

将来を見晴らす長期投資観測 vol.21

(為替編2)紙幣不換化の失敗と金本位制

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 兌換紙幣の流通量を急増させ、実質的に不換紙幣化した際には、世の中が大混乱に陥る事例が散見される。貨幣通貨量の急増により短期的にインフレ率が上昇し、健全な社会の構築に至らなかったジョン・ローの銀行券、アッシニア紙幣、グリーンバックの事例から学ぶところは大きい。
- ◆ 19世紀後半から20世紀初頭にかけての金本位制は、固定相場制による安定を主要国に提供したが、銀の精製技術の発展に伴う生産量拡大が金の希少性を高めたのが、その背景だった。グーテンベルクの印刷技術が紙幣発行を容易にしたのと同じように、技術の進展がカネの在り方に大きな影響を与えてきたのである。

今回は、原始貨幣から鑄造貨幣、そして兌換紙幣に至る過程で、経済活動が活発化するにつれて、取引決済のための貨幣不足が課題になったことを明らかにした。われわれが資産運用や投資行動をとる際に基盤となるカネも、資産の蓄積という観点からだけではなく、決済という視点から見ると、その変化の歴史が違って見えてくるはずである。兌換紙幣の登場で、金や銀が不足しても、取引決済のためのツールであるカネを提供できるようになったが、時として、兌換紙幣の枠を飛び越えて、発行額を急拡大させてしまう事例もあった。歴史的には、少し早回りした実質的な不換紙幣の実験である。時期尚早のそりを受けて撤退することになるジョン・ローの銀行券、アッシニア紙幣、グリーンバックを概観してみたい。これらの事例は、過激なカネの加速発行が世の中を混乱に陥れた教訓を、われわれに提供してくれる。

実質的に不換紙幣化したフランスの事例

ときとして戦乱や財政悪化や災害に直面した政府は、深刻な資金不足に陥ったため、裏付け（準備）として保有している金や銀の量を大きく上回る兌換紙幣を発行する事態に追い込まれた。短期間に貨幣量を急増させるため、貨幣の希少性が低下した見返りに物価が上昇する傾向が鮮明になった。極端な紙幣濫発や品位を引き下げる貨幣改鑄の場合には、急激なインフレーションが発生することもあり、社会の大混乱の原因の一つとなったのである。もちろん、歴史上、貨幣供給量を増加させると、インフレ率が高まるといふ「貨幣数量説」の世界は、中長期的な影響はむしろ人口動態の方が大きい。短期的にインフレ率を上昇させるほどに貨幣供給量を急増させた場合には、混乱が生じるケースが目立っている。

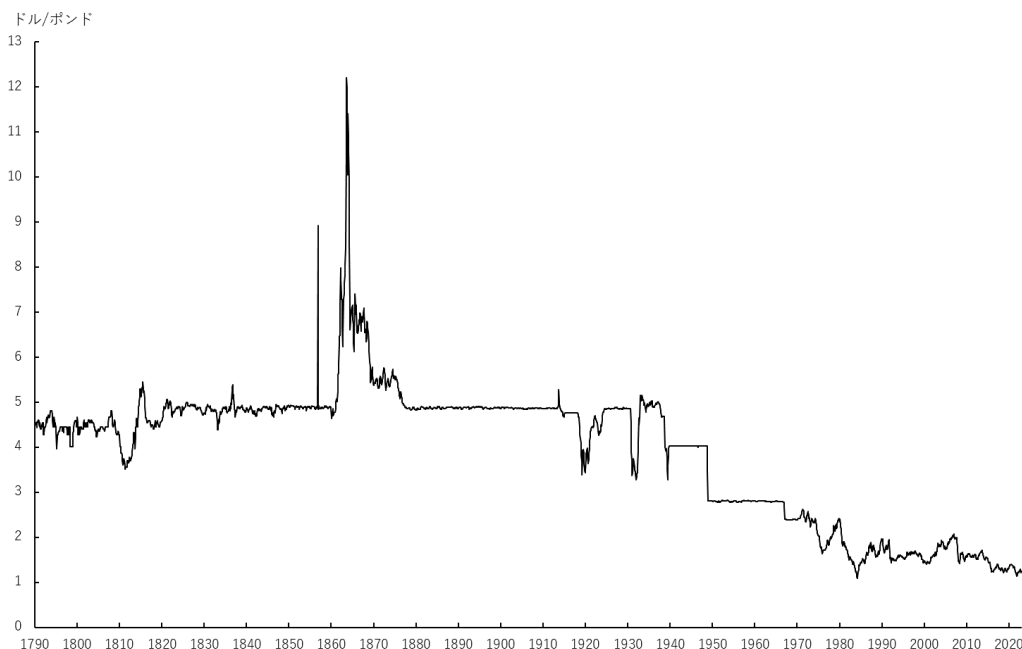
具体的には、兌換紙幣をめぐる事件として、18世紀初頭のフランスにおけるジョン・ローによる銀行券の発行を取り上げることができよう。この銀行券は金を背景にした兌換紙幣だったが、実質的には大量の紙幣の発行により金の兌換が不可能な水準まで増発され、不換紙幣化したと言ってよいだろう。シニョレージ（貨幣発行権）の濫用であり、ミシシッピ・バブルの崩壊による王室の信用失墜を受け金との兌換が不可能ではないかとの思惑が一般に広まると、ロー銀行券そのものが崩壊の淵に立たされたのである。

また、同じフランスでは1789年に、フランス革命政府が、革命による王室や教会から没収した土地の売却代金を担保に、有利子での資金調達を実施する（一種の公債）。しかし、やがて政府は、「受け取らなければ死刑にする」（1790年4月）という強制通用力をつけ、さらには無利子化することで、公債から兌換紙幣と転換をはかり、それを流通させることに躍起になった。これがアッシニア紙幣であり、その裏づけになっている土地の売却代金相当額に対して過大に増発したことや、共和政権に対する民衆の不信認が高まったことから、実質的に不換紙幣化したと言ってよいだろう。1793年8月には発行残高が37億リーブルにも達し、そのためにアッシニア紙幣の鑄造硬貨に対する交換比率はわずかに22%にまで減少し、ついに1795年末には硬貨と紙幣の交換比率はわずかに0.5%にまで低下する。この紙幣は、減価が続き、ついに1796年には流通がストップしたのである。このように兌換紙幣は、その裏付けとなる金属等を大きく上回って発行されると、その兌換能力が疑われ、実質的に不換紙幣化し、崩壊の縁に立たされたのである。

グリーンバック発行時に暴落した米ドル

欧州だけでなく、米国にあっては、紙幣の大量発行によるインフレが問題になる時期があった。南北戦争時のグリーンバックである。

（図1）英ポンド相場（対米ドル）



（出所）A millennium of macroeconomic data for the UK、米連邦準備制度理事会のデータを基に作成。

この紙幣は、非兌換、無利息である法貨であるドル紙幣として発行されたが、1860年代には米国のみで物価上昇に伴う金利上昇が生じた。図1では、南北戦争後に米ドルが対ポンドで大幅に減価したのが確認できる。南北戦争が始まった1860年4月の1英ポンド＝4.85米ドルは、政府債務が増大する中で、1864年7月には同12.21米ドルまで暴落した。米ドルの通貨価値が対英ポンドで6割も減価しており、内戦による経済への影響は、いかに大きかったが垣間見られる。

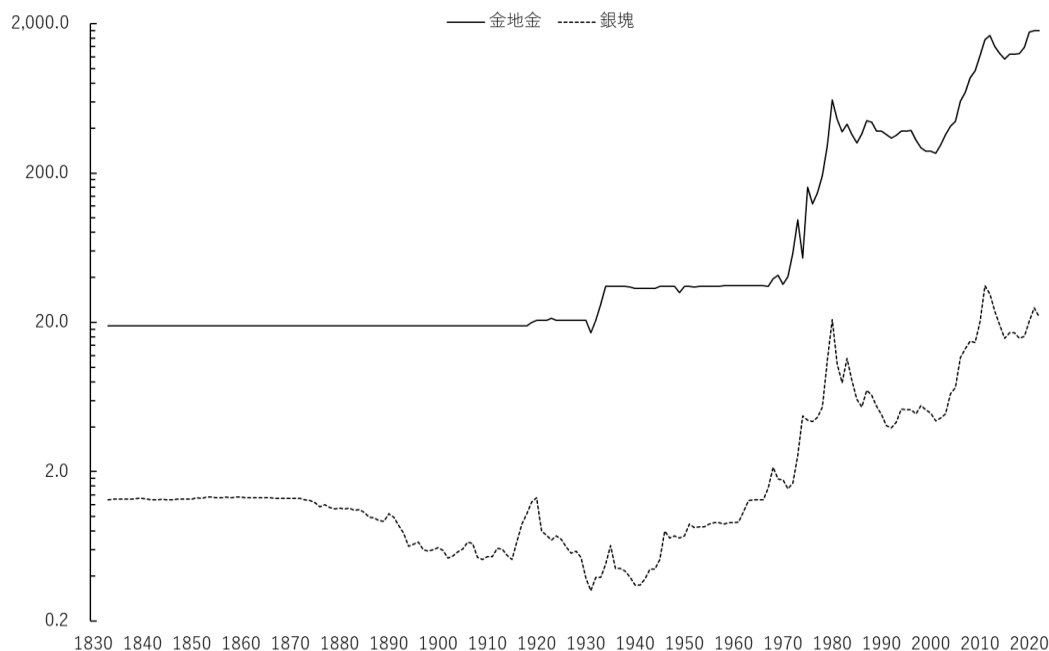
金本位制体制の確立

フランスや米国で実質的な不換紙幣の実験が失敗に終わり、19世紀後半には、主要国の多くが、その反動もはたらき金本位制を採用するようになる。英国が1816年に金本位制を採用しても、その段階で金本位制を採用する国は多くなかったが、世紀末にかけて採用が加速したのである。1868年の金本位制採用国は、英国など9か国であった（銀本位制採用国12か国、金銀複本位制17か国）。それが第一次世界大戦前の1908年には、米国も加わり金本位制採用国が28か国まで拡大したのである。

金本位制が広がった理由としては、不換紙幣失敗の反動もあったが、主に1873年に始まったロンドン銀塊相場の急落により、金銀複本位制を採用する国々から大量の金が国外に流出し、複本位制を続けられなくなったことが挙げられる。図2に示したように、19世紀末にかけて、金価格は安定的に推移していたが、銀価格が下落しているのが確認されよう。市場で取引される金銀比価が金高・銀安になったため、それまで金銀複本位制を採用してきた国々の公定金銀比価と大きく乖離してしまったからである。公定比価は、金を銀よりも低く評価して定められていたため、金銀複本位制の国々で銀を金に交換して、国際市場で金を売却する裁定取引が活発化した。金銀複本位制採用国では、金が枯渇してしまったため制度そのものが維持不可能になったのである。

この銀塊の暴落の理由については、1871年のドイツの金本位制移行に伴う銀の売却を淵源とするなど諸説あるが、銀の分離精製技術の実用化が最大の理由として挙げられよう。銅鉱石、鉛鉱石、亜鉛鉱石、コバルト鉱石等から銀を**分離精製する技術**が実用化されたため、生産活動の活発化と共に、銀の追加的生産量が飛躍的に拡大したのであった。

(図2) 金銀価格 (\$/オンス)



(出所) NMA、WGC、NBER、IMF、アメリカ合衆国歴史統計のデータを基に作成。

半世紀にわたる固定相場制の安定

ところで、多くの国々の採用により国際標準化された金本位制下では、為替相場が金平価を中心に一定の範囲内に収まるように維持される固定為替相場制であった。各国の政府などは、この金平価で民間に対して金地金を売買する取り決めになっていたからである。たとえば純金1オンス = 20.67米ドル = 4.247英ポンドになるように金平価が定義されたため、米ドルと米ポンドの為替平価は1英ポンド = 4.866米ドルとなり、金を介して外国為替レートが一定水準に定められたのである。1870年代末から第一次世界大戦が勃発する1914年までは、ほぼこの為替平価を挟んだ狭いレンジの中で、為替変動が推移しているのが図1からも確認されよう。米国が金本位制を採用した1879年以降のレンジは、金銀複本位制を採用していた南北戦争以前よりも狭くなっており（変動率が低下しており）、為替レートが安定的に推移していたことが裏付けられる。

以上のように19世紀は、金というアンカーを基にした英国主軸の国際通貨システムが安定的に機能した時代であった。現代の変動相場制とは、まったく異なる状況であったが、この安定も20世紀の戦乱の渦に巻き込まれることになる。金本位制の離脱ドミノと、国際通貨システムの脆さについては、次回に記したい。

投資一任におけるリスクについて

内外株式運用、内外債券運用、オルタナティブ運用は、主に国内外の債券・株式、また、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産等に投資する複数の投資証券等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。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。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。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

投資一任における運用報酬について

受託資産残高に1.10%（税抜き、1.0%）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（<https://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に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らず、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.moody.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いない。

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序列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、2023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 といいます。）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。