

論 文

日本の「アルゼンチン化」と世界システム変動へのリンク

— アルゼンチンの「ドル化」政策と日銀政策・その後 —

櫻 井 公 人[†]

要 旨

世界には先進国と後進国しかない。それ以外に日本とアルゼンチンがあるだけだと述べて世界を4区分したのが、S. クズネッツである。非西欧で先進国になった最初の例外が日本であり、アメリカに比肩される豊かな先進国から転落した例外がアルゼンチンだった。世界システムにおける地位の変動とその国の政策をリンクさせるものは何か。

アルゼンチンのミレイ大統領は、選挙公約に「ドル化」と中央銀行の廃止を掲げた。インフレに悩む庶民は「事実上のドル化」の下で、米ドルをもてばアルゼンチン・ペソの減価の心配がないことを知っており、「ドル化」の意味を知らずに、この公約に熱狂した。だが、経済学者であるミレイ氏は、経済と財政の状況から、ペソの廃止と（法定通貨の）ドル化などできないことを知りつつ、選挙公約にした。

他方で、日本は「円安」をよいことだとする黒田日銀政策を10年も続け、先進国水準から転落しかねないほどに生活水準を低下させた。クズネッツの言う「アルゼンチン化」の新たな候補が「日本」で、新しい「日本化」が「アルゼンチン化」になりかねない、ややこしい状況にある。

確認すべきは、通貨の重要性であり、両国の金融政策が国債を通じて財政とかかわり、それが世界システム内の地位の変動とリンクする経路もあるということである。

はじめに

経済情勢の変動を読み取る視点を身に着けるため、経済学の知見から学び、マーケットの声に耳を傾けなければならない。ただし、教科書の中にすでに普遍的な正解があるものと思い込み、インターネットやAIに正解を求める風潮は「教室的精神性」と呼ぶべきであって、学問や研究とはかけはなれたものである¹⁾。また、マーケットの声やそれを反映した評論家の見解には、将来の見通しへの甘い期待を織り込んでいるだけの場合も多い。同時に、より大きな構造的変動を歴史的にとらえる軸をもつことを心がけたい。マーケットの関心が向かう日々の通貨価値の変動が、より大きな世界システム変動につながっている場合がある。そのリンクが

[†] 立教大学経済学部特別専任教授 E-mail: kimi@rikkyo.ac.jp

1) 石水 [2013] [2015] から、「マーシャリアン・クロスの罠」などについて学ばれたい。

どこにあるのか、軸を意識して問うてみたい。

たとえば、なぜ日本は貧しくなったのかという問いをもちながら、アルゼンチンの通貨政策と日銀政策、また、それらの世界システム変動とのリンクを探ってみよう。アルゼンチンは信用の管理、インフレのコントロールにくり返し失敗しており、信用の管理こそが資本主義経済のアキレス腱であるため、日本、中国、アメリカにとっても他人事ではない。

GDP で見て、中国が2030年にアメリカを追い越すことはむしろかしくなり、日本は、2023年に実質マイナス成長だったドイツに抜かれ、2025年末までにインドに抜かれる。

2025年に、アメリカ第一主義政策の下で短期的なゲインと引き換えにアメリカが構造的なパワーを失い、国際秩序を流動化させていくプロセスが目撃されつつある。2025年は、アメリカの政策による世界システム変動が意識される転機となりそうだが、ここではアルゼンチンと日本の政策から世界システム変動をとらえるためのリンクを意識したい。

2024年は世界的な選挙イヤーとなり、各国で与党が敗北した。その要因と争点を、インフレ対策、移民問題と雇用問題として括れば、各国で意外なほどに共通していることに気づくだろう。いずれもさかのばれば、グローバリゼーションのピークで迎えたパンデミックへの対応と財政拡大、グローバリゼーションへの対処をめぐる問題と反グローバリズムの台頭、テクノロジーと産業構造の変化という課題への対応といった形で、各国の政策課題が世界システム変動とリンクしていたからにはほかならない。ウクライナ問題は「引き金」を引いたことになる。

本稿との関連で端的に言えば、世界経済の中心にあったアメリカの政策変更は周辺国であるラテン・アメリカ諸国に大きな影響を与え、日本経済にも大きな影響を与え、いずれも大きな世界システム変動とのリンクを生んでいた。1970年代のインフレに対処しようとした1970年代末アメリカによるヴォルカー・ショックは1980年代前半までの高金利・ドル高状況を生む中で、国際的なマネーフローを逆転させた。アメリカからメキシコに向かっていった資金はアメリカに逆流し、メキシコとラテン・アメリカ諸国を債務危機に陥れた。他方で高金利・ドル高の下での経常収支赤字の拡大は、ドル暴落のリスクを増していた。潜在的な「アメリカ通貨危機」を避けるため、それまでの高金利ドル高を修正し軟着陸を図ろうとしたのがブラザ合意である。日本経済が受けた影響も大きい。暴落を避けるために日米金利格差維持のための利上げを半ば強引に求められた日本の通貨当局は、これを「政策協調」なのだと必要以上に喧伝することになり、それが自らの政策を縛ることになった（「ナラティブ・バインド」, 櫻井 [2023]）。1987年のルーブル合意ともあいまって、必要以上の利下げ維持がバブル化の大きな要因となったのである。

なお、1970年代における R. ニクソンの「アメリカ第一主義」政策は、反同盟、反 IMF、反 GATT の反国際主義、10%の輸入課徴金による他国への切り下げ要求とデール、FRB への異例の利下げ要求とそれに答えたミラー、バーンズの FRB が関与したスタグフレーションなど、2010年代以降と位相を同じくする状況を作り出していた。アメリカによる政策変更と周

図表 1 1970年代と2010年代以降との対比

周期と循環の意識。80年代への影響と、2020年代の予兆。

1970年代～	2010年代～
<ul style="list-style-type: none"> ・ ニクソン政権の「アメリカ第一主義」 ・ 反国際主義・反国際機関（IMF 協定違反の金ドル交換停止, GATT 違反の輸入課徴金） ・ ベトナムからの撤退 ・ 反同盟, グアムドクトリン（「世界の警察官ではない」, 在韓米軍の撤退） ・ ソ連のアフガニスタン侵攻 ・ 石油危機とインフレ（スタグフレーション） ・ 地球環境意識の高揚（「宇宙船地球号」） ・ ヴォルカー・ショック（20%の高金利→ドル高） ・ ニクソン・ショック（訪中, 中国への封じ込め解除） <p>=====</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ドル高と産業の空洞化→1982メキシコ債務危機, 85プラザ合意→「国際政策共協調」としての日銀・低金利政策→バブルの形成と崩壊→97-98金融危機とデフレ→デフレ定義の転換・非伝統的政策 	<ul style="list-style-type: none"> ・ トランプ政権の「アメリカ第一主義」 ・ 反国際主義・反国際機関（パリ条約離脱, 反国連）, バイデン政権も一部を継承, WTO 違反のトランプ関税 ・ アフガニスタンからの撤退 ・ 反同盟（「世界の警察官ではない」, NATO への冷淡さ, 在外米軍駐留費負担問題, ラムシュタイン空軍基地問題） ・ ロシアのウクライナ侵攻 ・ 原油価格高騰とインフレ ・ 脱炭素ナラティブ, Drill, baby drill. ・ パウエル FRB 議長の利上げ転換 ・ ロシア, 中国への姿勢の転換はあるのか（ヤルタ 2.0 ?） <p>=====</p> <p>その後, 果たして？ マールーゴ合意？</p>

出所) 筆者作成。櫻井 [2020]「グローバリゼーション—『アメリカ第一主義』の起源と帰結」斎藤・古川編 [2020]『分水嶺にたつ市場と社会—人間・市場・国家が織りなす社会の変容』文眞堂も参照せよ。

辺国への影響, それらの世界システム変動とのリンクを, 表で確認されたい (図表 1)。

1. 「ドル化」とは何か

アルゼンチンは2020年代に年率100%, 200%といったインフレ率を記録し, 100%や200%の政策金利でも対処不能の状況にあった。2025年7月には「鎮静化」しつつあるものの, それでも年率30%台の水準にある。2023年12月に第59代大統領に, 経済学者で親米極右のリバタリアンとされるハビエル・ミレイ氏が就任した。規制緩和や民営化などの政策や緊縮策を掲げ, ムダを削ぎ落とすとしてチェーンソーを持ち出す派手なパフォーマンスで政策を訴えた右派ポピュリストである。

選挙期間中の看板政策が「ドル化」と中央銀行の廃止だった。「ドル化」とは, 自国通貨を廃して米ドルを自国の法定通貨と定めることである。世界の多くの発展途上国では, 街で頻繁に取引に使用されている通貨が自国通貨でなく, ドルやユーロであることが少なくない。こういった状況は, 「事実上のドル化」と呼ばれる。アルゼンチンも「事実上のドル化」国である。

また, 財政規律が失われて激しいインフレに襲われている国では, 政策当局が信頼されず,

政策当局の介入余地をなくすため、自国通貨を廃止して米ドルを法定通貨とする選択肢が浮上した。これが法定通貨の「ドル化」(以下、「ドル化」)であり、「事実上のドル化」とは決定的に異なる。「ドル化」を行うと、中央銀行が景気に応じた独自の金融政策や為替切下げ策をとることができない²⁾。通貨供給は輸出その他で稼いだドルの流入次第となり、それを上回る新規の信用供与はできなくなるから、相当にデフレ的な圧力がかかる可能性が高い。

では、「ドル化」導入の条件は何か。第1に、通貨供給をまかなうための米ドル流入の確保である。エクアドルは産油国で原油とバナナの輸出や移民送金に依存した経済ながらコンスタントに黒字を出しており、エルサルバドルは国民の3人に1人がアメリカに出稼ぎに行って移民送金でコンスタントに黒字を稼いでいた。また両国ともに、アメリカへの麻薬流入経路となっており、表の統計に出ないが裏では麻薬代金などによる米ドル紙幣の流入も小さくないはずだ。第2は、米ドル流入の途絶に備えるため、外貨準備が通常国以上に必要となる。それにもかかわって、第3に、経済規模が大きいほど「ドル化」が困難になる。エクアドルの人口は1800万でGDPは1000億ドル。エルサルバドルの人口は650万でGDPは270億ドル。それに対してアルゼンチンは人口が4600万でGDPが6300億ドルであり、経済規模は大きい。この経済規模では金融政策が必要となろう。またアルゼンチンの経常収支は赤字基調で、そもそも通貨供給をまかなうだけの黒字を稼げず、外貨準備も不足する。2023年末にグロスで231億ドル、ネットでマイナス112億ドルだった。2025年4月のIMF支援決定後の7月にも、グロスで280億ドル、ネットでマイナス64億にとどまった。

以上から、アルゼンチンに「ドル化」導入の条件がないことは経済学者ならわかるはずである。仮に導入できても、この状況では一瞬で干上がってしまう。

2. アルゼンチンの「ドル化」

では、なぜ「ドル化」と「中央銀行の廃止」が選挙公約の目玉になったのか。選挙公約の「ドル化」という言葉が喚起するイメージは「事実上のドル化」の延長上にあって、本来の「ドル化」とは大幅にずれて正しい内容が伝わっていない。だが、その認識のずれをむしろ放置して、支持の拡大につなげようとしたのではないだろうか。

支持者の少女が熱狂して、「通貨が米ドルになれば、インフレも収まるし、生活も楽になる」

2) 1904年に「ドル化」したパナマは中央銀行をもたないが、2000年に自国通貨スクレを廃止して「ドル化」を実施したエクアドル、2001年に自国通貨コロンを廃止して「ドル化」を実施したエルサルバドルでは、形式的には中央銀行を存続させている(星野[2018])。なお、アルゼンチンには1ドル=1ペソに固定した1991年兌換法があったし、1990年代末にもドル化が検討された。それをうけてアメリカ議会や公聴会で議論があった(Salvatore, Dean and Willett eds. [2003])。いずれにせよ、「ドル化」にあたって、アメリカとの協定などはない。ルクセンブルクが(ユーロ発足以前には)中央銀行をもたずにベルギーとの通貨同盟によって通貨発行していたケースとは異なる。

と叫んでいた。だが、少女は「ドル化」の下での通貨供給の仕組みや、それがデフレ的な政策だということも知らないだろう。彼女が見て知っているのは、米ドルを入手できる人は楽な生活ができていう「事実上のドル化」の下での日々の現実だけである。ミレイ氏は「通貨の選択」という言い方で、「事実上のドル化」の下で流通している目の前の米ドルとアルゼンチン・ペソとを比較させた。だが、そのイメージは、提案された「ドル化」政策とはまったく異なる。つまり、ミレイ氏は「ドル化」が実現不可能と知りながら、選挙戦で「ドル化」を訴えた。これは、トランプ氏が輸入品に高い関税をかけ続ければ失業をなくせると訴えた時、そう信じていたかもしれないのと比べ、ミレイ氏の場合には幻想だと承知のうえで、多くの有権者の抱く幻想を助長しようとあおったのだ。トランプ氏と比べても、次元の違う大きなウソと言えそうである³⁾。

事情を知る経済学者からの批判に対しては、可能性はゼロではないとだけ答えるのだろう。むしろ、現在の危機を乗り越え、その後さらに経済全体の構造まで変えられるといった一連の仮定を置くことができれば「ドル化」の可能性も生じうる。ただし、それは「ドル化」が不要な経済社会に生まれ変わるという仮定に等しいため、その条件を満たせるならそもそも「ドル化」じたいが必要ない。なお、2024年に2008年以來の財政赤字の黒字化を達成し、為替管理の緩和などの成果をあげているが、「ドル化」と中銀廃止をその延長上に構想することはできない。

3. アルゼンチンと日本

世界には先進国と後進国しかない。それ以外に日本とアルゼンチンがあるだけだと述べて世界を4区分したのが、1971年にノーベル経済学賞を受賞したS. クズネッツである。非西欧で先進国になった最初の例外が日本であり⁴⁾、先進国から転落した例外がアルゼンチンだった。

アルゼンチン経済はかつてアメリカ経済に比肩される豊かさで、欧州移民がその行き先をアメリカとの間で迷う有力な選択肢だったし、畜産品の輸出により世界一の外貨準備高を誇った時期もあった。だが、ポピュリスト的なバラマキ政策による財政赤字があり、中銀は財政ファイナンスを行って過剰流動性を生み出し、1920年代までの先進国が途上国へと転落していった。

3) 就任後に打ち出された緊急対策には、規制撤廃、自由化に力点が置かれるが、貧困対策への支出なども含んで300もの項目がある。緊縮策への反発は大きい。また、短期間に対処できるよう大統領令で行う項目が多い。なお、ドル化も中銀の廃止も当面の課題には含まれない。新規のペソ発行をやめれば、ドルの預金がペソの代わりに流通し、次第にペソに置き換わって「ドル化」といった長期的な筋道が語られている（山本 [2025]）。仮にその筋道通りに実現したとしても、それは本来のドル化ではなく、「事実上のドル化」のみである。

4) その後、70年代以降に日本の例外の後を追う国がNICS、NIESなどと呼ばれた。1993年に世銀はこの状況を『東アジアの奇跡』と呼び、マーケットからは、期待を込めて新興市場、新興国、2001年にはBRICSなどという呼称も与えられた。

その後の100年は各種政策の実験場になり、アルゼンチン・ペソは信頼されない通貨になっている。経済的地位の転落は、財政規律と通貨価値との連動によるのだと知らしめる有力な事例である。

対して日本である。アルゼンチンとはどう違うのか？バブル崩壊後に、1997-98年未曾有の金融危機を経て、長期の低迷に沈んだ。財政は拡大して非伝統的な金融政策が導入され、2013年からの異次元緩和と2016年からのYCC導入などがあり、「デフレ脱却」がナラティブとなって、これを目指した複雑な政策体系が「負の遺産」として2023年に植田日銀に引き継がれた。世界的なインフレ局面への転換の中で日銀は、世界の他の中央銀行と異なっただちに政策対応できず⁵⁾、円安が進行した。

円安を望ましいとする政策をとり続けたこともあって、1人当たりのGDPは先進国水準から途上国水準に接近している。巨額の赤字国債累積を前に、「デフレ脱却」を唱えながら実際には日銀が事実上の「財政ファイナンス」を行い続けた。2024年に中国の「日本化」をめぐる問いと懸念が中国に浮上したが、日本の「アルゼンチン化」という問いと懸念も浮上している。

4. 転機としての黒田日銀政策

黒田日銀政策は異次元緩和政策とも呼ばれ、2年という年限を切って、政策の逐次投入はせずにすべての政策を投入したと言って2013年にスタートしたが、目標を達成できずに目標期限の先送りを繰り返し、さらにはその先送りさえも途中で放棄した。また、追加の政策も「逐次投入」され続けた。以下、詳論は別稿に譲るが⁶⁾、日本の「アルゼンチン化」にかかわる点に言及しておく。

黒田日銀政策はインフレを、したがってデフレも「貨幣的現象」だとした。言い換えれば、相対価格だけが決まるモデルの外部から注入される貨幣量で物価水準を決めるという外生的貨幣供給説に立ち、教科書にある実物・貨幣の2分法モデルで物価をとらえた。そのため、1総人口と総需要の減少⁷⁾、2グローバリゼーションや貿易（安い中国製品の流入）、3テクノロジー、4資源・エネルギー価格の動向、さらには、5名目賃金の動向や帰属家賃の水準など物価水準に与える影響のうち、実体経済からの影響・課題・対処を軽視した。

2,000万円の金融資産をもつ平均的家計を想定できるなら、日銀の異次元の政策によって物価上昇の可能性ありとの予想をもたされた家計による、前倒し購入やある種の「駆け込み需要」を期待できる。だが、金融資産保有の分布が大きく偏っており、2割から3割の家計では金融

5) インフレに対して利下げや緩和政策で対処したのは日銀とトルコ中央銀行だけだった。中国人民銀行も利上げしなかったが、国内にはデフレ懸念が漂っていた。

6) 櫻井〔2022〕で詳論した。

7) 少子化対策がその時点で10年先送りされた事情の一端はここにある。

資産保有がほぼゼロなら、前倒しの購入などできない。物価上昇の可能性ありとの予想をもてば、むしろその分だけ安い品を探して購入することになる。それに対応する安い商品を提供する企業も増えた。「デフレ脱却」と2%目標を日銀が繰り返し喧伝してそれがナラティブとなれば、かえってデフレが定着する効果をもった。「平均的家計」を想定することが誤りであり、政策的にも逆効果である（櫻井 [2022]）。5,700万の労働力人口のうち4割近い2,100万人が非正規雇用である。植田日銀はそもそも守備範囲外の「賃金と物価の好循環」をナラティブとしてしまった感もあり、大企業が賃上げを実現する一方で、中小企業の多くに波及するかが問われる。一部はゼロゼロ融資の返済期限到来などで苦境に立つ可能性もあった。前倒し購入を含む安定的な支出を可能にする雇用の質の改善を目標とする方が、好循環を生むだろう。

黒田日銀政策では自らの政策を他の中銀も採用する「グローバル・スタンダード」だと強調してきたが、むしろ他国と異なる特異な政策を積み重ねてきたことをこそ確認すべきである。

①2%目標 2%内外のインフレ目標を掲げる中銀は多かったが、日銀とは方向が逆のインフレ対策であって⁸⁾、多くは「2%以下（未満）」だった。ECBも2021年7月に「2%」へと変更するまで長らく続けてきた目標は「2%未満、ただしその近傍」だった。実際のインフレ率が2%を超えているのに目標を「2%以上」としているのは日銀だけである。また、他の中銀が「中期的に」と呼ぶところ、「2年で」という年限を切ったのも日銀独自であり、むしろ異例である。

②出口政策の想定の有無 2021-22年の物価上昇・金利上昇局面で、各国中銀は対応を決めた後ですぐにテーパリング、ゼロ金利解除、利上げの準備にかかった。各国中銀は量的緩和等の政策開始段階で出口政策を想定していたためである。黒田日銀は「銀行券ルール」の解除、保有国債の30年物を含む長期化と巨額化、株式などリスク資産購入の巨額化などによって、各国中銀や2001-06年の日銀と異なる状況にあった。何があっても「出口を論ずるのは時期尚早」と述べ続けたのは、準備もなく、容易に出口に向けて動けない状態だったからである⁹⁾。

③リスク資産保有 ETF（上場投資信託）、REIT（不動産投資信託）など政策目的でこれほど巨額のリスク資産を保有するのも日銀独自である。株価上昇時には、巨額の国債よりも少額のこれらリスク資産の方が大きな収益をあげるのは当然だが、マーケットが「日銀プット」の救世主を求める暴落期に、日銀の資産も大きく毀損する¹⁰⁾。他の中銀がリス

8) デフレ対策としては2001年に日銀が導入した「安定して前年比0%になるまで」という目標が、初の実験だった。

9) 国債保有はFRBの対GDP比25%程度に対して日銀の場合100%であり、500兆円を超えていた。長期債も多いため、資産規模の半減までも7-8年はかかる。

10) 2020年3月に株価が暴落して日経225が17,000円台になった際に、黒田総裁の国会答弁によると、ETFの含み損は2兆円から3兆円程度にのぼった。

ク資産保有を避ける所以である。イングランド銀行はリスク資産の保有を、バランスシートから切り離した子会社方式で行う。

- ④長期金利の操作 2016年9月にYCCが導入され、10年債金利をゼロ近傍に維持してきたが、中長期金利の操作を行うのは日銀だけである¹¹⁾。長期金利を固定すれば市場機能をゆがめ、市場からの重要なシグナルを得られないからである¹²⁾。
- ⑤資本注入と損失補填 各国中銀は政府からの損失補填（資本注入）規定をもつが、政府からの独立性を謳った1998年日銀法は、政府による損失補填規定を削除した。こうした規定をもたない中銀は、量的緩和などリスクのある政策開始前に政府とのアコード（合意文書）を結び、出口政策にともなう損失補填について約束（契約）を取り交わした。日銀にはどちらの備えもない。逆ザヤ、債務超過に際して、政府財政から日銀への資本注入は有力な選択肢だが、現在の日銀には規定もなく、約束もない特殊型である。平時なら規定を設ける議論ができるどころ、有事に議論するなら投機アタックに格好の材料を提供するからできない。また、FRBは債務超過に対して、累積赤字をマイナスの資産（財務省への送金未払い金）として会計処理する。強引にバランスさせているだけだが、こういった会計上の処理も、日銀には許されていない。
- ⑥最後に 誤りを繰り返すリスクである。FRBは2021年の物価上昇を「一時的」とした判断が初動の遅れを招いたと認めたうえで、22年に2倍速、3倍速の利上げに踏み切った。他方で黒田日銀政策は、誤りを認めたことがない。2016年9月に「総括的な検証」があって、物価目標未達の事情を、消費税引き上げ、原油価格下落、中国成長率の低下で説明した。だが、何を誤りだったとしているのかは不明であり、外部要因に責任転嫁して自らの誤りでなかったという言い訳のように読めた。だから、新たな政策のために、どこを何のために修正したのかというロジックも明示的でない。誤りを認めるつもりはなく、反省もしていないと推測していたところ、黒田氏は最後の決定会合後の2023年3月に、（植田総裁に引き継ぐものについて）「何の反省もありませんし、負の遺産だとも思っておりません」と断言した¹³⁾。

ここから本来の政策目標が透けて見えないだろうか。戦力の逐次投入が必要ないように物価目標達成に必要な手段をすべて盛り込んで目標未達なら失敗を認めて、早々に退却すべきだった。それができなかったのは、①途中で止めることのできない政策手段を多数開始してしまっ

11) オーストラリア準備銀行は3年債を対象に2019年に導入し2020年に停止した。失敗の総括は公表されている。FRBも長期金利操作の問題点を指摘し、やってはならないとする検討結果を公表している。

12) 「資本主義だけ残った」（ミラノヴィッチ [2021]）のでなく、社会主義だけ残ったとすべき根拠の一つである。アメリカでは2009年に銀行業と重要産業で一気に国有化が進展した。官僚主導のEUも資本主義的でない。もっとも資本主義的だった中国も習近平政権下で毛沢東路線への回帰が色濃い。

13) 予想通りだったわけだが、それでも驚くべきことだったはずだ。負の遺産がなければ、後任人事でこれほど辞退者が続出し、もめることはなかった。

た¹⁴⁾、②面子を守ること、失敗を認めないことが新たな目標となって、成功だと言いくるめるために都合な踊り場を待つことだけが目標となった、③実は掲げていたのは本来の目標ではなく、たとえば政策の継続じたいが目標だった。あるいは、事実上の「財政ファイナンス」が本来の目標だった、などのいずれか（あるいはすべて）が理由であろう。むろん、途中から政策が大いに変質したのだという説明にも説得力がある。

以上、いずれにせよ黒田日銀政策をグローバル・スタンダードだとする日銀の主張には、根拠がない。むしろその「負の遺産」によって、世界の金融政策のトレンドから日銀が取り残されたことの証左となろう。今後の利上げ局面で日銀のバランスシート問題は深刻化し、容易に債務超過にさえ転化する可能性がある¹⁵⁾。

世界の中央銀行が債務超過に対して対処できたとしても、日銀だけそれができない、あるいは時間をかけなければ対処できないことに留意すべきである。政策の総括や失敗への反省がないため、直接に必要な対処策を準備されておらず、新たな施策には国会等での議決を要する可能性さえある。それが投機アタックを誘発しやすい場合があることにも留意すべきである。

理論や制度に詳しい日銀出身の専門家が本来の中央銀行を論ずることで、近年の日銀も世界の他の中銀と同じだと見ることになり、だから日銀も容易に対処できるという想定を広めるなら、かえってそれもリスクとなりかねない¹⁶⁾。他国で問題にならないことさえ日銀では問題になりうることに、留意すべきなのである。

経済学は「金もうけ」の学問ではないが、正しい経済リテラシーや金融リテラシーをもつことができれば損を避けることができ、生き抜くための知恵となる。ただし、経済学が狭い意味での経済学とその教科書に閉じこもって、たとえば本来的な貨幣現象を見ることができずに謬見を広げている場合もありうる。また、信用の管理は資本主義にとって最大のアキレス腱であるため、これまた教科書通りの政策運営がかえってギャンブル的になりかねない場合もあることなどにも注意が必要だろう。黒田日銀政策は格好の教材だったのである。異次元緩和政策10年を振り返って、他に方法がなかった。やってみるしかないと思ったなどと（今ごろになって）回顧する幹部・審議委員が少なくない¹⁷⁾。ギャンブルだったと認めているようなものだ。

2002年、ムーディーズによる Aa3 から A2 への格下げで、日本国債はギリシャ、イスラエル、ボツワナと同格とされた。当時の黒田東彦財務官による反論の論拠の論点は、1. 自国通貨建

14) 加藤出氏は、継ぎ足しを繰り返して複雑化した「昭和の旅館」と形容した。

15) 櫻井 [2022] で、バランスシートと債務超過について具体的に検討している。

16) 河村小百合 [2021] はその例外であり、重要な指摘を含む。学頭貴子 [2023] の引用した翁邦雄氏の「市場の反応リスク」も、同様に重要である。

17) この点は政策の開始早々に指摘した。「どちらにしろぶかかわからない、ギャンブル的な実験という性格がある…。これだけのギャンブル的な金融政策を先に出して、資産効果で社会的な格差を拡大している…。この政策実験においては、我々の社会全体が賭けの対象になっている」（櫻井公人ほか [2013]）。

て国債のデフォルトはない。2. 国債の国内消化率, 3. 貯蓄超過, 4. 経常収支の黒字, 5. 債権国だった。これらの論拠のうち2, 3, 4など少なからぬ項目は, 20年を経て相当危うい側に傾いてきており, 黒田日銀政策がそれに寄与した結果とみられるものもある。ポジションの劣化を確認できるはずである。日本の「アルゼンチン化」は, 有力なリスク・シナリオとなりつつある。

国債は, 自国通貨での償還にあたり信用（貸し倒れ）リスクをゼロと仮定できてリスクフリーだとしても, インフレ・金利上昇局面では市場リスク（債券の場合は価格下落＝金利上昇リスク）が浮上するから, これを捨象してリスクフリーとするわけにはいかない。借り手が返済できなければ急落し, 金利は高騰しかねない。返済の意思がない場合にも同様である。

2022年5月, 大分での安倍元首相の「日銀子会社発言」で問題だったのは, 政府の子会社と見立てることで中銀の独立性をないがしろにしたことより, 政府は発行した国債の半分を日銀に買い取らせ, 「何回だって仮換えればよい」のであって, 返済の必要はないという政策意図を, 借り手の当事者で責任者だったはずの元首相が明言したことである。

金本位制の下ではバランスシートの資産側には金があったが, 管理通貨制の下ではこれが国債に置き換わった。すなわち, 金の代わりに置かれているのは単なる紙切れではなく, 徴税能力, あるいは対象となる日本経済の健全性を前提にした債務への返済意思と, その意思に対する信頼, さらにプライマリーバランスや格付け, CDSの価格などを指針にして数値化された返済可能性判断, そして財政政策と通貨政策の当局者への信頼などである。自国通貨での償還に支障がないからデフォルトはありえないと言うだけでは不十分である。国債が安全確実な資産としての地位を維持するためには, それ以上を求められる。逆に財政規律の弛緩やインフレ・円安の放置は, この前提を揺るがす。

財政規律と中銀政策の関連は, 通貨を通じて世界システムにおけるその国の地位を変動させる重要なリンクとなる。日本の「アルゼンチン化」という課題が浮上していることについて, 財政規律や中銀政策に対し, さらに目を見開き注視するしかない。以上は, 中国の「日本化」懸念と並び, 世界システム変動につながりうる重要論点なのである。

参考文献

- ・石水喜夫 [2013] 『日本型雇用の真実』 ちくま新書。
- ・石水喜夫 [2015] 「日本型雇用の真実」『立教大学経済研究所報2015』。
- ・伊豆久 [2014] 「中央銀行と自己資本—「出口戦略」を考える」『証券レポート』1684号, 6月。
- ・伊豆久 [2015] 「異次元緩和における＜二年＞の意味」『証券レポート』1688号, 2月。
- ・伊豆久 [2016] 『金融危機と中央銀行』九州大学出版会。
- ・伊豆久 [2018] 「日本銀行の引当金について」『証券レポート』1711号, 12月。
- ・岩田規久男 [1992] 「3.5%成長を達成するためには…日銀がハイパワード・マネーを5-6%程度増やすことが前提」『日本経済新聞』8月30日。
- ・岩田規久男編 [2000] 『金融政策の論点』東洋経済新報社。

- ・植田和男 [2003]「自己資本と中央銀行」2003年度日本金融学会秋季大会・記念講演。
- ・大塚節雄 [2020]「政府・中銀・危機が紡ぐ教訓—連携だけで十分なのか」『日本経済新聞』6月2日。
- ・翁邦雄 [2013]『日本銀行』ちくま新書。
- ・翁邦雄 [2022]『人の心に働きかける経済政策』岩波新書。
- ・学頭貴子 [2023]「FRB『債務超過』広がる波紋 信認・独立性に懸念も」『日本経済新聞』7月9日。
- ・加藤出 [2014]『日銀,「出口」なし!—異次元緩和の次に来る危機』朝日新聞出版。
- ・金井雄一 [2023]『中央銀行はお金を創造できるか』名古屋大学出版会。
- ・カラベル, ザチャリー [2021]「財政支出でコロナ恐慌を抑え込めるか」『フォーリン・アフェアーズ・リポート』1月。
- ・軽部謙介 [2022a]「安倍元首相『日銀子会社』論の背景にある狙いとは〔解説委員室から〕」, [jiji.com](https://www.jiji.com)。
- ・軽部謙介 [2022b]『アフター・アベノミクス—異形の経済政策はいかに変質したのか』岩波新書。
- ・河野龍太郎 [2017]「日銀の債務超過にどう対応するか: 法定準備率引き上げか, 交付国債か, 繰り延べ資産か, ゼロ金利継続か」『月刊資本市場』382, 6月号。
- ・河野龍太郎 [2025]「国際通貨としての『円』の賞味期限—日本がアルゼンチンタンゴを踊る日」『日本経済と資金循環の構造変化研究会報告書』財務総合政策研究所。
- ・河村小百合 [2020]『中央銀行の危険な賭け—異次元緩和と日本の行方』朝陽会。
- ・河村小百合 [2021]「非伝統的手段としての金利政策の評価と課題—マイナス金利やイールド・カーブ・コントロールは広く活用可能な政策手段たり得るか」『JRI レビュー』Vol.10, No.94。
- ・河村小百合 [2023]『日本銀行 我が国に迫る危機』講談社現代新書。
- ・櫻井公人・池上岳彦・山口義行 [2013]「立教大学経済学部・経済研究所共催公開シンポジウム アベノミクス, その現状と課題」『立教経済学研究』第67巻2号, 10月。
- ・櫻井公人 [2020]「グローバリゼーション—『アメリカ第一主義』の起源と帰結」斎藤修・古川純子編『分水嶺にたつ市場と社会—人間・市場・国家が織りなす社会の変容』文眞堂。
- ・櫻井公人 [2022]「ポスト・コロナと市場経済の変容—政策レジーム転換とナラティブ・バインド—」『国際経済』第73巻, 7月。
- ・シラー, ロバート・J [2001] 植草一秀監訳『根拠なき熱狂—アメリカ株式市場, 暴落の必然』ダイヤモンド社。
- ・シラー, ロバート・J [2021] 山形浩生訳『ナラティブ経済学—経済予測の全く新しい考え方』東洋経済新報社。
- ・白川方明 [2018]『中央銀行—セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社。
- ・建部正義 [2014]「国債問題と内生的貨幣供給理論」『商学論纂』第55巻第3号。
- ・東短リサーチ株式会社 [2019]『東京マネーマーケット [第8版]』有斐閣。
- ・西澤裕介 [2023]「ミレイ大統領が就任, ショック療法による財政改革に理解求める」JETRO, ビジネス短信, 12月12日。
- ・日本銀行 [2016]「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証(背景説明)」9月21日。
- ・野口旭 [2015]『世界は危機を克服する—ケインズ主義2.0』東洋経済新報社。
- ・バーナanky, B.「第6章 自ら機能麻痺に陥った日本の金融政策」三木谷良一・アダム・S・ポーゼン編 [2001] 清水啓典監訳『日本の金融危機—米国の経験と日本への教訓』東洋経済新報社。
- ・星野智樹 [2018]「『ドル化』政策の検証」文眞堂。
- ・星野智樹 [2024]「アルゼンチンにおけるミレイ政権発足前後の通貨動向」『総合地域研究』敬愛大

学, 第14号。

- ・ミラノヴィッチ, ブランコ [2021] 梶谷懐・西川美樹訳『資本主義だけ残った—世界を制するシステムの未来』みすず書房。
- ・森田京平 [2016] 「量的・質的金融緩和からの出口に関する一考察」『証券経済学会年報』第51号, 7月。
- ・森田京平 [2017] 「〔出口の迷路〕金融政策を問う10, 損失を見越し制度面の準備進めよ」『週刊エコノミスト』第95巻第48号, 12月12日。
- ・森田長太郎 [2014] 『国債リスク—金利が上昇するとき』東洋経済新報社。
- ・森田長太郎 [2016] 「日銀はマイナス金利で『敗戦』を糊塗している—実態は日本の本質的課題からそれた資産課税」『東洋経済オンライン』3月8日。
- ・森田長太郎 [2019] 『経済学はどのように世界を歪めたのか—経済ポピュリズムの時代』ダイヤモンド社。
- ・山本高大 [2025] 「エコノミストが率いる南米の大国—アルゼンチンタンゴが意味するもの—」『ファイナンス』財務省, 7月号。
- ・山本シルビア [2024] 「中銀, 中小零細企業の50万ドル以下の未払い輸入代金支払い用外貨購入を許可」JETRO, ビジネス短信, 1月31日。
- ・湯川智咲 [2024] 「アルゼンチン, 経済のドル化を進めた場合どうなるのか」大和総研, 1月19日。
- ・鷲尾香一 [2016] 「日銀『債務超過』という『悪夢のシナリオ』」『フォーサイト』1月27日。
- ・「『中央銀行は廃止』過激な主張のアルゼンチン新大統領の手腕は (ビジネス特集)」NHK, 2023年12月19日。
- ・NHK スペシャル [2023], 「黒田日銀の内幕・証言ドキュメント日銀“異次元緩和”の10年」4月16日。
- ・HOSE OF LORDS, Economic Affairs Committee [2021], *Quantitative easing: a dangerous addiction ?*, July.
- ・Krugman, Paul [1997], “How Fast Can the U.S. Economy Grow ? ,” *Harvard Business Review*, 75.
- ・Krugman, Paul [1998] “It’s Baaack : Japan’s Slump and the Return of Liquidity Trap”, *Brookings Paper on Economic Activity*.
- ・Krugman, Paul [2015] “Rethinking Japan”, *New York Times*, Oct., 20.
- ・Salvatore, Dominick., Dean, James W., and Willett, Thomas. eds. [2003], *The Dollarization Debate*, Oxford University Press.
- ・Schiller, Robert J. [2017], “Narrative Economics,” *American Economic Review*, vol.107, no. 4, April.

* 本稿は、経済学研究科の大学院生向けに寄稿を依頼された「退職教員からのエール（「アルゼンチンの『ドル化』政策と日銀政策—世界システム変動へのリンクと日本の『アルゼンチン化』をめぐって」）」（『立教経済学論叢』第90号, 立教大学大学院経済学研究会, 2024年）に加筆し UPDATE したものである。リポジトリのない学内向けの MIMEO であり, 完成稿を PDF 化したもののしか配布できなかったため, これを改稿して紀要向け論文とした。