

＜グレシャムの法則の視点から見た貨幣・通貨制度の歴史＞  
—貨幣・通貨の交換バランスが崩れた場合の対応の類型化—

平成 18 年 4 月 15 日

(財)国際通貨研究所 松井謙一郎

(要旨)

1. 「悪貨が良貨を駆逐する」というグレシャムの法則は、貨幣・通貨制度の歴史を振り返る際にしばしば引用される有名な法則であるが、本稿ではグレシャムの法則の観点から通貨制度の歴史を振り返る。
2. 最初に、グレシャムの法則に関係する概念として、逆選択・裁定取引・シニョレッジ(通貨発行益)・外部ネットワーク性の概念についてグレシャムの法則との関係で説明する。逆選択はグレシャムの法則との違いを、裁定取引はグレシャムの法則を別の側面から見た概念として、またシニョレッジ・外部ネットワーク性の概念については、グレシャムの法則の背景となっている概念としての位置付けで整理する。
3. その上で、グレシャムの法則の発生の例として、過去の事例として日本の貨幣・通貨の歴史を中心に、現代の事例として金ドル体制の崩壊・途上国における固定相場制度の放棄等を取り上げ、グレシャムの法則が過去の歴史上の事例だけでなく、現在においても妥当性を持っている事を見る。
4. 次に、通貨交換レートバランスが崩れた場合の事象として、概ね以下のようなパターンに類型化できるが、それぞれのパターンについての具体的事例と意義を考える。
  - (i)はグレシャムの法則であるが、(iv)はそれと逆の逆グレシャムの法則であり、これらを含む複数のパターンを想定している。
  - (i)固定交換レートによるリンクを放棄して交換レートは市場実勢に委ねる
  - (ii)強制的に良貨の流通を廃止して悪貨のみの流通に切り替える
  - (iii)悪貨に対して強力な裏付けをつけて信用の回復を図る
  - (iv)悪貨を強制的に廃止して良貨のみの流通に切り替える

(v)他の種類の悪貨を流通させて事態の改善を図る

5. このパターンについて見ると、前述の(i)の例としてはグレシャムの法則そのものに他ならず、歴史上の事例は数多くある。それ以外の(ii)から(v)に関しては、中南米地域の通貨制度が示唆する所が多く、特に近年のアルゼンチンの通貨制度の模索の事例を中心にこれらのパターンの具体例を見ていく。この関連で、ドル化・最適通貨圏・二極解との関係といった現代の国際通貨制度上の重要な論点との関係にも触れる。
6. 最後に、以上の考察を踏まえて、グレシャムの法則の貨幣・通貨制度における意義についてまとめる。歴史上の事例を通じて言える主な教訓は、以下の通りである。
  - ① グレシャムの法則が示しているように、通貨間の交換レートバランスを維持する事が困難になった状況では、悪貨が良貨を駆逐する事象が一般的に多く見られる。これは良貨を流通させるためには、デフレ的な状況となり経済が収縮する事が予想されるため、当局としてはインフレ的な状況にして経済を縮小させないような対応を取りがちである事が主な理由であると言えよう。
  - ② しかしながら、ここで留意しなければならないのは、「悪貨が良貨を駆逐する」という事が普遍的に常に成立するのではなく、前述の類型化の所で見た通りその時の状況によって通貨当局の様々な対応の結果として異なる結果になる事も十分有り得るという事である。更に重要な事は、通貨当局の対応は人為的なものであるため、ある対応を取った後それが失敗して他の逆行する対応にならざるを得ない等相対的なものであるという事であり、このような事例は歴史上相応に見られる。
  - ③ 特に通貨の流通が通貨に対する信任に大きく依存する現代においては、要因(通貨交換のバランスが崩れた背景、政府・通貨当局の置かれた状況)を総合的に勘案しながら事象を見ていく必要があるという事であり、それが現代においても一種の教訓として生き続けているグレシャムの法則の含蓄であるとも言えよう。

(本文)

## 1. グレシャムの法則の概要と関係概念

### ① 定義

- (ア) 「悪貨は良貨を駆逐する」という表現で良く知られているグレシャムの法則は、品位の劣る貨幣と品位の優良な貨幣が同時に流通する時、品位の優良な貨幣は退蔵、鑄潰、海外への輸出等の形で流通過程から消えて、悪貨のみが流通するようになる事を指している。
- (イ) 金属の貨幣が流通するようになると、金銀がその素材として使われるようになるが、一国の君主は財政窮乏打開の手段として、しばしば貨幣の質を落として乱発した。イギリスの商人・金融業者でエリザベス女王の王室代理人であったグレシャムは、品位の違うものに同じ価値を付けると悪貨のみが流通するようになると、女王への書簡の中で貨幣の改鑄を進言したときにこの旨説明したとされており、これがグレシャムの法則の名前の起源とされている。
- (ウ) 狭い意味でのグレシャムの法則は、前述した通りであるが、次のように金と銀のように異なる貨幣が並存して流通する場合もグレシャムの法則が発生する。同じ額面価値と同じ価値の金貨と銀貨が存在してそれらの交換比率が定められているとする。例えば米国大陸発見のように、ある要因で銀の供給が増えて市場価格が下がる場合には銀貨のみが流通するようになるがこれもグレシャムの法則といえる。欧州各国では産業革命以降基本的な通貨として金と銀が用いられるようになったが、この制度は長続きしなかった。それは金銀の相対価値が金銀の新鉱脈発見等の要因で大幅に変動したからである。特に銀の発見が多く、金より供給量が大幅に増えて希少価値の下がった銀は安くなる傾向になった。金と銀の交換比率は当時の通貨当局によって決められていたので、その場合にはその公定比率と市場での交換比率が異なってくる。このような状況においては、市場でより高く評価されている金属は退蔵される事となり、より低い価値の金属のみが流通する事になり、グレシャムの法則が発生する事になる。
- (エ) 中世・近代におけるグレシャムの法則は、前述した通りであるが、現代においてはグレシャムの法則の定義とは次のようになる。ある国・地域において流通している複数の通貨間での交換レートを安定的に維持している状況が、ある一定の変化を踏まえてバランスが崩れる状況を想定する。そのような状況で、価値が相対的に低い通貨

が、価値が想定的に高い通貨を駆逐する(価値の高い通貨が流通しなくなる)という事象が起きる事が経験的に多く見られ、このような法則をグレシャムの法則と呼ぶ。

## ② グレシャムの法則に関連する概念

次に、グレシャムの法則に関連するいくつかの概念について見てみる。

### (ア) 逆選択

逆選択というのは、市場において売手と買手の間での情報が非対称性である事の結果として、市場において質の劣る人・物が質の高い人・物を駆逐してしまうという現象を総称して呼んでいるが、中古車市場と保険の例が有名である。

中古車市場の例は、以下の通りである。売手は自分の車の質を十分知っているが、買手はこの点に対する情報は限られている。売手は、良質車は高い値段で売り、不良車は安い値段でも売ろうとするので、値段が下がるにつれて、中古車の供給は減り、平均的な質が低下する。買手は不良車をつかまされた時のリスクを考えて中古車の値段が高い場合には購入を控える。この場合には値段が下がるので、市場に出てくる中古車の平均的な質は下がり、良い車は中古車市場で取引されなくなり、質の悪い中古車が氾濫するというものである。

自動車保険の例は、事故率が高い人の保険への加入が増えると保険料が上昇し事故率の少ない人が保険に入らなくなる事で、保険の対象が事故率の高い人ばかりとなり、保険の質が悪化するというものである。

選択の結果として悪い種別(悪貨)が残るという結果においてはグレシャムの法則と逆選択は同じ意味を持っているが、逆選択の場合には売手と買手の間での情報の非対称性が前提となっている点で、厳密な意味ではグレシャムの法則とは異なっている。

### (イ) 裁定取引

グレシャムの法則で起きている事は、別の面から見ると裁定取引という側面も持っていると言える。すなわち、良貨を持っている人はそれを悪貨と一緒に使って流通させずに、より高く評価されている場所(海外への流出、退蔵等)へ持って行ってそれによって差益を得るという意味においては裁定取引そのものに他ならない。悪貨が良貨を駆逐するというグレシャムの法則には否定的な響きがあるが、情報の非対称性を前提とする逆選択としての関連で理解するより、むしろ裁定取引という経済合

理性に基づいた取引の結果として発生しているという事にも留意されるべきである。

中世の場合には、取引価値が異なった通貨が並存して流通しなくなるという過程において、裁定取引が発生していたと言える。また、後述するように、日本の歴史上で、金と銅の交換比率が日本と海外で異なっており、日本が開国した事によって大量の金が流出したという事例があるが、これは裁定取引の事例に他ならない。現代においては、このような裁定取引は直ちに行われて価格が調整され、このような状況は長続きしない。従って、本稿では、現代においてグレシャムの法則が発生するといった場合は、ある国・地域において流通している複数の通貨間での交換レートを安定的に維持していたが、これが維持できなくなるという状況を中心に考える。

#### (ウ) ショニョリッジ(通貨発行益)

通貨発行益と訳されるシニョリッジは貨幣・通貨発行が独占される場合の発行者が得る利益の事である。貨幣が鑄造されるようになると、鑄造貨幣の場合には素材と額面価値が乖離しやすくなる。貨幣の素材である金属の価値と額面価値が同じ場合には、通貨発行者にとって通貨を発行するインセンティブも無いため、素材の価値が額面価値より低い事が貨幣が流通し続ける条件とも言えよう。安い製造費で大量の額面の高い貨幣を製造した場合に、発行者は大きな利益を得る事ができる。グレシャムの法則が発生する状況で典型的に見られるのは、通貨発行者がシニョリッジによって得られる利益を増やしたい場合に、貨幣の改鑄を行う事である。その意味ではシニョリッジの存在がグレシャムの法則の背景にあるとも言えよう。

#### (エ) ネットワーク外部性

ネットワーク外部性とは、ある特定の物・手段がある一定以上の段階を超えて普及すると利便性が急激に増すという性質である。例えば、クレジットカードは発行枚数が少ない状況では利便性が低いが、発行枚数が増加していくにつれて、その利便性が急激に増すという事が考えられる。

通貨との関連で言えば、通貨の大きな機能として交換機能があるが、この機能については、その通貨の利用者が増える程利便性が増すという外部ネットワーク性に大きく左右されている。特に、国際通貨においてこの外部ネットワーク性が働いている事がしばしば指摘される。いったんある通貨が国際通貨としての地位を占めると、国

際経済取引における受容性がますます高まっていく事となり、国際通貨の他の条件が変化しても基軸通貨としての地位を容易に維持する事が可能となり、これは基軸通貨の慣性とも解釈される。

慣性が意味する所はたとえ悪貨であってもそれが一度定着して利便性を持つようになるとその地位を強めていくというものであるが、その意味ではグレシャムの法則を加速させているという位置付けであると言えよう。

### ③ 通貨の交換レートの変動が崩れた場合の対応の類型化

通貨の交換レートの変動が崩れた場合の通貨当局の対応として、以下のようなパターンとして類型化できる。

- (i)固定交換レートによるリンクを放棄して交換レートは市場実勢に委ねる
- (ii)強制的に良貨の流通を廃止して悪貨のみの流通に切り替える
- (iii)悪貨に対して強力な裏付けをつけて信用の回復を図る
- (iv)悪貨を強制的に廃止して良貨のみの流通に切り替える
- (v)他の種類の悪貨を流通させて事態の改善を図る

前述のような類型化したそれぞれのパターンについて、貨幣・通貨制度上の歴史の具体的な事例を踏まえて見ていく。先ず最初に日本の貨幣・通貨の歴史を通じて振り返り、グレシャムの法則が中心となるが、それ以外のパターンの具体的な事例についても言及する。また、グレシャムの法則の事例として、金ドル体制の崩壊や現代に至るまでの途上国における固定相場制度の放棄を取り上げる。更に (ii)(iii)(iv)(v)の例として中南米地域諸国の通貨制度の事例を中心に見ていきたい。

## 2. 日本の貨幣・通貨の歴史とグレシャムの法則

先ず最初に日本の貨幣・通貨の歴史の概要を振り返り、この中でグレシャムの法則が働いたいくつかの事例を取り上げる。

### ① 貨幣・紙幣・通貨の定義

日本の貨幣・通貨の歴史を振り返る前に、貨幣・紙幣・通貨の定義を発展段階を踏まえながら要約しておきたい。

(ここでは、貨幣は主として貴金属を原材料としたものでそれ自体でも相応に価値を持つ

もの、紙幣はそれ自体では価値を持たないもの、通貨は銀行制度の発展によって拡大した預金通貨という事で用語を使い分けた。)

- (ア) [物品貨幣] 古代から近世に至るまで、その時代・地域に応じて様々な物品ではあるが、人々の間での交換の媒介として特定の物が貨幣の位置を占めるようになる。
- (イ) [秤量貨幣] 物品では持ち運びの問題もあり、金・銀・銅のような貴金属が貨幣としての地位を占めるようになってくる。但し、その場合でも取引の都度計量(秤量)する事が必要であり、この点では不便であった。
- (ウ) [鑄造貨幣] 国家の統一が進んでくるにつれて、統一者は権力の象徴とも言える国家が重量・様式等を統一した貨幣を発行するようになってきた。但し、この場合にも国が財政難に陥ると貨幣の中の貴金属の成分を減らす(悪鑄)等して、通貨の価値が落とす事がしばしば行われた。
- (エ) [兌換紙幣] 前述したような形で鑄造貨幣の場合には、貨幣内の成分の調整によってインフレが発生するため、これを克服する制度として、金・銀等を紙幣の交換を保証した上で、紙幣が発行され、これは裏付を持った紙幣という意味で、兌換紙幣と呼ばれる。
- (オ) [不換紙幣] 世界恐慌のような深刻なデフレを経験した諸国は、兌換制度を放棄した。これによって金との兌換が保証されていない不換紙幣が発行される管理通貨制度が主流となった。
- (カ) [預金通貨] 銀行制度の発展によって実際に流通している現金だけでなく、銀行に預けられている預金も同等に通用するようになり、現代においては決済も含めて預金通貨の占める割合が圧倒的に多くなっている。

## ② 古代と中世の歴史

古代では律令制度の下で 708 年に初めて貨幣が発行され、以後 958 年に至るまで12種類の貨幣(これらは皇朝十二銭と総称されている。)が発行された。しかしながら、その後は、貨幣の製造が中止された。その結果として、中世(鎌倉・室町時代)には中国(唐・宋・明)から流入した貨幣が流通しており、それは12~16世紀の約5百年間にわたって続いた。このように長期間外国の通貨がある国で流通したという事例は珍しいが、この状況は後述する中南米の一部の国で米国の通貨であるドルを法定通貨としているドル化に似た状況と言える。

その後戦国時代になると、各地で金山・銀山の開発が進み、軍用金として金貨や銀貨が造られるようになった。

### ③ 江戸時代

#### (ア) 三貨制度

江戸時代には、政府が金・銀・銅(鑄)貨の3種類の貨幣が発行されるようになった。通貨間の交換比率は常に変動しており、また貨幣の流通も金貨は主として東日本で、銀貨は主として西日本で流通していたために、貨幣を交換する必要があり、この役割を担ったのが両替商であった。

また、当初は幕府は通貨発行権の独占のために藩が紙幣を印刷するのを禁止していた。しかし、その後幕府は藩の財政が窮乏化した事を背景に許可を行うようになり、藩札として藩は独自に紙幣を製造して流通させた。

#### (イ) 度重なる改鑄

江戸時代の貨幣の歴史は度重なる改鑄の歴史でもあった。

例えば、1695年に発行された元禄小判は、1601年に発行した慶長小判の3分の2の量しか金を含まない形で改鑄された。1601年に発行された小判は、徳川家康が貨幣の鑄造権を握って権力を安定させた事を知らしめるために発行されたものの、その後5代将軍の綱吉の時代に至るまで幕府財政は窮乏しておりこの改鑄を行う事で、政府は出目(差額収入)を取得するというのが改鑄の背景にあった。

この点では改鑄は目的を果たしたが、一方で貨幣量が増加した事によりインフレが発生した。このような事態に対応するために新井白石は1714年に正徳小判を発行して金の含有量を慶長小判の水準に戻したが、このため貨幣量が減少してデフレを招く事となった。

#### (ウ) 開国と金の流出

幕末の開国と同時に内外貨幣の交換割合が一分銀3枚＝洋銀1枚と定められた。当時の国内金銀比率は1:5であったのに対して、国際金銀は1:15と金の国際的価値が非常に高かった。そのため、洋銀1枚を一分銀と交換して、その一分銀を再び小判(金貨)と交換して、海外に持ち出して鑄潰して金として売却する事により、利益を生み出す行為が行われるようになった。結果として、日本から小判(金貨)が大量に流出して、国内には銀貨のみが流通するようになり、これはグレシャムの法則が働いた例であるとしてしばしば引用されるが、場所によって交換比率が異なる事

を利用した裁定取引に他ならない。

#### ④ 明治時代

##### (ア) 政府紙幣の発行(1968年)

明治政府が成立して、太政官紙幣が発行される事となった。もともと国家の窮乏を補填し、各藩に殖産興業資金を貸し出すことを目的としていたものの、新政府の權威が確立していない段階で発行され、兌換準備や発行額制限もなかったため、その価値は下落し、貨幣制度の混乱に拍車をかけた。

##### (イ) 円の誕生(1971年)

このような状況で、政府は欧州の主要国が金本位制度に移行していくのを踏まえて明治4年(1971年)に新貨条例を施行して貨幣制度の統一を図り、これまでの単位を改めて円を通貨単位として、ここに円が誕生する事となった。この円は、1円が1.5グラムの金として平価を定めた金本位制度であった。

##### (ウ) 国内の金貨流出

しかし、対外的な貿易のために同時に1円銀貨も発行して、貿易港のみにおいて流通を認めたため、実際には金銀複本位制度であった。そのため、国内の金貨が流出して、政府は明治11年(1978年)には1円銀貨を本位貨幣として正式に認めるようになり銀本位制度に移行した。

##### (エ) 中央銀行の成立(1982年)

政府が西南戦争の戦費の調達のために政府紙幣が増発されて激しいインフレが発生した。このようなインフレの沈静化や近代的な制度創設による対外的な信任の向上を背景として、1982年に中央銀行が設立されて、日銀券(銀貨と兌換)が発行された。この後、しばらく政府紙幣、中央銀行の紙幣が並存する期間が続く事となる。

##### (オ) 金本位制度の成立

中央銀行設立時は銀本位制度で出発したが、国際的に銀の価値が減少傾向にあり、銀本位制度を取っていた日本円の価値が減少していった。これを好ましくないと判断した政府によって、ヨーロッパ諸国と同じ金本位制度に移行する事になった。

1897年に金本位制度が成立し、1円金貨を0.75グラムの金とした平価を定めて日本銀行券を金との兌換に変更した。

このように、紙幣が日銀券の流通に収束していく過程は悪貨を強制的に廃止して良貨のみの流通に切り替えるという対応に、金本位制度が成立する過程は悪貨に対

して強力な裏付けをつけて信用の回復を図るというパターンに他ならない。

## ⑤ 昭和時代

昭和時代については、管理通貨制度への移行の段階まで述べるにとどめる。

### (ア) 金本位制度の停止(1917年)

金本位制度とは、紙幣の金との兌換を義務付けると同時に、対外的な貿易の最終的な決済を金で行う事によって当該通貨の国際的な信用を維持する事を想定した制度であるので、正常に金本位制度が働いている間(金輸出解禁の状態)は、人々は輸出入の決済を金で行う事となる。しかしながら、第一次大戦が始まった時に金本位制度が停止された。

### (イ) 金輸出解禁(1930年)と金輸出再禁止(1931年)

1929年に成立した浜口内閣の井上蔵相の下で緊縮財政が取られ、国内産業もリストラによる国際競争力の回復で、金輸出の解禁に備えた。

しかしながら、世界に恐慌の影響でデフレとなっている中で、予期していたような形で輸出が振るわなかったために、金が流出、再び兌換を停止せざるを得なくなった。金輸出再禁止により金本位制度から離脱すると、貿易決済を円や他国通貨(ポンド・ドル)で行うしかなくなり、日本経済は慢性な輸入超過であったため、円売り・ドル(ポンド)買いが慢性化し、為替相場は円安に進んだ。犬養内閣の蔵相になった高橋蔵相がこれを容認し、赤字国債の大量発行による積極財政で景気刺激策もあり、景気は一時的に大幅に回復する事となった。

### (ウ) 管理通貨制度への移行(1942年)

金本位制度は政府の金の保有量によって通貨の発行量が制限される制度であるが、戦時中には多額の戦費がかかるため、大量の国債発行と日銀による引き受けが避けられなくなった。戦時中の1942年に兌換規定が廃止されて不換紙幣が発生される事になり管理通貨制度に移行する事となったが、結果的には紙幣の大量発行の結果国内はインフレに見舞われる事となった。

## ⑥ 近年の政府紙幣発行の議論

2000年以降日本経済へのデフレの影響が深刻化していた状況の下で政府紙幣発行の議論が出てきたが、これについては以下のように考えられる。

近代では、国家が巨額支出を必要とする際に、政府紙幣が発行されている。フランス革命直後に発行されたアシニヤ紙幣、米国で南北戦争の戦費を調達するために発行されたグリーンバック紙幣がこの例であるが、いずれも紙幣の増発によって急激なインフレを招いている。日本でも江戸時代に各藩が江戸幕府の発行する貨幣の不足や藩の財政不足を補うために藩札と呼ばれる紙幣を発行しており、明治政府の太政官紙幣もこの事例である。

1990年代の日本政府は、赤字財政を抱える中で赤字国債を発行して公共事業の資金を調達してきたが、国債の発行額が巨額となっており、政府の国債に対する信用が低下する一方で新たな財源の調達として、政府自身が紙幣を発行するという提案が議論された。この案によれば、政府紙幣は政府が発行するお札で、日銀券と同じ機能を持たせ、日銀券と1対1の交換が保証されている。紙幣発行で得た発行益は、減税など国内の需要喚起や不良債権の処理のために使うというものである。

政府紙幣の発行は政府自身の借金にならないといっても、政府に対する信用が低下すれば紙幣としての価値が問題視される事となり、危険・リスクが高いという見方が大勢を占めていたものと思われる。

これは、日本の現代の通貨制度が成立する際に政府紙幣・日銀紙幣が並存して流通して最終的に日銀紙幣のみの流通に収斂していったのと反対のプロセスであると言えるが、前述したパターンの中の(v)他の種類の悪貨を流通させて事態の改善を図るといったパターンの例であると見なす事もできよう。

### 3. 固定相場制度から変動相場制度への移行とグreshamの法則

次に、固定相場制度から変動相場制度への移行についてもグreshamの法則の観点から考えてみたい。

#### ① 固定相場制度と投機取引

(ア) 固定相場制度は、一言で言えば当該国の通貨当局がある特定の通貨と自国通貨の交換比率を決めてそれを維持する事を対外的にコミットするものであり、政府は特定の通貨と自国通貨の一定のレートでの交換に無制限に応じる必要がある。

このようなコミットがあるからこそ、対外的に信任のある制度として成り立つのだが、この制度はこのようなコミットがあるがゆえに、自国通貨に対する信任が揺らいでくると投機者の投機取引のターゲットになりやすい。

- (イ) すなわち、このような場合に典型的に行われるのが、投機者が当該国の通貨当局に対して当該国通貨を売り、ドルを買うという取引である。このような取引が大量に発生する状況になった場合には、投機者の取引だけでなく、対外から投資されている資金の引揚や国内の資金がドルに換えて海外に流出するといった形での資本逃避も加速する事となり、不安定性が増幅される事となる。
- (ウ) これは国内の良貨(ドル)が国内から流出するという点で、グreshamの法則が起きている事例と言えるが、その結果として当該国の外貨準備高は減少してゆき、固定相場制度を維持するのが困難になってくると、当該国政府は為替の管理等で対応を試みるが多くの場合には固定相場制度を放棄して、変動相場制度へ移行する事を余儀なくされる。

## ② 金・ドル本位制度の崩壊

第二次世界大戦後の金・ドル本位制度の崩壊は、トリフィンのジレンマで説明される。

すなわち、基軸通貨であるドルは世界で基軸通貨として使用するために恒常的に流動性が供給される必要がある。これは米国が恒常的に国際収支の赤字を計上する事を意味するが、このような状況が続くと米国、ひいてはドルの信用が低下する事になり、それ自体がジレンマとなっているという議論である。

このような見方も可能であるが、以下のようにグreshamの法則の観点からこの動きを解釈する事も可能である。

すなわち、金・ドル制度が崩壊が見えていた1960年代の終わり以降は、SDR等新たな流動性供給の議論が始まっていた。その一方で、ドルの信用が低下する中で、ドルを金に交換する動きが強まっていた。この中で市場では金の価格が上昇し、このような状況においては金とドルの公定交換レートを維持する事は困難となった。これによって変動相場制度に移行する事となるが、これはグreshamの法則の観点から見ると、良貨である金が退蔵され、悪貨であるドルが国際通貨として流通する事になったという事に他ならない。

## ③ 固定相場制度から変動相場制度への移行

ドル・金本位制度の崩壊は通貨の信任が揺らいでいる状況で維持する事が困難になっている事を象徴する出来事であり、その後主要国の通貨制度は変動相場制度に移行する事になった。しかしながら、これは世界全体であれば一部の先進国間で行われたもの

にすぎず、その後も途上国を中心に多くの国では様々な局面で固定相場制度が採用されてきたが、通貨に対する信任が揺らいだ場合に固定相場制度を維持する事ができず、変動相場制度に移行するという事が見られるようになる。

1990年代を通じても取ってみてもアジア諸国でのドルペッグ制度の崩壊、ブラジルのドルペッグ制度の放棄がその事例である。

尚、通貨間での安定したレートの維持が困難になった場合の対応としては、固定交換レートによる通貨間のリンクの放棄、変動相場制度への移行が多くの場合に見られるが、実際には通貨当局によってそれ以外の対応が取られる事もあり、以下では中南米諸国の通貨制度を中心にこの点を考えたい。

#### 4. アルゼンチンの通貨制度の模索

次に、通貨間での安定したレートの維持が困難になった場合の対応を考える際に、最近のアルゼンチンの通貨制度の模索が示唆する所が多くあると考えられ、概要を取り上げてみたい。

##### ① カレンシーボード制の発足(1991年～1990年代後半)

1980年代のハイパーインフレへの対応から、1991年にドルとペソを1対1でリンクし、ペソの発行量をドルの外貨準備高の範囲に抑えるといういわゆるカレンシーボード制がメネム大統領の時代に発足した。

アルゼンチンの制度が崩壊した2001年末時点で同制度を採用していたのはアルゼンチン、ボスニア・ヘルツゴビナ・ブルネイ・ブルガリア・香港・ジブチ・エストニア・リトアニアの8か国であったが、いずれにも政治的・経済的要因で経済が極度に不安定化し、経済安定化の最後の手段として導入されたケースが殆どであると言える。ブラジルにおいても、1994年に、同国通貨のリアルとドルが1対1でリンクされる事もあいまって、アルゼンチン・ブラジルの両国の1980年代の累積債務問題で著しく下落した信用が大きく回復した。この動きは、1980年代におきたハイパーインフレで対外的に著しく喪失していた信用を回復するために、悪貨に対して強力な裏付けをつけて信用の回復を図るという対応の一例と見なす事ができる。

##### ② ドル化経済の浸透

カレンシーボード制度の導入後ハイパーインフレは収束し、経済の安定と共に欧米から大量のドルが流入してきた。一方で、ペソとドルをリンクさせた事から、1990年代には同

国の経済のドル化が急速に進展し、自然発生的に普及し始めたドルの流通量は全体の4割、国内預金の6割がドル建て、自動車・住宅ローンの8割がドル建て(一般的には日常取引はペソで行う一方で、不動産取引・自動車購入取引といった金額が大きい取引にはドルが使用される傾向があったと言える)という数字に表れているように企業だけでなく一般市民の間でもドル化が進んだ。

#### ③ ブラジルの通貨危機とアルゼンチンのドル化構想

その後、ブラジルは、1998年のロシア危機が波及して1999年の年明けにはレアルとドルのリンクを放棄して変動相場制度へ移行する事を余儀なくされた。このブラジル危機の際にもドル化が構想として具体的に浮上した。ブラジルの通貨危機の飛び火を回避する手段として浮上してきたのが、ペソをドルに切り替えるドル化政策であり、メネム大統領はレアル切り下げ直後にドル化への構想を発表している。

アルゼンチンは既に実質的にドル経済となっており、単に日常生活でドル現金が多く使用されているだけではなく、銀行でのドル預金・ドル建て貸付も一般的であり、更に金融市場の自由化による外国系銀行が圧倒的なシェアを占めている事で、海外からの直接的なドル借入れも多額に上っており、ドル化への条件は整っていたと言える。既にこの段階でドル化は構想として出されていたが、最終的に実現しなかった。

#### ④ 債務危機の表面化

が、この影響でブラジルと比較したアルゼンチンの国際競争力はその後低下し、また一方でカレンシーボード制を取っている事によって不況時においても金融政策が引き締め気味に運営されざるを得ず、拡張的な金融運営による景気刺激を取れない政府に対する不満が高まっていた。

このような中で2000年末以降同国の信用状況は悪化の一途を辿り、2001年末にペソ切り下げ懸念の高まりを背景とした銀行預金の流出・外貨準備の減少の加速化・銀行からの預金引出の制限措置の発動等が一般市民の不満に火をつける事となり、大統領が辞任に追いまれ、新大統領が対外債務の支払い一時停止を宣言する事で、債務危機が表面化する事となった。

#### ⑤ 第3の通貨の導入の挫折

(ア) 当初は政権の交代と共に変動相場制度への移行によるペソの切り下げが予想され

ていたが、実際に出てきたのは、同国で流通しているペソとドルに次ぐ第3の通貨としてアルヘンティーノを発行するという構想であった。ドルとの兌換性は保証されていないが、政府はペソの供給量を減らしながら次第にアルヘンティーノに切り替え、そうする事によって段階的に変動相場制度に移行していくというシナリオが予想されていた。

(イ) この通貨の背景にあったのは当時パタコンである。ブエノスアイレス州においては、州の財政難から公務員の給与支払い等を州債で行い、これが店の取引で使用される等通貨として使用されていたという実態がある。この州債の流通が大規模になると、州の債務に対する管理が甘くなりがちである事から中央政府は歯止めをかけようとしていたが、それなりに一種の地域通貨としての使用の実績もあった事から、アルヘンティーノのモデルとなった。

(ウ) しかしながら、結局のところ、新通貨構想はペソの切り下げを先送りするための苦肉の策にすぎず、政権がデアルデ大統領に交代してペソ切り下げ発表を行う事によってこの構想は挫折したが、これは、他の種類の悪貨を流通させて事態の改善を図るという事例と見なす事ができる。

(エ) 変動相場制度への移行と強制ペソ化

この構想が挫折した後に出てきたのは、変動相場制度への移行であったが、前述したように同国の経済にドルが深く浸透していた事もあり、変動相場制度への移行、ペソの切り下げという事にとどまらず、強制ペソ転換という措置が取られた。すなわち、変動相場制度に移行した場合、ペソはドルに対して大幅な下落、その結果として同国民の債務者・預金者に切り下げによる債務負担増加の発生が予想される。これに対して、政府は非対称なレートでの、ドルからペソへの強制転換という措置を取った。

具体的には、ドルとペソの交換レートを銀行側に不利（銀行への預金者・債務者にとっては有利）な形で非対称に設定する（下の例では銀行の資産に対しては1ドル=1.4ペソであるのに対して、銀行の負債に対しては実勢レート[1ドル=2ペソ]と設定する）というものであり、これによって金融機関は巨額の為替損失の発生を余儀なくされた。

ペソ化前の銀行の B/S		ペソ化後の銀行の B/S	
ドル建資産 100	ドル建負債 100	ペソ建て資産 140	ペソ建て負債 200 (1ドル=2ペソの 実勢レート)

このような強制ペソ化は、通貨交換のバランスが崩れた場合に、強制的に良貨の流通を廃止して悪貨のみの流通に切り替えるという事例と見なす事ができる。

## 5. 通貨のドル化について

自国通貨を廃止して他国通貨(ドル)を正式な通貨として流通させるドル化政策は、通貨間の交換レートのバランスが崩れた場合に、良貨で悪貨を強制的に駆逐するという対応策として見なす事ができる。アルゼンチンの場合にはこの選択は実現される事はなかったが、他の中南米の国ではドル化が実現されている例が見られる。以下ではドル化に関する論点をまとめて見ておきたい。

### ① ドル化の種類

通貨のドル化という場合には、ドル通貨が自国通貨と並存して、ないしは自国通貨に替わって利用される現象がドル化と呼ばれる。

この内、当該国政府による法的・制度的な措置がなく、法定通貨としての地位がないまま、ドル化が利用される現象は、非公式なドル化と呼ばれ、当該国政府がドルの法定通貨としての地位を認めて、ドルが自国通貨と並存ないしは自国通貨に替わって利用される現象を公式的なドル化と呼ばれる。以下で説明するのは、公式的なドル化である。

また、ドルを発行している米国との関係において、当該国政府が米国の通貨当局との間で二国間協定を結ばずに一方的に国内でドルを流通させる場合は片務的ドル化と呼ばれ、当該国政府が米国の通貨当局との間で二国間協定を結んでいる場合には双務的ドル化と呼ばれ、これは欧州通貨同盟と同様に通貨同盟と見なす事ができる。

## ② ドル化のメリット・デメリット

自国通貨をドル化する事にメリット・デメリットは、以下の通りに要約される。

### (ア) メリット

- ・自国通貨がなくなるため、通貨の切り下げリスクが無くなる
- ・通貨交換取引に伴う不確実性・リスクの軽減、取引費用が節約できる
- ・インフレ率の低下、国内金利の低下

### (イ) デメリット

- ・通貨主権の放棄と自国金融政策の独立性の放棄
- ・通貨当局にとっての通貨発行益(シニョレッジ)の喪失
- ・最後の貸し手としての機能が不在
- ・為替レートの変動を通じた調整機能の喪失

## ③ 最適通貨圏の問題

ドル化の問題は通貨統合、最適通貨圏の問題とも密接に関係している。すなわち、ドルの発行主権を持たない他の国がドルを自国内で流通させる事は米国と当該国がドル通貨圏を形成する事を意味し、ドル圏としての最適通貨圏となっているかどうかの問題になる。また、欧州のような通貨統合を実現したり、特定の国々が通貨同盟を形成する際にも最適通貨圏の条件を満たしているかが重要な論点となる。複数の国・地域が共通の通貨圏を形成するのに、一般的に必要とされている条件としては以下が主なものである。

### (ア) ショックの対称性

共通通貨圏内で国と国との間で共通のショックが発生して、各国経済が同じように反応する限りにおいては、国と国との間で経済格差が生じないため調整の必要は無い。しかしながら、ある特定の国にのみ発生して他の国では発生しないという非対称的なショックが発生した場合には為替相場以外の手段によって取り除く必要があるため、非対称的なショックが発生しない事が必要である。

### (イ) 貿易面における経済の開放度

貿易面において経済が開放されると、非対称的な需要ショックが起こってある国で総需要が増加し、他の国で総需要が減少しても、各国の財の輸出入によって、非対称的な需要ショックを吸収する事ができる。

### (ウ) 労働の移動性

非対称的な供給ショックがおきてある国で労働の雇用量が増加し、他の国で労働の

雇用量が減少した場合、生産性が低下した国から生産性が上昇した国へ労働者が移動する必要があり、労働の移動性も条件の1つとなる。

これらの条件は、共通の通貨圏が成立するためにはその地域においての同質性が高い事が求められている事を意味している。そのような条件が整った上で、信任のある通貨の流通が可能であるという事であり、これはいわば良貨流通のための条件と見なす事ができよう。

#### ④ 中南米地域のドル化の事例

中南米地域で現在ドル化政策を取っている国は複数あるが、概要は以下の通りである。

(ア) パナマではアメリカから独立した 1903 年以降ドル化政策が行われており、アメリカもパナマのドル化を認めてきている。その後、2000 年以降に中南米地域の小国にドル化政策を取る国が出てきている。

(イ) エクアドルでは、1999 年 1 月のブラジルのレアル切り下げの影響を受けて、2 月に為替バンド制度から変動相場制度に移行した。しかし、通貨スクレの下落が続き、一方で対外的な債務の一部デフォルトを起こし国内ではハイパーインフレが起きる等対外的な信用を大きく喪失した。この対応の一環として、2000 年にスクレ通貨を廃止して、ドルを国内通貨として流通させるドル化政策が実施される事となった。一連の政策には低所得層の労働組合やインディオ先住民が強く反対し、一時はクーデター未遂にまで発展したが、最終的にはドル化政策は実施された。

エクアドルと同様に、ファンダメンタルズが芳しくなく、対外的な信任回復を目指していたエルサルバドルでも 2001 年にドル化政策が実施された。

(ウ) ドル化の場合にはカレシボード制度に加えて、自国通貨を放棄する事になるという大きな代償を伴うものであるが、ドル化政策に移行した国の現在の状況を見る限りでは必ずしも成功しているとは言い難い。

(エ) ドル化政策は一旦行われると、その以前の体制に戻る事が困難とされているが、ドル化政策が必ずしも想定されていた成果を挙げていない事を背景に、最近では Dedollarization(脱ドル化)の選択肢も議論されるようになってきている。この脱ドル化の意味する所は、良貨(ドル)を悪貨(新しく発行される自国通貨)で駆逐するというグreshamの法則の表れとして見る事ができる。

## 6. 二極解の議論

### ① 議論の概要

1990年代にエマージングマーケットの国において通貨価値が短期間に急激に切り下がる事態が起きた事から、通貨危機に耐えうるような通貨制度が模索された。そのような中で一つの流派となったのが、二極解(いわゆる Two Corner Solutions)の議論である。

この主張の先駆けとなったのが、Barry Eichengreen(1994)である。

21世紀の国際通貨制度は変動相場制度と通貨圏(最適通貨圏)が主要な通貨制度の在り方となり、中間的相場制度が空洞化(Hollowing Out)するというものである。

その後でアジア通貨危機において中間的為替相場制度であるドルペッグ制度を放棄して変動相場制度へ移行する国が続く一方で、カレンシーボード制度を取る国(香港、アルゼンチン)が通貨危機を回避した事から支持を得るようになった。

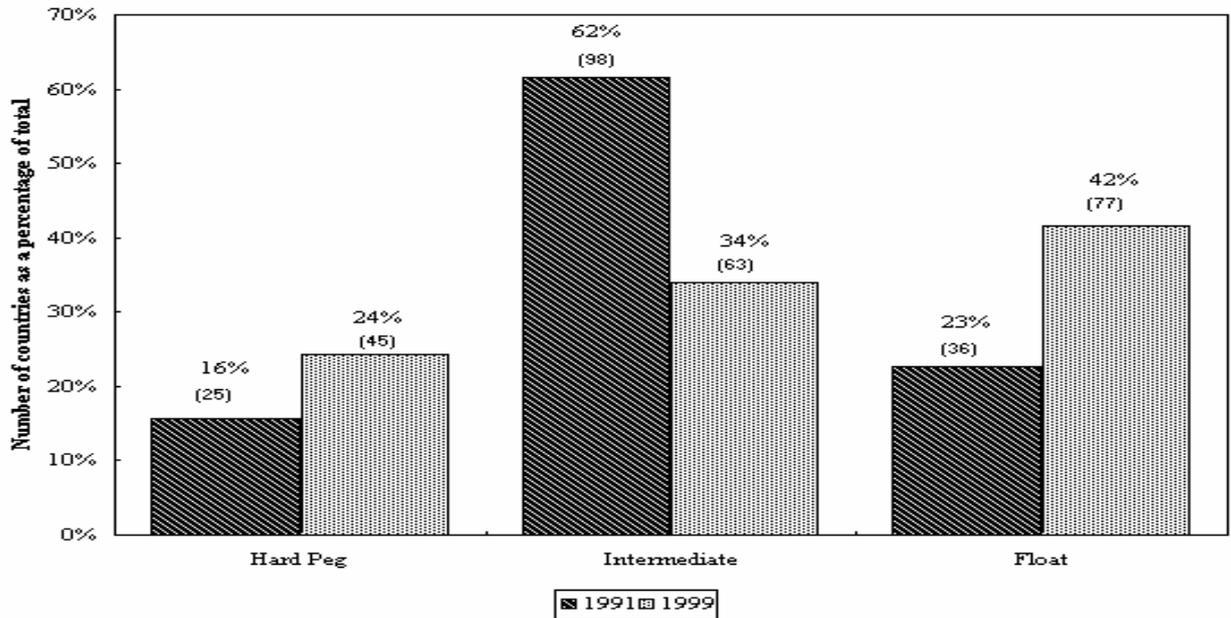
IMFのFishser(2001)でも、1991年と1999年時点での通貨制度を比較して、両極に通貨制度を変更している国が増えている事を指摘して、この主張を援用している。(具体的な比較については、以下の表[Figure1、Figure2]を参照。)

### ② グレシャムの法則から見た含意

この主張は、ドルペッグ制度のようにドルと当該国の通貨の交換レートを安定的に維持する状況が崩れた(或いは困難とされる)場合の対応として、自国通貨の価値を市場の変動に委ねる(悪貨で良貨を駆逐させると解釈できる)か、或いは自国通貨を廃止するドル化・強力な信用を付与するカレンシーボード制度を採用する(良貨で悪貨を駆逐する、いわゆる逆グレシャムの法則)の両極端にならざるを得ないという形で解釈できる。

従って、この主張は、通貨制度のバランスが崩れた場合には、グレシャムの法則か逆グレシャムの法則に従った両極端にある通貨制度でないと、通貨投機等に対して安定的でないという事を含意していると思なす事ができる。

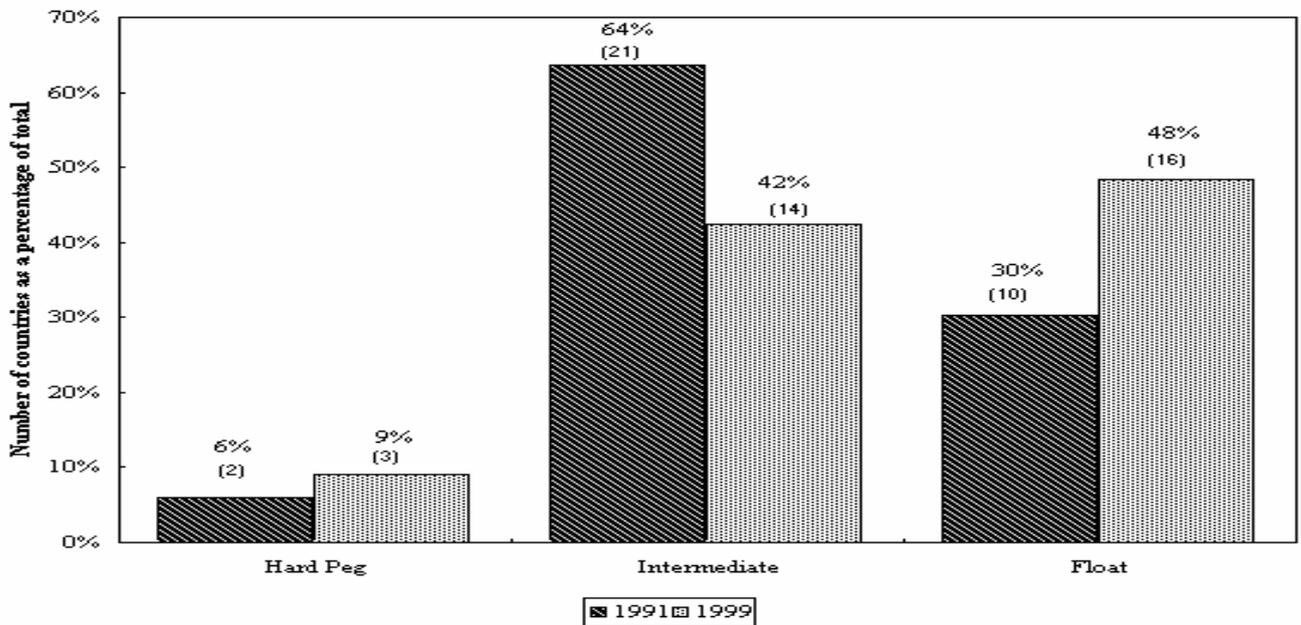
**Figure 1. All Countries: Exchange Rate Regimes, 1991 and 1999**



Source: IMF

Note: The number of countries is in parenthesis.

**Figure 2. Emerging Markets Countries: Exchange Rate Regimes, 1991 and 1999**



Source: IMF

Note: The number of countries is in parenthesis.

## 7. 本稿の結論

最後に、本稿の結論は以下の通りである。

① 悪貨が良貨を駆逐するというグレシャムの法則は、通貨に限らず、悪質の物が良質の者を駆逐するという状況で使われる事が多い。その意味は逆選択の概念と結果的には類似しているが、情報の非対称性を前提とする逆選択とは厳密には区別される事が必要である。グレシャムの法則は、情報の非対称性を前提とする逆選択としての関連で理解するより、むしろ裁定取引という合理的な結果として発生していると理解される必要がある。更に、グレシャムの法則が発生する背景としてシニョリッジとネットワーク外部性の概念を理解する事が重要である。

② グレシャムの法則の発生の例として、過去の事例として日本の貨幣・通貨の歴史を中心に、現代の事例として金ドル体制の崩壊・途上国における固定相場制度の放棄等を取り上げた。グレシャムの法則が過去の歴史上の事例だけでなく、現在においても相応の妥当性・普遍性を持っている事が理解できよう。

③ 一方で通貨間での交換価値のバランスが崩れた場合には、グレシャムの法則が発生する事が一般的であるものの、通貨当局の対応によって、以下のような様々なパターンが考えられる。

(i)悪貨が良貨を駆逐するのに任せる(グレシャムの法則)、固定交換レートによるリンクを放棄して交換レートは市場実勢に委ねる

(ii)強制的に良貨の流通を廃止して悪貨のみの流通に切り替える

(iii)悪貨に対して強力な裏付けをつけて信用の回復を図る

(iv)悪貨を強制的に廃止して良貨のみの流通に切り替える

(v)他の種類の悪貨を流通させて事態の改善を図る

前述の(i)はグレシャムの法則そのものに他ならず、歴史上の事例は数多くある。それ以外のパターンについて具体的な事例を併せてみていくと、概ね以下のようなだろう。

④ (ii)の強制的に良貨の流通を廃止して悪貨のみの流通に切り替えるという例は、(i)の場

合と似ているが、(i)の場合には悪貨と良貨が並存して流通する過程で悪貨が良貨を淘汰していくのに対して、(ii)の場合には特定の時点で良貨を強制的に廃止する点で異なる。事例としては、アルゼンチンの債務危機の際に法定通貨であったドル(良貨)を廃止して、ペソ(悪貨)のみの流通に切り替えさせたという強制ペソ化がこれに該当する。

- ⑤ (iii)の悪貨に対して強力な裏付けをつけて信用の回復を図るといふ例は、強力な裏付けをつけて信用の回復を図るといふ対応の例としては、過去の通貨制度の歴史においては、金本位制度がその典型例として挙げられる。現代においては、1990年代の中南米主要国における通貨制度改革ブラジル・アルゼンチン等における通貨制度改革がその典型例である。この政策はデフレ的・経済収縮を招きやすく、経済が停滞された状況では長期間維持される事は歴史的に見ても困難である。に伴うドル化政策は一旦行われると、その以前の体制
- ⑥ (iv)の悪貨を強制的に廃止して良貨のみの流通に切り替えるという例としては、過去の事例では江戸時代の新井白石による改鑄が挙げられる。現代の事例においては、エクアドル等中南米諸国でのドル化が挙げられる。この政策はデフレ的・経済の収縮を招きやすく一旦は良貨は導入されるものの、前述の(iii)と同様に、逆行しがちである。すなわち、新井白石の改鑄はデフレを招いて結局改悪を余儀なくされている。中南米の一部の国でのドル化政策でも Dedollarization(脱ドル化)の選択肢も議論される状況にある。
- ⑦ (v)の他の種類の悪貨を流通させて事態の改善を図る例としては、過去の歴史上の事例としては江戸時代の各藩の発行した藩札、明治政府の太政官札が該当する。現代においては、実現しなかったアルゼンチンのアルヘンティーノ、及び実現しなかったが日本においても議論された政府紙幣がこの事例と見なせよう。
- ⑧ グレシャムの法則は、二極解の議論とも関連させる事ができる。すなわち、ドルペッグ制度のようにドルと当該国の通貨の交換レートを安定的に維持する状況が崩れた(或いは困難とされる)場合の対応として、自国通貨の価値を市場の変動に委ねる(悪貨で良貨を駆逐させると解釈できる)か、或いは自国通貨を廃止するドル化・強力な信用を付与するカレンシーボード制度を採用する(良貨で悪貨を駆逐する、いわゆる逆グレシャムの法則)の両極端にならざるを得ないという形で解釈できる。

- ⑨ 以上、グレシャムの法則の観点から通貨制度の歴史的な事例を見てきた。グレシャムの法則が示しているように、通貨間の交換レートバランスを維持する事が困難になった状況では、悪貨が良貨を駆逐する事象が一般的に多く見られる。これは良貨を流通させるためには、デフレ的な状況となり経済が収縮する事が予想されるため、当局としてはインフレ的な状況にして経済を縮小させないような対応を取りがちである事が主な理由であると言えよう。
- ⑩ しかしながら、ここで留意しなければならないのは、「悪貨が良貨を駆逐する」という事が普遍的に常に成立するのではなく、前述の類型化の所で見た通りその時の状況によって通貨当局の様々な対応の結果として異なる結果になる事も十分有り得るという事である。また、重要であるのは、通貨当局の対応は人為的なものであるため、ある対応を取った後それが失敗して他の逆行する対応にならざるを得ない等相対的なものであるという事であり、このような事例は歴史上相応に見られる。
- ⑪ 特に通貨の流通が通貨に対する信任に大きく依存する現代においては、要因(通貨交換のバランスが崩れた背景、政府・通貨当局の置かれた状況)を総合的に勘案しながら事象を見ていく必要があるという事であり、それが現代においても一種の教訓として生き続けているグレシャムの法則の含蓄であるとも言えよう。

以 上

(尚、本稿における見解は個人の見解であり、所属する機関の公式見解とは異なる点を最後に付け加えておきたい。)

<参考文献> (文献名、著者、出版社、出版年月)[HP はホームページ]

日本銀行(貨幣研究所)HP

東野治之「貨幣の日本史」(朝日選書、1997年)

西島章次「ドル化を目指すアルゼンチン」(神戸大学西島章次教授のHP、1999年7月5日)

畑瀬真理子「最近のドル化・ユーロ化を巡る議論について」(日本銀行海外事務所ワーキングペーパーシリーズ 01-2、2001年3月)

「金融・財政危機が続くアルゼンチン経済」(みずほ総合研究所、2002年10月3日)

「アルゼンチン債務危機」(債務と貧困を考えるジュビリー九州 2002のHP)

小川英治「国際金融入門」(日経文庫、2002年)

日本経済新聞社編集「マネーの経済学」(日経文庫、2004年)

Eichengreen, Barry(1994) “International Monetary Arrangement for the 21st century”  
Washington DC, The Brookings Institution.

Berg, Andrew, and Eduardo Borensztein (2000) “Full Dollarization: Pros and Cons”  
IMF Working Paper WP/00/50

Fischer Stanley (2001) “Exchange rate regimes : Is the bipolar view correct ? ”(IMF, Finance and  
Development)

Berg, Andrew, and Eduardo Borensztein and Paolo Mauro (2002) “An Evaluation of Monetary  
Regime Options for Latin America” IMF Working Paper WP/02/211