

## 〔論文〕

# コストプッシュ・インフレや円安による 物価高騰・景気後退に対する金融・経済政策

：サプライサイド増産体制の強化、消費税減税、  
マイナス金利の廃止、安定的通貨供給（上）

林 直 嗣

## 目次

- はじめに
- 近年の日本経済におけるデフレ不況とコストプッシュ・インフレの特徴：歴史的分析
- マハラップのコストプッシュ・インフレ論やデマンドプル・インフレ論に基づく比較静学分析
- 「大胆な金融緩和」は何故緩和効果がなく2%インフレ目標さえ達成できなかったか？  
：MMT（現代貨幣理論）かFDH（財政支配仮説）か、どちらが正しいか？
- マイナス金利政策は何故金融引締効果を持ったのか？ 均衡理論による分析
- 「大胆な金融緩和」が緩和効果を持たず、マイナス金利が引締効果を持った実証分析（以上本号）
- アメリカ連邦準備制度 Fed などによる金利引上げと金融引締政策
- 急激なドル高・円安の原因は何か？  
：日銀のマイナス金利と「大胆な金融緩和」の維持で対応できるか？
- ドル円為替相場の決定メカニズムの実証分析
- 日銀の物価安定目標と財務省の円買い為替介入
- コストプッシュ・インフレや円安への効

果的な金融・経済政策

：サプライサイド増産体制の強化、消費税減税、マイナス金利の廃止、安定的通貨供給  
参考文献

## 0. はじめに

本稿の目的は、近年の日本経済における4回もの消費税増税などが物価高騰と景気後退を伴うコストプッシュ・インフレをもたらしたこと、加えて侵略戦争による農産物やエネルギー資源の国際的な供給不足や急速なドル高・円安のトレンドが輸入物価、企業物価、更には消費者物価を押し上げて、物価高騰と景気後退を伴うコストプッシュ・インフレを加速したことを、時系列の歴史的分析、均衡理論による理論的分析、及びエコノメトリックスによる統計的実証分析によって明らかにし、それを克服する適切な金融・経済政策を究明することである。

そのため1節では、近年の日本経済におけるデフレ不況とコストプッシュ・インフレの特徴を時系列の歴史的分析によって明らかにする。2節では、マハラップのコストプッシュ・インフレ論やデマンドプル・インフレ論に基づく比較静学分析によって、デフレ不況やコストプッシュ・インフレの発生メカニズムを理論的に明

本稿の作成過程で、編集委員より貴重なコメントを頂き、厚く御礼申し上げます。それに基づいて本稿を修正しました。なお、あり得べき本稿の間違いについては筆者の責任です。

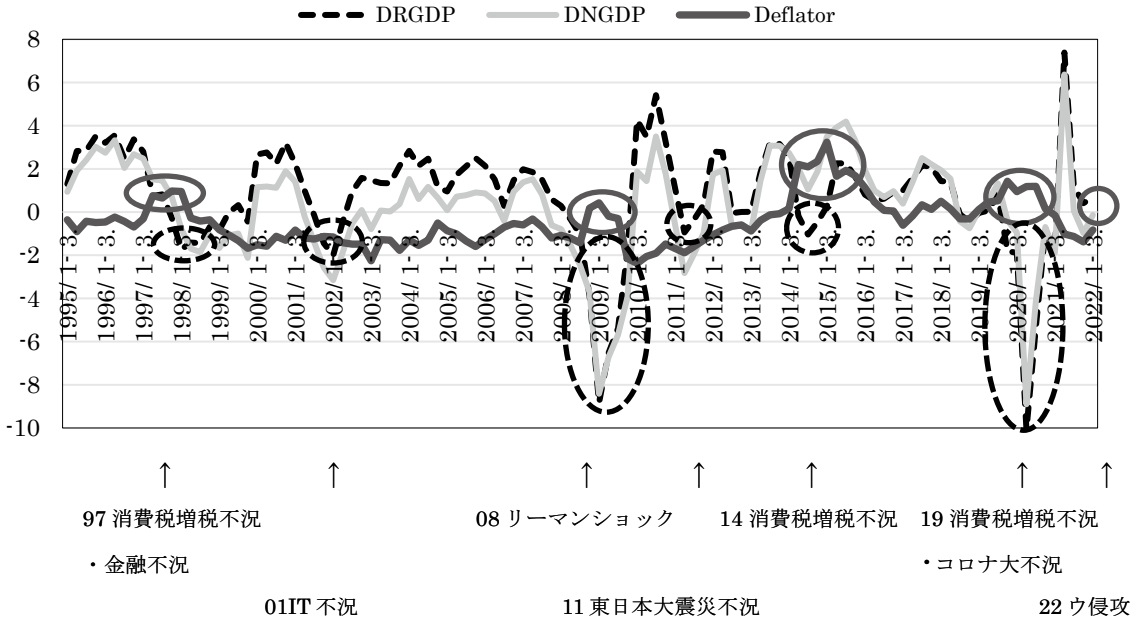
らかにする。3節では、日本銀行の「大胆な金融緩和」が超過準備への付利により超過準備や疑似マネタリベースを激増させただけで、現金通貨や真のマネタリベースを殆ど増加させなかったため、金融緩和効果を持たずに「2%インフレ目標」さえ達成できなかったこと、その背景にある MMT（現代貨幣理論）が間違いで FDH（財政支配仮説）が正鵠を射ていることを、理論的に論証する。4節では、日銀のマイナス金利政策やイールドカーブ・コントロール YCC は資金需要を大幅に増やした反面で、資金供給を減少させたために、金融引締効果を持ったことを、均衡理論に基づいて論証する。5節では、「大胆な金融緩和」が緩和効果を持たず、マイナス金利政策が引締効果を持ったことを、統計的な計量経済分析によって実証する。6節では、アメリカ連邦準備制度 Fed や欧州中央銀行 ECB などによる金利引上げと金融引締政策がどのような政策効果を持つか、理論的に分析する。7節では、2021年1月以降の最近の急激なドル高・円安の原因は何かを理論的に究明し、日銀のマイナス金利と「大胆な金融緩和」の維持で対応できるかどうか、政策効果を検証する。8節では、この急激な変動をしているドル円為替相場の決定メカニズムを統計的な計量分析により究明し、国際金利差が主要決定因であることを、実証的に明らかにする。9節では、日銀法で最高目標と定められている物価安定目標をどのような政策手段により達成すべきか、通貨価値の安定と表裏一体である為替相場の安定はどのような政策手段で達成すべきか、財務省の円買い為替介入で達成できるのか、を理論的に明らかにする。10節では、コストプッシュ・インフレや円安による物価高騰や景気後退に対して効果的な金融・経済政策として、サプライサイド増産体制の強化、消費税減税、マイナス金利の廃止、安定的通貨供給について総合政策的に論究する。

## 1. 近年の日本経済におけるデフレ不況とコストプッシュ・インフレの特徴：歴史的分析

1980年代後半の超金融緩和により史上稀有のバブルを招いたが、89年3%の消費税導入と金融引締により90年からはバブルが崩壊し、大量不良債権を抱えた日本経済は、90年代には物価が下落基調で低成長・ゼロ成長の平成長期デフレ不況に陥った。30年代世界大恐慌も日本のバブルもバブル崩壊も長期デフレ不況も市場機構の自動的調節ではなく、「政府の失敗」による人為的災難であった。デフレーション（deflation、収縮）とは、需要の収縮から経済が収縮し不況となりかつ物価が持続的に下落する状態と定義されるが、近年では経済が収縮しなくても物価の持続的の下落だけでもデフレと呼ぶ。同様にインフレーション（inflation、膨張）とは、需要の膨張から経済が膨張し好況となりかつ物価が持続的に上昇する状態と定義されるが、近年では経済が膨張しなくても物価の持続的上昇だけでもインフレと呼ぶ。景気後退（recession）または不況（depression）とは、2四半期（半年）以上持続して実質 GDP が（前年同期比で）マイナス成長になることと定義される。2四半期（半年）未満の「一時的」マイナス成長は、景気後退とは呼ばず、「踊り場」と呼ぶことがある。Marshall の定義により1年以下を「短期；short-run」、1年超を「長期；long-run」と呼ぶが、「一時的；temporary」とは半年（2四半期）未満を指すことが通例である。1990年代後半から現在までに、顕著な物価上昇・インフレは、図1～2のように5回あった。デフレ不況では需要が収縮して低調であるため需要牽引（デマンドプル；demand-pull）インフレは起こりにくく、若干の例外を除けば殆どが費用圧力（コストプッシュ；cost-push）インフレであった。

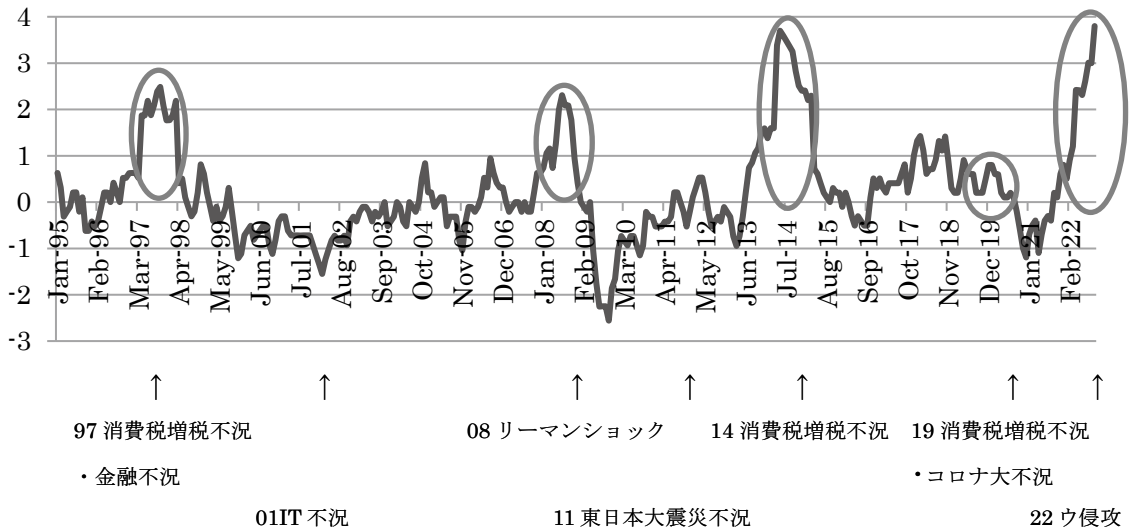
図1と図2のように、1997年4月に橋本龍太郎内閣は3%から5%へ2%ポイント消費税増税をしたため、消費が減退して売上や利益や投資が縮小し景気は悪化してマイナス成長に転落し、消費税増税不況を招いた。更に1997年11月には三洋証券や北海道拓殖銀行、山一証券などが経営破綻し、98年には日本長期信用銀行や日本債券信用銀行などが経営破綻して、金融不況が深刻化した。一方で、総合指数の

図1 実質 GDP 成長率、名目 GDP 成長率、インフレ率（四半期の前年同期比%）



(出所：内閣府 GDP 統計より筆者が作成。DRGDP = 実質 GDP 成長率、DNGDP = 名目 GDP 成長率、Deflator = GDP デフレーター上昇率。)

図2 消費者物価上昇率 DCPI（月次、前年同期比%）



(出所：総務省統計局消費者物価統計より筆者が作成、DCPI = 消費者物価上昇率。)

GDP デフレーターインフレ率は97年4-6月期にマイナスからプラスに転じ、10-12月期には1%程に上昇した。消費者物価指数CPIの上昇率DCPIでは、1997年6月から2%台に急騰した。

よって1997年Ⅳ～1998年Ⅰの期間は、消費税増税により図5の供給曲線 $S_0$ が $S_1$ へ上方シフトし、物価上昇 $P \uparrow$ と景気後退 $Y \downarrow$ を同時に招いたので、典型的なコストプッシュ・インフレであった。その後1998年Ⅱ～1999年Ⅱの期間には金融不況による景気後退 $Y \downarrow$ が深刻化して物価下落 $P \downarrow$ も起こるようになったので、デフレ不況に変わったと言える。こうした消費税増税による物価上昇と深刻な消費税増税不況や金融不況をもたらしたため、橋本内閣は1998年7月には総辞職に追い込まれた。

図1の通り、2001年4月～2006年9月の小泉純一郎内閣では、平均の実質GDP成長率は1.16%を維持し、GDPデフレーター上昇率は $\Delta 1.28\%$ であり、1%台の低成長 $Y \uparrow$ で物価下落 $P \downarrow$ が続いた。つまりデフレの元での安定した低成長と言える。ただし、2001年7-9月期～2002年4-6月期には米国発のIT不況の影響で4四半期連続のマイナス成長 $Y \downarrow$ となり、かつGDPデフレーターで見た物価下落 $P \downarrow$ が続いたので、ITデフレ不況と言える。その後は新自由主義的な経済構造改革によって、物価下落・デフレ $P \downarrow$ を伴いながらも、平均1.89%の持続的な安定成長 $Y \uparrow$ を実現した。

2008年9月福田康夫内閣の時にアメリカのサブプライム・ローン・バブルの崩壊とリーマンショックにより、日本の景気は $\Delta 8.8\%$ のマイナス成長に転落した。日経平均株価は9月12日の12214円から10月28日には6994円に大暴落し、1982年以来26年振りの安値を記録し、金融不況が非常に深刻化した。一方で、デフレーターで見た物価上昇率はそれまでマイナスであったのが2008年10-12月期から2四半期だけプラスへと上昇したが、2009年4-6月期からはマイナスに転じた。消費者物価上昇率では、2008年9月に2.1%であったのが、10月からは低下し初め、2009年2月からはマイ

ナスに転じた。よって正確に分析すると、リーマンショック発生時の2008年Ⅱ～2008年Ⅲには景気悪化 $Y \downarrow$ と物価下落 $P \downarrow$ をもたらしたので、デフレ不況であったが、その後2008年Ⅳ～2009年Ⅰには図5の供給曲線 $S_0$ が $S_1$ へ上方シフトして、物価上昇 $P \uparrow$ と景気悪化 $Y \downarrow$ をもたらしたのでコストプッシュ・インフレに変わった。この不況は当時としては戦後最悪の不況となったため、福田内閣は1年足らずで2008年9月には総辞職した。麻生太郎内閣にバトンタッチされたが、景気回復は困難を極めたため、麻生内閣も1年足らずで総辞職せざるを得なかった。

2009年9月～2012年12月までは、鳩山由紀夫、菅直人、野田佳彦の各総理が1年ずつ勤めた民主党内閣であり、3年間の平均実質GDP成長率は1.56%であり、GDPデフレーター上昇率は $\Delta 1.3\%$ と物価下落が続いた。2011年4-6月期～7-9月期の東日本大震災不況では、それらはそれぞれ、 $\Delta 0.64\%$ の景気後退 $Y \downarrow$ 、 $\Delta 1.74\%$ の物価下落 $P \downarrow$ であったので、定義通りにデフレ不況であった。それ以外の期間は正確な意味でのデフレ不況ではなく、平均1.58%の持続的な成長 $Y \uparrow$ を実現しながらも物価下落 $P \downarrow$ をしたので、デフレの元での安定成長と言える。

2014年4月に安倍晋三内閣は、5%から8%へ3%ポイントの消費税増税をして2013年初めからの好景気はマイナス成長に転落し、消費税増税不況を招いた。一方で、GDPデフレーターインフレ率は2015年1-3月期にはマイナスからプラスに転じ、4-6月期には2.3%に急騰した。消費者物価上昇率では、消費税増税後の2014年5月に3.7%に大幅に急騰し、1990年8月以来24年振りに3%を超えた。よって2014年Ⅱ～2014年Ⅳの期間は景気後退 $Y \downarrow$ と物価上昇 $P \uparrow$ が同時に起こったので、典型的なコストプッシュ・インフレであり、図5で消費税増税に基因する供給曲線 $S_0$ の $S_1$ への上方シフトにより説明できる。これをデフレ脱却と言うのは稚拙な誤解である。ところが、2018年Ⅲ～2018年Ⅳの期間には、米中貿易摩擦不況が起こり景気後退 $Y \downarrow$ し、しかも物価下落

P ↓が起こったので、まさしくデフレ不況であった。ただし内生的ではなく外生的なデフレ不況であった。

更に2019年10月に安倍内閣は8%から10%へ2%ポイントの消費税増税をして景気はまたマイナス成長に転落し、消費税増税不況を招いた上、2020年IIにはコロナ大不況を招来して、実質GDPは戦後最悪の $\Delta$  10.2%のマイナス成長に転落した。GDPデフレーターは2019年IIIには1.4%に上昇した。消費者物価上昇率では、2020年1月に0.8%にやや上昇した。よって2019年I～2019年II及び2019年IV～2020年IVの期間には、景気後退Y ↓と物価上昇P ↑が同時に起こったので、図5で消費税増税などに基因する供給曲線 $S_0$ の $S_1$ への上方シフトにより説明される典型的なコストプッシュ・インフレである。これをデフレ脱却だと言う向きがあるが、稚拙な誤解である。小泉内閣では平均1.17%、民主党内閣では平均1.56%の実質成長率を達成したが、安倍内閣ではアベノミクスと自称して新自由主義に背反する2度に亘る消費税増税、規制緩和の失敗、財政支出や財政赤字の累増、成長戦略の失敗、2%インフレ目標の達成の失敗、及びコロナ大不況のため、2020年IIには $\Delta$  10.2%と戦後最悪のマイナス成長、大不況に転落した。直近のGDP統計では安倍内閣の平均実質成長率は0.28%とゼロ成長に転落し、民主党内閣と比べた安倍内閣の実質GDPの損失は、GDP統計では $(1.56 - \text{各四半期の実質成長率}) \div 100 \times \text{各四半期の実質GDP}$ を計算して合計すると、約52兆円と計測される。計算根拠は林(2022d)を参照。

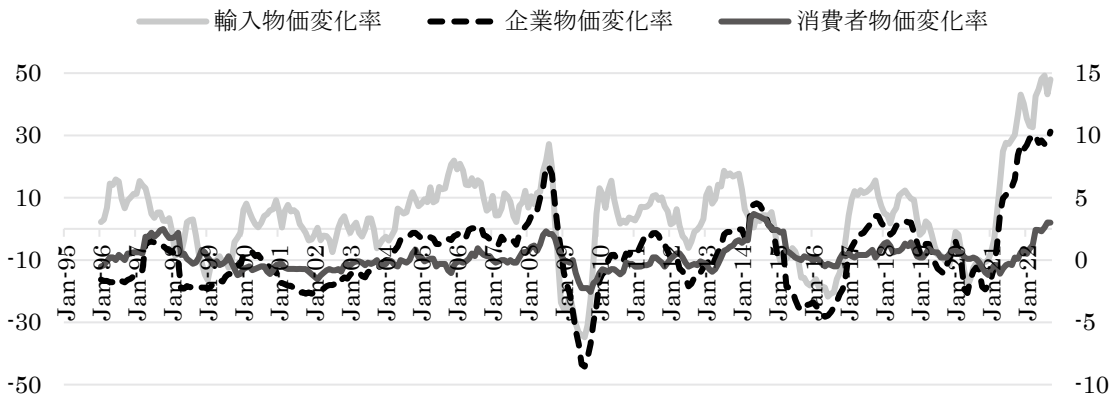
その責任を執り、安倍内閣は2020年9月には総辞職し、菅義偉内閣にバトンタッチした。しかし、年間で最も暑い2021年7月23日の大暑(たいしょ)の日に、国民の過半数が中止か延期を求めて反対した東京オリンピックの開催を強行したため、第5波の新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が2万6千人と、第4波の4倍にも大爆発した。その結果、菅総理の地元の横浜市長選では大敗し、内閣支持率が総辞職ラインの30%を割ったため、2021年10月には

菅内閣は総辞職した。

2021年10月には岸田文雄内閣にバトンタッチした。実質GDP成長率は21年IV 0.52%、22年I 0.9%、II 1.55%と平均0.99%とやや回復したが、ゼロ成長に転落したままである。GDPデフレーターでは同期間に、 $-1.28\%$ 、 $-0.72\%$ 、 $-0.34\%$ と平均 $-0.78\%$ で、依然デフレが続いて2%インフレ目標は達成できていない。消費者物価上昇率では2020年9月から21年8月までマイナスが続いてデフレであったが、東京オリンピックを強行した後21年9月から13ヶ月連続でプラスに転じ、2022年4月からは6ヶ月連続でインフレ目標の2%を超えて、2022年8～10月には3.0%以上に急騰しており、この主因は2021年1月からの円安や2022年2月からのウクライナ侵攻によるコストプッシュである。GDP統計では2019年IV～2020年IVまでは物価上昇P ↑と不況Y ↓が併存したのでコストプッシュ・インフレであった。2021年I～2022年IIIには7四半期(21ヶ月)連続でGDPデフレーターは物価下落P ↓が続いて、紛れもなくデフレであるので、黒田総裁は「大胆な金融緩和」によりデフレ脱却をした」と言うが、事実と反する誤解ないし虚偽である。

しかし図3Aの通り、輸入物価上昇率が2021年4月から10%台、5月から20%台、9月から30%台、11月から40%台と急激な高騰をし、10月の輸入物価指数(円ベース)は188.1で1982年10月の198.1以降では50年振りの暴騰である。図3Bの通り輸入物価指数(契約通貨ベース)は2021年1月から上昇に転じ、ドル高・円安の影響が出ていることが分かる。9月には円ベースでは48%で、契約通貨ベースの21%を引くと、半分以上の27%は円安の影響によると測定できる。輸入インフレが19ヶ月連続で激化して、それを反映して企業物価上昇率は2021年3月から20ヶ月、消費者物価上昇率DCPIは2021年9月から14ヶ月連続でインフレが続いているので、持続的なコストプッシュ・インフレが強まっている。2四半期(6ヶ月)以上持続する場合は「一時的」ではなく、12ヶ月超は「長期的」というので、

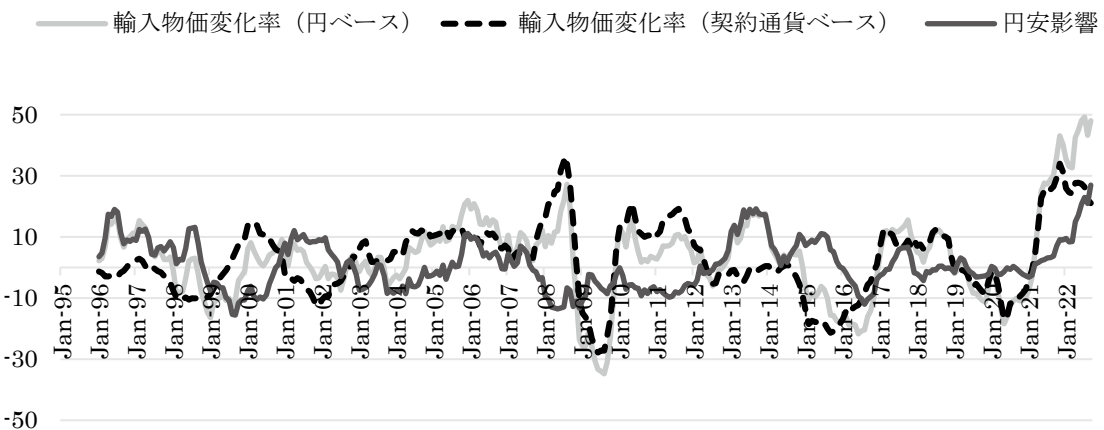
図3A 輸入物価変化率、国内企業物価変化率、消費者物価変化率（%、前年同期比）



(注：輸入物価変化率は左軸、他は右軸)

(出所：日本銀行長期時系列統計から筆者が算出・作成。)

図3B 輸入物価変化率（円ベースと契約通貨ベース）、円安影響%（前年同期比）



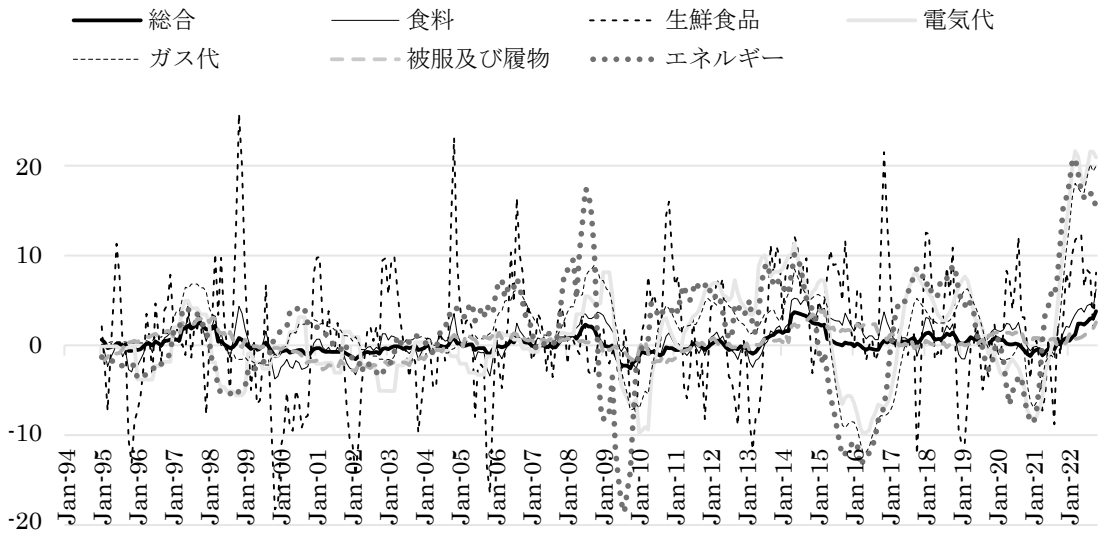
(出所：日本銀行長期時系列統計から筆者が算出・作成。)

黒田総裁が「一時的インフレ」と言うのは事実と異なる誤解ないし虚偽に該当する。

2021年3月からの輸入物価変化率の上昇はドル高・円安と干魃による農産物不作の影響が大きかったが、更に2022年2月24日からロシアによるウクライナ侵攻によって、小麦などの食料の他に石油や天然ガスなどの資源の供給

不足が激化し、図3の通り輸入物価指数（円ベース）が9月には前年比で48%も暴騰した。9月の企業物価指数は10.3%も上昇し、約5割が輸入物価の上昇によるものであった。その影響で図4の通り品目別消費者物価は10月には電気21%、ガス20%、エネルギー15%、生鮮食品8%、食料6%と高騰し、消費者物価総合

図4 品目別消費者物価変化率（%、前年同期比）



(出所：総務省統計局、消費者物価統計から筆者が算出・作成。)

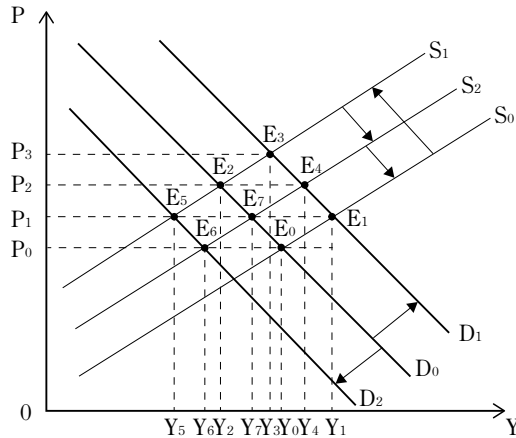
では3.8%と近年になく高騰しているの、紛れもなくそれらに基因する激しいコストプッシュ・インフレが急速に強まっている。総合のDCPIでは3.8%上がり、18ヶ月連続で上昇している事実を軽んじて、何の科学的根拠もなく「一時的である」と断じるのは誤解ないし虚偽に該当する。

そこで米欧では急激な消費者物価高騰に対してマイナス金利廃止や政策金利引上げを実施した。日本では、輸入物価が50%近く、電気が21%、ガスが20%、エネルギーが15%、生鮮食品が8%も暴騰してまさに激しいコストプッシュ・インフレであり、その主要原因が日銀の政策ミスによる円安とロシアのウクライナ侵攻であることを、日銀総裁は全く理解できていない。黒田氏は2022年10月17日の衆議院予算委員会で「今のインフレは一時的に過ぎない。国際商品市況や円安の影響で輸入品価格が上昇しているため、年明け以降はこうした要因は収まっていき、来年度以降は2%を下回る水準に低下していく。需要不足が基調なので、金融緩和を継続することが適当だ」と説明して、新たな対応を「何もしない」と頑迷に決め込んで

いる。これでは物価安定を最高目標と定める日銀法第2条に違反であり、物価安定のためには非常に有害であるので、通貨の番人として失格である。マイナス金利を頑迷に続ければ続けるほど、日米金利差が益々拡大して、低収益率の日本への投資を避け、日本からの資本逃避が進んで、急激な円安が進行し、円安が更に輸入物価の暴騰をもたらす。そして、輸入インフレは時差を持って企業物価や消費者物価に上昇圧力を及ぼすので、経済全体でのコストプッシュが持続的に悪化し、国産の食料品や日用品や電化製品などの一般品目の消費者物価のインフレも今後持続的に悪化し、国民生活を困窮化させて来る恐れが大きい。

DPCIは2020年9月から21年8月まで12ヶ月連続でマイナスでデフレが続いたが、コストプッシュの影響で21年9月から23年2月まで18ヶ月連続でプラスで「長期的インフレ」を続けており、しかも22年12月3.9%、23年1月4.4%、2月3.4%、3月3.3%と、年明け以降4%を突破して急騰している。黒田氏はコストプッシュ・インフレの理論的・実証的分析ができていないので、「一時的インフレで、

図5 デマンドプル・インフレとコストプッシュ・インフレ及び諸対策の比較静学分析



年明け以降はこうした要因は収まっていき」と強弁する予測が、科学的分析に基づかない稚拙な誤解ないし虚偽であり、その間違っただ判断に基づく間違っただ金融政策が物価安定を適切に制御できず、日銀の本務に違反していることが証明される。

これは図5の通り、典型的なコストプッシュ・インフレであるが、消費税増税による総供給曲線  $S_0$  の上方シフトではなく、供給不足や激しい円安による輸入インフレに基づく総供給曲線  $S_0$  の上方シフトであることが、従来とは異なる特徴である。消費者物価で見ると、コストプッシュ・インフレ  $P \uparrow$  であって、鉱工業生産指数では既に2022年3月からマイナス成長に落ち込んで景気後退をしつつある。他方で、実質GDPで見るとコロナ不況後の景気回復効果  $Y \uparrow$  が景気後退効果  $Y \downarrow$  より現時点ではやや上回っている。ウクライナ侵攻の長期化に起因する農産物や資源の輸入インフレが昂進し、日米金利格差の拡大によるドル高・円安が進んでドル円相場が32年振りに150円を超えて、近年にない輸入インフレの激化があるので、若干の円安の沈静化によりその影響は低下するものの、実質GDPで見ても景気後退が強まり、本格的なコストプッシュ・インフレが持続する危険性が大きい。

## 2. マハルップのコストプッシュ・インフレ論やデマンドプル・インフレ論に基づく比較静学分析

フリッツ・マハルップ教授、Machlup (1960) は、世界で初めてデマンドプル・インフレとコストプッシュ・インフレの違いを、比較静学 (comparative statics) を用いて経済理論的に明らかにし、林 (1978) がそれを邦訳した。更に微分や差分を用いて経済変数を時間  $t$  の関数として分析すると、もっと複雑な比較動学 (comparative dynamics) となる。

図5では総需要曲線  $D_0$  と総供給曲線  $S_0$  の交点  $E_0 (Y_0, P_0)$  でマクロ経済の均衡が成立する。金融緩和政策や財政積極政策などで総需要が増えて総需要曲線が  $D_0$  から  $D_1$  へ上方シフトすると、均衡点は  $E_0$  から  $E_1$  へシフトし、物価は  $P_0$  から  $P_1$  へ上昇し、国民所得は  $Y_0$  から  $Y_1$  へ増えて好況となる。これがデマンドプル (需要牽引) ・インフレである。これによる物価高騰や景気過熱を抑制するためには、金融引締政策や財政緊縮政策により総需要を抑制し総需要曲線を  $D_1$  から  $D_0$  へ下方シフトさせればよい。すると元の均衡点  $E_0$  を回復し、需要牽引インフレを抑制し、景気過熱を冷ますことができる。

逆に総需要曲線が  $D_0$  から下方シフトする



と、物価は  $P_0$  から下落し、国民所得は  $Y_0$  から減って不況となる。これが本来のデフレであるが、デフレ不況と呼ぶこともある。というのは、近年では景気後退を伴わずに物価下落だけが起るケースもあり、それを広義でデフレと呼ぶ。つまりデフレには、景気後退を伴う物価下落＝本来のデフレ不況と、景気後退を伴わない物価下落＝広義のデフレがあるので、きちんと識別する必要がある。

これに対して1973年第1次石油ショックのように原油価格が4倍にも高騰したり、侵攻や戦争のため資源や農産物の供給不足で供給価格が高騰したり、消費税増税により小売価格がその分上昇した場合には、供給曲線が  $S_0$  から  $S_1$  へ上方シフトして、均衡点は  $E_0$  から  $E_2$  へシフトし、物価は  $P_0$  から  $P_2$  へ上昇し、国民所得は  $Y_0$  から  $Y_2$  へ減少して不況となる。これがコストプッシュ（費用圧力）・インフレであり、物価上昇 inflation と景気悪化・沈滞 stagnation が共存するのでスタグフレーション stagflation とも呼ばれる。

逆に総供給曲線が  $S_0$  から下方シフトすると、物価は  $P_0$  から下落し、国民所得は  $Y_0$  から増えて好況となる。これが技術革新 (innovation) による価格低下と消費・生産の増加であり、人類の経済的進歩は不断の技術革新によるものである。

コストプッシュ・インフレによる景気悪化を抑制するために、金融緩和政策や財政積極政策により図5で総需要曲線を  $D_0$  から  $D_1$  へ上方シフトさせると、均衡点は  $E_2$  から  $E_3$  へシフトし、国民所得は  $Y_2$  から  $Y_3$  へやや回復するが、物価は  $P_2$  から  $P_3$  へと更に上昇してしまう。また物価高騰を抑制するため、金融引締政策や財政緊縮政策により総需要曲線を  $D_0$  から  $D_2$  へ下方シフトさせると、均衡点は  $E_2$  から  $E_5$  へシフトし、物価は  $P_2$  から  $P_1$  へと確かに低下するが、国民所得は  $Y_2$  から  $Y_5$  へと減少して不況が更に悪化する。つまり金融・財政政策では一長一短であり、コストプッシュ・インフレを根本的に解決することはできないのである。コストプッシュ・インフレとデマンドプル・インフレを識別できずに、単純な金融・財政政策で乗り

切れると勘違いしても、それほど単純ではなく、稚拙な間違いとなる。

ではコストプッシュ・インフレの場合に、物価高騰を抑制して景気悪化を防ぐ正しい最適な政策は何であろうか？ 図5で上方シフトした供給曲線  $S_1$  を元の  $S_0$  に戻し、均衡点を  $E_2$  から元の  $E_0$  に戻す最適な政策は、物価上昇や景気悪化を元に戻す効果を持つ必要があるので、増産・供給体制の強化や生産効率化を図るサプライサイド政策や、消費税減税などの減税政策がある。これらにより直接に供給曲線  $S_1$  を  $S_0$  へ下方シフトさせれば、均衡点を元の  $E_0$  に戻すことができるが、それには相応の時間とコストを要する。

2022年2月24日からのロシアのウクライナ侵攻に起因する農産物やエネルギー資源の供給不足は、総供給曲線  $S_0$  を  $S_1$  へ上方シフトさせて世界的にコストプッシュ・インフレをもたらしている。それに起因する消費者物価高騰を抑制するため、米国やEU諸国がマイナス金利の廃止や金利引き上げによる金融引締政策に転換し、総需要曲線  $D_0$  を  $D_2$  へ下方シフトさせたにも拘わらず、日本だけは赤字国債発行残高が約1000兆円（2021年世界2位で14.2兆ドル）、対GDP比263%（2021年世界1位）と世界最大・最悪級であるため国債利払費の増加や国債価格下落を恐れて金利引き上げができないという「財政支配仮説」に縛られているが故に、日銀は新しい政策転換を「何もしない」と頑迷に決め込んでいる。その結果、ドル・円相場を150円に、ユーロ・円相場を146円に急騰させ、急激な円安による輸入インフレの暴騰、企業物価の急騰、消費者物価の高騰をもたらしている。日銀法第2条で物価安定を最高目標とするべき日銀が、輸入コストプッシュ・インフレによる物価高騰の元凶となっている。

そこで日銀がマイナス金利を廃止して政策金利の引き上げをすれば、内外金利差が縮小し円安は収まるので、輸入物価暴騰の約半分（56%）は収まる。残り半分（44%）のコストプッシュ・インフレに対して、ロシアがウクライナ侵攻を止めてエネルギー資源や農産物の生産・供給体制を元通りに正常に戻せば、総供給曲線は

$S_1$  から  $S_0$  に回復し、コストプッシュ・インフレは収束する。あるいは民主主義諸国や途上国で技術革新によって、石油や天然ガスなどの資源やオイルシェールなどの代替資源を増産し、超伝導発電機などによる高性能水力発電を開発し、農産物等の供給量を大幅に増やして、総供給曲線を  $S_1$  から  $S_0$  に戻すサプライサイド政策を実現すれば、コストプッシュ・インフレは収まる。それにより理論的には、元の均衡点  $E_0$  ( $Y_0, P_0$ ) を回復できるので、物価は  $P_0$  に下がって景気は  $Y_0$  に回復する。

しかし実際には、米国や EU など西側民主主義諸国はウクライナに軍備援助をし、ロシアに経済制裁を課しても、ロシアのウクライナ侵攻は容易には終結せず、西側諸国や途上国の増産体制や生産効率化のサプライサイド政策は急には強化できないので、供給不足はすぐには解決しない。そこで、なるべく早期に技術革新により増産・供給体制の強化や生産効率化のサプライサイド政策を実施し、供給曲線を  $S_1$  からせめて  $S_2$  へ回復すれば、均衡点は  $E_2$  から  $E_7$  へ部分的に戻り、国民所得は  $Y_2$  から  $Y_7$  まで部分的に回復して、物価は  $P_2$  から  $P_1$  まで部分的に抑制することができる。

日銀が金融引締効果を持つマイナス金利を廃止して、米欧との金利差を縮小すれば、ドル高・円安が是正されて、約半分の輸入インフレは抑制されるので、コストプッシュ圧力を抑制して物価はかなり安定化する。図3や図4、図5の通り、今次のインフレはウクライナ侵攻による農産物や資源の「供給不足」に基因する激しい輸入インフレ、及び日銀の政策ミスによる金利差の急拡大に基因するドル高・円安による急激な輸入インフレ、が主原因であるので、典型的なコストプッシュ・インフレであり、需要不足が原因ではない。ウクライナ侵攻を止めない限り、またマイナス金利や YCC のゼロ金利を廃止して円安を食い止めない限り、コストプッシュ・インフレは今後も長期的に続く危険性がある。

更にコストプッシュ・インフレにはとりわけ有効な消費税減税で消費を増やして民生活を促せば、図5で総供給曲線を  $S_2$  から  $S_0$  まで下方シ

フトさせて、均衡点は  $E_7$  から  $E_0$  に戻り、物価を元の  $P_0$  に抑制し、景気を元の  $Y_0$  に回復させる目標を共に達成できる。

今次のインフレは「需要不足のデフレ」でも需要超過のデマンドプル・インフレでもなく、コストプッシュ・インフレなので、金融引締政策などにより総需要を抑制すると、図5で総需要曲線は  $D_0$  から  $D_2$  へと下方シフトし、均衡点は  $E_2$  から  $E_5$  へ移り、物価は  $P_2$  から  $P_1$  へ下がっても、所得は  $Y_2$  から  $Y_5$  へ更に下がって景気後退を更に悪化させ、遅行指標である失業や有効求人倍率なども遅れて悪化し、賃金水準も上がらない。2013年に就任当時から黒田氏は「物価が上がれば賃金も上がるはずだ」と、50年も前のデマンドプル・インフレの頃の時代遅れの稚拙な錯誤を信じ込んでいるが、コストプッシュ・インフレの時代では成り立たない。日経連方式が守られても、DCPIが1%で労働生産性上昇率 DLP が -1% なら、賃金上昇率 DW は 0% となる。況してや日経連方式が守られていない現状では DW はマイナスにさえなる。

よって図8の通り Fed や ECB のマイナス金利の廃止は金融緩和効果を持つが、均衡金利  $i^*$  を超える金利引上げは金融引締効果を持ち、インフレ抑制には効果があるものの、景気悪化を促すので根本的な解決にはならない。インフレと成長のトレードオフが著しいコストプッシュ・インフレに対しては、先ず増産や生産効率化のサプライサイド政策を主要政策として、大幅減税政策を併用し総供給曲線  $S$  を下方シフトさせる正統派の政策が最重要な処方箋となる。それでも景気後退を防ぐ効果が十分でなければ、補助的に金融緩和政策や積極財政政策により総需要の落ち込みを防ぐポリシミックスをせざるを得ない。

とはいえ既に米国 FOMC の金融政策決定に基づいて連邦準備制度 Fed がマイナス金利政策を廃止してそれ自体は緩和効果を持つが、均衡金利  $i^*$  を超える更なる金利引上げは金融引締効果を持ち、EU やその他諸国もそれに同調している。そのため、日銀だけがマイナス金利や（疑似）金融緩和政策を維持していると、金

利差が益々拡大して、急激な円安・ドル高が止まらず、輸入インフレが益々激しくなり、国内消費を抑圧して景気悪化や成長率低下を促す危険性が大きい。今後世界的に景気後退が進み名目給与水準が増えない中で、輸入インフレなどコストプッシュ・インフレのため物価が大幅上昇すると、実質所得も大幅減少し、実質成長率もその分減速して、第1次や第2次の石油ショックのような大不況となる危険性がある。

Jordan (2019) や Hayashi (2019)、Hayashi (2021) が指摘したように、日銀は「財政支配仮説 (FDH, fiscal dominance hypothesis)」に従属して、国債利払費の急増や国債価格下落を恐れて金利上げをしない(できない)。両宮日銀副総裁は、「国債金利が1%上がると、国債価格下落により日銀保有国債の含み損は28.6兆円、2%上昇なら52.7兆円、5%上昇なら108.1兆円と試算されるが、当面の金融政策には影響ない」と言う。しかし平均残存期間が5.24年と推定されるので、年間で約99兆円が償還されると、含み損が実現して債務超過となり年約1.2兆円(2021年度)の国庫納付金が国庫へ納入できなくなる危険性がある。それに対する政策責任と損害賠償責任も負うべきであろう。中銀の国庫納付金は元々通貨発行益の成果であるが、米連邦準備制度 Fed のそれは885億ドル=10.6兆円(2020年度)もあり中銀としての活動成果が著しいが、日銀のそれは僅か1.2兆円と Fed の11%に過ぎないので通貨発行の活動成果が「異次元」なほど著しく悪い。ゼロ金利・マイナス金利政策で通貨発行益を食い潰したためである。日銀は利上げも容易にできないとなると、当面は国債利払費の急増、国債価格の暴落、金融引締策による景気悪化を防いでも、更なるドル高・円安を促し、コストプッシュ・インフレ(費用圧力による物価上昇と景気後退)の昂進による更なる物価上昇に加えて景気後退をもたらし、経済成長をマイナス成長に転落させ、トレードオフの政策選択を更に難しいジレンマに陥らせる。中銀としてのパフォーマンスは更に悪化する。

### 3. 「大胆な金融緩和」は何故緩和効果がなく2%インフレ目標さえ達成できなかったか？：MMT(現代貨幣理論)かFDH(財政支配仮説)か、どちらが正しいか？

正統派理論(ミクロの新古典派均衡理論やマクロのケインズ理論を総合した広義の新古典派総合)に挑戦する非伝統的なMMT(Modern Monetary Theory、現代貨幣理論)は、政府が国債大量発行をしてもその全額を国民が購入する限り借金ではないと言うが、全くの虚偽・幻覚である。外国に対する発行額がゼロの場合、外国に対する借金・債務ではないが、自国民に対しては借金・債務であり、返済義務がある。よって、必ず毎年財政支出から巨額の国債費(国債償還費や利払費、借換債発行費)を支払わなければならないが、現に日本の一般会計歳出(2022年度予算)では24.3兆円(23%)と2番目の最大支出項目に膨張している。そのため社会保障費、文教科学費、防衛費、国土交通費などの他の支出項目の割合が大幅に減って財政硬直化を招き、複合財政乗数(財政支出のGDPへの波及効果)が大幅に低下し、経済成長率をゼロ成長へ低下させて、深刻な悪影響が強まっている。その結果、FedやECBなど主要国中銀の利上げで日米金利差が拡大してドル高・円安が急激に進み、輸入インフレが急激に悪影響をもたらしても、日銀は「財政支配仮説:FDH」に縛られているので、国債利払費の急増や国債価格暴落を恐れて利上げできない訳である。つまり約1000兆円に膨れあがった巨額の国債発行残高の悪影響は、極めて大きい。「非伝統的」MMTなどは、そうした正統派の理論を全く理解できず、表面的現象の一部だけを見て、その背景にある理論的基礎が欠如しているので、サマーズなど正統派経済学者からも徹底的に批判されており、MMH(Modern Monetary Hallucination、現代貨幣幻覚)とも言える。

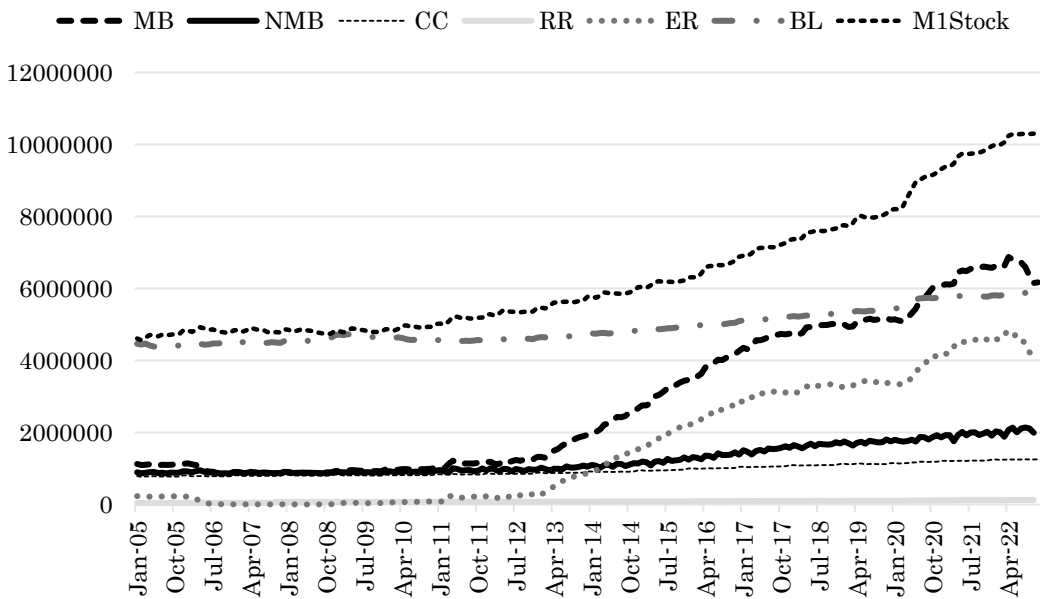
またMMTは、国債大量発行をしても中央銀行が間接的に市場で買い支えれば、日本のようにインフレも抑制できるなどと言うが、これも全くの虚偽・幻覚である。戦前のハイパーイン

フレを恐れ、財政法第5条では「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。」と定めて、日銀の国債直接引き受けによる財政ファイナンスを禁止している。そこで、日銀はそれを迂回して市中から大量の国債を間接購入し、大量の現金通貨 CC (Cash Currency) を市中へばらまき、間接的な財政ファイナンスをしている訳である。とはいえ間接引き受けでも、ゼロ金利では殆ど誰も買わないので日銀が政府から540兆円も国債爆買いをしたことは直接引き受けと実質的には余り変わらず、ハイパーインフレや財政赤字構造化の危険性はあるので、好ましいことではない。

そこで日銀は、市中にばらまいた大量の現金通貨 CC がハイパーインフレを起こさないように、白川総裁の2008年から「補当座預金制度」と称して無利子であるべき日銀当座預金

CAの超過準備 (ER, Excess Reserve) だけに +0.1%の付利を開始し、CCをERに吸収し不胎化 (sterilization) して、正しい金融政策の常道から外れ始めた。特に黒田総裁の2013年からは大量のCCをERに吸収し、不胎化ないし死蔵化しているため、図6の通り超過準備ERとERを含む疑似マネタリベースMB (=現金通貨CC + 必要準備RR + 超過準備ER) は急増しているが、ERを除いた真のマネタリベースNMB (Net Monetary Base = 現金通貨CC + 必要準備RR = MB - ER) や銀行貸出BLは微増で殆ど増えておらず、金融緩和になっていない。それ故2%インフレ目標の達成に失敗した訳である。2022年9月で疑似MB約630兆円のうち約420兆円は超過準備ERであり、真のNMBは約210兆円に過ぎない。「非伝統的金融政策」を自称する黒田氏は、MBやNMBの正確な定義や正統派経済学の基礎理論を理解できていない。MMTも同様に理解できていないので、真のマネタリベースNMBの動向とその経済効果を何も正確に説明

図6 RR, ER, MB, NMB, BL, M1など通貨量の変動傾向



(出所：日本銀行通貨統計より筆者が作成。)

できておらず、単なる MMH に陥っている。

そのため、アベノミクスの 2013 年 1 月から 2020 年 9 月までの期間の GDP デフレーターの前平均のインフレ率は 0.679% に過ぎず、月次の消費者物価上昇率の前平均は 0.765% に過ぎず、月次の名目賃金指数上昇率は 0.327% に過ぎない。よって日銀は到底 2% インフレ目標を達成さえもできず、実質賃金指数上昇率は  $\Delta$  0.438% と低下させた。労働生産性上昇率の前平均は 0.017% であったから、春闘の日経連方式による賃上げルールでは、消費者物価上昇率 0.765% + 労働生産性上昇率 0.017% = 賃金上昇率 0.782%、となるべきであったが、実際の名目賃金上昇率は半分以下の 0.327% しか伸びていない。実質賃金上昇率 (= 労働生産性上昇率) は 0.017% となるべきであったが、 $\Delta$  0.438% とマイナスに落ち込み、日経連方式は守られず、勤労者は働いた限界生産力の分を貰っていない。つまりその分の搾取 (exploitation) が生じている。よって不当な労働分配率の低下や勤労者の貧困化を促進し、消費性向や消費を抑圧し、ゼロ成長へ転落させている。勤労者から不当に天引きした賃金未払い分は、企業の内部留保及びその蓄積残高である利益剰余金に蓄積された。「物価が上がれば賃金も上がるはずだ」と言う黒田氏の頑迷な主張は、「異次元の」幻覚に過ぎない。よってアベノミクスと日銀は「非伝統的金融政策 (non-traditional or un-conventional monetary policy)」「大胆な金融緩和」「異次元の金融緩和」などと自称する非正統派の異常政策により、2% インフレ目標の大失敗や成長戦略の失敗をもたらしたため、「政府の失敗」による人為的災害と言える。2022 年 7-9 月期に公表の GDP 統計では (2% インフレ目標 - 現実のインフレ率)  $\div$  100  $\times$  各期の実質 GDP を計算し、2013 年 I ~ 2020 年 III まで合計すると名目 GDP の損失額は約 55 兆円と測定できるので、黒田日銀と安倍内閣は国民に対してその損害賠償をする責任を負うべきであろう。計算根拠は林 (2022d) を参照。

FRB (1957) やノーベル賞の Friedman = Schwartz (1963) の本来の定義では、ハイパ

ワード・マネー (high-powered money) = 高出力貨幣は、経済に影響して信用創造する出力を持つマネタリベース = NMB (現金通貨 CC + 必要準備 RR) と定義される。公衆が現金通貨 CC を銀行に最初に預けた預金は本源的預金 (PD, primary deposits) といい、銀行は預金準備 (率を R とする) を除いてそれを企業などへ貸出に回し、また預金が増えてそれを派生的預金 (derivative deposits) という。この累積過程が信用創造であり、最終的には信用創造乗数倍 (1/R) の預金が生まれる。銀行が現金通貨 CC を中央銀行に最初に預けた準備預金も本源的預金を成し、同様に信用創造をする。よって信用創造を生む本源的な貨幣は現金通貨 CC + 必要準備 RR であり、これが高出力貨幣 = マネタリベースとなる。

超過準備 ER は民間銀行間で決済用通貨として使われず信用創造をできないので MB ではなく、ER を MB から控除する必要がある。しかし、黒田日銀はこうした学術文献の理論的定義を理解できず、不胎化 (死蔵化) された ER も含めてマネタリベース MB (現金通貨 CC + 必要準備 RR + 超過準備 ER) であると勘違いし、その統計を MB として公表している。しかし、これは疑似 (偽の) マネタリベース (pseudo Monetary Base) に過ぎない。超過準備 ER とは、当月 16 日から翌月 15 日までの日々の積み進捗の結果「法定準備 RR を超えて積み過ぎてしまった、ないし積み足りない、後者の場合は過剰金利を課せられる」と言うバッファー (緩衝材) の誤差に過ぎず、MB ではあり得ない。準備預金の 0.2% 程を占めた頃には、ER を MB に含めても誤差の範囲であった。しかし今は RR が 12 兆円で、付利をしたため ER が実に 420 兆円も 35 倍にも積み上がっており、誤差の範囲を遙かに超えているので、当然 ER を MB から控除する必要がある。図 6 の通り 2013 年黒田総裁になって超過準備 ER への付利により ER が急激に増加し、疑似マネタリベース MB も急激に増加したが、現金通貨 CC も真のマネタリベース NMB も銀行貸出 BL も微増で特に増加していない。日銀は「大胆な金融緩和」「異次元金融緩和」と称して

疑似（偽の）マネタリベース MB を異常に激増させているので、2%インフレ目標は達成できるはずだと勘違いしている。しかし不胎化・死蔵化した ER が激増しただけで真の NMB は実際には殆ど増えていないからこそ、信用創造も BL も殆ど増えず、真の「大胆な金融緩和」に全くなっておらず、2%インフレ目標の達成に完全に大失敗した訳である。失敗するべくして失敗した。このままでは今後も失敗し続ける。その厳密な経済理論的因果関係を日銀総裁は理解できていないため、物価安定の最高目標も達成できない結果となり、日銀法第2条違反であり、通貨の番人として失格である。

「黒田バズーカ砲」と呼ばれるように、安倍内閣初期の2013～14年の約2年間に、（前年同期比）消費者物価上昇率を2%にする「2%インフレ目標＝物価安定目標」を宣言し、できるだけ早期に実現するため、マネタリベース MB や長期国債・ETF等の保有額を2年間で2倍に拡大し、買い入れた長期国債の平均残存期間を2倍以上に延ばすなど、量・質共に次元の異なる「非伝統的な」「大胆な金融緩和」「異次元金融緩和」「量的・質的金融緩和」を「バズーカ砲」の如く行くと、何の科学的根拠もなく口先だけで吹聴した。しかし DCPI はその2年間に0.575%しか上がらず、安倍内閣平均の0.765%より更に低かった。また、総合物価指数である GDP デフレーター上昇率は同期間で0.731%しか上がらず、安倍内閣平均の0.679%よりやや高かった。よってどちらの指標で見ても2%インフレ目標の達成は大失敗し、「黒田バズーカ砲」は「故障して役に立たない無鉄砲」に終わった。物価安定を最高目標と定める日銀法第2条に違反した場合は、日銀総裁として失格である。よって2015年には潔く責任を執るべきであった。

日銀は政策効果の不調を反省して、2016年2月からは前年2015年の日銀当座預金 CA の平均残高を基礎残高 BB と称し、それからゼロ金利の必要準備 RR を引いた基礎的超過準備 BER に対しては+0.1%のプラス付利を続けるが、BB×加算割合 $\alpha$ %の部分をマクロ加算額 MA と称してゼロ金利を適用し、それらを控除

した CA - RR - BER - MA を「政策金利残高」PIB と別称で呼んで-0.1%のマイナス金利を適用する非整合的な3段階金利方式に修正した。するとコールレートがそれ以下だとコール市場で運用せずに追加的超過準備の PIB に積むので、従来から政策金利として機能してきたコールレートの下限を-0.1%と画する。2008～2015年では超過準備 ER への付利0.1%がコールレートの下限を画してきたが、それを「政策金利残高」と呼ぶことはなかったので、語義矛盾である。衣川（2018）や林（2017）が指摘したように、コール市場は金融政策の効果波及経路の出発点であるので、そこに市場実勢を無視して強権的介入主義によりマイナス金利の引締効果が及ぼせば、金融市場全体に引締効果が波及し、金融市場の自由な資金需給調節機能は麻痺・障害される。

更に付言すると、理論的因果関係が本末転倒であり、まずは政府・財務省の失敗で表5～7の通り消費税増税のたびに実質経済成長率を趨勢的に低下させ、長期デフレ不況に陥ったため、財政支出を巨額に増やし、それを賄うため赤字国債の大量発行をして、国債発行残高は2021年度には約1000兆円、対GDP比263%と世界でも最悪級となった。そこで日銀は財政法第5条違反とならないように間接的に市場から国債を大量購入して、財政ファイナンスをした訳である。財政支出に占める国債費（国債利払費+償還費+借換債発行費）が膨大化し、金利が上がると短期～長期の国債の利払費が激増し国債価格が暴落して財政破綻をする危険性があり、日銀の ER 利払費も増加し日銀保有国債の時価評価額も激減し、債務超過となる危険性がある。野口（2022）は「日銀保有の長期国債残高は、直近の5年間をみても、16年度末の377兆円から、21年度末の511兆円へと1.36倍になっている。したがって、単純計算では2%ポイントの金利上昇に対して63兆円程度、評価額が下がるだろう。これは、21年度末の日銀の純資産4.7兆円を遙かに超える。したがって、日銀は、負債が資産を超過する状態、つまり債務超過に陥る。」と急所を指摘している。日銀は「大胆な金融緩和」と称して毎

年約 80 兆円もの国債を大量購入して国債発行額約 1000 兆円の半分以上 511 兆円も保有することにより、金利上昇が政府の国債利払費の激増や国債価格暴落だけでなく日銀自身の ER への利払費増加や保有国債の時価評価減少（含み損）や債務超過の危険性をもたらす「蟻地獄」に転落していると言える。出口戦略と言うが、そこから這い上がる出口は、極めて狭く困難である。

2013 年に黒田総裁は「2%インフレ目標＝物価安定目標」を 2 年で達成すると威勢よく啖呵を切ったが、2 年後の 2015 年で達成に失敗した時点で潔く責任を執るべきではなかったか。10 年経っても全く達成できず、単なる虚偽・ハタタリに終わった。それもそのはずで、野口（2022）が指摘するように 2%インフレ目標が安定的に達成されたならば、全金利体系が名目で 2%上昇するので、金利上昇による上記の利払費の激増と国債価格の暴落という「蟻地獄」が益々酷くなる。つまり「大胆な金融緩和」と「2%インフレ目標」は、日銀にとり二重の「蟻地獄」となるからこそ、両者のトレードオフのうち 2%物価安定目標の達成を完全放棄して一つの「蟻地獄」を堪え忍んでいる訳である。しかし物価安定目標の達成の放棄は、日銀法第 2 条違反であり、中央銀行にとって自殺行為である。まさに「政府の失敗」の典型であり、そんなことなら最初から、「大胆な金融緩和」と称して国債大量購入による財政ファイナンスをするべきではなく、政府の財政赤字巨額化・構造化に積極的な手助け・幫助をするべきではなく、正統派理論に基づいて新自由主義的な k%ルールに従い「安定的通貨供給」を堅持し、物価安定と安定成長を目指すべきであった。つまり「財政支配仮説」に隷従せず、日銀法第 3 条の中央銀行の独立性を守り、日銀法第 2 条の物価安定のために安定的通貨供給をし、財政法第 5 条に基づいて財政均衡化・健全化に貢献すべきであった。アベノミクスと黒田バズーカが残した「異次元の」負の遺産は 2013 年 I～2020 年 III 迄でも名目・実質 GDP の損失で約 107 兆円に上るので、その損害賠償責任を負うべきであろう。

日銀は日銀法で定める本務に違反し「財政支配仮説」に隷従し、ゼロ金利やマイナス金利を頑迷に固執し、短期～長期の全金利体系をゼロ%台の低位に抑制するため「イーロドカーブ・コントロール (YCC)」を強行している。YCC とは全金融市場の金利体系抑圧政策であり、利払費の激増と国債価格暴落を恐れて、全金融市場の金利による自動調節機能を強権的に麻痺・阻害した。そのため全金融市場で資金需要は増えたが、逆に資金供給が減って、預貸率（貸出・預金比率）が 21 年 9 月には 62% と史上最低に低下し、金融引締効果を持った訳である。しかし黒田氏は資金供給が減っても資金需要が増えたことを金融緩和と勘違いしているので、均衡理論を理解できていない。河村（2022b）も指摘するように、G7 など民主主義的先進諸国では短期の政策金利にゼロ金利やマイナス金利を適用するだけでなく、短～長期の全金利体系をゼロ%台に抑圧する強権的な市場介入主義を強行した国は日本だけである。よって統制経済や独裁的な専制国家の強権的介入主義に近いもので、これでは日本の金融市場は自律的な自動調節機能を失い、金融仲介中断（financial dis-intermediation）の悪影響が出て、平均 0.28% のゼロ成長に転落した。元日銀理事の山本（2023）も「黒田東彦氏が日銀総裁に就任してから実施された「異次元緩和」によって、市場機能は大きなダメージを受けた。その結果、…企業の新陳代謝の遅れが生じて経済の活性化が阻まれた上に、財政規律のゆるみ、金融システムの弱体化と、さまざまな副作用が生じている。なぜ日本経済はこうした袋小路に追いつめられてしまったのか」と負の遺産を厳しく批判する。

更に日銀がばらまいた大量の市中現金 CC がハイパーインフレを起こさないように、超過準備 ER に付利をして CC を大量に吸収して不胎化した。日銀 HP には急激に膨張させてきた疑似マネタリベース MB を掲載しても、実は不胎化した ER が激増しただけなのに、恰も「大胆な金融緩和」「非伝統的金融政策」「異次元金融緩和」を実施しているかのように見せ掛けて口先だけで吹聴しているが、金融緩和効果を持

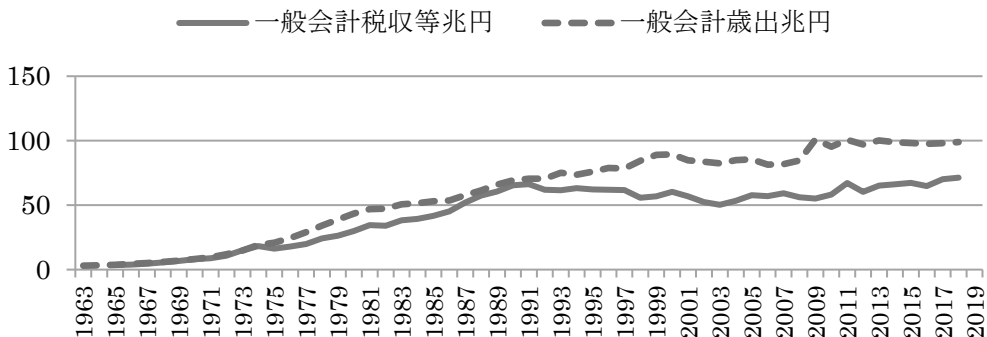
たないので、これは事実と異なる錯誤であり、作為が入れば虚偽となる。黒田氏は真のマネタリベース NMB を計算さえもできず、公表もしていないが、NMB は図 6 の通り殆ど増えていないため、「大胆な金融緩和」が実は真の金融緩和政策ではなく、その結果 2% インフレ目標さえ達成できなかった因果関係を理解できていない。日銀法第 2 条に違反して最高目標の物価安定（通貨価値の安定）を達成できないので、通貨の番人として失格であり、重大な政策責任と名目 GDP の損害 55 兆円（2013 年 I ～ 2020 年 III）、84 兆円（2013 年 I ～ 2022 年 III）の損害賠償責任を負うべきであろう。計算根拠は林（2022d）を参照。

「大胆な金融緩和」を掲げる安倍総理の指名で 2013 年 3 月に選任された黒田日銀総裁は、同じく「大胆な金融緩和」やゼロ金利策を政策目標に掲げたため、「財政支配仮説」に隷従せざるを得ない。矢野（2021）が「ワニの口」と呼んだ図 7 の通り、アベノミクスの大失敗によって膨大に激増した巨額の財政赤字（＝一般会計税収等－一般会計歳出）を賄うため赤字国債の大量発行がされたが、日銀はそれを財政ファイナンスするため市場から大量の国債購入を行い、大胆に大量に現金通貨 CC をバラまいて、「大胆な金融緩和」と称した。しかしハイパーインフレを恐れて、無利子であるべき超過準備 ER への付利によって大量の市中現金 CC

を超過準備 ER に吸収して不胎化（死蔵化）した。その結果、ER と疑似マネタリベースの MB を激増させたに過ぎず、ER を除いた真のマネタリベース NMB は殆ど増えなかったので、金融緩和効果を持たず、2% インフレ目標の達成さえも失敗した訳である。

日銀はマイナス金利やゼロ金利の YCC で金利の硬直的低位釘付けをする一方で、「大胆な金融緩和」と称し国債大量購入により市中に大量の現金通貨 CC をばらまいたが、ER の付利をして CC を吸収し不胎化している。つまり金利と通貨量の両方を雁字搦めに引き締めているので、実は金融緩和効果を持たず、2% インフレ目標さえも全く達成不能となり、金融仲介中断も併発した。正統派の新古典派総合や新自由主義では市場機構を尊重するので、価格や金利は自由に変動させて原則として価格統制・金利統制はせず、当局の恣意的裁量ではなく k% ルールのように明示的ルールに従って通貨量の安定的制御を行う。「裁量かルールか」は金融政策スタンスの 2 大選択肢とされてきたが、正統派は「ルール」に基づく政策を選択する。何故ならば、Friedman（1948）が指摘したように、金融政策のトランスミッション・メカニズムでは認知ラグ、実施ラグ、効果波及ラグの 3 つのラグがあり、全体でほぼ 6 ヶ月が掛かるが、ルールに基づく政策では民間部門はそれを適切に読み織り込んで行動するため、政策効果

図 7 日本の一般会計税収等（＝歳入－公債金）と歳出の推移（単位：兆円）



（出所：財務省統計より筆者作成。林（2022b）から引用。）



が適切に波及する。しかし場当たりの裁量に基づく政策では、民間部門がそれを適切に読み織り込んで行動できないので、政策効果が逆になったりして不安定・不適切となる。

旧来からの古典的金融政策では、原則として金利統制・金利コントロールを通じて市場の調節を行ったが、その後1970年代後半からマネーサプライなど量的金融指標のコントロールに移った。それに対して現在の日銀のように「非伝統的」「異次元の」金融政策では、金利も通貨量も両方とも雁字搦めにコントロールするため、まさに戦時の統制経済や独裁的な専制国家と同様に市場機構による自律的な自動調整を全く無視する。そのため経済実勢とは懸け離れた現実離れした「異次元の」異常事態をもたらした。異次元金融政策とアベノミクスの弊害は、金融仲介中断、財政赤字の巨額化・構造化、世界最大・最悪級の約1千兆円の国債発行残高と263%もの国債依存度、消費税増税や円安・輸入インフレによるコストプッシュ・インフレで消費の抑圧、売上や利益や投資の停滞、賃上げの抑圧、財政乗数の趨勢的低下、ゼロ成長への転落、合計約139兆円(2013年Ⅰ～2022年Ⅲ)のGDPの損失などをもたらした。白井(2022)も、金利が通貨量かどちらか一方の制御に限定すべきことを指摘する。金利も通貨量も共に雁字搦めに強権的に規制する日銀より、白井氏の提言が適切である。

アベノミクスの第3の柱は「成長戦略」であり、「小泉いざなぎ景気」(2002年Ⅱ～2008年Ⅰの84ヶ月)を上回る最長の好況であったなどと虚偽を吹聴したが、実態は2014年消費税増税不況、2018年貿易摩擦不況、2019年消費税増税不況、2020年コロナ大不況と立て続けに4回も不況(実質GDPが2四半期以上マイナス成長)を招来した。好況は2015年Ⅰ～2018年Ⅱの42ヶ月に過ぎず、通期では平均0.28%のゼロ成長に転落して、成長戦略は大失敗した。図7の通り、やむなく赤字国債の大量発行をせざるを得ず、アベノミクスの第2の柱である「機動的な財政政策」も財政赤字累増の悪影響をもたらして失敗した。

政府は赤字国債の大量発行をしたが、それを

日銀が政府から直接買うと財政法第5条違反となるので、間接的に財政ファイナンスをするため国債市場から大量に購入し、現金通貨CCを大量に市中へばらまき続けた。それが戦前のような激しいハイパーインフレを起こすことを恐れたからこそ、超過準備ERに異常な付利をして大量の市中現金CCを日銀当座預金のERに大量に吸収し、不胎化(死蔵化)をしたのである。だから図6の通り、ERや疑似マネタリベースMBは2013年から激増しているが、CCや真のマネタリベースNMB(=CC+RR=MB-ER)は微増で殆ど増えていないので「大胆な金融緩和」は口先の掛け声だけで、実際には金融緩和効果を持たず、2%インフレ目標さえも大失敗した訳である。仮に真のマネタリベースNMBを「大胆に」激増したら、2%インフレどころかハイパーインフレになった。市中銀行は保有するCCや預金通貨DDを有利な貸出先に貸出したり有価証券投資をするが、ゼロ成長やゼロ金利策やマイナス金利策のため有利な投資機会が殆どなくなったので、使い道に困って手持ちの預金通貨DDが膨張したが、余裕のある「金余り」などと勘違いされた。ゼロ成長で実物投資が激減したため、一部が株式市場などの金融投資に向かったが、それでも尚使い道に困った資金がCCではなく安全で僅かな有利子のDDやERに集中的に向かった訳である。図6でNMB(現金通貨CC+必要準備RR)が殆ど増えないにも拘わらず、M1ストック(現金通貨CC+要求払預金DD)が激増しているのは、DDが激増していることを意味する。

しかし現金通貨CCは全く「金余り」ではなく、預金通貨DDが激増したのは、アベノミクスによってゼロ成長に転落しゼロ金利やマイナス金利を強制したため有利な実物投資も金融投資もできず、使い道に困ってやむを得ず僅かな有利子の預金通貨DDが激増したのである。そのため、金融機関は手数料を引き上げたり、店舗網やATM網の整理縮小でコスト削減を図ると共に、貸出を渋る金融仲介中断が起り、相対的に安全で確実な付利をした日銀超過準備ERに大量に預けたのである。日銀当座預金は

決済性預金であるので、必要準備 RR であろうが超過準備 ER であろうが、本来無利子である。無利子の ER は、本来必要準備のバッファー（緩衝材）に過ぎず、準備預金の 0.2% を占めるに過ぎなかったが、黒田総裁になってから ER の異常な付利により市中現金 CC を大量に吸収してハイパーインフレを防ぐという「非伝統的で異次元の」裏目的のために使われた。その結果、「過ぎたるは及ばざるが如し」で、図 6 の通り ER に市中現金 CC を大量に吸収し過ぎたため、真のマネタリベース NMB（現金通貨＋必要準備）は殆ど増えず、銀行貸出 BL も殆ど増えず、そのため 2% インフレ目標の達成にさえも大失敗した訳である。その結果、名目 GDP で約 55 兆円の損失をもたらした。しかもこうした経済的因果関係を、日銀総裁が殆ど理解できていないことは、重大な責任問題である。勿論日銀の中にもそれを理解できている人物はいるが、黒田総裁の間違った「非伝統的金融政策」「異次元金融緩和」では経済理論的根拠が欠如しているため、2% インフレ目標の達成は到底不可能であり、日銀法第 2 条違反であり、失敗するべくして失敗した。

仮に超過準備 ER への付利を廃止すれば、必要準備 RR は法定準備であるため積まざるを得ないが、ゼロ金利の ER を積む意味はないので、市中銀行はそれを引き下ろし現金通貨 CC や DD や NMB などが激増するため、ハイパーインフレが起こることは必至である。よって正常化への出口戦略としては ER への付利を段階的に徐々に廃止する方法が必要条件となる。しかし「異次元金融政策」の 10 年間に溜まった負の遺産は「異次元に」大きいので、出口の道程は非常に困難で時間を要する。

Jordan (2019) や Hayashi (2019)、Hayashi (2021) が指摘したように、このように日銀は「財政支配仮説 FDH」に隷従して、アベノミクスの失敗により国債発行残高が世界最大・最悪級に激増したため、形式的に財政法第 5 条の国債直接引き受け禁止を回避し、市中経由で間接的に引き受け、国債利払費の激増や国債価格暴落を恐れて、ゼロ金利やマイナス金利など強権的な市場介入政策を強行したのである。そのた

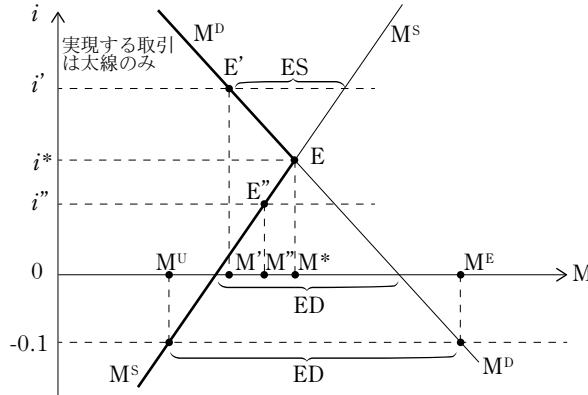
め、日銀は「大胆な金融緩和」や「非伝統的金融政策」「異次元金融緩和」など、理論的根拠の全くない異常な「異次元の」「非伝統的金融政策」を強行し、物価安定目標に失敗して日銀法第 2 条に違反し、しかも「中央銀行の独立性」を犯したので日本銀行の自主性を謳った日銀法第 3 条違反でもある。

赤字国債の大量発行により国債発行残高が世界最大・最悪級に激増したので国債利払費の激増や国債価格暴落を恐れて国債金利引上げはできないという財務省や政府の「財政支配仮説」に支配され、日銀は無謀にもゼロ金利策やマイナス金利策という強権的な市場介入政策により正常な金融市場調節機能を麻痺させ妨害しただけでなく、ハイパーインフレを恐れて超過準備 ER への付利という異常な「異次元の」「非伝統的金融政策」に頑迷にしがみついて、2% インフレ目標の達成に大失敗したのである。

#### 4. マイナス金利政策は何故金融引締効果を持ったのか？ 均衡理論による分析

図 8 の通り、市場均衡理論では、需給の均衡点 E で均衡利子率  $i^*$  と均衡資金（通貨）量  $M^*$  が実現する。 $i^*$  より高い利子率  $i'$  では資金需要が減って資金の超過供給 ES となり、実現するのは  $M^D$  曲線上の E' 点での過少資金需要  $M'$  である。そこで金利を引き下げて金融緩和をすれば、 $M^*$  まで資金量は増える。しかし  $i^*$  より低い利子率  $i''$  では資金需要が増えて資金の超過需要 ED となり、実現するのは  $M^S$  曲線上の E'' 点での過少資金供給  $M''$  である。そこで金利を引き上げて金融緩和をすれば、 $M^*$  まで資金量は増える。ゼロ金利・マイナス金利に引き下げる場合も同様に、資金需要が増えて一見金融緩和と勘違いされるが、貸し手は貸しても金利を取れず金利を支払わなくてはならないから資金供給が減って、実現するのは  $M^S$  曲線上の過少資金供給  $M^U$  であり、金融引締策となる。黒田日銀は需要曲線  $M^D$  上の話しか理解できておらず、均衡理論では需給両曲線の分析からゼロ金利やマイナス金利が金融引締策となる因果関係を全く理解できていない。そこでマ

図8 マイナス金利による資金の超過需要と過少供給、金融仲介中断、金融不況



マイナス金利を廃止して金利を  $i^*$  まで引き上げれば、 $M^*$  まで資金量は増えて、金融緩和効果を持つ訳である。図8の通り、均衡資金量  $M^*$  が最大資金量である。金利引き下げが金融緩和効果を持つのは、市場金利  $i$  が均衡金利  $i^*$  より高い場合 ( $i > i^*$ ) のみである。金利引下げ = 金融緩和、金利引上げ = 金融引締と単純に一つ覚えするのは、稚拙な誤解である。

そもそも金融市場での均衡点  $E$  においては、資金需要  $M^D$  と資金供給  $M^S$  が均衡し、均衡利子率  $i^*$  と均衡資金量  $M^*$  が過不足なく一致する。資金  $M^*$  を借りて投資  $I$  を行い資本形成  $\Delta K$  をして生産をすれば、それによる追加的収益  $\Delta Y$  が得られる。資本理論では資本形成は通常は1年以上の長期が掛かるとされ、 $\Delta Y / \Delta K$  は資本収益率であり長期的な資本の限界生産力を表す。 $I = \Delta K$  ゆえ、それが投資収益率  $\Delta Y / I$  を表し、それが更に均衡利子率  $i^*$  に一致する。この利子率を自然利子率（ないし実質均衡利子率）といい、この理論を自然利子論という。すなわち、追加的資本  $\Delta K$  の生産への貢献度が資本の限界生産力であり、それへの報酬が均衡利子率  $i^*$  である。これが正統派経済学、とりわけオーストリア学派の限界生産力説である。Feldstein=Eckstein (1970) は、アメリカの長期時系列データを用いて均衡利子率が資本の限界生産力 = 資本収益率に一致することを実証した。

自由で民主主義的な市場機構の需給調節機能に任せれば、万人の万人による調整を経て市場均衡  $E$  へ行き着く。利子率が  $i' > i^*$  と均衡金利より高ければ、超過供給  $ES$  が発生し、市場の調節機能により金利は下がって均衡金利を回復する。利子率が  $i'' < i^*$  と均衡金利より低ければ、超過需要  $ED$  が発生し、市場機構の調節機能により金利は上がって均衡金利を回復する。しかし反自由主義的で強権的な介入主義によりマイナス金利（ $-0.1\%$ ）を強制的に固定化すると、市場機構の需給調節機能は妨害され、超過需要  $ED$  を抱えたまま  $M^S$  曲線上の過少供給量  $M^U$  が実現する。つまりゼロ金利やマイナス金利の強要は、資本の限界生産力への報酬をゼロやマイナスに無理矢理固定化しようとする反科学的な愚策であり、有利な投資機会を殆ど減少させ、経営体をゾンビ化させて、経済の成長・発展力を弱体化させ、ゼロ成長に転落させる。事実まさに2013年からの安倍内閣では平均実質成長率は0.28%、安倍・菅・岸田の3内閣では平均0.5%とゼロ成長に転落している。

均衡金利は長期では資本の限界生産力であり、資本による生産への貢献に対する報酬である。黒田氏は、この正統派の限界生産力説に違反してマイナス金利を頑迷に固持するというのであれば、本人の労働の限界生産力への報酬である賃金（給与）もマイナス賃金にする

べきであろう。つまり年俵 3500 万円を全額返金した上で、更に 3500 万円をマイナス賃金として日銀へ支払う責任がある。するとマイナス金利の愚策の意味が実感できるであろう。

こうした理論的因果関係を黒田日銀や安倍内閣は理解できなかった結果、安倍内閣では成長戦略も安定成長も失敗し、民主党内閣の 1.56% に比べ平均 0.28% とゼロ成長に転落し、実質 GDP で約 52 兆円の損失をもたらした。(1.56 - 現実の実質 GDP 成長率) ÷ 100 × 各期の実質 GDP を計算し、それを 2013 年 I ~ 2020 年 III まで合計すると約 52 兆円と測定できる。しかも、日銀は 2% インフレ目標 (物価安定目標) の達成にも大失敗して名目 GDP で約 55 兆円の損失をもたらした。合計で約 107 兆円の損失となる。また 3 内閣の期間では損失はそれぞれ 55 兆円と 84 兆円、合計 139 兆円となる。計算根拠は林 (2022d) を参照。まさに「政府の失敗」の典型例であり、「市場の失敗」より遙かに有害であるので、国民に対して重大な損害賠償責任を負うべきであろう。

黒田日銀は伝統的な正統派理論を理解できず、日銀法第 2 条に違反して、「大胆な金融緩和」とか「非伝統的金融政策」とか「異次元金融緩和」と自称し、市場経済の自律的で自由な需給調整機能を麻痺・阻害して、ゼロ金利やマイナス金利など恣意的裁量に基づく強権的な非伝統的金利抑制策を強要したため、図 8 のように資金需要は  $M^E$  に増えても資金供給は  $M^U$  に減った。均衡理論によれば需給のショートサイド (太線上) のみで取引は決まるので、需給不一致のまま過少供給  $M^U$  となり、均衡資金供給量  $M^*$  は実現しない。金融機関は、貸しても必要な金利を取れないから資金供給を差し控え、金利収入が減少するので、手数料を引き上げて手数料収入を増やし、店舗網や ATM 網や人員を整理縮小してコスト削減を図るといった減量経営をせざるを得ない。マイナス金利は金融引締効果を持ち、「大胆な金融緩和」は金融緩和効果を持たなかったので、当然 2% インフレ目標を達成できず、「大胆な金融緩和」や「異次元金融緩和」は口先だけで見せ掛けの虚偽・ハッタリに終わった。

均衡理論では図 8 の通り、ゼロ金利のように、均衡金利  $i^*$  より低い金利を強要すれば、 $M^*$  より少ない貸出量しか実現しないので、金融引締策となる。金利引下げが緩和効果を持つのは、市場金利が均衡金利  $i^*$  より高い場合 ( $i > i^*$ ) に限られる。よってゼロ金利やマイナス金利は金融貸出活動や経済活動全体を抑圧し、実質成長率を低下させてきた。これが金融仲介中断と呼ばれる「異次元の」異常事態を招来した。

河村 (2022a) は、「この国には変な固定観念があって、金利が低ければ低いほどよいという、素人的な考えがまかり通っています。でもゼロ%になってくると話は別です。金利がゼロになると、お金を借りてもコストが発生しないので、商売がうまくいかない企業でも存続してしまいます。アベノミクスの成長戦略がうまくいかなかったのは日銀の金融政策も一因だ」と批判する。カツ (2022) も「現在、銀行融資の 36% が 0.5% 未満、17% が 0.25% 未満の金利である。このような無視できるほどわずかな金利が、ゾンビ企業の事業を継続し、他の健全な企業に打撃を与え、結果として GDP 成長率の足を引っ張ることになるのだ」とゼロ金利政策を批判する。また加藤 (2022) も「長期の異次元緩和が問題を先送りにし、かえってゾンビ企業を増やしてしまった」と、日銀によるゾンビフィクション (Zombification) を厳しく批判する。貸して尚金利を払ったり金利を得られなければ、貸し手は資金供給を減らさざるを得ない。借り手は支払い金利がゼロかマイナスであれば、資金需要は増えるが資金利用が不効率でぞんざいになり経営がゾンビ化する。市場機構の調節機能が健全であれば、市場の調節機能や新陳代謝が活発に働き、経営がゾンビ化した企業などは淘汰されて、生産効率の高い新規参入者が新たな市場を支える。しかし日銀の「異次元金融緩和」によるゾンビの温存や助長は、市場の調節機能や新陳代謝を妨害し、日本経済の成長・発展力を阻害し、ゼロ成長に転落させて、日本経済に巨額の損失をもたらした。これは金融の均衡理論から明らかであるが、黒田氏はそれを全く理解できていない。実質

GDPでは約55兆円、名目GDPでは約84兆円、合計約139兆円の損害を、3内閣と黒田日銀は国民に対して損害賠償する責任があるだろう。計算根拠は林（2022d）を参照。

2021年3月期決算では、日銀の総資産は714兆円で、経常収益は2.4兆円、収益率は僅か0.34%に過ぎず、ほぼゼロ収益率に転落し、日銀自身が経営体として劣化しゾンビ化しつつある。ゼロ金利の元で日銀貸出金は125兆円に膨張したが、利息収入はゼロ、貸出収益率は0%と経営ゾンビ化の主因である。その結果、通貨発行益を食い潰して国庫に納めるべき国庫納付金は僅か1.2兆円と極端に低い。1万円札の発行コストは約20円というから、通貨発行益は約9980円もあるはずである。更に民間銀行や民間企業にもゼロ収益率やマイナス収益率（赤字）、減量経営のための非正規雇用や賃金低下など経営ゾンビ化の悪影響を波及させている。平均実質成長率は安倍内閣で0.28%、安部菅岸田3内閣で0.5%とゼロ成長に転落し、日本経済自体がゾンビ化しつつある。

政府の新規国債発行市場では屢々買い手が付かず、資金供給者がいないため、やむなく日銀が爆買いした結果、日銀保有国債は532兆円に膨張し（総資産の74.5%、国債発行残高の53%）（22年末では564兆円に膨張）、利息収入は1.9兆円で収益率は僅か0.2%に過ぎず、これも経営ゾンビ化の主因である。その結果、国の財政赤字化を促進して、国債発行残高は約1000兆円と世界2位、対GDP比263%で世界1位と最悪になり、国家財政もゾンビ化しつつある。日銀は世界的に類例がなく民間株式も大量に購入し、ETF（指標連動投資信託）が35.9兆円（収益率2.03%）、REIT（不動産投資信託）が7千億円（収益率4.38%）で、収益率の底上げや株価下支えをしているが、日銀資金約37兆円（取得簿価、時価は約50兆円）がばらまかれなければ株価は大幅低下し、日銀が保有株を大量に売れば大暴落するので、実態はゾンビ化を促している。東証時価総額の約7%を日銀が保有し、日銀の間接保有割合がアドバンテスト25%、ファーストリテイリング20%、TDK20%など、民間企業の筆頭株式に

なることは、先進資本主義国では勿論、共産主義中国でも類例がない専制国家的介入である。これでは資本主義経済のダイナミックな発展力は阻害される。

「大胆な金融緩和」のために株価が2013年から上昇基調にあるので良い効果であるという意見があるが、間違いである。健全な株式市場では、企業の売上や利益が伸びて企業業績の向上や経済の安定成長に基づいて株価も安定的に上昇する。しかしアベノミクスや黒田バズーカ以降、実体経済は売上の低迷やゼロ成長への転落を背景としながら、なお株価が2013年から上昇基調にあるのは、別の強権的介入による不健全な株価操作にもよる。実はゼロ成長時代における株価の上昇傾向は、緩和効果がなかった「大胆な金融緩和」や成長戦略の失敗でゼロ成長に転落して有利な投資機会が殆どなくなり実物投資ではなく金融投資に回ったこと、日銀が統制経済や専制国家のように異例にも約37兆円も民間株式購入をしてきたこと、正当な賃金上昇分の半分以上を企業が勤労者から天引きして留保利潤や利益余剰金に溜め込み金融投資に回したこと、などのためであり、ゾンビ化の危ない兆候である。「非伝統的」「異次元金融緩和」と自称して市場機構を無視した強権的な過剰介入主義では、民間活力のダイナミックな成長や発展は阻害され、ゼロ成長に転落する。金融正常化への出口戦略と言っても、黒田バズーカ砲とアベノミクスの「異次元の」負の遺産は約139兆円と余りにも大きいので、出口は非常に狭く、ゼロ成長から正常化への回復の道のりも長く今後10年は掛かるとみられる。

図6の通り、ERや疑似マネタリベースMBやM1ストック（現金通貨CC+要求払預金DD）は激増しても、CCや真のマネタリベースNMBや銀行貸出BLは殆ど増えていない。金融機関は逆鞘では資金供給できないことを、当局は理論的に正確に理解する必要がある。よってマイナス金利やゼロ金利を廃止すれば、均衡貸出量は $M^U$ から均衡（最大）資金量 $M^*$ に増えて金融緩和効果を持つ。しかし、金利引上げは国債利払費を激増させ、国債価格を暴落させて、更なる財政赤字化・破綻化をもたらす

ため、「財政支配仮説 FDH」に隷従して日銀は金利正常化や金利上げをできない訳である。恣意的・裁量的で強権的な「政府の失敗」は、「市場の失敗」よりも遙かに有害であり、その負の遺産は余りにも大きい。

価格機構 (price mechanism) は、市場参加者の万人による万人のための民主的な調整機構であり、民主主義経済の根幹をなす。その有効な民主的な需給調節機能が、独善的で恣意的で強権的な過剰介入によって瀕死の重症を負えば、市場経済や「新しい資本主義」も瀕死の状態に陥る。安倍内閣の 2020 年 II には戦後最悪の  $\Delta$  10.2% のマイナス成長に転落し、平均実質成長率は 0.28% と落ち込み、3 内閣では 0.5% に落ち込んでいる。最早正常な市場経済や資本主義経済ではなく、統制経済や専制国家の経済に近づく。よって強権的な統制・介入主義を廃止して抜本的な改革が必要である。政府も日銀も民主的な市場経済の自律的調整機能を阻害する恣意的裁量による強権的な過剰市場介入政策を廃止し、自律的で自由な市場の調節作用や循環的変動に対して補正的な改善政策に留めるという市場経済や民主主義経済の根本原理を厳守するべきである。

大幅減税、規制緩和、財政支出削減、安定的通貨供給という新自由主義的な主要政策目標にアベノミクスは根本的に背反して、全く逆に消費税の大幅増税を 2 度も強行し、規制改革をせず過剰な政府介入により市場調節機能を歪めて民間活力を阻害したため、ゼロ成長に転落した。大量の赤字国債発行による財政支出の激増を強行し、国債発行残高を約 1000 兆円、対 GDP 比 263% と史上最悪級に累増させた。安定的通貨供給をせずに (疑似) 「大胆な金融緩和」やマイナス金利と称して、金融仲介中断や 2% インフレ目標の大失敗をもたらした。巷間アベノミクスは新自由主義であったと言われることがあるが、正反対であり、アベノミクスの実態も新自由主義の政策理論も正確に理解できていない証拠である。

日銀法第 2 条では「物価安定 (通貨価値の安定)」を金融政策の最高目標と定めているが、アベノミクスや黒田日銀は疑似的な (偽の)

「大胆な金融緩和」「異次元金融緩和」を金融政策の目標に掲げており、日銀法第 2 条に違反する。金融政策はそもそも「大胆に」「異次元で」やるべきものではない。「慎重に堅実に」「現実の次元で」通貨供給増加率 = 許容しうる物価上昇率 + 潜在成長率、という正統派ないし新自由主義の k% ルールのような安定的通貨供給によって通貨価値の安定、物価の安定、為替相場の安定を達成し、景気の安定、経済の安定、雇用の安定、国民生活の安定を目指すべきものである。よって、アベノミクスも黒田バズーカ砲の大胆な金融緩和も「異次元」での異常事態であった。元々日銀法第 2 条で定める金融政策の最高目標 = 物価安定目標を正確に理解できて、実際に達成できる人物をトップに選任するべきであった。また物価安定目標を 2 年連続で達成できず、日銀法第 2 条に違反した場合は、総裁として失格であるので、日銀法第 25 条 (解任) に基づいて潔く責任を執るべきではなかったか。次期総裁も、上記の条件を満たす人物からのみ選任するべきである。森岡 (2023) は「黒田総裁の最大の罪は日銀への信用を大きく失墜したこと。目標は達成しないし、見通しは外れる。市場との対話が欠如しているのは、市場に配慮しながら利上げなどの金融政策を進める米国のパウエル議長と比べれば明らかです。…節度のない異次元緩和を実行したのは黒田総裁が初めてです。…黒田総裁は課題をクリアしようとしなかった。これほどの宿題を残した日銀総裁は思い浮かびません」と批判し、次期総裁の条件としてそれらの課題を解決できることを挙げている。また茂木 (2023) 自民党幹事長は、新たな日銀総裁の条件として「丁寧な政策説明とマーケットとの対話、各国との適切な連携を期待したい」と述べ、それらを欠いた黒田氏を暗に批判した。

## 5. 「大胆な金融緩和」が緩和効果を持たず、マイナス金利が引締効果を持った実証分析

アベノミクスや黒田バズーカ砲の 2013 年 1 月 ~ 2022 年 10 月までの月次データで、統計

局の消費者物価指数総合 CPI、日銀通貨統計の疑似マネタリベース MB、真のマネタリベース NMB (= MB - ER)、超過準備 ER、M1 ストック (CC + DD)、銀行貸出残高 BL、政策金利のコールレート CR、経産省のコンポジット景気動向指数 CI、財務省の消費税率 CTAX をダウンロードし、アベノミクスと黒田バズーカ砲の期間の中でゼロ金利・マイナス金利の 2013 年 1 月～2022 年 10 月とマイナス金利の 2016 年 1 月～2022 年 10 月に期間分割して、単相関行列を計算すると、表 1A と表 1B となる。CI の代わりに四半期の実質 GDP を用いる場合は、他のデータを全て月次から四半期に変換する必要がある。

先ず全期間で CPI と CI は逆相関であるので、2 度に亘る消費税増税などのために物価上

昇と景気後退が同時に起こるコストプッシュ・インフレないしスタグフレーション、あるいは物価下落と低成長が併存するデフレ成長が基調にあったと言える。MB、NMB、ER、M1、BL などの量的金融指標 MA (monetary aggregates) は CPI と正相関で CI とは負相関であるので、その増加は CPI を上げる傾向があるが、景気を後退させる傾向がある。つまり「大胆な金融緩和」は緩和効果を持たず、引締効果を持つ傾向があった。CR はどの変数とも負相関で CI 以外とは相関係数が高いので、政策金利引下げは物価や量的金融指標を強く押し上げたが、景気を上げる効果は弱くて有意ではない。CTAX は CPI と非常に強い正相関で、CI とは強い負相関であるので、消費税増税は物価を高騰させ、景気や成長を後退させたと言える。

表 1 A. ゼロ金利・マイナス金利期間 (2013 年 1 月～2022 年 10 月) の単相関行列

	CPI	MB	NMB	ER	M1	BL	CI	CR	CTAX
CPI	1.0000								
MB	0.8778	1.0000							
NMB	0.8712	0.9815	1.0000						
ER	0.8740	0.9986	0.9701	1.0000					
M1	0.8281	0.9558	0.9671	0.9465	1.0000				
BL	0.8455	0.9686	0.9748	0.9607	0.9928	1.0000			
CI	-0.1364	-0.2633	-0.2961	-0.2526	-0.3998	-0.4188	1.0000		
CR	-0.6617	-0.7632	-0.7441	-0.7636	-0.6188	-0.6542	-0.0022	1.0000	
CTAX	0.8828	0.8656	0.8313	0.8695	0.8324	0.8577	-0.4219	-0.5429	1.0000

表 1 B. マイナス金利期間 (2016 年 1 月～2022 年 10 月) の単相関行列

	CPI	MB	NMB	ER	M1	BL	CI	CR	CTAX
CPI	1.0000								
MB	0.7410	1.0000							
NMB	0.8297	0.9615	1.0000						
ER	0.7001	0.9960	0.9333	1.0000					
M1	0.7888	0.9827	0.9572	0.9749	1.0000				
BL	0.7733	0.9683	0.9508	0.9581	0.9901	1.0000			
CI	-0.2138	-0.4078	-0.4041	-0.4023	-0.4919	-0.5576	1.0000		
CR	0.0239	0.1919	0.1359	0.2069	0.2474	0.2487	-0.3034	1.0000	
CTAX	0.6334	0.8185	0.8015	0.8106	0.8714	0.8866	-0.7311	0.4131	1.0000

(出所：統計局、日銀、経産省、財務省の統計データから筆者が計算・作成。)

マイナス金利期間では MA は CPI との負相関がやや弱まり、CI との負相関がやや強まったので、「大胆な金融緩和」は景気後退効果を強めたと言える。政策金利の CR は CI とだけ負相関で相関係数はいずれも小さいので、CR 引き下げは物価を下げて景気を上げる効果は弱くて有意でない。CTAX は CPI と強い正相関で、CI とは強い負相関であるので、消費税増税は物価を高騰させ、景気や成長を後退させたと言える。

以上はあくまで単相関分析であるが、他の変

数を一定として各変数の影響を調べるためには、多変量解析による偏相関を分析（重相関分析）する必要がある。全体期間で絶対水準の CPI と前年同月比変化率の DCPI を非説明変数とし、他の変数やその変化率を説明変数として色々と組み合わせて、最小自乗法と一般化最小自乗法の 2 計測方式を用いて合計 20 本を計測したところ、自由度調整済み決定係数  $R^2$  や各変数の t 値が有意に高い計測式として、以下を得た。

**Equation 1.** Dependent variable: CPI, Current sample: 2013:1 to 2022:10, Number of observations: 118

Mean of dep. var. = 98.7881	LM het. test = 10.2698 [.001]
Std. dev. of dep. var. = 1.86525	Durbin-Watson = .348083 [.000,.000]
Sum of squared residuals = 38.1199	Jarque-Bera test = .043671 [.978]
Variance of residuals = .340356	Ramsey's RESET2 = 2.45679 [.120]
Std. error of regression = .583400	F (zero slopes) = 216.799 [.000]
R-squared = .906354	Schwarz B.I.C. = 115.080
Adjusted R-squared = .902173	Log likelihood = -100.768

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-statistic	P-value
C	54.7548	5.01948	10.9085	[.000]
MB	-.115451E-05	.274680E-06	-4.20313	[.000]
BL	.516369E-05	.894800E-06	5.77078	[.000]
CI	.138231	.015287	9.04242	[.000]
CR	-8.07399	1.96051	-4.11832	[.000]
CTAX	1.02180	.084795	12.0502	[.000]

**Equation 2,** Dependent variable: CPI, Current sample: 2013:1 to 2022:10, Number of observations: 118

Mean of dep. var. = 98.7881	LM het. test = 7.85525 [.005]
Std. dev. of dep. var. = 1.86525	Durbin-Watson = .483553 [.000,.000]
Sum of squared residuals = 33.7256	Jarque-Bera test = .406077 [.816]
Variance of residuals = .303834	Ramsey's RESET2 = 4.10450 [.045]
Std. error of regression = .551211	F (zero slopes) = 204.793 [.000]
R-squared = .917149	Schwarz B.I.C. = 110.239
Adjusted R-squared = .912671	Log likelihood = -93.5415

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-statistic	P-value
C	61.6398	5.07634	12.1426	[.000]
NMB	.230745E-05	.946595E-06	2.43763	[.016]



ER	-.145123E-05	.270999E-06	-5.35512	[.000]
BL	.311191E-05	.100291E-05	3.10289	[.002]
CI	.128649	.014662	8.77456	[.000]
CR	-6.15414	1.91990	-3.20546	[.002]
CTAX	1.06427	.080891	13.1568	[.000]

d.f. =  $n - k - 1 = 112$  ゆえ、5%有意水準  $t$  値 = 1.66、10%有意水準  $t$  値 = 1.29 であり、全ての説明変数の係数推定値が両水準で有意である。両計測式から、黒田日銀が疑似（偽の）MB や ER をどんなに「大胆に」「異次元に」激増させても緩和効果がなく、統計的には CPI を低下させた有意な効果があり、2%インフレ目標は到底達成できないことが証明される。Equation 2 では、真のマネタリベース NMB は緩慢に微増して CPI を有意に押し上げたが、激増した ER は市中現金 CC を減らして景気抑圧効果を持つので、CPI を下げる有意な効果を持つ。なぜなら ER に無理矢理 0.1%の付利をして膨大な現金通貨 CC を吸収し不胎化（死蔵化）して、超過準備 ER を 420 兆円も激増させ、MB を 630 兆円にも膨張させたが、市場に残った CC は 120 兆円に過ぎず、金融緩和効果を持たなかったからである。BL は殆ど増えず、微増で、CPI を上げる有意な効果を持った。景気が上向けば CI は上がるので、これも CPI を上げる効果を有意に持った。政策金利 CR を引き下げると、全期間では CPI を上げる効果があった。消費税 CTAX の増税は明確に CPI を上昇させて、コストプッシュ・インフレを有意にもたらした。5%から 8%への 3%ポイントの CTAX 増税は 3.06 ~ 3.19%の CPI 上

昇効果をもたらし、8%から 10%への 2%ポイントの CTAX 増税は 2.04 ~ 2.13%の CPI 上昇効果をもたらしたと計測できる。2016 年からのマイナス金利期間における計測でも、ほぼ同様な計測結果が得られた。

3 節では、黒田バズーカ砲の「非伝統的金融政策」や「大胆な金融緩和」や「異次元の金融緩和」なるものが、正統派の経済学や金融理論に背反する非科学的な邪説であって金融緩和効果を持たないことを論証し、4 節では黒田バズーカ砲の「マイナス金利」が正統派の均衡理論に背反する非科学的な勘違いであって金融引締効果を持つことを論証した。5 節ではこれらの理論を統計データを用いて実証的計量分析により検証した。これでは黒田日銀は 2%インフレ目標など到底達成できるはずもなく、単なるハタハリに終わったので、日銀法第 2 条違反であり、通貨の番人として失格である。また成長戦略の失敗は、安倍・菅・岸田内閣の平均実質 GDP 成長率を 0.5%とゼロ成長に転落させた。2013 年 I から 2022 年 III までで、2%インフレ目標の大失敗による名目 GDP の損失は約 84 兆円であり、成長戦略の失敗による実質 GDP の損失は約 55 兆円であるので、黒田日銀や 3 内閣は国民に対して合計約 139 兆円の損害賠償責任を負うべきであろう。

