

原油安、日本銀行異次元金融緩和政策、 及び1914—15年世界同時不況（仮説）

—現代の銀行と信用に関する諸考察（その五）—

西 野 宗 雄

はじめに

私は本稿⁽¹⁾において次の3つの論題を考察し、また一つの新しい仮説を提示する。

第1。私は前稿⁽²⁾において2014年世界同時不況（仮説）を提示したが、この仮説は2014年度末の時点でどこまで証明できるのか、あるいはできないのか。これが第1の論題である。

第2。2014年後半に発生した原油価格の急落が日本のような石油消費国側の国民経済に及ぼす影響とはどのようなものとして理解できるのか。これが第2の論題である。

第3。日本銀行は2%インフレ目標値の達成を最優先する異次元金融緩和政策を実施しているが、この政策の効果、副作用、弊害とはどのようなものであるのか。これが第3の論題である。

最後に残された課題を提示しておきたい。私の判断では、2015年世界経済論議のもっとも重要な論点の一つは、2015年中に「逆オイルショック」の発生可能性はあるのか、また世界各国における同時的な生産の大幅な収

-
- 1) 本稿で利用した大半の経済統計数値は①日本経済新聞毎週月曜日掲載の『景気指標』②週刊雑誌『エコノミスト』（毎日新聞社発行）巻末掲載の『経済データ』欄 ③『金融経済月報』（日本銀行発行）掲載の「参考計表」などに所収されたものである。原資料の作成機関（出所）の各名義は本稿では省略する。
 - 2) 私稿「消費税増税と2014年世界同時不況（仮説）——現代の銀行と信用に関する諸考察（その四）——」（『西南学院大学商学論集』第60巻第3号。2013年12月発行）

縮の発生可能性、すなわち世界同時不況の発生可能性の現実性への展開はあるのかどうか、というものである。私は、現実の世界経済の探究作業を進めるうえで、この世界同時不況の発生可能性論こそ有用な仮説と考えている。そこで、改めて、2015年世界同時不況（仮説）、あるいは14年と15年を有意味に連続した期間としたうえで立てられる2014—15年世界同時不況（仮説）を提起しておくことにする。

本稿の目次は以下のとおりである。

はじめに

第1章 2014年の世界経済の素描と仮説の検証について

第2章 原油安の国民経済（石油消費国）に及ぼす諸影響

第3章 日本銀行異次元金融緩和政策の効果・副作用・弊害

おわりに 「逆・オイルショック論」と2014—15年世界同時不況（仮説）

第1章 2014年の世界経済の素描と仮説の検証について

第1章第1節 2014年世界経済の素描

1970年代以降グローバル化が進行しているとはいえ、世界経済分析においてはそれを構成する要素をなす国民経済・国民経済連合圏の枠組みが一定の有効性をもっている。その観点で2014年世界経済の状況を素描してみよう。

日本経済。

私は、前稿において、消費税増税の実施（2014年4月、5%から8%への税率引き上げ）による経済活動縮小を予測した。その根拠にあげたものは、国内的には低賃金労働者の代名詞である非正規雇用者の絶対数やそれが総労働者に占める比率の増大、総労働者一人当たりの名目賃金の伸び率の停滞に基づく「狭隘な大衆購買力」の一層の狭隘化、対外的には世界経済の停滞基調が強まる公算が大きい環境下で生じる対日輸入（数量）の減退、

等である。日本経済は2014年第2四半期（4～6月期）、同第3四半期（7～9月期）の2期連続のマイナス成長を記録し、リセッションすなわち景気後退に陥った。しかしながら成長率鈍化は上記の2期のみで終了するわけではなく、私の判断では同第4期（10～12月）も、日銀短観の中身や個々に発表される生産・設備投資・雇用・消費・輸出等の諸個別経済統計の推移を総合的にみて、またこれを消費税増税前の住宅・自動車等への「駆け込み購買」の拡大による経済拡大が顕著であった2013年同期と比較考量するのであるから、改めてマイナス成長を記録することになる公算は大である。そうであれば「景気後退」「不況」は継続していることになるのであり、現政府筋がやたらに情報発信する「景気は穏やかに回復している」などとの真逆の見方に与するわけにはいかないのである。

中国経済。

前稿から約1年が経過した。2014年通年の鉱工業生産（付加価値ベース）は前年比8.3%増であった。しかし、中国経済がその発展途上で内包するようになった経済的諸課題の解決は道半ばであり、そこに現れた問題は不動産インフレ・バブルの崩壊である。

中国当局は「新常态」（ニューノーマル）を経済方針に掲げ、当面7%台の成長を経済目標に据えた。この経済目標の実現を左右しそうな契機は、第1に、金融の混乱を惹起する不動産バブルの崩壊がどの規模で実現するか、第2に、国内の過剰設備を抱える重化学工業企業などの諸製品の海外販路の開拓につながる中国主導の国際的インフラ銀行が円滑に営業開始できるか、という点にある。

欧州経済。

ユーロ圏の統計資料を見ると、GDP（実質年率、%）は2012年マイナス0.7%、13年マイナス0.5%、と低迷した後、2014年第1四半期1.3%、同第2四半期0.3%。同第3四半期0.6%とプラス成長となっている。しかし、特筆すべきは欧州連合の中心国であるドイツ・フランス・イタリアの3国が一時マイナス成長になったことである。すなわち、この中でドイツが第2四半期にマイナス0.3%、フランスが第1四半期にマイナス0.0%、第2四半期に

マイナス0.4%、またイタリアは第1四半期にマイナス0.1%、第2四半期にマイナス0.9%、第3四半期マイナス0.6%と3四半期連続でマイナス成長に陥っている。ユーロ圏の14年1—12月中の失業率は11%台と高率で推移し、失業率の改善の兆候は表れていない。また、消費者物価（前年比、%）は14年1月0.8%を起点に月を追うごとに傾向的に低下し、同12月にはマイナス0.2%とデフレ状況に沈んでいる。しかし、ここに挙げた資料だけでは2014年ユーロ圏経済が拡大しているのか停滞しているのか判断しにくい。確かに2014年ユーロ圏経済の状況をGDP成長率で判断する限りでは拡大している。だが、そうだからといっても、同状況を「好況」だ、「不況」ではないなどと規定することは疑問である。（この疑問の由来を後段で説明することになろう。）そこでここでは、2014年ユーロ圏経済は停滞基調の域にあったと判定しておきたい。

アメリカ経済。

アメリカ経済は2014年中のどこかの時点で不況期を脱し、好況期に入った。好況期初期の局面を経過するアメリカ経済は現在「一人勝ち」などと評価されるほど好調である。とはいえ、14年度中の月別鉱工業生産指数〔2007年＝100〕を見ると14年1月101.3、同4月103.1、同6月104.1、同10月105.3、同12月106.5であり、アメリカ経済の生産拡大速度ははまだ緩慢である。日本経済の消費税増税を原因とする「消費不況」、中国経済の減速、欧州経済の減速、等があるなかで、アメリカ経済が相対的な意味で好調に見えている面がある。

新興諸国。

前稿執筆の時点では、私は2014年に新興諸国経済に影響を与える契機として中国経済の減速、アメリカFRBの量的緩和政策の縮小開始に注目していた。2014年前半の新興諸国経済（中国を除く）は全体としては相対的に高い成長率を維持した。その第1の理由は中国経済の減速が危惧されたほど大幅なものではなかった。第2の理由はFRBの量的緩和縮小の観測気球の打ち上げに一時動揺をきたしたとはいえ、多大な悪影響をこうむらずに乗り切れた、ということにあった。しかし、14年後半の新興諸国経済は減速気味であった。その上に、14年8月を起点とする原油価格の低下は新興諸国

経済に複雑な諸影響を及ぼし始めた。原油だけでなくその他の諸資源の価格も軒並み低下した。原油価格の低下は産油国でもある新興諸国の経済に打撃を与え始めた。逆に、原油輸入国の新興諸国にとっては原油安は経済拡大の条件である。2015年前半では、14年後半に生まれた原油安の新興諸国経済への諸影響は一段と強まることが予想され、またアメリカFRBの金融政策の転換（2014年10月量的緩和終了、政策金利引き上げ、15年央？）にともなう国際資金移動の影響からも逃れられそうもない。私の見立てでは、2014年後半と2015年前半を一続きの1年間とすると、この期間における新興諸国経済の減速や収縮は避けられそうもない。

第1章第2節 仮説の検証について

世界経済論議もそうであるが経済動向の分析にあたっては、使用する経済用語の指示する内容をできる限り正確に把握することが必要である。それを踏まえて、次の問を出さなくてはならない。私の「2014年世界同時不況（仮説）は仮説のごとく発生したのか、私の2014年世界同時不況の発生可能性論（仮説）」は現実性に展開したのかどうか。

この問いに対して、ある人がいて、上述の各国事例を見てみればわかるようにアメリカと中国とは経済拡大した、だから世界同時不況は起こらなかったのだと端的に回答できる。しかし、仮に私が以下のごとく回答したらその人はどのように反論できるであろうか。その回答とは、なるほどアメリカの微々たる経済拡大（鉱工業生産高ベース）があったものの、その他の国々の経済を見てください、日本の消費税増税不況（GDPベース、生産高指数ベースでも確認可能）、ドイツ・フランス・イタリアのマイナス成長（GDPベース）、中国の経済減速（GDPベース）、新興諸国の景気減速（GDPベース）、等々を取りあげてみれば、世界全般不況はなかったが、「ほぼ世界不況」は起きたといえる、というものである。

しかし、よく考えてみれば両者の経済論議は実に奇妙である、もっと言えば両者とも経済用語の使い方や経済の語り方が間違っている、あるいは恣意的である。ここにはまことに複雑な事情が伏在している。これを解き

ほぐすのは容易ではないが、一つだけに絞って取り上げるとそもそも「不況」とは何であるのか。ある人の先の回答では、経済拡大＝「不況でない」と把握されているが、経済拡大＝生産拡大と再規定すると、経済史のなかには生産拡大にはたとえば生産高がどん底の状態から少しだけ拡大する時期がいくどもあったが、これらの場合もある人は「経済拡大＝生産拡大なのだから、この時期はそれぞれ不況ではない（別様に表現すれば真逆の好況である）」と言わざるを得ない。しかし、このような「不況」の把握では歴史的な経済分析はできない。

一方、私の仮回答も実は恣意的である。なぜなら、ここではまだ「不況」の定義を明示しないまま、「不況」の証拠となるような個別事例をあげ連ねているが、その個別事例たるやよくよく見れば異なる対象経済量（たとえばある時は国民総生産GDP、またある時は鉱工業生産高）の測定から生じる経済評価なのである。それだから、「ほぼ世界不況」などと判定しているこの仮回答は実は十分な証明をしていない、ということになる。では2つの回答それぞれのちぐさはどうすれば解除できるのか、あるいはその解決の糸口はどこにあるのか。答えは、「不況」という用語の共通理解である。「不況」という言葉の意味内容を明らかにしたいのであればさしあたり次の疑問を考える必要がある。すなわち、「問. 経済論議ではたとえば次のような諸用語が頻繁に使われている。経済拡大と経済縮小、経済加速と経済減速、生産拡大と生産縮小、好況と不況、経済安定と経済危機、プラス成長とマイナス成長、高成長と低成長、景気拡大と景気収縮、景気回復と景気後退、好景気と不景気、繁栄と衰退、インフレとデフレ、等々。では、用語「不況」はこのような用語群の中でどういう位置にあるのだろうか、用語「不況」は他の諸用語と置き換え可能であるのか不可能であるのか」。

上の疑問点を解決できないままだとするなら、両者はたとえば「2014年世界経済の基調は好調ではなかったが、極端に低調でもなかったよね」などという曖昧模糊な「基調判断」を確認しあって、経済論議を終えることになるのであろう。しかし、私は私であり、「仮の私」は「本当の私」ではない。私の「不況」概念規定は後の第3章の中でおこなうことにする。

第2章 原油安の国民経済（石油消費国）に及ぼす影響

最初に2つの可能性を区別しておきたい。

ひとつは原油安が世界経済を混乱に陥れることなくむしろその拡大を促進する可能性である。いまひとつは原油安が産油国の金融機構の混乱と実体経済機構の動揺を漏らし、これが世界経済に波及し、世界経済を危機的状況に陥らせる可能性である。本章では前のほうの可能性のみに着目して考察をすすめる。

第2章第1節 原油価格低下をめぐる諸論点

原油価格（標準WTI価格、以下同様）は2014年7月まで1バレル100ドル前後で推移していたが、同8月を境に急落している。油価は2015年1月16日現在ではバレル48.69ドルとなった。14年10月以降、論点になった事項は、1) 油価の底値はいくらか、2) 底値はいつの時点であるのか、3) 原油の新価格帯はどのようなものか、4) その新価格帯が継続する期間はどれほどか、等である。これらの論点に関する内外の研究・調査報告や論説等の数は日々積みあがりつつある。私の目に触れたものは³⁾十数本にすぎず、それらを参考にしても私には確たる見解をもてない。

とはいえ確認できる事実は次のようである。①石油産業界では世界の原油需要は新興工業諸国の経済発展の持続を一根拠にした世界経済の拡大の進展に照応してバレル100ドル台でも一段と増大するとの見解が支配的であったが、世界経済は2013年以降減速傾向を示し始め、原油需要の伸びも停滞し始め現在に至っている。②石油業界をなす各国系の石油企業が、1バレル100ドル以上の高油価が中長期にわたって継続するとの見通しの下で、在来型新油田の探索と開発を世界各地で活発におこなってきており、それらの新油田施設の稼働化が可能とする将来の予想産出量は年々増加する一方、アメリカ国内において石油業界に新規参入した中小石油採掘企業は非

3) アナトール・カレツキー（同氏はロイター通信社のコラムニスト）①「近づく石油時代の終焉、メジャーの採る道は」（ロイター通信社電子版。2014年12月8日付。）同
②「原油が20ドルまで下がり得る理由」（同、14年12月22日付）など。

在来型のシェール油井の開発投資を積極的にすすめ、シェールオイルの産出量をここ3～3年の間に急増させている。③このような石油の需給関係の変化は早晚バレル100ドル台という原油価格帯の下方調整を余儀なくさせるものであった。そして、④今次の油価急落の契機となったものは、14年11月石油輸出国機構（OPEC）が同機構の盟主サウジアラビアの主導のもと、減産・価格維持案を退け減産回避・価格下落容認の決定をしたことにあった。（サウジの今回の石油政策の政治的戦略的な意味合いはここでは取り扱わない。）

第2章第2節 石油産業部門内の諸石油企業の競争

私の理解では、上で記した今後の油価の動向をめぐる4個の論点の解明にもっとも有用であるのは、サウジの今次の石油政策が、それによって惹起させられた世界大の石油産業部門における各国系石油企業の生存か死滅かを決する激的な現実的な競争にどのように影響し、どのような結果を招来させることになるかを探究しておくことである。

この探究の基礎作業は次のようなものである。

原油にはWTIをはじめいくつかの油種類があるが標準的な一種で全油種を代表させておく。原油はアメリカドル建て価格で取引される国際商品であり、WTI価格が今なお有力な指標である。さて、個別の油田・油井の生産性は理論的には原油1単位（1バレル=約159ℓ）当たりの生産費で測定できる。それゆえ、世界各地で石油産出に従事する各国系企業それぞれが支配する個別の諸油田・油井の生産性はドル換算を施し、互いに比較衡量することは可能であるはずである。しかしながら、各石油企業は押しなべてそれぞれの支配下にある石油生産施設の生産性に関する具体的な個別データは公表していない。公表され利用できるものは各企業の会計情報等である。そのうちの損益計算書に掲示されている経費の諸費目のうちから原油生産にかかる直接費用を析出し、この直接費用を原油産出量で割り算して得られる数値は、確かに石油企業の石油生産性の平均値を表すのであろう。サウジの国営石油会社アラムコの1バレル当たりの生産費は20～30ド

ルなどと評価されているようであるが、この数値はもともと誰によって提示されたものであるか私は知らないし、経年の損益計算書等の分析から導出したものであるかも同様である。仮に、後者の分析から得られる数値であれば例えば過去5年間の平均値は26ドルという具合に一個の数値になるはずであるが、なぜ20～30ドルと幅を持たせた数値を提示している理由もよくわからない。

しかしながら、農業用土地それぞれには所与の自然的条件に規定された生産性があることはよく知られた事実である。これと同様に、世界各地で開発された油田それぞれにも生産性がある。この生産性格差の上に、各石油企業が包摂している現存石油産出技術の優劣も存在するし、非在来型のシェールオイル生産技術は年々向上している旨の報道もある。

このような石油産業部門の諸事情から引き出せることは、世界各地で石油産業部門に従事する諸石油企業間には生産性格差が存在すること、上位の石油生産条件を包摂した諸石油企業は中位や下位の諸条件を包摂した石油企業群よりも競争上優位な地位に立てること、優位企業が1バレルの石油の販売で得られる利潤は劣位企業におけるそれよりも大であること、である。そして、劣位石油企業群が存続できた一条件は、2014年8月まで原油の市場価格が劣位企業群の相対的に高い原油1単位当たり生産費を大きく上回る1バレル100ドル近辺で推移し、有意な大きさの利潤を取得できた点にある。

現在の石油輸出国機構は過去2度にわたって石油ショックを引き起こした価格カルテルとしての機能を形骸化させているし、また生産カルテル（生産量割り当て制）としての機能も加盟国各国の恒常的なカルテルやぶりによって破綻している。近年、世界において石油の過剰生産傾向があらわれる横で、石油産出量の増大の担い手もOPEC非加盟国系の石油企業が占めるようになってきた。このような石油情勢を背景に打ち出された今回のサウジの石油政策の目的や目標はある意味で単純明快である。その目的はOPECの再興であり、その目標は石油産業部門におけるOPECとサウジ自身の市場占拠率の引き上げである。その目標を達成するための当面の手段は減産回

避（＝油価下落容認）、つまり安値の原油の供給を続けることであり、そこに期待される主要効果は世界大における石油産業部門内の劣位石油企業群の淘汰、過剰石油生産施設の解消にほかならず、またその副次効果はこれまで進められてきた非OPEC系の石油企業による新油田の開発投資の中断なのである。このように今回のサウジの石油政策の狙いを確認できるとすれば、そしてここであえて事柄の本質を忘れないためにあえて強い言葉を使っておくなら、この政策は石油戦争政策であると規定できる。

私は何かの書物で「戦争は始めるよりも終わらせるほうが難しい」という言説を読んだ記憶がある。それゆえ私は、サウジの石油戦争政策の実施によって誘発された石油産業部門内の諸石油企業の生死を分かつ死に物狂いの現実的な競争戦の様相を甘く見るとか、その行く末を軽く見たりすることは慎むべきだと判断しておきたい。そうであるので、先に紹介した今後の石油動向をめぐる4つの論点について、私がどのようなような暫定的な見通しを抱いているか想像してもらえよう。

第2章第3節 原油を起点とする産業連関

油田・油井から採掘された原油は精製施設に運搬され、その施設ガソリン・灯油・軽油・重油などの燃料、石油化学製品の原料となるナフサ、コールタール等に分解される。ナフサはその後エチレンなどさまざまな石油化合物に加工され、次にはこれらの化合物を原材料にして種々のプラスチック製品や合成繊維布製品などが産出され、最後にはこれらを材料とする多種多様な消費財が生産される。

ここで後の議論のために用語を整理しておきたい。①石油産業、石油産業部門とは通常は原油採掘業と原油精製業からなる。②石油産業企業、または石油企業とは通例では原油採掘と原油精製に従事する企業を指す。しかし、原油精製のみに従事する企業も石油企業と呼ばれている。例えば、日本の現大手石油企業は一部を除いてもともと原油精製とガソリン等の石油製品の販売に従事する企業にすぎず、これらの企業は『石油元売り業』と呼ばれている。③石油化学産業部門とはナフサを初発原料とする種々の

石油化合物を生産する産業であり、石油化学企業とはこれらの石油化学産業の諸部門に従事する企業である。⑤「石油関連企業」とはいささかその範囲を決めるのが難しいのであるが、狭く言えば石油産業部門と石油化学産業部門に従事する諸企業のことである。

私の手元には日本経済において石油関連企業が1年ごとに産出してきた「付加価値」合計額を示す統計資料はなく、それゆえこの合計額の日本経済の総付加価値額に対する割合も算定できない。日本経済が戦後において重化学工業の本格的確立を達成してからおよそ半世紀が経過した今日においては、石油産業・石油化学産業の日本経済に占める比重は例えば1980年台のそれと比べて低下していると推測できるが、その重要性はいささかも低下していない。

第2章第4節 原油安が国民経済（石油消費国）に及ぼす影響

原油安が日本経済全体にとってどのようにプラスであるかを理解しておくことは必要である。事柄を不必要に複雑化させず、また順序よく考察をすすめるために、ここではまず円ドル相場を一定と想定しよう。石油価格が1バレル100ドルから急落し、15年1月初頭には50ドル代前半をつけている。ここではこれを念頭において、1バレル50ドルが例えば以後1～2年ほど続くものと想定しよう。

過程の第1幕

この過程の第1幕は、原燃料価格の低廉化による生産財・生産手段生産部門(第Ⅰ部門)に従事する製造業諸企業（A企業群）の生産コストの軽減である。ここでもし、これらの諸企業の生産した生産財の価格が低下しないならば、消費財・消費手段生産部門（第Ⅱ部門）に従事する製造業諸企業（B企業群）にとっては同量の生産財の購買に同額の貨幣を支出せざるをえず、したがってまた消費財価格も低下しない。そして両部門の生産数量が不変で、かつ労働コスト（賃金）も不変であるならば、つまり再生産の規模拡大が起きないと想定する場合、ここで生じる結果は、A企業群のほうでは利潤量不変・利潤率上昇、B企業群のほうでは利潤量不変・利潤率不変であ

り、したがってまた賃金総量と利潤総量の合計も不変、別の観点から言えばGDP（国内総生産）も不変である。ここでは原油安のメリットはまだA企業群に限って享受されているにすぎず、このことを日本経済全体にとってプラスなど簡単に言うことはまちがいである。

そしてうえの「生産コストの軽減」にかんしては次の点に注意しておいてよい。A企業群においては、原油安以前に原燃料の購入という契機で再生産過程に投下されそこに拘束されていた資本の一部が原油安以降では遊離し、生産規模の拡張を可能にする再投資可能な貨幣資本として、さしあたり遊休貨幣資本の姿で析出される。そしてまた、遊休貨幣資本は利潤積立金、あるいは内部留保＝利益積立金とは異なるものである。

過程の第2幕。

第I部門A企業群は利潤率の上昇を契機に、先の析出された遊休貨幣資本や利潤積立金に依拠するのみならず、信用（ここでは追加資本の借り入れ）に訴えて、再生産投資の拡大（＝雇用の拡大でもある）を企てることになる。ここではA企業群にとって引き続き原燃料コストも賃金コストも不変であると想定すると、投資の拡大によって生産財の生産数量が増加し、このことは第II部門B企業群が購買者である生産財の価格をここに至って低下させる。この時点を固定して考察すると、A企業群においては確実に利潤量の増大を享受するのであるが、その利潤率は過程の第1幕の終了時点のそれに比較して生産財の市場価格の低下を反映して低下する。しかし過程は進行する。

そこで次に、原油安を基礎にした生産財価格の低下が第II部門B企業群の投資行動に及ぼす諸影響を考察しなくてはならない。B企業群にとって、賃金コスト一定、生産規模一定のもとで、生産財購入コストの低下が生じた場合、その利潤量と利潤率に及ぼす影響はすぐ前に記したA企業群のそれらと同様である。すなわち、さしあたりB企業群の利潤量はかわらず、その利潤率は上昇する。しかし、第I部門の供給する生産財の価格の低下の条件は第II部門向けの生産財の生産数量の増加であった。では、増加したこの生産財数量をB企業群は一単位も残らず購入する契機は何か、つまりB企

業群が再生産投資を拡大し生産規模を拡張する契機は何かといえば、それはさしあたり先に触れた原油安を基礎とする生産財価格の低下を原因とする利潤率の上昇である。そこで、B企業群の生産する消費財の数量が増加し、消費財市場には買い手の登場を待つ消費財が増加する。別の観点から言えばここでB企業群が再生産からくみ上げる利潤量は増大する。それと同時に、進行する過程の第2幕のこの時点では、賃金一定の下でも第I部門と第II部門の双方で被雇用者数は増加したのであるから、総被雇用者の受け取る総賃金が増加し、したがってまた新規被雇用者の受け取る賃金分だけ「大衆の消費購買力」はおおきくなっている。

そこで出てくる決定的に重要な論点は次のようなものである。もしも原油安を基礎とした生産財価格の低下がそれに照応した消費財価格の低下をもたらさないのであれば、つまり過程の第2幕で消費財価格水準が原油安以前と変わらないのであれば、第II部門B企業群における経済的に意味のある「売れ残りゼロ」となる新規消費財の生産の最大可能量は先に見た総賃金の増加分によって規制されざるを得ないことである。この点は生産と消費の必然的な対立や量的連関を想起すれば容易に理解できることである。そこで、進行する過程を一時休止させ、これまでの経過を振り返ってみると、確かに生産総量の増大、そこに含まれている賃金と利潤の増大（別様に言うとならばGDPの基本部分の増大）が実現されてはいる。したがって、ここですでに原油安のメリットが日本経済全体にプラスに働いたのだとも言うことができる一方、そのプラス効果はまだ限られたものでしかないともいうことができるのである。しかも、そして次の点は私にはすこぶる重要なことに思えるのだが、総被雇用者をなす個々人は生活者＝消費者大衆（家計）であり、この立場から冷静に考えてみると、賃金一定、消費財価格水準一定の下で、原油安を起点に発生した総生産数量の拡大やGDPの増大は個々人の生活水準の上昇とは無縁である。だが事態は進行し、過程の第3幕が始まる。

過程の第3幕

第3幕の開始の合図になるものは、原油安を享受している石油企業による

消費財である燃料（ガソリン・軽油・灯油）価格の引き下げであるとしよう。過程の第3幕に至って燃料安（＝以下ガソリンで代表させる）を取り上げるのは恣意的であるとの疑問があろうが、石油企業にとってバレル100ドルで輸入した高コストの原油の一定の備蓄分をガソリン等に精製し販売するまでの期間はできるだけ消費者に従来のガソリン価格で購入してもらおうという経営行動が合理的である点を考慮に入れられるからである。燃料安は消費者に燃料購入代の軽減をもたらす。賃金一定の下でも、燃料代軽減分に相当する貨幣額を他の消費財品目に消費支出することが可能となる。この作用は、原油安を基礎とした原材料など生産財の価格の低下が、同じ規模の生産を維持するのに必要であった投下資本額を軽減し、再生産過程に拘束されていた資本の一部を遊離させ、それを追加投資可能な遊休貨幣資本に転形させる、という先に指摘した作用と類似している。では、この軽減分の大部分が実際に消費支出された場合、そこにどのような変化が生じるのであろうか。この追加消費需要は、第Ⅱ部門B企業群の大半にとって商品販売の機会の増大である。それゆえ、これに促されて第Ⅱ部門の諸企業は急いで投資拡大、消費財生産・雇用の拡大に向かうことになり、これはまた第Ⅰ部門A企業群の生産する諸生産財品目の増産を促進し、雇用に拡大させる。

過程の第3幕のこの局面で生じた結果をまとめると、①再生産規模の過程第2幕に比してのより一層の拡大、②賃金一定の下での被雇用者数のいっそうの増大、③個人消費者としての彼らの大部分の燃料代軽減を条件とした燃料品以外の消費材品目への支出増大、その範囲内での消費生活水準の向上、④再生産の一層の規模拡大に伴う賃金・企業利潤の総額の増加、あるいは「付加価値」の増大（＝GDPの増大）、である。そして、原油安を起点とする過程の3つの幕の進行のもたらすこれらの諸結果こそが「原油安は日本経済全体にとってプラスである」という言説の内容の一端である。

原油安が個人消費に充用される燃料の価格低下をもたらす。個別品目である燃料の価格低下それ自体は「一般的な消費財価格水準」を押し下げる契機である。では、燃料品以外の消費材品目の価格は、燃料代軽減を条件

にしたそれらの品目への消費支出（需要）の増大を受けて上昇するのであろうか。ここでの考察の枠組みでは答えは否である。というのも、すでに述べたように、ここでの燃料安によって可能になった燃料以外の消費材品目への追加消費需要はそれに見合った数量だけ第Ⅱ部門B企業群によって生産増・供給増が遂げられ、それらの新規の需給関係がこれらの消費材品目の価格を変化させることはないからである。ここでの考察の枠組みの暗黙の前提は、稼働可能な遊休生産設備や就業可能な無業者・遊休労働者の有意な存在である。

ところで、現在の日本経済ではこのような「非活用資源」は枯渇しているという疑念を唱える人たちがいる。彼等が依拠するのは潜在的成長率ゼロ近辺論である。私は、一部の産業部門における「人手不足」現象は承認しているものの、この種のゼロ近辺論の正否を判定する材料を持っていない。そこで仮にこのゼロ近辺論が正だとした場合、つまり第Ⅱ部門B企業群の、またそれに照応した第Ⅰ部門A企業群のそれぞれの生産規模の有意な拡大はもはや困難な状態になっていることを認める場合、燃料安を条件とした燃料以外の消費財品目への消費需要の増大は、必然的にこれらの消費財それぞれの諸価格を上昇させる。ちなみに、世界中にいる頭のよい人はいろいろなアイデアを思いつくものである。ここでのアイデアは燃料を除外した消費財諸品目の諸価格から算出される特別な消費財価格水準（指数）を眺めることである。この観点で測定すれば先の燃料以外の諸消費財の価格の上昇が、現行の中央銀行の唱える政策目標「2%インフレ」により容易に到達できるようになるのであろう。これは喩えて言えば試合の途中にルールを変更するようなものである。しかしながら、このように物差しの作り変えて実現される2%インフレ状態が、十全な意味で「原油安は日本経済全体にとってプラスである」などと到底言えないことはこれまでの考察を顧みればおのずと明らかであろう。

第3章 日本銀行の異次元金融緩和政策の効果、副作用、および弊害

第3章第1節 予備的考察 用語の整理など

第1節第1項 市場の諸形態

本来市場というのはある対象物が商品として売買される部面を謂う。市場で商品と対立するのは貨幣である。商品の価値・交換価値は貨幣で表現され価格となる。商品価格は変動を常とする市場商品価格を指示する場合には特に商品相場などとよぶ。さて、市場経済とも呼ばれている近代資本制経済にある市場を列挙すると、商品市場、外国為替市場、金融市場、証券市場や不動産市場などの資産市場、労働市場などである。商品市場とは労働生産物等が商品として売買される市場を指す。外国為替市場はドルやユーロなどの外貨が商品として売買される市場であり、たとえば外貨ドルの価格は「円・ドル交換レート」、「ドル相場」などとよばれている。金融市場は貨幣が商品として売買（貸借取引という形態をとる）される市場であり、「独特な商品」として取引される貨幣の価格が利子であり、その価格の大きさは通常は百分比（％）で表示される利子率（＝「金利」）である。証券市場は貨幣請求権・利子請求権・配当請求権などを表示した証券類が商品として売買される市場であり、商品としての証券類の市場価格が「証券価格」「証券相場」である。資産・富としての市場性を持つ証券の価値の大きさはその額面価値から不断に乖離する。他方、もう一つの資産市場をなす不動産市場は一定の有用性を持つ所定の土地や建築物が商品として売買される市場である。また、労働市場は住民諸個人の持つ労働力それ自体が商品として売買される市場であり、ここでの商品の価格は「賃金」であり、その価格の大きさは「賃金率」「賃率」（＝例えば労働1時間当たりの賃金額）である。

中央銀行金融政策が対象とする市場は金融市場・貨幣市場である。とはいえ今日の日本銀行は間接的であるが他の諸市場形態への関与を強めている。そのような日銀の守備範囲の拡張は一時のものにすぎないのかどうか

注目する必要がある。

第1節第2項 中央銀行とは何か

金融政策論議を理解するためには、特にこの方面の初心者である若い人々にとっては、以下のような中央銀行や金融政策に関する専門用語や言葉の使い方の特徴をあらかじめ了解しておくことが有用である。この項では、中央銀行について記しておきたい。

まず、金融政策を行う中央銀行とはそもそもいかなる銀行であるのか。この点の理解から始めよう。中央銀行としての日本銀行の任務は日本経済という国民経済の中において国民通貨円の価値を安定させることである。そして日本銀行という中央銀行は金利政策を実施し、短期金利や中長期金利を意図した水準に誘導できる能力を持つ特別な銀行として存在している。私の理解では、日本銀行が現在この能力を保持し得ている根拠は、公信用（＝国家信用、ここでは国家による貸し付け）に媒介された公共施設・公共財（＝全国民の占有する富）を基礎にした全国民の債務を証書のかたちにしたものにほかならない日本銀行券（中央銀行券）が金貨幣兌換の有無と関係なく国民経済社会の中で一般的支払い手段・購買手段（貨幣）として機能する規定性を受け取っている点にもとめられる。中央銀行とは定義するなら、あるいは本質規定を与えるなら、国民的信用貨幣、すなわち貨幣同等物または一般的支払い手段として機能する全国民的債務証書を発行する銀行であって、この点こそが中央銀行が通常の私的商業銀行から自己を区別する特別な差異性をなしている。そして、この全国民債務（全国民信用）が貨幣として機能するという規定性は複合的あるいは重層的なものである。すなわち、この規定性をもっとも基底にあるものとしては、債権者と債務者、商品の買い手と売り手など商取引の当事者たちのあいだで形成された当の銀行券を貨幣、または貨幣同等物とみなす社会的意識、すなわちその授受が当事者間の決済の完了行為と同義であるとの意義を付与された「現金貨幣」なるものとして取り扱うという自然発生的な相互承認（直接的な市民間の社会的約定）にもとづいた事実上の規定性であるのだ

が、この基底的な規定性は国民国家が中央銀行券に付与する法貨規定性の中にいわば吸収され凝縮されている。

あまり突き詰めて考察することに躊躇しないわけではないが、国民国家の存立が国家財政破綻や国民社会を苦境に陥らせる大自然災害や大争乱などによって動揺し、それに伴って中央銀行券の法貨規定性への信頼性もまた動揺をきたすことはありうる。その場合には、法貨規定性がどの程度まで動揺するかはもはや問題なのでなく、さらに言えば法貨規定性があるなしには関係などなく、当の中央銀行券がなお貨幣同等物として、すなわち一般的支払い手段・購買手段としてどの程度、どの範囲で機能するかは、先に触れたような、中央銀行券を「我々の貨幣等価物」として取り扱う当事者たちの自主的な相互承認の強度さが左右するのであろう。しかし、全国民なる姿態を失った裸の市民としての諸個人は何によってこのような相互承認の強度を維持できるのであろうか？

第1節第3項 金融政策一般の枠組み等に関係している用語など

① 中央銀行の任務。

日本銀行の本来の任務は国民通貨円の価値の安定である。円価値の安定とは具体的には第1に物価の安定、一般的商品市場における諸商品に対する円の購買力の維持であり、第2に外国為替の安定、外国為替市場における外貨（ドルやユーロ）に対する円の交換価値・交換比率の維持である。現行のルールでは日銀の関与する円価値の安定というのは第1のそれを指している一方、日銀が第2のそれに事実上かかわっているのは公然の事実であり、そのこと自体を非難する特段の理由はない

② 金融政策の一般的目的。金融政策の具体的な経済目標。単一目標（通例は物価安定）、複数目標（たとえば物価安定と完全雇用・景気との2目標）。中間的諸経済目標。

③ 金融政策の性格規定。金融引き締め政策、中立的金融政策、金融緩和政策。

- ④ 金融政策の手段（方法）。政策金利・公定金利（＝公定歩合）の変更。公開市場操作。預金支払い準備率の変更。そのほかに「窓口規制」「市場との対話や口先介入」。
- ⑤ 金融政策の操作対象とされる標的（ターゲット）、あるいは操作目標。操作目標数値。明示された目標値、明示されざる目標値。誘導目標値？
- ⑥ 金融政策の影響評価に使用している用語。
金融政策の好影響。効果（正効果）有用性、有用効果。
金融政策の無効性。不効果・非効果。金融政策の限界。
金融政策の悪影響。副作用。逆効果。弊害。

第1節第4項 金融政策の基本理論

さて次に、中央銀行である日本銀行の金融政策の根幹の仕組みを理論的に理解するために必要な用語の意味合いを指摘しておこう。

基本点は、日本銀行が扱う市中諸銀行の日銀当座預金勘定の形態的諸規定性（諸機能規定性）、したがってまたその勘定残高の多寡という量的な差異が受け取る諸作用力の強弱である。（これらの点は、中央銀行としてFRBやECBを取りあげても事柄は同じである。）

中央銀行は自行において諸銀行の当座預金勘定（便宜的に日銀預金とよぶ）を扱っている。諸銀行にとってこの日銀預金残高は同額の日本銀行券と同等物である。各銀行の現金準備高の主要部分はこの日銀預金残高である。日銀預金残高は第1に銀行間で日々発生する債権債務関係の支払い・決済手段として機能しており、また第2に日銀預金残高は諸銀行の預金業務に不可欠な預金支払い準備金として機能している。政府は法によって各銀行に対し銀行預金残高の一定割合を預金支払い準備金として保持することを義務付けている。この法定の預金支払い準備金額は各銀行においては自由に処分できないものである。

このように各銀行の現金準備量は常に法定準備金と自由準備金の合計で

あるが、ここでの問題は各銀行の保有する自由準備が受け取っている経済的な形態諸規定性である。

商業銀行は一面では貨幣資本または利子生み資本の管理者である。銀行の持つ自由準備を銀行のこの側面と関連付けた場合に出てくる経済的規定性に名を与えるなら、これは「処分可能な、貸付可能な貨幣資本」である。諸銀行総体が持つ「処分可能な、貸付可能貨幣資本」としての自由準備の多寡は貨幣市場における各種の市場金利の水準を規制する。（このことはリングが豊作な年にはリング一個の市場価格は平年と比べて安いという事例を想起すれば容易に理解可能である。）自由準備が「過多」と呼ばれる環境下では諸銀行間の短期の貸付金利（インターバンク・レート）は平時に比して低位となる。また逆に、そうでないときには銀行間金利は高い水準になる。

銀行は他面では、非銀行金融機関と異なっていわゆる信用創造機能を持つ特別な金融機関である。商業銀行の信用創造に関する私の理解をここで短く記しておく、銀行は当座預金勘定を手段とした決済業務の土台・基礎のうえで、実は簡単には了解できないよう特別な仕方様式で貨幣貸借（＝貨幣信用）をおこなうことによって、すなわち銀行は単なる観念上の一定の貨幣額を対象に1個の当事者との間で貸付取引と預金取引という2種類の貸借取引を同時に行うことによって、借り手たる当事者を債務者とする貸付債権を取得すると同時に、他方では銀行の債務に他ならない貸し手たる当事者の当座預金残高を創造し、信用貨幣（預金貨幣）を創出する。そこで、自由準備を信用創造機関としての銀行という銀行のもう一つの側面と関連付けた場合にて出てくるいま一つの経済的規定性に名をつけるなら、これは「信用創造のベースマネー」である。このように名づけてよい理由は、銀行の信用創造・預金創造そのこと自体に着眼すれば銀行は何一つ現金準備金を用立てる必要はないのであるが、創造された当座預金勘定残高は銀行にとって貨幣支払い義務を負う債務にほかならず、銀行にとっては創造されたこの債務の一定額が現金貨幣で引き出されることを想定しておかざるをえない点にある。諸銀行が持つ「信用創造のベースマネー」としての

自由準備の多寡は、銀行の貸付能力・信用貨幣創造能力の強弱を左右するのであり、したがってまたM1（エムワン）やM2（エムツー）などの統計項目であらわされる「マネーストック」（貨幣数量残高）の増加の程度を規制することにもなりうるのである。しかし、ここではだれも勘違いなどはしないであろうが、次の区別、すなわち銀行が大量の自由準備を保有することによってより高い貸付能力・信用貨幣創造能力を持つということと、銀行が実際に貸し付けを拡大すること、新規の信用貨幣量を供給することとは異なる事柄である点は正確に理解しておく必要がある。

第3章第2節 異次元金融緩和政策の導入

異次元金融緩和政策は安倍政権の経済政策の3本の矢の第1の矢を占めるものである。

2014年4月に導入したこの異次元緩和政策は2本立てであり、そのひとつはそれ以前から導入されていたゼロ金利政策、あるいは低金利政策であり、いまひとつが量的緩和策である。異次元と称するのは既に触れたように日銀が操作対象である諸銀行の日銀預け金勘定残高（日銀預金残高）を未曾有のレベルまで増加させること、またマネタリーベースを増大させることに由来する。

ここで異次元金融緩和政策に至る金融政策の経緯についてふれておこう。日本銀行は1997—98年の銀行破綻と金融システムの動揺を受け、99年2月にゼロ金利政策を初めて導入したが、この政策は2000年8月に解除した。

2001年3月政府が日本経済のデフレを認定したことに合わせて、日銀はついに量的金融緩和政策を導入した。2008年9月に発生したいわゆるリーマン・ショックを契機に金融危機が世界大に広がって状況の中で、日銀は08年12月実質的ゼロ金利政策を実施した。2度にわたるゼロ金利政策の導入の主要目的は「信用秩序の維持」あるいは「金融システムの安定化」であって、日銀は「最後の貸し手」機能を発揮しようとしたものであるといえよう。

しかし、この08年12月導入の2度目のゼロ金利政策は当の金融危機が一応解決されたのちも現在に至るまで解除されていない。つまりそこでは、ゼロ金利政策の目的は事実上変更されたのであり、その目的は「景気回復」（GDP増大）や「デフレ克服」に移った。しかしこの08年12月から13年4月までの約5年半の間、日銀のゼロ金利政策の実施にもかかわらず、日経平均株価は09年3月には「平成バブル」期の絶頂期に到達した89年12月の最高値（3万8915円）より82%下落した最安値（7054円）を記録した点に象徴されるように景気回復の道は険しく、一方では円ドル相場が11年10月には一時1ドル75円と円最高値をつけた。円高は日本経済の基幹を担った輸出企業の国内生産と内外販売額、したがってまた企業利潤を制限するものであったために、日本経済の景気悪化の主要原因とする認識が広がった。この超円高を契機に日本の大手企業の多くは海外投資を重視し、海外事業を包摂した多国籍企業にますます転化した一方、この超円高は原材料等の輸入財の価格（円換算）の上昇を制限する効果を持ち、生産者物価水準や消費者物価水準の上昇が低位に抑えられた低インフレを生み出した。それゆえ、この期間に実施した日銀のゼロ金利政策それ自体は、事実上、その「景気回復の実現」という目的を達成するうえで十分な効果を持たなかったと評価しなくてはならない。

ゼロ金利政策それ自体の限界に直面していた日本銀行は、また2010年6月に導入した『特別貸出制度』のような苦心の政策も十分な成果をあげられない中、執行部の交代の後の2013年4月、「量的・質的金融緩和」と称する異次元の金融緩和政策を導入した。それから14年10月には追加金融緩和策を導入した。この期間を第1期、追加緩和以降を第2期と便宜的に呼んでおこう。もはや周知のことであるがこの異次元緩和政策のポイントを記しておこう。①資金供給量については第1期年60～70兆円増（第2期年80兆円増）、②長期国債購入は第1期年年50兆円（第2期年80兆円）である。また、③ETF購入は第1期年1兆円（第2期年3兆円）、④REIT購入は年300億円（第2期年900億円）である。

この異次元金融緩和政策の目標は年率2%インフレの達成である。そして、

その目標を達成するための金融操作対象はマネタリーベースであり、操作目標はマネタリーベースの大幅な増大、すなわち日銀預金残高（＝諸銀行が日銀に開設している当座預金勘定残高）と日本銀行券発行残高（＝市中に出回っている銀行券の量）の総計であるマネタリーベースの大幅な拡張であった。最新のデータによれば日銀預金残高は14年12月22日現在で約179兆円に達し、この額は異次元緩和策が実施された13年4月のその4倍に相当する。また、マネタリーベースは14年12月19日時点で約270兆円に増加し、日銀が14年末の目標値としていた275兆円と近接している。（日本銀行券の発行残高は約91兆円である。）

要するに日銀は金融操作目標値をほぼ十分に達成しているのである。しかしながら、操作目標の達成と政策目標の実現とは異なる事項である。そのうえ私には、今次の金融緩和策には、「2%インフレ目標値」という明示された優先的な目標とは別に、いうならば明示されていない副次的な、いやむしろこの方が主要な位置を占めるとも推測できる諸目標も含みいれられていると思われる。それだから、政策目標の実現・達成の程度、政策がどのような効果をもたらしたか、あるいはもたらさなかったかを評価する段には、これらの諸目標を念頭に置かなければならない。それだけではない。例えば医療の世界では、医師が患者の病気治療のために投与する薬物は期待された効果を発揮する場合もあればまるで効かない場合もあるし、そのうえ思わぬ薬物の副作用が出て患者の心身を一層悪化させてしまう場合もある。患者の病気を誤診する藪医者や未熟な医師は論外と言わなくてはならないが、善良な優秀な医師といえども薬物の副作用や弊害に気づかない、あるいは気づくのが遅い場合もあろう。金融政策の世界がそれら医療の世界とは違うとする特別な理由は見当たらない。それゆえ、多くの論者が見解を公表しているように、私もまた本稿の後の段において日本銀行の実施している今次の異次元金融緩和政策の副作用や弊害について触れてみようと思う。

しかし、その前に、まず次の論点、すなわち現在の日本銀行は明示的な操作目標値＝「2%インフレ目標値」の実現の諸条件をどのように考えているかという点を解明しておこう。

第3章第3節 日銀の異次元金融緩和政策の根幹にある考え方について

第3節第1項 貨幣数量は物価変動の原因ではない

異次元金融緩和政策の根幹にある考え方は貨幣数量説という「貨幣理論」である。

貨幣数量説は貨幣数量と諸商品価格の一般的水準との2契機の関係を次のように理解している。貨幣数量説の基本は、例えば通貨当局による貨幣供給の増大など貨幣数量の増大がそこに現出すると、それが原因として物価の一般的水準を上昇させるというものである。しかしこの考え方については、貨幣数量の増大と物価水準の上昇は同時に重合的に起きることもあるものの、前者が後者の原因であることは何ら証明されていない。諸商品価格を規定する基礎的な契機は個々の商品の生産における労働生産性であり、それらの市場価格を左右するものは需給関係である。諸商品の供給量が一定であると仮定し、また貨幣供給の増大と何らかの仕方て結びついて支払い能力のある需要が増大するという条件がそこにあると想定した場合、諸商品の市場価格の上昇はありうる。しかし、諸商品の生産者が資本家的商品生産者である経済社会を前提におくと、このような諸商品の市場価格の上昇は一時的には商品生産者において利潤増加・利潤率上昇をもらすのであるから、彼らは利潤の最大化を目的に次期の商品生産を拡張する。つまり諸商品の供給量は不変ではなく、ここでは増加するものと捉え直さなくてはならない。そうであれば、諸商品の市場価格が低下することはありうる。このようなプロセスを考察してみれば、貨幣数量説のように、貨幣数量の増大は必ず諸商品価格の全般的上昇を促す、あるいは物価の一般的を上昇させるとは言えないのである。

確かなことであるが、経済史の書物や統計資料を見ればわかるように貨幣数量の増大と物価水準の上昇とが同時に生じた時期はいくつもある。特に産業循環の好況期においてはそうである。この好況期を特徴づけるものは諸生産部門における製造業諸企業の設備投資など生産規模の拡大を意図した諸投資の増加、それに続く生産・雇用の拡大であるが、またこの好況

期において顕著な現象は諸企業向けの諸銀行による貸付拡大・信用貨幣創出の拡大であり、このような諸銀行の行動は諸企業の投資増加を媒介する一大要因である。

そしてこの好況期の過程では需要拡大の先行が一般的である。この需要拡大先行は次のような姿をとる。各部門の諸企業の大半は、現時点の生産拡大に必要な原材料や機械などの生産財等を既に市場に出ている数量のうちの一部を購入する仕方では確保するだけでなく、将来必要となる追加生産財を現時点で先行確保するために将来供給される生産財を対象に「われ先に」購買注文する。つまり、そこでは将来生産財に対する需要が現時点で現在生産財に対する需要に追加される。このように、この時期の銀行信用の拡大に媒介された各部門の投資需要（生産財の購入）の増加速度はこの過程のどの時期をとってもいわば継起的に、当の投資対象をなす生産財の実際の供給速度より早いのは、その背後にこの時期における予想利潤率・予想利潤量の上昇を基礎にした各部門内における諸企業間競争の激化がある。（当事者の大半は「早い者勝ち」を実践しているわけだ。）この好況期における諸商品の市場価格の上昇には複雑な諸契機に規制された需要供給関係の変動が働いているのである。

私は物価上昇の基礎の一つに貨幣数量の増大という契機があることは承認する。しかし、私は複雑なものであろうと単純なものであろうと貨幣数量説という理論の妥当性を承認しない。というのも、上でその一端を見たように、たとえ銀行信用（＝銀行の貨幣貸付）に媒介されて貨幣数量が増大したとしても、それは諸商品の市場価格の上昇の原因であるのではなく、その原因は諸企業の投資行動に伴う需給関係の変動であり、この投資行動の基礎の一つに銀行信用の拡張による当事者たちの「投資可能な資金」の確保、マクロ的には信用貨幣創出による貨幣数量・貨幣残高の増大、このことがあるに過ぎないと判断できるからである。ちなみに、今日の日本経済を観察すればわかるように、内部留保のような形で「投資可能な資金」または「個別の貨幣残高」が十分そこにあってもそれが必ず当該諸企業の投資拡大に結実しているかと問えば実はそうではない。つまり物事の基礎

ということは、その基礎がなければ物事はどうにもならないとは言えるものの、仮にその基礎がそこにあっても物事が必ず現実化するとは限らない性質のものなのである。基礎であるという理解と原因であるとする理解は混同してはならない。

第3節第2項 2%インフレ目標の経済学について

日本銀行の貨幣数量増大による2%インフレ目標達成はすぐ後でみるように2013年4月以来どの月も成就していない。しかしここでは日銀がインフレ目標を設定する理由について触れておきたい。論点は2%インフレ目標の達成が誰にとってどのような利益があるのか、ということである。

まず消費者物価水準の上昇は消費者にとってはその所得額など他の事情が変わらない限り、その生活水準の低下をもたらすものであるゆえ明らかに不利益である。

企業にとっては企業者物価の上昇の及ぼす影響は複雑である。ここでは特に自己資本利潤率に及ぼす影響を取りあげる必要がある。

日銀はゼロ金利政策を実施、銀行等の貸付利子率を低位に誘導してきたが、それでも企業の借り入れ需要は停滞している。

物価水準は名目金利一定としても実質金利を左右する。この実質金利は名目金利－インフレ率という式によって算出されるものである。仮に名目金利が3%であるとしてもインフレ率が2%であれば実質金利は1%と算定される。

企業利潤率が平均10%であると想定し、名目金利が3%である下で2%インフレ率によって実質金利が1%に低下した場合、企業の自己資本率は、インフレ率ゼロ、つまり名目金利＝実質金利＝3%の場合と比べて上昇する。

例えば、借入資本比率約33%、具体的には自己資本200、借入他人資本100の計300で事業を行っていた企業Aがあるとする、企業Aにとって、利潤量は30（ $=300 \times 0.10$ ）であるものの、そのうちの借入資本100のあげた利潤10は2つの部分に分割され、貸し手に支払う利子が3（ $=100 \times 0.03$ ）、企

業Aが企業者利得の名で取得する利潤が残余の7であるから、企業が利子支払い後に現実に得る利潤量は27（ $=20+7$ ）である。この場合の自己資本利潤率とはこの利潤量27を自己資本200で除したものであるから、百分比で表示すれば13.5%（ $=27\div 200\times 100$ ）である。

次にインフレ率がゼロから2%に上昇した場合を考察しよう。名目利率率3%と同様に想定する。企業Aはインフレ率が2%に上昇した後も、実質的には同規模の事業を維持する、すなわち、原材料など生産財の数量、製品販売数量、雇用労働者数は変わらないとしよう。

インフレ率ゼロの場合の投下した資本300の販売額は330であった。この販売額330の内訳は①原材料等の購入に要した費用270（固定資本減価償却費は無視する）、②支払賃金30、③利潤30であったとしよう。330 $=270+30+30$ である。ちなみにこの企業の産出した（名目）付加価値額はここでは60（ $=30+30$ ）であり、その労働分配率は50%（ $=30\div (30+30)\times 100$ ）である。

そこにインフレ率の2%上昇が発生する。第1に支払賃金一定30と仮定したケースでは、名目販売額は7増加し約337（ $=330\times 1.02$ ）、しかし原材料購入費用も約5増加し約275であるので、名目利潤量は38（ $=337-269-30$ ）である。投下資本量は5増加するのであるから305（ $=300+5$ ）であり、このケースの名目利潤率は約12%に上昇する。（費用増5は自己資本・準備金のうちから用立てられるとしておく。）

借入資本100のあげる利潤量は $\{38\times (100\div 305)\}$ で算出できるから約12である。名目利率率は3%であるから利払い額は3であり、企業者利得は約9（ $=12-3$ ）である。それゆえ、企業の利払い後に現実に得る利潤量は35（ $=38-3$ ）であるから、自己資本率はいまや17%（ $=35\div (200+5)\times 100$ ）に高まる。ちなみに、このケースでは企業Aの産出した（名目）付加価値額は68（ $=30+38$ ）、であり、その労働分配率は44%（ $=30\div (30+38)\times 100$ ）に低下している。

支払賃金が2%上昇し約31になる第2ケースも計算可能であるが、このケースは第1ケースと事柄を大きくは変えないようであるので、これを記す

ことは控えてよいことにする。

要約すると次のようになる。インフレ率がゼロから2%に上昇した場合、我々の企業Aにおいては、名目利潤率は10%から12%に上昇、利払い後利潤量は27から35へ増加し、自己資本利潤率は約13.5%から17%に上昇している。言うまでもなく資本制企業とはその目的を利潤の最大限の取得におく経営組織である。もちろん現実の多数の資本制諸企業は自己資本比率の格差など相異なる諸条件の下で事業を行っているのであるが、ほとんどの企業にとってインフレーションの進展は、例えば2%などの範囲内だと限定をつけるとか、ここで考慮しなかった他の諸契機を無視すれば、企業経営にプラス効果をもつ。

中央銀行としての日本銀行に主たる任務は円通貨価値の安定である。別に日本銀行法の条文をここで取り上げるまでもなく、この国民社会の住民は日本銀行から事あるごとにその任務の何たるかの説明を受けてきた。日本銀行が一部住民などから「インフレファイター」という名誉な称号さえ与えられたのもそう遠くない話である。しかし、「2%インフレ目標の達成」などを掲げて金融政策を実施している現在の日本銀行はこの任務を放擲し、いうならば正反対の「インフレ促進者」に変貌してしまっているといわなくてはならない。では、なぜ現行の日銀は「2%インフレ目標の達成」に異常な執念を燃やしているのか。その基本理由は上で解明した理論上の「インフレの持つ企業経営効率の引き上げ効果」、あるいは「インフレの利潤効果」を現実化させたいと望んでいるからに他ならない。つまり、現在の日本銀行幹部がその顔を向けている先は企業であって、消費者などではない。とはいえ、どれほど熱心に神仏に願かけしてもこの世の中で望んだことがすべて実現するとは限らないことに似て、日本銀行の現幹部たちの願掛けである「貨幣数量増大—インフレ期待の高揚—2%インフレ達成」は2015年初頭に至るまで現実化していない。私の観察するところでは、その原因は神様（＝お金）がなかなか消費者大衆の願いを聞き入れてくれない点にある。

ここで異次元金融緩和政策が「貨幣数量」に及ぼした変化を統計で確認

しておこう。

すでにみたように、マネタリーベースは急拡大し、日銀預金は4倍までになった。マネーストック統計のうちのM1（エムワン）は企業や消費者などの民間が保有する現金通貨と預金通貨の合計額である。M1の対前年比伸び率は13年度中では各月で2～6%であり、14年度には2月をピーク（約6%）に下降し、8月の底値（約4%）つけ、11月は約5%である。また、M1の対名目GDP比率をみても13年4月以降顕著な上昇を示していない。

第3章第1節でみたように、諸銀行の当座預金の増加は各銀行の貸付＝当座預金残高の創出に依存している。各月の民間銀行貸出の対前年比伸び率は、月を追うごとに緩やかに回復してはいるものの、平均すれば2%を若干超えるかの低水準である。

これらを概括すると、日本銀行の異次元の日銀預金拡大策が実施されている下でも、諸銀行の貸し出し＝預金貨幣創造は低迷し、これを反映してマネーストック＝貨幣数量高M1（＝現金貨幣＋預金貨幣）はそれほど増大していない。

この状態は日銀に次のごとき抗弁の機会を与えるのかも知れない。すなわち、「我々日銀はこれまで2%インフレ達成の前提条件は貨幣数量＝マネーストックの有意な増大であると説いてきたが、この貨幣数量の有意な増大がまだ不十分であるのだから、2%インフレ達成がいまだ実現していないのは当然の事であって、われわれの信奉する貨幣数量説を間違いとする批判の妥当性はなんら証明されたわけではない、それゆえ我々はなお異次元緩和政策を拡大実行していく道こそ歩むべきなのだ。」しかし、この種の抗弁がどうして人を納得させないかという点、日銀の異次元緩和政策によって諸銀行は十分に貸付能力＝信用貨幣創造能力を保持するに至っているが、諸銀行がなぜ現実的にこの能力を行使しないのか、あるいはできないのかという肝心な点を日銀は不問に付しているからであり、したがってまた日本経済の根底に内在する投資や消費の拡張を妨げている諸条件にたいする十分な目配りを欠落させているからではあるまいか。

第3章第4節、明示された操作目標値と明示されざる操作目標値

第4節第1項 明示された操作目標値——2%インフレ目標値

異次元金融緩和政策の経済目標は「脱デフレーション」「デフレ克服」であるといわれている。デフレーションの本来の意味どおりに解するならば、「脱デフレ」とは諸商品で測った円の相対価値の継続的な引き下げ、裏返して言えば物価水準引き上げ、特に消費者価格水準の引き上げであり、その操作目標値は年2%インフレである。単年度で終わる話でなく複数年度にわたる継続的な2%インフレ実現である。

ところで、昨今の金融政策論議ではデフレという用語は二義的に、つまり第1の意味では物価の下落（通貨の購買力の低下）、第2の意味では経済の縮小（生産・雇用などから見た実体経済の規模の縮減、経済不況、経済停滞）を指すものとして使われている。このような御都合主義の用語の混同や乱用は直ちにやめて、本来の第1の意味のみに限定して使うべきである。しかし日銀はそうすることを不都合と考えている節がある。それはこういうことである。日銀の伝統的な考え方では「円価値の安定を図ることは生産・雇用などでみた日本経済の拡大と安定に資する」とされていたのであるが、今日の日銀は「インフレ・円価値の切り下げなしには経済の拡大と安定は達成できない」などと考えているのである。今日の日銀は昔日の日銀とは違っているのである。しかし、今日の日銀も自分の任務を忘れた公然たる「インフレ容認者」と見られたくないのである。それだから日銀はデフレに第2の意味を勝手に持たせて、脱デフレ＝脱・経済縮小＝経済拡大等の言語操作をおこなっているのであるまいか。

そこで改めて確認しておいてよいのは次の点である。日銀は現政策を導入した13年4月初、そこから約2年の期間でこの2%インフレ目標（操作目標値）を達成できる見通しである、目標値が達成できれば現政策は終了させる（「出口」に赴く）と言明はしているものの、しかし仮に2%目標が実現できない場合、あるいはいったん2%目標が実現した後でまたもやデフレ状況が発生してしまった場合には、今日の日銀はその考え方を変えない限

り現政策の継続や復活を自らに与えられた義務などとするのであろう。すなわち日銀は事情によっては2年ではなく10年とか20年先の将来にわたる「年2%インフレの恒常の実現」を企図するのであろう。

しかしながらここでそのような日銀の企図に立ち足る障害となりそうな2点を指摘しておく。その一つは、「年2%インフレの恒常的な実現」の手段は年60～80兆円規模の国債の継続的な買い入れによるであるが、現在の国債発行残高約800兆のうち既に日銀が買い入れた200兆を除き、また今後の年新規国債発行を約40兆円と想定し、また満期国債の借り換えの継続も想定すると、将来のある時点で既発行国債の全量が日銀保有となる。つまり民間固有の国債残高はゼロとなり、日銀はこの時点から国債買い入れプログラムを実行できなくなる。いま一つは、アメリカ経済の現状認識にかんするFRBの内部の直近の論議であり、その論点は、低インフレ（ここでは2%でなく0～1%のインフレ率のこと）と相対的に高い成長（ここでは3～4%の成長率のこと）とが共存することは理論的にありうるのではないか、現実にはアメリカ経済はそのような状態になっているのではないか、というものである。このような論議の背景には、最近のアメリカ経済においては賃金伸び率の低下という不都合があるものの、景気回復＝雇用拡大を反映した消費の緩やかな拡大という契機と並んで、中央銀行FRBの政策とは無関係な原油安の発生という積極的な契機があるからである。容易に理解可能であるが、このような「低インフレと高成長の共存」を承認する考え方は、FRB金融政策の「正常化」の進展、すなわち14年10月の量的緩和政策終了の後に続くべきゼロ金利政策解除＝政策金利引き上げの早期実施を促す根拠を提供しているのである。そして、FRB内で広がりを見せるこのような考え方は、「脱デフレ＝2%インフレ実現なしには経済の拡大・安定はない」などという今日の日銀幹部が頑なに唱えている考え方がいかに一面的なものに過ぎないかを端的に証明しているようである。この点はもう少し後でもう一度扱うことになる。

第4節第2項 明示されざる操作目標値（その1）——株式価格水準

日経平均株価は、2012年12月28日に10395円で終了した後、13年4月1日に12135円、同年12月30日に16271円で終了した。13年度中に平均株価は大幅に56.5%上昇したことになる。また、平均株価は14年12月末に17450円で終了した。14年度における日経平均の株価上昇幅は13年度に比較して大きく減らした1159円にすぎず、その上昇率は7.1%である。とはいえ異次元金融緩和政策の実施による投資可能資金の増大が株価を上昇させたのは明らかである。この株高こそこの緩和政策の唯一の成果であるようだ。しかし、この株高が日本の実体経済の拡大にどこまで寄与できたかというのは別の問題である。

日本銀行はこれまで株式市場に政策的に関与することはなかった。すなわち、日銀は株式市場で成立する株式価格を操作対象にしておらず、したがってまた一定の株価水準（日経平均とか東証株価指数など）を操作目標値に据えてこなかったし、今も公然とは据えていない。しかし、それが今日では、日銀は国債買い入れの横で上場投資信託（ETF）の買い入れを行っている。このような買い入れは直接的な株価維持政策である。そうであるなら、日銀は部内的には一定の株式価格水準を事実上の操作目標値にしていると推定できるのであり、ここには日銀の変貌ぶりの一端がうかがえるのである。日銀が自身の株高誘導を合理化する理論的根拠の一つは、「消費に対する資産価格の上昇が持つ効果」なるものである。この理論は要するに、株高は資本利得（キャピタルゲイン）を実現する可能性を拡張し、実際の取得の一定部分が消費支出に振り向けられることをとおして、雇用・生産など実体経済（再生産）の拡大をもたらす効果を有する、というものである。この「資産効果論」それ自体を否定するのは難しい。しかし、現実にこの効果の程度がどれほどのものかを考えておく必要はあろう。そのためには、例えば当該期間における株価上昇率と消費伸び率（あるいはGDP成長率）との相関を検証すればよいと思われるが、あまり有意な関連を発見できないのではあるまいか。というのも、そもそも日本の株主構成における個人株主比率が低いのは事実であるうえ、いまのところ検証

データ不在であるとはいえ個人株主のうちの大口個人株主層は資本利得の大部分を再投資資金にまわすだけで、その資本利得を個人消費支出に充てる割合は低いと推測できるからである。

株価上昇プロセスには少数富裕層における資本利得の増大とその再投下、それによる株式資産の累積的増大、株式配当利得の増加という事態が含まれている。しかしこの事態は「資産効果論」の期待するような実体経済拡大の促進要因としてはほとんど機能していない。他方、総住民数の大半を占める賃労働者においては13—14年の賃金・賃金率の伸びは停滞し、それは消費税増税による可処分所得の削減作用と合わさって社会総消費支出の増大を圧縮し、生産や雇用などから見た実体経済の拡大を制限する。今日では、株価上昇と賃金停滞に照応する住民間の資産保有格差や所得格差の拡大は当の国民経済の拡大を阻害する要因に転化しているのである。これは最近発表されたOECDレポート⁽⁴⁾の作成者たちの見解でもある。私はこの見方を支持する。とはいえ、物事は複雑に考えすぎないほうがよろしいという場合もある。「資産効果論」の現実性がそれほどものにすぎない点を了解できるなら、今日における実体経済の拡大の一大阻害要因は「資産保有格差・所得格差」云々などと複雑に言わずとも、直截に賃金停滞それ自体であると把握してもよろしいのであろう。私はここに資本蓄積＝拡大再生産に内在する矛盾の発現を認める。資本蓄積プロセスに含まれる、資本にとって好都合な賃金圧縮と利潤増大、労働分配率の低下の進行は、ある局面に至って再生産の原則である生産と消費の均衡関係の維持と衝突せざるを得なくなるのである。

日本銀行は異次元緩和政策の導入以降ますます、伝統の域を超え株式市場に直接間接にかかわっている。しかし、日銀は「株価上昇促進や株高演出の実体経済拡大効果」が取るに足りないものであることを承認する必要があるのではあるまいか。そうであるなら日銀にとっては株式市場関与を中止することは合理的である。

4) OECD・雇用労働社会政策局発行のワーキングペーパー『所得格差の動向と経済成長への影響』（2014年12月9日発行）

そのうえで、「いまや何でもあり」の日銀に要請したい一点は、守備範囲を広げて労働市場への「口先介入」「市場との対話」という第4の政策手段での関与、すなわち「総労働者6500万人の賃金・賃金率の引き上げなしには日本の実体経済の拡大と安定はない」とのメッセージの発信である。そのさい、日銀が蛮勇を發揮して、「口先介入操作目標値」かなにか知らないが例えば「日銀の妥当とする2015年度の賃金上昇率は5%である」などという点をメッセージに加えたとしても、私にはそれが日本経済にとって支障であるとは思えない。ちなみに、第1に、アベノミクス破綻に直面している安倍首相は政権の活路を賃金引き上げに求め、「政労使会議」等において財界幹部への賃上げ要請を強めている。安倍首相は「労使間での自生的なトリクルダウン」説を信じていないかのごとくである。日銀幹部もこの会合に同席しているのである。第2に、米FRBは日銀と異なり法律上その金融政策の目的、あるいはその経済的目標として通貨価値の安定とともに完全雇用を規定しており、また現議長が労働経済専門家であるということもあって、FRBはFOMC（連邦公開市場委員会）メンバーなどを中心に雇用・賃金問題に積極的な発言をしている。彼我の差異は明らかなのである。

第4節第3項 明示されざる操作目標値（その2）—— 誘導為替目標値

日本銀行の金融政策の目的は通貨価値の安定であるが、この場合の通貨価値は通貨円の購買力、諸商品の数量で表示される円の相対価値であり、通貨円と外国通貨との交換比率の形式で表わされる円の対外価値ではない。円の対外価値は例えば1円＝何ドルという形式（ドル建て）で表示するのが妥当であるが、米ドルが第1級の国際通貨であることを反映して、通例は逆の形式、1ドル＝何円という形式（円建て）で表現されている。

日本銀行は政策的に外国為替市場で成立する外貨価格あるいは外国為替相場に直接には関与していない。日本では法律上、外国為替、外国為替相場にかかわる事項は通貨・金融当局の一つである財務省（旧大蔵省）の管轄下にある。日本銀行は過去に外国為替市場で介入操作を行なったことがあるとしても、それは単に旧大蔵省の代理人として行動しただけであって、

日本銀行が自己資金で、あるいは自己の勘定でそうしたわけでは決してないのである。また、外国為替が固定相場制度から変動為替制度に転換した1970年代初頭以降、変動制を導入した通貨当局は外国為替市場に介入することが「規制」されている。つまり、日本では財務省の為替市場への介入操作、円・ドル相場水準の変更を企図したドル買い・円売り操作、また逆のドル売り・円買い操作は関係諸国との国際合意によって原則禁止されている。財務省は、プラザ合意の下での円ドル相場の修正にかかわる為替介入は除いては、公然とは外国為替価格を操作対象にするとか、また為替相場操作目標値を設定したことはない。

ところで、かつて金本位制度を採用した諸国の間における各国通貨の交換比率を規定したものは各国における金貨幣の価格標準、すなわち一定重量の金の国民的貨幣名であった。仮に、金1グラム1ドル、金1グラム3円であったとすると、ドルと円の交換比率は1ドル=3円である、等々。この交換比率は「金平価」とよばれてきた。金本位制が解消された現在では、各国通貨の交換比率を規定するものは、各国通貨の購買力、一定数量の標準的な同質の諸商品を購入するのに要する貨幣額である。同量同質の多種の諸商品を購入するのに、仮に米国では10万ドルが必要であり、日本では1000万円が必要であるとすると、ドルと円の交換比率は10万ドル=1000万円、つまり1ドル=100円である、等々。この比率は購買力平価とよばれている。容易に理解可能であるが、購買力平価は各国にインフレ率格差によって変化することを排除しないのである。

しかしながら、為替相場は為替需要高や為替供給高を左右する種々の要因によって日々変動している。実体経済から内生するものは第1に、輸出業者のドル供給（ドル売り）、またこれと反対の輸入業者のドル需要（ドル買い）である。これらは実需（実需要・実供給）と呼ばれる。他の事情を考慮に入れないとすると、輸入超過が継続する時期にはドル買いがドル売りを超過して、ドル相場は上昇する（ドル高・円安）。また第2に、日系多国籍企業が海外事業で取得した海外利潤（ドル建てとする）のうち、海外に保留分を控除した残余の部分は現実に本国日本側に送金されている。他

の諸事情は考慮しないと、ここでは当該企業によるドル売り・円買いは決算時期の集中などの要因と重なって、ドル相場を下落させる。（ドル安・円高）。以上のドル売りの動向は為替相場の変化の方向を左右する。しかし、2013年4月以降のドル高円安はそれだけでは説明できない。

多くの識者が分析を進めてきたように、大幅な円高修正、ドル高円安をもたらしたドル為替の売買（ドル買い・円売り）の増大の原因は日米間の金利格差を背景にした投資資金の移動である。

日米の金利格差は同じ金融緩和政策といっても、日本銀行の量的緩和の規模がFRBそれより大であったことから説明できよう。内外の投資家にとっては金利がわずかでも高い米国市場が資金運用先として有利であった。そこで、米国市場を資金運用先に選択した場合、円建てでの自己資金を保有している投資家が最初に行わなければならない操作は円建て資金をドル建て資金へ転換することであり、この操作は為替市場におけるドル買い・円売りのかたちでおこなわれる。また、資金運用先として米国市場を選択したとはいえ十分な量の自己資金を持たない投資家にとっては、そのような為替売買の前に所用の円建て資金の調達が必要であるが、異次元金融緩和政策は投資家に大量資金の低金利借り入れなどの形式での調達を可能にした。円建て資金の調達を終えた内外の投資家が次に行う取引は、先の投資家と同様にドル買い・円売りである。

またFRBは14年4月以降量的緩和の段階的縮小を開始し、同10月に量的緩和政策を終了した。それ以来、FRBにおいては政策金利の引き上げが日程に上っている一方、日本銀行は14年10月末に追加金融緩和政策を実施した。日米の金融政策の性格や方向性の相違（一段の金融緩和政策の実施か金融引き締め政策への転換か）は金利格差をいっそう広げる。日本の金融市場における低金利資金の調達が今後もしっそう相対的に容易であればあるほど、国際的資本移動に伴うドル買い・円売りを拡張させ、ドル高・円安をもたらすことになる。

ところで、日本銀行は異次元金融緩和政策を導入に際して、為替市場介入操作とは関係なく、緩和政策が円安を誘導することを期待していた、ま

た公表されることない内部的な「明示されざる誘導為替目標値」を設定していると推測もできよう。つまり、日本銀行は事実上では、為替市場で成立する価格（＝為替相場）を操作対象にすえ、2%インフレ目標値のごとき公表された「明示された操作目標値」とは異なっている「誘導為替目標値」を設定し、為替市場を誘導操作している、とみなすことができよう。私は、13年4月初における日銀内部の『誘導為替目標値』は1ドル＝100円～110円であったと判断している。そして日銀は意図したとおりこの目標値を実現したのである。

通常、ドル高円安が実体経済の拡大と消費財価格水準の上昇をもたらす作用経路は次のようなものである。

その第1経路は、円安による輸出型企業の生産・雇用の拡大、輸出数量の増大である。この場合、輸出型企業による輸出の拡大の前提は輸出用製品の追加生産であり、そしてこの追加生産のためには生産を始める以前にその生産に必要な諸生産財を市場で購買しなくてはならない。つまり、輸出型企業の生産拡大はそれと関連した諸生産財の需要・購買を増加させる要因であり、それら諸生産財の価格上昇をもたらす。

第2経路はやや複雑である。初発条件は円安によって海外産の原材料・エネルギー資源などの輸入価格（円換算価格）の上昇が起きることである。すると、これら輸入財を自己の生産工程で充用する生産財生産企業の生産費を上昇させるが、次の段ではこれらの企業は自己の製造物である中間生産財を消費財生産企業に販売する際には、生産費増加分を販売価格に上乗せする。最後に、これら中間生産財を充用する消費財生産企業も自己の生産物である消費財を消費者に販売する際には、中間生産物の価格上昇に照応した生産費増加分を販売価格に上乗せすることによって消費財価格は上昇する。注意しておいてよいことであるが、この第2経路の上記の説明では生産財・消費財の価格上昇が発生しているものの、数量から見た生産財・消費材の生産拡大はおきていない。この説明が示すように、円安を起点とした海外産原材料等の価格上昇（輸入インフレなどという）は常に生産規模の拡張や実体経済の拡大を保証するとはかぎらないのである。円安が実

体経済の拡大に波及することがあるのは第1経路のほうなのである。

しかし誠に残念であるが、少なくとも2013年4月から14年10月までの期間、日本経済においてこの第1経路は十全には働かなかった。1ドル80円台の円高から1ドル100円台の円安へと為替相場水準の修正が起きた13年4月以降、統計資料が示すように日本の輸出は顕著には増加していない。これは日本銀行にとって明らかに誤算、あるいは想定外の事態である。円安下の輸出の停滞については多くの識者がその原因を説明しているから、もはや多言する必要はない。そこで簡単に指摘されているその原因を記しておく。

①輸出企業でもある大企業は1ドル80円台に円高水準が継続中、海外投資をすすめ多国籍企業・グローバル企業へ一層変貌した。海外の需要をあてにした生産は、国内生産でなく海外事業拠点の生産で対応できる。②過去の代表的な輸出品目の多くが自動車など一部を除いて、その品質面や価格面から見た国際競争力を低下させてしまっている。

とはいえ、もしある識者がいて、これら2つの原因①②を同時に並列にあげているのであれば、私にはそのような識者の分析能力はヘンテコと思える節がある。というのも、日本企業製品の多くが国際的魅力度を落としてしまっているのであるならば、海外事業の拡大は困難を極めているはずだ、しかし現実とは逆で、多国籍企業化した大企業の海外生産・現地及ぶ周辺諸国での販売・海外利潤はいずれも増加傾向にあるからである。日本の経済ジャーナリスト達の一部は『駄法螺吹き集団』などとの汚名を内外から与えられてしまうのを避けるためにここで必要なことは、日本企業諸製品の現在の国際的魅力度の正確な分析であるように思われる。

現状では事実として1ドル＝100～110円の為替相場水準における「円安の輸出拡大効果」は弱い。日銀幹部たちの落胆のほどは推して然りであろう。しかし、この先1ドル＝130円、あるいは1ドル140円と円安が進んだとした場合には、確かに、日系多国籍企業の生産体制の再構築、国内設備投資の拡大を十分条件とした著しく強い「円安の輸出拡大効果」が現われ、それを条件とする日本実体経済の拡大の可能性までは全否定できないとは言えよう。そこで仮に、日銀が気を取り直してこの可能性に賭ける決心をして

しまえば、日銀内部において例えば1ドル＝130～140円の明示されざる新たな誘導為替目標値が設定され、日銀はその目標値を達成するために2014年10月の追加金融緩和政策第1弾に続く第2弾を2015年度内にもぶち込むことになるのであろうか。しかしながら、このような異次元金融緩和政策の一層の規模拡大や1ドル＝130～140円などという為替相場水準の誘導・移転が「円安の輸出拡大効果」＝实体经济拡大効果を凌駕する種々の副作用や弊害の甚大化などの不利益を日本経済にもたらす可能性もまた排除できないのである。

第3章第5節 異次元金融緩和政策の副作用

第5節第1項 異次元金融緩和政策は高インフレ発生の基礎である。

異次元金融緩和政策は、日銀当座預金残高の積み増しなど「マネタリーベース」の増大を図って諸銀行の貨幣貸付＝預金貨幣の増加を誘引し、預金貨幣などからなる「マネーストック」の増大を企図している。貨幣数量説に依拠しているらしい日銀の考えでは、マネーストック（貨幣数量）の増大が物価上昇の「原因」であるとされているが、消費者物価指数は前年同月比でみて1%前後しか上昇しておらず、2%インフレ目標は達成されていない。14年10月以降の原油価格の低落などの事情を加味して推測すると、私は同指数が経年的に2%を超えるということはないかと思う。しかし、日銀当座預金残高とその中の自由準備残高の積み増しは異次元金融政策の継続によって進行する。同残高の縮小をもたらすものは量的緩和政策の終了やその後の国債等の売却操作である。量的緩和政策終了後も、国債の売却操作が先延ばしになれば、最大に膨張した同残高がそのまま存続することになる。私の理解では、近い将来に例えば10%を超える高インフレという経済的災難が起こるとすれば、その高インフレの基礎となるものは膨大な自由準備残高である。（ここでの副作用はもし出てくるとすればその時期はもう少し後であるということ。）

第5節第2項 異次元金融緩和政策はプチ金利生活者を死亡に追いやる

ゼロ金利政策を含む異次元政策は長短金利の傾向的な低下をもたらしている。手元のデータによると、長期金利（新発10年国債利回り）は、2011年度末0.985%、12年度末0.560%、13年度末0.640%、14年度末0.330%と推移している。

最近、日本の住民の約3割が貯蓄ゼロである報告⁵⁾がだされた。私はこの統計数値の正確さを判断する術を持たないものの、この報告は日本の現在の姿の一面を反映しているのだと思う。このような住民はプチ貨幣資本家ではなく非・貨幣資本家である。なにがしかの額の貨幣貯蓄をもつ住民中間層はプチ貨幣資本家、あるいはプチ金利生活者であると規定しておく、この住民の大半は貯蓄貨幣を主として銀行預金残高として保有している銀行預金者である。しかし、銀行定期預金金利の歴史的な低位水準は「プチ金利生活者の死」を帰結させた。実に嘆かわしい副作用である。一方、本来の貨幣資本家、本来の金利生活者、あるいは住民の中の富裕層に関する新規の諸調査報告も民間金融機関などによって提出されている。では、異次元緩和政策に伴う金利の低下傾向は、これら本来の金利生活者にプチ金利生活者と同様に『死亡宣告』を告げることになったのであろうか。実はそうではない。その理由は次の点にある。これら本来の金利生活者は貯蓄貨幣の大部分を証券資産（国債、社債、株式など）の形で保有している。そして、金利の低下、あるいは証券流通利回りの低下とはこれら証券の市場価格の上昇と同義である。証券類の市場価格の上昇は証券保有者にとって、たんに証券の含み益の増加をもたらすだけでなく、価格上昇した保有証券の売却によって資本利得（資本利得とはたとえば貨幣100で購入した証券を105で売却して得られる差額5のこと）を取得する現実の機会なのである。金利の傾向的な低下は預金者などには利子取得の面での利益の縮小をもたらすものの、本来の貨幣資本家にとってはある範囲内で保有金融資産の増加や資本利得という利益の拡大をもたらすのである。このように異次元金融緩和の継続に含まれる金利の傾向的な低下プロセスは、非貨幣資本家とプチ貨幣資本家と本来の貨幣資本家として区別される住民間の金

5) 金融広報中央委員会 2014年版「家計の金融行動に関する世論調査」

融所得と保有資産をめぐる格差を拡大させずにはおかないのである。そしてそうやってみたいのであるが、このような経済社会の断裂は社会総体の諸断裂の重要な一側面なのである。異次元政策の副作用はこのような形で現象していると言わなくてはならないだろう。

第5節第3項、異次元金融緩和政策は銀行経営を苦境に陥れる

商業銀行の3大業務は預金業務・貸付業務・決済業務である。営利企業としての銀行業企業の銀行利潤の基本式は、銀行利潤量 $=n \times \{ (\text{貸付利率} - \text{預金利率}) - \text{貨幣資本管理費用} \}$ と表される。nは銀行の取り扱う貨幣資本量。(貸付利率－預金利率)は利差率である。{ }は貨幣資本1単位(1円)当たりの銀行純利潤である。いわゆる規模の経済性が働くために貨幣資本管理費用はnが大きければ大きいほど小さくなる。

すぐ上でみたように異次元金融緩和政策は銀行定期預金金利を超低位に押し下げ、国債10年物発行利回りを指標とする長期金利を低下させた。他方では異次元政策は諸銀行に大量の「自由準備」を保有させ、銀行の貸付能力の強化をもたらした。ところが、銀行に対する資金借入需要の停滞がつづく市場環境では、どの銀行にとっても相互に他行と比べた自行の貸付利率の高さが貸し出し競争における一段と有力な手段とならざるを得ない。その結果は、銀行貸付利率の低下である。金融統計「国内銀行貸出約手平均金利(年利)」によると、銀行貸付利率は2012年度末1.383%、13年度末1.280%、14年11月1.195%と、低金利水準のうちで傾向的に低下している。ちなみに、銀行貸出残高の前年同月比を見ておくと、2012年度末1.1%増、13年度末2.3%増、14年11月2.8%増と、こちらのほうはわずかであるが増加している。これは銀行利潤の基本式の計数nの伸長を測る数値と捉えることができよう。こういうわけで、諸銀行を全体としてみた場合、貸出残高の微増はあるものの、利差率の圧縮、単位貨幣資本あたり利鞘の縮減が起こっており、銀行純利潤の総計が低減していると推定できよう。しかし、ここで特に問題となることは、諸銀行の間にはもとよりそれぞれが包摂している経営諸条件——経営規模もその一つの条件である——

の相違に基づいた競争力上の格差が存在しているのであるが、利差率圧縮、利鞘縮減は銀行業部門内の中位や下位の銀行群の銀行純利潤をより大きく低減させている可能性である。私の判断では、地方金融機関・中小銀行の間で最近にわかに高まりだした「銀行再編成」気運の背景にあるのは、異次元金融緩和政策がこれら金融機関の経営に及ぼしている悪影響、副作用なのである。

第5節第4項 異次元金融緩和政策は債券ビジネスの機会を狭隘化する

日本の債券市場の中心は国債市場である。1970年代以降に顕著になった大量国債発行は国債残高を年々増加させ、2014年度末の「普通国債」残高は約780兆円である。商業銀行や証券会社（「投資銀行」ともいう）などは資本利得の取得を目的とする国債の自己売買（=自己勘定による取引、自己資金での取引）を重要な業務に据えている。また商業銀行にとって国債は商業銀行業務の経過中に発生する遊休資金の格好の一時的な運用対象である。しかし、異次元金融緩和政策の一環である量的緩和政策の実施とは、日銀による大量の国債の国債市場からの継続的な買い入れ、日銀における買い入れた国債の長期保有資産化にほかならないのであるから、時間の経過とともに国債市場から売買可能な国債数量を減少させる。しかしこれは徐々にではあるが確実に、諸金融機関の国債を対象にした自己売買の機会を小さくし、遂には消失させてしまうことも想像できないわけではない。先に触れた「プチ金利生活者の死」と対比すれば、これは「日本国債市場における自己売買業務の死亡」であり、それは業務従事者のリストラを不可避にし、関係金融機関の利潤を圧迫せずにはおかないのである。ここにも異次元政策の副作用の一端が認められるのである。

第5節第5項 異次元金融緩和政策は政府・財務省の財政規律を弛緩させる

異次元金融緩和政策は政府財政に重要な影響を与えている。多くの識者が指摘しているように、この政策は財政規律を弛緩させる副作用をもつ。

異次元政策に含まれる低金利政策は新規国債発行コスト（政府の負担す

る借り入れ利子)を最小限に軽減する。異次元金融緩和政策を構成する量的緩和政策の柱である年60兆円～年80兆円規模の既発国債の買い入れは年新規国債発行高約40兆円をはるかに超過している。既にみたように、量的緩和政策の実施は「投資可能な資金」を金融機関等に供給するものであるから、資金量から見た政府の新規国債発行の難易度は著しく低下する。国債発行による政府の財政資金の調達は事実上日本銀行の異次元金融緩和政策に依存しているのである。「いつでもどれだけでも安く借金できる」という日本銀行の異次元金融緩和政策が作り出した環境が政府の財政規律を弛緩させ、財政再建の熱意を冷却させることはありうるであろう。

第5節第6項 異次元金融緩和政策は日本銀行の資産減価をもたらす

異次元金融緩和政策の実施が長期にわたればわたるほど、日本銀行のバランスシートはますます膨張する。将来のある時点における異次元金融緩和政策からの脱却は金融政策の正常化と規定されている。この正常化に伴う諸問題は「出口問題」である。「出口問題」の中の最大の問題点は、金利政策の復活、政策金利引き上げが招来させる国債流通利回りの上昇、これに対応する国債市場価格の低下である。国債市場価格の低下は国債保有機関や国債保有個人において資本損失を潜在的であれ顕在的であれ不可避免的に発生させる。だが、日本銀行こそが今や最大の国債保有者なのであり、異次元金融緩和政策の継続とともに日銀は保有する国債残高は増加をつけることになる。この資本損失の将来のある時点での発生、日銀バランスシートの毀損の可能性は日銀自身が生み出し自分自身が受苦せざるを得ない副作用なのである。この問題は民間金融機関であればその存立を危なくさせる性質を持つほどのものと考えてよい。

事のついでにここで次の点に言及しておきたい。アメリカでは超金融緩和政策の終結、金融政策の正常化は「出口」問題とされている。アメリカFRBは14年10月に量的緩和政策を終了させたものの、金融報道によると量的緩和政策の実施によって供給された「FRB資金」は1ドルも回収しておらず、時間をかけて吸収する計画である。そうであれば、買い入れた国債の

全額売却が終了しないうちの金利政策の復活は起こりうるのであろう。つまり、日銀と同様にFRBにおいても保有国債にかかわる資本損失に直面せざるをえなくなる。事のついでにいま一つの点に触れておきたい。日本銀行が破綻することは全国民にとって不幸である。では、日本銀行は、巨額の資本損失の発生可能性、自行バランスシートの毀損可能性を座視するのであろうか。私はそうではないと思うし、そうであってはならないとも思う。それゆえ、いまここに措定されるべき焦眉の論点はこれらの可能性をいかにして封殺するか、そのような金融術策はあるのか、あるとすればいかなるものか、というものである。これは何やら複雑めいた連立方程式の問題に似ている。私の推測では、日銀内部において担当者らが密かに綿密に探究している最重要なものはこの論点にたいする解答である。いや既に解答を用意できているのかもしれない？

第3章第6節 異次元金融緩和政策の弊害

第6節第1項 異次元金融緩和政策が諸企業の設備投資競争に及ぼす否定的作用
前稿において私は、実は中前忠・中前忠国際経済研究所所長の見解⁶⁾に依拠してのことであるが、FRB超金融緩和政策がアメリカ実体経済の拡大を促進する要因であるというより、むしろそれを阻害する要因である、ここにこの政策の弊害があるということを指摘した。私がそこに付け加えた契機はアメリカにおける新産業革命の未実現、あるいは生産技術の刷新などの産業イノベーションの停滞である。

その指摘のポイントを再録しておこう。「長短金利を著しく低位にしている異例の金融緩和政策の長期間の実施は利払い後利潤の圧縮を最小限に留めることによって各工業部門内の下位企業群の存続を可能にしている。このような下位企業群の存続それ自体は各部門の平均的な中位の生産性の水準の向上を抑制する。そのうえ、各部門の遊休設備の温存は「諸資本の

6) 中前忠「米国経済はなぜ弱いのか」(2013年9月24日付日本経済新聞夕刊コラム「十字路」掲載)

部門内競争」のひとつの側面、すなわちより優れた新規の生産諸条件の包摂をめぐっての、生産コストの削減効果を持つ諸企業の部門内の追加投資競争を制限し、鎮静化させる。それらは同時に、市場シェアの大きな変更を制限する。異例の金融緩和政策の長期実施はこのような作用を実体経済に及ぼし、経済成長を刺激するのではなく、むしろ反対に景気回復を阻んでいるのである。」

私はアメリカと同様に日本でも異次元金融緩和政策は実体経済の拡大の阻害要因となっていると考える。ではこの見方の正否はどこを見ればわかるのであろうか。ここで着目すべきものは、14年度中に何度か報道された次の事項、すなわち諸部門で事業を行っている諸企業の設備投資計画の内容と規模、投資計画の規模と投資実行額の著しい乖離、である。そしてこの後の点は多数のエコノミストの2014年7—9月期景気観測を誤らせた一因である。それでは、「計画をたててみたものの実行はしなかった」という諸企業の行動はどういうものであるのか、またその背後には何があるのだろうか。私は、このような諸企業の行動は先に引用した文言に盛り込んだ視点で十分に解析できると思う。つまりこういうことである。今日の日本の産業社会には新産業革命の未発現と照応する新産業部門の形成の停滞、一定の遊休設備の存在などの事情がある。このような諸事情を背景にもつもとでは、日本銀行異次元金融緩和政策の誘導した長短金利の超低位化は一方では確実に諸企業の利払い後利潤の圧縮の最小化、したがってまた諸企業の自己資本利潤率の低下の回避や引き上げを可能にし、各産業部門内の下位企業群の存続さえ可能にするものの、まさにそのことによって諸企業の追加投資意欲が削ぎおとされ、各生産部門内それぞれにおける諸企業の設備投資競争（行動）の抑制をもたらしているのである。諸企業の追加設備投資の盛り上がり欠けているなら日本の実体経済の拡大が制限されざるを得ないのは自明なのである。

本節本項では上の事はこれ以上述べないことにする。そのかわり、上の事とも関連する2つの事項について論及しておくことにしよう。

その一つは「産業革命」である。経済史が示すように、過去200年間に数

次にわたって現われた産業革命期にはそのたびごとに新種の諸産業部門・工業部門が出現し、産業構造の拡充が進展した。新産業革命はこの革命以前に通例であった産業循環形態を変容させる契機でもあった。しかし、ここに疑問がうまれる。それは、21世紀初めの十数年において新産業革命と呼べるほどの革命がアメリカを基軸とする先進諸国等で不発であると規定してしまっただけなのかどうかという問題である。私の場合この問題にかんする暫定的な結論は不発である。そして、新産業革命の不在は、2008年以降のアメリカの「不況」の長期化、あるいはアメリカにおける実体経済の回復が極めて緩やかな速度でしか進まない点の物質的な基礎の一つである、と考えている。

いまひとつは「産業循環論」である。「産業循環論」は事実として目の前にある生産数量の変動に一定の規則性を分析する理論分野である。私の理解では、アメリカ経済においては2008年リーマン・ショック以降、恐慌期・不況期・好況期の反復に他ならない産業循環運動が進行している。私は、2014年後半に語りだされた「緩やかな景気回復の進展」やそれに基づいた「世界経済のなかでのアメリカの独り勝ち論」を承知しているが、2009年から13年末ないし2014年央までの約5年は基本的に不況期であったのではないと思う。参考までに米国統計「鉱工業生産指数総合、2007年＝100」をみると、同指数は09年に急落した後、10年90.6、11年93.6、12年97.0、13年99.9と上昇した。同指数は13年8月に100.1と100を超えたものの、その後の上昇速度は鈍く、14年1月101.3、同年4月103.2、同年7月104.4、である。私も上で使用したように、最近の経済文献では「不況」という用語がよく使われている。しかし「不況」とはそもそもどういう事態を指示するのであろうか。そこで以下では第1章末尾で提起しておいた課題でもある「不況」概念の検討をしておきたい。不況という用語はもともと産業循環論の中で語られてきた。

さて、恐慌現象（＝生産の急激かつ甚大な縮小、過剰生産の爆発的縮小）が誰の目にも明瞭であった過去のある時期においては、不況期の出発点は爆発的な生産縮小の終了時点（＝恐慌の終息時点）、また不況期の終

息時点（＝好況期への移行点、好況期の出発点）は前期好況期の終了時点において生じた最大生産高への生産拡大の到達の時点、とされていた。

ところが、恐慌現象の不発が続いた期間のうちに産業循環運動論の内容規定と形式規定はかわっていった。恐慌現象が確認できなくなった時期において産業循環は不況期と好況期の2つの期間を経過すると理解されるようになった。それとともに、かつての恐慌期（その始発点＝好況期の頂点における急激な生産縮小の開始点、その終息時点＝生産縮小の終了時点）の内容であった「生産縮小」は『不況期』の側に組み込まれるようになった。そうすると、新しい「不況期の概念」は、①生産縮小局面（前期好況期末期の最大生産量を現出した時点から生産縮小の終了時点まで）と、②生産拡大局面・生産回復局面（生産縮小の終了時点＝生産回復の始発点から生産拡大の終了時点・生産回復の完了時点、すなわち前好況期末期における最大生産量と同量の生産を回復する時点まで）を含むものとなった。そして、不況期の後に好況期が続く。不況期の終息点は同時に好況期の始発点である。

ぜひ注意してほしいのであるが、私が使用する不況期という用語は恐慌現象が認知できない産業循環運動がそこで進行している時期にはこのような新しい「不況期の概念」を指示している。前稿のタイトル中に用いた「2014年世界同時不況（仮説）」の不況という用語はこの新しい「不況期の概念」のことであり、前稿の執筆時点（脱稿2013年11月5日）では2014年に「世界恐慌」が起こるとは想定してはいないのである。

産業循環論の本来の内容はいたって単純である。名前を変えてよいなら、私はこれを「鉱工業生産高・生産数量の循環論」と変更したいと思う。しかし、産業循環論は時とともに内容が変わっていったようなのである。産業循環論の変容を促した第1要因は景気変動論（ビジネスサイクル論）の登場である。景気変動論が着目したのは企業利潤の増減運動である。初期の景気循環論では企業利潤の増減運動は生産数量の増減運動と照応するという理解の上に、生産縮小期＝景気縮小期（利潤量縮小期）、生産拡大期＝景気拡大期（利潤量増大期）などと規定されているようである。その第

2要因は、生産数量（物量ターム）の変動ではなく、国内総生産GDP（価額ターム）＝付加価値額（＝賃金＋利潤）概念とその変化をとらえる「成長率」概念が一般化したことである。景気変動論も「成長率」概念を組み入れたものになっていった。そこでは、例えば高成長率の継続期＝景気拡張期、低成長率の継続期＝景気沈滞期、マイナス成長率の継続期＝景気後退期などと分類規定されたりする。そこで特に定義が施され、マイナス成長率の2四半期（6か月間）以上の継続＝景気後退（リセッション）と命名され、このような継続期間が景気後退期と規定される。産業循環論はこのような諸論を自らの中に組み入れ変容していった。

とはいえ経済循環論は分析対象を生産数量においたもの（産業循環論）、企業利潤量においたもの（景気変動論）、付加価値額においたもの（成長変動論）に分類できよう。このような粗雑な分類でも一定の有用性はある。例えば次の事を取りあげ考えてみよう。近頃の日本政府の経済閣僚らは、日本経済が14年4—6月期、同7—9月期の2期連続のマイナス成長＝リセッションに陥っているにもかかわらず、平然と日本経済は「景気は緩やかに回復している」などと繰り返して言明している。なぜ当事者たちがこのような言明が可能と考えているかということ、第1にこの言明は主観を恣意的に混入させやすい単なる「景気基調論上の判断」にすぎないとわきまえられているからであり、また第2にこの言明は産業循環論の見地や成長変動論の見地とは無関係であるものの、「過去最高益」を享受する多数の日系多国籍企業群を中軸に据えた景気変動論の見地とは一定の関係があると自己了解しているからであろう。私においては「不況」「不況期」の規定を一層明確化する必要がある。本稿においてはとりあえず、恐慌現象があった時期の「不況」規定性と、恐慌現象がない時期の「不況」規定性の区別ついて触れてみた。

第6節第2項 異次元金融緩和政策は原油安を起点とした実体経済拡大の可能性を減殺する

異次元金融緩和政策は、原油安に基づく「良いデフレ」の否定、原油安

が生み出す日本実体経済の拡大可能性を摘み取ってしまう要因であると言わなくてはならない。

本稿第2章では原油安が日本の実体経済（生産・雇用・財価格・企業利潤など）に及ぼす好影響を分析した。そこでは、第1に原油1バレル100ドルが1バレル50ドルに低下し、この原油低価格が1～2年継続すると想定し、また第2に為替相場の影響を排除して考察するために為替相場一定と想定した。簡単に算定できるように、為替相場が1ドル100円と想定した場合、原油輸入国である日本側の1バレル当たりの原油輸入費用（円換算値）は、原油価格が1バレル100ドルであれば10000円であるが、1バレル50ドルに低下すれば5000円である。しかし為替相場がドル高・円安に振れた場合、この原油輸入費用（円換算値）は次のように増加してしまう。原油価格1バレル50ドルと想定した場合、この輸入費用は為替相場が1ドル110円であれば5500円、為替相場が1ドル120円であれば6000円、1ドル130円であれば6500円、1ドル140円であれば7000円、1ドル150円であれば7500円、そして1ドル200円であれば10000円になってしまう。ちなみに、1バレルあたり最大5000円の費用低減に照応する日本側の年間総削減額はおよそ7.5兆円である。この削減額は消費税増税3%分の可処分所得削減額の約8.1兆円に匹敵する。

本章の上の諸箇所ですでに述べてきたように、異次元金融緩和政策の経済目標は景気回復・脱デフレ（＝実体経済の拡大と安定）であり、そのために日銀はインフレ目標値を明示している。日銀は経済目標を実現するうえで2%インフレ達成が最優先の課題と位置づけられている。そして、14年10月の追加金融緩和政策の実施の理由説明においてうかがえるように日銀内部では2%インフレ達成にはいっそうのドル高・円安への誘導が不可欠と考えられている。私の推測では、14年10月以降の日銀におけるドル円相場の明示されざる誘導操作目標値は1ドル＝110～120円に変更されているものの、インフレ目標値2%の達成の進捗度合いを見据えて2015年中にもこの誘導操作目標値は1ドル＝120～130円に再変更され、その際に追加金融緩和政策第2弾の実施もありうる。

ちなみに、最近の新聞報道によると、製造業企業や流通業企業の向けのあ

るアンケート⁷⁾では、彼らの大多数（64%）が望ましいとする直近の為替相場は1ドル＝100～109円である。円安は原材料や食品などの消費財の輸入コスト（円換算値）を増加させてしまうが、このコスト増加分を加工中間財の価格に転嫁できない製造業者、食品などの販売価格に上乘せできない流通業者にとっては円安は彼らの経営を圧迫する。為替相場が急激に1ドル＝120～130円の円安に急激に振れ、この円安相場水準が半年も続く事態になれば「円安倒産」の続出が危ぶまれる。2%インフレ目標達成を優先して過度なドル高・円安を誘導する異次元金融緩和政策はこの種類の諸企業にとっては害悪以外の何物でない。

そこでこうなる。日銀が2%インフレ目標の達成を最優先して一層のドル高・円安を誘導すればするほど、原油安を起点とする日本実体経済の拡大の道はますます収縮する。だが日本銀行の金融政策の経済目標は常に「経済の拡大と安定」ではなかったのか。原油安という経済条件を享受できる可能性が生まれた今日、インフレ目標達成を最優先する日銀の異次元金融緩和政策の継続はいまや日本経済の拡大と安定を阻害する要因なのである。以上、これまで考察してきたように、現行の異次元金融緩和政策はそれ自身経済格差を助長するものである株高・資産インフレの導出の面で効果があったことを除けば、そのほかに確認できる有意味な効果はないばかりか、とても無視しえない種々の副作用を生み出している。以上の考察を踏まえたうえで、この異次元金融緩和政策を金融政策一般の恒常的目標「経済の安定と拡大」の達成という観点で評価するならば、このような金融政策は有意な結果を持てなかった、と言ってもよいであろう。しかし、評価はそれにとどまるわけにはいかない。異次元金融緩和政策は各生産諸部門における諸企業の設備投資競争を抑制することによって実体経済の拡張を妨げる要因になっている。そのうえ、原油安メリットを潰瘍する2%インフレ最優先主義の現行金融緩和政策の拡張と継続はいまや日本経済拡大を阻害する新たな最大の弊害になったと言わなくてはならない。そうである以上、このような異次元金融緩和政策なるものは直ちに中止するのが合理的な選択

7) 東京商工リサーチ実施のアンケート調査結果（2014年11月26日公表）。

であるとも言わなくてはならないのである。

おわりに

原油安は石油消費諸国の国民経済としては不利益よりも利益のほうが勝る。しかし、原油安が産油諸国を生産収縮と信用収縮からなる経済苦境に陥落させる恐れは十分にある。しかしそれだけではない。石油以外の諸資源の価格は原油安に先行して低下していた。ロイター・ジェフリーズCRB指数とNY原油期近（1バレル・ドル）の月別数値の変化を突合して見れば確認できる。14年8月以降の原油安とともに諸資源価格も一段の低下している点は注意する必要がある。産油国だけでなく諸資源国も経済苦境に直面しているとみておかななくてはならない。そして産油国・資源国の大半は新興国である。

原油安・資源安にともない産油国・資源国・新興国に経済苦境が生まれる可能性が強まっている。これは、「逆・オイルショック」⁽⁸⁾、少し広くとって「資源安ショック」とよぶことができよう。

今後観察や考察が必要になってくる点を指摘しておきたい。

その第1分野。当該諸国内企業が取り結んできた国際的な生産諸連関。新興国企業や新興国で事業を行う多国籍企業の現状。特に輸出の動向。そして当該諸国の生産収縮の具体的な経路、生産収縮の規模と速度。

その第2分野。当該諸国の経済発展とむすびついていた金融機関・金融制度や金融市場・為替市場の拡張の規模や特徴。銀行貸付市場・社債市場・国債市場や株式市場の規模、企業・家計・政府の債務残高の推移。外貨準備高の増減。国際資金流入の規模、金融制度・金融市場の拡張における国際資金の具体的役割。そして当該諸国の信用収縮の諸契機・諸経路、信用

8) 田巻一彦（同氏はロイター通信社のコラムニスト）①「意識すべき「逆石油ショック」、日銀も気にする原油下落」（ロイター電子版。2014年12月5日）同②「警戒すべき新興国の連鎖安、97年型危機につながるリスク」（同、14年12月11日付）

収縮の規模・速度。産油国・資源国におよぼすアメリカ金融政策の転換の影響。信用破綻、金融混乱。当該国の通貨の下落と輸入財価格の上昇、中央銀行金融引き締め政策の実施。

ところで、新興国のうちの石油・資源消費国は日本経済と同様に原油安・資源安のメリットを享受し、生産拡張や信用拡張を実現する可能性はある。しかし、産油国・資源国が経済苦境に陥れば、その影響から石油・資源消費国・新興国は免れるのは困難である公算は大であろう。もしそうなれば、新興諸国の生産と金融の収縮は先進諸国へ悪影響を及ぼさずにはおかないのではあるまいか。

私は2014年世界経済の縮減の延長線の上に「2014—15年世界同時不況」仮説をたて、2015年の世界経済の推移を観察し考察していこうと思う。

(2015年1月21日脱稿)