

「リフレ派」の「理論」とQQEの時期の
為替相場の規定諸要因
——「リフレ派」の主張の変化、マネーストックの
把握、原油・天然ガス輸入——

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I、「リフレ派」の主張の変遷

- 1) ミルトン・フリードマン流の哲学と岩田規久男氏の主張——貨幣数量説的把握
- 2) 強いコミットメントへの強調と期待・予想
- 3) 予想物価上昇率の低下からマイナス金利へ

II、財政赤字とマネーストック

- 1) 預金の増加の諸要因
- 2) 税等の支払と歳出に伴うマネーストック、マネタリー・ベースの変化
- 3) 国債発行とマネーストックの変化、マネタリー・ベースの減少

III、為替相場を左右する諸要因と国際収支動向の影響

- 1) 為替相場を左右する諸要因
- 2) 貿易が記録される時点と為替取引が実施される時点とのズレ
- 3) 日本の貿易におけるユーザンスの利用
- 4) 原油・天然ガスの輸入とユーザンスの利用
- 5) 国際収支の他の諸項目——サービス収支、第1次所得収支、金融収支について
- 6) 各時期の為替相場変動とそれを規定した諸要因

はじめに

前稿¹⁾において、「量的・質的金融緩和」(=「異次元の金融緩和」、QQE)の政策過程、

QQEの時期の日本経済がQQEのメカニズム(シナリオ)どおりに進展したのかどうか、QQEが残した「遺産」などを検討した。しかし、前稿ではいくつかの検討課題が残っていた。

その第1は、「リフレ派」の考え、経済理論がどのようなものであるかということ、また実体経済の進展を踏まえて、それも変化してきていることを示すことである。第2は、マネーストックはマネタリー・ベースをもとに銀行等による貸出による信用創造によって増加しうが、それ以外に財政赤字によっても大きく増加しうることを示さなければならない。第3は、QQEが円安をもたらしたように議論されることが多いが、この期の貿易収支、経常収支の動向について言及されることは少ない。とくに、その動向の為替相場への影響は時期的にズレるのが通常である。それが何故なのかを検討しなければならない。この論点は重要である。小論の課題は以上の3つのことを明らかにすることである。

I、「リフレ派」の主張の変遷

日本銀行は2016年1月29日の金融政策決定会合において「マイナス金利」の導入を決定したが、量的・質的金融緩和、マイナス金利政策については、研究者、エコノミストの間で激しい論争が展開されている。この論争の主要点を1冊の本で紹介されているのが、日本経済研究センター編『激論 マイナス金利政策』(日本経済新聞社、2016年11月)である²⁾。本節では、この著書を主に、また14年前に、同センターが小宮隆太郎氏の発案でまとめられた小宮隆太郎+日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』(日本経済新聞社、2002年7月)をも参考にしながら、いわゆる「リフレ派」の考え・主張が諸実体経済の進展によって変化せざるを得なくなる経過をたどり、2016年にマイナス金利政策を導入するに至った経緯をみることにしよう。上記の2冊の本に寄稿されている「非リフレ派」の人たちの主張は小論に必要な限りで聞くことにしよう。とはいえ、これらの人たちの「リフレ派」の人との論争からわれわれが今後の研究のために得られる諸点を汲み取ればと思う。

1) ミルトン・フリードマン流の哲学と岩田規久男氏の主張——貨幣数量説的把握

『激論 マイナス金利政策』(以下では同書を『激論』と略す)の編者である日本経済研究センターの会長・斉藤史郎氏は同書の「はじめに」において次のように述べられている。「(異次元金融緩和の)政策に大きな影響を及ぼしたとみられたのは、物価はすべからず貨幣的現象である、というミルトン・フリードマン流の哲学である。金利はすでにゼロ近傍に張り付いている中でも、日銀が市中から国債を大量に購入し、日銀があずかる当座預金などマネタリー・ベースを劇的に増やせば、市中のマネーストックは増え、物価は上がるという論理だ。しかし、巨額の国債購入を続けマネタリーベースを増やしても物価は息切れしてむしろ下落した。新興国

「リフレ派」の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因（奥田）

の景気減速や原油価格の下落が響いたが、異次元緩和スタート時点では、徹底した量的緩和はこうした外的要因すら打ち消す、というのが推進派側から語られていた論理だった」（3ページ）。

齊藤会長のこの文章は、『激論 マイナス金利政策』のもとになったセミナーにおいて吉川洋氏（「非リフレ派」）が次のように述べたことを踏まえたいこと、あるいは吉川氏の考えに通じるものと思われる。「重要なのは、「物価は『貨幣的な現象』である」という貨幣数量的な考え方にあります。こうした考え方を標榜する学者は、「これこそがグローバルなマクロ経済学の考え方だ」と言っていました」（『激論』151ページ）。そして、「マクロ経済学の源流ともいえるマネタリズムの祖」（同、151ページ）が、シカゴ大学のミルトン・フリードマンなのである。

さて、吉川氏の発言を受けた齊藤会長のこの文章がわれわれの議論の出発点となりうる。なぜなら、ここに、いわゆる「リフレ派」の「哲学」＝理論が、また、その「リフレ派」の理論に基づく政策過程とその「結果」が簡潔に示されているからである。

しかし、のちに見ていくように、「リフレ派」の理論というものにもバリエーション、変化がある。上記したミルトン・フリードマン流と言われる理論にいくつかの論点が「リフレ派」の主張には付加されている。また、事態の進展によってフリードマン流の理論通りに事態が進まないことが次第に鮮明になり、フリードマンの理論からいくつかの点が外されてきている（後述）。とはいえ、フリードマンの理論を引き継いだ考え方にしただけで「巨額の国債購入を続けマネタリーベースを増やしても物価は息切れしてむしろ下落した」（3ページ）という齊藤会長の異次元の金融緩和政策の評価は深刻である。

そこで、異次元の金融緩和政策の評価についてはのちに論じることにして、「リフレ派」の人たちが述べている「理論」を把握することから論述を始めていこう。

「リフレ派」の代表的な論者が岩田規久男氏（現日銀副総裁）である。2002年に前述の『金融政策論議の争点——日銀批判とその反論——』（以下では同書を『争点』と略す）の出版を発案された小宮隆太郎氏も当時の日銀に対する批判派の中心に岩田規久男氏を挙げている（『争点』250ページ）。われわれも岩田氏の考えを聞こう（『争点』所収、「予想形成に働きかける金融政策を」）。少し長いですが、氏は次のように述べている。「『インフレ・ターゲット付の量的緩和政策』とは、日銀当座預金の供給量の増加を通じてマネーサプライを増加させ、目標とするインフレ率を達成し、それを安定的に維持しようとする政策である。その最も重要な点は、日本銀行が人々の予想形成に絶えず働きかけることであり、そのためには、『量的緩和は目標とされるインフレ率が達成され、それが安定的に維持されるようになるまで将来にわたって必ず続ける』という日本銀行の強いコミットメントが必要である」（『争点』412～413ページ）。

この引用文では氏の3点の指摘が重要である。第1に、日銀が銀行から国債等を購入することによって日銀当座預金（＝マネタリー・ベース）の供給を増加させることが重要だという指

摘。そうすれば、第2にマネーサプライ（今日ではマネーストック）が増加し、目標となる物価上昇が達成されるという指摘。さらに、重要なことは第3に、日銀が日銀当座預金の供給を断固としてやりきるというコミットメントが必要で、それによって予想インフレ率が高まる。この強いコミットメントがなければマネタリー・ベースを増加させても政策の効果がないという指摘。なお、上の第2点目については、以下の考えが基礎にある。マネタリー・ベースが増加すれば、貸出が増加してマネーストック（＝「貨幣量」）が増加する（＝「信用創造」）。そして、貨幣量が増加すれば物価が上昇する。いわゆる「フィッシャーの交換方程式」（＝「貨幣数量説」）が前提になっている。第3点目については、ミルトン・フリードマンにおいてはあまり強調されていなかった論点であり、岩田氏がフリードマン流の「哲学」に付け加えてとくに強調された論点であろう³⁾。

ところが、現実には、日銀が2001年3月から量的緩和政策を開始してマネタリー・ベースを増加させていっても、貸出の増加によってマネーサプライが増加するという事態は生まれなかった。吉川 洋氏は『激論』の氏の論稿で図（152ページ）を示して、「マネー（ここで氏がマネーと言われるのはマネタリー・ベースのことであろう——引用者）が伸びても物価は必ずしも上がらないというのは、すでに福井日銀、白川日銀時代に実証済です」（『激論』153ページ）と言われる。

吉川氏がこのことを指摘する以前に、岩田氏は福井日銀時代のこの事実をおそらくそれなりに知っていたからであろう、岩田氏の表現にもすっきりしない内容を含む記述が2002年時点にある。次の言葉である。「日本銀行の国債買いオペ・により、MB（マネタリー・ベースのこと——引用者）が増加すれば、銀行は貸出か証券投資のいずれかを増やすか、あるいはその両方を増やすであろう。国債買いオペの効果を否定する人達は、現在の状況では、貸出は増えないと主張しているの、ここでは、貸出は増えなくても、銀行による国債や社債などの証券投資は増えとしよう。これによってマネーサプライは増加する」（『争点』399ページ）。

ここにみられるように、岩田氏はマネタリー・ベースが増加しても貸出が増加しないということがあることを暗に認められている。そこで、氏は「銀行は貸出を増やさなくとも国債や社債を購入すればマネーサプライ（マネーストック）が増加する」という金融論的に疑問のある主張を展開される。銀行が貸出を増やさなくとも国債や社債を購入すればマネーサプライ（マネーストック）が増加するであろうか。

銀行が政府から国債を購入する場合、すでに種々の要因によって形成されている「日銀当座預金」（銀行の資産）が減り、替わって資産としての国債の保有が生まれるだけで非銀行等・民間部門⁴⁾の預金、つまり、マネーストックには変化は生まれない。銀行による政府からの国債購入は、資金余剰部門である非銀行等・民間部門から銀行部門へ流入している資金を、資金不足の政府部門へ仲介しているだけで金融仲介業務である。しかし、銀行部門が非銀行等・

民間部門が保有している国債を購入した場合は、マネーストックが増加する。なぜなら、非銀行等・民間部門の預金が増加するからである。銀行のバランスシートは資産に国債が、負債に預金が記帳される。政府から国債を購入する場合と非銀行等・民間部門から国債を購入する場合とでマネーストックに差異が生まれる。これについては次節で論じよう。

したがって、銀行が国債を購入すればマネーストックが増加するというのは非銀行等・民間部門からの購入の場合だけで、銀行等の国債購入のほとんどは政府からであり、岩田氏の主張は正しくない。社債の場合も一般法人から購入した場合、銀行部門の資産に社債が増加し、他方、非銀行等・民間部門の預金が増加しマネーストックが増加する。しかし、銀行が一般法人発行の社債を証券会社等から購入した場合は、金融機関間の売買であり、マネーストックの量には変化はない。ただ、一般法人が発行した社債を証券会社等が購入した時点でマネーストックはすでに増加している。上のように、岩田氏の前の主張は正確ではない。

2) 強いコミットメントへの強調と期待・予想

以上のように、岩田氏が主張されるのとは異なり、日銀当座預金の供給量（マネタリー・ベース）を増加させても貸出を通じてのマネーストックの増加は生まれえない可能性があり⁵⁾、また、銀行等の金融機関が政府から国債を購入してもマネーストックは増加しないことから、リフレ派の「物価はすべて貨幣的現象である」というフリードマン流の主張の根拠は次第に変わっていく。貨幣数量的な根拠から岩田氏も強調されていた中銀によるコミットメントを重要視する考えへの移行である。

金利がゼロ近傍にある中では、名目金利をさらに下げることは難しいことから予想物価上昇率を上げて実質金利を下げようという考え方が強調され始める。現在、日銀政策委員会審議委員に就かれている原田 泰氏は次のように論じられている。「そもそも長いデフレと経済停滞で、金利はほとんどゼロになってしまいました。このため名目金利を下げるのは難しいですが、量（ここで言われている「量」とはマネタリー・ベースのこと——引用者）を動かすことによって予想物価上昇率を引き上げ、実質利子率の引き下げにつなげるという考え方に基づくのがQQEです」（『激論』361ページ）。つまり、原田氏にあっては、 $\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想物価上昇率}$ であり、日銀が「量」=マネタリー・ベースを増加させることが予想物価上昇をもたらすというのである。確かに、日銀が国債等の購入によってハイピッチでマネタリー・ベースを増加させるという強い表明を行えば、内外の金融市場関係者、企業の財務担当者、富裕層などは、その根拠はともかくも物価が上昇するという予想・期待をもつであろう。しかし、もともと、 $\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想物価上昇率}$ であろうか。予想物価上昇率は実現された物価上昇率ではない。それは金融市場関係者、企業の財務担当者、富裕層などが「予想」する物価上昇率で、期間中に実現された「実体的」な率ではない。したがって、ここで「実質金利」と

いわれるものは、語弊があるが「予想実質金利」ともいえるものである。本来の実質金利は、名目金利マイナス実体的な物価上昇率で、後日確認できるものである。

さらに、「予想」には明確な経済学的な根拠が乏しい。小宮隆太郎氏は、「「予想」は・・重要な役割を演じる。各種の資産・信用手段に対する人々の需要・供給は、各人の予想に依存するからである。・・しかし予想は気まぐれに変動することもあり・・多くの場合、予想は“ファンダメンタルズ”の動きに支配されるものである」（『争点』244ページ）と言われ、さらに同書の注において「その種の「予想誘導」戦術がどれくらい実効のあるものか、また、その効果が長続きするものか、私は概して懐疑的である」（『争点』245ページ）と述べられる。

「非リフレ派」の論者も小宮氏の言われることと同様に「予想」について懐疑的である。元日銀副総裁の山口 泰氏は「為替・株式を含む世界の金融市場では、実に雑多な理屈・期待・思惑が渦巻いており」（『激論』132ページ）、「予想」に依拠した政策は「理論的には効かないはずだが、現実には（短期間）効いてしまうことがある」（同、133ページ）と述べられる。さらに、研究者の池尾和人氏（「非リフレ派」）は「人々の予想が合理的に形成されているわけではない」（『激論』303ページ）と主張される。そして、われわれが強調しなければならないことは、予想・期待が短期的に物価、為替相場、株価などの諸指標を動かすのは、世界の諸金融市場に過剰な資金が存在し⁶⁾、金融市場関係者等が短期に巨額の資金を移動させることが容易に可能だからである。そもそも過剰資金がなければ、「予想・期待感」で為替相場、株価は変動するはずはない。

2013年初めにみられた予想物価上昇率の高さは14年後半になってくると低下し、16年1月にかけてさらに低下している⁷⁾。そもそも2016年1月のマイナス金利政策は、予想物価上昇が見込めなくなった時点で導入されたものである。前出の現日銀審議委員の原田氏は次のように述べている。「2016年1月には世界的な金融市場の変調、デフレ心理復活のリスク、实体经济の悪化という事態に至りましたので、名目利子率をマイナスにして実質金利を引き下げる、いわゆるマイナス金利付きQQEを導入した」（『激論』361ページ）。2012末のアベノミクスの表明、13年4月からのQQEによって予想物価上昇率が高まり「予想実質金利」が下がっていったのであるが、それが経済の好循環をもたらすに至らず「实体经济の悪化という事態」（原田氏、『激論』361ページ）が生まれて、「予想は“ファンダメンタルズ”の動きに支配され」（小宮氏、『争点』244ページ）てきたのである。小宮氏が言われたように「（予想の）効果が長続きするものか、・・概して懐疑的」（『争点』、245ページ）と言われることを受け止め、何故、物価上昇の予想が消滅していったかの検討が本来は必要なのであった。

3) 予想物価上昇率の低下からマイナス金利へ

以上のように、「リフレ派」の理論の言う2つの根拠、1つはマネタリー・ベースの増大に

「リフレ派」の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因（奥田）

よるマネーストックの増大は現実化しないことがはっきりしたし、もう1つの、予想・期待へ依拠する金融政策も合理性をもたず妥当しないことが明確になった。結局、名目金利の低下＝マイナス金利の導入に戻ってしまう。

前出の原田氏は次のように言われる。「どうしたら家計の貯蓄を減らしたり、海外投資を拡大したり、企業に借入れを増やさせたりできるでしょうか。これはそう簡単ではありません」（『激論』373ページ）。金融政策だけが、企業の借入れ、家計の貯蓄、海外投資などの「これらの変数に働きかけることが可能です」（同書、373ページ）。「金利が低下すれば家計の貯蓄は少しは低下するでしょう。企業の投資が少しは拡大し、海外資産が魅力的になり、政府の借入れ意欲も拡大するでしょう」（同、373ページ）。「要するに、実質金利が低いのは、企業も貯蓄を増やし、海外投資の意欲も低いからです。また、政府が借入れても人々が将来の財政不安からさらに貯蓄を増やしてしまうかもしれません。この状況を簡単には変えられません。名目金利を切り下げ、それで不足ならインフレ率を高めて実質金利を下げるしかありません。QQEもマイナス金利政策も、これ以外にない政策だということです」（同、374ページ）。つまり、13年以来インフレ率を高めるためにマネタリー・ベースを拡大してきたが、その効果がなくなってきたので16年1月には名目金利の低下＝マイナス金利を導入したのだと言われているのである。

これでは、金利低下の一点に還元する考えではないだろうか。「物価はすべて貨幣的現象である」というフリードマン流の「リフレ派」の主張はマイナス金利の導入を主張するまでにきたということができよう。これまでにみてきたように、もともとのフリードマン流の「リフレ派」の主張は、マネタリー・ベースを増加させることでマネーストックが増加し、もって物価が上昇するというもので、貨幣数量説的な考えである。しかし、マネタリー・ベースを増加させても貸出が思ったように伸びず、マネーストックも大きく増加しないことから、次にマネタリー・ベースの増大が予想物価の上昇をもたらすと期待感に依存する考えを強調し始める。さらに、その期待感も長続きしないことから、最後に名目金利自体をマイナスにする以外になくなってしまった。

一般企業、個人などの経済主体は金利の低下、それもせいぜい1%未満の金利からゼロ近傍への低下だけで行動を起こすものだろうか。現実を見失ってはいないだろうか。実際の経済活動を引き起こす諸要因は多様であろう。金利のゼロ近傍への低下は実際の経済活動を左右する多くの諸要因の中で小さな一要因に過ぎなくなっている。そうであれば、QQE、マイナス金利の導入時期以後の現実の日本経済のあり様を、異次元の金融緩和、マイナス金利政策の効果面からだけで評価することに意味がなくなってしまうのではないだろうか。QQE、マイナス金利以外の諸要因がより強く実際の日本経済を左右しているのであろう⁸⁾。物価上昇率が目標の水準に達していない事態を、また成長率もQQE以前よりも低水準である事態を、多様な要

因の分析で明らかにする必要がある。

QQE、マイナス金利の導入の「負の遺産」については前稿（第2節）において指摘した。日銀の大量の国債購入と国債市場の歪み、マイナス金利による諸金融機関の利益基盤の縮小、対内外投資環境の変化、日銀資産の増大と劣化、「出口」政策への困難などである。小論では繰り返しはせず、QQEの「出口」について簡単に記しておきたい。

『激論』において元日銀副総裁の山口 泰氏は、QQEを評価する基準として2つあるとして、「ひとつには、QQE政策の『コスト』の考察が抜け落ちて（いる）・・・この政策に特有な『コスト』には、異常な規模の国債買入れによる市場機能の抑圧なども含まれますが、主たる懸念はやはり大規模な資金供給と肥大化した日銀バランスシートを、円滑に収束・縮小できるだろうか、特にその時に生じる金利上昇にうまく対処できるか、という点です」（『激論』122～123ページ）、「出口で混乱をきたすようであれば、QQE政策の全過程を通じた収支がコスト超過になりかねない」（同、123ページ）と述べられている。QQEからの「出口」は極めて難しいと言わざるを得ない。現在、QQEからの「出口」については「リフレ派」の人たちは口をつぐんでいる。FRBはQEからの「出口」を13年春から追及し14年10月にQEの終了を宣言し、15年12月にゼロ金利政策も解消した。これによって、FRBは今後起こるかもしれない経済・金融の混乱に対する政策手段を確保しつつある⁹⁾。しかるに、日銀は国内外においてこれらの混乱が発生しても、混乱に対する金融政策手段をもっていない。現在の日銀幹部、「リフレ派」らの人たちのこれらについての意識はどのようなのだろうか¹⁰⁾。

II、財政赤字とマネーストック

1) 預金の増加の諸要因

マネーストックはほとんどの場合、マネタリー・ベースをもとに銀行等による貸出による預金創造（信用創造）によって増加するものと考えられている。フリードマンの「哲学」においてもそうである。また、前節でみたように、岩田規久男氏の「銀行の国債購入によってマネーストックが増加する」という趣旨の文章にみられるようにマネーストックの増加についての不正確な理解がある。ところが、この20年近くの日本におけるマネーストックの増加の大部分は財政赤字によって生み出されているのである。このことはあまり知られていない。そこで、マネーストックの増加についての正確な把握が求められる。マネーストック統計における「通貨保有主体」は、注4)で示されている。このことを踏まえて、以下、マネーストックの増加についての正確な過程について論じよう。

マネーストック統計でいう「通貨保有主体」（以下では便宜的に非銀行等・民間部門という）の預金取扱金融機関における預金が増加するのは、第1に現金による預金（＝「本源的預金」）

「リフレ派」の「理論」と QQE の時期の為替相場の規定諸要因（奥田）

がある場合、第2に銀行等の貸出による預金創造がある場合、第3に財政赤字による非銀行等・民間部門の政府からの資金の受取と税等の支払の「差額」がある場合である。

第1の場合、非銀行等・民間部門の保有する現金が減少し預金が増加するので、この限りではマネーストックの増減はない。しかし、現金による預金だけでなく、預金は非銀行等・民間部門が銀行等の金融機関に不動産などの現物資産を売却しても生まれる。第2の場合については改めて論じる必要はないであろう（注10にみた池尾氏の発言と関連させて、信用創造の再生産論的な意味合いについて論じることは今後の検討課題である）。第3の場合については少し詳しく論じなければならない。前節では銀行等が政府から国債を購入する場合、「日銀当座預金」が何らかの理由によってすでに形成されていることが前提であったが、財政的諸要因によって「日銀当座預金」¹¹⁾と非銀行等・民間部門の預金の変化が生じる過程を示そう¹²⁾。

2) 税等の支払と歳出に伴うマネーストック、マネタリー・ベースの変化

まずは非銀行等・民間部門による税等の政府への支払である。以下の過程が進行する。ア) 税等の支払により非銀行等・民間部門の預金が引き落とされ、イ) 同時に銀行の日銀当座預金が減少し、政府の日銀預金が増加する。つまり、税等の支払によってマネーストックが減少する。他方、政府による歳出（政府部門による非銀行等・民間部門からの財・サービスの購入）には以下の過程が進行する。ウ) 政府支出によって政府の日銀預金が減少し、銀行の日銀当座預金が増加する。エ) 同時に、銀行に非銀行等・民間部門が保有する預金が増加する。つまり、歳出によってマネーストックが増加する。今、財政が赤字だとすると、歳出による非銀行等・民間部門が保有する預金が増加し、それが税等支払による預金減少を上回り、非銀行等・民間部門が保有する預金（マネーストック）が差額分増加する。同時に銀行が保有する日銀当座預金もいったん同額増加する。

国民経済計算体系によると、経常収支 = $(S - I) + (T - G)$ であった¹³⁾。経常収支が黒字あるいは均衡している、財政赤字 ($T - G < 0$) は民間部門の $(S - I)$ の黒字（貯蓄余剰）によってファイナンスされるということであるが、上に記したように、財政赤字があると歳出による非銀行等・民間部門の預金増加が税等の支払による預金減少を上回り、非銀行等・民間部門が保有する預金（マネーストック）と日銀当座預金が差額分増加する。つまり、財政赤字は、マネーストックを増加させ、マネタリー・ベースをいったん増加させるのである。非銀行等・民間部門の保有する預金の増加が財政赤字のファイナンスの原資となる。なお、個人・法人には税以外にも年金、保険等の社会保障費の支払いがあるから、実際に増加する預金額はこれよりもかなり少なくなる。これら社会保障費も考慮すると、マネーストックの増加は、政府の歳出額 - (税支払額 + 社会保障費) = (財政赤字額 - 社会保障費) となる。

3) 国債発行とマネーストックの変化、マネタリー・ベースの減少

財政赤字には国債等の発行が伴う。国債等の発行によって政府の日銀預金、銀行の日銀当座預金、非銀行等・民間部門の預金がさらに変化していく。

非銀行等・民間部門が国債を購入する場合（実際は証券会社、銀行等を通じて）、ア）非銀行等・民間部門のバランスシートの資産が預金から国債に替わる（マネーストックの減少）。イ）銀行のバランスシートでは債務の預金が減少し、同時に資産としての日銀当座預金も同額減少する。ウ）日銀のバランスシートでは負債側において日銀当座預金が減少し、政府の預金が増加する。エ）政府のバランスシートでは、負債として国債発行が、資産に日銀への預金が発生する。かくして、非銀行等・民間部門の預金と日銀当座預金が減少し、マネーストック、マネタリー・ベースが減少する。

上の例では、非銀行等・民間部門が預金を引き落として国債を購入するとしたが、現金で国債を購入した場合も同じで、非銀行・民間部門保有の現金が少なくなり国債保有が増加するのでマネーストックが少なくなる。現金によるか預金によるかに関わらず、非銀行等・民間部門が国債を購入する過程は、実際は銀行、証券会社等が政府から国債を買ったのちに非銀行等・民間部門に売却するのであり、銀行、証券会社等は資金余剰部門（民間部門）から資金不足部門（政府部門）への金融仲介を行なっているのである。

次に銀行等の金融機関（以下では銀行等と略）が政府から国債を購入する場合には以下の過程が進行する。ア）銀行等が政府から国債を購入することにより、銀行等のバランスシートでは資産側の日銀当座預金が減少し、替わって国債保有が生まれる。イ）日銀のバランスシートの負債側では日銀当座預金が減少し、政府の預金が増加する。ウ）非銀行等・民間部門の預金には変化がない。この過程は厳密には銀行等の金融仲介である。財政赤字の結果として非銀行・民間部門に預金増が生まれていたが、それが銀行等のバランスシートの負債側に預金としてそのまま残り、銀行のバランスシートの資産側には日銀当座預金に替わって国債が存在しているからである。黒字部門である民間部門の「貯蓄余剰」が銀行に預金され、それを原資に銀行が国債を購入して赤字部門である政府へ資金を仲介しているのである。

ところが、非銀行等・民間部門が保有した国債を銀行等に売却すると（実際にはこれはほとんどない）、エ）非銀行等・民間部門のバランスシートの資産が国債から銀行等への預金に替わる。オ）銀行等のバランスシートでは資産に国債が、負債に預金が生まれる。ト）日銀のバランスシート、政府のバランスシートには変化は生まれない。それゆえ、非銀行等・民間部門の銀行預金（マネーストック）が増加する。

かくして、財政赤字が継続していくと、銀行等による貸出があるかどうかにかかわらず、マネーストックは増加していくことになる。他方、銀行等が政府から国債を購入し続けると、財政赤字によっていったん増加した日銀当座預金が減少していく。非銀行等・民間部門の国債購

「リフレ派」の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因（奥田）

入が少額にとどまれば（これが実際の姿で、国債の保有者はほとんどが諸金融機関である）、財政赤字による日銀当座預金の増加はなくなる。財政赤字によっていったん日銀当座預金は増加するが、その増加は銀行等による国債等の購入によって消失するのである。財政赤字－（非銀行等・民間部門の国債購入＋銀行等の国債購入）＝0 となり、日銀当座預金は最後には元の額に戻ってしまうのである。これが経常収支の黒字または均衡下での民間部門の黒字（余剰）による財政ファイナンスのバランスシートにおける表現である。マネーストックのみが増加する。

ところが、QQEによって日銀が銀行等から国債を購入すると日銀当座預金が増加し、銀行等の貸出の増加によって預金創造（信用創造）が生じる可能性が生まれる。しかし、それが実現するには銀行等からの借手の存在が不可欠である。非銀行等・民間部門が銀行等から借入を増加させるかどうかは「貨幣的現象」ではなく、非銀行等・民間部門の設備投資、国内消費が増大していくかどうかによる。実証的には、前に記したように吉川 洋氏が『激論』の152ページの図（ハイパワードマネー、M2+CD、物価上昇率）を示して、2001～05年からハイパワードマネー（マネタリー・ベース）が増加しても、M2+CDがそれほど増加せず、物価上昇も発生していないことが明らかになっている。「すでに福井日銀、白川日銀時代に実証済み」（『激論』153ページ）なのである。

13年以後の「異次元の金融緩和」の時代の状況を第1表によって確認しておこう。この表にはマネーストック（M3）の増加額（対前年）、財政の赤字額、貸出の増加額（対前年）、日銀当座預金の増加額（対前年）、物価上昇率が示されている。この表によって、以下のことが確認できよう。

マネーストック（M3）の増加額が財政赤字額よりも12年までかなり少なくなっているのは、

第1表 マネーストックの増加をもたらす諸要因 (兆円、%)

	マネーストック(M3)の増加	財政赤字	貸出 ¹⁾ の増加	日銀当座預金の増加	物価上昇率 ²⁾
2009	18.7	48.9	-4.8	5.1	-1.4
10	21.9	44.9	-9.1	5.3	-0.7
11	48.4	46.3	1.7	12.1	-0.3
12	25.1	41.6	5.0	11.6	0.0
13	38.9	41.0	10.5	58.3	0.3
14	33.7	30.0	12.2	70.8	2.8
15	31.0	26.0	10.8	73.5	0.8
16	40.6	26.3	12.9	75.7	-0.3

注1) 銀行・信金の総貸出（平残）。 2) 生鮮食品を除く（%）。

出所：『日本銀行統計』、日銀『マネタリーサーベイ』（マネーストック、日銀当座預金の増加）
http://ecodb.net/country/jp/imf_ggxcnl.html（2017年2月2日—財政の赤字）、日銀・時系列統計データ（貸出の増加）、http://ecodb.net/country/jp/imf_inflation.html（2017年2月4日—物価増率）。

非銀行等・民間部門には税支払に加えて年金・保険等の社会保障費の支払負担があり、他方、貸出の増加が少ないからである。その分、マネーストックの増加は小さくなる。13年以後マネーストックの増加額がやや増える。マネーストックは財政赤字と銀行等による貸出によって増加するのであるが、「異次元の金融緩和」によって13年以後、日銀の銀行等からの国債等の購入によって日銀当座預金が急増（13年には12年の5倍、14～16年には12年の6倍以上¹⁴⁾）し、貸出の増加も若干増大して12年には5.0兆円であったのが、13年には10.5兆円、15年には10.8兆円、16年に12.9兆円になっている。信用創造もある程度は進展しているのである。しかし、日銀当座預金の増加と比べてはるかに少なく、16年の貸出増加幅は13年の増加幅に比べて2.4兆円の増加にとどまっている。貸出の若干の増加は日銀当座預金が増加したからというのではなく、むしろ、12年から進んでいた日本経済の本来の基調に従って増加しているであろう。

また、マネーストックの増加は貸出の増加よりもはるかに多い。マネーストックが財政赤字を主因に、それに若干の貸出の増加が副因になって増加しているのである。だが、目立った物価上昇は起こっていない。それはマネーストックが蓄蔵性、貯蓄性を強くし、「貨幣」（＝流通手段）としての機能を果たす部分が減少しているからであろう。統計に表われるマネーストックの全額が流通手段としての「貨幣量」ではないのである。もう1点、最後に以下のことを記しておかなければならない。前述のように財政赤字によってマネーストックが増加する可能性があり、そうだからこそ、国債の直接的な日銀引受などが実施され財政ファイナンスが進むと、まさに財政赤字によるインフレーションが進むことになる。非銀行等・民間部門の貯蓄余剰を前提しなくても財政ファイナンスが行われる形をとるからである¹⁵⁾。

Ⅲ、為替相場を左右する諸要因と国際収支動向の影響

1) 為替相場を左右する諸要因

前稿において、為替相場に影響を与える要因として、以下の3つを挙げた¹⁶⁾。すなわち、第1は、日米政府、日銀、FRBによる経済政策・金融政策スタンスの変化の表明。2012年末から春にかけての安倍首相によるアベノミクスの表明、16年11月以後のトランプ候補の当選と次期大統領の「公約」などによる「予想・期待」による為替相場の変動である。第2は、日米の通貨当局における金融政策のスタンスの異同と金融政策の実施であり、2013年4月以後の日銀による「異次元の金融緩和」の実施（具体的には大量の国債等の購入開始）、2014年10月におけるFRBのQE3の終了、16年12月のFRBによる金利引上げなどである。第3は、日本の貿易収支、経常収支の動向で、2011年から貿易赤字が生まれ、経常収支黒字が急減し13年下半期と14年上半期には赤字となり、また、15年からは貿易赤字の減少によって経常黒

字が増大している。これらの貿易収支、経常収支の動向が為替相場に影響を与えているはずである（しかし、前稿で触れたように、その影響には時間的ズレがある）。

これらの3つの要因によって日々の銀行の為替持高が変化し為替相場が変動する。「予想・期待」によって内外の金融関係者、大企業の財務担当者、富裕層などは実際に円をドルへ換えたり、逆にドルを円に換えたりするから銀行の持高は変化する。それがインターバンク為替相場を動かすであろう。また、日銀、FRBの金融政策の実施によって日米間に金利差が生まれ、投資家等是为替取引を行ない銀行の持高が変化する。さらに、貿易取引など諸国際取引の如何によって持高が形成される。これら3つの要因から銀行に総合的に形成される日々の為替持高の状況によって為替需給が変化して為替相場が変動するのである。また、3つの要因によって生じる諸国際取引（短期資金取引も含め）はすべて国際収支表に記録される。短期資金移動も基本的には「投資収支」（金融収支のうち外貨準備を除く収支）の諸項目に、統計補足が困難なきわめて短期の資金移動の場合には「誤差・脱漏」に含まれるだろう。

以上の第1と第2の要因についてはほぼ前稿において論じた。トランプ氏の大統領への選出後の為替相場、日本の株価についても前稿の注11)に記している。また、第3の要因、貿易収支、経常収支の動向の為替相場への1年ほど遅れての影響についても触れている。為替相場の現実的変動は、以上の3つの要因が重なりながら、ときには第1の要因が主に第3の要因がそれを補完するように、あるときは、第1の要因が第3の要因よりも強く、また、ときには第2の要因が第3の要因を背景に、さらに、ときには第3の要因が第2の要因よりも大きな要因となって為替相場が変動していく。この節では、とくに、第3の要因、貿易収支、経常収支、国際収支の動向が時間的ズレを伴って為替相場に影響を与えるのは何故かについて論じたい¹⁷⁾。

第2表に2010年からの国際収支が示されている。簡単に諸特徴を挙げておこう。2011年から貿易収支が赤字になり14年にかけて赤字幅が増大し、赤字幅の減少は15年からである。サービス収支赤字幅は旅行収支の大きな改善により14年から減少し、16年には1兆円を下回るまでになった。第1次所得収支黒字は15年に20兆円を越し16年にも高い水準を維持している。経常収支の黒字が増大して15年から「投資収支」黒字が増大している。これらの貿易収支、経常収支、金融収支の動向による円・ドル相場への影響が時間的にズレるのはなぜか、その諸要因を見つけ出そうとするのが本節の課題である。

2) 貿易が記録される時点と為替取引が実施される時点とのズレ

貿易取引が国際収支表に記録される時点は商品の所有権が移転される時点である¹⁸⁾。それは船積書類が譲渡される時点だと理解できる。信用状付、D/P、D/Aによって船積書類が譲渡される時点が異なる。信用状付では、銀行が輸出手形を買い取り、輸出業者は輸出代金を回収する。その時点で船積書類は譲渡される。銀行に買い取られた荷為替手形は信用状発行銀行に

第2表 日本の国際収支⁵⁾

(兆円)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
経常収支	17.9	9.6	4.8	3.2	2.6	16.4	20.6
貿易収支	8.0	-1.6	-5.8	-8.8	-10.3	-0.6	5.6
サービス収支	-1.4	-1.8	-2.5	-3.5	-3.1	-1.7	-1.0
第1次所得収支 ¹⁾	12.4	14.0	14.3	16.5	18.1	20.6	18.1
第2次所得収支 ²⁾	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0	-2.0	-1.9	-2.1
金融収支 ³⁾	21.5	12.6	5.1	-1.6	5.6	21.1	28.9
「投資収支」 ⁴⁾	17.7	-1.2	8.2	-5.5	4.7	20.5	29.5
外貨準備	3.8	13.8	-3.1	3.9	0.9	0.6	-0.6
誤差脱漏	3.6	3.1	0.3	-4.1	3.1	5.0	9.0

注1) 2012年までは所得収支。

注2) 2012年までは経常移転収支。

注3) 2012年までは「投資収支」と外貨準備増減の(+) (-)は2013年以後に準じる。

注4) 2013年以後は、金融収支のうちから外貨準備を除く部分。

注5) 資本移転等収支は除外。

出所：財務省「国際収支状況(速報)」より。

送られ、輸入者は代金決済をするか引受を行ない船積書類を受け取る。信用状のつかないD/P、D/Aの貿易では、輸出業者は取り立てのために銀行に荷為替手形を手渡した時点で船積書類は譲渡されるが、D/Pの貿易では輸入者の支払が済んで輸入者に船積書類が渡され、その後、輸出業者は代金の支払を受ける。D/Aの貿易では荷為替手形が輸入業者の取引する銀行に届き、輸入業者がそれを引き受けた時点で船積書類を受け取り、輸入業者の支払はのちのこととなる。輸出業者の輸出代金の回収も輸入業者の支払後となる。

上のように、船積書類の譲渡される時点は決済の種類により異なり、それによって貿易に伴う為替取引が実施される時点も様々である。貿易契約時点、輸出代金の受取時点、輸入代金の支払時点(それもD/P、D/Aとでは異なる)など。さらに、貿易取引には貿易金融(ユーザンス)が伴うことが多い。輸出業者によるユーザンス(シッパーズ・ユーザンス、サプライヤーズ・クレジット、信用状なし期限付輸出手形)の供与、銀行などのユーザンスである。シッパーズ・ユーザンスの場合は貿易業者間の支払の猶予であり、銀行等による輸入ユーザンス供与の場合は、輸入業者はユーザンス資金で輸入代金の支払いを済ませるが、銀行等からの借入が残り、のちの返済となる。輸出業者へのユーザンスもある。輸出業者が期限付手形で輸出した場合、期限付為替手形を銀行が期限前に買い取るのである¹⁹⁾。

ユーザンスが伴う場合、貿易に伴う為替取引の時点は、貿易契約時、荷為替手形の到着時、ユーザンス期間の終わり、ユーザンス期間の途中などとさらに種々の時点となる。また、ドル等外貨建貿易においては日本側において為替取引が必要となり、為替リスクの負担も日本側にかかる。円建貿易の場合は海外において為替取引が実施され、為替リスクも海外側が負担とな

る。

貿易業者が直物取引を行なった時には、銀行は直ちに持高をなくすことができるが、貿易業者が先物予約を行なったとき、銀行はまずは直物取引で総合持高をゼロにしたうえで、基本的にその後スワップ取引によって直物、先物でも持高をなくすことになる。例えば、ドル建輸入業者がドル買の先物予約を行なったとき、銀行は外為市場において直物でドル買・円売を行なって総合持高をゼロにし、数時間以内に直物でドル売・円買、先物でドル買・円売のスワップ取引を行なう。したがって、インターバンクの直物市場ではドル買とドル売が生まれるので為替需給は均衡するが、先物ではドル買が残るので数か月後のインターバンク市場の直物相場感に影響を与えるであろう。

しかし、先物相場は基本的には「金利平価」によって規定される。ドル金利が円金利を上回っている時期が多いので、先物相場はドルのディスカウント（直物相場よりも先物相場がドル安・円高）になっている。しかも、先物期間が長い方が円高に。ところが、前稿で論じたように、日本の異次元の金融緩和により、先物為替相場の形成に異変（「金利平価」からの乖離、先物相場が「金利平価」によって決まる相場より円高に、前稿第13, 14図）が生まれている。

3) 日本の貿易におけるユーザンスの利用

以上のことを踏まえて、ドル等外貨建貿易、円建貿易における決済様式、ユーザンスの利用について概要を示しながら為替取引の時点を中心に考えよう。

ドル等・外貨建輸入の場合、ユーザンス（貿易為替金融）の利用があれば、貿易統計に輸入が記録される時点と為替取引の時点はかなりズレることになる。輸入業者は、本邦ローンの形式で対外的には本邦銀行によって決済してもらい外貨建融資を受ける。あるいはBCユーザンス、外銀ユーザンス、シッパーズ・ユーザンスなども受けることがある。もちろん、ユーザンスなしの一覧払もある。ユーザンスがある場合、輸入業者は為替相場をにらみながら様々な時点で為替取引を検討するであろう（円高が有利）。輸入契約の時点、手形引受の時点、ユーザンス期間の種々の時点。また、直物か先物か、さらに先物の場合、先物の期間（長期か短期か）である。外貨建輸入においてユーザンスがなく一覧払で決済する場合には、輸入契約時に先物為替取引（為替予約）が行なわれるか、一覧払の支払時点で為替取引が行なわれるが、前者が多いであろう。その場合は、輸入が記録される前に為替取引が実施されることになる。

現在、ユーザンス利用率を示す公的統計はないが、日本の場合、一覧払の決済よりも何らかのユーザンスが付いていることが多いであろう。80年代中期まで日本の輸入においてユーザンス利用率は70%を超していた²⁰⁾。現在、輸入業者は本邦ローン、BCユーザンス等を利用しなくても、インパクトローンなどの多様な形態で外貨資金調達を行ない、有利な為替相場の時点で為替取引を行なっているであろう。

次にドル等外貨建輸出において一覧払手形が利用される場合（輸入側において銀行等のユーザンスを受けていればユーザンスを与えた銀行が日本の輸出業者へ支払い、海外の輸入業者は銀行等からの借入をのちに返済する）、信用状がついていれば輸出手形は銀行に割引いてもらえるので、また、信用状がついていない場合も、荷為替手形が輸入業者へ呈示されて支払が行なわれるので、船積書類の引き渡し時点と輸出代金回収の時点とのズレは小さい。しかし、輸出契約時から代金回収まで期間があるので輸出契約時に先物為替取引が行なわれることが多いであろう。この場合は輸出が記録される前に為替取引が実施されることになる。

日本の外貨建輸出で期限付手形が利用される場合、船積書類はすでに引き渡されており、数か月後にその代金が回収されることになるから為替取引は為替相場の動向をにらみながら実施されることになる。したがって、輸出が統計に記録される時点と為替取引の時点がズレる場合が多いであろう。しかし、期限付手形の場合でも、輸出業者が振り出した手形を銀行が買い取る形（輸出ユーザンス）で輸出代金が回収され、輸入業者に支払が延期されることが多い。この場合の輸出業者の為替取引の時点は一覧払手形の場合と変わらない。

現在の日本には公的統計はないが、プラント等の輸出ではサプライヤーズ・クレジットが供与されようが、その他の輸出においては一覧払手形と期限付手形がともに利用されている、また期限付手形のかなりの部分に輸出ユーザンスが付けられていると思われる。80年代中期には一覧払手形は54.0%、1年以内の手形は45.6%であり²¹⁾、1991年では一覧払が42.8%、2年以内の手形が57.1%になっていた²²⁾。

さて、日本の円建輸出（現在は全輸出の40%弱）では、海外の輸入業者は手形が一览払であれば邦銀または邦銀の海外支店からユーザンスを受けることが多いであろう。期限付手形である場合も輸出ユーザンスが付いていることが多いと思われる（この場合は邦銀が手形を割引する形での輸出者へのユーザンスで、早い時期に輸出代金が回収される）。日本の輸出業者にとっては、期限付手形で輸出ユーザンスが与えられない場合（輸出代金の回収は手形の期限が切れる時点）を除き、輸出代金の回収は船積書類の銀行への引き渡しの時点とそれほどズレないだろう。しかし、円建であるから輸出業者の方から為替取引は起こらない。輸入業者への何らかのユーザンスが付いている場合は、海外の輸入業者が船積書類を受け取る時点と輸入業者の為替取引の実施時点はズレるであろう。海外の輸入業者はドル高・円安が有利であり、相場状況を考慮して為替取引を行なうことになる。しかも多くの場合は海外において（その影響が直ちに東京市場に伝わる）。為替相場が安定している時期には先物予約は少ないかもしれない。なぜなら、先物相場は直物相場よりもドル安であるから。また、ドル安・円高の進行時には為替取引を早めるであろう。逆にドル高・円安の進行時には、円での支払いをおそくすることが有利である。

日本の円建輸入（現在は全輸入の20%強）では、海外の輸出業者は一览払の場合も期限付

「リフレ派」の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因（奥田）

の場合も、船積書類が取引銀行に渡されてから早い時点で輸出代金を回収するであろう。期限付の場合は多くは邦銀海外支店による輸出手形の割引（輸出ユーザンス）によって。したがって、貿易が国際収支に記録される時点と為替取引（ほとんどは海外で）の時点はそれほどズレないだろう。海外の輸出業者にとっては円高・ドル安が有利であるから、先物予約が行なわれることが多くなろう。日本側では、荷為替手形が輸入業者が取引する銀行に届いた時点で、支払もしくは引受を行ない船積書類を受け取る。ユーザンスが付いている場合、支払はのちになるが円建であるから日本側では為替取引は起こらない。

4) 原油・天然ガスの輸入とユーザンスの利用

それでは、日本の通貨別貿易の状況はどのようであろうか。2011年からのそれは第3表に示されている。ドル建は、輸出で50%前後、輸入は70%前後、円建は、輸出で40%弱、輸入は20%強である。これらの比率に各期間の輸出額、輸入額を乗じると各通貨の輸出額、輸入額が、また、通貨別貿易収支が把握できる。それを示したのが第4表である。

大きな変動があるのはドル建輸入額である（第4表）。円安によって換算額が少し増加している。ドル建輸出額は14年下半期から15年の下半期かけてやや増加しているが、これも円換算額が増加しているからである。しかし16年には円高になって換算により減少している。円建輸出額、円建輸入額においてはさほど大きな変動は見られない。その他通貨建も輸出額、輸入額が若干増加しているが収支は安定している。

第3表 日本の輸出入額と貿易の通貨区分¹⁾ (兆円、%)

	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	上	下	上	下	上	下	上	下	上	下	上	下
輸出額	32.1	33.4	32.6	31.1	34.0	35.8	35.1	38.1	37.8	37.8	34.5	35.5
輸入額	33.1	35.0	35.5	35.2	38.8	42.5	42.7	43.2	39.5	38.9	32.7	33.3
収支	-1.0	-1.6	-2.9	-4.1	-4.8	-6.7	-7.6	-5.1	-1.7	-1.1	1.8	2.2
ドル建												
輸出	47.4	48.8	49.2	51.5	53.7	53.4	52.4	53.5	53.9	53.1	51.2	51.0
輸入	72.1	72.4	73.7	72.5	74.5	74.1	74.1	73.4	71.1	69.8	66.9	66.7
円建												
輸出	42.2	40.3	40.4	38.4	35.6	35.6	36.5	35.7	35.4	35.5	37.1	37.0
輸入	23.2	23.1	22.0	22.9	20.6	20.6	20.5	20.8	22.6	23.8	26.1	26.8
その他通貨建												
輸出	10.4	10.9	10.4	10.1	10.7	11.0	11.1	10.8	10.7	11.4	11.7	12.0
輸入	4.7	4.5	4.3	4.6	4.9	5.3	5.4	5.8	6.3	6.4	7.0	6.5

注1) 輸出額、輸入額の単位は兆円（ただし通関ベース）、通貨区分は比率。

出所：輸出入額は、財務省「国際収支状況（速報）の概要」、輸出額は確報値、輸入額は9桁速報値より、通貨区分は財務省「貿易取引通貨別比率」より。

第4表 日本の通貨別貿易収支

(兆円)

	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	上	下	上	下	上	下	上	下	上	下	上	下
ドル建												
輸出	15.2	16.3	16.0	16.0	18.3	19.1	18.4	20.4	20.4	20.1	17.7	18.1
輸入	23.9	25.3	26.1	25.5	28.9	31.5	31.6	31.7	28.1	27.2	21.9	22.2
収支	-8.7	-9.0	-10.1	-9.5	-10.6	-12.4	-13.2	-11.3	-7.7	-7.1	-4.2	-4.1
円建												
輸出	13.5	13.5	13.2	11.9	12.1	12.7	12.8	13.6	13.4	13.4	12.8	13.1
輸入	7.7	8.1	7.8	8.1	8.0	8.8	8.8	9.0	8.9	9.3	8.5	8.9
収支	5.8	5.4	5.4	3.8	4.1	3.9	4.0	4.6	4.5	4.1	4.3	4.2
その他通貨建												
輸出	3.3	3.6	3.4	3.1	3.6	3.9	3.9	4.1	4.0	4.3	4.0	4.3
輸入	1.6	1.6	1.5	1.6	1.9	2.3	2.3	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2
収支	1.7	2.0	1.9	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.8	1.7	2.1
全輸出	32.1	33.4	32.6	31.1	34.0	35.8	35.1	38.1	37.8	37.8	34.5	35.5
全輸入	33.1	35.0	35.5	35.2	38.8	42.5	42.7	43.2	39.5	38.9	32.7	33.3
収支	-1.0	-1.6	-2.9	-4.1	-4.8	-6.7	-7.6	-5.1	-1.7	-1.1	1.8	2.2

出所：前表より算出。

したがって、通貨別貿易をみた場合、この期間、ドル建輸入額にだけ大きな変動がみられる。それ故、貿易収支の為替相場への影響もドル建輸入額の変動によって現われていよう。ドル建輸入額は11年上半期には24兆円弱であったのが、13年下半期から14年にかけては半期に31兆円を越すようになり、15年から減少し16年には22兆円前後にまでに大きな減少となっている。その主要因は、原油・天然ガスの輸入額に急激な増減があるからである。

第5表をみられたい。2011年には原油・天然ガスの輸入額の前年に対する増加額は3.3兆円にのぼり、全輸入額の対前年増加額（8.4兆円）の約40%にのぼっている。2011年3月の東日本の大地震によって原子力発電が停止し、天然ガス・原油の輸入数量が増加し、それに原油・天然ガス価格の上昇が重なったからである²³⁾。12年にも原油・天然ガス輸入額の前年に対する増加額は2.1兆円に、その増加額は全輸入額の対前年増加額の80%に達する。13年にも原油・天然ガス輸入の対前年増加額は3兆円を超している。14年になると対前年増加額は落ち着いてくるが高い水準の輸入額が続いている。しかも、原油の価格は14年前半期まで1バーレル100ドルを超していた。さらに、12年末からの円安が輸入の円換算額を高めている。

以上のように、2012年以後の日本の貿易における変化は、ほとんど原油・天然ガスの輸入によるものと言えよう。しかも、原油・天然ガスの輸入には長期のユーザンスが付随しており、このことが為替相場に与える影響に時間的ズレを作っているのである。原油等の輸入においては、多くの場合3つのユーザンスが付いている（第1図参照）。原油を輸入してから石油製品

第5表 原油・天然ガスの輸入額の増減¹⁾ (兆円)

	原油・天然ガスの輸入額 ²⁾ の対前年増加額(A)		全輸入額 ³⁾ の対前年増加額(B)
2011	3.3	(39)	8.4
上半期	1.7	(51)	3.2
下半期	1.6	(32)	5.1
2012	2.1	(80)	2.6
上半期	1.1	(45)	2.4
下半期	0.9	(823)	0.1
2013	3.0	(29)	10.6
上半期	0.8	(28)	2.9
下半期	2.2	(29)	7.7
2014	0.4	(9)	4.6
上半期	0.8	(20)	3.9
下半期	-0.4	(—)	0.8
2015	-8.0	(108)	-7.4
上半期	-3.9	(122)	-3.1
下半期	-4.2	(96)	-4.3
2016	-4.9	(39)	-12.4
上半期	-3.0	(45)	-6.8
下半期	-1.8	(32)	-5.6

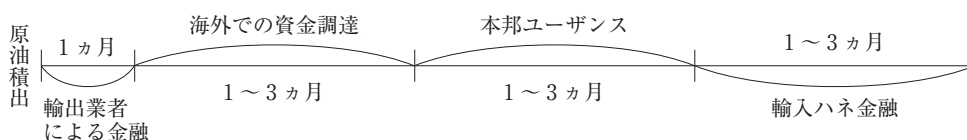
注1) 四捨五入のため誤差がある。

2) 通関ベース、9桁速報値、()内は(B)欄に対する比率。

3) 9桁速報値(通関ベース)。

出所：財務省「国際収支状況(速報)の概要」の毎号より。

第1図 原油輸入のユーザンス



出所：拙著『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992年、63ページ参照。ただし元は秋山真雄「円建BA市場について」東海銀行『調査月報』1985年7月、15ページ。

の販売代金を回収するまで長期間を要するからである。ユーザンスはシッパーズ・ユーザンス(現在も1か月が一般的)、海外での資金調達(石油会社の子会社を通じる海外市場での外貨資金の調達など)、本邦銀行のユーザンス(本邦ローン、インパクトローンなど)である。筆者はこのことを80年代の原油輸入において示したが²⁴⁾、石油価格が上昇する時期にはユーザンス期間が長くなりユーザンス額が増加するという²⁵⁾。今日も同様の事態が継続していることが『石油便覧』²⁶⁾等でも確認できる²⁷⁾。現在、原油・天然ガスの輸入決済に伴う外貨資金の借入は多様な形でありうるから本邦ローン(本邦ローンには円建の「はね返し金融」が付いていることが多いので有利)に限られることはなく、多様な形態での外貨資金の調達が可能であ

るから、輸入時点と外貨借入金の返済（為替取引が伴う）時点は大きくズレることになる。また、円高時には長期の先物為替が利用されよう。原油等の輸入には円高が有利だからである。

上のように、2011年以降14年までの原油・天然ガスの輸入額の増加は、ユーザンス額の増大とユーザンス期間、先物期間の長期化をもたらし、原油・天然ガスの輸入が記録される時点と為替取引が行なわれる時点がかなりズレることになった。そのため、11年からの原油・天然ガスの輸入額の増加とそれによる日本の貿易収支の赤字化・赤字額の増大が円安をもたらすまでに1年以上の期間を要することになり、円高是正・円安の進行がアベノミクスの公表時の12年末から13年になったのである。

5) 国際収支の他の諸項目——サービス収支、第1次所得収支、金融収支について

かくして、11年以後の原油・天然ガスの輸入額の増減が12年以後の為替相場に遅れて影響を与えることが確認できたが、国際収支の他の諸項目はどうであろうか。

まず、サービス収支であるが、この間、旅行収支の黒字化により赤字幅が縮小している。全体の収支は3兆円強の赤字（2013）から1兆円を下回る赤字（16年）へ。輸送は6000~7000億円の赤字、旅行は14年に赤字が500億円を割り、15年からは1兆円を超す黒字に、その他は2兆円前後の赤字になっている。サービス収支の支払は外貨、受取（海外の支払）は円貨であるが、この間、収支が均衡化してきており為替相場への影響は小さくなっている。

次に第1次所得収支であるが、収支黒字が11~12年には14兆円強で13年から増大している（第2表）。受取の方はほとんどが外貨（大きな金額）であり、13年から15年の円安時には円換算で国際収支表の上では増大して現われる。収益の区分をみると、直接投資による収益のかなりの部分は再投資に当てられるだろう。直接投資収益における「再投資収益」（金融収支の直接投資に記録²⁸⁾）はもちろん、「配当金・配分済支店収益」も、多くがのちの再投資のために親会社に留保されるだろう。その留保資金は外貨のまま再投資まで運用されるだろう（金融収支の証券投資等に記録）。なぜなら、収益の外貨を円に転換して、のちに円を外貨に転換して直接投資を行なうには為替で損失する可能性が高いからである。したがって、直接投資収益による為替取引はあまり生まれにくい。証券投資収益（配当金、債券利子）、貸付利子の受取はほとんどが諸金融機関、上に記述の直接投資家のものであり、これらもかなりの額が次の種々の金融投資に当てられ、円への転換は少ないと考えられる。

以上から、第1次所得収支での外貨受取は、のちの外貨建・対外投資（金融収支に記録）の原資となる部分が多く、貿易取引におけるように為替取引によって円に転換される部分は相対的に少ないと考えられる。「収益の再投資」（直接投資収益だけでなく「その他の収益」によるもの）は、国際収支表では金融収支のうちの外貨準備を除く部分（以前の「投資収支」にあたる）に記録され、投資収益の受取と「投資収支」の資産との両項目建となる²⁹⁾。

もちろん、投資収益の受取の全額が再投資に当てられるのではないから、残りの部分はドル等外貨が円に転換される。投資収益のうち再投資に当てられない部分は、したがって国民的レベルでは最終的にはドル建貿易赤字の決済（こちらの方は円のドルへの転換）に回ってしまう³⁰⁾。しかし、ドル建貿易赤字はかなりの部分が原油・天然ガスの輸入であるから、ドル建貿易赤字が国際収支表に記録される時点とそれらの決済のための為替取引の時点はズレるが、投資収益の円に転換される部分は国際収支表に記録される時点と為替取引が行なわれる時点とのズレはほとんどないであろう。したがって、投資収益のうちの再投資に当てられない部分はドルから円に転換され、他方、ドル建貿易赤字の方は円からドルへ転換され、最終的には為替需給は均衡化するのであるが、時期的にはズレが生まれることになる。なお、ドル建貿易赤字が大きくなる時期には投資収益によるドル建貿易赤字の決済が完全に進まず、13年下半期、14年上半期のように経常収支が赤字になる。

以上のように、投資収益の受取は、一つには再投資の原資となり、また、一つにはドル建貿易赤字の決済に最終的に回り、投資収益が円高要因になることは最終的に——1年と数か月の期間では——はないが、後者のドル建貿易赤字の決済は時期的にズレるから当面は円高要因となる。

逆に投資収益の支払はほとんどが円貨であり、海外の受取手による円での再投資に当てる部分が多ければ為替相場への影響は小さい。なお、第1次所得収支黒字は20兆円前後で推移しているから、日本の外貨受取が圧倒的である。

上に記述してきたことを踏まえて、次に金融収支（外貨準備を除く）の為替相場への影響について論じよう。2013年下半期、14年の上半期を除き経常収支は黒字で、2011年以外には為替介入が行われていないから、経常黒字額が「投資収支」（金融収支の外貨準備増減を除いた部分）での資金流出額となる（誤差脱漏、資本移転等収支を除く）。

しかし、前述のように投資収益（直接投資収益だけでなくその他の収益も）のかなりは対外投資となり、「投資収支」の諸項目に記録され、投資収益と「投資収支」の資産との両建となる。しかし、13年下半期、14年上半期のような経常赤字になる時期を除いて通常は、「収益再投資」以外の投資も存在する。その原資は経常収支のうちの「投資収益」以外の諸項目となる。サービス収支は均衡化しつつあるので、それはほとんどが貿易収支のうちのドル建以外の部分（円建が中心）となる。ドル建貿易赤字のかなりの部分は「投資収益」のうちの「再投資」に回らない部分等で最終的に決済されるからである。したがって、「収益再投資」以外の対外投資の原資は円建貿易黒字ということになる³¹⁾。

さて、13年以後、以前にもまして金利低下が進行しているので国内に有利な投資対象が乏しくなり、諸金融機関は対外投資に向かうことになる（前稿の第2節第2項参照）。したがって、収益再投資を除く対外投資は「円投」が大きな部分を占める（前稿、第12図、とくに原油・

天然ガスの輸入額が減少して経常黒字が大きくなった15年から「円投」が増加)。もちろん、「円投」は円高時には為替リスクを伴うので、そのかなりの部分（とくに総合持高をもたない銀行等の投資は）は為替スワップを利用したものとなる。日本の金融諸機関による直物で円をドルに替え、先物でドルを円に換える為替スワップである。

しかし、その取引額が膨らんで逆の通貨交換の為替スワップ取引需要が少ないと、「ドル転」スワップにプレミアムが付くようになる（前稿、第13図、第14図）。つまり、先物相場が「金利平価」を基準とする相場よりも円高になるのである。このことによって、数か月後の直物相場に円高観が生まれてこよう。

以上、縷々述べてきた国際収支諸項目の為替相場への影響を簡単にまとめておこう。短期的にはともかくもネットの対外投資額を最終的に決めるのは経常収支の黒字額である。そのうち、第1次所得収支の受取（外貨建がほとんど）のかなりが再投資（「投資収支」）に当てられる。また、再投資に当てられる部分以外の残りの受取は最終的には時間差を伴ってドル建貿易赤字の決済に回ってしまう。しかし、ドル建貿易赤字に伴う為替取引は、投資収益（半分ぐらいの部分）の円への転換の時期とズレがあるので、投資収益の円への転換により当面は円高要因となる。このことが12年秋までの円高の要因であった。しかし、第1次所得収支黒字の為替相場への影響は時期的にはズレがあるとはいえ、1年以上の期間では小さくなってしまふ（13年以降、投資収益の円高要因が徐々に消えていく）。さらに、サービス収支赤字は小さくなってきているから、為替相場により強い影響を与える国際収支要因は経常収支のうちの貿易収支と対外投資のうちの「円投」ということになる。

前者は11年以後、とくにドル建の原油・天然ガスの輸入額の変動が大きく、原油・天然ガスの輸入には相対的に長い期間のユーザンスが伴うから国際収支表に記録される時点と為替取引の時点がかなりズレ、為替相場への円安影響のうちに引き伸ばされる。後者は為替スワップが伴うことが多いことから、しかも「ドル転」にプレミアムが付いていることから、数か月の直物相場に円高観を作りやすくなっている。

6) 各時期の為替相場変動とそれを規定した諸要因

以上の論述を踏まえて、2012年末から今日までの為替相場の変動とそれを規定した諸要因を簡単にまとめておこう。しかし、12年末から16年上半期までは前稿において記しているのでごく簡潔に。

① 12年末から13年春までの時期は、アベノミクスの表明と黒田・日銀新総裁の就任決定によって「期待・予想観」が変化して円高是正のきっかけとなったが（予想インフレ率が13年初めから急上昇、前稿の第1図）、根底的な要因は11～12年における原油・天然ガスの輸入額の増大による貿易収支の赤字化と赤字幅の増大である。② 13年5月から14年秋までの時期に

は、「異次元の金融緩和」政策が実施されながら100～105円ぐらいで為替相場は一進一退の状況となった。アベノミクス、「異次元の金融緩和」による予想インフレ率も13年春から上昇が止まってしまった（前稿、第1図）。また、FRBは量的緩和からの「出口」を検討しながら実施を延期していた。日米両国は金融緩和を実行していて金融政策のスタンスは基本的に同調している。したがって、この間の為替相場を根底において規定しているのは貿易収支、経常収支であろう。13年上半期の貿易収支は前年下半期の水準にとどまり経常黒字が少し増加した。しかし、13年下半期、14年上半期には原油・天然ガスの輸入額の増加あるいは高い水準での輸入が維持されて、貿易収支赤字が増大し経常収支が赤字になった。このような貿易収支と経常収支の推移が、予想インフレ率の上昇停止とともに為替相場が一進一退の状況になった要因であろう。

③ 14年10月末から15年初めにかけて急激な円安が進行し、15年末まで120円前後で推移した。14年10月末からの急激な円安は日米で重要な金融政策の変更がきっかけとなった。10月29日にFRBは量的緩和政策（QE3）を終了させた。その数日後の31日に日銀は国債等の購入額を80兆円に引き上げる「追加緩和」を決定した。政策スタンスは真逆になったのである。このことが急激な円安のきっかけとなったのであるが、13年下半期から14年上半期における貿易赤字の増大と経常収支の赤字化が時期的ズレを伴ってその円安を下支えている。

④ 16年当初から為替相場は今度は11月まで円高に振れる。15年12月16日にFRBはゼロ金利政策を解消しフェデラル・ファンド金利を0.25～0.5%に誘導することを決定し、日銀は16年1月29日にマイナス金利の導入を決定して、日米の政策スタンスの真逆の度合いが高まったにも関わらずにである。したがって、この期間の為替相場は15年の貿易収支、経常収支の動向によって規定されていたと言えよう。15年上半期から貿易赤字が急減し、それによって経常黒字が大幅に増加している。原油、天然ガスの輸入額が減少し、貿易収支の為替相場への影響における時間的ズレが以前よりも小さくなっている。⑤ところが、16年11月にトランプ氏が米大統領に選ばれ、為替相場が急激な円安に振れた（前稿、注11参照）。トランプ氏が大規模な財政出動と企業減税を公約に掲げており、それが「期待・予想観」を作り出し、その思惑が米金利の上昇とドル高を引き起こしているのである。日本の貿易赤字の減少・経常黒字の増大にも関わらずにである。また、16年12月にFRBは「出口」政策の進展＝金利引上げを行なったことがドル高・円安を進めた。

17年の3月はじめにおいても、なお、トランプの経済政策への「期待感」は完全に消滅していない。しかし、今後の米政権の不安定化などによって、「期待・予想観」はいつ消滅するかわからないし、日本の原油・天然ガスの輸入額の減少＝円安要因の減少が続いているから³²⁾、これらが16年11月末以降の円安をストップさせる可能性もある。

（2017年3月2日脱稿）

注

- 1) 拙稿「量的・質的金融緩和と予想物価上昇、為替相場、株価」『立命館国際研究』第29巻3号、2017年2月。小論で前稿とは以下でもこの論文のことである。
- 2) 同書は、2016年2月から8月にかけて「論争・マイナス金利政策」と題して12回にわたって日本経済研究センターが行ったセミナーの概要である。
- 3) 異次元金融緩和の主唱者である浜田宏一氏は、岩田氏が「インフレ期待を通ずる実質金利の低下による需要創出」(『激論』192ページ)を唱えていたと氏を称賛している。また、岩田氏の『争点』での掲載論文名も「予想形成に働きかける金融政策を」となっている。
- 4) ここで非銀行等・民間部門というのは、日銀がマネーストック統計において「通貨保有主体」という以下の部門である(小論の以下でも同じ)。居住者のうち一般法人、個人、地方公共団体、地方公営企業であり、一般法人とは預金取扱機関、保険会社、政府関係金融機関、証券会社、短資会社等を除く法人のこと。なお、マネーサプライ統計では「通貨保有主体」に含まれていた証券会社、短資会社、非居住者はマネーストック統計では「通貨保有主体」から除外された(日本銀行「マネーストックの概要」より)。
- 5) マネタリー・ベースが増加しても貸出が増えない理由については、前稿、第1節の末尾をみられたい。
- 6) 世界の過剰資金の存在については、拙稿「原油価格の低落と中国のドル準備の減少の中での対米ファイナンス」『立命館国際研究』29巻1号、2016年6月、第3図(78ページ)をみられたい。
- 7) 前稿、第1図参照。
- 8) マネタリー・ベースを増加させても貸出が増加しないことを「貨幣的現象」で説明するのは無理であろう。貸出の低調は、設備投資の伸び悩み、内部留保金の累積、個人消費の停滞から説明せざるを得ないだろう。
- 9) 2013年6月にBISが『83回年報』において「非伝統的金融政策」の持続不可能を論じ、それからの脱却を提案したのも、「次の金融・経済危機が勃発したときに再び対応力をもちうる」(BIS, 83rd Annual Report, p.8)ためである(拙稿「アメリカの量的金融緩和と新たな国際信用連鎖の形成についての覚書」『立命館国際研究』26巻3号、2014年2月参照)。
- 10) 本節での「非リフレ派」の人たちの引用は最低限のものにとどまった。しかし、いくつか、今後検討しなければならない指摘がある。それを註において示しておこう。翁 邦雄氏は「金融政策の本質が、いまお金を使うか、将来お金を使うかに働きかける政策である・・・その効果は、家を来年建てる代わりに今年建てるように働きかけるということにすぎません。今年に前倒しさせると、その分来年になると建てたい家の数は減ります」(『激論』63ページ)、「金融政策では、人口動態に規定される」(同、64ページ)と述べられている。また、吉川 洋氏は「貨幣数量説が『他の事情が等しければ一般物価水準は貨幣数量によって決まる』と説いているのに対し、マーシャルは『他の事情は等しくないと述べている』」(同、148ページ)と主張され、マクロ経済学の根本を問われる。さらに、池尾和人氏は、「中長期的には現実が経済学の論理から大きく乖離することはない、それゆえ経済学は学ぶ価値のある有益な学問である」(同、302ページ)。「銀行部門が国債を購入すると預金が増えるということは、nominalなレベルの信用創造としては起こります。ただし、問題は創造されたマネーストックを裏付ける貯蓄が存在しているかどうかです」(同、317ページ)。「信用創造はいわば貯蓄の「先取り」です」(同)。これらの発言は小論では検討できなかったが、意味深長であり、今後掘り下げられるべき論点である。しかし、彼らの発言にもいくつかの疑問は残る。例えば、池尾氏は「銀行部門が国債を購入すると、常にマネーストックが増えます」(317ページ)と述べられる。したがって、彼らの興味ある

指摘も十分注意しながらの検討が必要となる。

- 11) 日銀当座預金口座を開設している金融機関は銀行（在日外銀支店を含む）、信金、協同組織金融機関の中央機関、証券会社、短資会社で、保険会社は開設していない（日銀「公表資料・広報活動」より）。
- 12) ここでは、論述を簡単にするために、財・サービスを生み出すのは非銀行等・民間部門のみとし、銀行は貸出によって「預金創造」を行なうほか、金融仲介業務のみを行なうものとし、その他の「通貨保有主体」から除外されている金融機関は金融仲介業務のみを行なうものとする。
- 13) S ：民間部門の貯蓄、 I ：民間部門の投資、 T ：税収入、 G ：政府支出。
- 14) 前稿の第2表をみられたい。
- 15) 日銀の銀行等からの国債購入には経常収支の黒字または均衡下での民間部門の「余剰」が形成されていることが前提になっているが、日銀による銀行等を経ない政府からの直接的な国債購入（＝日銀引受）はその前提がない。したがって、インフレが発生する。以下の拙稿をみられたい。「経常収支と財政収支の基本的な把握」『立命館国際研究』26巻2号、2013年10月、230～232ページ参照。
- 16) 前稿、第1節第2項（119ページ）参照。
- 17) 前稿の注6)において以下のように記していた。『為替相場と経常収支の時間的ズレを説明するもっとも代表的な議論が「Jカーブの理論」である。いま、この議論については深入りしないが、経常収支、貿易収支の変化が為替相場に現われるまで「時間的ズレ」があるのは十分に想定されるだろう。この1年と少しのズレがなぜどのように生まれているのか、「Jカーブ」についての議論もあるが、それも含め種々の要因について実証的な検証は小論（＝前稿）ではなされていない。別途行われなければならないが、諸国際取引が国際収支表に記載される時点と為替取引が行なわれる時点とのズレ、先物取引、為替金融などの多様な要因があろう』（138～139ページ）。このような問題意識を保持して本節で本格的な検討を行なったのである。
- 18) 日本銀行・国際収支統計研究会『入門 国際収支』東洋経済新報社、2000年、13ページ。
- 19) 輸出ユーザンスとは「為替銀行が輸出者からの依頼により期限付輸出手形を買い取り、輸入者に対しては輸入決済を一定期間猶予する銀行ユーザンス」である（『国際金融年報』1996年版、199ページ）。
- 20) 現在、決済条件、決済方法を示す公的統計は存在しない。最後の統計となった1991年の通産省「輸入報告統計」では、「後払い」が輸入全体の56.9%、「一覧払い」が31.0%となっている（同統計、18ページ）。しかし、「後払い」のみがユーザンス利用ではない。「一覧払い」また、短期の「後払い」の場合も、輸入業者は銀行からユーザンスを受け対外的には決済を行なうことが多いのである。そのかなりの部分が本邦ローン、BCユーザンス、アクセプト方式などである。1980年代中期には全輸入のうち70%以上にユーザンスが利用され、平均のユーザンス期間は2.47カ月である（拙書『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992年、101ページ、『第11回国際金融局年報』（1987年版、194～195ページ参照）。第12回の『年報』は、1983年以降低利なインパクトローン等へのシフトによりユーザンス利用率は低下しているが、原油価格の上昇により利用率は高まっていると述べている（223ページ）。
- 21) 前掲拙書、105ページ。
- 22) 通産省『輸出確認統計』（1991年版、1992年1月21日）20ページ、なお、この1991年版が同統計の最終版である。
- 23) 輸入数量の対前年比は2011年に天然ガスが37.5%の増、原油は2.7%の減、12年には前者が25.4%の増、後者が7.3%の増、13年は17.5%の増、0.6%の減、14年は11.2%の増、5.5%の減、15年は29.5%の減、2.3%の減、16年は40.4%の減、0.3%の減などである。天然ガスの輸入数量は増加して

- いるが、原油の輸入数量は12年を除きやや減少している。しかし、原油価格は11年には1バーレル109円、12年は115円、13年には111円、14年に105円、15年に55円、16年に42円と、14年までは高価格水準が続いており15年から半分近くに下落している（以上の数値は財務省の「国際収支状況（速報）の概要」より）。したがって、原油の輸入数量は微減であるが、14年まで価格上昇により原油の輸入額が増加し、天然ガスの方は数量自体が増加し、原油・天然ガスの輸入額が合わせて14年まで増加していった。
- 24) 拙書『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992年、63～64ページ、83～84ページの注33をみられたい。
- 25) 『第12回国際金融局年報』（1988年版）、223ページ。
- 26) 日本石油株式会社編『石油便覧』2000年、第4編第3章第1節（238ページ）。
- 27) 以下の『石油・天然ガス用語辞典』（1986年）の電子化した版（最終更新日2016年8月31日）からの「ユーザンス」「はね返り金融」も参照されたい（<http://oilgas-info.jogmec.go.jp/dicsearch.pl?sort=KANJI&sortidx=1&target=KEYEQ>。（検索日、2017年2月17日））。
- 28) 日本の国際収支表では、第1次所得収支における直接投資収益の「再投資収益」が金融収支の直接投資のうちの「収益の再投資」に記録される（金額が合致する）。
- 29) 2015年の直接投資（資産、15.8兆円）のうち、「収益の再投資」は4.6兆円である（財務省「国際収支状況（速報）」より）が、この「収益の再投資」は第1次所得収支の「再投資収益」の分であり、これは「配当金として配分されない・直接投資家等に送金されない」（日銀・国際収支統計研究会『入門国際収支』東洋経済新報社、2000年、304ページ）収益である。しかし、実際は、以前の年における「配当金・配分済支店収益」（親会社等への配当金、本社へ送金された収益、同書、304ページ）のかなりの部分が親会社等によって留保され、対外証券投資等として運用されていた（その運用は以前の年における金融収支の証券投資、その他投資に記録されている）ものが15年の直接投資に当てられているものと考えられる。したがって、国際収支表に記載されている「収益の再投資」額以上に実際の収益による再投資額は大きいと考えられる。また、証券投資収益の再投資分も、もちろん「国際収支状況（速報）」には記載がないが、大きいと考えられる。15年の「証券投資収益」（受取）は17.0兆円で、証券投資（資産）は36.9兆円である（同速報）。
- 30) 投資収益収支黒字の半分ぐらいが再投資に当てられ、残りの半分ぐらいが国際収支表でみる限りドル建貿易赤字の決済に使われるように示される（拙稿「2013年の日本の国際収支構造と為替需給」『立命館国際研究』27巻1号、2014年6月、第10表（189ページ）、「ドル建貿易赤字、投資収益収支黒字、その他投資の増大」同誌、21巻3号、2009年3月、第2表（159ページ）参照）。
- 31) 前注に記されている拙稿も参照されたい。
- 32) 16年に貿易黒字が生まれているが、輸出の増大によるものではなく原油・天然ガスの輸入額の減少によって輸入額全体が減少しているだけである（円安要因の大幅の減少）。円建黒字が増加しているのではない。円建黒字増大しているなら、海外で円高要因が生まれるが、円建黒字が増大していないのである。したがって、日米金利差とあいまって急激な円高は生まれないかもしれない。さらに、16年後半期から原油価格がやや上昇しており、また、16年12月からの円安もあって17年1月の原油輸入額は対前年同月比で35.6%も増加し、そのことが一部の要因になって25か月ぶりの全輸入額の増加をもたらす貿易収支も5か月ぶりの赤字になっている（財務省「平成29年1月分貿易統計（速報）の概要」2016年2月より）。

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

Three issues concerning Japanese QQE

This paper will discuss issues not examined in the previous paper, which focused on Japanese QQE (Quantitative and Qualitative Monetary Easing) during 2013~16.

Firstly, this paper will critically analyze the theory of the reflationists who have implemented Japanese QQE, especially that of Prof. Kikuo IWATA, now Deputy Governor of the Bank of Japan. Prof. Iwata has shown strong determination to increase the monetary base (MB) by purchasing huge amounts of government bonds until the goal of the price index is achieved.

Secondly, this paper will consider how money stock (MS) is built up. The increase of MS is usually regarded as the rise of bank loans. But this paper will prove that MS is not only the product of bank loans but also that of budget deficit. Table1 shows how MS, budget deficit and bank loans are interrelated.

Thirdly, this paper will point out that there is a time lag between the trade deficit and the subsequent decline of the exchange rate and this time lag is explained as the difference between the time when each trade is recorded in balance of payment and the time that foreign exchange transactions are implemented, which depends on the use of forward exchanges or trade financings.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

