

# 「マクロ経済理論から見た 日本経済の資金循環表」 に対するコメント

2024年1月

土居 丈朗

(慶應義塾大学・財務省財務総合政策研究所)

<https://j.mp/TakeroDoiJ>

# 総評

- わが国の財政金融政策とマクロ経済の実態を、理論面からみごとに描写したPositive Analysis
- Normative Analysisに寄っていた公共経済学者・財政学者に「反省」を迫る
- ただ、今後の日本経済・政策運営の行方に楽観を与えるものではない
- ソフトランディングはナローパス

# コメント：財・労働市場の超過供給と貨幣・国債市場の超過需要のマクロ経済的な調整

- 貨幣・国債の大量発行と財・労働市場の超過供給（GDPギャップ）は同時進行する。
- 逆にいうと、大規模なマクロ経済政策でも、GDPギャップの解消ができない。
- 貨幣・国債の追加発行規模は、財・労働市場の超過供給の程度に比例する。
- 財政資金によって、失業者や不採算企業への大規模な所得移転が生じる。
- ◆ 経済的動機のみならず、政治的にもこの「均衡」を制度補完的に支持したがゆえに、長期化したともいえる

※ 以下、

➤ は齊藤先生のプレゼン資料の引用

# コメント：中立命題との比較

- 「マイルドなデフレ過程では、実質国債残高増が『貸しっぱなし』の国債の実質残高増に見合っているので、国債は家計にとって純資産となる。ただし、将来家計消費が将来政府支出の犠牲となっている。」
- ◆ まさに、その意味で、財政政策のGDPに与える効果が打ち消されている
- 「財政規律を棚上げにしても財政破綻など起きない」が、それと同等に「財政出動をしてもGDPギャップは解消されない」
- 政府債務残高やマネタリーベース残高を増やした分だけ、マクロ経済の不安定性が増すというデメリットが、財政規律を棚上げにしたせいで増大した

# コメント：統合政府の負債

- 「超過準備預金は、貨幣というよりも、統合政府発行の変動利付国債と考えた方がよい」
- ◆ 巷間の「統合政府」論者が見落としている点はこちらにある
  - 日銀による国債買入れは、統合政府の負債の形態や満期構成を変える効果があるまでであり、返済しなくてよい負債にできるわけではない
  - しかも、巷間の「統合政府」論者は、持続的にインフレになっても日銀が保有する国債を未来永劫保有し続けられると勘違いしている

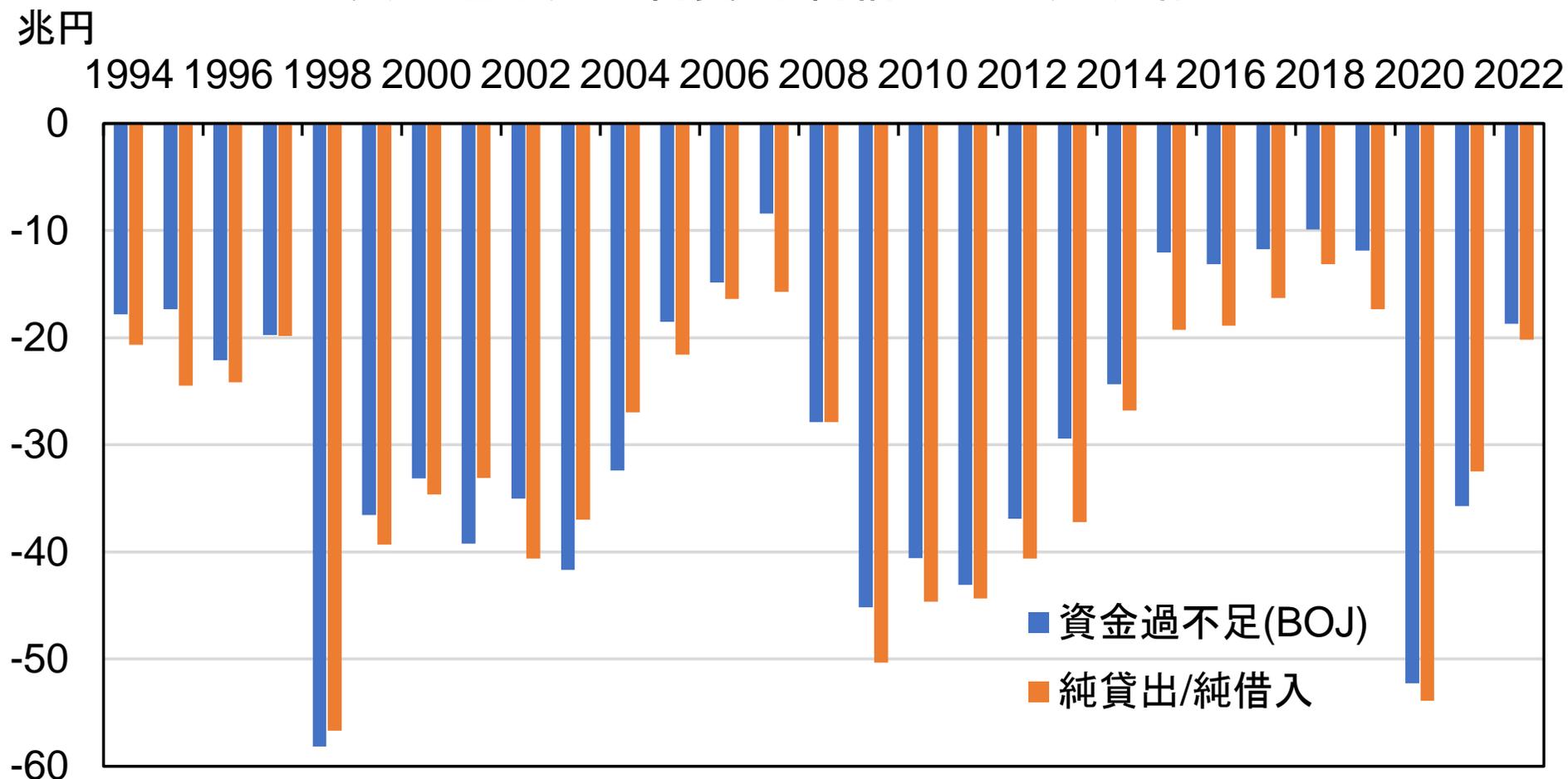
# マイナー・コメント

- ◆資金循環統計の資金過不足には、下記の特殊要因は除去されていないのではないか？
- 1998年度は、一般会計（一般政府）による日本国有鉄道清算事業団（公的非金融企業）からの債務承継として資本移転（支払）（約24.2兆円）が計上
- 2003年度以降、代行返上に伴う厚生年金基金（金融機関）から年金特別会計（旧厚生保険特別会計）（一般政府）への積立金の移管として資本移転（受取）（2003年度約3.5兆円、2004年度約5.4兆円、2005年度約3.5兆円、2006年度約0.7兆円、2007年度約0.6兆円、2008年度約0.3兆円、2009年度約0.2兆円、2010年度約0.0兆円、2011年度約0.1兆円、2012年度約0.1兆円、2013年度約0.1兆円、2014年度約2.1兆円、2015年度約4.7兆円、2016年度約4.4兆円、2017年度約1.6兆円、2018年度約0.7兆円、2019年度約0.1兆円、2020年度約0.1兆円、2021年度約0.1兆円、2022年度約0.0兆円）が計上
- 2008年度は、一般会計（一般政府）による日本高速道路保有・債務返済機構（公的金融機関）からの債務承継として資本移転（支払）（約2.9兆円）が計上
- 2011年度は、「東日本大震災に対処するために必要な財源の確保を図るための特別措置に関する法律」に基づく日本高速道路保有・債務返済機構（公的金融機関）から一般会計（一般政府）への国庫納付（約0.3兆円）として資本移転（受取）が計上

# 質問

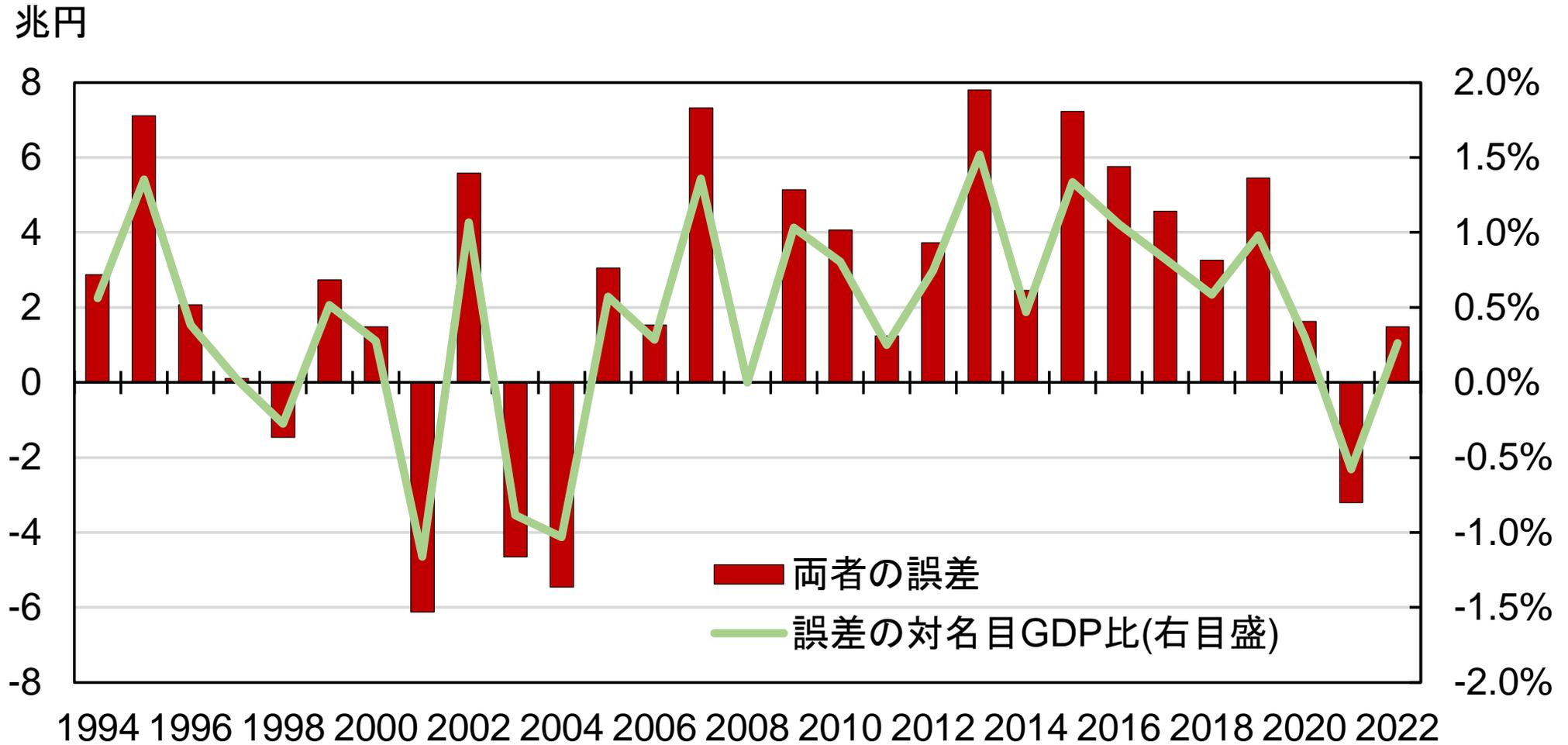
- 「海外投資家が日本国債の保有でを得る差益」は、為替変動以外に、日銀の超高値（マイナス金利などの超低金利）での国債買入れによっても得ているといえるか？
- 資金循環統計の資金過不足とSNAの純貸出/純借入との誤差は、どう考えればよいか？

## 資金過不足と純貸出/純借入（一般政府）



資料：日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」

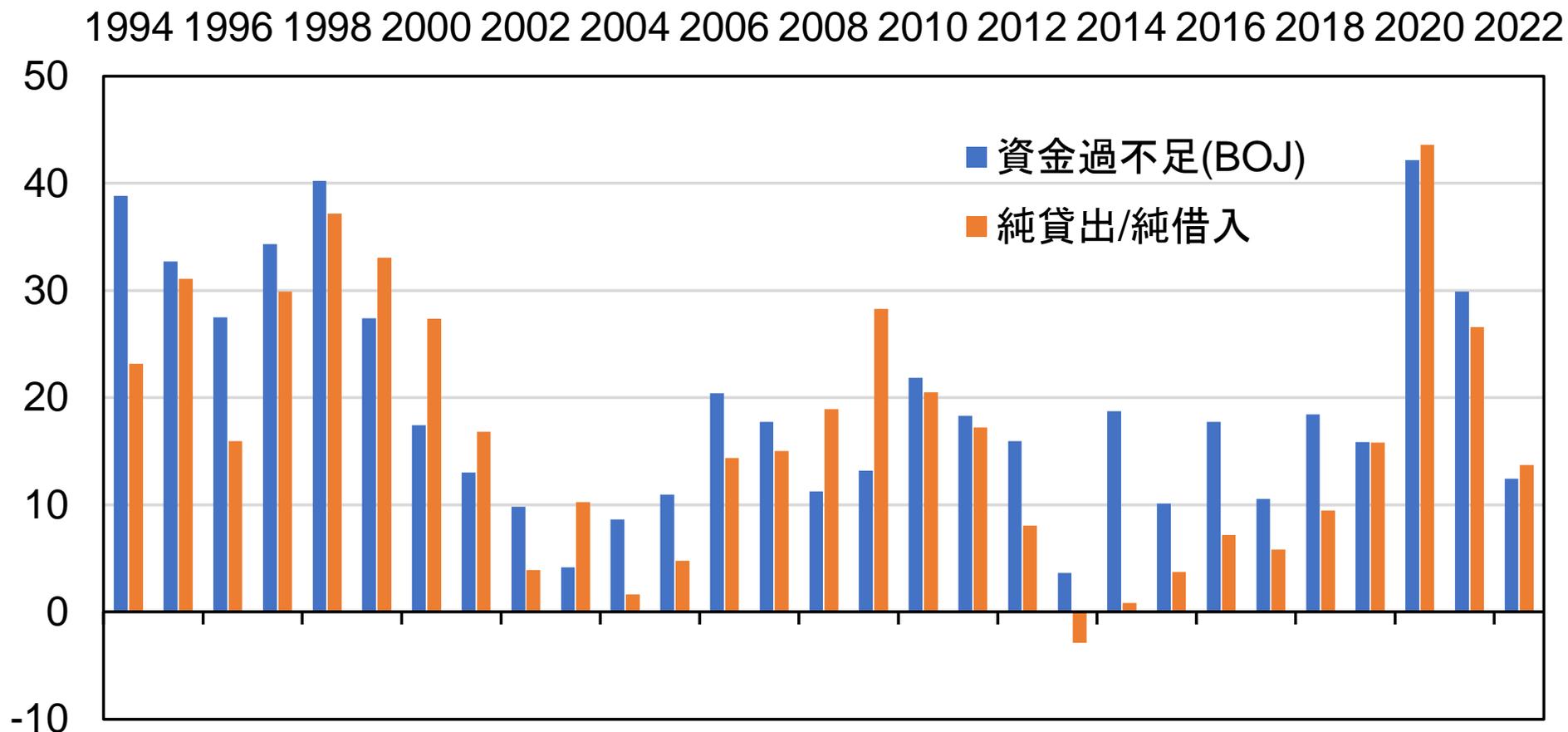
## 資金過不足と純貸出/純借入の誤差（一般政府）



資料：日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」

## 資金過不足と純貸出/純借入（家計）

兆円



資料：日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」

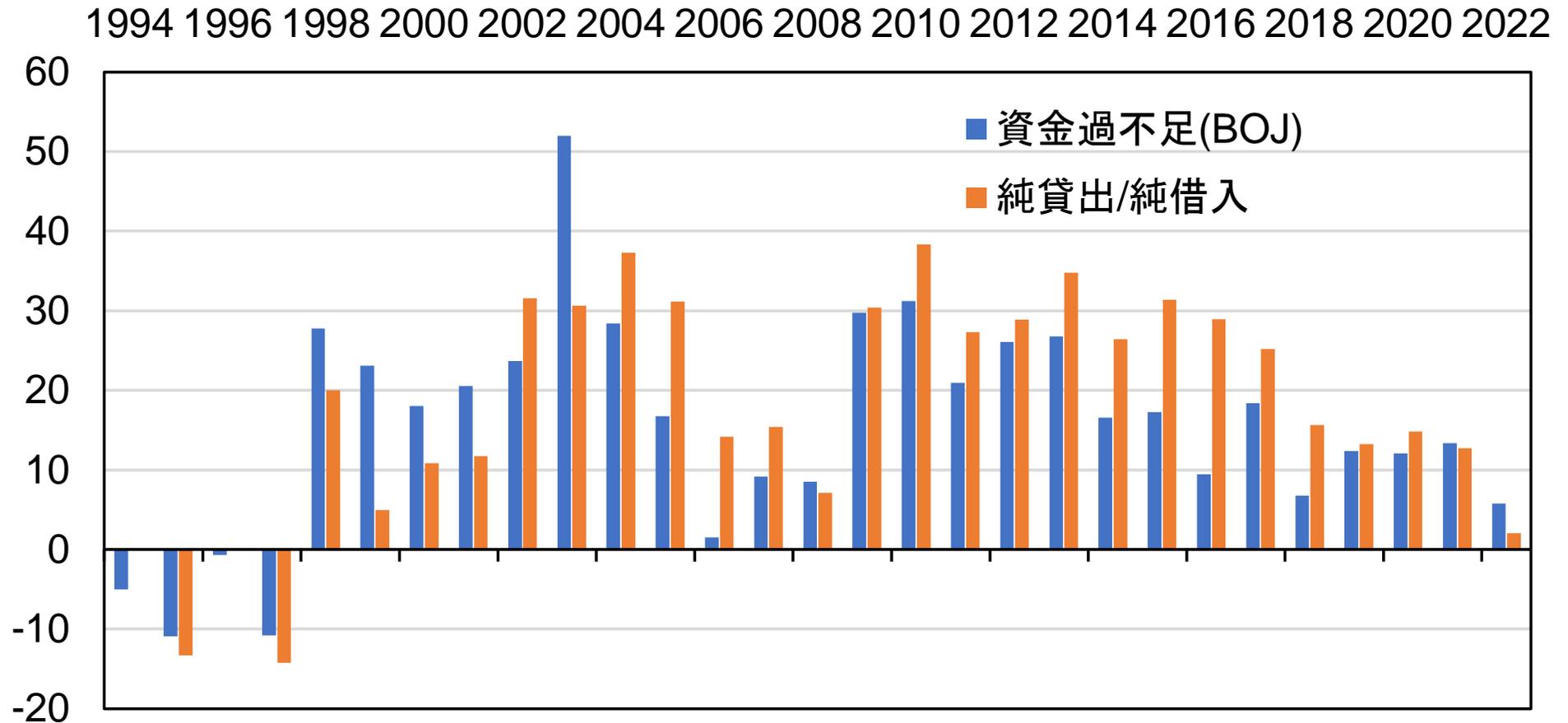
## 資金過不足と純貸出/純借入の誤差（家計）



資料：日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」

## 資金過不足と純貸出/純借入（非金融法人企業）

兆円



資料：日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」

## 資金過不足と純貸出/純借入の誤差（非金融法人企業）



資料：日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」