

将来を見晴らす長期投資観測 vol.20

(為替編 1)モノとしてのカネから、記号としてのカネへ

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 原始貨幣が鑄造貨幣に至る過程を整理
- ◆ かつては、金の現存量は少なく、その希少性も高く退蔵も多かったため、銀を秤量貨幣として使用する事例や銀貨の利用が多かった
- ◆ 19世紀半ば以降は、経済成長率が1%程度まで高まり、いたる所で決済用の金貨や銀貨が不足する事態に陥ったため、鑄造貨幣に代わり金地金などの交換を保証する兌換紙幣が一般化した
- ◆ 経済成長ペースに応じて、貨幣形態は変化しており、将来的に低成長経済になった場合には現在の貨幣形態が変化するかもしれない

2022年初から2023年後半にかけて、海外の政策金利が上昇する過程で、大幅な円安が進行した。従来以上に、内外金利差の拡大が注目された結果との解説も多い。金利差拡大と歩調を揃えるように進んだ円安は、外貨建て資産の投資成果に直結するため、わが国の投資家にとっても、その趨勢が気になるところ。一方で、この外国為替レートについては、ニクソンショック以降の円高と2012年末以降の円安というイメージは描けても、より長期軸で原点に立ち返って確認する機会は、それほど多くないのではないかと

そもそも、外国為替レートは、異なる通貨間の交換比率に他ならない。そのため、外国為替レートの歴史を振り返るといことは、通貨そのものの歴史、つまりカネとは何かという探求をも意味する。それだけに、非常に大きなテーマになるものの、構造変化に晒される現代の投資家にとっては、避けては通れない課題でもある。これから数回にわたり、カネとは何かをテーマに国際通貨システムの変遷を整理してみたい。

カネの区分：4つの貨幣形態

カネの歴史を整理する際には、おおむね、①原始貨幣、②鑄造貨幣、③鑄造貨幣等との交換を約束された兌換紙幣、④鑄造貨幣等を裏付けにしない不換紙幣という4つの貨幣形態を頭に描くとよい。カネは様々な形態をとりながら、我々人類の生活を支えてきたのである。この形態は、並び順に沿って順序よく変化してきたのではなく、併存していることもあり、並び順とは逆行することもあっただけに厄介でもある。社会の実情に応じてカネは変化しており、1970年代以降、多くの人々が使用している不換紙幣も、今後は、社会動向に応じて違った形に変化する可能性もあるだろう。

たとえばこの不換紙幣や中央銀行の当座預金が、グローバル金融危機やコロナ危機以降、度重なる危機に直面して急膨張しており、従来の安定的な状況からほど遠くなっている。歴史を振り返ると、インフレ率の上昇を伴いつつ、通貨価値が大幅に下落すると、カネの形態や国際通貨システムの危機が訪れるケースが多いため、今後の動向が気になるはず。現在の通貨システム体制の枠外の金地金や暗号資産（仮想通貨）への資金流入が続いていた背景には、この体制の持続可能性に対する疑念が存在している。果たして、不換紙幣の未来はどのように描けるのか？ そのイメージをつかむために、以下では、過去の貨幣形態の道筋を整理しておきたい。

そもそも「モノ同士の比較」だった：現存量が変化しないモノの方が基準として便利

まず、一般的な経済学の教科書では、カネの生成の過程を、価値の比較尺度や交換の容易性の二ーズから説明し、原始社会では「価値の尺度機能を果たすものが、また交換の媒介物としても用いられた¹」と考える。モノは、衣服・牛・穀物の数といった**原始貨幣（primitive money）**を基準に計測されたわけである。このカネは、価値の尺度機能と交換機能を満たすと共に、大概の場合は、その貨幣そのものに物品としての価値も備えている**物品貨幣**でもあった。大麦の種籾や反物、石といったモノもカネとして使用されてきたことから考えると、カネも元々はモノであったと言ってよいはず。つまり、歴史を遡れば、カネという特別な存在を介在させたというよりも、特定のモノを基準にして、その他の多くのモノを計測した「モノ同士の比較」に過ぎなかったのである。物品貨幣は、歴史や風土により地域ごとに数多くの種類があったものの、財やサービスの交換頻度が高まり、商取引の範囲も拡大するにつれ、利便性の高さを求めて、どの社会でも通用する同類の貨幣へと収束していった。これが、金や銀もしくは銅といった**金属貨幣（硬貨）**である。

物価は、さまざまな財やサービスの価格をカネで計測した際の総合的な平均値と言ってよい。財やサービスも通貨を尺度に評価されるため、モノとカネは表裏一体の関係にあるとも言えよう。金属貨幣は、残存量の変化が大きくないため、基準とするには都合がよい。たとえば、金貨をカネとした時代には、素材としての金を基準にして、大麦や牛といったモノを比較したのである。新たに算出される金の生産量は限られるため、ストックとしての現存量が変化しにくい。小麦などは、気候次第で収穫量が大きく変動すると共に、日々消費されるため、季節ごとにストックとしての在庫量の上下動も激しい。量的な変化に乏しい安定した金は、希少性が変化するモノを評価するのに適していたと考えうる。たとえば、干ばつや大雨で収穫量が減っても、食料を求める人の数は変化しないため、小麦などの穀物が貴重な存在になる。金よりも目立って需要が超過するため、金を基準とした小麦等の評価が高まる。一定量の小麦を得るためには、より多くの金貨が必要となり、枚数の増えた金貨分だけ価格が上昇するわけである。逆に、豊作により小麦の収穫量が極端に増えれば、ストックとしての在庫が増え、金と比較した場合に、小麦などの供給過剰が明らかになり評価が低下する。一定量の小麦を得るためには、より少ない金貨で事足りるため、減った金貨の枚数だけ価格が下落する。

秤量貨幣としての銀や鑄造貨幣としての銀貨が広く受け入れられた

この金は、銀でも反物でもよいわけだが、できるだけ現存量が変化せずに、多くの地域でも貴重とされるモノをカネとした方が、都合がよかった。そのため、経済活動が活発になるほど、金や銀を硬貨として商いが円滑に行われるようになったと考えると合点がいくのではないか。当初は、利便性や分割可能性から秤で重量を量ることで貨幣として流通したものの（**秤量貨幣**）、徐々にその煩雑さを避けるためにも鑄造技術が用いられるようになる。一定の品位・量目を為政者が保証し、その枚数によって価値を計る硬貨の方が便利ならず。

歴史的に最初に金属を用いて**鑄造貨幣**が生成されたのは、紀元前7世紀のリディア王国の**エレクトラム金貨**（金銀合金）であると言われている。これは鑄造技術の発展と共に、物品貨幣の対象を金や銀に絞ることと、画一的な鑄造貨幣を政府が指定することで、それ以降の貨幣の標準的な形態を決定していく出来事であり、その後のローマの鑄造貨幣、以後の中世社会へと影響を与えていく。ただし、金の現存量は少なく、その希少性が高く退蔵も多かったため、銀を秤量貨幣として使用する事例や銀貨の利用が多かった²。

経済成長ペースのアップを背景に兌換紙幣が一般化

博物館などで、歴史的遺品としての金貨の実物を見ると、真円ではなく淵が削り取られて歪んでいるのを目に奪われる。これは、少量削り取った金屑を融かして金地金にするためであった。金貨も流通される過程で金の含有量が減少したのである。これでは一定の品位・量目が保証され、その枚数によって価値を計る計数貨幣として信頼は低下してしまう。また、王室などがカネ不足に陥ると、自ら鑄造する金貨の金含有量を減らして、低品質（低含有率）の金貨を大量にばら撒くこともあった。このことを、鑄造貨幣の金属含有率を引き下げる**貨幣悪鑄（Debasement）**と呼ぶ。これは、流通している貨幣を回収して鑄潰し、金や銀の含有率や形を改めた新たな貨幣を鑄造して流通させる貨幣改鑄のうち、貨幣の価値を下げるものである。

鑄造貨幣は、金貨の場合には縁面が削り取られることや品質が低下することに加え、重くて持ち運びに不便というデメリットもあり、次第に鑄造貨幣や金属との交換を約束された兌換紙幣が用いられるケースが増えてくる。もちろん、そのためには、活版印刷技術の発明を待つのは言うまでもない。中国では11世紀の北宋期に、欧州では15世紀にグーテンベルクにより、この技術が発明されたとされている。この流れに歩みを揃えるように、11世紀に宋政府は、鉄銭を裏付けに「**交子**」を世界最初の公的紙幣として発行した³。この兌換紙幣は、必ずしもその裏付けとして100%分の鑄造貨幣や金属を準備しておく必要が無かったため、金属が不足する時代にも、必要とされる決済手段を紙幣として用意できるというメリットがあった。経済活動が活発化しても、その決済手段としての鑄造貨幣を用意できないという事態に陥らずに済んだのである。それに加えて、経済活動を円滑にするだけでなく、紙幣の発行は、それを発行する政府などの利益にもなった点は忘れるべきではない。

たとえば、金貨100単位との交換を前提にする兌換紙幣を発行する際に、その準備としては金貨50単位のみ用意すれば、紙幣発行・回収費用を除けば、金貨50単位の発行利益が懐に入ることになる。この利益は、通貨発行益（シニョレッジ；Seigniorage）と称されており、政府の特権の一つである。

緩やかな経済成長の時代には、決済に使用される貨幣の量も一定範囲に限られていたため、その金属の量も経済成長に応じて緩やかに増産されればよかった。0.5%未満の低成長率時代には、緩やかなペースで生産される金や銀などを素材とする金貨・銀貨で事足りたわけである（金貨本位制⁴・銀貨本位制）。しかし、19世紀半ば以降は、第二次産業革命⁵の浸透により経済成長率が1%程度まで高まり、いたる所で決済用の金貨や銀貨が不足する事態に陥った。そこで、鑄造貨幣に代わり金地金などの交換を保証する**兌換紙幣**を政府・中央銀行などが発行して、経済の成長ペースに応じて必要とされる決済手段を円滑に提供できるようにしたのである。将来的に低成長経済が常態化するならば、貨幣形態も変化する可能性があることを意味するため、今後の国際通貨システムの将来像を予想する際には頭の片隅に置いておきたい。今回は兌換紙幣から不換紙幣への変化について確認したい。

【参考文献・注記】

1. 齋藤壽彦（2002）『信頼・信認・信用の構造』泉文堂、53頁参照。
2. 日本の江戸時代には、江戸では計数貨幣としての金貨（小判など）が統一されたが、上方（京都・大阪などの地域）では秤量貨幣としての丁銀や豆板銀などが使用されていたことが、よく知られている。
3. 当初は民間交子だったが、政府による官業に移行した。バーンスタイン（2005、邦訳文庫版264～265頁）では、唐の憲宗（在位806～821年）の治下では銅が著しく不足したため紙の貨幣を使うことにしたとしているが、これは紙幣の淵源としての手形の一つと捉えられている。
詳しくは、軍司裕昭（1994）「宋代の紙幣—中国紙幣の源流—」『國土館大學政経論叢』第6巻第1号、98～102頁参照。
4. 金貨本位制（Gold Coin Standard）は、英国が1816年に採用した自由鑄造・自由兌換・自由溶解・自由輸出が認められる形態の金本位制。
5. 19世紀後半以降の米国やドイツなどで、電力・石油を基軸とした重化学工業への産業構造転換を指す。
第1次産業革命は、18世紀後半に英国などを中心に、蒸気機関を活用した石炭を動力源とする軽工業の進展のこと。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。(金融商品取引法第38条第三号)
以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的順序に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2022年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

● TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P Xといたします。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。● MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。● NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。● FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。● 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。