

マクロ経済理論から見た 日本経済の資金循環表

名古屋大学 齊藤誠

3つの論点、あるいは、3つのペアー

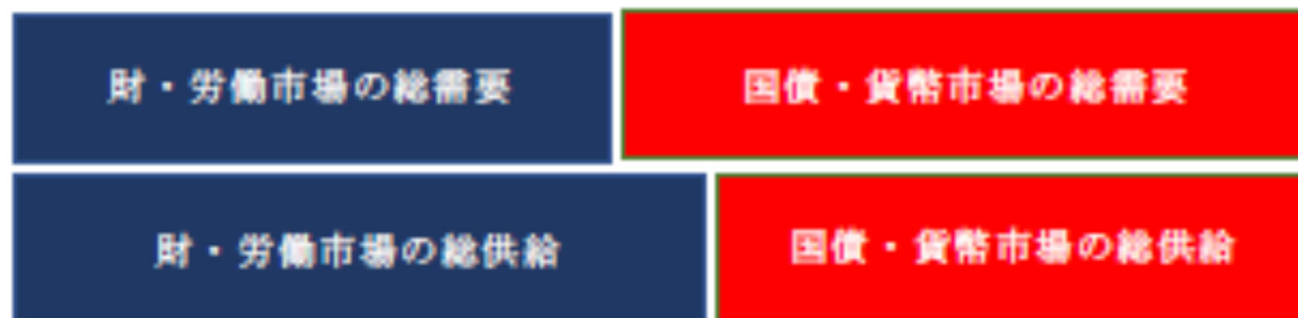
- ①短期的には、**財・労働市場の超過供給（GDPギャップ）**と**貨幣・国債市場の超過需要**のペアーが、資金循環表でどのようにあらわれるのか？
- ②長期的には、**家計の旺盛な国債・貨幣需要（貸しっぱなし）**と**統合政府の活発な債務発行（借りっぱなし）**が四つに組む状況が、資金循環表でどのようにあらわれるのか？
- ③**家計資産の対外資産化**と**政府債務の対外負債化**の同時進行が、資金循環表・国際収支統計でどのようにあらわれるのか？

今日の報告で伝えたいこと

- 日本経済の資金循環は、短期的に見ても、長期的に見ても、実態経済に望ましい影響をもたらさないままに、「政府⇒家計」と「家計⇒政府」のあいだで資金が空回りしている。
- しかし、日本経済が、そうした資金の空回りに長く（四半世紀を超えて）依存してきたことから、それを克服するには、きわめて慎重になる必要がある。

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（1）

- ワルラス法則から、各経済主体の予算制約が成立していると、財労働市場の超過供給は貨幣・国債市場の超過需要に等しくなる。
- ここでいう予算制約は、生涯〈life-time〉の予算制約ではなく、2時点間〈intertemporal〉の予算制約である。



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（2）

- カジュアルな理解では、「貨幣・国債供給を拡大して、貨幣・国債市場の超過需要を解消すれば、同時に、財・労働市場の超過供給を解消できる」と考えられている。事実、そうしたロジックが、積極的なマクロ経済政策を正当化してきた。
- たとえば、



- しかし、**上のようなマクロ経済的な調整は不可能である**。各経済主体が予算制約を満たしているかぎり、財政・金融政策で財・労働市場の総需要が増大したとすると、貨幣・国債市場の総需要が縮小して、貨幣・国債の追加供給を吸収できなくなってしまうからである。
- 逆にいうと、貨幣・国債市場の超過需要によって貨幣・国債の追加供給が吸収されたとすると、財・労働市場の超過供給は解消されないままになっていなければならない。

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（3）

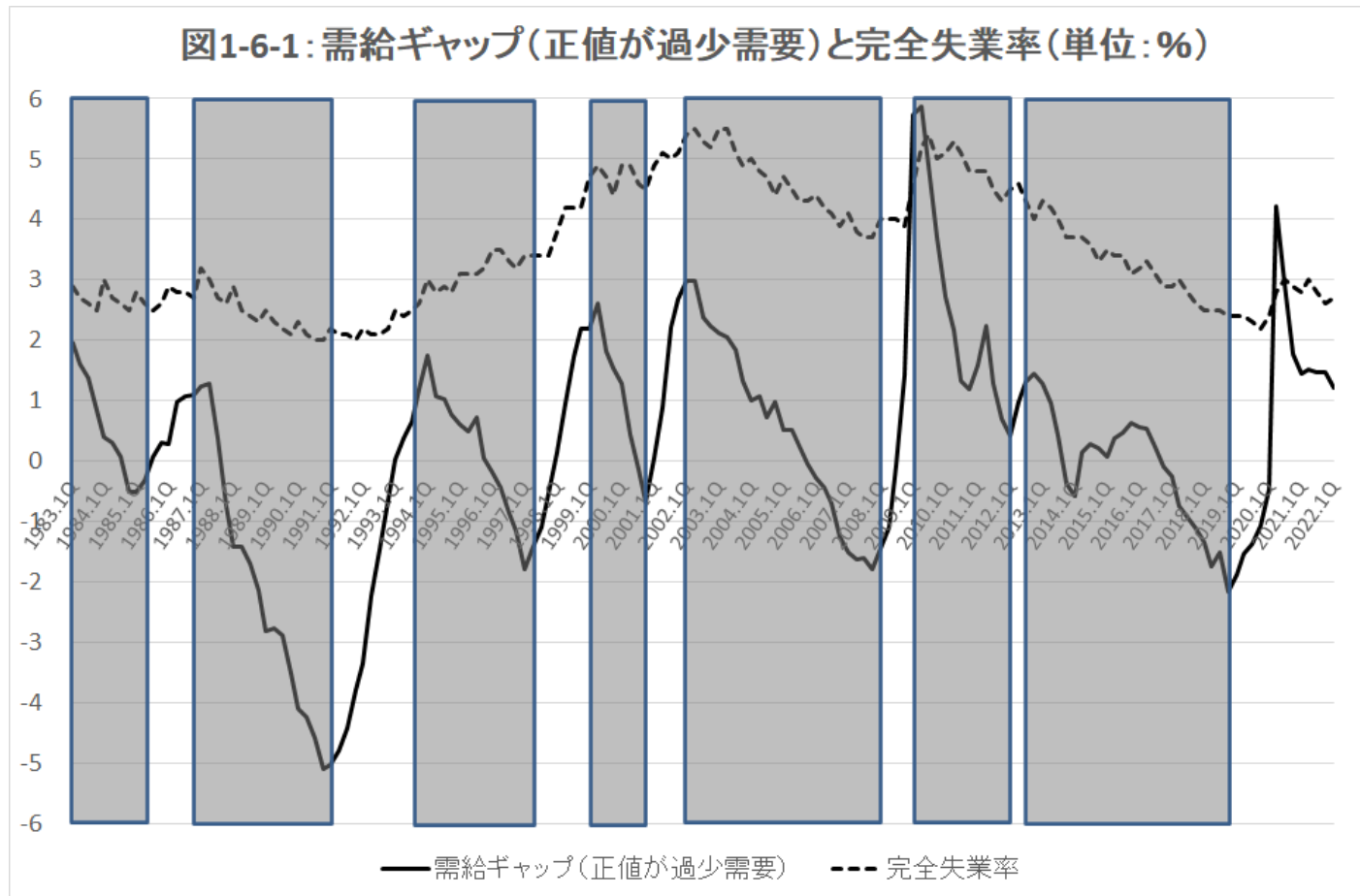
- それでは、何が起きたのか？
- 以下のようなシーケンスが考えられる。
 1. 貨幣・国債の追加供給は、貨幣・国債市場の超過需要で吸収される。したがって、政府・日銀は、追加的な財政資金を調達できる。
 2. 財・労働市場では、過少な総需要が実現し、失業や遊休施設が生じる。
 3. 追加的な財政資金は、財・労働市場の過少需要で所得稼得機会を失った人々（失業者と遊休施設のオーナー）への所得移転に充当される。
- 結果、次のようなマクロ経済的な調整が生じる。



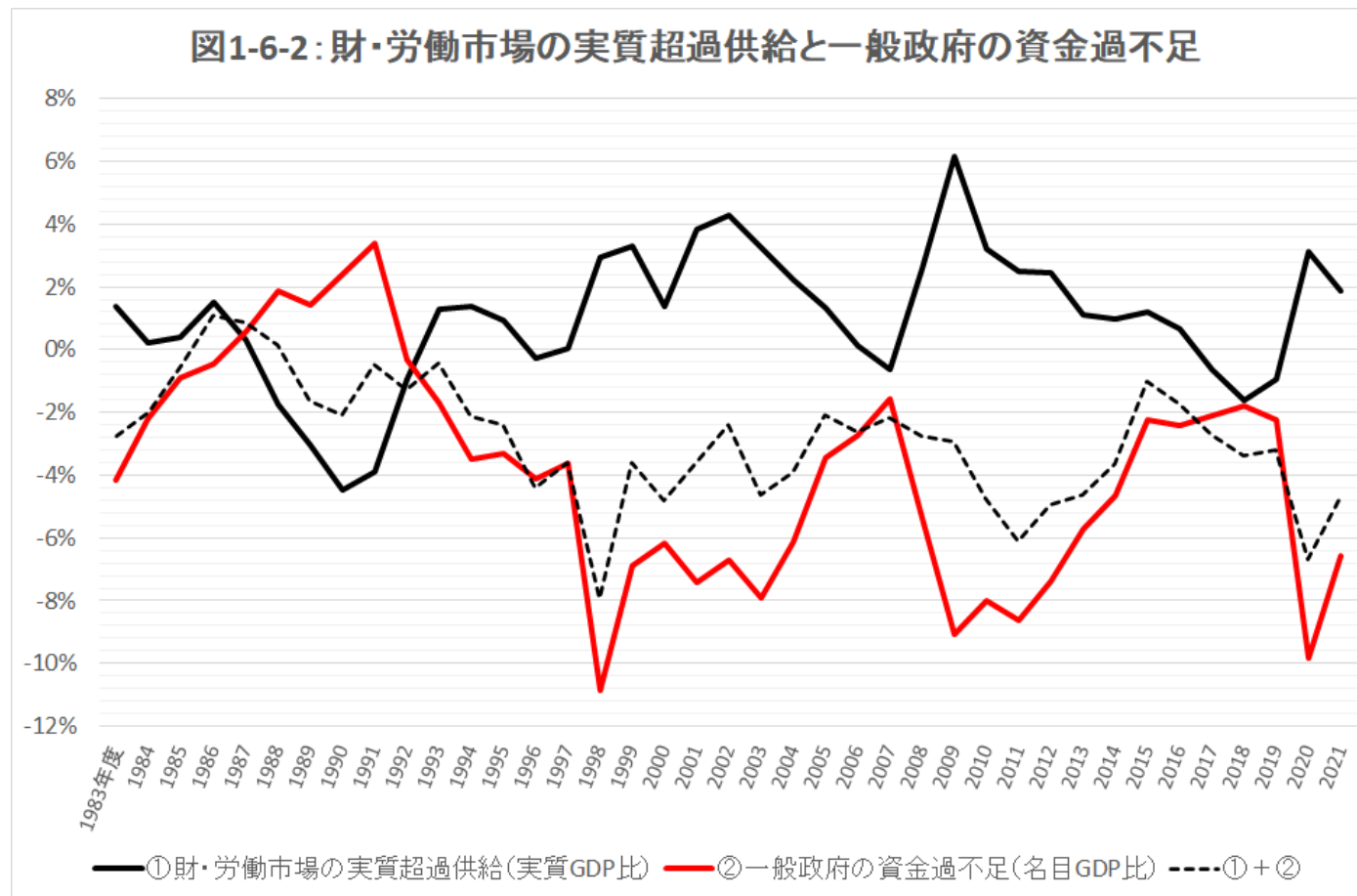
財・労働市場の超過供給と貨幣・国債市場の超過需要のマクロ経済的な調整（4）

- 以上の考察からは、次のような実証的インプリケーションが得られる。
 1. 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。
 2. 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。
 3. 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。
- 資金循環表によって、1、2、3のインプリケーションを確認できる。
 - 1と2については、一般政府の資金過不足とGDPギャップの関係に注目する。
 - 3については、新型コロナ対策期における政府の資金不足（負の資金過不足）と家計の資金余剰（正の資金過不足）の関係に着目する。

事実、1990年代以降、財・労働市場の過少が続いた。



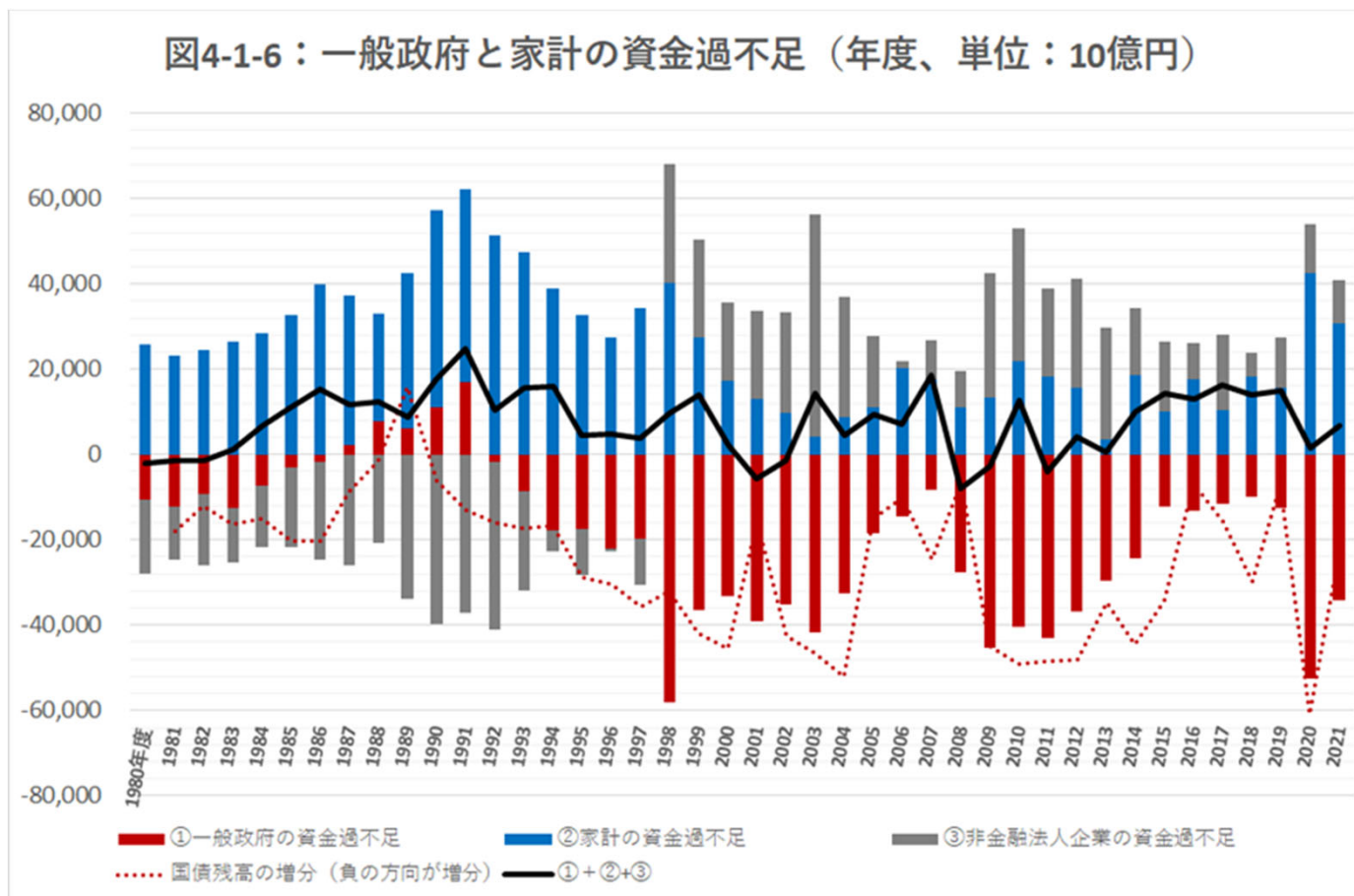
国債の追加発行規模と財・労働市場の超過需要はほぼ比例していた。



2番目のグラフに対するいくつかのコメント

- 1980年代後半は、財・労働市場の超過需要の裏返しで貨幣・国債市場が超過供給となったので、国債は積極的に償還された。
- 一般政府の資金過不足の程度が、財・労働市場の超過供給の度合いを恒常的に上回るのは、景気循環要因以外で財政赤字が生じているからである。
- さらに、1998年度、2011年度、2020年度に一般政府の資金調達規模が財・労働市場の過少需要規模を大きく上回っているのは、それぞれ金融機関への公的資金投入、東日本大震災の復興予算、新型コロナウイルスの感染対策などの危機対応を目的とした資金調達を反映している

資金過不足における政府と民間のミラーイメージ



政府の生涯予算制約の支出超と家計の生涯予算制約の収入超のマクロ経済的な調整（1）

- 『財政規律とマクロ経済』（名古屋大学出版会、2023年）で考えたことの短い紹介。
 - 今度は、ワルラス法則を逆転させて、財市場は需給が均衡しているが、統合政府と家計の生涯予算制約が満たされていないケースを考える。
 - 財市場の不均衡で生涯予算制約も満たされていないと、確定的な分析ができなくなる。
 - 以下では、貨幣発行収入は家計に戻すと仮定して、分析を簡単にしている。
 - 事実、超低金利状況では、貨幣発行収入が非常に小さい。
- 1990年代以降のマクロ経済現象は、マイルドなデフレ過程において、統合政府の生涯予算制約に支出超（政府の借りっぱなし）が生じ、家計の生涯予算制約に収入超（家計の貸しっぱなし）が生じるケースとして説明することができる。
 - 物価水準がマイルドなデフレ、あるいは、安定し、長短金利がゼロ水準に収斂してきた。
 - 政府の基礎的財政収支が恒常的な赤字にもかかわらず、大量の貨幣・国債が円滑に発行できた。

政府の生涯予算制約の支出超と家計の生涯予算制約の収入超のマクロ経済的な調整（2）

- 統合政府は、国債を「借りっぱなし」にできる（単純化のため、貨幣発行収入は捨象している）。
 - 国債の実質残高 = 将来の基礎的財政収支の割引現在価値（PV）
+ 「借りっぱなし」の国債残高
- 家計は、国債・貨幣を「貸しっぱなし」で保有する。
 - 家計の生涯所得 = 将来の家計消費のPV + 将来の税支払のPV
+ 「貸しっぱなし」の国債残高

政府の生涯予算制約の支出超と家計の生涯予算制約の収入超のマクロ経済的な調整（3）

- マイルドなデフレ過程では、統合政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」が四つに組む。
 - （逆転したワルラス法則）すべての市場で需給が均衡していると、「借りっぱなし」の国債残高は「貸しっぱなし」の国債残高に正確に一致する。
 - マイルドなデフレ過程では、財政規律を棚上げにできる。財政規律を棚上げにしても、物価や金利が高騰することはない。
 - 将来の基礎的財政収支が負でもかまわない。
 - 「財政規律を棚上げにしても財政破綻など起きない」という政策主張が理論的にも、実証的にも説得力を持つ。
- 統合政府の「借りっぱなし」と家計の「貸しっぱなし」ががっぷりと四つに組む状態は、ドーマー条件が成立していなくても生じる。

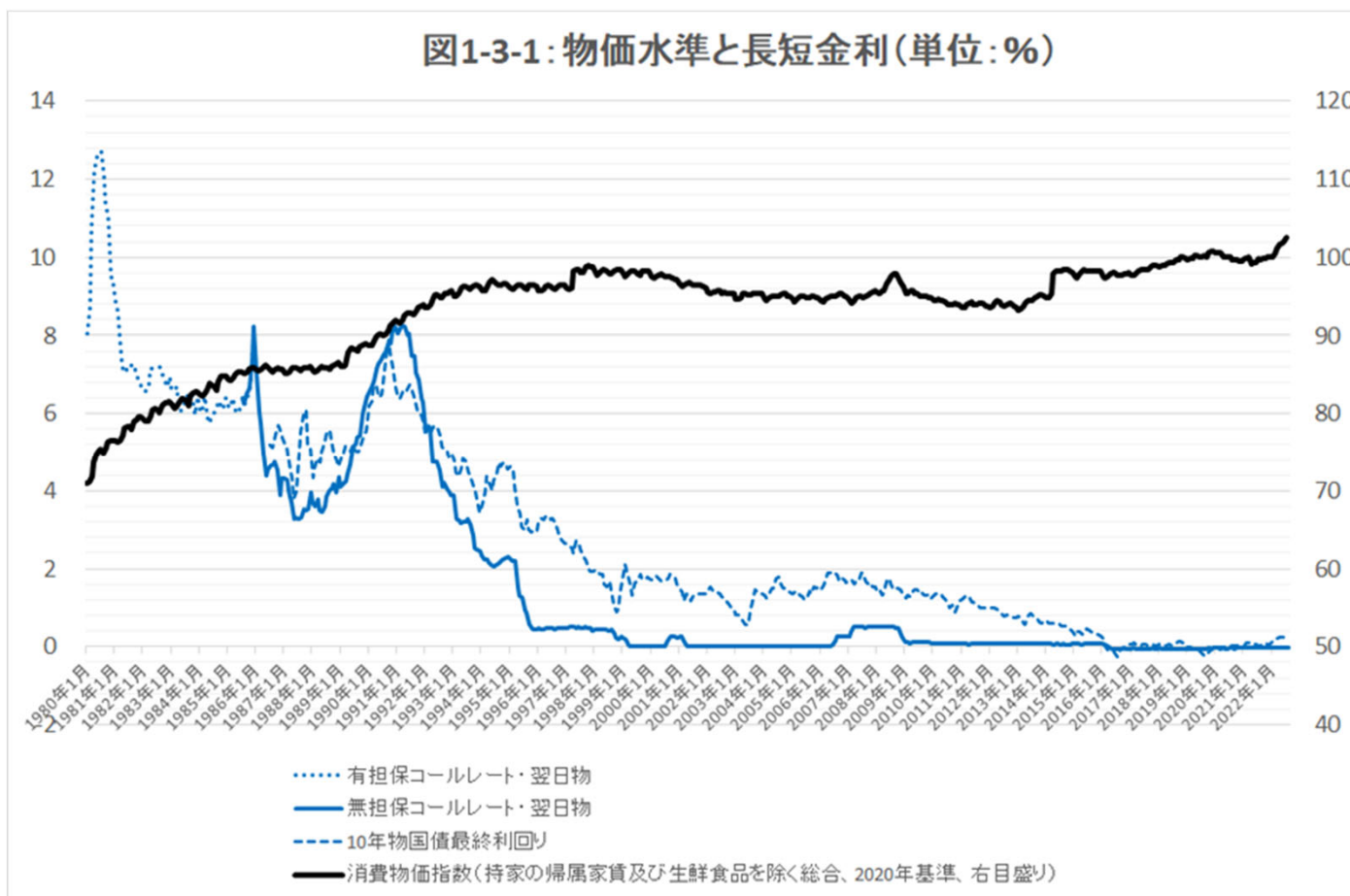
政府の生涯予算制約の支出超と家計の生涯予算制約の収入超のマクロ経済的な調整（4）

- 家計は、国債・貨幣を「貸しっぱなし」で保有することから、生涯所得（家計が現時点で保有する人的資本、物的資本、金融資本の総和）を消費で使い切らない。
 - 家計の生涯所得 = 将来の消費の割引現在価 + 将来の税支払の割引現在価値 + **「貸しっぱなし」の国債残高**
- その結果、マイルドなデフレ過程では、過少な家計消費と過大な国債・貨幣保有が生じる。

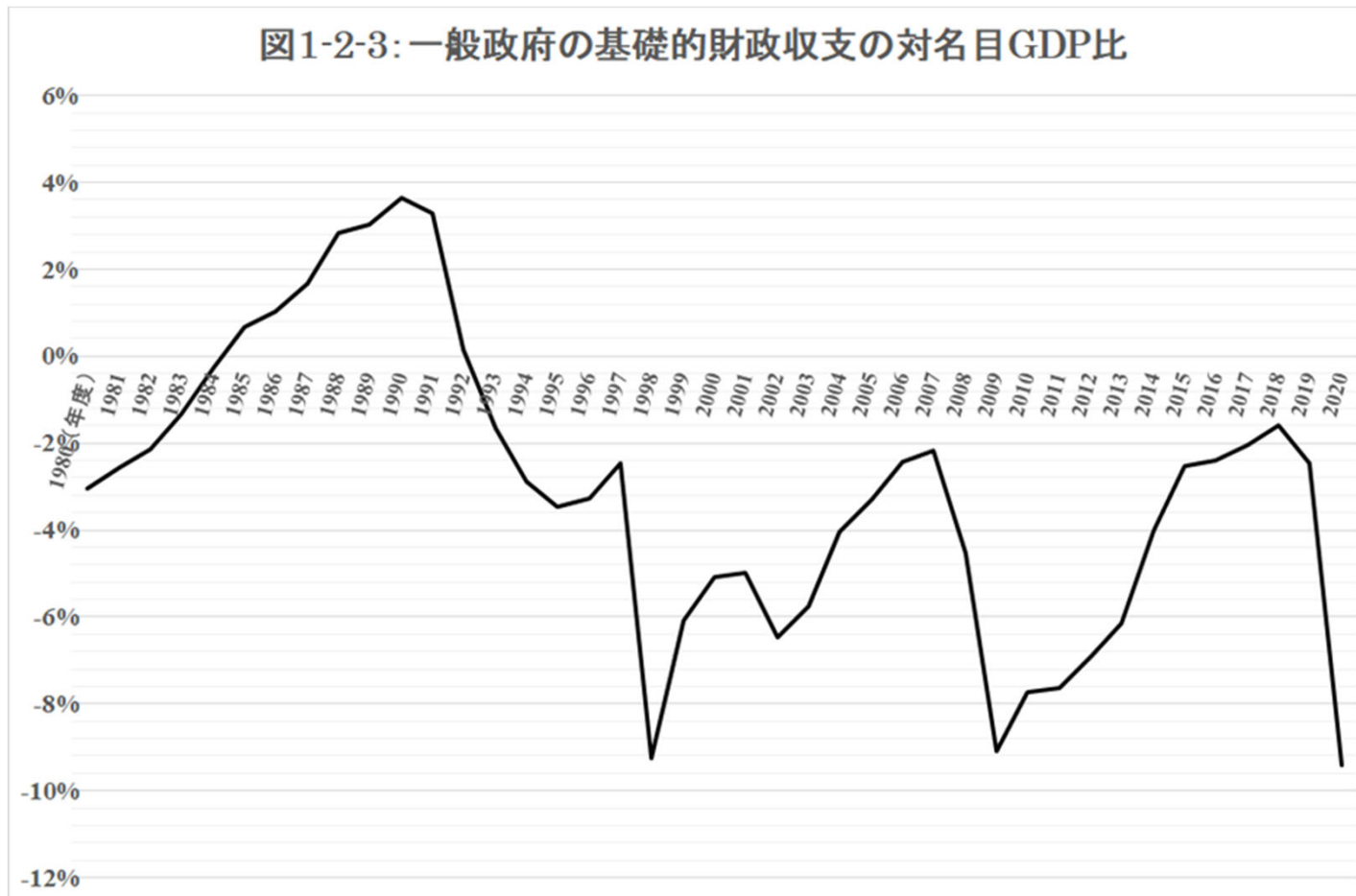
中立命題との比較

- 中立命題（貨幣数量説）とマイルドなデフレ過程
 - → : 貨幣数量説のもと中立命題が成立しているケース（中立命題では将来の政府支出が固定）
 - → : マイルドなデフレ仮定のもと中立命題が成立していないケース
- 統合政府の生涯予算制約
 - 実質国債残高 = 将来税収入のPV - 将来政府支出のPV + 「借りっぱなし」の国債のPV
 - ↑ ↑ ↑ ↑
- 家計の生涯予算制約
 - 国債資産を除く人的・物的資産の実質残高 + 実質国債残高
 - ↑ ↑
 - = 将来消費のPV + 将来税支払のPV + 「貸しっぱなし」の国債のPV
 - ↓ ↑ ↑
- 中立命題では実質国債残高増が将来税支払増に正確に相殺されるので、国債は家計にとって純資産でない。
- 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。

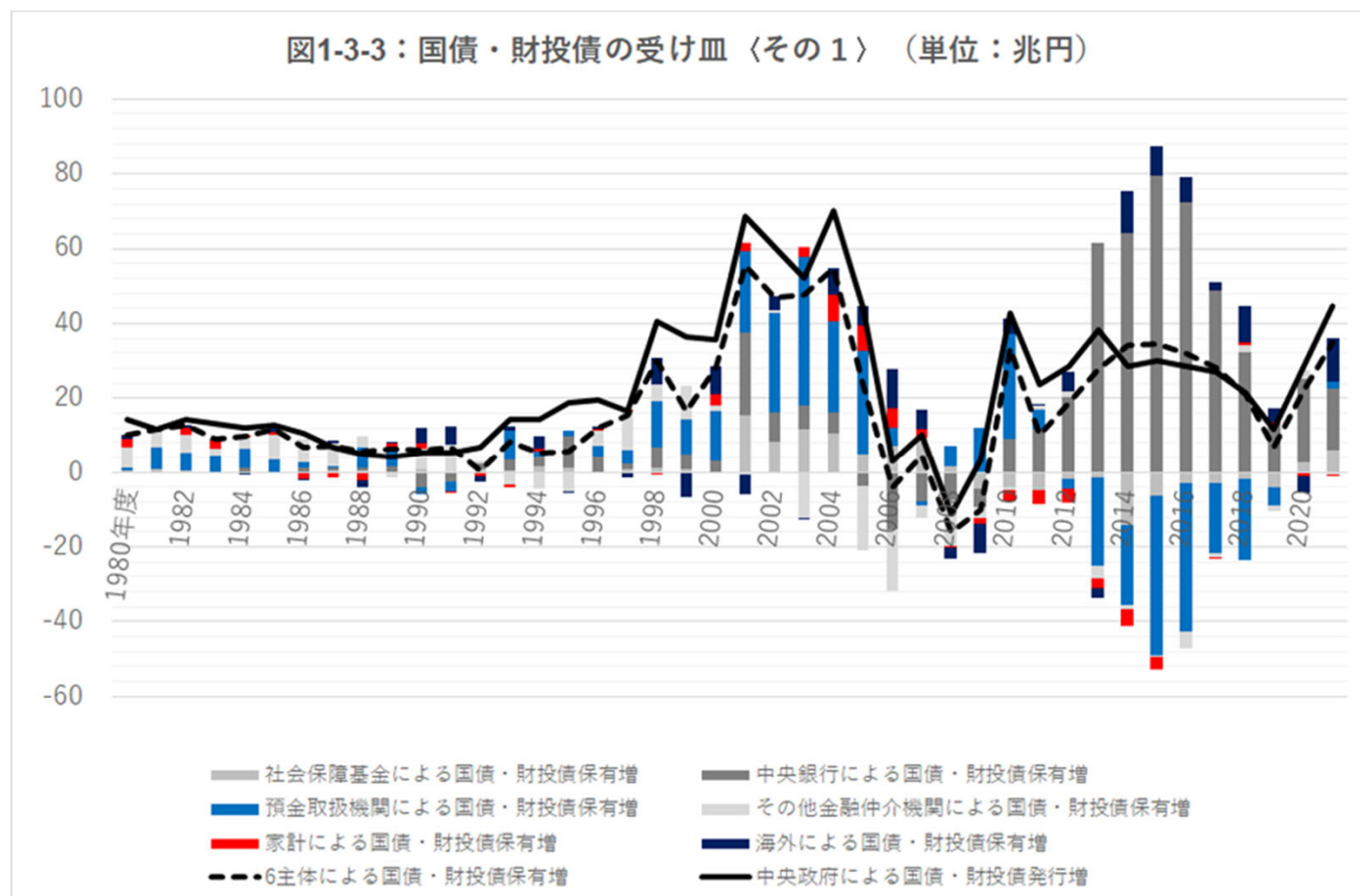
物価と金利の低位安定



恒常的な基礎的財政収支の赤字 こちらは、国民経済計算から



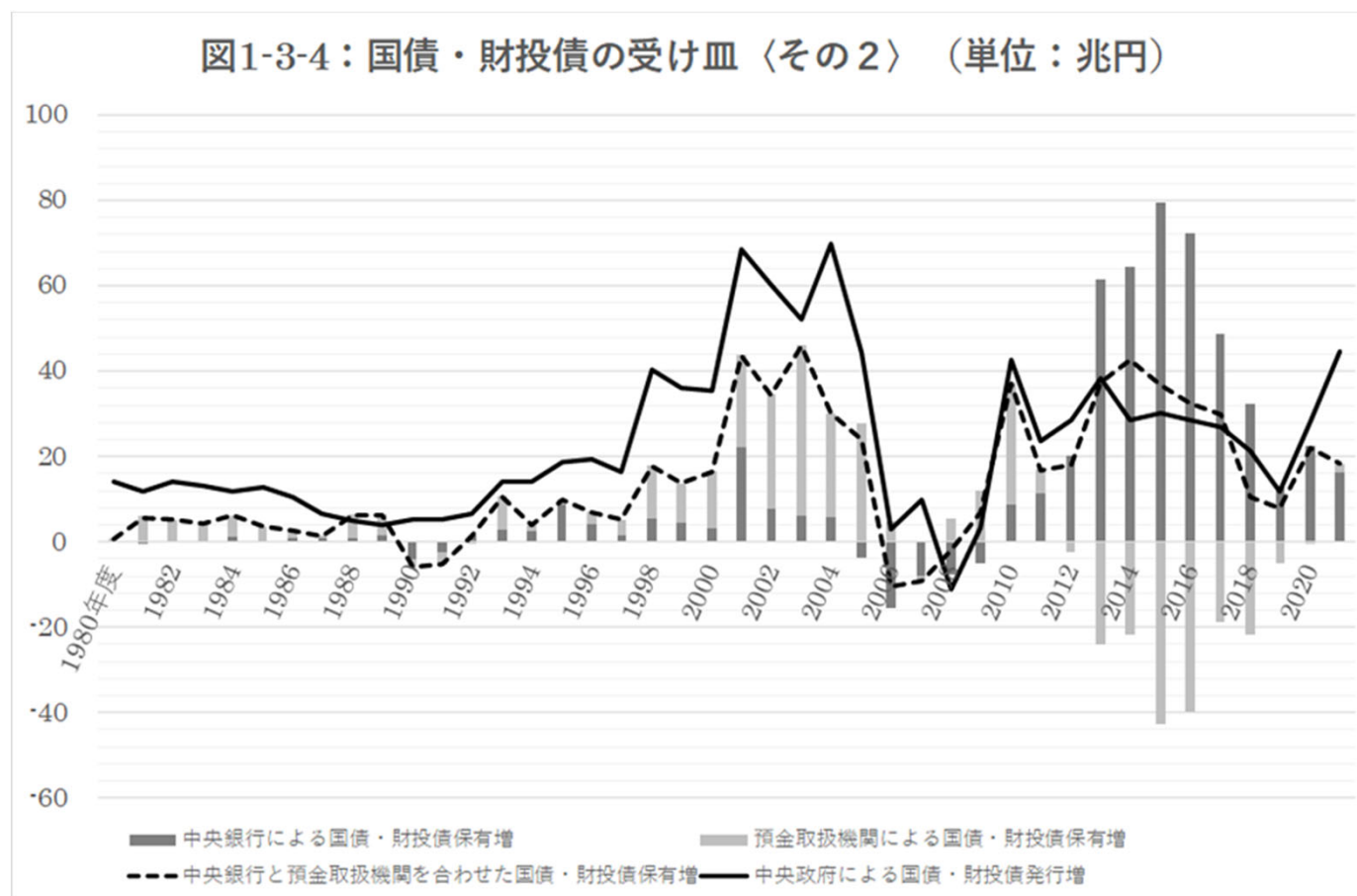
資金循環表から見た国債・財投債の受け皿



国債・財投債の受け皿資金の流れ

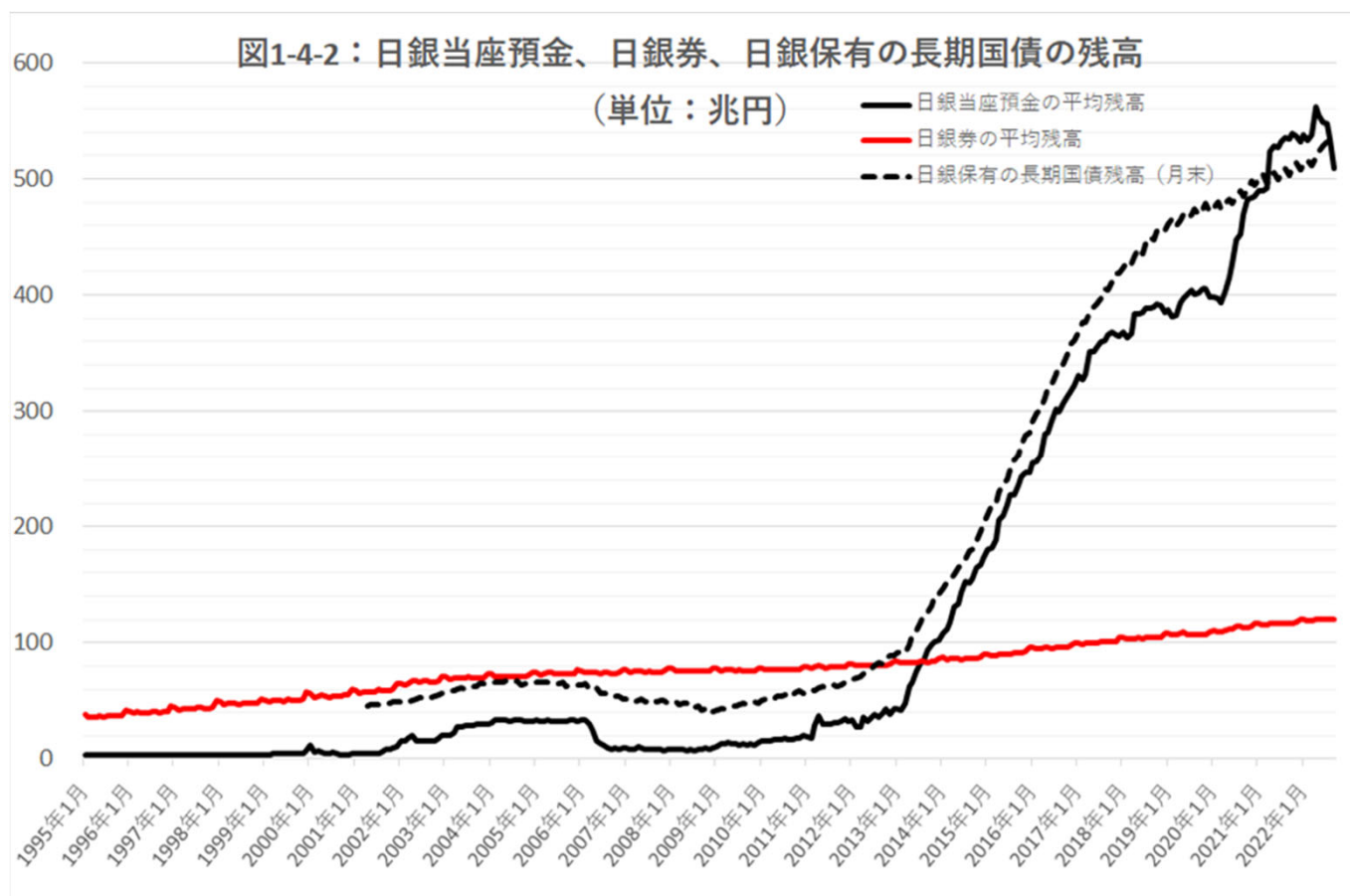
家計⇒預金取扱銀行⇒政府

家計⇒預金取扱銀行⇒日本銀行⇒政府



日銀による政府債務の肩代わり

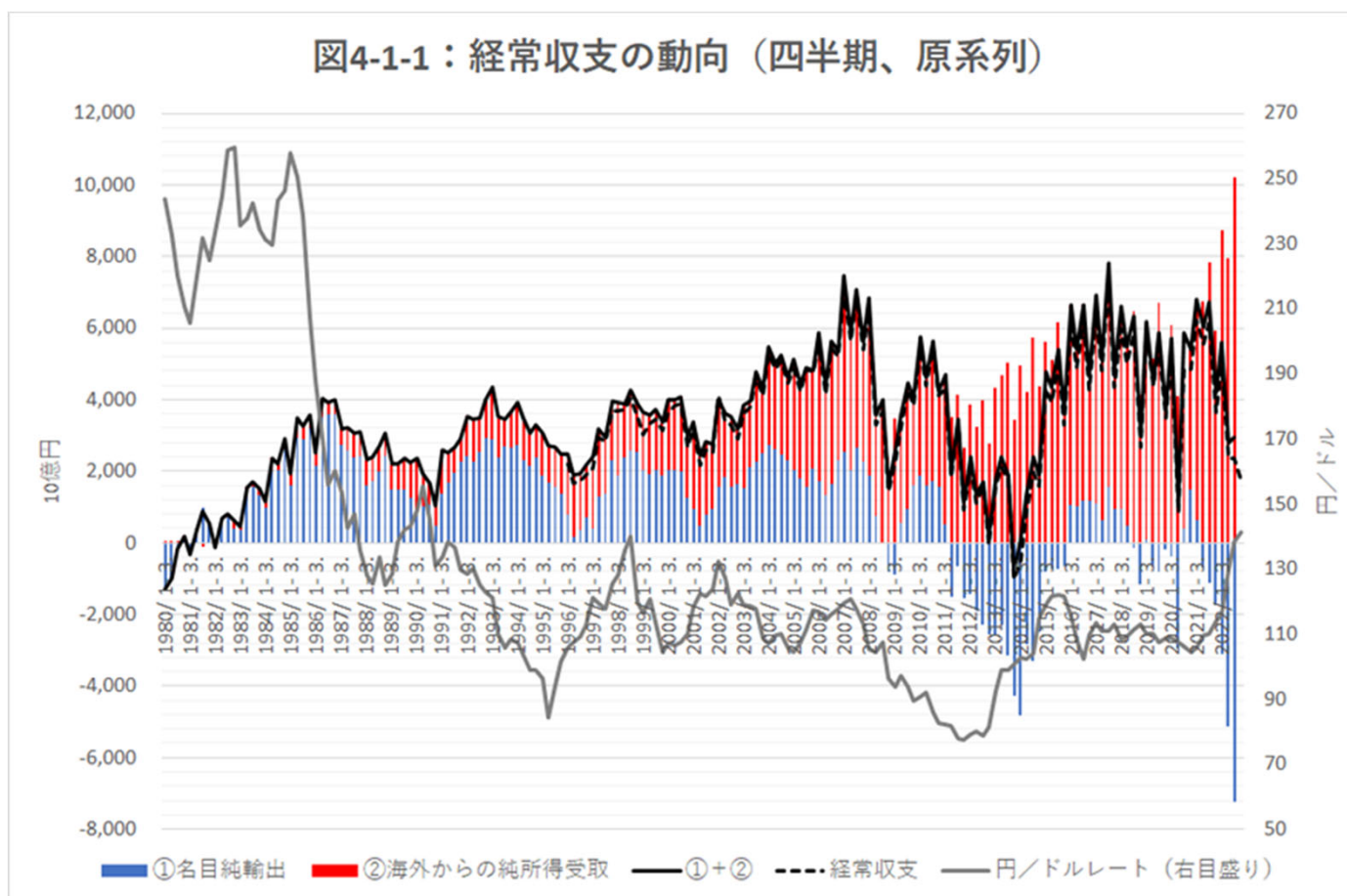
超過準備預金は、貨幣というよりも、統合政府発行の変動利付国債と考えた方がよい。



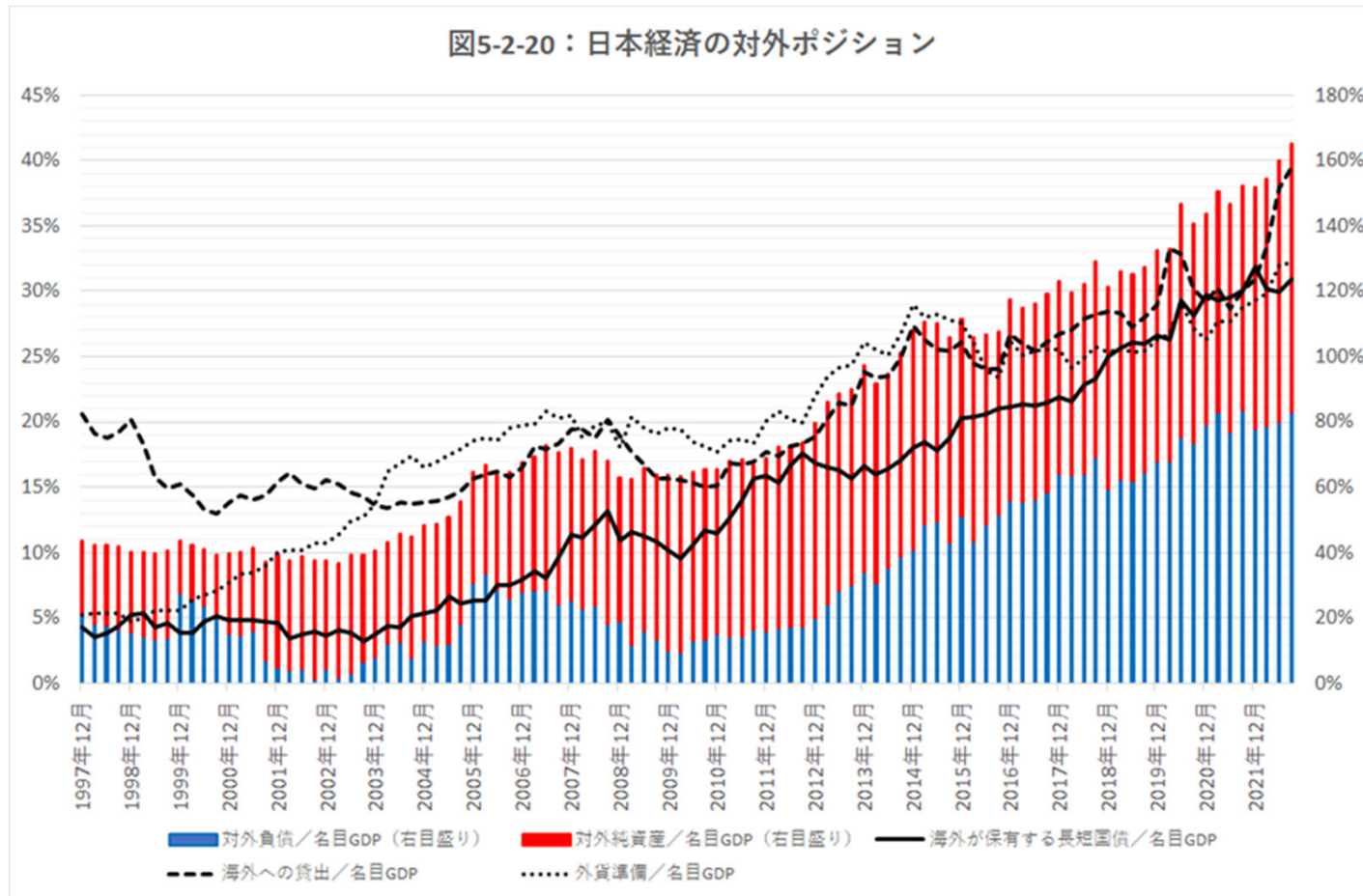
家計資産の対外資産化と政府負債の対外負債化の同時進行（1）

- 経常収支黒字を原資として対外純資産を積み立てていく度合いは、急激に低下している。
- むしろ、家計資産に対する債務者が国内主体（主に政府）から海外主体に交替している同時に、政府債務に対する債権者が国内主体（主に金融機関を通じて）から海外主体に交替している。
- したがって、日本経済全体の対外ポジションで見ると、対外資産と対外負債が両建てで拡大している。
- ここでは、速報性の点から日銀の資金循環表から対外ポジションを見ていくが、財務省・日銀の国際収支統計に比べて、資産サイドにも、負債サイドにも対外直接投資などが含まれていない分だけカバレッジが小さいことに留意してほしい。

急速に萎んでいく貿易収支



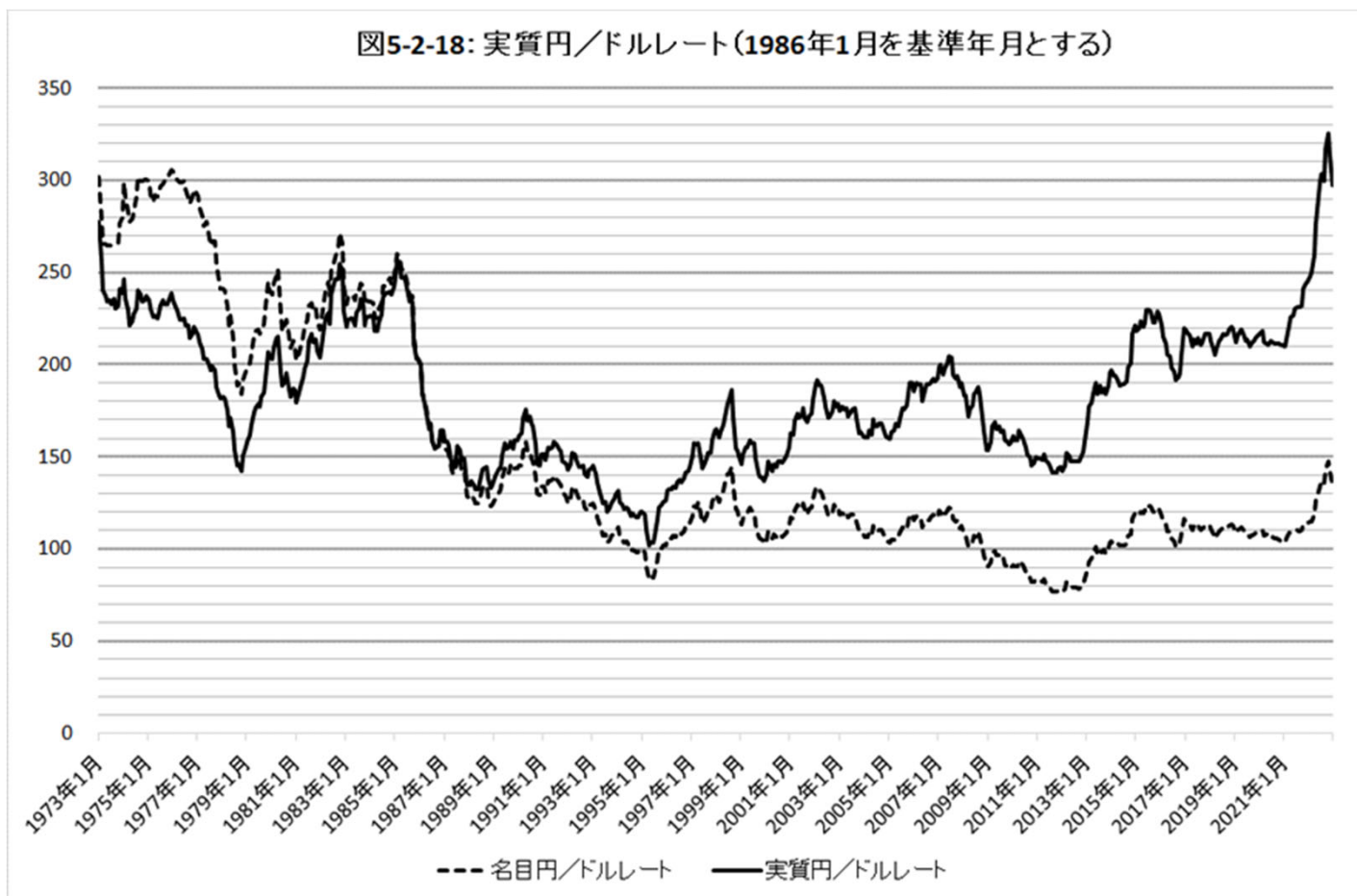
対外ポジションの両建てでの積み上がり



家計資産の対外資産化と政府負債の対外負債化の同時進行（2）

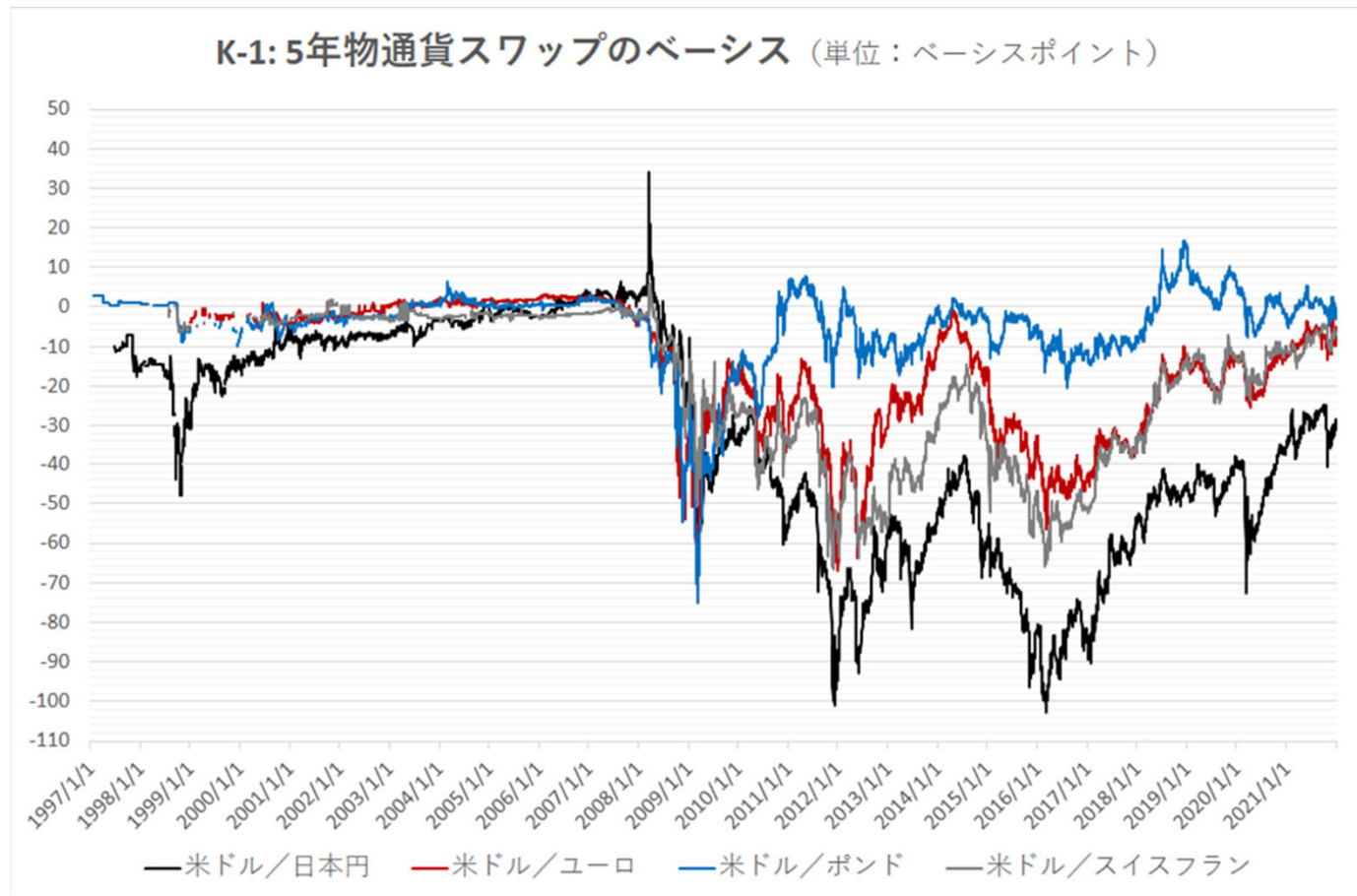
- 限界的なところで何が起きているのか？
 - 海外の投資家サイド
 - 主にドル建ての資産を売って、円建ての資産を買っている。
 - なんで、彼らは、円建て資産を買うの？
 - 逆側に立つ日本の投資家サイド
 - 円建ての資産を売って、主にドル建ての資産を買っている。
 - 長期的な実質為替レート of 円安傾向を考えると、ドル建て資産を持つのは理にかなっている。
- 非常に興味深い現象が起きている。
 - 円建て資産として長短の日本国債を対象として、外人と邦人が上のような売買をすると、海外投資家は、為替・通貨スワップを用いると、中短期的（ほぼ5年以内）に為替リスクをとらずに確実に差益を得ることができる。
 - その裏側で日本の投資家（主として、金融機関）は、中短期的にコストを負う。

実質為替レートの長期的な円安

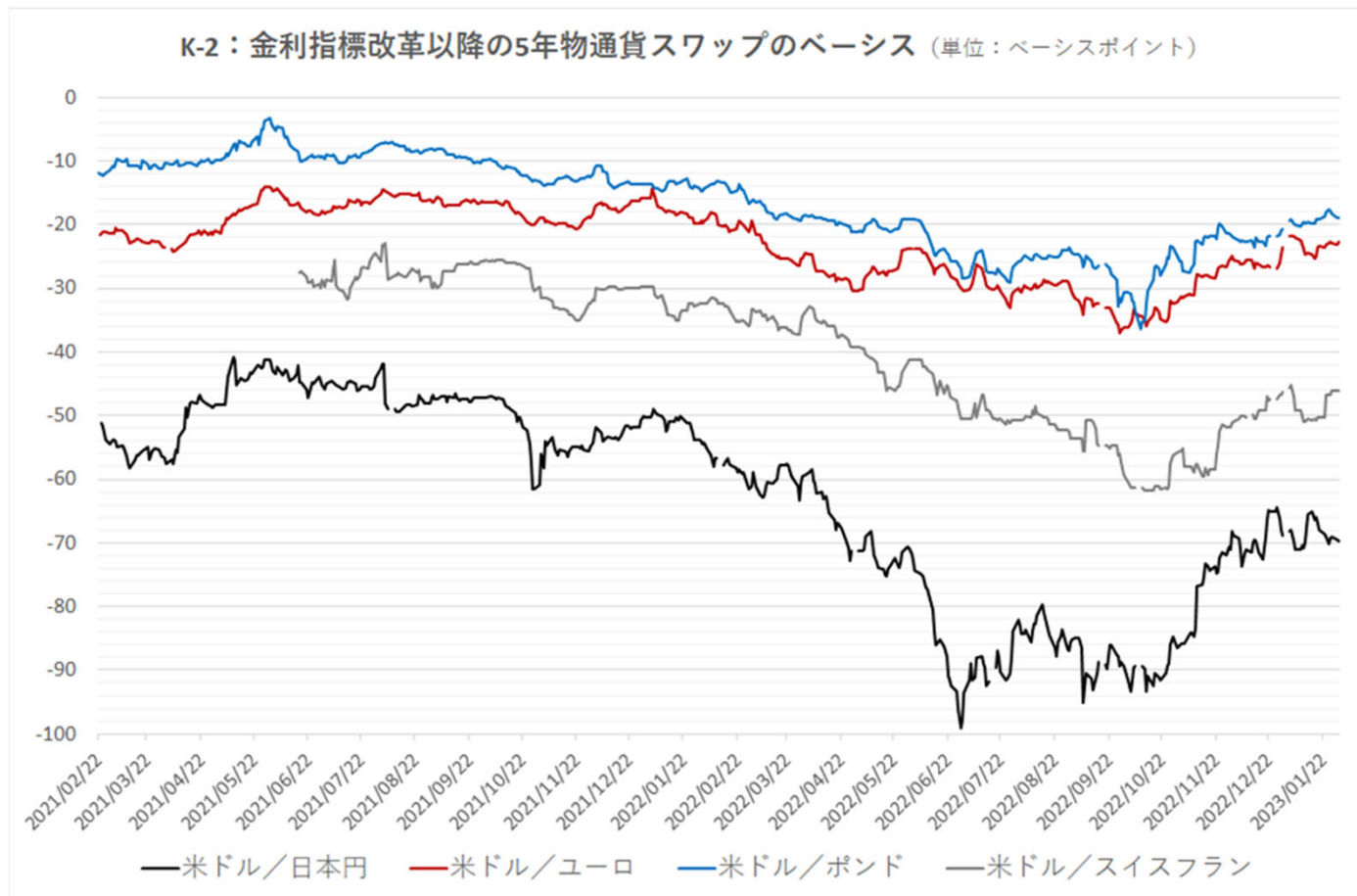


海外投資家が日本国債の保有で差益を得る度合い（1）

マイナスの度合いが大きいほど、海外投資家にとって日本国債保有のメリットがある。



海外投資家が日本国債の保有で差益を得る度合い（2）



まとめ

- 国民経済計算統計と異なって、資金循環表は、マクロ経済理論にそって解釈されることがあまりないが、実は、マクロ経済理論を展開する余地の大きな統計である。
- また、資金循環表や国際収支統計で報告されている対外ポジションについても、マクロ経済学や国際金融の理論にそって興味深い解釈を行うことができる。
- 資金循環表・国際収支統計は、町医者にとって、とても重要な聴診器である！