第２章　対外投資と信用創造の関係及び国際的円経済圏の形成可能性の検討

戸村　肇[1]

【要旨】

本稿では、信用創造の仕組みと資金循環構造の観点から、日本企業の国際資金フローに関する諸論点を検討する。

まず、現代の銀行システムにおける信用創造の仕組みを説明する。銀行貸出は、銀行の預金債務と借り手の金銭債務の交換である。その後、借り手が借り入れた銀行預金を第三者に支払うと、第三者が銀行への預金者になる。その結果、第三者から銀行、銀行から借り手への与信の連鎖が事後的に成立する。

このような信用創造の仕組みを踏まえて、日本からの対外投資が活発であるにもかかわらず、円の民間借入が増えていないことの理由を説明する。まず、投資先国の現地銀行と取引できる国際的信用力がある日本企業が増えたことで、直接現地通貨を調達するようになったことが考えられる。また、世界貿易に占める日本からの輸出の重要性が低下したことも理由として挙げられる。したがって、日本経済が成熟するにつれ、対外投資需要と円の民間借入需要の連関が減少することは自然である。

続いて、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について検討する。1980年代以前は、民間企業の銀行借入により銀行預金が生成され、それが支払いに用いられる「民間発のキャッシュフロー」が日本の資金循環構造の中心であった。しかし1990年代以降は、政府の借入で預金が生まれ、それが支払いに用いられる「政府発のキャッシュフロー」が中心になった。日本経済が長期停滞を脱するためには、現在の「政府発のキャッシュフロー」中心の経済から、1980年代以前のような「民間発のキャッシュフロー」中心の経済に回帰することが必要である。この点を国際資金フローの文脈で捉えると、民間対内投資の促進が必要という結論になる。

最後に、国際的円経済圏の形成可能性を検討する。米ドルが基軸通貨として機能している現在の国際通貨体制の下で、円が国際取引の主要通貨として利用される円経済圏を形成するためのハードルは高い。今後、日本は米国との通貨スワップ協定の対象国としての強みなどを活かしながら、米ドル基軸体制を補完する形での邦銀の海外向け米ドル建て貸付能力の拡大支援を行うと良い。そのためには、経常黒字、日本国債の高格付、円の通貨価値の維持が日本にとっての必須の課題になる。ただし、以上は米国の安定性を前提にした議論であり、今後の世界情勢の変化に応じて、国際的円経済圏形成の是非や実現可能性を継続的に確認していくことが望ましい。

[1] 早稲田大学政治経済学術院教授

1. はじめに

本稿では、信用創造の仕組みと資金循環構造の観点から、日本企業の国際資金フローに関する諸論点を検討する。

まず、第2節で信用創造の仕組みを説明し、続いて第3節では、日本からの対外投資が活発である一方で、円の民間借入が増えない理由について説明する。次に第4節では、1990年代以降の財政赤字拡大と民間企業での資金余剰の発生は表裏一体の現象であり、「政府発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造への変化を示すものであることを説明する。その上で、1980年代以前のような「民間発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造に日本経済が回帰するためには、円の民間借入需要の振興が必要になることを説明する。この点を日本企業の国際資金フローの文脈で述べれば、民間対内投資の促進が必要という結論になる。最後に第5節では、国際的円経済圏の形成可能性を検討する。

2. 現代の銀行システムにおける信用創造の基本的な仕組み

銀行というと、預金者が現金を預け入れることによって銀行預金が生成され、預け入れられた現金（もしくは現金を中央銀行に預けると得られる銀行準備）を貸出に回していると理解されることが多いが、これは誤解である。現代の銀行システムにおいては、銀行は現金や銀行準備を受け取る前に貸出を行う。

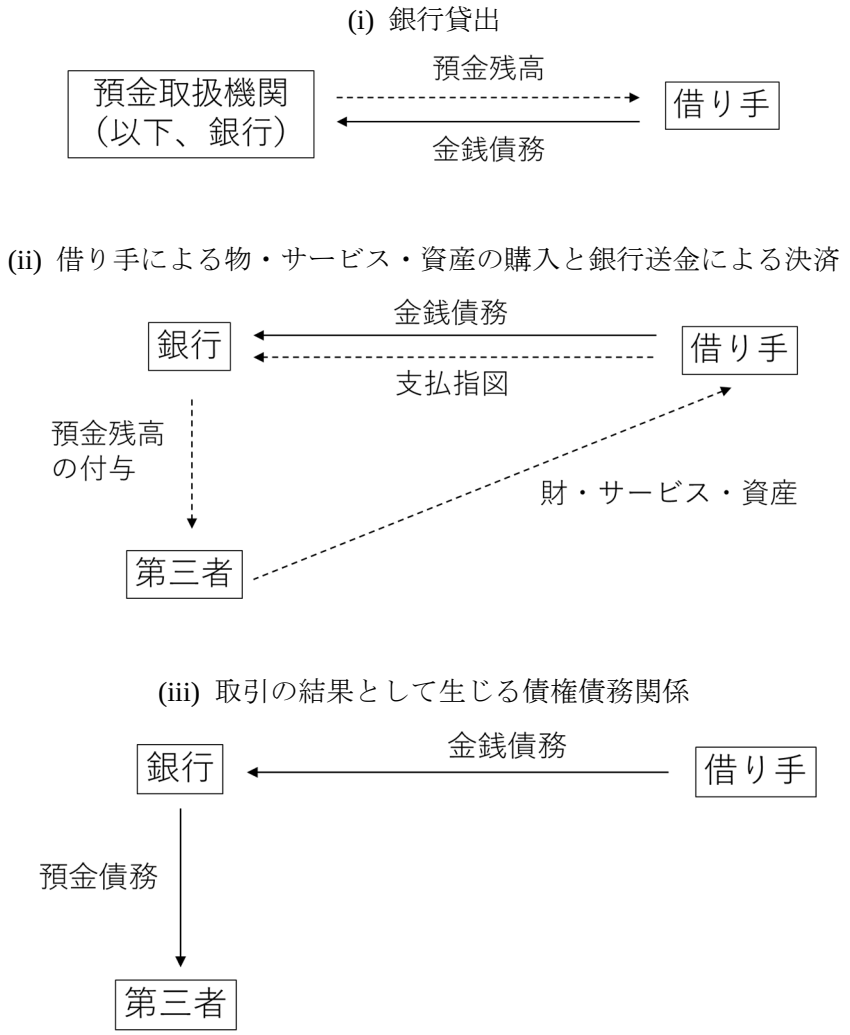
この点をより詳しく説明すると、銀行が貸出を行う時、借り手の金銭債務と引き換えに、銀行自身の金銭債務である預金残高を借り手の銀行口座に付与している。その結果、銀行と借り手の間で双務的な債権債務関係が成立する（図表1(i)）。次に、銀行から預金残高を借りた借り手は、手元の支払手段が不足しているがために銀行貸付を受けているので、いずれかの時点で、借り入れた預金残高を第三者への支払いに充てる。その結果、預金残高を受け取った第三者が銀行の預金者になる（図表1(ii)）。このように、最初に銀行と借り手との間でお互いの金銭債務が交換され、その後、借り手から第三者に預金残高が支払われることで、第三者から借り手への銀行経由の与信が事後的に成立する（図表1(iii)）。以上が現代の銀行による信用創造の基本的な仕組みである。池尾（2010）の言葉を借りると、この仕組みは、「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」という一文でまとめることができる。

それでは現金はどのように生成されるのかというと、預金者が銀行預金を引き出す時に市中に供給される。したがって、現金の銀行への預け入れは、銀行からの過去の預金引き出しで供給された現金を銀行に返却しているだけであり、その結果生まれる銀行預金は、現金引き出し前に存在した預金残高の復活に過ぎない[2]。よって、現預金共に、その生成源は銀

[2] この文での「銀行」は個別行ではなく、銀行全体を指している。言うまでもなく、現金が引き出された銀行と、その現金が預け返された銀行は同じでなくてもこの文の記述は成立する。

行貸出になる[3]。

図表1　現代の銀行システムにおける信用創造過程



（注）　点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。
（出所）筆者作成

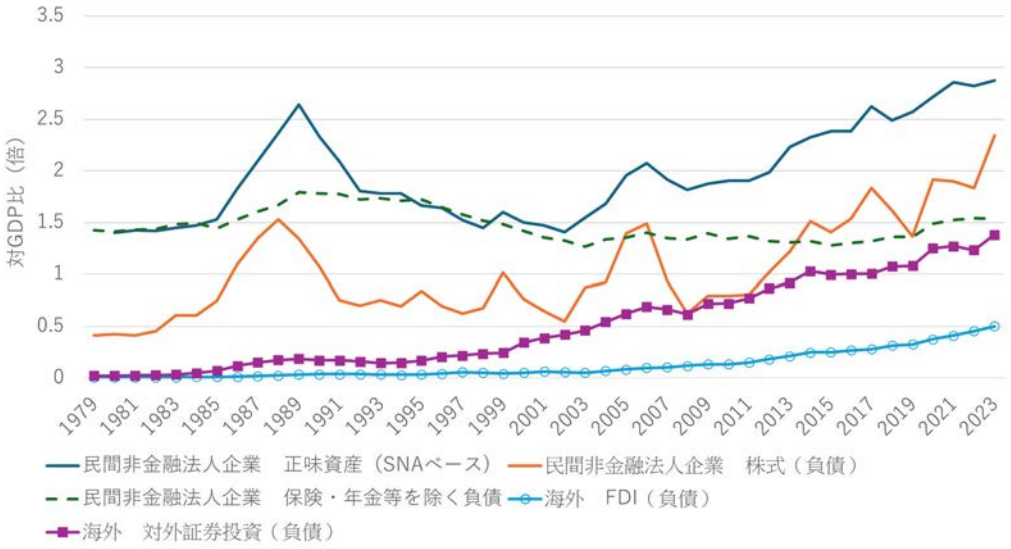
3. 日本企業の対外投資が活発なのに円の民間借入需要はなぜ弱いのか

上記で述べた信用創造の基本的な仕組みを踏まえ、以下では、日本企業の国際資金フローに関連するいくつかの論点について議論を行う。

[3] 現金の発行者である中央銀行も含めた信用創造の仕組みの説明は本稿では省略する。この点についてのより詳細な説明は、戸村（2023）参照。ちなみに、現金の預け入れが銀行預金の生成源になる場合は、銀行預金が存在する前に預金者がどこからか現金を入手しなければならないが、現代の中央銀行は金融機関以外の企業・家計と直接取引することはないので、そのような現金の入手経路はない。この点は、金貨が現金として使われた金本位制時代とは異なる。

図表2は、対外投資と国内民間企業の負債・正味資産の対GDP比を示したものである。2000年代前半以降、対外証券投資と対外直接投資は上昇している一方、国内民間企業の負債は増加しておらず、それとは対照的に正味資産が伸びている。すなわち、日本からの対外投資が活発に行われているにもかかわらず、国内民間企業による円の借入需要は増えていない。また、正味資産の増加とともに対外投資が増加していることから、内部資金によって対外投資のファイナンスが行われていることも図表2は示唆している。本節では、対外投資と円の民間借入が強く連関しない理由を説明する。

図表2　対外投資と国内民間企業の負債・正味資産



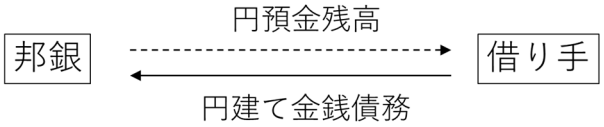
（出所）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

(1) 対外投資を行う日本企業が、邦銀から円を借りる場合の信用創造過程

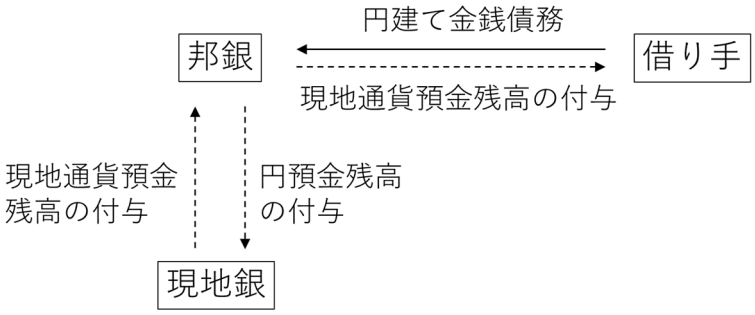
対外投資を行う日本企業が邦銀から円を借りる場合、まず邦銀から円預金残高が貸し出され、借り手企業は円建て金銭債務を負う（図表3(i)）。次に、借り手企業は海外の投資先に対する現地通貨での支払いを行うため、外国為替取引あるいは通貨スワップにより、円預金を現地通貨預金に換える（図表3(ii)）。そして、借り手企業が投資先に現地通貨預金の支払いを行う際に、自社の銀行口座がある邦銀に支払指図を送り、邦銀は投資先国のコルレス銀行に支払指図を送ることで、借り手企業の投資先に現地通貨預金が送金される（図表3(iii)）。その結果、海外の投資先から日本の借り手への与信関係が両国の銀行を経由する形で成立する（図表3(iv)）。

図表3　対外投資を行う日本企業が邦銀から円を借りる場合

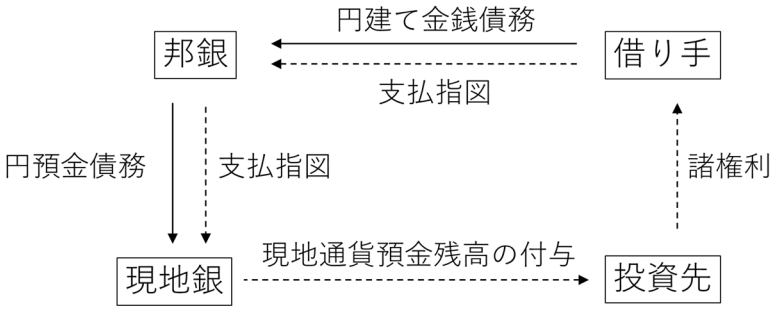
(i) 銀行貸出



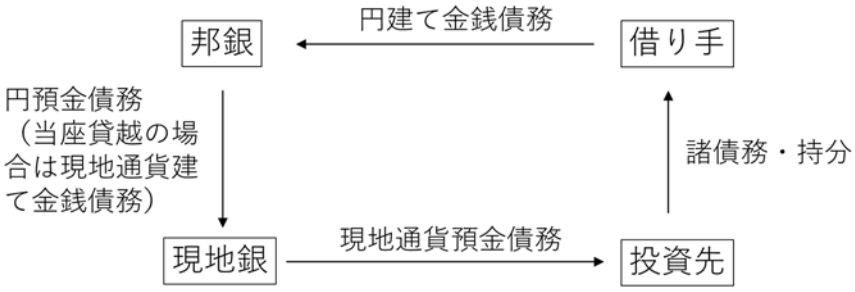
(ii) 外国為替取引・通貨スワップによる現地通貨の獲得



(iii) 現地通貨の支払いによる対外投資



(iv) 取引の結果として生じる債権債務関係



（注1）　点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。
（注2）　(ii)の外国為替取引もしくは通貨スワップの代わりに、現地銀行が(iii)での現地通貨預金の送金に際して邦銀に当座貸越を行う場合、(iv)の邦銀の金銭債務は括弧書きのとおり、現地通貨建てになる。
（出所）　筆者作成

（2）対外投資需要と円の民間借入需要の連関の弱さの理由

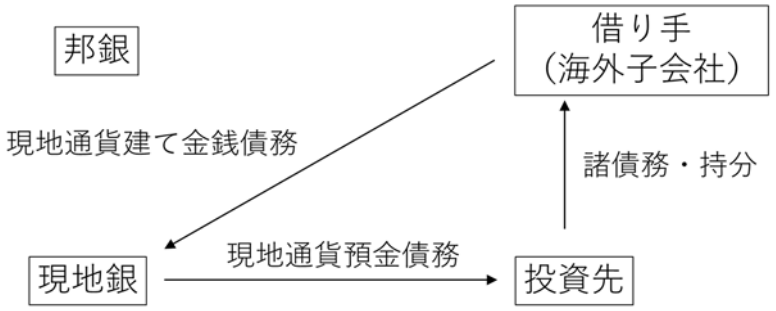
① 日本企業の国際的信用力の上昇

日本企業が円を借りて海外投資を行う場合は、図表3(iv)に示すとおり、借り手企業から邦銀への債務、邦銀から現地銀への債務、現地銀から投資先への債務の計3本の債権債務関係が必要になる。現地通貨を現地銀行から直接調達する場合には邦銀を介さないため、図表4に示すとおり、借り手企業から投資先までの債務債権関係は2本に留まる。よって、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。与信の連鎖を仲介する銀行が多くなれば、その分、金利・手数料は高くなるので、借り手企業の国際的信用力が低く、投資先の現地銀行と直接取引ができないという場合を除けば、図表4に示すように、借り手企業が現地通貨を現地銀行から直接調達する方が、図表3(iv)のケースよりも与信の連鎖の仲介者の数が少なくなり、対外投資費用を抑えられる。

したがって、日本経済が発展し、現地銀行と直接取引するに足る国際的信用力を持つ日本企業が増えれば、対外投資需要と円の国内民間借入需要の連関が弱くなるのは自然である。

ちなみに、図表2で国内民間企業の正味資産と対外投資が正の連関をしていることは、対外投資が日本企業の内部資金で手当てされていることを示唆するが、これは対外投資費用の一部を自己資金で手当てしないと投資先国で現地通貨を借り入れられない（投資先の海外子会社の有利子負債比率に制限がある）か、あるいは対外投資の持分の取得費用を自己資金で手当てすることで持分の希釈化を防ぐ一方、投資先の事業の運転資金は現地銀行から調達しているなどの可能性が考えられる。

図表4　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る場合の債権債務関係



（注）　点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。
（出所）筆者作成

② 海外の投資先にとっての日本からの輸入の重要度の低下

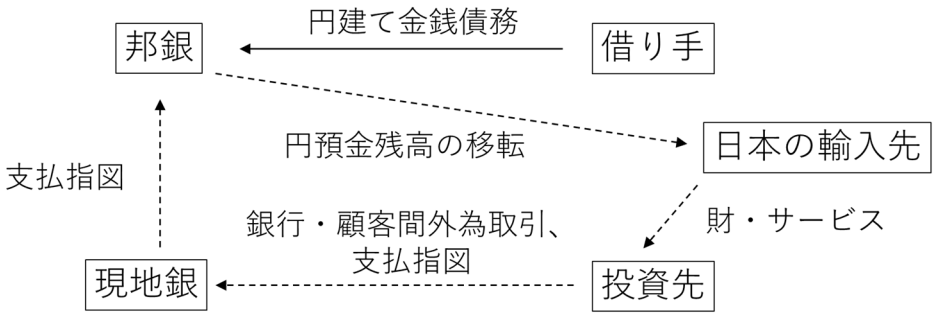
対外投資需要と円の民間借入需要の連関の弱さのもう一つの理由を説明するにあたり、図表3(iv)の状態から海外の投資先が日本から財・サービスを輸入する場合を考える。この場合、海外の投資先は、日本の借り手企業からの支払いで受け取った現地通貨預金残高を円預金残高に換え、日本の輸入先に支払うことになる。したがって、図表5(i)に示すような取引

が生じ、その結果、新たに預金者となった日本の輸入先から日本の借り手企業への与信が銀行経由で成立することになる（図表5(ii)）。

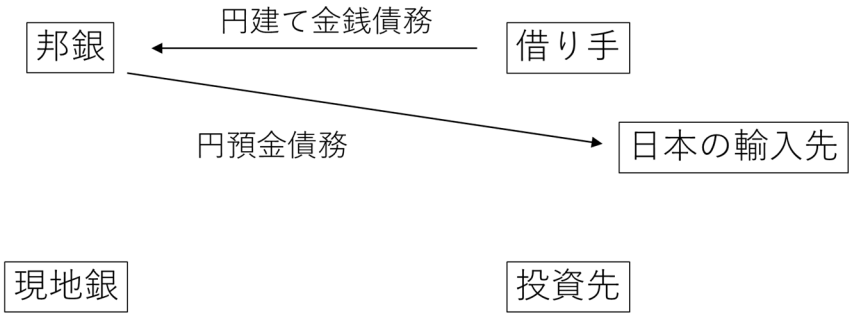
この場合、海外の投資先が、後で日本から輸入することを見込んで、借り手企業からの円での支払いを受け入れるということになれば、日本の借り手企業に円の借入需要が生まれる。図表5(ii)に示すとおり、投資元である日本の借り手企業が円建てで借り入れると、最終的な日本の輸入先から借り手企業への与信の連鎖で生じる債務が全て円建てになり、為替リスクの発生を防げる。しかし、世界貿易に占める日本からの輸出の重要性が低下すると、図表5のようなケースが減少するため、対外投資を行う日本企業が円を借り入れる動機も減少する。その結果、対外投資需要と円の民間借入需要の連関が弱くなる。世界貿易における日本からの輸出の重要性が低下した背景には、冷戦終結後のグローバルサプライチェーンの伸長や、先進国に共通する少子化の進展による労働力不足などの構造的要因があり、日本にとってはやむを得ない面がある[4]。

図表5　図表3(iv)の海外の投資先が、その後、日本から輸入する場合

(i) 海外の投資先による物・サービスの購入と銀行送金による決済



(ii) 取引の結果として生じる債権債務関係



（注）　点線は資金等のフロー、実線は債権債務関係。
（出所）筆者作成

[4] 世界貿易における日本からの輸出の重要性の低下は、日本国内の製造拠点の減少と日本企業の海外の投資先での現地通貨の再投資需要の増加にも反映されている。これは、日本企業の国内への資金還流の減少の要因にもなっている。

③ 国内外を問わない日本企業の低債務志向

上記は日本企業が対外投資先国で借入需要を持つ場合の分析だが、図表2が示す国内民間企業による円の借入需要の停滞は、国内外を問わない日本企業の低債務志向を反映している可能性もある。筆者と安田行宏一橋大学教授による2000年代半ば以降の日本の上場非金融企業データの分析では、他の企業との株式持ち合い比率が高い企業ほど、有利子負債を対総資産比で抑制する傾向があったことが確認されている[5]。この分析は連結ベースの財務諸表データを使用しているので、有利子負債には海外子会社の負債も含まれる。コーポレートファイナンス理論に照らすと、外部のステークホルダーからの規律付けを嫌う経営者は、負債による資金調達で外部株主（経営者から独立している株主）への株式の希釈化を抑えたい場合を除けば、債権者からの干渉を避けるために負債を抑制するインセンティブを持つ[6]。よって、上記の分析結果は、外部株主によるコーポレートガバナンスが弱い日本企業では、経営者による非効率的な資本構造（負債と株式の比率）の選択が看過されてきたことを示唆する。日本企業の低債務志向のその他の要因としては、1990年代後半の銀行危機による貸し渋りや、2008年のリーマンショック後の金融機関の貸出態度の厳格化の記憶を持つ日本企業が、負債を忌避するようになった可能性も考えられる[7]。

4. 1990年代以降の日本の資金循環構造の変化と、円の民間借入需要の振興の必要性

(1) 日本の資金循環構造の変化

しかしながら、日本経済の長期低迷からの脱却のためには、円の民間借入需要の振興が鍵になることを本節で述べる。

図表6は、日本銀行の資金循環統計から、日本の部門別資金過不足の推移を示したものである。資金循環統計における資金過不足とは、取引による金融資産・負債差額の変化額である[8]。「資金過不足が正」とは、負債よりも金融資産の増加分が大きいこと、「資金過不足が負」とは、金融資産よりも負債の増加分が大きいことを表す。金融取引は等価交換なので、資金過不足の額には影響を及ぼさない。したがって、資金過不足の変動は、主に財・サービス・非金融資産の購入のための支払いや、給付・贈与及び利子・配当・地代の支払いなど、非金融取引によるものである。非金融取引で支払われる金融資産は現預金なので、資金過不足が負の部門は、他部門からの現預金の受取りよりも支払いの方が多かった部門である。手持ちの現預金を支払う場合でも銀行から借り入れた現預金を支払う場合

---

[5] Tomura and Yasuda（2025）参照。

[6] ここで言う「負債による資金調達で外部株主への株式の希釈化を抑えたい場合」には、借入金や社債発行による自社株買いも含む。

[7] この点については、日本の企業退出率の低さや、大企業での長期雇用と内部昇格による経営者交代の慣行により、過去の状況が企業全体の記憶として残りやすいなど、日本特有の要因が働いている可能性がある。

[8] 金融資産や負債の評価額の変動による変化額は含まれていない。

でも、金融資産額の減少もしくは負債額の増加により資金過不足は負の方向に動く。対照的に、資金過不足が正の部門は、他部門への現預金の支払いよりも受け取りの方が多かった部門である。

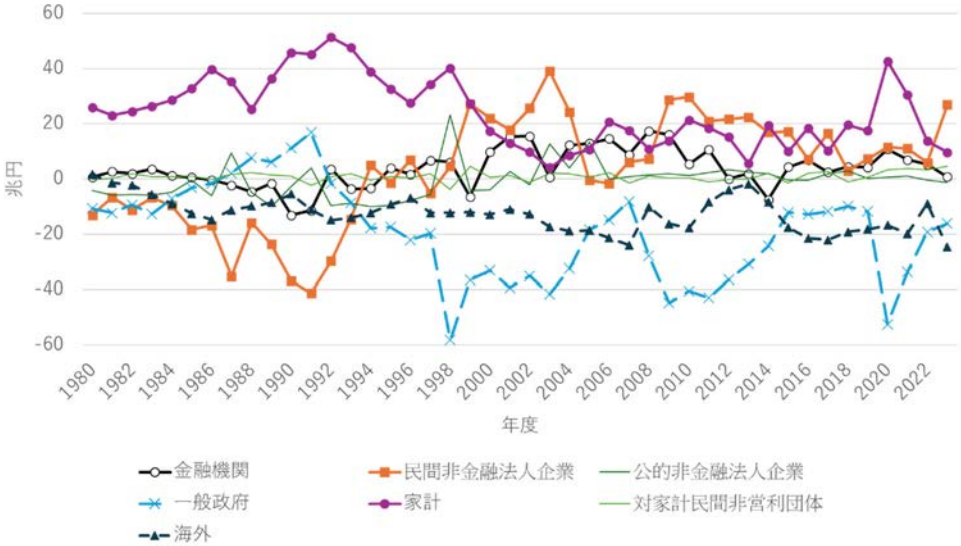
資金過不足についての上記の理解を踏まえて図表6を見ると、日本経済が低成長に陥った1990年代初頭以降、日本の資金循環構造が大きく変わっていることが分かる。家計部門の資金過不足が正であることと海外部門の資金過不足が負であること（後者は日本の経常黒字の反映）は1980年代からずっと変わらない。しかし1990年代初頭以降、一般政府部門の資金過不足は顕著な負の値を示している。これは財政赤字の拡大によるものである。また、民間非金融法人部門の資金過不足は、1980年代にはずっと負の値であったのに対し、1990年代初頭以降、正の値に転じている。

以上の点を第2節で説明した信用創造の仕組みに照らすと、1980年代までの日本の民間企業は、他部門に現預金を支払う側であったが、1990年代以降は、政府部門の財政赤字により生成された現預金の支払い（キャッシュフロー）を受け取って債務返済や現預金の保蔵を進め[9]、その結果、民間非金融法人部門の資金過不足が正の値に転じた、と解釈できる。また、第2節で述べたとおり、現預金は銀行貸出によって生成される。よって図表6は、1980年代以前の日本経済は、民間企業の借入により銀行預金が生成され、それが支払いに用いられて他部門に流れていく「民間発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造であった一方で、1990年代以降は、政府の借入により銀行預金が生成され、それが支払いに用いられて他部門に流れる「政府発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造になったことを示している[10]。

[9] この点を日本の民間企業の過剰貯蓄と解釈する見方もあるが、この見方だと、民間部門の過剰貯蓄があったがために、政府側の財政赤字のファイナンスが可能になったという説明になる。実際の信用創造の仕組みから見た因果関係は逆で、政府部門で財政赤字が発生したが故に、民間非金融法人部門が政府部門からの現預金の支払いを受け取って債務返済をしたり、現預金を保蔵したりすることが可能になった、という説明になる。

[10] 政府が国債を発行する時も、銀行による信用創造が行われている。この点についてのより詳細な説明は、戸村（2025）参照。

図表6　日本の部門別資金過不足（取引による金融資産・負債差額の変化額）



（出所）日本銀行「資金循環統計」

(2)有効需要理論の罠

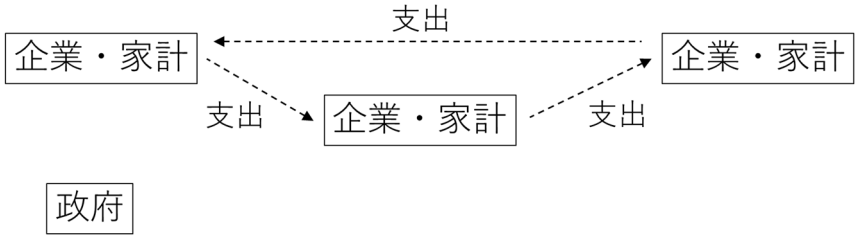
なぜ日本の資金循環構造は、「民間発のキャッシュフロー」中心の構造から「政府発のキャッシュフロー」中心の構造に変わってしまったのだろうか。まず、1990年代の民間企業借入の低迷の理由については、日本銀行の短観データを使ったMotonishi and Yoshikawa（1999）による分析があり、1990年代前半については企業側の借入需要減少によるものだった一方、1997年からの銀行危機時は貸し渋りによる貸出供給の減少によるものだったとしている。この分析結果は、バブル崩壊後、過剰設備や余剰人員の存在により、日本企業の借入需要が減退したという通説的な説明と整合的である。

この点については、「このような民間需要不足が1990年代以降の財政赤字拡大の理由であり、民間需要不足こそが日本経済の長期停滞の原因である」という見方もあり得る。確かにケインズ経済学の有効需要理論に従えば、民間需要不足が生じている時に財政支出を増やすと（図表7(i)）、売上あるいは給与を受け取った企業・家計が支出をすることで需要が拡大する（図表7(ii)）。

図表7　有効需要理論における財政支出のマクロ経済効果

(i) 政府から企業・家計への財政支出

(ii) 企業・家計間での需要拡大

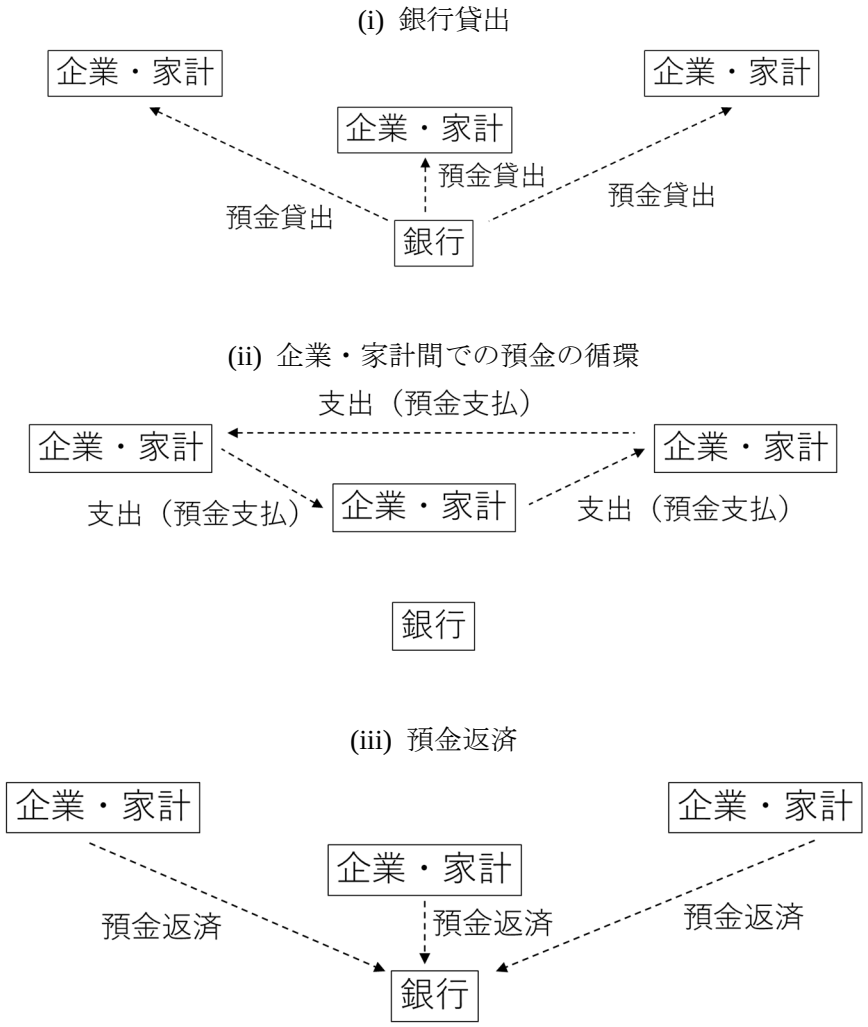


（出所）筆者作成

しかし、このような有効需要理論を信用創造の仕組みに照らして見ると、上記とは異なる結論を導くことができる。企業は、売上によるキャッシュフローを受け取る前に、賃金や材料費などの生産費用や資本ストックへの投資費用を支出して、財やサービスの生産を行う必要がある。そのため、銀行から運転資金や設備資金を借り入れることが普通である。家計も、給与を受け取る前に生活費の支出を行う必要があれば、クレジットカードなどの消費者金融サービスを利用することができる。よって、銀行の貸出機能が毀損していなければ、各企業・家計は売上や給与を受け取る前に銀行から資金を借りて（図表8(i)）、それを他の企業や家計に支払うことで資金が循環し（図表8(ii)）、循環した資金が各企業・家計の売上や給与となり、銀行への返済に充てられる（図表8(iii)）というサイクルが成り立つ。このように、銀行の貸出機能が毀損していない限りは、他の企業・家計から売上や給与を受け取れないと自分も支出ができないという状況は発生しない。それにもかかわらず民間需要が低迷している場合、企業・家計が銀行から借入をしてまでは投資や消費を行わないという状態であり、そのような状態で政府が財政支出を増やしても、企業・家計は受け取った資金の大半を貯蓄するだけになるのが自然な反応になる[11]。よって、銀行の貸出機能が毀損していない状況では、需要不足があったとしても財政乗数は小さくなると考えられる。

[11] 主流派経済学の資金循環の考え方では、貯蓄された資金は金融機関を通じて借り手の消費や投資のために貸し出されるので、財政支出により生み出された収入の大半を企業・家計が貯蓄したとしても、財政乗数が低くなるとは限らない。しかし、現実の信用創造の仕組みでは、(1) 銀行貸出、(2) 消費・投資のための現預金の支払い、(3) 支払いを受け取った企業・家計による現預金の貯蓄もしくは銀行への借入金返済、という順番で資金循環が起きるので、貯蓄された資金が貸出に回るという仕組みにはなっていない。図表 1 に示したように、企業・家計が受け取った現預金を貯蓄すると、そこで信用創造に伴う資金循環が止まる。

図表8　銀行の信用創造による企業・家計間での資金循環



（出所）筆者作成

ケインズ経済学の有効需要理論の当てはまりが良い代表例として、1930年代の大恐慌期の米国がよく挙げられるが、この時期は、欧米各国が金本位制を維持しようとする中で銀行危機が起き、金本位制の下で公的資本を銀行部門に注入しても金の国外流出が起こるだけになってしまい、銀行貸出の大幅な収縮が止まらなかった時期であった。そのため、企業・家計は運転資金や設備資金を銀行から十分に借りることができない状態が続いた。金本位制停止後も銀行貸出が回復しない中で、米国のルーズベルト政権が財政支出を大幅に増やした際に、図表7に示すような形で政府が支出した資金が企業や家計の間を流通し、支払手段不足を緩和することで大きな財政乗数効果を持ったことは不思議なことではない[12]。

[12] 1930 年代の米国での銀行貸出の低迷については、Federal Reserve Bank of San Francisco （2012）参照。同時期のルーズベルト政権の財政政策については、Fishback（2014）参照。

一方、1990年代以降の日本では、銀行危機は起こったものの、1997～99年の貸し渋りを除いて銀行の貸出機能は大きくは毀損せず、企業・家計の借入制約を決める担保価値（地価）の減少も緩やかであり、2000年代前半には邦銀の不良債権問題は終息した。そのような状況で需要不足解消のために財政支出を増やしても、期待したほど財政乗数が大きくなく、日本の経済成長率の低迷が続いたことは、信用創造の仕組みを考えると自然である。このように、信用創造の仕組みに照らすと、銀行危機時を除いて、財政支出が民間支出を代替するマクロ経済効果は低いと考えられる。

しかしながら、1990年代以降の日本経済の長期低迷に対しては、有効需要理論に従って、度重なる緊急経済対策などの拡張的財政政策が維持された。その結果、「政府発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造が日本経済に定着したと考えられる。また、少子高齢化の進展による歳入の伸びを超える社会保障費の増加も、財政赤字拡大の長期的な要因となった。

(3)「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

図表6が示す「政府発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造への変化が、1990年代初頭以降の日本経済の長期低迷と軌を一にしていることを素直に受け止めれば、日本経済の長期低迷からの脱却には、1980年代以前の「民間発のキャッシュフロー」中心の資金循環構造への回帰が必要という結論になる。なぜ「政府発のキャッシュフロー」中心の経済が低迷するのかは、まだ研究上の課題だが、筆者と安田行宏一橋大学教授による日本の上場非金融企業データの分析では、企業が債務を削減すると、債務による経営規律付け効果も減り、その分だけ企業パフォーマンスが低下するという実証結果が出ている。この結果に照らすと、1990年代以降の政府部門の財政赤字によるキャッシュフローの増加が、民間企業部門での債務返済を促進した結果、日本経済のパフォーマンスの低下に寄与したという含意を導くことができる[13]。

この点については、日本経済の長期低迷の原因を需要不足として、1990年代以降の財政支出拡大はその対策に過ぎないと考える場合でも、上記のとおり、財政支出の拡大は大きな経済成長率の上昇をもたらさなかったため、民間需要の拡大が必要という点までは同じ結論になるだろう。しかし、需要不足の解消が必要という場合には民間消費の拡大も解決策に含まれるのに対し、第2節で述べたとおり、キャッシュフローとして経済の中を駆け巡る現預金は銀行貸出によって生成されるので、「民間発のキャッシュフロー」中心の経済への回帰のためには、国内民間借入需要の振興が必要になる。そうすると、民間消費は借入でファイナンスされる割合が低いため、民間投資の拡大が必要ということになるが、この点を国際資金フローの文脈で述べれば、民間対内投資の振興が必要という結論になる。

マクロ生産関数を考えると、民間企業の投資は資本ストックへの投資である。したがっ

[13] この分析結果についてのより詳細な紹介は、戸村（2024）参照。

て、技術水準や労働力の質・量の向上により資本ストックのリターンを高めると、民間企業の投資が増える。そう考えると、国内外の民間企業の投資先としての日本の魅力を高めるには、元々の強みである経済規模や政治的安定性を活かしながら、労働市場や教育政策の改善により、人的資本の蓄積や流動的な労働力の創出に取り組むことが重要になる。先進的な技術開発のための投資促進にはファイナンスも重要であり、米国ほど大きな資産分布の偏りがなく、投資資金を豊富に持つ富裕層が高リスクの新規事業への投資を投資ファンド経由で裁量的かつ大規模に行える米国モデルを真似るのが難しい中で、日本に合うファイナンス（リスク共有）手法を編み出す必要がある。また、企業行動の活性化による投資促進という観点からは、高い現場力などの日本の組織的特性に合ったコーポレートガバナンス手法の確立が重要である。

経済環境が常に変化していく中で、法規制の遅滞なき更新による効率性向上も課題になる。特に少子高齢化で世界の先頭を走る日本では、社会保障制度と税制が民間対内投資の阻害要因にならないようにする必要がある。国内外の企業は、生産費用を最小化するためにグローバルサプライチェーン上の生産拠点を置く国を選ぶ。日本で生産する場合は、日本の法律の下で雇用者（雇い手）に課される社会保険料負担が発生するため、その負担が大きくなると、その分、他国に生産拠点を置く方が有利になる。法人所得税も、社会保険料に似た効果を持つ。個人所得税については、賃金の手取り額を維持するために額面賃金の引上げが必要になる場合には、税の一部が間接的に雇用者の負担になる。消費税についても、賃金の手取り額を実質的に低くする点は個人所得税と同様である。しかし、企業が日本で生産した付加価値のうち、海外に輸出される部分は日本の消費税の課税対象外になるので、その分、少子高齢化の進行度合いにかかわらず、日本をグローバルサプライチェーン上の生産拠点に選びやすくなる。上述のように、日本経済を「民間発のキャッシュフロー」中心の経済に回帰させるためには、国内民間消費ではなく、民間対内投資を振興する必要がある。日本の社会保障と税制に関する議論では、国内外の企業の生産拠点選択への影響も加味される必要がある。

ちなみに、日本は非基軸通貨国であり、経常収支の黒字を維持することで通貨価値を安定化させなければならない点には注意が必要である。そのためには、海外からの対内投資に対しては、海外への配当を上回る額の輸出・知的財産権収入の創出を行うことが必要となる。また、内需のみならず、外需に向けた生産を行うことでも経済は成長するので、上記の分析は、内需と外需を区別した上で、特に内需の振興のために対内投資が必要と主張するものではない。

5. 国際的円経済圏の形成可能性の検討

(1) 国際通貨体制の歴史的経緯と現在の米ドル基軸体制の安定性

最後に、第2節で述べた信用創造の仕組みを踏まえて、円経済圏の国外への拡大の可能

性を検討する。その準備として、国際通貨体制の歴史的経緯を図表9に示す。ポイントとなるのは以下の3点である。

1点目は、戦間期に英ポンドから米ドルに基軸通貨が移ったことである。これは、米国が第一次世界大戦を経て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性が高まったことによる。この事例は、基軸通貨は交代し得るということを示している。2点目は、現在の米ドル基軸体制が確立するまでの歴史的経緯において、国際的合意の役割があるということである。第二次世界大戦末期に国際的な合意の下で金と米ドル基軸のブレトンウッズ体制が新しい国際通貨体制として樹立され、その後、米ドルと金の兌換制が1971年に停止されたために、現在の米ドル単独の国際基軸通貨体制になった。このように、政治的な国際合意による国際通貨体制の樹立を経て、現在の米ドル基軸体制が成立している。3点目は、現在基軸通貨となっている米ドルは、金との兌換性がない不換通貨だという点である。米国は米ドルを財務的制約なく発行できるため、他国がいくら米ドル建て資産を外貨準備として蓄積したとしても、米国以上に米ドルを払い出すことはできない。よって、戦間期に基軸通貨が英ポンドから米ドルに変わった時とは異なり、外貨準備を十分に蓄積すれば米国に代わる基軸通貨国になれるということはない。したがって、現在の米ドルの基軸通貨としての地位は、金本位制下の英ポンドよりも頑健である。

それでは、米ドルの基軸通貨としての地位はどのような場合に失われるのだろうか。通貨流通を自己実現的均衡として捉える現在の主流派経済学理論の中には答えは見つからないが、筆者の見方を述べれば、米ドルの基軸通貨としての地位を支えているのは、米国の経済規模、技術的先進性、圧倒的な軍事力に裏打ちされた米国経済の安定性と、法の支配と三権分立による米国内での行政府の権力の弱さの2点である。前者については、他国に侵略され得る米国以外の国の通貨の安全性は、究極的には米ドルよりも低い。後者については、統制国家とは異なり、米ドル建て資産を保有しても米国政府に勝手に差し押さえられる心配がない。これら2つの強みを米ドルが失った時、米ドルの基軸通貨としての地位も失われ得る。

一方、現在安定している米ドル基軸体制にも短所はあり、一つは米ドルを利用するに当たり、寡占的な金利・手数料が米国の金融機関に課される点である[14]。もう一つは、米国の非同盟国にとっては、米国の裁量的な金融制裁を受けるリスクがある点である。

このように安定性は高いものの、補完の余地も残されている米ドル基軸体制の下で、日本の金融機関が米ドルに代わる円建て決済システムを提供した場合、国際的な円経済圏を形成することは可能だろうか。この点について次項で検討する。

[14] この点についての分かりやすい例は、円と米ドルの間のベーシススワップで円側に発生するマイナススプレッドだろう。

図表9　米ドル基軸体制成立の歴史的経緯

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。

（出所）Eichengreen(1996)を基に筆者作成

(2) 国際的円経済圏の形成は可能か

信用創造の仕組みから考えると、まず、支払手段である銀行預金残高は銀行貸出によって生成されるため、国際的円経済圏を形成するためには、円の「支払い」だけでなく「調達」も便利である必要がある。したがって、円建て国際送金網を整備するだけでなく、邦銀の海外向け円建て銀行貸出拡大も必要になる。以下、円の支払いが便利になるケースと円の調達が便利になるケースの二つのシナリオを考えてみよう。

① 円建て国際取引の増加

円の支払いが便利になるシナリオでは、円建て国際取引が増加することで、円建て支払い需要が増える。そうすると支払手段として円を調達する必要性が生じ、運転資金の円建て借入需要も増える。このシナリオを実現する上での障害は、米ドル基軸体制下では、円建て取引を行う海外主体に為替リスクが発生することである。そのため、為替リスクをしのぐ円建て支払いの利便性創出が課題になる。この点において、円建て送金用の新しい国際決済システムを提供することで円建て支払いの利便性を高めようとしても、上記のように米ドル基軸体制は存続するため、SWIFT[15]を使った既存の国際送金システムは利用され続ける。SWIFTに国際送金システムを一元化することの規模の経済性を考えると、それと並行して新しい円建て国際決済システムを各銀行が導入することはシステム面の負担が大きい。そのため、新しい円建て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。そうすると、日本の貿易で円建て取引を増やすことくらいしかできないということになるが、仮にそれが可能だとしても、日本の輸出入が世界貿易に占める割合は大きくないため、日本以外の国同士の国際取引まで円建てにするのは難しいだろう。

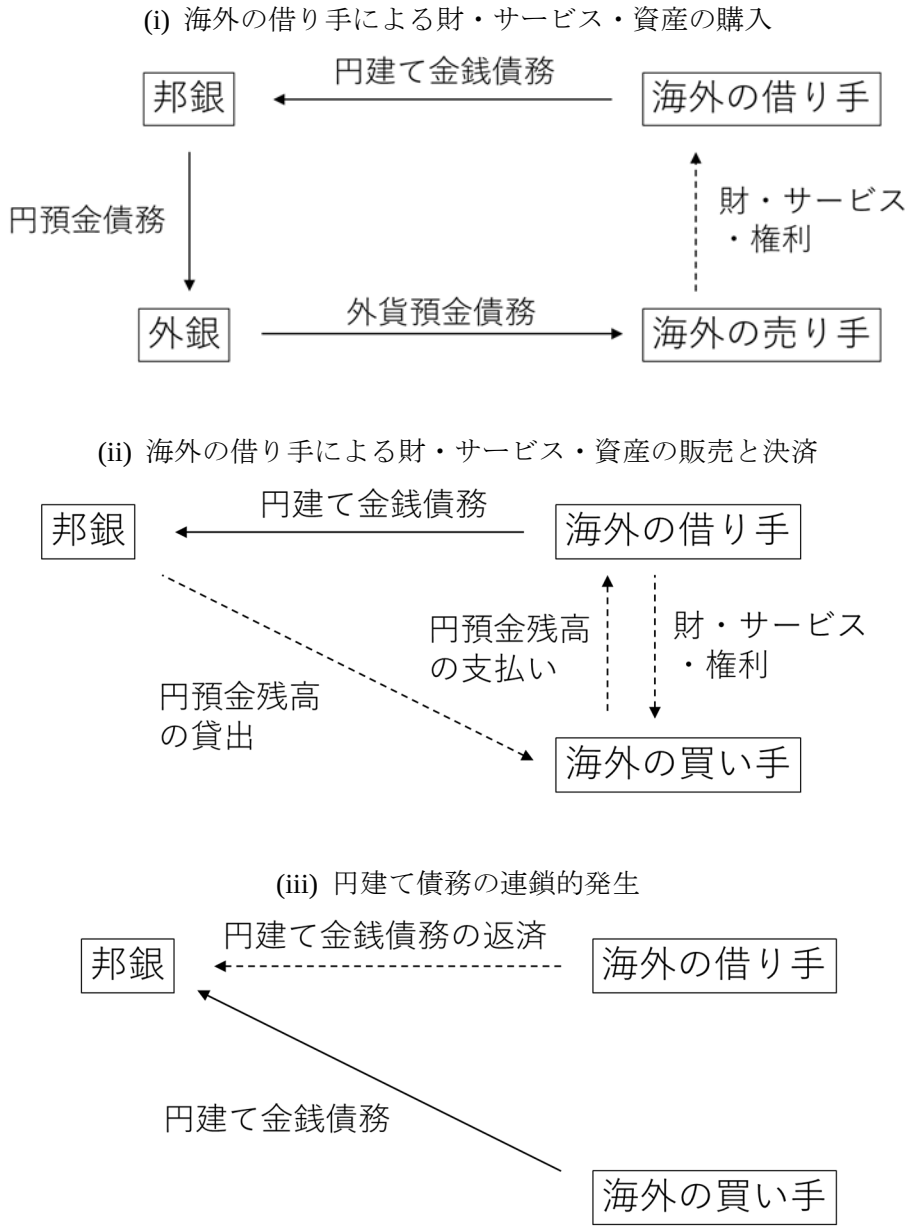
② 円建て銀行貸出への海外需要増加

円の調達が便利になるシナリオでは、円建て国際取引の増加がなくても、円建て借入需

[15] 国際銀行間通信協会（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication）。

要が増えることで、円経済圏が形成される。例えば、海外の借り手が円を借りた後、現地通貨に交換して海外の売り手に支払う動きが広がったとする（図表10(i)）。その場合、海外の借り手は円建て金銭債務を返済するための円を調達しようとするため、円建てで財・サービス・資産取引を行うインセンティブを持つことになる（図表10(ii)）。その結果、円建て債務がある故の円建て支払い需要が生まれ、円建て借入需要も連鎖的に生まれる（図表10(iii)）。

図表10　円建て銀行貸出への海外需要増加が円建て国際取引の増加につながる場合



（出所）日本銀行「資金循環統計」

このダイナミクスを実現し、円建て銀行貸出の海外需要を増やすためには、邦銀からの円資金調達が米銀からのドル資金調達よりも便利になり、かつ、その利便性が借り手にとっての為替リスクを上回る必要がある。このような課題を克服しようとする海外の政策の類似例としては、中国が途上国政府向けに人民元建て貸付を拡大する政策を進めていることが挙げられる。この政策では、中国が信用力の低い途上国のソブリンリスクを取ることで、人民元建て債務の利便性を創出している。

国際協調なしに主権国家である途上国に債務履行を強制することの難しさを考えると、日本単独で中国の政策を真似ることには現実味がないが、それ以外の円建て銀行貸出の海外需要振興策の例として、日本銀行の適格担保範囲の拡大を考えることは可能である。日本銀行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、邦銀が海外向け貸出の一部を日本銀行に差し入れる担保として利用することが可能になり、邦銀の海外向け与信費用は下がる。上記の中国の政策とは異なり、こちらはあくまで民間金融機関である邦銀が貸出の主体であり、また、適格担保に含める外国債権に格付け基準を課すことで、日本銀行が負う信用リスクも制御できる。

このような政策の類似例としてはユーロ圏の通貨統合が挙げられる。欧州中央銀行は、加盟国の銀行に対して銀行間決済のためのユーロ建て銀行準備を貸し出す際に、加盟国の高格付け債権を適格担保として受け入れている。その結果、加盟国でユーロが流通し、複数国にまたがるユーロ圏が形成されている。

ただし、2000年代後半の世界金融危機後の欧州債務危機の際、2012年9月に欧州中央銀行が南欧国債の無制限買入方針を表明して南欧の加盟国を救済せざるを得なかったように、複数国にまたがる円経済圏を形成する場合、日本以外の圏内国で金融危機が発生した時に、日本銀行からの流動性供給を期待され、また、最終的にはIMFの緊急融資に似た形で日本政府からの円の貸付により金融危機を終息させることが圏内国政府から求められる可能性がある。したがって、たとえ中国のように途上国政府への円建て貸付を直接行わなかったとしても、日本が円建て債務の利便性を高める政策を講じようとする際に、海外のソブリンリスクの負担を完全に免れることは困難である。

最後に、ユーロ圏のような確固とした単一通貨圏を形成しようとするのではなく、もう少し緩い形で円建て銀行貸出の海外需要を増やして円の海外利用を促進しようとする場合には、円建て社債市場の育成と国際化が選択肢の一つになる。社債発行で投資資金を手当てする場合でも、社債発行に先立って投資を実行する際の銀行からのつなぎ融資は必要となるため、海外発行体による円建て社債の起債が増えれば、邦銀からの海外向け円建て貸出への需要も増える。こちらの施策は国際的円経済圏が形成されない場合でも、日本の金融市場の活性化にはなるので、政府の政策目標としては掲げやすい。また円建て社債市場が大きくなれば、上記で日本経済の課題として述べた円の民間借入の促進策にもなる。ただし、銀行勘定の金利リスク（Interest Rate Risk in the Banking Book, IRRBB）規制下で金融機関の金利リスク負担余力に限りがあるため、円建て社債の最終的な消化先として、マネ

ー・マーケット・ミューチュアルファンドやその他の債券投資信託など、非金融機関法人・家計向けの社債性金融商品の普及も併せて課題になる。

6. おわりに

本稿では、対外投資需要と円の民間借入需要の連関の弱さ、日本の資金循環構造を「政府発のキャッシュフロー」から「民間発のキャッシュフロー」中心の構造に戻す必要性、さらに、国際的円経済圏の形成可能性について、信用創造との関係から考察した。

本稿で述べた様々な政策の中で優先順位を付けるならば、まず、「民間発のキャッシュフロー」を中心とする資金循環構造に日本経済が回帰するための民間対内投資の促進、そのために必要な法規制、労働市場、教育体制、技術革新のためのファイナンス手法、コーポレートガバナンスの改善を日本の優先課題として取り組むべきである。

次に、米ドル基軸体制が安定的に存在する中で、ユーロ圏のような確固とした円経済圏を形成するためには、他国のソブリンリスクを日本が負担する必要がある。よって、その実現のハードルは高い。したがって、日本は米国の通貨スワップ協定の対象国であることの強みを活かし、米ドル基軸体制を補完する形での邦銀の海外向け米ドル建て貸付能力の拡大支援に注力すべきである。そのためには、経常黒字、日本国債の高格付、円の通貨価値の維持が日本にとっての必須の課題になる。並行して、日本の金融市場の活性化や円の民間借入促進の観点から円建て社債市場の育成に取り組み、その上で社債の発行体の国際化に挑戦すると良いだろう。

最後に、第5節で述べたように、米ドルの基軸通貨としての地位は、米国の圧倒的な経済規模・技術水準・軍事力と、法の支配と三権分立による米国内での行政府の権力の弱さの2点に依拠するというのが筆者の見方である。過去の世界的大国の栄枯盛衰の歴史を振り返ると、これらの要件が永遠に満たされ続けるとは限らない。また、米国の第二次トランプ政権が打ち出した貿易不均衡是正のための相互関税は、非基軸通貨国にとっては貿易による米ドルの獲得を難しくする政策であるため、その分、米ドルの基軸通貨としての利便性を減らす。第二次トランプ政権以降も米国が貿易不均衡是正を重要な政治的課題とし続ける場合、今後、米ドル以外のハードカレンシーに非基軸通貨国の準備資産需要が分散するシナリオもあり得る。そのような際に、日本の経常黒字と国債の高格付が維持され、円のハードカレンシーとしての地位が保たれていれば、円建て資産が海外の準備資産需要の受け皿になる。その場合、日本の政府、金融機関、企業が低利で海外から資金を調達して、国内外での投融資を行えるようになるため、国富の増加につながる。

米ドル基軸体制が今後不安定化する場合に備え、そのような際に日本はどのような通貨政策を採るべきかを政府は予め考えておく必要がある。そのためには、本研究会のような機会を定期的に設け、今後の世界情勢の変化に応じて、円の国際的準備通貨としての利用や国際的円経済圏形成の是非や実現可能性を継続的に確認していくことが望ましい。

参考文献

池尾和人（2010）『現代の金融入門〔新版〕』、筑摩書房

戸村肇（2023）「信用経済と決済システム――新しい電子通貨は銀行預金に代わる決済手段になりうるか」祝迫得夫（編）『日本の金融システム』、東京大学出版会、第二章

戸村肇（2024）「信用創造過程から考える日本の資金循環構造の変化と政府債務の維持可能性」財務総合政策研究所（編）『「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」報告書』https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2023/junkan_report.html（2025年4月12日閲覧）

戸村肇（2025）「政府債務の増加が続くと何が起こるのか？」『経済セミナー』2025年6・7号、日本評論社

Eichengreen, Barry. (1996). Golden Fetters, Oxford University Press.

Federal Reserve Bank of San Francisco. (2012). “How did the contraction in bank lending that followed the 2008 financial crisis and recession compare with the decline in bank loans after the stock market crash in 1929 and the Great Depression of the 1930s?” https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/doctor-econ/2012/11/2008-financial-crisis-bank-lending-1929-stock-market-crash-great-depression-loans/ （2025年4月9日閲覧）

Fishback, Price V. (2014). “The Impact of New Deal Spending and Lending During the Great Depression,” NBER Reporter, 2014 Number 3: 11-14.

Tomura, Hajime, and Yukihiro Yasuda. (2025). “Shifting Balance of Conflicting Corporate Governance Effects on Leverage: Evidence from Japan,” mimeo.

Motonishi, Taizo, and Hiroshi Yoshikawa. (1999). “Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s: Financial or Real?” Journal of the Japanese and International Economies 13(3): 181-200.

（本研究は JSPS 科研費 JP20K01780、JP23K01475 の助成を受けたものです。）