

弱い日本の安い円／来た! スタートアップ時代

週刊

# エコノミスト

2022

4/26

毎日新聞出版

定価700円

とことん  
考える

# 危ない 円安

ウクライナ戦争

経常赤字、インフレ、  
金利上昇の「日本売り」

世界最大の  
対外純資産国でなくなる日

ハイパーインフレで  
「新通貨」しかない 藤巻 健史

国力の衰えと  
円安は連動する 篠原 尚之

10000

スタートアップの  
時代が来た!

# 私

の長いデイーラー人生の経験から、ドル・円の動向を決める2大要因は経常収支動向と日米金利差だと思っている。その2大要因が同時に円安方向へ、トレンドとして向いてきたのは初めての経験だ。

今まで経常収支は赤字に転落

しても、あくまで単月程度の短い

期間だった。それが今年1月には1兆1887億円と過去2番目の大幅赤字となつた。2カ月連続の赤字だ。

ロシアとウクライナの開戦懸念で、原油、穀物、穀物を餌にする肉類の値上がりの影響もあるだろう。実際にロシアがウクライナに侵攻した結果、2月以降はさらに悪化し、赤字が常態化しそうだ。経常収支の赤字は経済的にいえば、自国通貨安か長期金利高、またはその両方を意味する。

もう一つの重要な要因である日米金利差は、今後ますます拡大するだろう。米国は現在、「不快なほど高い」（イエレン米財務長官）、「途方もない」（米連邦準備制度理事会〈FRB〉ウォラーリ理事）というほどのインフレにさなまれている。

## 拡大し続ける日米金利差

FRBは3月16日にゼロ金利解除を決めたものの、ばらまかれた資金の回収はまだ始まつていない。史上最大限に供給された資金が世の中に満ちあふれている状態だ。この資金の回収は5月に始まる予想されてはいるが、史上最年物金利は20%、フェデラルファンド（FF）レートは24%まで上昇したと記憶している。

一方、日銀は3月18日に大規模緩和の維持を決め、追加緩和も辞さない姿勢を示した。長期金利の上昇を許さない姿勢を明確に示すFRBは急速に利上げを行い、資本を回収していかざるを得ないだろう。

それでも引き締めが遅れ、1979年に当時のボルカーFRB議長が行った「サタデーナイト・スペシャル」の再現があるかもしれません。これはサマーズ元米財務長官の意見である。サタデーナイト・スペシャルとは金利上昇に目をつけり、マネーサプライ（資金供給量）の伸びを抑制する政策で、10年物金利は20%、フェデラルファンド（FF）レートは24%まで上昇したと記憶している。

さらに世界中でインフレが進行していくと、「世界一の借金大国」（対国内総生産〈GDP〉）の日本に世界の注目は集まるだろう。借金が大きいと支払金利が急増し、デフォルト（債務不履行）リスク

# 奇策

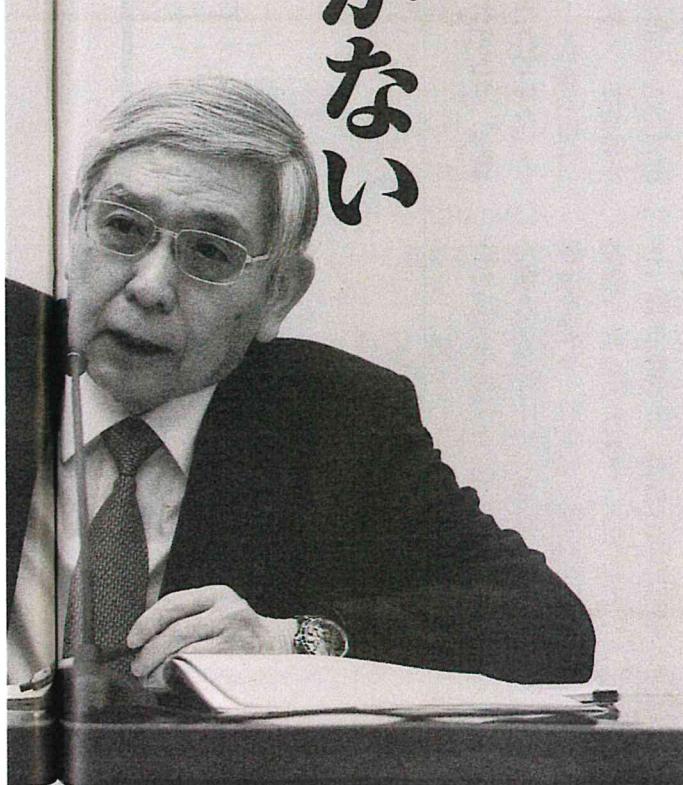
## ハイパーインフレと日銀 新中央銀行、新通貨しかないと

過大な債務を抱えた政府とそれを支える中央銀行がたどる道筋を歴史から学び、恐怖のその帰結を予想する。

藤巻

健史

（フジマキ・ジャパン代表取締役）



を連想するからだ。円は世界の投  
資家から忌避されると思われる。

これらの要因は、大幅な円安を  
もたらす。円安は、世界的な原料  
高などとともに、日本にもインフ  
レ圧力となる。この時点で、日銀  
は窮地に陥る。インフレを抑える  
手段がないからだ。3月18日の大  
規模緩和の維持を決めた後の記者  
会見で、黒田東彦・日銀総裁は「金  
融政策を修正する必要性を全く意  
味していない」と述べたが、「必要  
性がない」ではなく、「引き締め  
手段をすでに失ったせい」だと思  
われる。必要がないと言わざるを得  
なかつたのだ。

## 深刻度も異次元

2013年に黒田日銀が異次元  
緩和を行つたことにより、政府は  
デフォルトを回避した。自國通貨  
のため、いくらでも紙幣を刷れる  
からだ。

しかし、「紙幣をいくらでも刷れ  
ること」は「信用ある紙幣をいく  
らでも刷れること」を意味しない。  
刷りすぎれば紙幣価値の希薄化が  
進む。今、日銀が直面している最  
大の問題は「財政ファイナンス（政  
府の支出を中央銀行の信用供与に  
よつて賄うこと）」の結果、日銀が

手筋を失つたせい」だと思  
われる。必要がないと言わざるを得  
なかつたのだ。

21年度上期の日銀の保有長期国  
債の平均利回りは0・226%。  
3月23日現在の10年物金利は0・  
22%だから、あとほんの少し長期  
金利が上昇すれば評価損が発生す  
る。発行国債の半分もの膨大な量  
の国債を保有しているのだから、  
評価損の額も膨大になる可能性が  
ある。

3月末に3日間連続で「指  
値オペ（0・25%で無制限に買  
入れる市場操作）」を発動した理由  
もここにあるだろう。保有国債の  
利金利引き上げしかないといわれ  
ている。日銀当座預金の残高は5  
43兆円だから1%の付利金利引  
き上げにつき、5・4兆円もの支  
払金利増だ。20年度の日銀の純利  
益は1兆2191億円に過ぎない  
から、利上げが始まればすぐに損

ここで債券が評価損となれば、

債務超過に陥る危機に直面してい  
ることだ。このような状態に陥っ  
ている中央銀行は日銀以外、世界  
に例はない。

インフレとハイパーインフレの  
発生原因は全く違う。インフレは  
需給のアンバランスで起こるが、  
ハイパーインフレは中央銀行の信  
用失墜で起こる。他国が現在直面  
している危機はインフレだが、日  
銀が直面している危機はハイパー  
インフレリスクなのだ。深刻度も  
異次元である。

21年度上期の日銀の保有長期国

債の平均利回りは0・226%。  
3月23日現在の10年物金利は0・  
22%だから、あとほんの少し長期  
金利が上昇すれば評価損が発生す  
る。発行国債の半分もの膨大な量  
の国債を保有しているのだから、  
評価損の額も膨大になる可能性が  
ある。

## 袋小路の日銀

世界のマスコミや格付け会社、外  
国銀行のクレジット審査部が大騒  
ぎするだろう。その時点で、さら  
に長期金利が大きく上昇していれ  
ば、評価損の大きさにショックが  
走るかもしれない。

3月末に3日間連続で「指  
値オペ（0・25%で無制限に買  
入れる市場操作）」を発動した理由  
もここにあるだろう。保有国債の  
利金利引き上げしかないといわれ  
ている。日銀当座預金の残高は5  
43兆円だから1%の付利金利引  
き上げにつき、5・4兆円もの支  
払金利増だ。20年度の日銀の純利  
益は1兆2191億円に過ぎない  
から、利上げが始まればすぐに損

金融政策の修正を否定する日銀の黒田総裁

Bloomberg



失の垂れ流しが始まり、容易に債  
務超過に陥る。

債務超過になつた中央銀行が發  
行する通貨が信認を持ち続けるには、以下の三つの条件が必要だ。

①債務超過が一時的であるこ  
と、②債務超過が金融システム救  
済のためであり、中央銀行自身の  
オペレーションはまともであるこ  
と、③政府が黒字で、中央銀行の  
損失を補填（ほてん）できること——だ。今  
の日銀は、この三つの条件のどれ  
一つとして満たしていない。

日銀が債務超過になれば、政府  
が資本投入すればよい、といふ人  
がいるが、現在の政府財務は毎年  
巨額な赤字だ。債務超過分は日銀  
が刷つた紙幣で国債を買い取り、

## 日本銀行のバランスシート

1998年12月末		2021年12月末	
資産(兆円)	負債・資本金(兆円)	資産(兆円)	負債・資本金(兆円)
金 0.4	発行銀行券 55.9	国債 521.1	発行銀行券 121.9
国債 52.0	日銀当座預金 4.4	(うち長期国債 507.8)	日銀当座預金 543.0
その他	⋮	金銭の信託(ETF) 36.3	⋮
⋮	⋮	⋮	⋮
引当金 2.9	⋮	⋮	⋮
準備金 2.1	⋮	⋮	⋮
資本金 0.0001	⋮	⋮	⋮
91.2	91.2	723.7	723.7

(出所)日銀の資料を基に筆者作成

政府がそのお金で資本投入をするとなれば「何、それ?」の世界だ。タコが自分の足を食べるようなことを発表すれば、その瞬間に日本売りが始まらう。

要は、日銀が金融引き締めをし

①法定通貨を円からドルに換える、②1946(昭和21)年のように預金封鎖・新券発行を行う、③第二次世界大戦後のドイツのように中央銀行の取り換えを行う

日銀はライヒスバンク?

このような状態になつた時に考えられる対処法は以下の三つだ。いずれも日銀の負債の圧縮にほかならない。

私は③の手法が適切だと思つてゐる。46年は終戦後だが、日本はまだ明治憲法下だった。私有財産権が確立された現憲法下で②を行つた場合、後に訴訟が頻発する可能性がある。一方、③では日銀の倒産・解散なので、倒産会社の負債が消滅するだけだ。私有財産権を犯したとのクレームは回避できる。

一方、債務超過を恐れて引き締めを回避すれば、インフレはますます加速する。もはや袋小路だ。金融引き締めができなくなつた中央銀行は、すでにその体を成していない。日本は悪性インフレかハイパーインフレに陥らざるを得ないのだ。

この手法を取るには、日銀を残務処理機関として残し、新中央銀行から新通貨で資本投入を受けれる。その新紙幣一枚を、例えば福沢諭吉1万円札1000枚と交換するのだ。財務内容が健全な中央銀行が創設されればハイパーインフレは終息するし、国民の塗炭の苦しみと交換に究極の財政再建が成される。終戦後のドイツで国力、供給能力などは何も変わっていないのにライヒスバンク(旧中央銀行)を廃して、ハイパーインフレが沈静化されることで、実証されている。



新紙幣発行の悪夢!

中央銀行は、社会に必要不可欠なインフラであるがゆえに空白期間は許されない。日銀に出口(インフレ時に債務超過にならずに金融を引き締める方法)がない以上、新中央銀行の設立準備をなるべく早く開始すべきだと考える。そして、平時に財政健全化を怠り、財政ファイナンスを行えば、必ずやこのような悲惨な目に再度遭うことを頭にたたき込まねばならない。二度とこのような愚行を繰り返さないために。