのは(2)式であって、(3)式ではないからである。したがって、(3)式の $S_0 = i \times MB$ をもとに、 $MB$ からの将来の金利収入の現在価値を求めても、永久債の現在価値を求める公式、現在価値 = 毎期の金利収入  $\div i$  から、将来の金利収入の現在価値 =  $(i \times MB) \div i = MB$  となり、 $\Delta MB$  にはならないのである。

以上から、マネタリー・シニョリッジと機会費用シニョリッジの両概念に関連性を求め、(2)式と(3)式が同じシニョリッジを対象にした計算式であるとみなすことは難しいことになる。もし両概念が同じシニョリッジを捉えているとみなすならば、少なくとも両概念が共に正しいということにはならない。そこで考えられることは、そもそも中央銀行のマネタリー・ベース発行にともなうシニョリッジには二つの異なる源泉があり、それぞれの概念は異なる収入をシニョリッジと捉えているということである<sup>30)</sup>。そこで次節では、現代信用制度における通貨の循環と流通運動という観点から、中央銀行によるマネタリー・ベースの発行にともなう二つの異なる収入の特徴を明らかにし、それらはどのようなプロセスを経て「民間部門から通貨当局への富の移転」となるかを解明する。

#### IV. 通貨の循環および流通とシニョリッジ

通貨当局が獲得する中央銀行の通貨発行によるシニョリッジが二つの収入から構成されていることを明らかにするために、政府の硬貨発行によるシニョリッジを別にして、中央銀行信用によるマネタリー・ベース発行にともなう通貨当局のシニョリッジに焦点をあてる。第2節で考察したように、現代の信用制度においては中央銀行による信用供与は当座預金による貸付が先行し、銀行券は基本的に当座預金債務の履行として発行されるという特徴があった。すなわち中央銀行は当座預金による信用供与の時点で金利収入を獲得しており、中央銀行から銀行券が発行される時点では単に中央銀行の貸借対照表上の当座預金債務から銀行券

29) ただし深尾氏は日銀が金融引き締めのために売りオペをする必要があるから、日銀が国債を永久に保有すると考えるのは間違いであるとしている(深尾, 2007: 63)。

30) 通貨発行にともなう収入が二つの収入源からなることを最初に指摘したのは、Drazen (1985) である。その後、こうした方向での研究が Neumann (1992) および Rovelli (1996) 等によって進められてきた。本稿のシニョリッジ研究もこうした方向に沿うものである。

債務への債務の代替がおこるにすぎない<sup>31)</sup>。したがって、中央銀行の負債側の銀行券と当座預金の構成の相違からは、中央銀行のマネタリー・ベースの発行によるシニョリッジを分ける論拠はでてこない<sup>32)</sup>。

そこで貸借対照表の資産側に視点を移し、資産構成の相違がいかに通貨当局の獲得するシニョリッジに相違をもたらすかを考察する。問題の簡単化のために、まず中央銀行の資産は民間銀行に対する短期の貸出と長期国債の保有の二つからなると想定する。また本稿では閉鎖体系を想定しているので外国為替は度外視され、さらに政府の硬貨発行によるシニョリッジに関連がある資産項目の現金も無視される。こうした想定の下での中央銀行の資産構成は以下の3通りが考えられる。第1に、もっぱら民間銀行に対する貸出から構成されているケース、第2に、資産が民間銀行への貸出と国債の混成からなるケース、第3に、中央銀行の資産がすべて国債からなるケースである。

第1のケースは、経済発展途上国におけるように貯蓄が乏しく金融市場としての債券市場が発展していない段階にみられる。わが国でも戦後の復興過程において日本銀行による通貨供給がもっぱら民間銀行への貸出によって遂行されていた。いわゆるオーバー・ローンと呼ばれる、民間銀行による日本銀行の貸出への過度な依存という現象である<sup>33)</sup>。これは第二次大戦中に発行された国債が戦後のインフレーションによって価値が暴落して紙屑になったこと、戦後はいわゆる赤字国債の発行が原則的に禁じられていたことから、日本銀行が買いオペで通貨を供給するためのオペ対象債券がなかったからである<sup>34)</sup>。つぎに第2のケースは、中央銀行信用が民間銀行への貸出と並んで国債の買入によっても供与されるケースである。わが国では、昭和37（1962）年のいわゆる新金融調節方式によって、経済の成長にともなうて増加する必要通貨（いわゆる成長通貨）が、貸出によってではなく債券の買入によって供給されるようになった<sup>35)</sup>。第3は、政府の発行した国債が既に大量に民間部門によって保有されており、中央銀行がもっぱら国債の買いオペによって通貨を供給するケースである。

わが国では債券市場の整備や金利自由化の完了を背景に、1996年以降は、原則的として短期資金もオペレーションによって供給されるようになっていく<sup>36)</sup>。すなわち第2のケースで、

---

31) 本稿ではシニョリッジを総収入と捉えているので、銀行券の発行や管理費用と当座預金の運営費用との相違は無視される。

32) Neumann (1992: 311)。

33) 当時のオーバー・ローンと新金融調節方式をめぐる代表的な論説として、金融制度調査会（1963）を参照。

34) その他に中央銀行による金・外貨の買入れによる通貨供給も不十分であった（金融制度調査会（1963年：48））。

35) 本格的な国債の購入による成長通貨の供給は、昭和40（1965）年に戦後はじめて長期国債が発行され、翌年に公社債市場が再開されるまで待たねばならなかった。

36) 日本銀行（2004：127）。

中央銀行の市中銀行銀行への短期の信用供与が相対から市場を通じた供与に変わったのである。金本位制度における通貨供給と違い、管理通貨制度では中央銀行が経済に必要な通貨量を金融政策や金融調整を通じて供給する。しかし変動し成長する経済にとっての適正通貨量を判定することは容易ではない。そこで中央銀行は市場金利、物価水準等々、諸々の経済指標をみながら適正通貨供給量を判断することになる。具体的には、たとえばわが国では日本銀行は主要指標のコール市場の無担保コールレートを、オペレーションによって短期資金を供給あるいは吸収して、目標水準（政策金利）に誘導させることで適正通貨量を供給しようとしている<sup>37)</sup>。こうした相対の貸出に代わるオペレーションによる通貨供給は、「市場機能の活用」によって適正通貨量を供給するという方針に沿うものである<sup>38)</sup>。しかし日本銀行の政策運営がより市場機能を活かした政策運営へと転換されても、第2節でみたように、日本銀行のマネタリー・ベースによる信用供与は、市中銀行に対する短期の信用供与と国債保有からなるということには変わりがない<sup>39)</sup>。

そこで信用制度下の通貨の循環および流通の観点から、中央銀行による市中銀行に対する短期の信用供与と国債保有によるマネタリー・ベース供給の違いを検討しよう。両者の相違点は短期と長期という信用供与の期間の違いに見えるが、通貨の循環および流通の観点からは、両者には単なる期間の長短という量的な相違ではない質的な相違がある。すなわち前者の市中銀行銀行に対する短期の信用供与は、もともとは企業が経済活動を遂行するために必要となる運転資本としての通貨需要を満たすために、市中銀行が企業に与えた信用を代位するものである。たとえば市中銀行が経済成長を代表している企業に信用を供与すると、やがて現金通貨が引き出されて市中銀行の現金準備が不足する。経済成長にともなって引き出される現金なので市中銀行間では補充されず、中央銀行によって供給されなければならない。それが中央銀行による市中銀行への短期の信用供与であり、中央銀行による流通に必要な通貨の本源的な供給である。

いま中央銀行が市中銀行に信用を供与して市中銀行の中央銀行当座預金に振り込むとしよう。中央銀行の貸借対照表の資産側で貸出が増加し、負債側で当座預金が増加してマネタリー・ベースが増加する。同時に市中銀行から中央銀行に貸出の利子収入が入るのでシニョリッジが発生する。市中銀行は増加した中央銀行当座預金から現金を引き出して現金準備を補充する。一方で企業は銀行からの借入金でもって原材料を購入し賃金を支払って生産を続け、やがて売上代金として流入してくる通貨でもって銀行からの借入金を返済する。そして

37) 日本銀行（2011：98）。

38) 日本銀行（2004：127）。

39) 日本銀行による公開市場操作は、前者が「一時的オペ」後者は「永続的オペ」と区別されている。註12）も参照。



企業から借入金を回収した市中銀行が中央銀行に借入金を返済すると、中央銀行によって供給されたマネタリー・ベースが減少する。このように中央銀行の市中銀行への信用供与によって供給されるマネタリー・ベースは、信用供与による生成と回収による消滅を繰返しつつ、経済成長にともなって増大する。より具体的には、信用供与によって生まれた当座預金の一部は、当座預金のままで銀行間における決済手段として機能しつつやがて中央銀行へ返済されて消滅し、残りは銀行券でもって中央銀行窓口から引き出され、主に消費者と企業間における取引を媒介しつつ、やがて市中銀行を経て中央銀行窓口へ還流するという循環運動をしながら生成と消滅を繰り返すのである。中央銀行の信用供与による生成とその返済による消滅というマネタリー・ベースの運動の目に見える姿が、中央銀行からの銀行券の流出（発行）と中央銀行への銀行券の還流（還収）という銀行券の循環運動である。

経済成長にともなって財やサービスの流通に必要な通貨量が増大して、中央銀行による市中銀行に対する信用供与が漸次増大するが、経済成長によって家計部門による貯蓄が累積し、公社債市場や株式市場等の金融市場が発展すると新たな通貨需要が生まれる。金融市場の発展とは発行市場が拡大するのはもちろん流通市場の拡大も意味する。流通市場における有価証券の売買は、機能的には「長期資金を短期資金でまかなうための出資・貸付の肩代わりすなわち資本転換」であるから<sup>40)</sup>、発行市場における新規発行有価証券の取引が拡大すれば、既発行証券の売買がスムーズにおこなわれるために流通市場も拡大しなければならない。そのために証券流通のための通貨が必要となる。財市場での財やサービスの取引に必要な通貨に加え、金融市場における金融商品の取引に必要な通貨が新たに必要となる。すなわち経済成長にともなって、財やサービスの取引に必要な通貨が増大するだけでなく、金融市場における既発行証券の売買に用いられる通貨も増大するのである<sup>41)</sup>。

しかしながら、金融市場における取引は既発行有価証券の所有権の移転取引であって、財市場における財やサービス等の商品取引とは異なっている。生産によって生成される財・サービスは、市場に投入され売買されて市場から離脱し、また新たに生産された財・サービスが市場に投入され離脱するということを繰返す。そこで財・サービスの取引のための通貨は、銀行による信用供与によって供給され、回収によって消滅するという循環を繰返す。それに対して、金融市場で取引される金融商品（その典型が株式）は、ひとたび発行されて市場に投入されると、発行会社の倒産や解散というケースを除き、市場から永久に離脱することなく繰返し市場で取引される。こうした金融市場における金融商品の取引を媒介する通貨は、財・サービスの取引を媒介する通貨と違い、生成と消滅を繰返すことなく金融市場に滞留し

40) 川合一郎（1981：230）。

41) 経済が発展すると金融取引が拡大するだけでなく、中古住宅や中古車取引、不動産取引および美術品・骨董品取引等々経済循環外の取引が拡大し、そのために必要とされる通貨量も大きくなる。

続けて流通する。

そこで金融市場にあって流通し続ける通貨はどのように供給されるかが問題となる。前節で見たように、硬貨は政府による中央銀行への交付によって外部から供給されるので、中央銀行当座預金のように貸出による供給→返済による還流という循環運動をせずに、中央銀行の窓口から払いだされると流通に留まって流通し続けるので、金融市場にあって取引を媒介しつづける通貨に相応しいように見える。しかしながら、硬貨は主に企業と消費者間の現金取引における釣り銭として用いられ、大口の金融取引には用いられない。したがって、中央銀行の信用供与による通貨の供給経路しか残っていない。しかし中央銀行による市中銀行に対する信用供与は、財やサービスの取引を媒介する通貨を供給するものであった。そこで、残された経路が中央銀行による長期国債の買入によるマネタリー・ベースの供給である。中央銀行はマネタリー・ベースを発行して国債を買い入れることによって、金融市場にあって金融取引を媒介する通貨を供給するのである。

すなわち、現代の信用制度の下での中央銀行信用による通貨の供給経路には二つあり、一つは中央銀行による市中銀行に対する短期の信用の供与と回収の繰り返しによって、フローとしての通貨が供給される経路であり、もう一つは中央銀行による長期国債の買入れによってストックとしての通貨が増大される経路であった。

つぎに、こうした中央銀行信用による二つの通貨供給経路にともなう収入がどのように算定され、それらが通貨当局のシニョリッジと如何なる関連にあるかを考究する。第1の市中銀行に対する短期信用の繰り返しで供給される通貨はフローとしての通貨であり、求められる収入はフロー収入であるから、さきの債務アプローチによって測定される。しかし前節の機会費用シニョリッジを求める(3)式、 $S_0 = i \times MB$ をそのまま利用することはできない。なぜなら、(3)式は中央銀行の資産構成を考慮せず、もっぱら負債側のマネタリー・ベースをもとにシニョリッジを求めているからである。ここで求められているのは資産側の市中銀行に対する貸付による利子収入である。したがって、中央銀行の市中銀行に対する短期貸出による収入( $S_L$ )は、貸出残高に貸出金利を乗じて算定される。ただし貸出の繰返しによって得られる利子収入はフロー収入であるから、より正確には、市中銀行に対する貸出の平均残高に平均貸出金利を乗じて求められる。すなわち、

$$S_L = i \times \frac{(L_{t-1} + L_t)}{2} \quad (4)$$

ここで、 $i$ は中央銀行の平均貸出金利で、 $L_{t-1}$ は中央銀行による市中銀行に対する $t$ 期の期首の貸出残高で、 $L_t$ は $t$ 期末の貸出残高である。

問題は中央銀行による国債保有によるマネタリー・ベースの供給によるシニョリッジである。中央銀行が当座預金を発行して国債を購入すると、当座預金は無利子であるから中央銀

行の収入は国債利子となる。いま国債の平均利子率も  $i$  とし、国債保有額を  $B$  とすると、国債保有による利子収入  $R$  は、 $R = i \times B$  で求められる。(4) 式の市中銀行に対する貸出の利子収入との違いはただ運用対象の違いにすぎないように見える。しかしながら、市中銀行に対する貸出の利子収入と国債保有による利子収入には、単なる運用対象の違いに解消されえない相違がある。たしかに中央銀行にとってはどちらも運用収入としては同じになるが、貸出によって市中銀行から受取る利子と違い、中央銀行が受取る国債利子は政府によって支払われる利子である。政府によって中央銀行に支払われた国債利子は、中央銀行の収益となって最終的に中央銀行から国庫納付金として政府に還流してくる<sup>42)</sup>。すなわち通貨当局内の内部取引である。それゆえ中央銀行が政府から受取る国債利子は中央銀行にとって収入となっても、政府と中央銀行を統合する通貨当局にとっては収入にはならない<sup>43)</sup>。したがって中央銀行が国債保有によって受取る利子収入は、シニョリッジを通貨当局の通貨発行にともなう「民間部門から通貨当局への富の移転」とするわれわれの定義からは外れることになる。

新規発行の国債が市中で消化された段階では、民間部門のマネタリー・ベースが減少し代わりに政府の当座預金が増えるので、マネタリー・ベースの量は変動しない。すなわち通貨の増発はおこらない。しかし中央銀行が既発行の国債を市場から買入れると市中銀行の中央銀行当座預金が増えるので、マネタリー・ベースが増大し通貨の増発おこる。いわゆる国債の貨幣化 (monetization) である<sup>44)</sup>。かつては政府が歳入不足を補うために紙幣を発行して財貨を買上げるという形で、政府紙幣が流通外から一方的に投入されたが、信用制度の確立している現代では、中央銀行による国債の買入れによって、還流せずに市場で流通し続ける通貨が供給されている。中央銀行による国債の直接引受けであれ、公開市場からの既発行債の買入れであれ、中央銀行が国債保有額を増加させた時点で国債の貨幣化がおこり、マネタリー・ベースが増大し通貨供給が増加する<sup>45)</sup>。

中央銀行による国債買入れによって、政府は民間からの有利子の借入を中央銀行からの無利子の借入れによって借り換えたのである。中央銀行の国債の買入れによる政府の債務の事実上の棒引きである。中央銀行のマネタリー・ベースの供給による国債保有によって受取る国債利子は、通貨当局にとってはシニョリッジにはならないが、政府の民間に対する利付

42) わが国では「日本銀行法」第53条で、剰余金を政府に納付することが決められている。ただし中央銀行が利益を留保することが許されている国もある。たとえば、スイスでは1990年代まで Swiss National Bank は利益を政府にほとんど移転していなかったという (Baltensperger and Jordan 1998: 76)。

43) Neumann (1992: 31)。

44) Rovelli (1994: 22)。

45) Rovelli (1994: 22), Pederson and Wagner (2000: 22–23)。わが国では「財政法」により日本銀行による国債の直接引受けが原則禁じられているが、マネタリー・ベースが増大することでは、直接引受けと買いオペの区別はない。

債務が中央銀行に対する無利子債務に転換されることで、政府は利払いを永久に免除され返済する必要もなくなる<sup>46)</sup>。これが中央銀行による国債の買入れにともなう通貨当局にとってのシニョリッジとなる。

第2節でも見たように、閉鎖体系を想定すれば、現代の信用制度における通貨の供給は、中央銀行による信用供与による通貨供給、中央銀行による国債の貨幣化による通貨供給、および政府の硬貨発行による通貨供給からなっている。中央銀行は、一方で自ら「受ける債務による貸付」という信用制度特有の形態をとりながら通貨を供給しつつ、他方で国債の買入れによって政府に対する（事実上無利子での）貸付という形態をとりながら、政府による通貨の本源的供給を仲介しているのである。こうした二重の業務が、中央銀行によるマネタリー・ベースの発行と回収を介しながら絡み合って遂行されているので、中央銀行の負債項目の当座預金は市中銀行に対する貸付を表し、銀行券は国債の貨幣化による通貨供給を示しているとは単純に言えないのである<sup>47)</sup>。

中央銀行が市中銀行から国債を買入れることで供給される通貨は市中銀行の当座預金に振り込まれ、マネタリー・ベースが増大する。中央銀行による国債買入れによって政府の民間部門に対する有利子債務が事実上無利子債務に転化する<sup>48)</sup>ので、政府には積極的に中央銀行の保有国債を償還しようとするインセンティブがなくなる。政府と中央銀行を統合した通貨当局としてみれば、中央銀行による国債の買入れによって、中央銀行による保有国債の利払いが永久に免除されることになる。この永久に利払いが免除される利益が国債の貨幣化によるシニョリッジである。この国債の買入れによるシニョリッジは中央銀行が国債を買入れた時点に発生するのであるから、シニョリッジの算定には中央銀行の国債保有残高ではなく、中央銀行による国債保有の増加額が問題となる。

いま中央銀行による国債保有高の増額を  $(B_t - B_{t-1}) = \Delta B$  とし、国債の利子率を  $i$  とするならば、毎期のキャッシュフローは  $(\Delta B \times i)$  となる。そこで、永久債の割引現在価値を求める公式、現在価値 = (毎期のキャッシュフロー)  $\div i$  を用いて、永久に利払いが免除されることの収益を算出する。すなわち、中央銀行による国債保有高の増額が  $\Delta B$  で、国債の利子率が  $i$  ならば、毎期のキャッシュフローは  $(\Delta B \times i)$  であるから、永久に利払いが免除されるこ

46) 中央銀行による国債保有は通貨当局内部における債権債務関係となり相殺される。政府には積極的に国債を償還しようとする誘因は失われるが、中央銀行にはインフレを回避するための償還という誘因は残る。

47) さきに見たように、オーストラリア準備銀行は、市中銀行や政府預金の見返り資産からの収益は、銀行券発行に関連しない中央銀行機能から生まれる収益であるから、銀行券の見返り資産からの収益と区別すべきであると主張している (Reserve Bank of Australia 1997: 2)。しかしながら、それは不可能である。

48) わが国では、財政法第5条で日本銀行による国債引受が原則禁じられているが、償還期限の到来する保有国債の借換えのための引受は認められている。

との収益,  $S_B$  は以下のようにして求められる。

$$\begin{aligned} S_B &= \frac{(\Delta B \times i)}{(1+i)} + \frac{(\Delta B \times i)}{(1+i)^2} + \frac{(\Delta B \times i)}{(1+i)^3} + \dots \\ &= \frac{(\Delta B \times i)}{i} = \Delta B \end{aligned} \quad (5)$$

すなわち、中央銀行による国債の買入れによる通貨当局にとってのシニョリッジは、中央銀行による保有国債の増加額となる。 $S_B = \Delta B$  である。したがって、現代の管理通貨制度における通貨当局による通貨発行にともなうシニョリッジは、政府による硬貨の発行額 ( $S_C$ )、中央銀行による市中銀行に対する貸出による金利収入 ( $S_L$ )、および中央銀行による国債保有の増加による収益 ( $S_B$ ) からなる。すなわち、通貨当局のシニョリッジ ( $S$ ) は、

$$S = S_C + S_L + S_B = \Delta C + i \times \frac{(L_{t-1} + L_t)}{2} + (B_t - B_{t-1}) \quad (6)$$

である。

## V. お わ り に

現代信用制度における通貨の循環ならびに流通という観点から、現代の管理通貨制度における、通貨当局によるマネタリー・ベースの供給は、政府による硬貨の供給を別にすれば、中央銀行の信用供与による生成および回収による消滅を繰返しながら循環する通貨の供給と、国債の買入れによって市場に留まりながら流通し続ける通貨の供給という二つの経路からなることを明確にした。それによって、通貨当局が通貨発行にともない民間部門から受け取るシニョリッジは、政府の硬貨発行収入、中央銀行の市中銀行への貸出収入、ならびに中央銀行の国債の買入れによる国債の貨幣化からなることが明らかにされた。最後に本稿のシニョリッジの理論的考察に関連する文献を簡単に概観して終わりたい。

現代の信用制度における通貨発行による収入を正しく捉える方向を示し、通貨供給にともなう収入は二種の収入からなることを最初に指摘したのは **Drazen** (1985) である<sup>49)</sup>。彼によると、政府には課税当局としての役割と貨幣の独占的生産者としての役割があり、前者の役割によるのが、「人々がすでに一定水準の実質残高を保有している時に名目貨幣供給を増加させることからの収入」で、後者の役割によるのが、「一定水準の残高を保有したいという人々の要望に基づいて貨幣の独占的発行者が獲得する利潤」である<sup>50)</sup>。しかし **Drazen** は政

49) **Drazen** (1985) はシニョリッジの用語を用いず、inflation tax revenue という用語を用いている。

50) **Drazen** (1985: 327)。



府の役割を区別しているが、政府と中央銀行が一体として捉えられ、マネタリー・ベースの増加と国債の貨幣化の間に区別がない<sup>51)</sup>。現代の信用制度の下での通貨の発行プロセスや流通のメカニズムが具体的に展開されていないのである。

そこで Drazen のアプローチに沿って、より具体的に通貨の発行プロセスに触れながら、シニョリッジの二つの構成要素が、マネタリー・シニョリッジと機会費用シニョリッジであることを明らかにしたのが、Klein and Neumann (1990)、Neumann (1992) である。Neumann (1992) によると、第一の構成要素は中央銀行がマネタリー・ベースの増大と交換に公衆から受取る非貨幣資産の実質価値であり、第二の構成要素は中央銀行が非政府債務のストックから受取る利子収益である<sup>52)</sup>。すなわち Neumann は中央銀行が国債保有にともなって受取る国債利子は政府によって支払われるのであるから、通貨当局にとっては収入とはならず、通貨当局にとってのシニョリッジは民間部門に対する貸出の利子収入のみになることを明確にした。そのうえで、Neumann は通貨当局にとっての総シニョリッジに資産の評価益を含める拡大マネタリー・シニョリッジ (extended monetary seigniorage) 概念を提唱している。

本稿のシニョリッジ概念と Neumann の概念を対比するために、硬貨発行のシニョリッジと資産評価を無視して、上記の (6) 式で表すと、Neumann のシニョリッジは、 $S = \Delta MB + (i \times L)$  となる。民間部門に対する貸出金利収入については同じである。相違は、本稿ではマネタリー・シニョリッジとして測定される収入を保有国債増 ( $\Delta B$ ) と捉えているのに対して、Neumann はマネタリー・ベースの増加 ( $\Delta MB$ ) と捉えていることである<sup>53)</sup>。われわれは通貨の循環と流通の観点から、現代の信用制度における通貨の発行プロセスと流通メカニズムを分析し、マネタリー・シニョリッジとして測定される収入は中央銀行による国債の買入れによる国債の無利子化であることを明らかにした。

つぎに Rovelli (1994) は、Drazen と Neumann のアプローチに沿って、総政府シニョリッジ (total government seigniorage) 概念を提唱している。Rovelli によると、中央銀行の生み出したシニョリッジから政府が受取る部分に国債の貨幣化を加えたものが、総政府シニョリッジとなる<sup>54)</sup>。彼は政府と中央銀行を一体として捉えるのではなく中央銀行の独立性を認め、中央銀行の生み出すシニョリッジの全額が政府に収用されるとは考えていない。したがって、Rovelli のいう中央銀行シニョリッジには国債保有による国債利子も含まれ、その中央銀行シニョリッジのうちから政府に移転される部分が総政府シニョリッジの一要素となる。総政府

51) Rovelli (1994: 31)。

52) Neumann (1992: 31)。

53) 経済成長によって必要となる追加通貨がすべて国債の貨幣化によって供給されるなら、われわれと Neumann の算定は同じになるが、経済成長にともなって短期の民間貸出も増加するならば、Neumann のマネタリー・シニョリッジはわれわれの算定より大きくなる。

54) Rovelli (1994: 22–24)。

シニョリッジのもう一つの要素であるマネタリー・シニョリッジに関しては、Neumann がマネタリー・ベースの増加 ( $\Delta MB$ ) と捉えているのに対して、Rovelli は中央銀行による国債の買上げによる貨幣化 ( $\Delta B$ ) と捉えている。

本稿も中央銀行の国債の買入れによる貨幣化を通貨当局のシニョリッジの一要素と捉えているが、貨幣化の理解に大きな違いがある。本稿では政府が中央銀行に支払う国債利子は全額政府に還流するということを前提に、中央銀行による国債の買入れによって、政府は永久に利払いを免除されることになるので、永久に免除される利払いの割引現在価値を政府の収益とみなしている。それに対し、Rovelli は政府の支払う国債利子が中央銀行から政府へ還流するというを前提していないので、中央銀行による国債の買入れによって、政府は民間部門から中央銀行へ借り換えたことになるだけである。ただし国債の民間部門から中央銀行への借り換えによって、中央銀行の国債の買入代金が民間部門に支払われるので通貨の増発が生じる。Rovelli はこのことを指して国債の貨幣化と呼んでいると解される。われわれは、中央銀行の国債の買入れによって、新たに通貨が発行されるとともに政府が利払いを免除されることを国債の貨幣化と捉えている。したがって、われわれの通貨当局のシニョリッジの算定では、国債の買入時点に一括してマネタリー・シニョリッジ ( $\Delta B$ ) が計上されるだけであるが、Rovelli の総政府シニョリッジの算定では、買入時点に ( $\Delta B$ ) が計上されるだけでなく、さらに国債利子が中央銀行シニョリッジに含まれているので、中央銀行の利益が政府に還流されると二重計算になるだろう。

通貨発行にともなうシニョリッジは理論的問題であるとともに極めて実際的な問題でもある。わが国では日本銀行がデフレからの脱却を目指すとして、この四月（2013年）から「異次元緩和」と呼ばれる大胆な金融緩和政策を断行し、大量の国債を市場から買上げている。本稿で明らかにしたように、通貨供給の観点からは直接引受けと買いオペに違いはない。こうした巨額な日銀の国債買上げによって膨大なシニョリッジが発生している。インフレ期待へ働きかけるという緩和政策が結果として財政ファイナンスになるおそれがある。また、この間のわが国政府の日本銀行に対する対応を見るにつけ、Rovelli の強調する中央銀行の独立性について今一度検討する価値は十分にあるであろう。

本稿では閉鎖体系を想定しインフレを無視して、シニョリッジを理論的に考察してきた。外国為替や資産評価さらにインフレを考慮に入れた、わが国のシニョリッジの実証的研究が残された課題となる。

参 考 文 献

- Balrenperger, E. and T.J. Jordan (1997), “Principle of Seigniorage”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 133 (2/1): 133–152.
- (1998), “Seigniorage and the Transfer of Central Bank Profits to the Government”, *Kyklos*, Vol. 51 (1): 73–88.
- Bank of Canada (2012), “Backgrounders, ‘Seigniorage’”, Internet: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/11/seigniorage.pdf>.
- Black, S. (1992), “Seigniorage”, in Newman, Milgate and Eatwell (eds), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, Macmillan, London.
- Drazen, A. (1985), “A General Measure of Inflation Tax Revenues”, *Economic Letters*, 17: 327–330.
- Graziani, A. (2003), *The Monetary Theory of Production*, Cambridge Cambridge University Press.
- Hochreiter, E. and R. Rovelli, (1996), “Central Banks and Seigniorage: A Study of three Economics in Transition” *European Economic Review*, (40): 629–643.
- (2002), “The Generation and Distribution of Central Bank Seigniorage in the Czech Republic, Hungary and Poland”, *BNL Quarterly Review*, No. 223: 391–415.
- Klein, M. and M. Neumann (1990), “Seigniorage: What Is It and Who Gets It?”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 126 (2): 205–221.
- Neumann, M. (1992), ‘Seigniorage in the United States: How Much Does the U.S. Government Make from Money Production?’, *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 74 (2): 29–40.
- Pederson, E.H. and T. Wagner (2000), “Compilation of Seigniorage”, *Danmark Nationalbank Monetary Review*, 4<sup>th</sup> Quarter: 19–27.
- Reserve Bank of Australia (1997), ‘Measuring Profits from Currency,’ *Reserve Bank of Australia Bulletin*, July 1997: 1–4.
- Rovelli, R. (1994), “Reserve Requirements, Seigniorage and the Financing of the Government in an Economic and Monetary Union”, *European Economy: Reports and Studies*, Number 1.
- Schobert, F. (2001), “Seigniorage: An Argument for A National Currency?”, *Centre For European Policy Studies, Working Document*, No. 174.
- 大久保和正 (2004) 「政府紙幣発行の財政金融上の位置づけ——実務的観点からの考察——」 財務総合政策研究所ディスカッションペーパー (No. 04A-06)。
- 小栗誠治 (2000) 「中央銀行のシーニョリッジ、利益処分、資本」『滋賀大経済学部研究年報』 Vol. 7。
- 小栗誠治 (2006) 「セントラル・バンキングとシーニョリッジ」『滋賀大経済学部研究年報』 Vol. 13。
- 川合一郎 (1953) 「日本銀行剰余五十八億圓也——発券銀行の利潤の本質」『バンキング』 58号。
- 川合一郎 (1981) 『川合一郎著作集 第五巻 信用制度とインフレーション』 有斐閣。
- 金融制度調査会 (1963) 「オーバー・ローンの是正」『金融制度調査会の答申』、貝塚啓明編 (1972) 『金融政策』 日本経済新聞社、所収。
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策：理論と実際』 日本経済新聞出版社。
- 中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会 (2004) 『「中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会」報告書』 日本銀行金融研究所／金融研究／23004.8。
- 日本銀行財政収支研究会 (1997) 『新版 財政収支のみかた——わが国の国庫制度と財政資金の動き——』 とくわ総合サービス。
- 日本銀行金融研究所 (2004) 『増補版 新しい日本銀行 その機能と業務』 有斐閣。
- 日本銀行金融研究所 (2011) 『日本銀行の機能と業務』 有斐閣。
- 深尾光洋 (2007) 「通貨発行益とは何か」『日本経済研究センター会報』 2007.9 : 62–63。