

# 対外投資と信用創造の関係 及び円経済圏の可能性の検討

戸村 肇

早稲田大学政治経済学術院

2024年3月7日

# 本日の報告テーマ

- 日本企業の対外投資需要は強いのに、なぜ円の借入需要は増えないのか
  - 対外投資と円と外貨の信用創造の関係の概説
- 1990年代以降の日本の資金循環構造の変化
  - 現状のマクロ的課題：民間向け銀行与信を増やす必要
  - 国際資金フローの文脈では、民間対内投資の振興が有効
- 野心的課題：円経済圏の国際的拡大は可能か

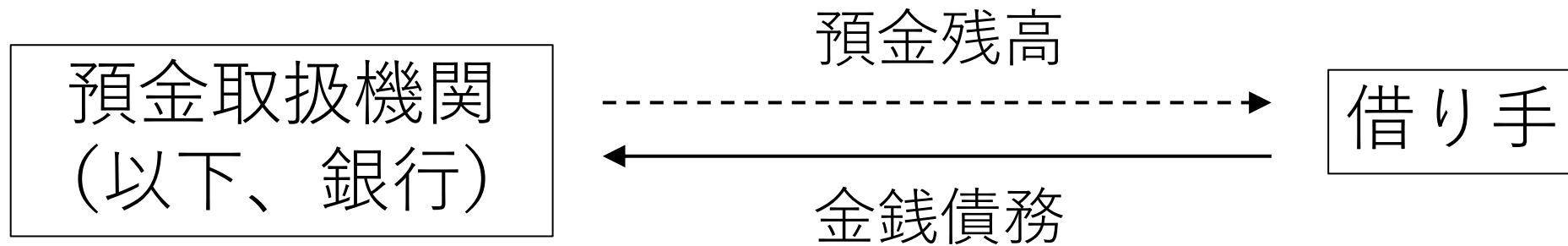
# 0. 信用創造の基本的な仕組み

# 現代の決済システムにおける 信用創造の基本的な仕組み

1. 銀行貸出により預金が創造される。
2. 借り手が預金を支払う。
3. 預金者から借り手への与信が銀行経由で事後的に成立。

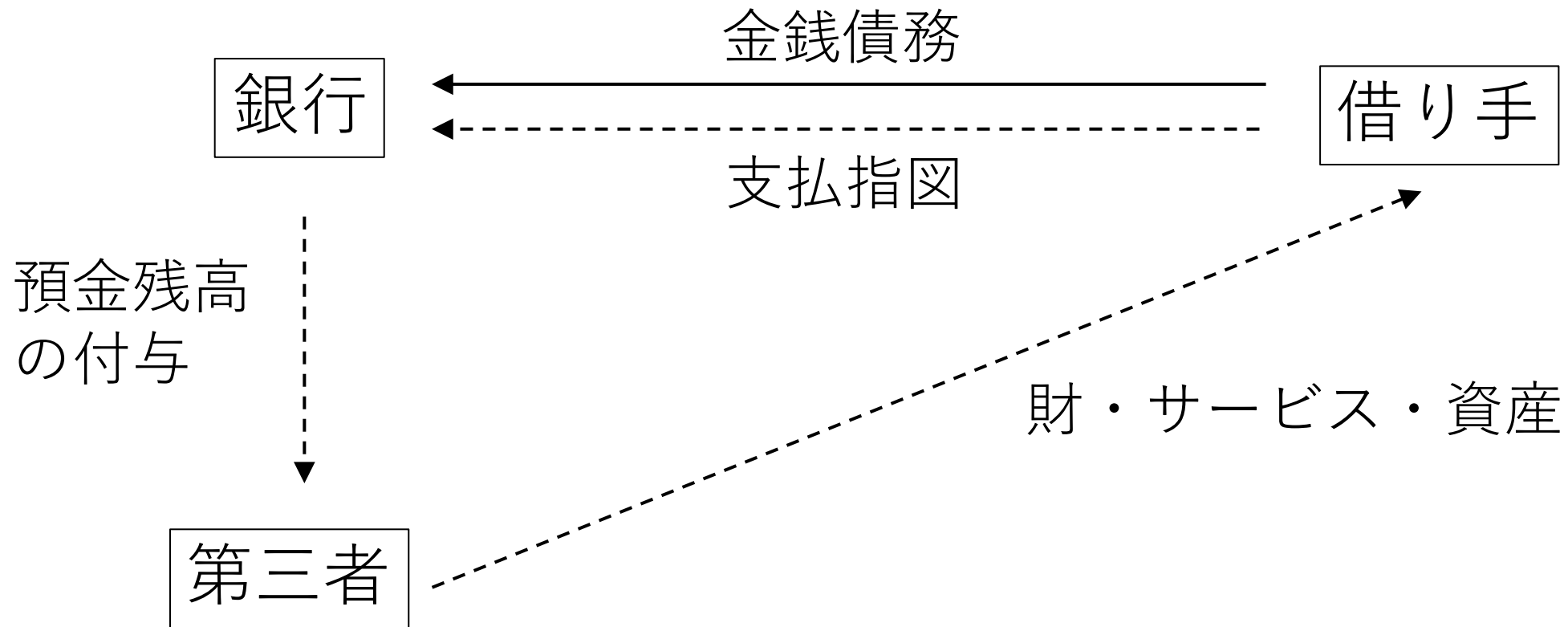
# 現代の決済システムにおける 信用創造の基本的な仕組み

## 1. 銀行貸出により預金が創造される。



# 現代の決済システムにおける 信用創造の基本的な仕組み

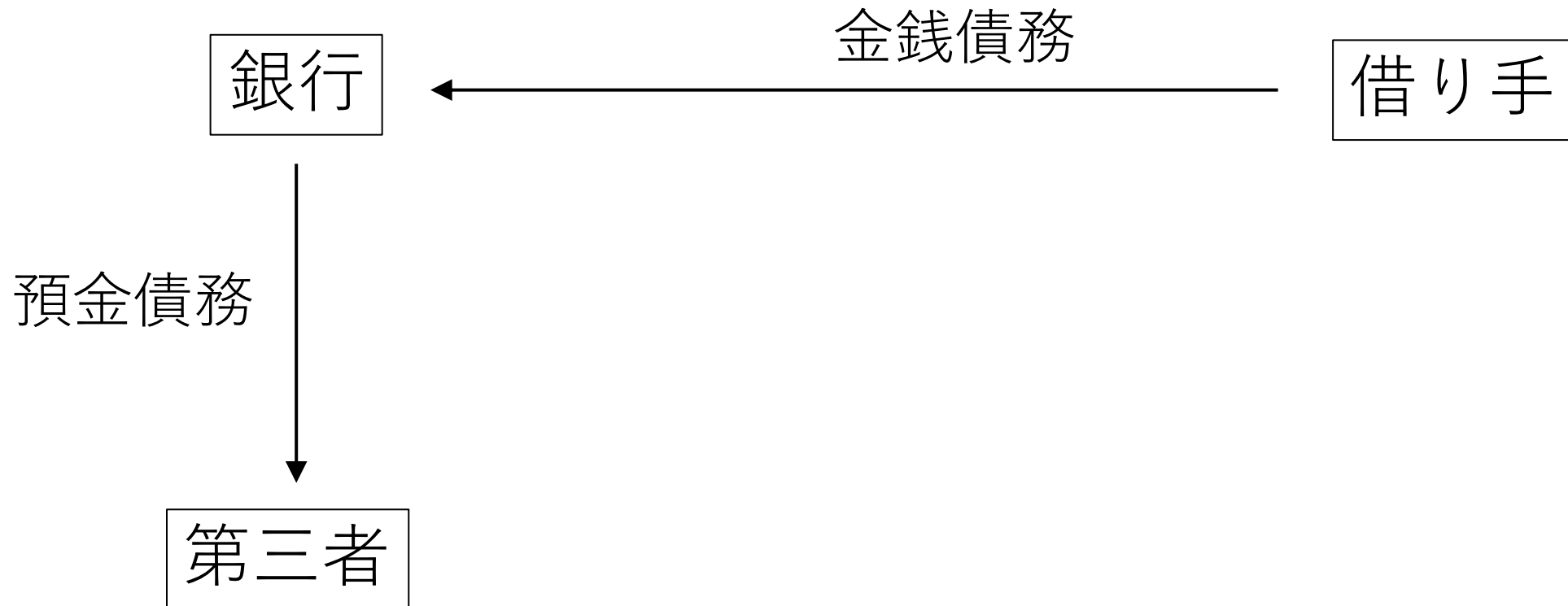
## 2. 借り手が預金を第三者に支払う。



(点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。)

# 現代の決済システムにおける 信用創造の基本的な仕組み

3. 預金者から借り手への与信が銀行経由で事後的に成立。



(点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。)

# 現代の決済システムにおける 信用創造の基本的な仕組み

- 池尾和人『現代の金融入門【新版】』2章58頁

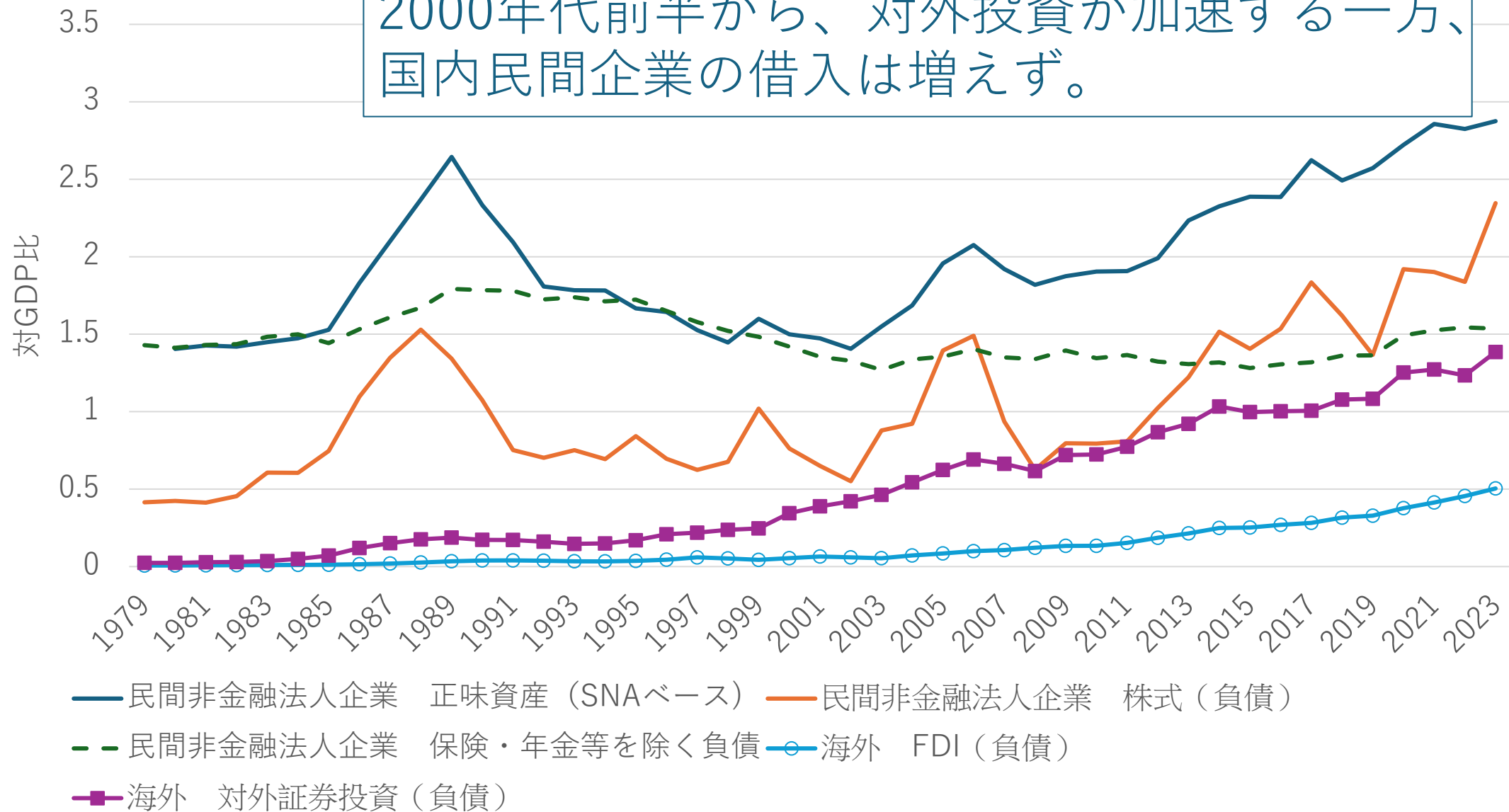
（銀行の）「信用創造機能とは、貯蓄の形成を先取りするかたちで、先行して資金の貸付を行う働きのこと」



# 1. 対外投資と円と外貨の信用創造の関係

# 対外投資と国内民間企業の負債・正味資産

2000年代前半から、対外投資が加速する一方、国内民間企業の借入は増えず。

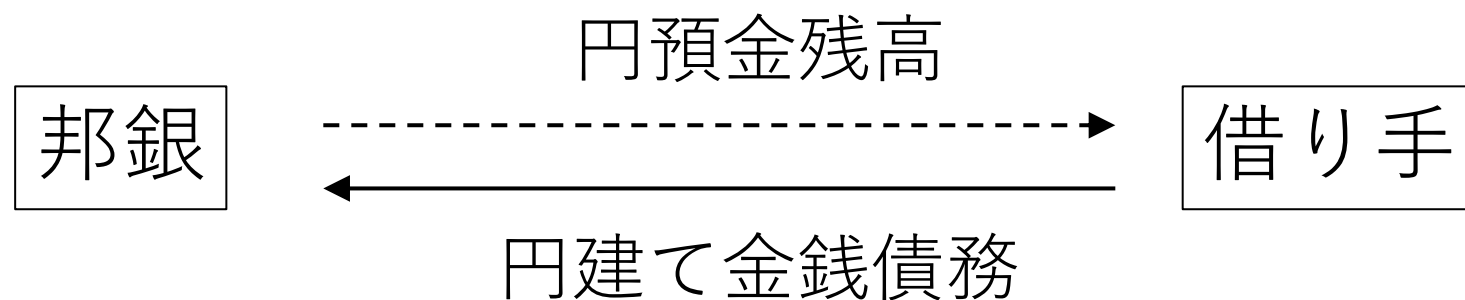


# 日本企業の対外投資需要は強いのに、 なぜ円の借入需要は増えないのか

- 日本企業の正味資産増加とともに対外投資が増加。
  - 内部資金による対外投資のファイナンスを示唆。
- 現地通貨は、現地銀行から調達する方が安い。
  - 以下、この点を信用創造過程の比較で確認。

# 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借りる場合の例

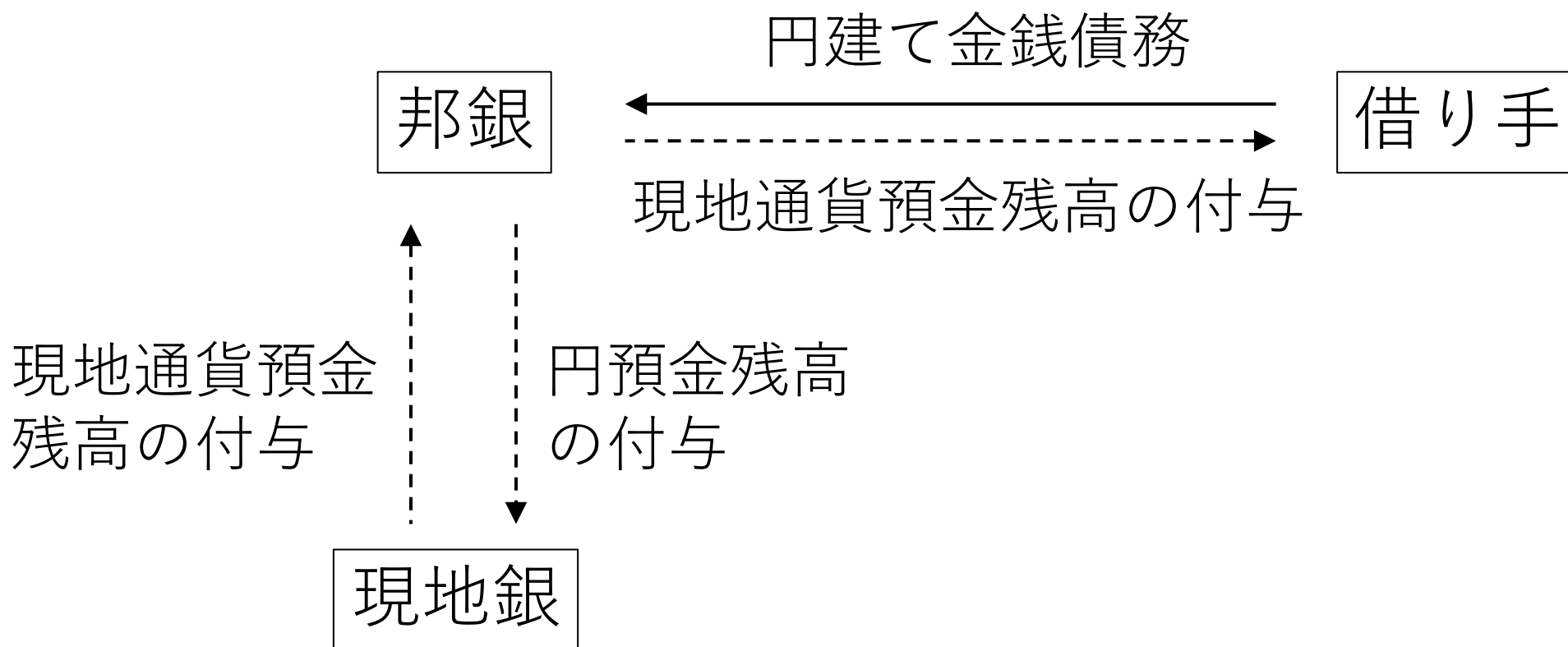
1. 銀行貸出により円預金が創造される。



(点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。)

# 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借る場合の例

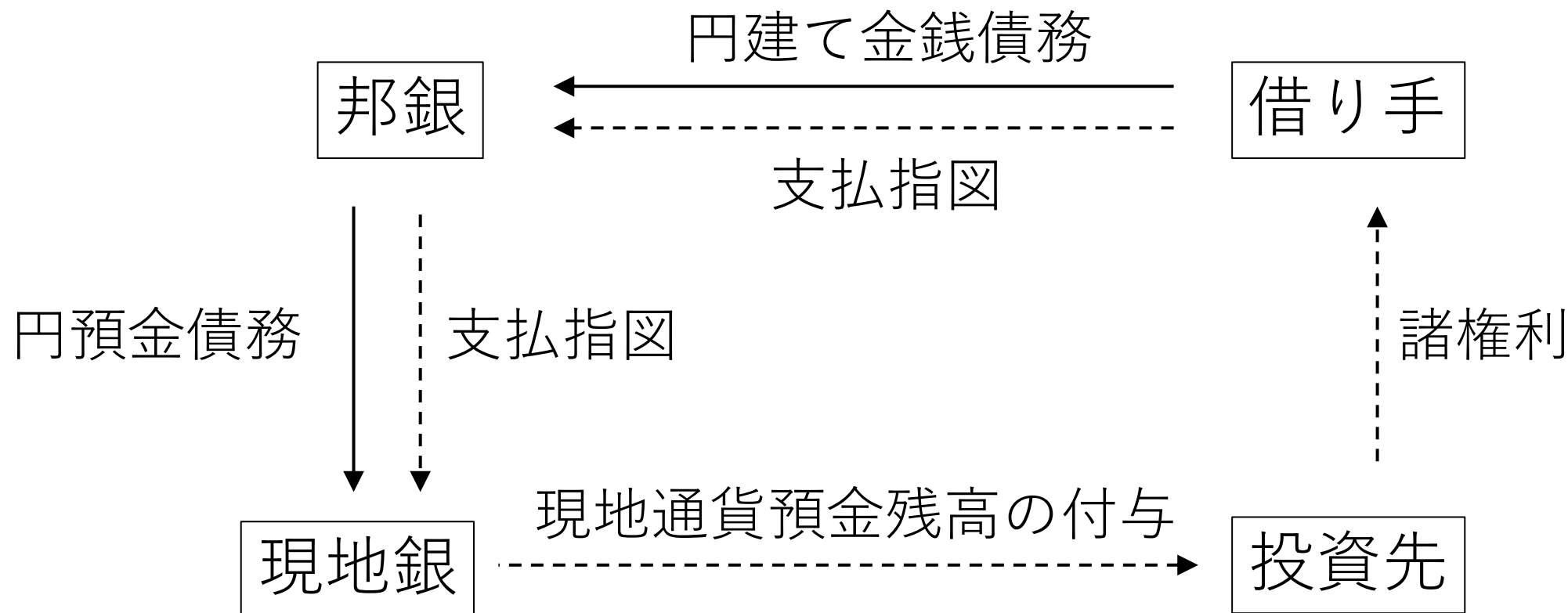
## 2. 外国為替取引・通貨スワップによる現地通貨の獲得



(点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。)

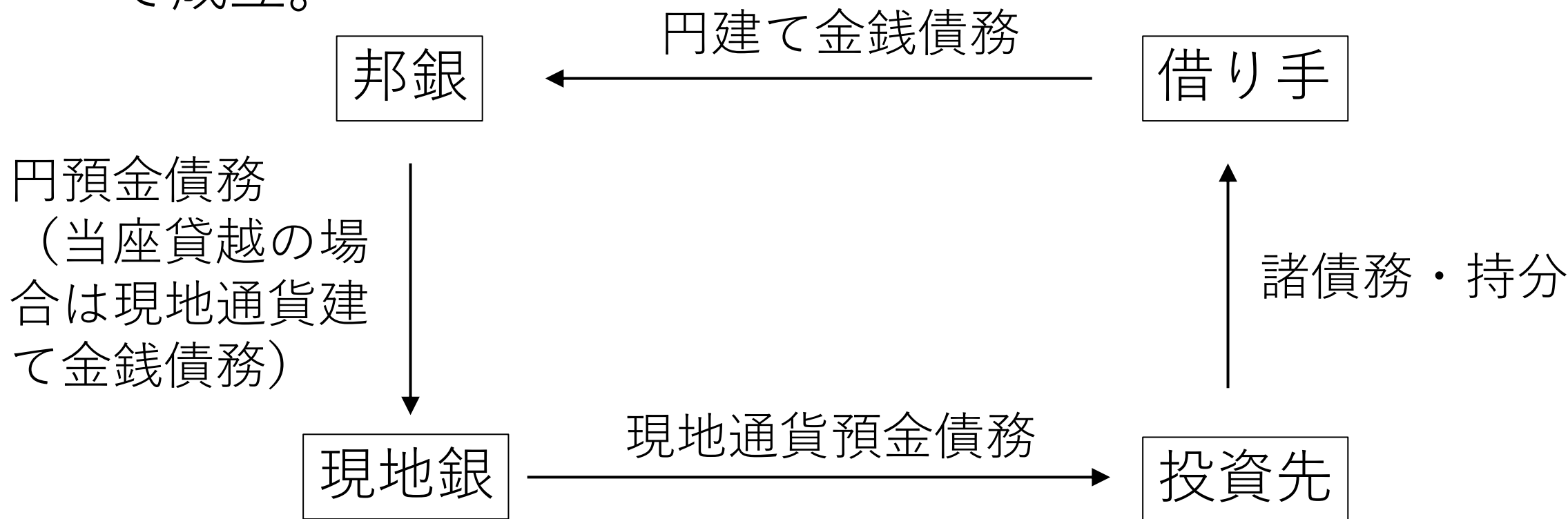
# 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借りの場合の例

## 3. 現地通貨の支払いによる投資



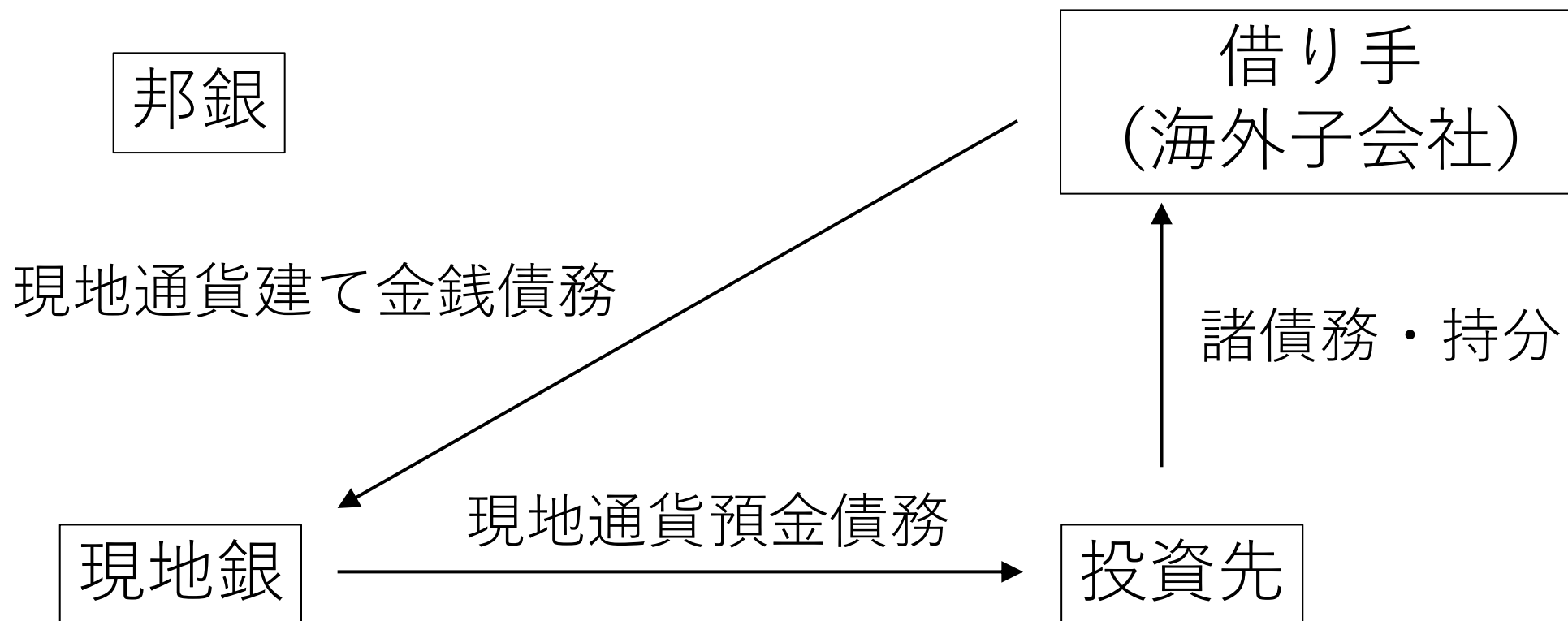
# 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借りる場合の例

4. 海外の投資先から日本の借り手への与信が銀行経由で成立。



# 対外投資を行う日本企業が、現地銀行から現地通貨を借りの場合の例

冒頭の信用創造の基本的仕組みと同じ過程で与信が成立。



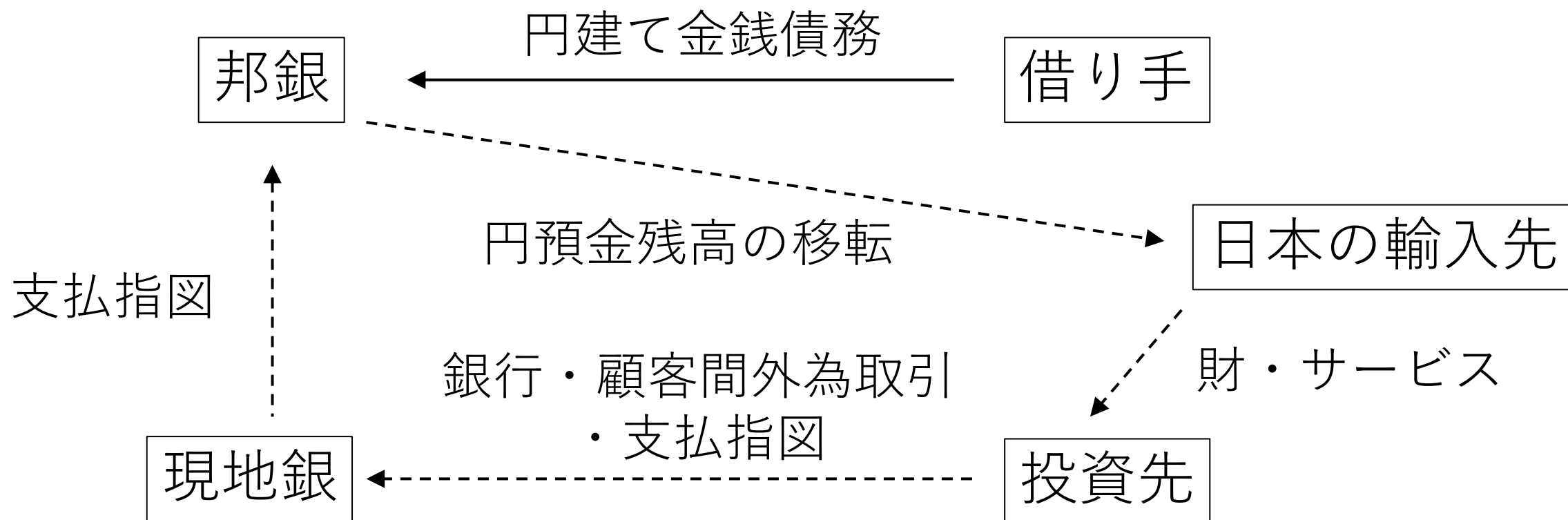


# 日本企業の対外投資需要は強いのに、 なぜ円の借入需要は増えないのか

- 対外投資を行う借り手への与信を邦銀が行うと、与信の連鎖が長くなる。  
=> 仲介者が多いほど、金利・手数料は高くなる。
- 但し、借り手に国際的信用力がない場合は、国際的信用力のある邦銀の仲介で与信の連鎖が成立。
  - 邦銀国内支店の居住者向け外貨貸付でも同じ。
- => 経済が発展し、国際的信用力の多い企業が増えれば、対外投資需要と国内通貨の借入需要の連関は減少。

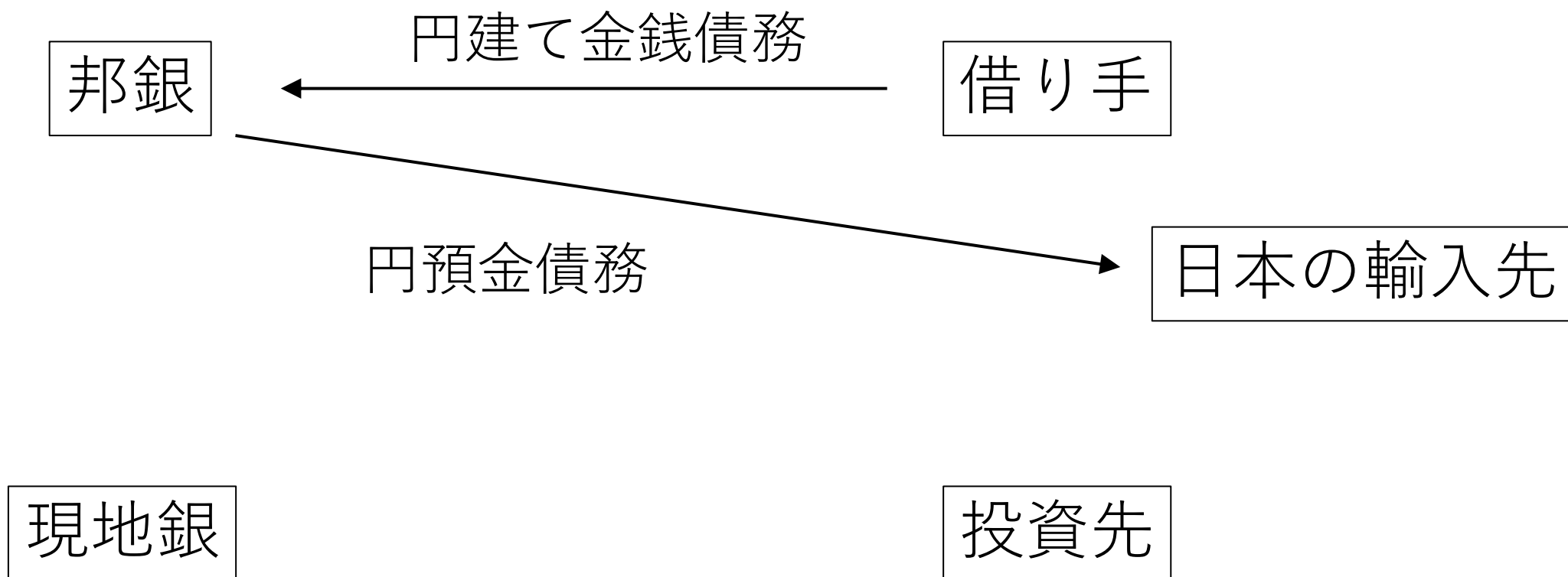
# 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借りる場合の例の延長

- 海外の投資先（の支払先）が日本から輸入する場合。



# 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借りる場合の例の延長

- 海外の投資先（の支払先）が日本から輸入する場合。



# 日本企業の対外投資需要は強いのに、 なぜ円の借入需要は増えないのか

- 投資先の経常赤字国が日本から輸入する場合、借り手（投資元）が円建てで借り入れると、最終的な与信の連鎖で為替リスクが発生しない（＝取引費用の抑制）。  
=> 世界貿易に占める日本からの輸出の重要性が低下するほど、日本企業への円建て貸付の動機が減少。
- 日系企業の国内への資金還流の減少は、海外の投資先での現地通貨の再投資需要（国内の製造拠点の減少）の反映。
- 冷戦終結後のグローバルサプライチェーンの伸長、国内の少子高齢化の影響。

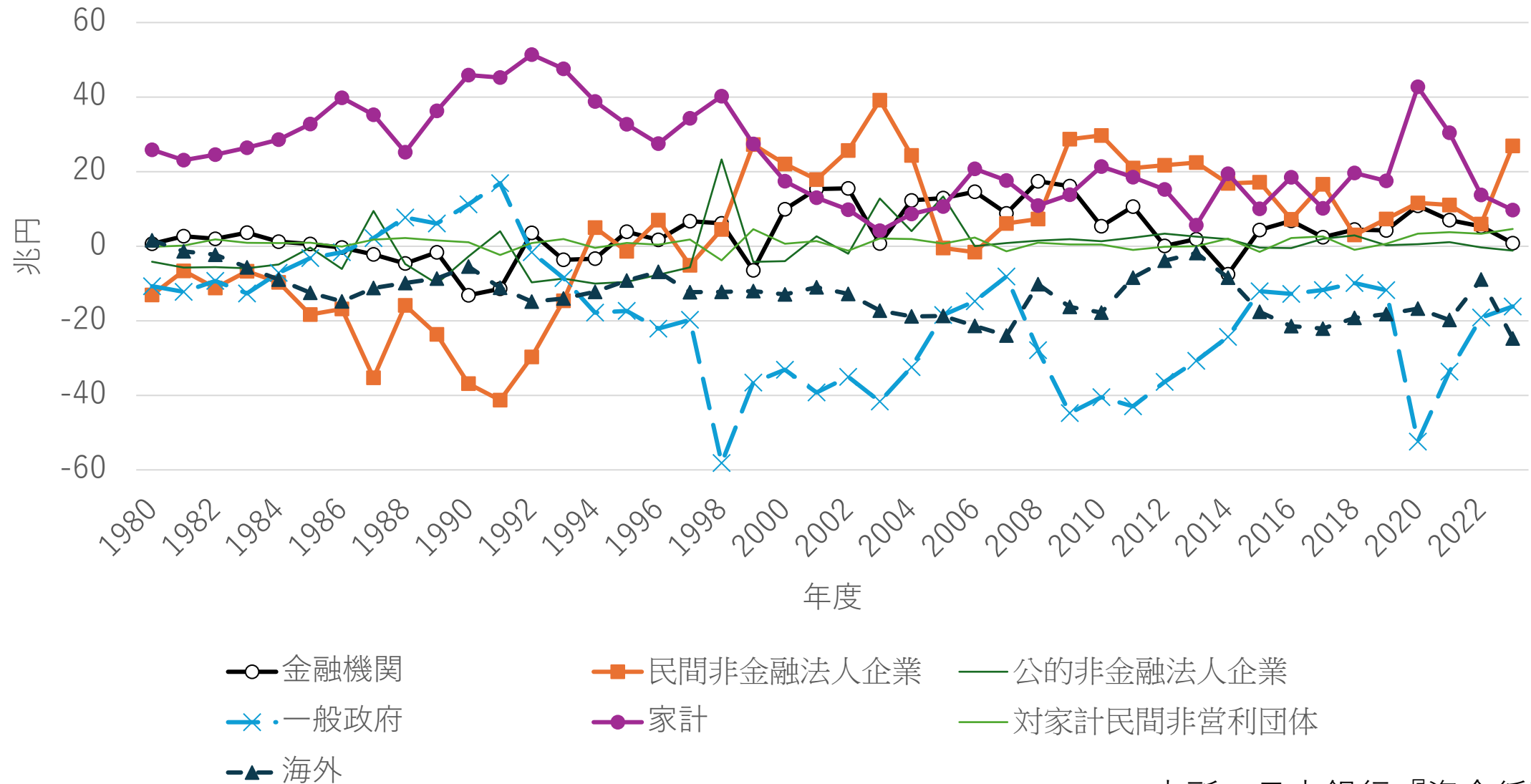
## 2. 1990年代以降の日本の資金循環構造の変化とマクロ経済的課題

# 信用創造の仕組みから見える 日本経済のマクロ的課題（要旨）

- 1990年代以降、国内の信用創造の中心が民間向けの銀行与信から政府向けの銀行与信（財政赤字）に変化。
  - = > 信用創造の中心を民間向け銀行与信に戻す必要。
  - = > 国際資金フローの文脈では、民間対内投資の振興が有効。

# 1990年代以降の日本の資金循環の構造変化

資金過不足（取引による金融資産・負債差額の変化額）



# 資金過不足データの解釈

- 資金循環統計の「資金過不足」  
= 取引（≠ 評価額の変動）による金融資産・負債差額の変化額
  - 資金過不足が正： 金融資産の増分 > 負債の増分
  - 資金過不足が負： 負債の増分 > 金融資産の増分



# 資金過不足データの解釈

- 金融取引は等価交換なので、資金過不足の額には影響しない。
- = > 資金過不足の変動は、主に非金融取引での現預金の受払いの結果。
- 金融資産と、財・サービス・非金融資産との交換。
  - 金融資産の一方的移転（給付・贈与、利子・配当・地代等）。

# 信用創造と資金循環構造から見える 1990年代以降の日本経済の特徴

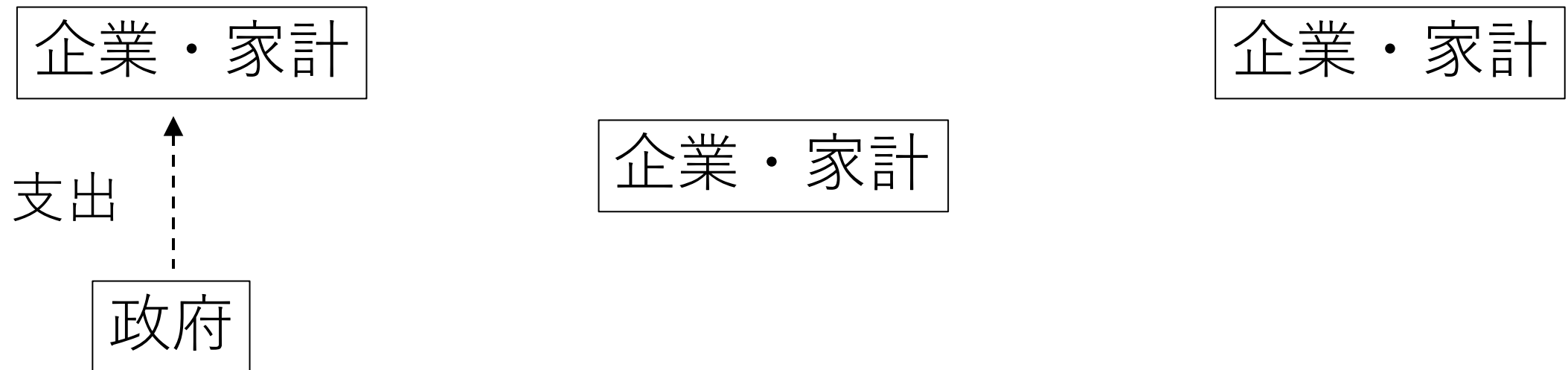
- 政府部門の資金不足（資金過不足が負）は、財政赤字の反映。
- 民間非金融法人部門の資金余剰（資金過不足が正）は、部門間の現預金の支払い（キャッシュフロー）を受け取る側になったことの反映。

# 1990年代初頭を境にした 日本の資金循環構造の変化

- 1980年代以前：「民間発のキャッシュフロー」中心の経済
  - 1990年代以降：「政府発のキャッシュフロー」中心の経済
- = > 「民間発のキャッシュフロー」中心の経済への回帰が現在の日本の課題。
- 但し、「政府向け信用創造」、「民間向け信用創造」と直截に言った方が、国民の理解を得やすいかもしれない。

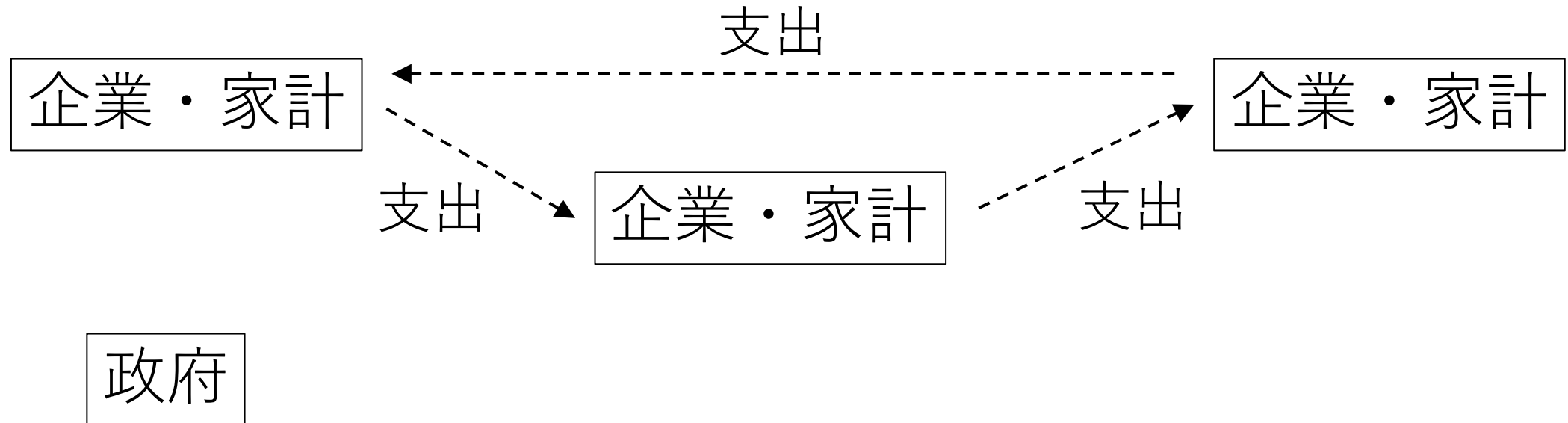
# 有効需要理論の罫

- 「1990年代以降の財政赤字拡大には理由があり、その理由こそが日本経済の長期低迷の原因」という見方有。
- 有効需要と財政乗数の理論
  - 「需要不足」、「デフレ」、「経済を回す」



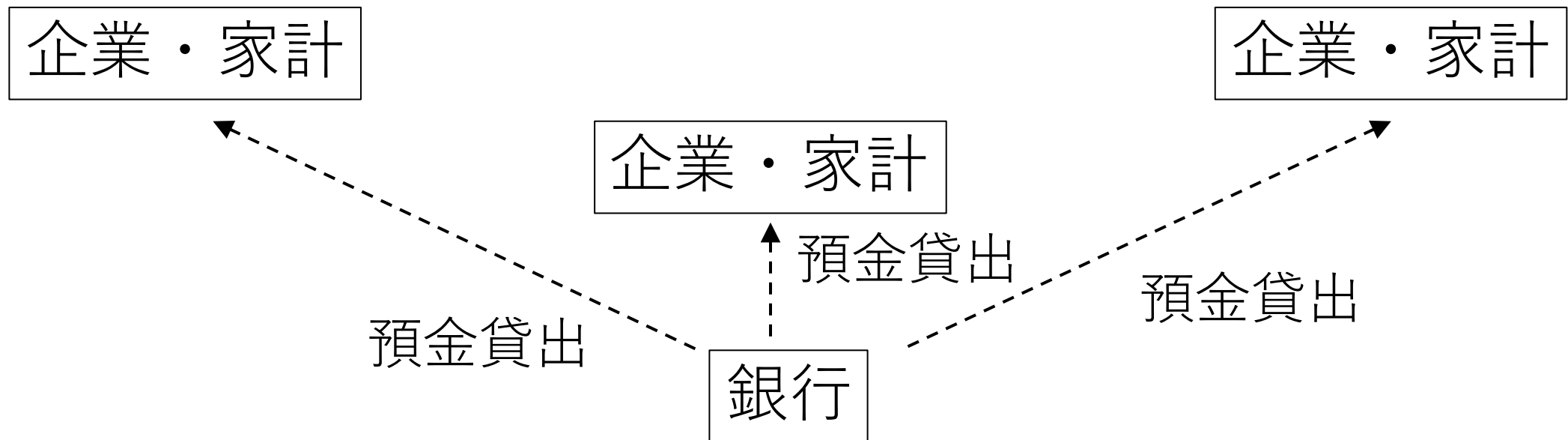
# 有効需要理論の罫

- 「1990年代以降の財政赤字拡大には理由があり、その理由こそが日本経済の長期低迷の原因」という見方有。
- 有効需要と財政乗数の理論
  - 「需要不足」、「デフレ」、「経済を回す」



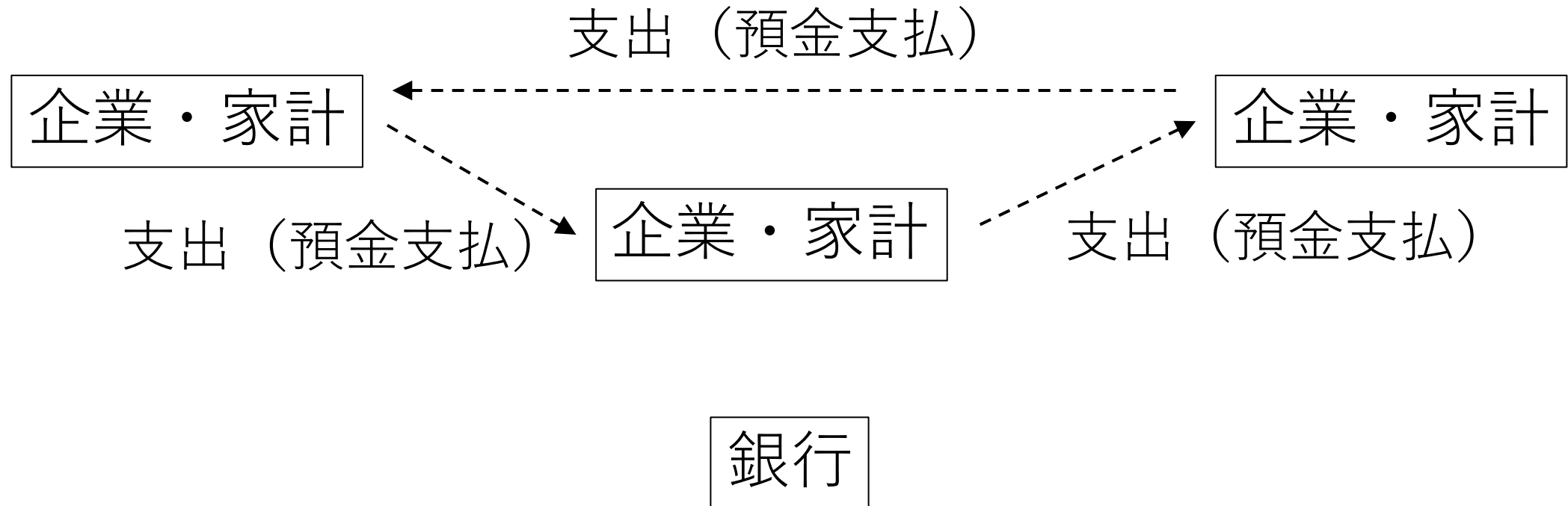
# 有効需要理論の罫

- 信用創造の仕組みを考えると、銀行の貸出機能が毀損していない場合は、財政乗数は小さい。



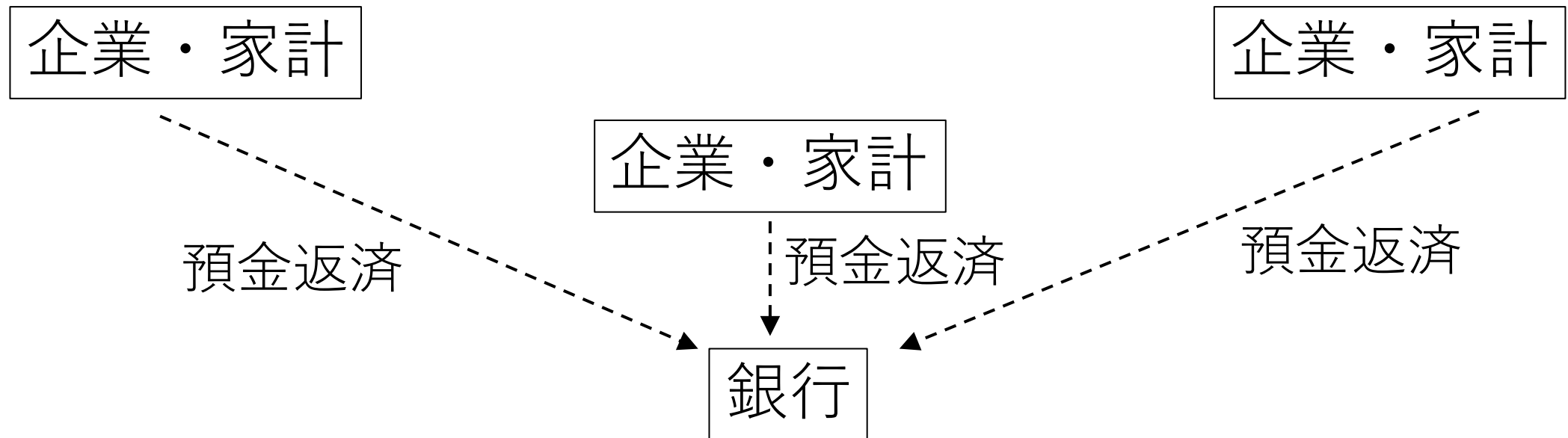
# 有効需要理論の罠

- 信用創造の仕組みを考えると、銀行の貸出機能が毀損していない場合は、財政乗数は小さい。



# 有効需要理論の罠

- 信用創造の仕組みを考えると、銀行の貸出機能が毀損していない場合は、財政乗数は小さい。
  - 「需要」ではなく、支払手段の不足に着目。





# 有効需要理論の罫

- 1930年代前半の大恐慌期の欧米で、財政乗数が大きかったのは当然。
    - 金本位制停止前は、銀行危機に対して公的資本を注入しても金の国外流出が起こってしまい、銀行貸出が大幅に収縮。
  - 1990年代以降の日本では、銀行危機が起こったものの、1997～9年の貸し渋りを除き、急速な銀行貸出の収縮は起こらず。借入制約を決める担保価値（地価）の減少も緩やか。2000年代前半に邦銀の不良債権問題は終息。
- = > 度重なる緊急経済対策でも経済成長率の低迷が続いた（財政乗数が小さかった）ことは自然。

# 日本の資金循環構造の変化の影響 についての分析例の紹介

- 政府部門が部門間キャッシュフローの源の中心になる。
  - = > 民間企業部門での債務返済が増加。
  - = > 債務の存在による民間企業経営への規律が減少。
  - = > 民間企業行動の保守化が進行。
  - 標準的なコーポレートファイナンス理論と信用創造の仕組みの組み合わせから導かれる仮説。
  - 日本の上場企業データでの間接的エビデンスは存在。
    - 「[日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会](#)」報告書第11章。
- (銀行危機時を除いて) 財政支出と民間支出のマクロ経済効果の代替性は低いという含意。

# 「民間発のキャッシュフロー」中心の 日本経済の回復に向けて

- 民間発のキャッシュフローは民間向け銀行与信により生成。
  - = > 民間向け銀行与信をどう増やすかが日本の課題。
  - = > 国際資金フローの文脈では、民間対内投資の振興。
    - 日本は非基軸通貨国。海外の対内投資への配当を上回る額の輸出・知財収入の創出で、経常収支黒字を維持する必要。
    - 内需がなければ外需に向けた生産を行えば経済は成長（実質国民総所得は増加）。内需と外需を分けて、特に内需の振興のために対内投資が必要とまで踏み込んだ主張ではない。

# 民間対内投資の振興策

- FDIの決定要因についての既存研究レビュー（清水先生のご報告からの引用）
  - 「FDIの決定要因として、対象国の経済規模、人件費（ULC）、受入国の貿易開放度、人的資本、経済主体への課税傾向、政治的安定性などが指摘されていた。」
  - 「Dellis, et al.(2017, ECB)は、OECD諸国をサンプルとして実証分析を行い、制度（法の支配、財産権、規制の効率性）と経済構造の質が先進国へのFDI流入を誘致する上で重要であることを示唆した。」

# 民間対内投資の振興策

- マクロ生産関数

$$\text{GDP} = \text{TFP} \times F(\text{資本ストック、労働サービス})$$

- $F()$  は関数。
- TFPは全要素生産性。

= > 資本ストック投資へのリターンを高めるのは、

- 高い技術（生産性）水準
- 労働力の量、質、価格

# 民間対内投資の振興策

- 投資先として日本の強み
  - 経済規模、政治的安定性、貿易開放度、財産権・法の支配
- 投資先としての日本の課題
  - 法規制の効率性向上（永続的課題、清水先生ご指摘の点。）
  - 流動的な労働力の創出
  - 人的資本の蓄積（学校教育、OJT、リカレント教育、リスキリング）
    - 教育行政の改善。
  - 先進的な技術開発のためのファイナンス手法の確立
    - 米国ほど大きな資産分布の偏りがない中で、日本の状況に合うファイナンス（リスク共有）手法を編み出す必要。
  - 日本の特性に合ったコーポレートガバナンス手法の確立
    - 外部株主・債権者による経営者の規律付けと、（年功序列・定年制を含む）均一な雇用条件に基づく日本特有の強い現場力の両立。

### 3. 円経済圏の国際的な拡大 の可能性の検討

# 現在の米ドル基軸体制の歴史的経緯 の確認

時期	出来事
第一次大戦前	英ポンド基軸の国際協調的な金本位制が確立。
第一次大戦期	欧州列強が金本位制停止及び米国の勃興。
1919～1928	欧米列強の金本位制復帰。不安定な英米複数基軸体制。
1929～1937	大恐慌。欧米列強が金本位制を順次停止。
第二次大戦後	ブレトンウッズ体制（金・米ドル基軸）の樹立。
1971年～現在	ブレトンウッズ体制崩壊、米ドル基軸体制の確立。



# 現在の米ドル基軸体制の頑健性

- 戦間期に英ポンドから米ドルに基軸通貨が移ったのは、米国が第一次大戦により英仏に対する債権国として勃興し、米ドルの方が金との兌換性という意味で安全になったから。
- 現在の米ドルは不換通貨
  - = > 米国は、米ドルを財務的制約なく発行可能。
  - = > 外貨準備の蓄積では次の基軸通貨国にはなれない。
  - = > 米ドル基軸体制は当面盤石。

# 現在の米ドル基軸体制の補完余地

- 現在の米ドル基軸の国際決済システムの長所
  - 米国の経済規模、技術的先進性、圧倒的軍事力による国家の安定性
    - 他国に侵略され得る国の通貨の安全性は究極的には低い。
  - 法の支配と三権分立による米国政府の国内での「弱さ」
    - 米ドル建て資産を政府に勝手に差し押さえられるリスクが低い。
- 現在の米ドル基軸の国際決済システムの短所
  - 米銀に課される寡占的な金利、手数料
  - 米国政府による裁量的な金融制裁リスク

# 国際的な円経済圏を樹立するための要件

- 信用創造の仕組みでは、まず、銀行貸出で預金残高を創造。その後、預金残高の支払いにより取引を決済。  
=> 円の「支払い」と「調達」の両方が便利である必要。
  - 円建て国際送金網を整備するだけでは不十分。
- => 円経済圏の樹立には、邦銀の海外向け円建て銀行貸出の拡大が必要条件。
  - 銀行間決済のための担保として、流動性の高い安全債券も必要だが、日本の場合はずでに流動性の高い日本国債が存在。

# 円経済圏樹立シナリオ（１）

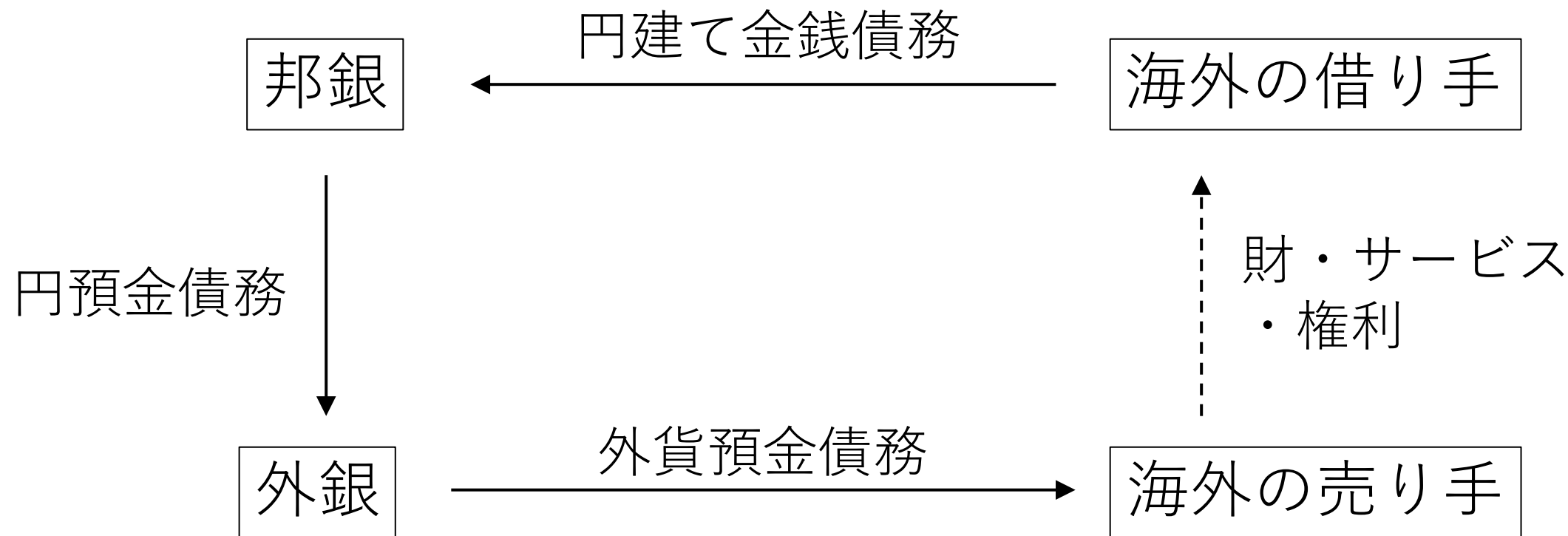
## 円建て国際取引の増加

- 円建て国際取引が増えれば、円建て借入需要も増える。
- 課題：米ドル基軸体制下で、円建て取引を行う海外主体には為替リスクが発生。  
=> 為替リスクを凌ぐ円建て決済の利便性の創出が課題。
- 米ドル基軸の下、SWIFTの利用に規模の経済が存在。  
=> 円建て送金用の新しい国際決済システムの提供が円経済圏の後押しとなるためのハードルは高い。
  - 日本は米国の同盟国。オフショア円建て決済では米国の金融制裁を逃れられない。

# 円経済圏樹立シナリオ（２）

## 円建て銀行貸出への海外需要増加

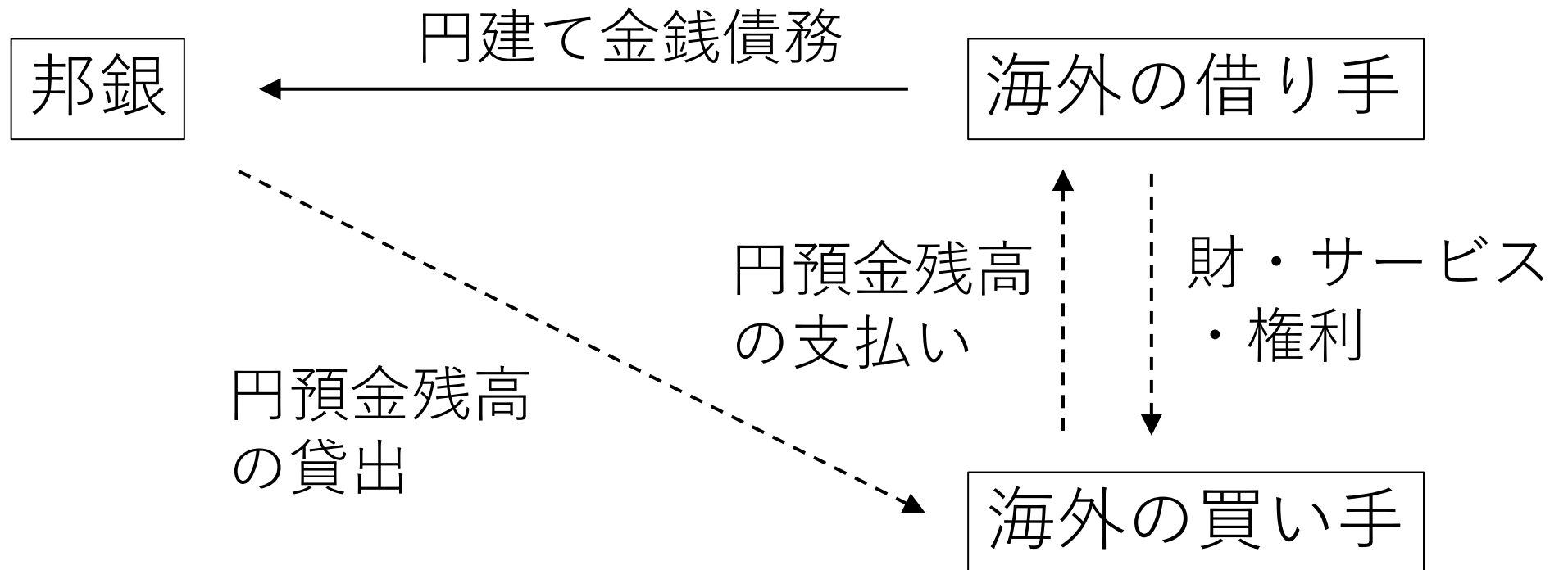
- 円建て国際取引の増加がなくとも、円建て銀行貸出が需要される場合



# 円経済圏樹立シナリオ（２）

## 円建て銀行貸出への海外需要増加

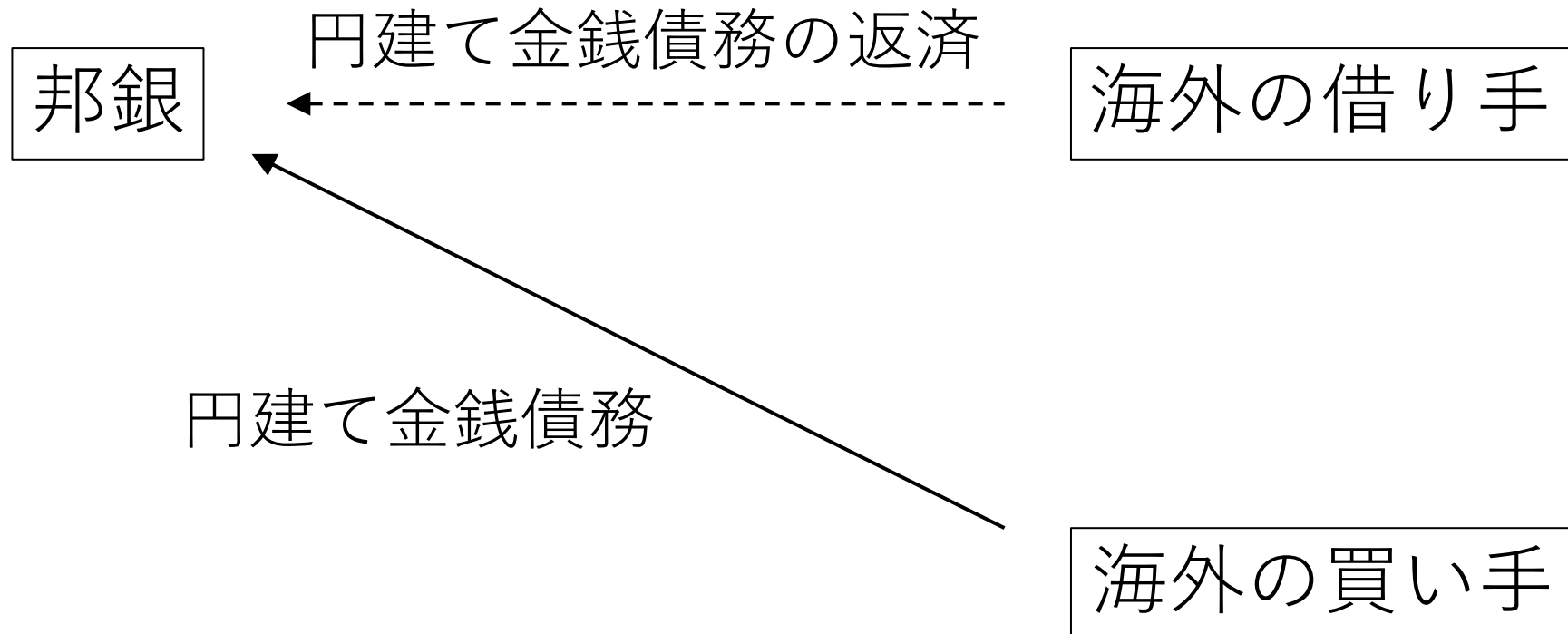
- 円建て債務を負うとその返済のための円獲得が必要になるので、円建てで財・資産取引を行うインセンティブが連鎖的に発生。



# 円経済圏樹立シナリオ（２）

## 円建て銀行貸出への海外需要増加

- 円建て債務を負うとその返済のための円獲得が必要になるので、円建てで財・資産取引を行うインセンティブが連鎖的に発生。



# 円建て銀行貸出への海外需要を増やせるか

- 為替リスクを上回る、邦銀からの円の資金調達のしやすさ（金利、借入限度）が必要。
  - 円の通貨価値の維持・ボラティリティの抑制は前提条件。
- 中国の類似政策：途上国向け人民元建て貸付



# 円建て銀行貸出の海外需要の振興策の例

## 日銀の適格担保範囲の拡大

- 日本銀行『適格担保取扱基本要領』（抜粋）
  - 担保の適格基準は、次のとおりとする。
    - イ、信用度
      - 債務者の財務内容、格付機関から格付を取得している場合にはその格付等債務者に関する事情を勘案して、元利金の支払いが確実であると本行が認めるものであること。
    - ロ、市場性
      - 金融市場における取引実態等に照らして、換価処分による資金化が容易であると本行が認めるものであること。
    - ハ、その他の適格基準
      - （イ） 円建であること。
      - （ロ） 国内において発行、振出、発生記録または貸付等が行われたものであること。
      - （ハ） 準拠法が日本法であること。
      - （ニ） （イ）から（ハ）までのほか、本行による担保権その他の権利の行使に支障がないと認められること。

# 円建て銀行貸出の海外需要の振興策の例

## 日銀の適格担保範囲の拡大

- 現在の日銀が受け入れる円建て適格担保の範囲を、高格付けの円建て外国債権にまで拡大すると、邦銀の海外向け与信費用は下がる。
  - 「その他の適格基準」(ロ)～(ニ)を拡張できるか。
  - 高い格付けを取れる途上国企業の増加が前提条件。
- 但し、主要通貨発行国以外の国からは、金融危機発生時に日本からの流動性供給(損失分担)を期待される恐れあり。劇薬的方策。

# 円建て銀行貸出の海外需要の振興策の例

## 日銀の適格担保範囲の拡大

- 海外の類似例
  - ユーロ圏では、ECBが事前ルールに基づいて、加盟国の高格付け債権を適格担保として受け入れ、加盟国銀行に銀行間決済のための銀行準備を貸出。
  - 2012年9月、欧州債務危機の中、ECBは、南欧国債の無制限買入れ方針を表明。

# 円建て銀行貸出の海外需要の振興策の例

## 円建て社債市場の育成・国際化

- 社債発行の場合も、邦銀による円のつなぎ融資は必要。
- 海外発行体にとっての円建て起債の魅力向上が必要。
- IRRBB規制下で金融機関の金利リスク負担余力の限界  
=> 家計・企業向け商品の振興が必要。

# 政策の優先順位についての個人的な考え

## 1. 民間対内投資の振興

- **法規制、労働市場、教育体制、技術革新のためのファイナンス、コーポレートガバナンスの改善**

- 金融政策についての注意点：「中央銀行がマネーサプライを増やすと、内需が増える」という（主流派）経済学の伝統的な教科書の説明は、信用創造の仕組みの誤解。ベースマネーを増やしても、企業・家計の借入需要が増えなければ、銀行預金の総量（ひいてはマネーサプライ、M2）は増えない。実際の因果関係は、内需が増えるとマネーサプライが増える。
- 財政政策についての注意点：（銀行危機時を除いて）財政支出と民間支出のマクロ経済効果の代替性は低い（前述）。

# 政策の優先順位についての個人的な考え

## 2. 米ドル基軸体制の補完として、邦銀の海外向け米ドル建て貸付能力の拡大支援

- **経常黒字、日本国債の高格付け、円の通貨価値の維持**

= > 米国の通貨スワップ協定の対象としての円の特別な地位

= > 邦銀の米ドル調達費用の抑制

- 日銀の適格担保範囲の拡大まで踏み込まないと円経済圏の樹立は難しい。

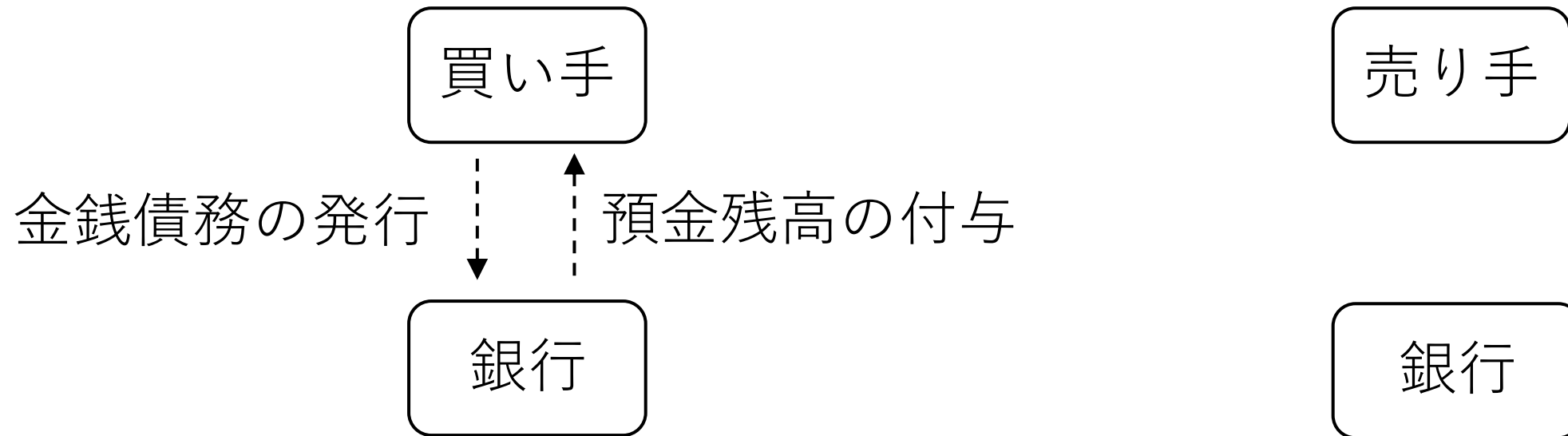
- ユーロ圏との比較。
- ソブリンリスクや海外の金融危機救済の負担は重い。
- 米国の安定性を前提とした推測。

# 政策の優先順位についての個人的な考え

3. 円建て社債市場振興は、円経済圏の可否に関わらず、  
取り組み得る課題。
  - 起債需要がないから市場ができない、市場がないから起債需要が生まれない、という問題がある場合は、政策課題になる。

# (補助スライド) 信用創造と中央銀行

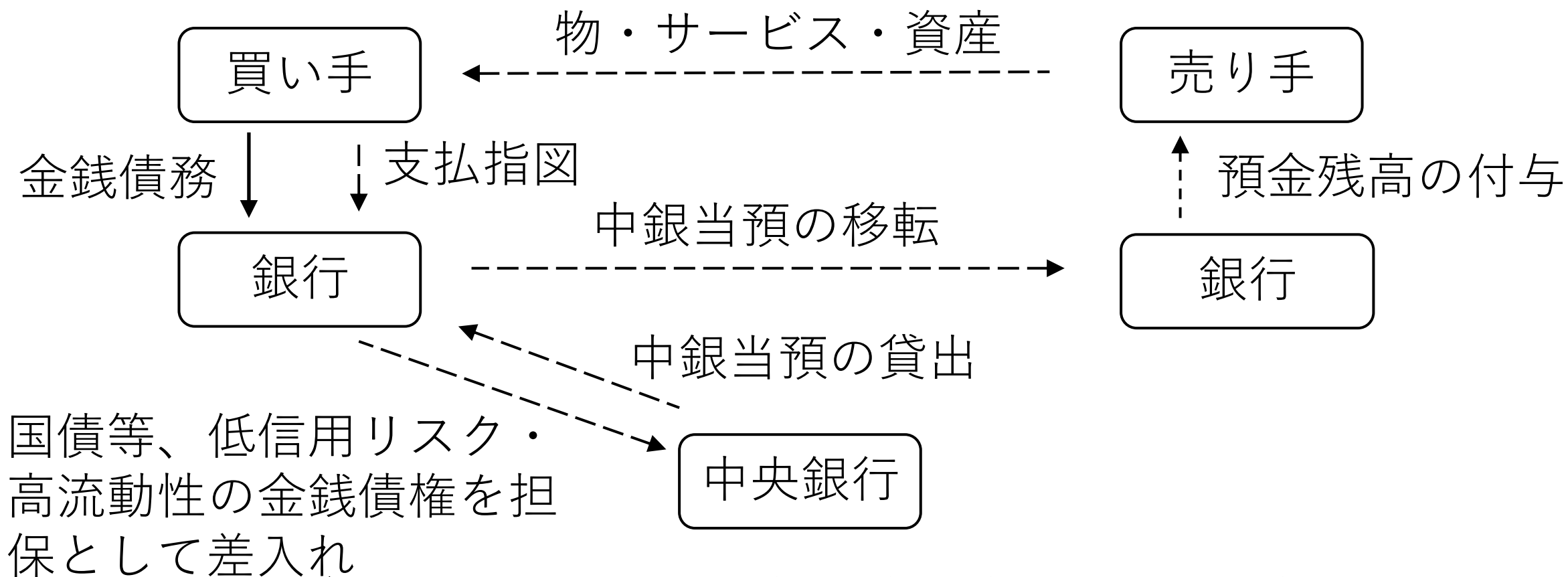
## 1. 銀行貸出（債務交換）による預金創造。





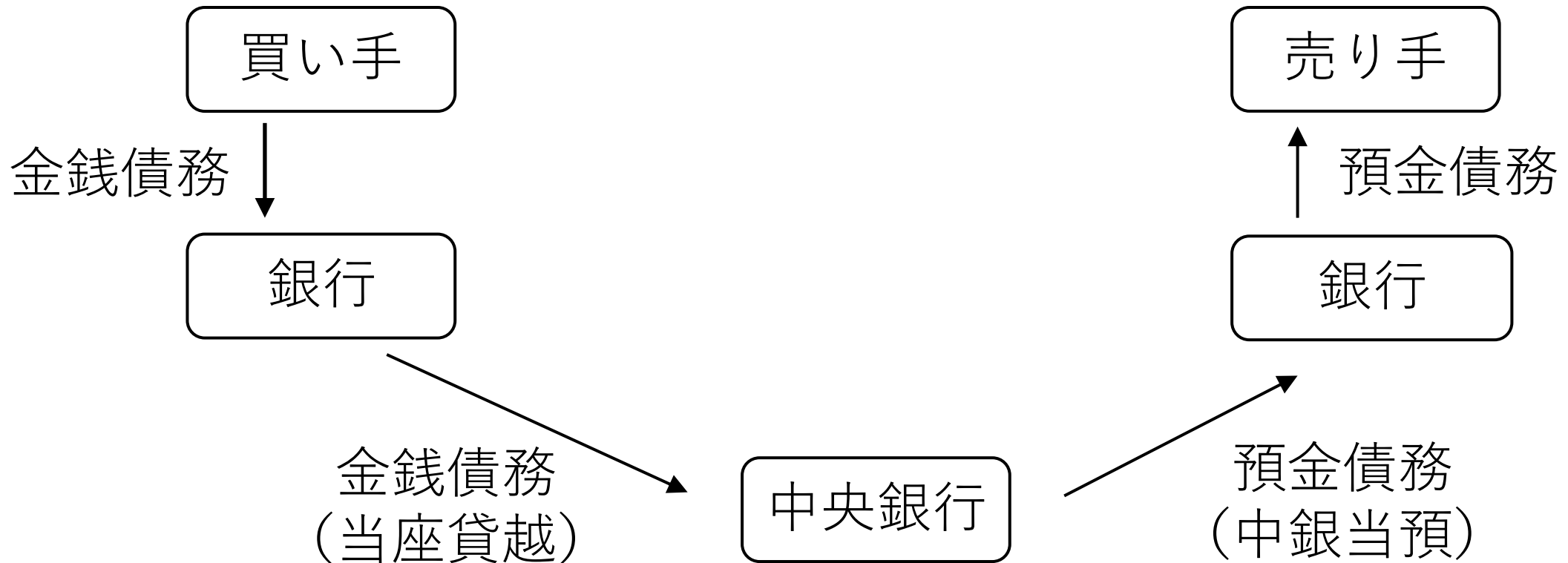
# (補助スライド) 信用創造と中央銀行

## 2. 銀行送金による取引の決済と、銀行送金の銀行間決済



# (補助スライド) 信用創造と中央銀行

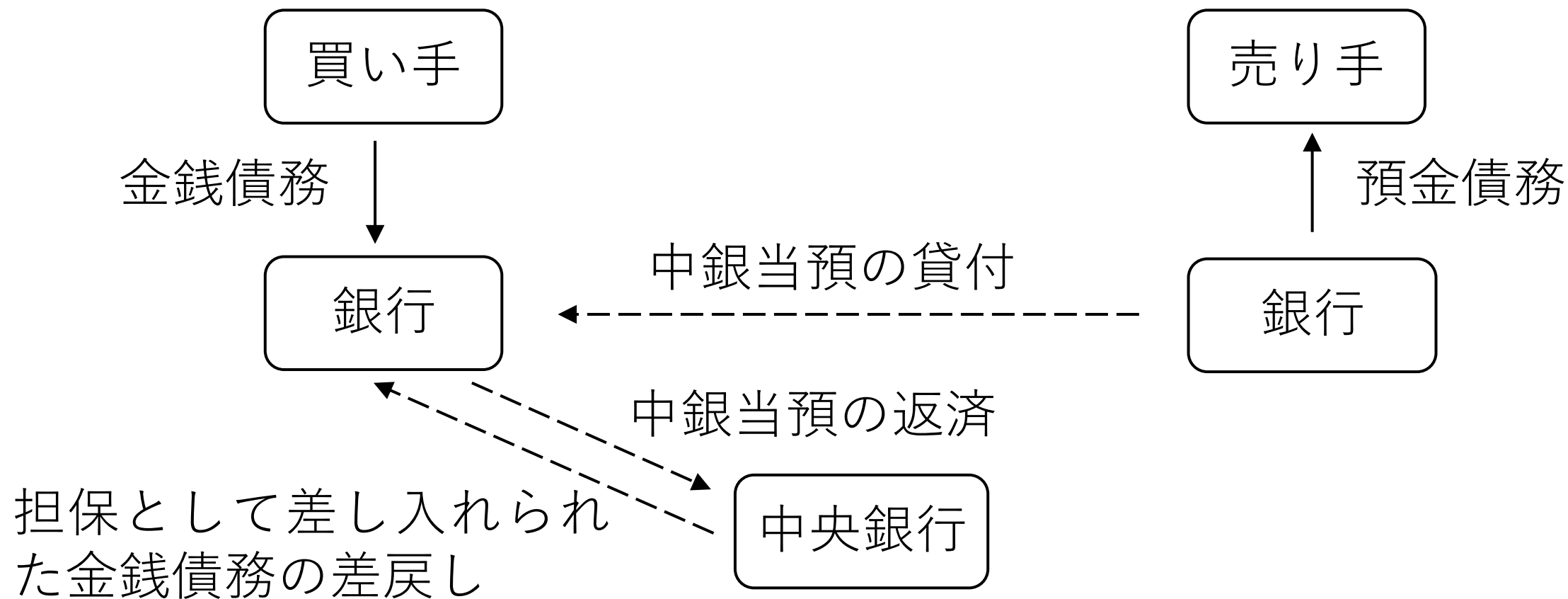
## 3. 中央銀行を経由する形での与信の連鎖が一旦成立



(中銀当預：中央銀行当座預金、点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。)

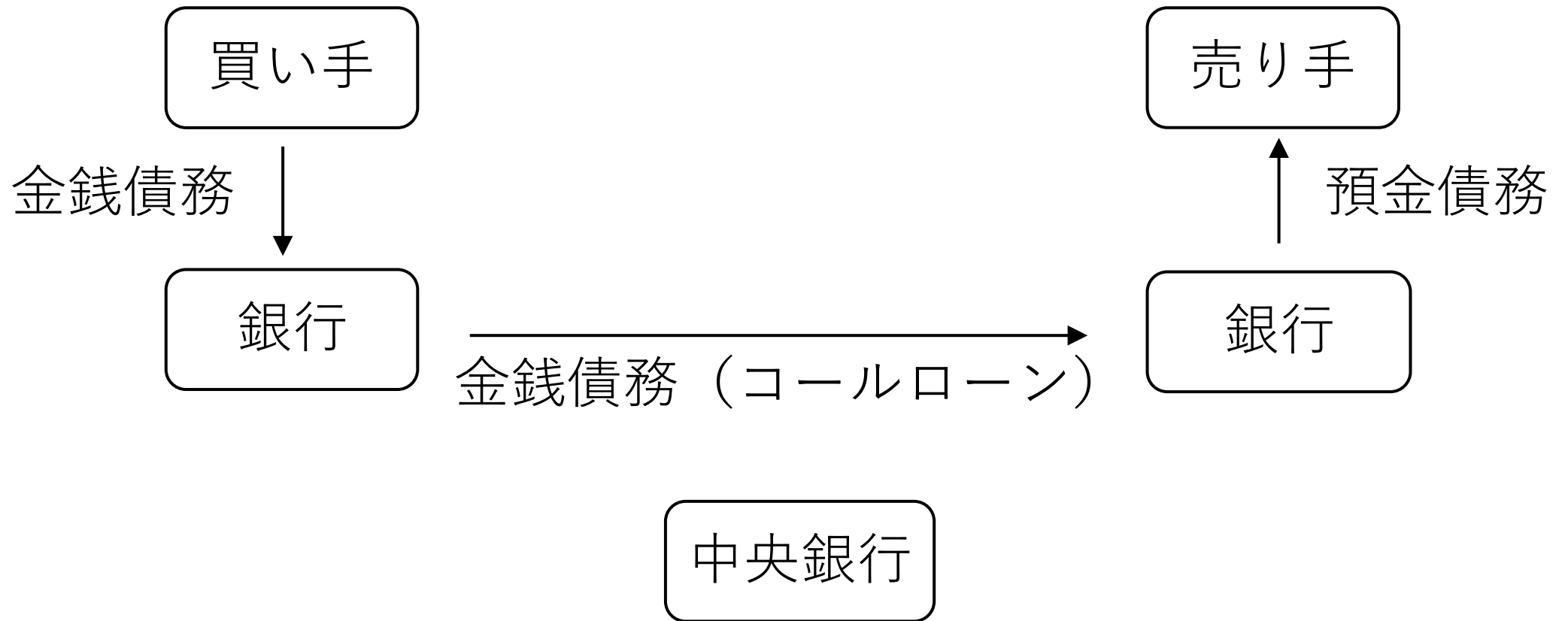
# (補助スライド) 信用創造と中央銀行

## 4. 銀行間コールローンによる中銀当預の返済



# (補助スライド) 信用創造と中央銀行

## 5. 銀行経由での売り手から買い手への与信の連鎖の成立



(点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。)