

アベノミクスの理論構造 - 「資金循環勘定表」による分析 -

貞 木 展 生

戦後の日本経済の動きをGNPにより要約的に示せば、成長率が2桁であった高度成長期（昭和30～40年代）、成長率が5%であった安定成長期（昭和50～60年代）成長率が0%へと下落した低成長期（平成元年以降）と段階的に下落傾向を示してきた。このような変化をしてきた根拠については、様々な主張が展開されている。その中でも、自発的支出（投資支出・政府支出・輸出）の変動とそれに伴う経済変動が重要な原因の一つであると考えられる。

近年、アベノミクスがデフレ的な日本経済への回復薬として盛んに主張されているが、その実体はどのようなものと考えられるべきであろうか。結論的に述べれば、アベノミクスはポストケインズ派経済学をその理論的基盤にした「財政主導型の経済」であり、「金融従属型の経済」であると考えられる。このことを十分認識した上で経済政策の展開をはかるべきであろう。さもなければ、バラ色の夢を追い求めることから、とんでもない墓穴を掘ることになりかねないのではあるまいか。本稿では、最初にアベノミクスの基本的な理論構造を説明し、そこでの問題点として前半で「貨幣賃金が下方硬直的な経済」の理論構造（所得循環）を説明し、後半では「内部貨幣と外部貨幣」による金融構造（資金循環）の重要性を主張する。

1 アベノミクスの基本的な理論構成

アベノミクスの基本的な理論構成は、毛利元就の代表的な指示である「三本の矢」になぞらえて示されている。すなわち、「第一の矢」では極端な金融緩和政策を展開し、「第二の矢」では積極的な財政支出の増加をし、「第三

の矢」で低迷している状態から脱皮して経済発展を達成しようとするものである。その結果として、デフレ状態からの脱出を図り、安定した経済発展への途を展開しようとするものである。そこで、この三本の矢の基本的な理論構造の検討から始めよう。

「第一の矢」では、(i) 日本銀行が銀行（預金取扱機関）からの「国債」の買い上げをする、すなわちマネタリーベースを増加する。それは(ii) 銀行の日銀預金残高を増加し、準備金を増加する。その結果として、(iii) 銀行は運用資金を増加するので、更なる「貸出」と「証券投資」を行なうであろう。その場合の証券投資には「国債」と「民間債」が含まれる。この場合の国債の追加的購入は、積極的な財政支出のための資金源になるであろう。「民間債」の場合であれば、後述のように「第三の矢」で投資支出へ重大な影響を及ぼすであろう。

「第二の矢」では、(i) 銀行による新規国債の購入が政府の支出可能資金を増加するので、財政支出を増加できる。(ii) 財政支出の増加は国民総需要を増加する。(iii) 国民総需要の増加は「有効需要の原理」により国民総供給を増加する。(iv) 国民総供給の増加は実質生産と物価水準へ影響する。(この両者への比率は市場メカニズムを通じて決定される。) 実質生産の変化は雇用量に変化をもたらし、労働市場を変化させるので、貨幣賃金率へ作用する(但し、貨幣賃金率は差し当たり一定と仮定されている)。(v) この国民総供給の変化は国民分配分を変化させ、国民分配分の変化は国民可処分所得を変化させる。(vi) 国民可処分所得の増加は更なる消費支出の増加をもたらす。それは国民総需要の更なる増加をもたらす。(vii) 国民総需要の更なる増加は、先の場合と同様に、「有効需要の原理」を通じて国民総供給を増加する。その結果は先と同様である。すなわち、『国民総供給の増加→国民分配分の増加→国民可処分所得の増加→国内需要の増加』の論理を繰り返すであろう。すなわち、乗数過程の展開である。(viii) この乗数過程の展開を通じて国民活動水準は上昇し、国民経済はデフレ状態からの脱却を達成するであろう。(ix) このようなデフレ状態からの脱却は、租税収入の増加を

もたらし、財政支出を更に増加させようであろう。このような財政支出の増加は、経済の活動水準を更に上昇させるであろう。以上は、自発的支出（政府支出）の増加が乗数過程を通じて経済活動水準の上昇をもたらす、デフレ状態から脱却するための重要な手段の一つであることを説明している。同様のことは、他の二つの自発的支出（投資支出と純輸出）についても同様である。

「第一の矢」の終わりに、中央銀行による金融緩和は貸出と証券購入の増加をもたらすと述べた。その中で証券購入を国債の購入へ充当したら、「第二の矢」の論理により経済の活性化が発生してくるであろう。その場合、購入する証券は国債だけでなく民間証券（株式と債券）の購入にも振り向けられる。さらに、貸出については企業の設備投資と住宅建設へ振り向けられる。これらは経済発展のための「第三の矢」を生み出して、自発的支出の増加をもたらす。「投資支出」の増加は国民総需要を増加させるだけでなく、生産力を高める。そのため、経済活動水準を上昇させ、経済発展への契機になる。更に、総需要の増加は物価水準の上昇をもたらすので、直ちに円安を生み出し、輸出を増加するであろう。これも自発的支出の増加をもたらすであろう。このようにして、自発的支出である財政支出、投資支出および輸出を増加すれば、結果的に経済活動水準を上昇させるであろう。このようにして、デフレ状態から脱却して経済発展を生み出してくると、アベノミクスは主張している。

2 アベノミクスの問題点

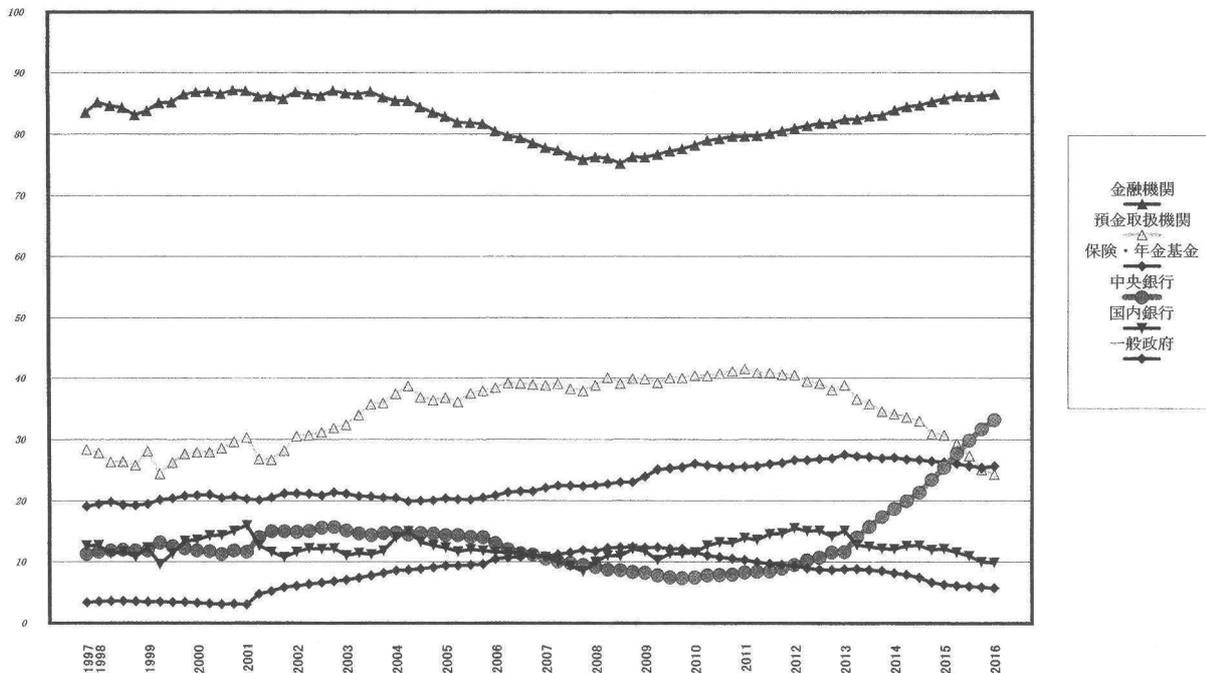
このような主張は「デフレ経済からの脱却と経済発展」というバラ色の経済を夢見させるが、その半面では、深刻な状態を生み出す要因を含んでいることも忘れてはならない。主要な問題点を二つだけ説明しよう。

最初に取り上げるのは、「中央銀行の独立性」である。「第一の矢」によれば、大量の財政支出を実現するためには大量の財政収入が必要である。しかし、現実の租税収入は財政支出に及ばない。すなわち、赤字財政の状態であ

る。この赤字財政を埋め合わせるためには、赤字国債を発行せざるを得ないのであろう。その赤字国債はどのようにして消化されるのであろうか。詳細については後日へ談って、概略を検討しよう。国債・財務債の大半は「金融機関」で保有されているが、主な保有機関は預金取扱機関、保険・年金基金、中央銀行である。保険・年金基金の拡大は高齢化社会の到来から当然であらう。重要なことは、国内銀行のシェアが縮小してきているのに、中央銀行のシェアは拡大している。これは国内銀行が資金運用で相対的に貸出を縮小し、株式以外の証券を拡大していることに関連しているであろう。本来、銀行は貸出が主要な業務である。しかし、貸出が成立するためには、民間からの投資支出をするための借入が存在しなければならない。しかし、混迷する経済状態では借入の拡大が少ない。とすれば、銀行としては資金の運用先を債券へ優先せざるをえない。そこで、銀行は債券、特に国債の購入へ向かってきている。これが大量の国債が消化されている原因であらう。低金利時代とはいえ、貸出利率と比べれば国債利回りは低すぎる。そこで銀行は購入した国債を消化して、貸出へ向かおうとするであらう。その結果、銀行経営が中央銀行依存型になり、民間の活力が阻害されないであらうか。それに対して、日本銀行は大量の国債買入で、貨幣（マネタリー・ベース）の供給を増加する。それは銀行による準備金の増加となり、銀行は積極的に貸出へ向かい、経済の活性化をもたらすはずである。要約すれば、日本銀行は大最の貨幣供給で銀行を通じて国債を保有する。国債が消化されれば、「第二の矢」である財政支出が可能となる。しかし、ここで注目しなければならないのは、政府が「第二の矢」を打ら込むために赤字国債を増発行しても、中央銀行が貨幣の大量発行を通じて対応するならば、中央銀行は政府当局の意向へ従わなければならないのではあるまいか。これより「中央銀行の中立性」に若干の制約が生じないであらうか。【昭和初期の肉弾三勇士が描かれた軍事債券を想い出すのは杞憂であらうか】

次の課題は「第二の矢」による効果に関するものであり、「財政支出をは

国債・財投資



アベノミクスの核心は財政支出を操作して経済活動水準を変動させようとするものである。その財政支出を支えるのは第一に財政収入（租税）であるが、赤字財政になってからは赤字国債で賄わなければならない。赤字国債は80%が金融機関で消化されている。その金融機関のシェアは1. 預金取扱機関が40%まで増加してきたが、2013年から減少して25%になった。2. 保険・年金基金は徐々に増加して30%弱になった。これに大きな変革をもたらしたのは3. 中央銀行であり、10%あたりのシェアを占めていたのが、2013年から急増して35%のシェアを占め、最大の国債購入部門になった。これからも預金取扱機関のシェアが縮小するならば、中央銀行による補填が必要になるであろう。即ち、中央銀行による赤字国債の購入がますます必要になるであろう。

はじめとして自発的支出の増加から生じる総需要の増加による影響についての検討」である。「有効需要の原理」により、総需要の増加は総供給の増加をもたらすであろう。その場合、総供給の変化は実質生産と物価水準へどのような効果を及ぼすと考えられるのであろうか。

従来の新古典派経済学では、生産増加のため労働需要が増加する。しかし、新古典派では完全雇用が想定されているため、労働市場は超過需要の状態になり、貨幣賃金率の上昇が発生するであろう。その結果として、商品価格（物価水準）の上昇となり、実質賃金率は下落して完全雇用の状態へ立ち戻るであろう。この様な変動過程では、もっと複雑な展開が示される。例えば、資金需要の増加と証券の増発行を通じて利子率の上昇を考慮しなければならぬであろう。また銀行の活動を通じて貸出金の増加が発生するかもしれない。すなわち、経済世界に多くの変動をもたらすであろう。しかし、最終的には一般均衡状態になり、完全雇用状態で貨幣賃金率と物価水準が比例的に変動し、実体生産には変化が生じないであろう。これらの変動過程で貨幣量（資金量）が変動すれば、物価水準が比例的に変化するだけとなるであろう。すなわち、「素朴な貨幣数量説」が成立する世界である。約言すれば、「貯蓄・投資の物価変動理論」である。

これに対して、ケインズ派経済学では労働市場が不完全雇用のままであると想定されているので、総需要の増加は全てが労働需要の増加を生み出し、賃金率の変動には関与しないと想定されている。ケインズ『一般理論』では「賃金財」の概念を導入して総需要の増加は全てが雇用量の増加になるとされている。（『一般理論』の終わりには、貨幣賃金率変化の弾力性の存在を認めているが、弾性値の変化についての理論的説明は展開されていない。）この雇用量の増加は商品の生産量を増加し、経済に活性化をもたらすことになる。すなわち、「貯蓄投資の所得変動理論」である。

これら両者を典型的に示すのは「総供給曲線」である。すなわち、新古典派経済学では労働市場の完全競争が想定されているため、総供給曲線が完全雇用水準で垂直になるが、ケインズ派経済学では貨幣賃金率が硬直的（また

は下方硬直的)であると想定されているため、不完全雇用の状態で右上がりになる。(結論をはっきりさせるために非常に短絡的な説明をしているが、分析の過程は非常に複雑である。詳しくは、拙稿「貨幣、雇用および経済成長——硬直的貨幣賃金率の下での貨幣的成長理論」『経済の現代的課題』ミネルヴァ書房、1974を参照して下さい。)この様な総供給曲線に対して、新古典派では直角双曲線で示される総需要曲線を設定し、両者の交点で均衡物価水準を示す。そのため、貨幣供給量が変化すれば、その交点は比例的に変動するので、貨幣供給量の変化は比例的な物価変動をもたらすことになり、「貨幣数量説」の成立を主張するのである。これに対して、ケインズ派では貨幣市場と商品市場両者の均衡条件を示す右下がりの総需要曲線を設定し右上がりの総供給曲線との交点で、三つの市場の均衡状態を示す。すなわち、労働市場は不均衡の状態のままであるが、商品市場と貨幣市場は均衡状態になる。そのため、貨幣供給量の変化は物価水準を変化させると共に所得水準も変化させる。

1930年代には現実認識から不完全競争理論が出てきた。ロビンソン、チャンバレン、トリフィン等による独占理論の展開である。その意味からすれば、ケインズ派経済学が不完全競争を前提とした理論体系を主張するのは当然であろう。しかし、ロビンソン等の独占理論の展開は主として商品市場に関連していた。これに対して、ケインズ派では主として労働市場に関心が向けられており、商品市場については新古典派と同じように完全競争市場を前提にしているようである。金融市場についても同様である。このことを十分認識した上で理論展開はなされなければならない。

ここで「第一の矢」と「第二の矢」を結合しよう。「第二の矢」で政府が財政支出を直接的に増加すれば、どのような結果が現れて来るであろうか。「総需要」が直接的に増加する。その結果として、「有効需要の原理」から「総供給」を増加させる。総供給の増加はケインズ派では貨幣賃金率を変化させずに雇用量の増加として現れる。これは同時に生産量の増加と考えられている。この様な総供給の増加は「分配所得」を増加させ、これらより「租

税」を控除すれば、残額は「可処分所得」になる。ここまでで政府支出による最初の効果は完了する。しかし、政府支出による効果はこれで終了しない。

次の展開は、この様にして生じた可処分所得の変化から追加的な「消費支出」が発生してくる。この消費支出は総需要の増加となり、上述と同じ論理を通じて総供給の増加、分配所得の増加、租税の増加を通じて可処分所得を増加させる。この可処分所得の増加も同じ論理を通じて更なる可処分所得の増加をもたらすであろう。この論理は繰り返されて可処分所得総額を増加させるであろう。すなわち、「乗数過程」と言われる事態が展開される。この展開の過程で、消費支出の変化は可処分所得の変化よりも小さい。すなわち、限界消費性向は1以下であると想定されている。そのため、順次発生してくる所得水準の上昇は段々減少してくるであろう。すなわち、乗数過程の展開は終局するであろう。しかし、乗数過程を通じて発生する所得水準は最初の政府支出よりは大きくなるであろう。その比率を乗数と言うが1よりは大きいであろう。（乗数は、 $1 / (1 - \text{限界消費性向})$ で示される。）そのため、政府支出を変化させれば、所得水準を乗数倍だけ上昇させるということになる。従って、「第二の矢」である政府支出の増加は国民経済を活性化させると考えられる。（政府支出以外にも、自発的支出である投資支出および純輸出の変化もそれぞれの乗数過程を通じて経済を活性化させる。）

3 第一の問題点：所得循環

ここで二つの基本的な問題が発生する。一つは、乗数過程を発生させる政府支出のための資金はどのようにして獲得されるのであろうか。政府支出は政府収入である租税から賄われる。その場合、財政支出を租税総額に留めるならば、均衡予算であるとされる。しかし、政府は経済の活性化を求めて、租税収入以上の政府支出を計画したらどのようにして追加資金を調達するのであろうか。最近のアベノミクスで主張されてきた租税を増額する方法（消費税率の増大）もあるが、それにはマイナスの効果が直接的に現れる。すな

わち、増税は消費支出の追加的増加を減少させ、結果的には所得水準の上昇分を減少させるであろう。(消費税の引き揚げに対する昨今の議論を考えてみよ。) それでは政府支出の不足分(赤字財政)はどのようにして補填出来るのであろうか。財政不足は「国債」の新規発行で賄われる。それでは、その赤字国債はどのようにして消化させるのであろうか。通常は証券市場で販売される。(同様のことは、投資のための資金調達についても同様である)

これ以上の追求はここで留めて、今一つの基本的な問題を検討しよう。これは所得の循環過程で、可処分所得から消費支出へ振り向けなかった残額(「貯蓄」)はどのようになるのであろうか。従来単純な説明では、貯蓄は銀行へ預金として払い込まれる。そして、銀行はこの様にして調達した資金を運用する。その場合、銀行の資金運用は貸出と証券取引である。主要な貸出は企業へ向けられ、企業はその借入金で投資支出をする。その投資支出は自発的支出として、前述のような乗数過程を展開させる。証券取引は株式・債券へ運用して企業投資を促進させると共に、上述の国債の購入へ充当する。その結果、政府は租税収入と赤字財政を通じて政府支出を増加し、投資支出・輸出と同様に前述の乗数過程を展開して経済の活性化へ貢献する。その場合、銀行は購入した国債から直接的に収益を得るが、国債を日本銀行へ販売することもできる。日本銀行へ販売した国債は預金準備金になる。このようにして銀行の預金準備金が増加すれば、銀行は貸出を増加でき、その結果として上述の企業投資を促進させ、経済の活性化へ貢献する。以上を要約すれば、貯蓄は企業への貸出を増加させ、経済の活性化へ貢献する。その場合、貸出を通じて直接的に投資支出を増加させるだけでなく、銀行預金を通じて中央銀行の預金準備金を増加して貸出を増加させる。それと共に、貸出でなく証券(債券・株式)購入を通じて資金を供給する。すなわち、貯蓄は、銀行の貸出と証券投資を通じて資金循環を経由して、投資資金を生み出してくる。投資資金は所得循環を経由して貯蓄になる。新古典派経済学もケインズ派経済学も共に、所得循環と金融循環の相互結合により経済循環を完成している。これにより「貯蓄・投資の経済理論」が完了する。両者の相違点は、

所得循環で労働供給が完全市場で行われるか、貨幣賃金率の下方硬直性のため不完全市場で行われるかであると約言できる。

第一の問題点を形式的に説明しよう。最初は IS-LM 分析で示される総需要曲線である。IS 曲線は、 $y=f(y,W/p)+g(i)+G+X$ で示され、LM 曲線は、 $M/P=L(y, i, M/P)$ で要約できる。この二つの関係式から、IS 曲線では所得 (y) と利子率 (D) の関連を ($G, X, M/P$) で示せ、LM 曲線では所得 (y) と利子率 (i) の関連を (M/p) で示せる。この二つの関連式から、所得 (y) と物価水準 (P) の関係式が (G, X, M) で示される。その関連が総需要曲線であり、右下がりの曲線で示される、すなわち、物価水準が上昇 (下落) すれば総需要は減少 (増加) する。その上に、政府支出と輸出が変化すれば総需要曲線は上方へシフトする。更に、貨幣供給量が変化すれば、実質残高効果を通じて総需要曲線を上方へシフトとさせる。

右下がりの総需要曲線は IS 曲線だけでも示される。すなわち、IS 曲線で投資、政府支出および輸出を総額で自発的 A で示せば IS 曲線は $y=f(y,M/p)+A$ で示され、物価水準の上昇は実質残高を減少し、総需要を減少させる。(Keynes と Pigou の論争で最後に示されたピグー効果である。物価水準の上昇は金融資産の実質価値を減少し、支出を減少させる。) その結果として物価水準が下落すれば、逆に金融資産の実質価値を増加して支出を増加させる、というものである。これは後の Patinkin 論争と結びつき「実質残高効果」といわれるようになった。(これについては Don Patinkin, Money, interest and Prices, 2nd ed. 1965 を参照してください。) そのため、総需要曲線は右下がりで見られる。そして、自発的支出の変化は総需要曲線を上方へシフトさせる。

次に、生産関数 $y=\Pi(N,K)$ と利潤最大化による労働需要関数 $N=Q(w/P)$ により、総供給 y は $(w/P,K)$ で示せる。新古典派経済学では労働供給関数を実質賃金率 w/P の増加関数であるため、総供給は完全雇用水準で示される。それと共に、実質賃金率が一定水準であるため、貨幣賃金率と物価水準は同一比率で変化する。これに対して、ケインズ派経済学では、賃金財で示

されるので、貨幣賃金率は一定であると想定される。貨幣賃金率が一定であれば、先の総供給から、物価水準の上昇は実質賃金率の下落であり、実質賃金率の下落は労働需要を増加し、総供給の増加をもたらす、すなわち、総供給曲線は右上がりの曲線になる。従って、古典派とケインズ派を区別するのは、総供給曲線が完全雇用水準で垂直であるか、物価水準の上昇と共に総供給が増加する右上がりの曲線であるかで示される。

このような相違点から、総需要曲線と総供給曲線の交点で示される物価水準と所得水準は、貨幣供給量の増加とともに、新古典派では、物価水準が比例的に変化し、雇用量・総供給は変化しない。すなわち、貨幣数量説が成立する。これに対して、ケインズ派では、物価水準が上昇するとともに雇用量・総供給が増加する。すなわち、インフレ政策が有効である。同様に、物価上昇というインフレ期待が高まってくれば、同様の結果となるであろう。また物価の上昇は円安をもたらすので、輸出を活性化する。これも自発的支出の増加となるため、政府支出の場合と同様に乗数過程を通じて所得水準を上昇させるであろう。輸出の変化については、交易相手国の経済状態に強く影響されることを忘れてはならない。

要約すれば、インフレおよびインフレ期待を呼び起こすような経済施策は、経済発展に貢献するということになるであろう。しかし、この結論は、貨幣賃金率が一定であって、労働市場が不完全雇用の状態にあることが前提であることを忘れてはならない。ここでアベノミクスの意義をまとめておこう。景気動向に暗雲が漂っている時に、その景気対策として財政支出の増加を提示した。財政支出の増加は乗数効果を通じてGNPを増加する。景気対策として初期効果を生み出し、国民の心理を不況状態から解放した。景気上昇への期待は通常ならば更なる景気上昇期待を生み出してくるはずである、すなわち自発的支出である投資支出が発生してくる筈である。しかし誘発投資を積極的に生み出す程のものではなかった。他方、GDPの上昇傾向からインフレ期待が発生してきた。(この点は次で考察する日本銀行の政略が重要な作用を及ぼしてくる、)物価の上昇傾向は外国為替で円安傾向を生み出

してきた。円安は輸出を促進して景気動向へプラスの作用をもたらす筈である。しかし、中国・米国等の景気動向から輸出を促進しなかった。そのため第三の自発的支出である外国貿易に積極的な効果が発生しなかった。要するに、アベノミクスは財政出の増加によって景気回復の端緒としようとした。しかし、景気対策としての投資と輸出が予想程伸びなかったので、景気回復のために残された手段は財政支出の追加的増加に頼らざるをえなかった。そこで追加的財政支出を実施するための資金を調達しなければならない。財政支出のための資金源は租税収入と新規国債発行である。景気動向が積極的に上昇傾向であれば租税収入は増えてくる。しかし、景気動向はそれほど積極的ではないので租税収入の増加を期待できない（これについては、消費税率を8%、10%へ上昇させようとするが、それもたらす負の効果についての考察が必要である）。そうすれば、景気対策としては更なる財政支出へ頼らなければならない。更なる財政出の増加をするためには赤字国債の追加発行へ頼らざるを得ない。それでは赤字国債を追加発行するための方策とは何であろうか。これを解決するための方策が次の重大な課題である。

4 第二の問題点:資金循環

財政支出を賄うために新規発行される国債はどの様に消化されるのであろうか。「国債の市中消化の原則」（財政法5条、日本銀行法34条）から全額市町で消化されなければならない。すなわち、日本銀行は新規発行国債を直接的に購入できない。（もし、これを許すならば、肉弾三勇士の絵柄で示された戦時国債を思い出すのは杞憂であろうか。）そのため、新規国債は市中で、特に民間銀行で購入される。（民間銀行としては景気停滞のため貸出が伸びず、調達した資金の運用先として有価証券へ向かわざるを得ない。）銀行は購入した国債を日本銀行へ預金準備金として納入する。この様にして国債が日本銀行へ持ち込まれる。約言すれば、新規国債は民間銀行を通じて日本銀行へ入ってくる。

そこで日本銀行が国債を大量に受け入れなければ、民間銀行は（貸出と比

べて) 低利の国債を保有することになる。更に、国債が大量に発行されれば、国債の価格は下落して資本損失を招くかもしれない。そのような事態になれば、民間銀行は新規国債の購入を躊躇するであろう。すなわち、新規国債の発行が難しくなり、追加の財政支出を賄えなくなるであろう。すなわち、経済活性化のための基本的なの方策の一つがなくなるのである。

経済を活性化するためには新規国債を増発行しなければならないが、結果的にそれを日本銀行が引き受けるならば、「第二の矢」である財政支出を拡大できるであろう、それにより経済を活性化できるであろう。現在の日本銀行は国債の大量購入を認めている。そのため、前述のように、大量の新規国債発行による財政支出の増加は総支出を拡大させるであろう。総支出の増加は総需要の増加をもたらし、生産量の増加と価格水準の上昇(インフレ)をもたらすであろう。アベノミクスが想定している道が展開されることになるであろう。しかし、新規国債を日本銀行がどこまでも引き受けられるのであろうか。もしこれをどこまでも許すならば、中央銀行である日本銀行は、増発行する新規国債をどこまでも引き受けなければならなくなり、「中央銀行の中立性」はどこまで破壊されて行くのであろうか。それと共に、膨大な国債の累積は資金市場へ重大な問題を発生させるのではあるまいか。これは項目を変えて詳しく検討する。

これと共に、ここまでは貨幣賃金率が変化しないことを前提に議論が展開されている。アベノミクスの展開とともに、インフレが進行したらどのような事態が発生するであろうか。インフレの進行は実質賃金率を下落し、国民の経済生活を厳しくしてくるであろう。それを解決するために、貨幣賃金率の上昇を積極的に主張し始めるであろう。貨幣賃金率が上昇すれば、名目所得が増加して生活は厳しくならないで済むかもしれない。しかし、貨幣賃金率の上昇には問題がある。貨幣賃金率の上昇を受け入れる大企業だけではなく、中小・零細企業では貨幣賃金率の上昇を認めることが出来ないこともあるであろう。それでもとって貨幣賃金率の上昇を強制するならば、賃金格差の拡大は重大な問題を国民経済へ投げかけるであろう。最悪の場合、企業

倒産となり、失業が発生することも考えられる。それは景気の下落傾向を発生させるかもしれない。ポストケインジアン特性である「貨幣貸金率の硬直性」については別の機会に検討しなければならない。

5 金融構造分析の重要性

アベノミクスの核心である「新規国債の増発行による経済運営」を更に進めていったらどのような事態が発生するであろうか。結論から云えば、「中央銀行の独立性」が問われることになるであろう。国債・財務債の所有者の推移を見れば、中央銀行の独立性は重要な課題であり、過大に侵食されたら当然ながら重大な問題であると共に、別の重大な問題を発生させるであろう。すなわち、「国債の市場性に伴う債券市場のあり方」である。国債価格が安定すれば、競争的な他の債券市場はどのようになるであろうか。この問題を解明するためには貯蓄と自発的支出の関連について解明しなければならない。この問題、すなわち「貯蓄の処分」については、ケインジアンでのこの問題はLM曲線についての問題でもある。19世紀までの金融市場は銀行の存在だけで説明できるかもしれないが、中央銀行の設立、複雑な金融資産と金融市場の成立、金融の国際化が進展してきた20世紀以降の状態を考えれば、銀行だけを通じての資金循環では不十分ではあるまいか。すなわち、金融市場は「預金通貨関連機関」だけではなく、それ以外の金融機関の存在が重要になってきていることを忘れてはならない。単純な金融市場としては、前述のように預金取扱機関（銀行）だけが存在していると考えれば、所得循環からの漏出である貯蓄は全額が銀行部門へ流入し、銀行部門は獲得した資金を貸出と証券投資へ運用する。その貸出および証券投資は所得循環への資金流入となり、企業投資・政府支出・海外貿易のための資金源になる。その結果として、資金の需給関係から貸出利子率や証券利回りが変動する。この様にして『利子率経路』による経済変動が説明されてきた。

しかし、現在の金融市場は、預金取扱機関だけで説明できるほど単純なものではなく、非常に複雑な金融市場を経由して、貯蓄が自発的支出へ変遷し

ている。すなわち、資金循環が非常に複雑になって来ていると共に国際的になってきている。

その複雑な資金循環を端的に示しているのが「資金循環勘定」である。そこでの金融部門は、①中央銀行、②預金取扱機関、③保険・年金基金、④その他金融仲介機関、⑥非金融仲介機関の6つへ分類されている。中央銀行と預金取扱機関（銀行）はこれまでも積極的に考慮されていたが、「人口の高齢化現象」の進展に伴い保険・年金の重要性が高まってきた。また、証券投資信託、ノンバンク、公的金融機関、デイラー・ブローカーなどが発展してきて、金融市場は複雑になった。それに伴い複雑な金融資産が出現してきた。従来は①現金・預金と証券・貸出だけで説明できたが、複雑な金融機関の出現に伴い、②財政融資資金預託金、③貸出、④株式以外の証券、⑤株式・出資金、⑥金融派生商品、⑦保険・年金準備金、⑧預け金、⑨企業間・貿易信用、⑩未収金も考慮しなければならなくなり、国際化の進展と共に海外取引商品も積極的に重要な商品になってきた。これらの項目は金融機関と取引項目の大分類であって、「資金循環勘定」では更に細分類されている。そのような細分類の段階での分析は後日に残し、大分類による分析の端緒だけを説明しよう。

所得循環からの漏出である「貯蓄」は、①非金融法人企業、②一般政府、③家計、④対家計民間非営利団体および⑤海外からの貯蓄がスタートである。この貯蓄は上述の金融機関と実体部門へ流出して行く。ここで、実体部門へ直接流出する資金を『直接金融』と称する、すなわち実体部門から実体部門へ直接的に資金を移動させるからである。金融部門へ流出した資金は、一部が中央銀行へ流出し、残部は上述の貸出や証券投資等の形態を通じて実体部門へ流入する。そのため、実体部門は金融機関からと実体部門からの両者を通じての資金の流入を受ける。ここで、最初の貯蓄を第一段階とし、金融機関が『間接金融』として資金を受け入れるのを第二段階とする。次に金融機関が受け入れた資金の運用を第三段階とする。最後に、実体部門が資金調達するのを第四段階とする。すなわち、貯蓄として実体部門から運用され

た資金は金融機関による資金調達と実体部門の資金調達になり、金融部門の資金運用と実体部門の資金運用が実体部門の資金調達になる。第一段階から第四段階までの資金の流れは、『貯蓄の投資化過程』（資金循環）であり、実体部門の自発的運用から貯蓄までの資金の流れは『投資の貯蓄化過程』（所得循環）である。以下で貯蓄の投資化過程についての概略を「資金循環勘定」を用いて説明する。（この分析方法是日本銀行が発表する「資金循環統計：参考図表」により示されたものである。）

第一段階（実体部門の資金供給）

所得の循環過程からの漏出である貯蓄は、実体部門への資金供給源である。その流れを部門別に検討すれば、非金融法人企業（民間、公的）、一般政府（中央政府、地方公共団体、社会保険基金）、家計、対家計民間非営利団体、海外で示されている。資産別に検討すれば、現預金 CD、財政融資資金預託金、貸出、株式以外の有価証券、株式、その他金融資産で示されている。部門別には、「家計」が40～50%を占めているが、顕著な変動は「非金融法人企業」が高度成長期には50%を超していたが、シェアを年々縮小し30%以下にまで減少してきている。これに対して、「一般政府」は10%から15%へと増加し、「海外」は国際取引の増加と共に5%から15%へと増加してきている。これに伴い、資産別には、「現金・預金」の50%から35%へと縮小しているのに対して、「有価証券」は10%から30%強まで増加している。その増加を主導的にもたらしているのは「株式」である。

そこでこれらの構造的変化を通じて、「直接金融」の重要性を検討しよう。そこで、直接金融比率の推移を検討すれば、第一段階の実体部門の資金運用で第二段階の金融部門へ振り向けられのは、高度成長期には60%であったのが80年以降の安定成長期には激増して80%になり、90年代以降の低成長期になってから100%になった。すなわち、貯蓄は全額が金融部門へ移動し、直接金融比率はゼロとなった。しかし、今世紀になってから直接金融比率が徐々に上昇してきて最近20%弱まで回復してきた。この様な変動を資産別

に検討しても、直接金融比率の変動は同様である。

第二段階（金融部門の資金調達）

実体部門から流出する資金は実体部門と金融部門へ流入しているが、その区分は上述のように「直接金融比率」で示されている。それでは金融部門へ流入する資金はどのような構成になっているであろうか。部門別には、預金取扱機関のシェアが高度成長期には大半の80%から85%を占めていた。しかし、低成長時代へ突入してからは急激に減少し70%以下になり、時の経過と共に減少してきてゼロ成長期には50%強になってきている。ごく最近になって2007年以降は徐々に回復して60%弱まで回復している。資金調達の主要部分である預金取扱機関のこのような推移を説明しているのは現金・預金の動向であって、高度成長期には70%弱のシェアを占めていたが、安定成長になくなってから急激に縮小して40%になった。補完しているのが保険・年金基金とその他金融仲介機関である。人口の高齢化に伴い保険・年金基金のシェアがゼロ近傍から単純に拡大してきて最近では20%へ到達してきている。それ以上にその金融仲介機関のシェアが安定成長期になってから10%強であったのを30%ラインまで増大したことである。これは預金通貨に関連する金融資産以外のもの（主として有価証券）が拡大してきたことを物語っている。但し、最近になって減少傾向へ転じているのには注目すべきであろう。これは現金・預金のシェアが少しでも増加し始めたことを反映している。

第三段階（金融部門の資金供給）

金融部門は実体部門から流入してきた資金を運用する。それは主として貸出と有価証券である。その動向で資産別に注目すべきことは、その構成で貸出が65%から40%へ減少し、有価証券が15%から30%へと増大してきている。これと共に、部門別には預金取扱機関のシェアが70%から50%強まで減少したが、2005年頃から増加傾向へと転じて60%まで回復してきている。それと逆の変動を示したのはその他金融仲介機関である。高齢化を反映して、

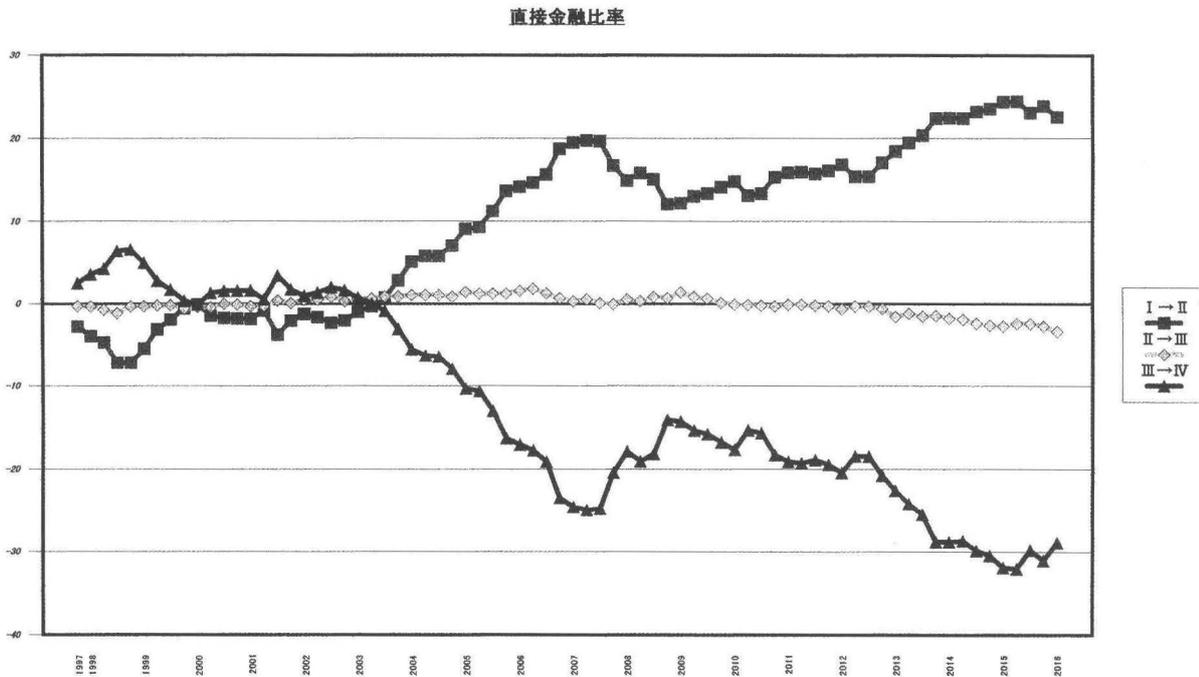
保険・年金基金は10%弱から単調に拡大し20%弱になってきている。

第四段階（実体部門の資金調達）

実体部門から流入してきた資金（貯蓄）は、間接的に金融部門を経由したものと実体部門から直接的に流入するもので実体部門への資金供給となる。それを部門別に検討すれば、法人企業のシェアの国際化を65%から40%弱にまで減少したのに対して、対家計民間非営利団体のシェアは15%から30%まで増加し、国際化を反映して海外からの資金移入は5%弱であったのが、一時は15%以上へ増加し、現在では10%になっている。これを資産別に検討すれば、貸出が増減を伴いながら45%強から25%まで減少しているのに対し、有価証券は30%から増減を伴いながら45%まで増加している。これらは所得循環での自発的支出の源泉になるので、企業の資金調達は有価証券による比率が強まってくるであろう。

結び

国債発行主導型のアベノミクスの積極的展開は、日本経済へ大きな変革をもたらすであろう。しかし、その主導力が赤字国債の累積的な増発行であることから、経済の自立性、特に日本銀行の独立性が脅かされてくるのではあるまいか。部門毎・資産毎に詳しく検討しなければならないが、今回は粗雑な段階の議論で終わりとする。最初に述べた疑問点から、貨幣賃金率を上昇させてゆけば経済発展か来るのではあるまいかという錯覚を生み出すのではあるまいか。貨幣賃金率一定のモデルであることから、貨幣賃金率を操作するならば、一時的には好景気をもたらすような錯覚にとられるであろうが、最終的にはインフレを生み出すだけである。次に、資金運用に関連した資金運用については、金融の高度化・証券化の時代を迎え、証券市場の国際化との関連で、利子率経由の議論だけで終わらせないで、「資産効果」についての検討をしなければならない。



第一段階（実体部門）から第二段階（預金取扱機関）へ流れる資金のシェアは縮小し、実体部門にとどまる資金のシェアは拡大してきている。逆に、第三段階（預金取扱機関）から第四段階（実体部門）へ流れる資金のシェアも縮小し、実体部門から実体部門へ直接的に移動する資金のシェアが拡大してきている。このようになるのは、信託投資で代表される証券取引が拡大してきたからであろう。