

将来を見晴らす長期投資観測 vol.24

(為替編5)無文銀銭から江戸の貨幣改鑄まで



参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 商品貨幣から銭（ぜに）が使用されるようになったわが国の商取引は「7世紀に登場した国産銭とその退場→輸入銭の流入→国産銭の再登場」という経緯で発展した。通貨は、発展段階的に変化するわけではなく、過去に回帰することもある点は重要であろう。われわれが見落としている過去の通貨制度が復活する可能性を頭の片隅に置いておきたい
- ◆ 江戸時代の貨幣改鑄による通貨供給量の拡大が、必ずしも物価上昇要因となっており、物価上昇はむしろ天候要因による米価上昇の影響が大きかった。このことをケーススタディとして検討していれば、貨幣数量説に基づく金融政策（異次元金融緩和）も実施されなかつたかもしれない

第4回まで、英国・米国を中心に欧米世界の通貨・為替の歴史を見てきたが、今回と次回は、わが国の通貨史を確認したい¹。

無文銀銭から江戸の金遣い・上方の銀遣いまで

わが国の江戸時代までの通貨の歴史を三つの視点で確認してみると、現代の外国為替レートの特性との共通点が浮かび上がるため興味深い。

第一に、メソポタミアなどの古代文明と同様に、古代の日本でも布（絹や麻）・米・塩などといった商品貨幣が使用されていたが、7世紀ころには国産の**無文銀銭**、銅銭である**富本銭**が使用され、国家による鑄貨生産が始まったとされる。708年には有名な**和同開珎**が平城京の造営のために発行され、その後相次いで**皇朝十二銭**などが政府の建設事業のため発行された。これらは、「政府事業への物資や労働の提供に対して朝廷は銭を渡し、納税や位階の対価として銭を受け取ることで朝廷は債務を弁済する²」という一種の債務証書であったとされている。

しかし、銭材とされた銅の産出量が限られていたことから、銅銭の銅含有量が抑制され、品位が悪化した。そのため人々による銭の使用が漸減していき、再び米や絹が通貨として使われるようになったのである。

つまり、銭が使われる社会が生まれたものの、再び通貨として布などが使われる社会に戻ってしまったのである。通貨は、発展段階的に変化していくものではなく、行ったり来たりしながら変質していくと言ってよいだろう。

このことが示唆するのは、現代においても主要通貨が衰退する際には、一気に暴落して消失するわけでは無いという点であろう。主要通貨衰退のシナリオは、時間をかけて、失望と再評価を繰り返しつつ、人々から見放されていくというパターンなのかもしれない。

第二に、日本で再び銭が使われるようになるのは、12世紀半ば以降であった。12世紀後半の南宋、13世紀前半の金、13世紀後半の元などの中国王朝時代に、銭は、大陸から大量に流入したのである（**渡来銭**）。そのほとんどは宋銭であったが、年貢納入や商取引の決済などに使用された。さらに14世紀には、商品流通が盛んになり商取引が活発化したこと、決済用の銭が不足し、中国大陆から大量の銭が輸入されるだけでなく、遠隔地間の決済では、送金手段として不特定多数の人々の間を転々と流通した**割符**（さいふ）も活用されるようになっている。

さらに、銭不足を緩和するために国内外で私的につくられた銭（模鋳銭・私鋳銭）が流通するようになると、品質の悪い銭（割れた銭、欠けた銭、文字が不鮮明など）も増えたため、人々はこれらの銭を減価銭として区別するようになった。このことを**撰銭**（えりぜに）と呼ぶ。銭に対する選別は、現代においても、各國通貨に対する選別として読み替えることができるだろう。銭の質を通貨の信用度に置き換えてみるならば、通貨は状況に応じて選別してきたという歴史的事実が確認され、今後も外国為替レートの変動が繰り返されるだろう。

第三に、16世紀には、銭に加え金貨・銀貨が鋳造されるようになり、金貨・銀貨・銭という3種類の通貨の交換比率が定められる**三貨制度**の基盤が確立した。概ね江戸時代の物流は、江戸を中心とする東日本では金を中心とした「金遣い」、大阪を中心とした西日本などでは銀を中心とした「銀遣い」、少額取引では全国的に「銭遣い」という棲み分けで活発な取引が行われたのである。また、1636年には銭として**寛永通宝**が発行され、1670年には寛永通宝以外の銭の使用が禁止された。ここまで過程を整理すると、「**7世紀に登場した国産銭とその退場→輸入銭の流入→国産銭の再登場**」という段階をたどったと言えよう。

活発化する商取引を円滑化するために、日本では両替屋（両替商）が、異なる通貨の両替を行い、顧客から預金を受け入れ、遠隔地間での資金決済のための為替を組んだ³。規模は違うが、欧州で発展した国際金融都市（アントワープ、アムステルダム、ロンドンなど）における決済システムの担い手に匹敵すると言ってよいだろう。この通貨間の交換レートは、社会や経済情勢に応じて変動したが、幕府は、貨幣を安定的に流通させるため、公定相場を定めた。その公定相場は、1609年に「金1両=銀50匁=銭4貫文」だったが、1700年には「金1両=銀60匁=銭4貫文」へと銀が引き下げられ、そして1842年には「金1両=銀60匁=銭6貫500文」という具合に銭が引き下げられた。公定価格の変化は、商取引の実態が変化するにつれ、それに応じて変化を促されたと考えられる。公定価格と実態との乖離が大きくなれば、投機的取引が増えて、従来の公定価格を維持できなくなるのは、現在の固定為替レートと同じであろう。また、江戸時代における国内通貨間の歪みの修正からは、外国為替レートにおける香港ドル（対米ドルと為替レートをペッグしている）などのように公定された通貨も、公定レートが実態に応じて修正されることがイメージできよう。

江戸時代の貨幣改鑄

次に、金や銀と通貨の関係について、確認しておきたい。現在は金本位制を採用しているわけではないが、通貨価値を維持する使命を持つ中央銀行の姿勢と絡めて考えると納得できるところが多いからである。

■ 江戸時代の貨幣改鑄

時期	改鑄	小判	品位	重さ	金含有量（1601年比）	変化率
1601年	—	慶長小判	84.3%	17.8g	15.0g(100.0)	-
1695年	元禄の改鑄	元禄小判	57.4%	17.8g	10.2g(68.1)	-31.9%
1710年	宝永の改鑄	宝永小判	84.3%	9.4g	7.9g(52.8)	-22.4%
1714年	正徳・享保の改鑄	正徳小判 享保小判	84.3% 86.8%	17.8g 17.8g	15.0g(100.0) 15.5g(103.0)	89.4% 3.0%
1736年	元文の改鑄	元文小判	67.0%	13.1g	8.8g(58.5)	-43.2%
1819年	文政の改鑄	文政小判	56.4%	13.1g	7.4g(49.2)	-15.8%
1836年	天保の改鑄	天保小判	56.8%	11.3g	6.4g(42.8)	-13.1%
1859年	安政の改鑄	安政小判	56.8%	9.0g	5.1g(34.1)	-20.4%
1860年	万延の改鑄	万延小判	56.8%	3.3g	1.9g(12.5)	-63.3%

（出所）瀧澤武雄・西脇康編（1999）『日本史小百科 貨幣』東京堂出版を参照。金含有量の1601年比は、慶長小判100.00に対する金の含有量比率。

江戸時代には、有名な新井白石による正徳・享保の改鑄を1回とカウントすれば、計8回の改鑄が実施された（表参照）。新井白石による正徳・享保の改鑄では小判などの金含有量が引き上げられたもの（品位引き上げ）、その他の改鑄では、いずれも含有量が減らされている（品位引き下げ）。前者は通貨量が減少して物価に対しては下落圧力がはたらき、後者は通貨量が増加して上昇圧力がはたらいたと考えがちだが、直接的な物価との関係はみられなかつたことも多かった。

江戸時代の貨幣改鑄は、飢饉と重なった時に物価上昇要因になるケースがあったものの、必ずしも通貨流通量の増加が社会全体の物価上昇に連動していたわけではなかったのである。物価上昇は、通貨要因よりも天候要因による米価上昇の影響が大きいケースが多かったのは興味深いところである。2013年以降の異次元金融緩和は、大量の通貨供給が物価の底上げに直結すると考えられて実施されたが、江戸時代の貨幣改鑄のケーススタディをした上で検討していれば、異なる政策が採用されていたかもしれない。過去の事例がそのまま現代に当てはまるわけではないが、教訓として部分的な真理を示していることもあるからである。

【参考文献・注記】

- 1.主に日本銀行貨幣博物館（2017）『貨幣博物館 常設展示図録』を参考にして記載している。
- 2.詳しくは、高木久史（2016）『通貨の日本史』中央公論新社、15頁参照。
- 3.詳しくは日本銀行貨幣博物館（2017）、37頁参照。

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。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

当社が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はなく、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用いて格付分析を行っており、格付意見に達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・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ません。

ムーディーズは、信用格付に関する信頼評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っています。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、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の指数值およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社（以下、JPXといいます。）の知的財産であり、指數の算出、指数值の公表、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JPXが有します。JPXは、TOPIXの指数值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、JPX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JPX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社は同指數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數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數の開発もしくは公表元に帰属します。