

論 説

平成不況の特質について
— バランスシート不況 —

古 結 昭 和

はしがき

平成17年7月13日、福井日本銀行総裁は定例記者会見で「踊り場脱却に関するお尋ねであるが、わが国の景気は踊り場を脱却したとまで明確に言い切れないものの、脱却しつつあると判断して良いのではないかと思う」と述べた。永い永い平成不況もこれでようやく終わりつつあるかのように見える。果たして本当にそうであるのかどうか疑問なしとはしないが、しかし状況が少しずつ改善されていることだけは間違いない。あたかもこの時期に当たって、今回の不況がなぜかくも永く続いたのかという点について考察を加えておくことは決して無駄なことではないと思う。

もちろんこの問題について全面的に考察することは膨大な作業になるし、本稿のよくなし得るところではない。ここではただ今回の不況を引き起こし、またそれを長引かせた主要な要因として、日本銀行の資金循環統計に現れた民間非金融法人企業部門の資金需給の異様な状況について確認しておきたいだけである。

この点についてはリチャード・クー氏がつとに指摘されているところであって⁽¹⁾、私もその説明を読んで、深く納得していたのであるが、しかし不思議なことにその後もこの説明が一向に主流にならないばかりか、ほとんど無視されているように思うので、本稿においてこの論点を採り上げ、補強しておこうと

考えた次第である。

また、現在小泉内閣が進めている構造改革についても妙だなど思う点が多々あったが、これについては小野善康氏が失業を含む経済学の立場から新古典派的な構造改革論に対して包括的な批判を展開されており⁽²⁾、これには多くの知見が含まれている。

民間非金融法人企業部門というのは本来資金不足部門であって、家計部門の貯蓄を借り入れ、投資に当てるとというのが従来から経済学の常識であった。しかるに90年代の初めバブルが崩壊して以来、この部門の資金不足額は次第に減少し、そして遂に90年代の後半にはこの部門は何と資金余剰部門に転換したのである。これは経済学の常識を覆す驚天動地の出来事であり、しかもこの事実が今回の不況の中心に居座っているのである。これを解明せずして平成不況の説明は不可能であると考ええる。

そこで本稿では、リチャード・クー氏及び小野善康氏の所論を参考にしながら、いかにしてこういう事実が発生したのか、そしてこの事実がもつ経済学的な含意は何かについてできるだけ解明しようと努めた。こうした解明を通して、財政赤字の不可避性や引いては財政再建への道筋が見えてくるものと信ずる。

(1) リチャード・クー『デフレとバランスシート不況の経済学』楡井浩一訳、徳間書店、2003年。

(2) 小野善康『誤解だらけの構造改革』日本経済新聞社、2001年

1. 基本的事実

そこでまず最初に、内閣府が公表している国民経済計算のデータのうち平成7暦年基準 GDE (GDP) 需要項目別時系列表をもとに⁽³⁾、1980年度以降の日本経済を概観し、基本的事実を確認しておこう。今ではこうしたデータは内閣府のホームページ上に掲示されており、思えば便利になったものである。ここではこれらのデータを(総需要)民間消費+民間投資+政府支出+輸出=国内総生産+輸入(総供給)と整理して検討する(第1表及び第2表参照)。

まず日本経済全体を総括する名目国内総生産の動きであるが、総じて80年代を通して比較的高い成長率を維持している。81年度から90年度までの10年間の成長率を単純に平均すれば、6.22%となり、これは比較的に高い成長率といえる。しかるに90年にバブルが崩壊した後、成長率は次第に低下し、低迷期に入った。91年度から04年度までの14年間を取れば、5回のマイナス成長を含み、その単純平均成長率は0.85%である。これをどう解釈するかであるが、この間大して成長していないことは確かであるが、しかし反転下落しているわけではなく、たとえ僅かでも成長しているのである。このことは確認しておくべき重要な事実である。平成不況期においてわが国経済は決して縮小していないのである。

この間の物価の動きを1995年価格を基準とするGDPデフレーターでみると、81年度から90年度までの10年間は若干バラツキがあっても毎年平均2.11%の上昇であった。ところがGDPデフレーターは94年度から反転下落し、91年度から04年までの14年間では物価が下落した年度が10回あり、単純平均すると毎年0.57%の下落である。特に94年度からは97年度を唯一の例外として連年下落しており、わが国経済はデフレの様相を深くしていることがよく分かる。

こうした物価の動きを受けて、実質国内総生産も特異な動きを示している。すなわち実質国内総生産は基準年に近い95年度以降も基本的には名目国内総生産を上回って拡大しているのである。実質国内総生産＝名目国内総生産/GDPデフレーターであるから、GDPデフレーターが1.00未満になれば、実質が名目を上回るのは当然であるが、戦後永年に亘りインフレが普通の状態だったので、こうした現象にはやはり奇異の感に打たれる。但し、こうした実質国内総生産も93、98、01年度にはそれぞれ約1%のマイナス成長に陥っている。これらの年度には名目国内総生産もマイナス成長しており、91年度以降の平成不況が決して実態のないものではないことを示している。とにかく最近のわが国経済については、名目国内総生産は停滞しているが、物価が下落しているため、実質国内総生産は拡大していると把握される。

次に民間消費（名目）の動きを見ると、ここでは平成不況の典型的な状況を見ることができる。民間消費は国内総生産のおよそ56%を占める最大の項目であり、景気の動向に大きな影響を与えるので特に注目しておく必要がある。民

第1表 名目国内総支出及び名目需要項目別時系列表

データ 時点	デフレーター		国内総支出(名目)		民間消費(名目)				民間投資(名目)			
	1995=100	上昇率 %	10億円	伸び率 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %
1980	78.1		246,266.4		134,233.0		54.51		56,651.8		23.00	
1981	80.8	3.46	261,914.3	6.35	142,604.2	6.24	54.45	3.40	57,549.8	1.59	21.97	0.36
1982	82.5	2.10	274,572.2	4.83	152,597.5	7.01	55.58	3.82	58,260.8	1.24	21.22	0.27
1983	84.6	2.55	286,278.2	4.26	160,419.5	5.13	56.04	2.85	56,914.1	-2.31	19.88	-0.49
1984	87.2	3.07	306,809.3	7.17	169,013.1	5.36	55.09	3.00	63,504.7	11.58	20.70	2.30
1985	89.1	2.18	327,433.2	6.72	178,745.9	5.76	54.59	3.17	70,548.5	11.09	21.55	2.30
1986	90.4	1.46	341,920.5	4.42	185,293.0	3.66	54.19	2.00	73,121.5	3.65	21.39	0.79
1987	90.6	0.22	359,508.9	5.14	195,368.8	5.44	54.34	2.95	81,458.4	11.40	22.66	2.44
1988	91.3	0.77	386,736.1	7.57	206,967.9	5.94	53.52	3.23	96,100.1	17.97	24.85	4.07
1989	93.9	2.85	414,742.9	7.24	221,164.4	6.86	53.33	3.67	106,845.8	11.18	25.76	2.78
1990	96.2	2.45	449,997.1	8.50	237,928.0	7.58	52.87	4.04	120,196.4	12.50	26.71	3.22
1991	98.8	2.70	472,261.4	4.95	251,285.0	5.61	53.21	2.97	119,356.7	-0.70	25.27	-0.19
1992	100.1	1.32	483,837.5	2.45	259,608.5	3.31	53.66	1.76	110,919.5	-7.07	22.92	-1.79
1993	100.5	0.40	480,661.5	-0.66	266,463.0	2.64	55.44	1.42	95,815.4	-13.62	19.93	-3.12
1994	100.4	-0.10	491,271.7	2.21	273,687.7	2.71	55.71	1.50	98,515.5	2.82	20.05	0.56
1995	99.8	-0.60	500,002.5	1.78	278,772.5	1.86	55.75	1.04	99,512.9	1.01	19.90	0.20
1996	99.0	-0.80	514,268.9	2.85	286,366.2	2.72	53.68	1.52	108,662.7	9.19	21.13	1.83
1997	99.7	0.71	520,811.8	1.27	287,602.7	0.43	55.22	0.24	109,649.5	0.91	21.05	0.19
1998	99.1	-0.60	512,784.0	-1.54	288,263.6	0.23	56.22	0.13	97,239.0	-11.32	18.96	-2.38
1999	97.4	-1.72	508,283.2	-0.88	287,037.1	-0.43	56.47	-0.24	94,314.9	-3.01	18.56	-0.57
2000	95.5	-1.95	513,478.0	1.02	286,115.6	-0.32	55.72	-0.18	101,773.9	7.91	19.82	1.47
2001	94.3	-1.26	501,280.7	-2.38	285,234.5	-0.31	56.90	-0.17	93,190.6	-8.43	18.59	-1.67
2002	92.7	-1.70	497,530.3	-0.75	284,301.6	-0.33	57.14	-0.19	89,492.8	-3.97	17.99	-0.74
2003	90.4	-2.48	501,648.8	0.83	283,748.5	-0.19	56.56	-0.11	93,540.6	4.52	18.65	0.81
2004	88.7	-1.88	505,547.2	0.78	285,830.9	0.73	56.54	0.42	97,821.3	4.58	19.35	0.85

備考：内閣府「国民経済計算」平成7暦年基準 GDE (GDP) 需要項目別時系列表(平成15年12月及び

第2表 実質国内総支出及び実質需要項目別時系列表

データ 時点	デフレーター		国内総支出(実質)		民間消費(実質)				民間投資(実質)			
	1995=100	上昇率 %	10億円	伸び率 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %
1980	78.1		315,175.4		172,978.3		54.88		62,105.0		19.70	
1981	80.8	3.46	324,078.0	2.82	176,496.9	2.03	54.46	1.12	62,541.5	0.70	19.30	0.14
1982	82.5	2.10	332,655.1	2.65	184,153.4	4.34	55.36	2.36	62,419.4	-0.20	18.76	-0.04
1983	84.6	2.55	338,397.4	1.73	188,749.5	2.50	55.78	1.38	60,408.9	-3.22	17.85	-0.60
1984	87.2	3.07	351,661.5	3.92	193,949.0	2.75	55.15	1.54	65,964.0	9.20	18.76	1.64
1985	89.1	2.18	367,658.0	4.55	201,983.0	4.14	54.94	2.28	73,012.6	10.69	19.86	2.00
1986	90.4	1.46	378,071.3	2.83	208,305.1	3.13	55.10	1.72	76,752.9	5.12	20.30	1.02
1987	90.6	0.22	396,958.4	5.00	217,837.4	4.58	54.88	2.52	85,780.8	11.76	21.61	2.39
1988	91.3	0.77	423,383.9	6.66	229,030.2	5.14	54.10	2.82	100,973.7	17.71	23.85	3.83
1989	93.9	2.85	441,613.2	4.31	238,132.5	3.97	53.92	2.15	108,673.5	7.63	24.61	1.82
1990	96.2	2.45	467,913.2	5.96	249,477.2	4.76	53.32	2.57	119,432.3	9.90	25.52	2.44
1991	98.8	2.70	478,034.9	2.16	257,212.3	3.10	53.81	1.65	116,684.5	-2.30	24.41	-0.59
1992	100.1	1.32	483,182.4	1.08	261,912.8	1.83	54.21	0.98	107,929.9	-7.50	22.34	-1.83
1993	100.5	0.40	478,346.5	-1.00	266,530.9	1.76	55.72	0.96	93,696.5	-13.19	19.59	-2.95
1994	100.4	-0.10	489,302.2	2.29	272,823.6	2.36	55.76	1.32	97,367.3	3.92	19.90	0.77
1995	99.8	-0.60	500,978.6	2.39	279,056.9	2.28	55.70	1.27	100,028.8	2.73	19.97	0.54
1996	99.0	-0.80	519,288.8	3.65	286,563.5	2.69	55.18	1.50	110,695.9	10.66	21.32	2.13
1997	99.7	0.71	522,378.0	0.59	284,398.2	-0.76	54.44	-0.42	112,546.5	1.67	21.55	0.36
1998	99.1	-0.60	517,301.6	-0.97	286,580.5	0.77	55.40	0.42	101,628.7	-9.70	19.65	-2.09
1999	97.4	-1.72	521,761.9	0.86	287,719.3	0.40	55.14	0.22	101,033.4	-0.59	19.36	-0.12
2000	95.5	-1.95	537,869.7	3.09	290,774.4	1.06	54.06	0.59	111,855.1	10.71	20.80	2.07
2001	94.3	-1.26	531,383.6	-1.21	294,453.2	1.27	55.41	0.68	104,253.9	-6.80	19.62	-1.41
2002	92.7	-1.70	536,671.0	1.00	296,982.2	0.86	55.34	0.48	102,353.4	-1.82	19.07	-0.36
2003	90.4	-2.48	554,653.3	3.35	301,721.1	1.60	54.40	0.88	112,040.9	9.46	20.20	1.81
2004	88.7	-1.88	569,775.0	2.73	308,263.8	2.17	54.10	1.18	119,712.0	6.85	21.01	1.38

備考：内閣府「国民経済計算」平成7暦年基準 GDE (GDP) 需要項目別時系列表(平成15年12月及び

政府支出 (名目)				輸出 (名目)				(控除)輸入 (名目)			
10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %
56,511.2		22.95		33,501.3		13.60		34,630.8		14.06	
59,742.4	5.72	22.81	1.31	38,928.0	16.20	14.86	2.20	36,910.1	6.58	14.09	-0.93
61,354.7	2.70	22.35	0.62	38,777.8	-0.39	14.12	-0.06	36,418.5	-1.33	13.26	0.19
63,432.4	3.39	22.16	0.76	40,204.8	3.68	14.04	0.52	34,692.6	-4.74	12.12	0.63
65,605.0	3.43	21.38	0.76	46,027.2	14.48	15.00	2.03	37,340.8	7.63	12.17	-0.93
66,543.9	1.43	20.32	0.31	44,396.3	-3.54	13.56	-0.53	32,801.3	-12.16	10.02	1.48
69,659.8	4.68	20.37	0.95	37,361.1	-15.85	10.93	-2.15	23,514.9	-28.31	6.88	2.84
73,211.2	5.10	20.36	1.04	36,039.6	-3.55	10.02	-0.39	26,566.1	12.98	7.39	-0.89
75,564.5	3.21	19.54	0.65	38,648.9	7.25	9.99	0.73	30,545.3	14.98	7.90	-1.11
81,001.2	7.19	19.53	1.41	43,643.5	12.92	10.52	1.29	37,912.0	24.12	9.14	-1.90
87,314.5	7.79	19.40	1.52	46,126.6	5.69	10.25	0.60	41,568.4	9.64	9.24	-0.88
93,074.7	6.60	19.71	1.28	46,987.2	1.87	9.95	0.19	38,442.2	-7.52	8.14	0.69
102,494.3	10.12	21.18	1.99	47,237.0	0.53	9.76	0.05	36,421.9	-5.26	7.53	0.43
107,769.8	5.15	22.42	1.09	43,477.6	-7.96	9.05	-0.78	32,864.2	-9.77	6.84	0.74
109,961.8	2.03	22.38	0.46	44,283.9	1.85	9.01	0.17	35,177.4	7.04	7.16	-0.48
115,823.2	5.33	23.16	1.19	46,221.8	4.38	9.24	0.39	40,327.9	14.64	8.07	-1.05
117,103.4	1.11	22.77	0.26	51,054.0	10.45	9.93	0.97	48,917.4	21.30	9.51	-1.72
116,388.9	-0.61	22.35	-0.14	56,397.5	10.47	10.83	1.04	49,226.8	0.63	9.45	-0.06
117,711.2	1.14	22.96	0.25	53,493.8	-5.15	10.43	-0.56	43,923.5	-10.77	8.57	1.02
119,102.8	1.18	23.43	0.27	52,151.4	-2.51	10.26	-0.26	44,322.9	0.91	8.72	-0.08
119,392.7	0.24	23.25	0.06	55,632.4	6.67	10.83	0.68	49,436.6	11.54	9.63	-1.01
118,986.3	-0.34	23.74	-0.08	52,272.5	-6.04	10.43	-0.65	48,403.3	-2.09	9.66	0.20
117,539.1	-1.22	23.62	-0.29	56,679.0	8.43	11.39	0.88	50,482.0	4.29	10.15	-0.41
115,164.4	-2.02	22.96	-0.48	60,375.7	6.52	12.04	0.74	51,180.5	1.38	10.20	-0.14
112,965.6	-1.91	22.35	-0.44	67,038.7	11.04	13.26	1.33	58,109.3	13.54	11.49	-1.38

平成17年9月)より作成。

政府支出 (実質)				輸出 (実質)				(控除)輸入 (実質)			
10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %	10億円	伸び率 %	構成比 %	寄与度 %
72,003.4		22.85		25,144.0		7.98		17,055.4		5.41	
74,668.7	3.70	23.04	0.85	27,940.8	11.12	8.62	0.89	17,569.9	3.02	5.42	-0.16
75,776.1	1.48	22.78	0.34	27,358.0	-2.09	8.22	-0.18	17,051.8	-2.95	5.13	0.16
77,442.3	2.20	22.89	0.50	29,160.6	6.59	8.62	0.54	17,363.9	1.83	5.13	-0.09
77,968.2	0.68	22.17	0.16	32,722.0	12.21	9.30	1.05	18,941.7	9.09	5.39	-0.47
77,718.6	-0.32	21.14	-0.07	33,544.7	2.51	9.12	0.23	18,601.0	-1.80	5.06	0.10
80,850.3	4.03	21.38	0.85	31,790.0	-5.23	8.41	-0.48	19,627.1	5.52	5.19	-0.28
84,360.0	4.34	21.25	0.93	31,819.7	0.09	8.02	0.01	22,839.5	16.37	5.75	-0.85
86,221.0	2.21	20.36	0.47	34,245.0	7.62	8.09	0.61	27,086.0	18.59	6.40	-1.07
88,593.5	2.75	20.06	0.56	37,132.1	8.43	8.41	0.68	30,918.3	14.15	7.00	-0.91
92,054.3	3.91	19.67	0.78	39,302.0	5.84	8.40	0.49	32,352.6	4.64	6.91	-0.32
95,586.1	3.84	20.00	0.75	40,989.1	4.29	8.57	0.36	32,437.1	0.26	6.79	-0.02
102,777.2	7.52	21.27	1.50	42,327.2	3.26	8.76	0.28	31,764.8	-2.07	6.57	0.14
108,043.4	5.12	22.59	1.09	41,928.7	-0.94	8.77	-0.08	31,853.1	0.28	6.66	-0.02
110,008.6	1.82	22.48	0.41	43,854.4	4.59	8.96	0.40	34,751.7	9.10	7.10	-0.61
115,877.5	5.33	23.13	1.20	45,825.0	4.49	9.15	0.40	39,809.6	14.55	7.95	-1.03
116,494.7	0.53	22.43	0.12	49,484.8	7.99	9.53	0.73	43,950.1	10.40	8.46	-0.83
114,810.7	-1.45	21.98	-0.32	53,876.0	8.87	10.31	0.85	43,253.5	-1.58	8.28	0.13
117,715.5	2.53	22.76	0.56	51,830.5	-3.80	10.02	-0.39	40,453.6	-6.47	7.82	0.54
121,309.2	3.05	23.25	0.69	54,749.5	5.63	10.49	0.56	43,049.5	6.42	8.25	-0.50
122,289.4	0.81	22.74	0.19	59,944.7	9.49	11.14	1.00	46,993.8	9.16	8.74	-0.76
122,604.5	0.26	23.07	0.06	55,598.8	-7.25	10.46	-0.81	45,526.8	-3.12	8.57	0.27
123,057.7	0.37	22.93	0.09	62,265.0	11.99	11.60	1.25	47,987.4	5.40	8.94	-0.46
121,838.9	-0.99	21.97	-0.23	69,231.9	11.19	12.48	1.30	50,179.5	4.57	9.05	-0.41
119,545.1	-1.88	20.98	-0.41	77,462.9	11.89	13.60	1.48	55,208.9	10.02	9.69	-0.91

平成17年9月)より作成。

間消費（名目）は80年代にはほぼ国内総生産と足並みをそろえて拡大しており、81年度から90年度までの民間消費の増加率は単純平均で5.90%である。特に90年度には7.58%という近年にない高率に達したが、翌91年度から増加率は減少に転じ、その後次第に増加率が減少し、99年度には遂に増加率はマイナスになった。つまり民間消費は減少に転じたのである。そしてようやく04年度に再び1%弱のプラスに転じているが、その後の動向が注目されるところである。91年度から04年度までの増加率を単純平均で計算してみると、1.33%である。単純平均ではこうなるが、増加率は99年度から03年度まで連続してマイナスであり、民間消費の増加は完全に止まっているところか、減少しているのが現実である。そしてまたこれが今回の平成不況に大きな重圧を加えているのである。

更に民間投資は80年代の初めこそ低調であったが（83年度はマイナス）、中頃から後半にかけて極めて高い伸びを示している。特に87年度から90年度の4年間の平均増加率は13.26%という高率であり、当時のバブルの状況をよく示している。ちなみに81年度から90年度までの平均増加率は7.99%であり、これはこの時期の国内総生産の成長率を上回っている。しかるに増加率は91年度から減少に転じ、92、93年度と減少が続き、特に93年度には13.62%という大幅な減少となった。94年度から97年度まで若干持ち直したものの、98年度には再び11.32%の減少、99年度には3.01%の減少と2年連続の減少となった。2000年度にはプラスに転じたものの、01、02年度は再びマイナス、そして03、04年度はプラスと一進一退を続けている。ちなみに91年度から04年度までの増加率を単純平均すれば-1.23%である。04年度にはピーク時の90年度に比べて22兆3751億円、率にして18.62%減少している。こうした民間投資の減少が平成不況に大きな影響を与えていることは間違いない。

政府支出は80年代の前半には増加率の減少、そして後半には増勢への転換が見られるが、80年代全体を通して国内総支出に占める構成比は22.95%から19.40%へ低下した。90年代に入って不況対策として財政出動が求められ、特に92年度には政府支出は前年度に対して10%を超える増加となった。しかし同時に財政赤字の拡大に対する懸念が生じ、以後不況対策と財政再建の狭間で政府支出は迷走することになった。97年度には財政再建のためとして政府支出が

抑制され、増加率は0.61%のマイナスになった。その後も決定的な政府支出の拡大はなく、特に01年度小泉内閣の成立と共に政府支出は抑制基調となり、4年連続のマイナスを記録している。しかし93年度以来依然として政府支出の構成比が民間投資を上回っており、政府支出が民間消費に次ぐ第2の構成要素となっている。

わが国の輸出は大きく変動しつつも、円高基調にもかかわらず、全体としては順調に拡大しており、81年度以降24年間の単純平均で見ると3.23%の増加であり、同じ期間の国内総生産の単純平均伸び率3.09%を若干上待っている。また80年度を唯一の例外として、毎年度輸出が輸入を上回っており、このことは輸出の拡大が国内総生産の拡大に寄与してきたことを示している。

- (3) この時系列表は昭和55(1980)年～平成5(1993)年が正式系列とされ、平成6(1994)年以降については参考系列という扱いになっている。というのは、平成6(1994)年以降については平成12(2000)年基準の時系列表が新規に作成されているからである。しかし現在のところ1980年度から2004年度まで通観できるのはこの時系列表だけであるので、ここではこのデータを使用する。これらのデータは必要に応じて改訂されているが、数字は平成17年末現在のものである。

2. 国民経済の概要

国民経済を実体経済と金融システムに分割する方法からいえば、実体経済の状況を記述するのがGDP統計であり、金融システムの活動を総括するのが資金循環統計である。経済活動の主要舞台はもちろん実体経済であるが、これを貨幣金融面から支援するのが金融システムである。市場経済では経済の円滑な運営のため貨幣流通が不可欠であり、これを供給・調節するのが金融システムの役割である。

まずGDP統計の原理から簡単に見ておこう。こういうものは複雑にしようと思えばいくらでも複雑になるが、その原理を理解しておくことが肝要である。

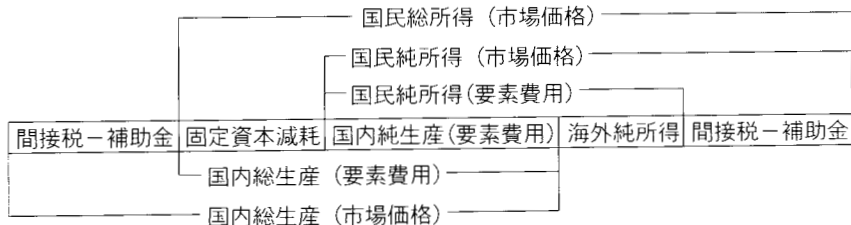
まず国民概念と国内概念の違いであるが、これは第1図を見れば明らかとなり、海外純所得を含むか含まないかの違いである。海外純所得とは海外から

の所得から海外への所得を控除したものであるが、これを含むと国民概念になる。これに含まないのが国内概念である。以前は国民概念で考察するのが普通であったが、国連が国内概念を重視するようになってから国内概念で考察するのが一般化した。ここでも国内概念で議論することにする。

次に簡単化のため2部門閉鎖体系で考察する。2部門閉鎖体系とは経済主体として家計と企業だけを考えるということである。家計も企業もたくさんあるから、実際には家計部門と企業部門を採り上げるということである。そして簡単に家計は消費の主体、企業は生産の主体と考えておく。実はこのほかに政府部門と海外部門があるが、これらは必要に応じてあとで導入することにする。

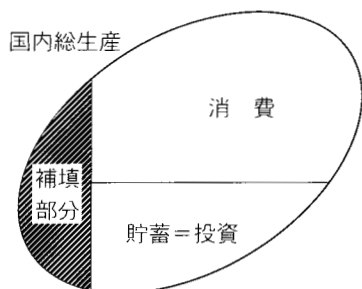
そうすると1国1年間の国内総生産の状況は第2図のようにとらえることができる。なおここに出てくる補填部分というのは第1図でいう固定資本減耗であって、1年間の生産活動において減耗した固定資本を今年度の生産物で補填しておく部分である。固定資本については耐用年数があり、固定資本を保有する企業はそれに応じて減価償却費を計上している。これは企業の貯蓄である。他方固定資本には耐用年数があるから、今年丁度耐用年数に達した固定資本は新品と取り替えなければならない。これを更新投資という。多くの流れのなかの1年を取れば、今年の減価償却費は今年の更新投資に一致する。これもまた簡単化のために固定資本の耐用年数を平均して10年とすれば、毎年固定資本の1/10が更新投資として取り替えられるわけである。そして同時に固定資本の1/10が減価償却費として積み立てられるので、更新投資と減価償却は一致する⁽¹⁾。

第1図 国民総所得と国内総生産（概念）

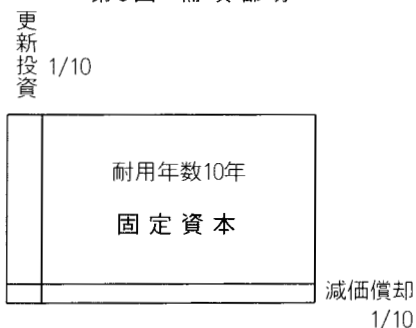


- ・市場価格 = 要素費用 + 間接税 - 補助金
- ・海外純所得 = 海外からの所得 - 海外への所得

第2図 国内総生産



第3図 補填部分



これが補填部分の特徴である。この状況は第3図を見れば明らかである。

さて、国内総生産から補填部分を除いた残りが国内純生産すなわち国民所得である。この国民所得は雇用者所得及び資産所得として家計に分配されるのが原則である。だが実際には企業の社内留保として家計に分配されない部分もある。この部分は法人実在説に立脚すれば営業余剰の残部として企業に分配される企業所得である⁽⁵⁾。ここでは簡単に、国民所得 = 雇用者所得 + 営業余剰 = 家計所得 + 企業所得、と理解しておく。

さて家計及び企業に分配された所得は支出されるわけであるが、その大きな項目が消費である。とはいえ企業は消費しないので、消費に支出するのは家計である。家計は通常その所得の全額を消費するわけではなく、家計所得は消費と貯蓄に分割される⁽⁶⁾。企業所得は定義によりそのまま企業貯蓄である。

このうち家計消費に相当する部分は生産された消費財が購買され、実現されていくから何の問題もないが、家計貯蓄及び企業貯蓄すなわち貯蓄部分についてはそうはいかない。なぜならば、定義にも明らかなおと、一般に貯蓄とは消費しないすなわち消費財を買わないことを意味しているから、家計消費に対応する部分を超える生産物は、たとえ生産されていても、販売されず、実現されないことになるからである⁽⁷⁾。

しかし幸いなことに消費以外にも経済の規模を維持・拡大する支出項目がある。それはすなわちとりあえず投資である。ここでいう投資とは資本設備等の増加のことであり、設備投資及び在庫投資を含む⁽⁸⁾。企業は生産の主体である

ので、投資を行うのは専ら企業である。企業は消費をしないから消費財を購入しないが、投資をするから投資財を購入する。これによって国民所得のうち家計消費を超える部分の投資財が販売され、実現されていくことになる。すなわち国民所得の実物的内容は消費財と投資財から構成されており、このうち消費財は家計消費によって購入され、投資財は企業投資によって購入され、共に実現されていくわけである。かくして経済理論がいう国民所得＝消費＋投資という関係が成立する。但し市場経済の特質としてこの等式においては、右辺すなわち消費＋投資という需要が左辺すなわち国民所得という供給を決定するのである。なぜなら、市場経済においては実際に販売され、実現されたものだけが意味を持つからである。

ここでケインズのいわゆる消費関数⁽⁹⁾を導入すれば、投資が国民所得を決定することになり、これがすなわち簡単なモデルにおけるケインズの所得決定論である。ここでは、投資が国民所得を決定し、国民所得が消費を決定する。そして定義により国民所得から消費を控除して貯蓄が決定される。こうして導き出される貯蓄は最初の投資に等しいというのがケインズ所得決定論の要諦である⁽¹⁰⁾。私はこれを「投資は自分に等しい貯蓄を生み出すように国民所得を決定する」と言い慣わしている。

ここで特に注意すべきことは、もし何らかの理由で投資が全く行われなかった場合、国民所得は消費の大きさまで低下し、そして当然貯蓄はゼロになるという点である。この場合でも経済が完全に崩壊してその規模がゼロになるというわけではなく、経済規模の縮小は国民所得が消費と一致するところで止まることになる。しかしこれだけでも大変な不況であって、市場経済はこういう事態をその可能性として含んでいるといわなければならない。これがすなわち需要不足型の大不況であって、1930年代のアメリカ、そして1990年代の日本が直面した事態であった⁽¹¹⁾。

- (4) ただし拡大再生産を前提すれば、固定資本の年齢構成から、減価償却が更新投資を超え、固定資本が増加する現象（ルフチ・ローマン効果またはマルクス・エンゲルス効果）が生じるが、ここではこういう細かい点は無視する。更に厳密に言えば、更新投資には災害による固定資本の減少分も含まれる。しかしこの部分

は通常損害保険によってカバーされており、ここでも保険料の総額（強制貯蓄）が保険金すなわち減失した固定資本の復元（更新投資）に等しいという原則が確立されている。

- (5) ただし法人擬制説に立てば、この部分は本来家計に分配されるべきだし、仮に分配されない場合でも当然家計に帰属する。しかしここでは法人実在説を支持する。
- (6) 貯蓄の定義は次の通りである。所得のうち消費されない部分を貯蓄という。
- (7) これが実は市場経済のもっているきわめて重大な含意であり、通常の場合にはあまり表面化してこないが、バランスシート不況のような局面では明瞭に現れてくる。
- (8) ここでいうのは資本設備等の増加すなわち新規投資＝純投資である。これに更新投資を加えれば総投資となる。同じく国民所得からなされるのが新規貯蓄＝純貯蓄であり、これに減価償却を加えれば総貯蓄になる。しかし原理的には更新投資＝減価償却であるから、ここでは新規投資及び新規貯蓄で議論することにする。また実際の国民経済計算では、住宅建設も投資に含めているが、ここではこういう細かい点は無視する。
- (9) 消費関数とは消費が国民所得によって決定されるというケインズ理論にとって決定的に重要な仮定である。
- (10) ケインズ以前の新古典派の理論においては、貯蓄と投資は利子率を介して等しくなると考えられていたが（貯蓄投資利子率決定論）、ケインズは流動性選好説という別の利子率決定論を構成することにより、貯蓄と投資は国民所得を介して等しくなるという貯蓄投資所得決定論を立てた。但しその決定関係は 投資→貯蓄 である。
- (11) 1930年代のアメリカにおいては株式ブームとそれに続く株価の暴落が、そして1990年代の日本においては土地ブームとそれに続く地価の暴落がその主役を演じた特徴づけることができる。リチャード・クー氏はこの二つの不況がバランスシート不況として同型であると指摘している（『前掲書』、45-6ページ）。

3. 資金循環の原理

实体经济においては国民所得（以下所得という）は消費と貯蓄に分割されるので、生産された所得のうち消費に対応する部分はそのまま販売され実現されていくが、貯蓄に対応する部分はこのままでは販売されず、売れ残る。しかし企業部門から投資がやってくるのでこの売れ残る部分が販売されていくことになる。そしてここで決定的に大切なことは、この投資が貯蓄に等しいことである。というのは、もし投資が貯蓄より大きければ、需要超過→供給増加→所得

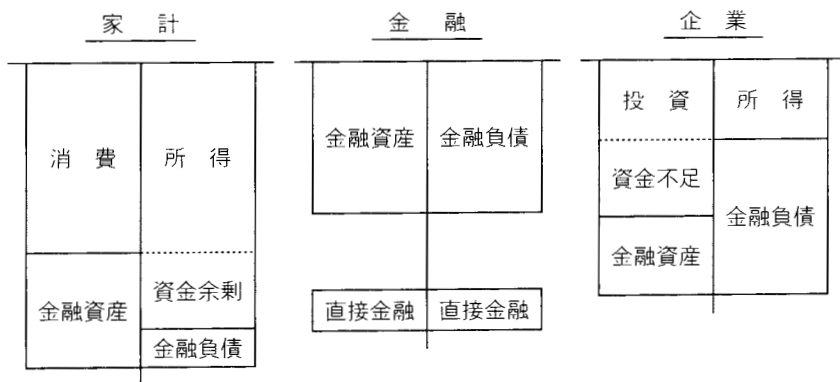
増加→貯蓄増加, またもしその逆であれば, 需要過少→供給減少→所得減少→貯蓄減少, という過程をたどって貯蓄が変動する。そして結局, 投資に等しい貯蓄が生み出されることは経済理論が教えるところである。

しかるに, 企業が行う投資に必要な資金はどうして調達されるのであろうか。企業には企業所得があるから, これが投資の原資になることは間違いない。しかし通常の場合, 企業はこれを超えて投資を行っており, この場合, 直接間接のルートによって家計の貯蓄を借り入れる。こうして全体として貯蓄=投資という経済の均衡条件が成立しているのである⁽¹²⁾。

こうした資金の流れを記述するのが資金循環統計である。実際に作成されている資金循環統計は部門分割も金融取引項目もきわめて複雑なものになっているが, ここでは実体経済における家計と企業の2部門及びその間の資金融通を媒介する金融部門という最も単純な姿において資金循環の原理を考察しておこう(第4図参照)。

国民所得のうち家計に分配される部分が家計所得である。これには賃金・経営者報酬, 利子・配当及び地代等さまざまな項目があるだろう。しかし基本的にはこうした家計所得は最終的に消費と貯蓄に分割され, 貯蓄はさらに金融資産に姿を変えるだろう。但し金融取引を考慮に入れると, 家計の負債も視野に入ってくるので, 全体としては, 家計所得+金融負債が消費と金融資産に分割

第4図 資金循環の原理



されることになる。

ここで金融資産と金融負債を相殺すれば、金融資産が金融負債を超過する部分＝家計所得が消費を超過する部分が析出されるが、資金循環統計ではこの部分を家計部門の資金余剰と把握している。資金余剰とは、この部門が他の部門に資金を供給しているということである。この部分は当然家計部門の貯蓄に等しいのであって、本稿の議論からいうと、この部分は家計がものを買わない部分であるから、外から需要がやってこないかぎり、総需要がこの分だけ減少することは避けられない。

他方企業には企業所得が帰属する。これは企業が稼得した利潤のうち、経営者報酬や子・配当及び地代等として企業外すなわち家計部門に払い出された部分を控除した残余部分、すなわち企業内に留保されている部分である。企業は当然この部分を投資に当てるわけであるが、通常企業の投資はこの部分を上回っており、企業にはこの超過部分の資金が不足している。企業はこの部分の資金を調達して投資を実現するわけであるが、企業も金融資産を保有しているので、企業部門の資金不足は結局、金融負債が金融資産を超過する部分＝投資が企業所得を超過する部分となるだろう。

かくして家計部門は資金余剰、企業部門は資金不足となるが、この資金過不足を調整しているのが金融部門である。しかるに金融部門が資金過不足を調整するには二つのルートがある。すなわち直接金融と間接金融である。直接金融とは、企業が債券や株式を発行して、家計がこれを引き受けるケースである⁽¹³⁾。この場合には、証券会社に媒介されて、家計の貨幣が企業に移動するだけであるから、社会全体の貨幣の分量は増減しない。さらにこの場合には、企業に対する信用リスクは家計が負担する。

間接金融とは、銀行や保険会社を経由する金融方式であって、家計と企業間の債権債務関係は、家計と銀行や保険会社の間及び銀行や保険会社と企業の間に分割される。中間に立つ銀行や保険会社は、家計に対してその債権（自分の債務）を保証しながら企業に対する信用リスクを代位する⁽¹⁴⁾。

家計や企業が保険会社に支払う保険料は、期間中の保険事故によって保険会社が支払う保険金と将来の保険事故に伴う保険金の支払いに備えておくべき積

立金（これを責任準備金という）に分割される。そして保険会社はこの責任準備金を企業に貸し出す故に金融機関と位置づけられている。しかし保険会社が保険料を徴収し、保険金を支払い、責任準備金を貸出に回しても、これらは貨幣の移動ではあるが、これによって社会全体に流通する貨幣の分量が変化しないことは明らかである。すなわち保険会社は間接金融を担当しているが、その活動によっては社会全体の貨幣の分量は変化しないのである。

しかるに銀行については事情が異なる。銀行も間接金融の担い手ではあるが、銀行は預金を待って、それを貸出に当てるのではない。逆である。銀行は貸出に際して同時に預金を創造する。借手はその増加した預金を自由に使用することができる。これを信用創造という⁽¹⁵⁾⁽¹⁶⁾。すなわち、銀行が企業に預金を創造して貸し出せば、その分だけ社会全体に流通している資金が増加するのである。

かくして、結果からみれば家計の貯蓄が企業の投資に充当されたようにみえるが、実際にはその順序は逆である。すなわち、企業の投資が先決条件であって、これが所得決定のしくみを通して、結果として投資に等しい貯蓄が生み出されるわけである。そしてこの過程を実現する貨幣の流れがあり、これを記述するのが資金循環統計である。

- (12) 前注でみたように、この場合、貯蓄と投資が利子率を媒介として等しくなるのではない。投資が先決条件であって、所得変動の結果、投資に等しい貯蓄が生み出されるのである。くどいようだが、この点を特に注意しておく。
- (13) 直接金融においては、家計の金融資産と企業の金融負債が直接関係するのであるが、とりあえずこの関係を第4図のように示しておく（もう工夫必要であろう）。また投資信託は個々の家計が別々に債券・株式投資を行う代わりに、手数料を払って、その実務を専門家に委託するしくみであって、これによって、個々の家計の信用リスクは減少するが、決してそれがなくなるわけではない。企業に対する信用リスクは依然として家計が負担する。
- (14) 銀行や保険会社も破綻することがあるから、家計は銀行や保険会社に対する信用リスクを負担していることになる。しかしそれは個々の企業に対する信用リスクよりはかなり低いと考えられる。これが銀行や保険会社の存立基盤である。
- (15) これは振替の信用創造の説明である。信用創造といえば今でも、A銀行の預金の一部が現金で貸し出され、それが流通の後B銀行の預金となり、またその一部が貸し出され…という説明（これを現金的信用創造という）が流布しているが、これは現金貸出を前提しているので、現実的には全く妥当性がなく、いわば一種

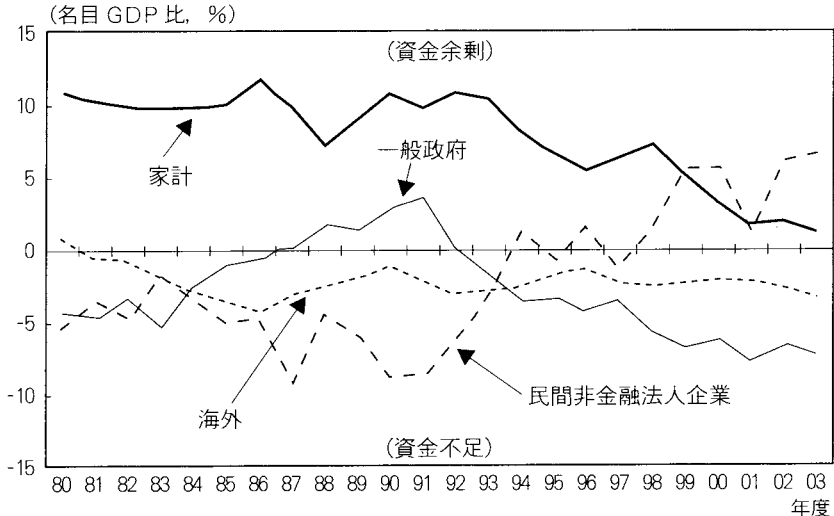
の知的パズルの類である。

(16) とはいえ、市中銀行が無制限に信用創造を行うことはできない。その信用創造の限度額は $\{[(1-\text{準備率})/\text{準備率}] \times \text{準備金}\}$ で与えられる。しかし中央銀行の信用創造によって準備金が増加すれば、この限度額は拡大する。こうした中央銀行と市中銀行の二重の信用創造が金融システムの核心である。金本位制の下では中央銀行の信用創造はその金保有量によって制限されていたが、管理通貨制の下ではそうした制限はなく、原理的には無制限である。従ってそれだけ中央銀行信用の厳しい管理が求められる。

4. 部門別資金過不足状況への一瞥

2005年3月15日に公表された日本銀行調査統計局の調査論文「資金循環統計からみた80年代以降のわが国の金融構造」は部門別に資金過不足状況の推移を示す興味深い図を載せている（第5図参照）。この図は、各年度・各部門の資

第5図 部門別資金過不足状況の推移



(注) 1. 家計は、個人企業を含む（以下同じ）。

2. 国鉄清算事業団・国有林野事業特別会計の債務承継要因の調整を実施(98年度)。

備考：日本銀行調査統計局「資金循環統計からみた80年代以降のわが国の金融構造」
(図表 1), 2005年3月15日。

金過不足が各年度の名目国内総生産に占める割合(%)をグラフ化したものであるが、この図を見れば、1990-91年頃を転機としてわが国の資金の流れに大きな変化が生じていることがわかる⁽¹⁷⁾。すなわち、家計部門の資金余剰は減少傾向を辿り、民間非金融法人企業部門は資金不足が減少するに止まらずついには資金余剰に至り、同時に一般政府部門は資金余剰から一転して資金不足が拡大する状況になっている。ただしこの図ではすべての部門が表示されているのではなく、特徴的な4つの部門を取り出して表示している。またこの図では03年度までしか与えられていないが、同じ方法で04年度の数字をはじめ出せば、家計部門2.02%、民間非金融法人企業部門2.91%、海外部門-3.52%、一般政府部門-5.58%である(第3表参照)。

第3表 主要部門の資金過不足が名目国内総生産に占める割合

年度	国内総生産 (名目)		民間非金融 法人企業		家 計		一般政府		海 外	
	億円	億円	%	億円	%	億円	%	億円	%	
1980FY	2,462,664	-135,774	-5.51	262,491	10.66	-107,648	-4.37	15,978	0.65	
1981FY	2,619,143	-96,985	-3.70	263,393	10.06	-122,882	-4.69	-13,639	-0.52	
1982FY	2,745,722	-134,265	-4.89	267,819	9.75	-94,853	-3.45	-22,805	-0.83	
1983FY	2,862,782	-54,994	-1.92	277,284	9.69	-154,908	-5.41	-56,779	-1.98	
1984FY	3,068,093	-102,584	-3.34	296,583	9.67	-77,042	-2.51	-89,483	-2.92	
1985FY	3,274,332	-172,366	-5.26	324,365	9.91	-35,705	-1.09	-124,774	-3.81	
1986FY	3,419,205	-161,741	-4.73	394,318	11.53	-18,547	-0.54	-148,025	-4.33	
1987FY	3,595,089	-333,529	-9.28	347,317	9.66	4,974	0.14	-112,029	-3.12	
1988FY	3,867,361	-172,264	-4.45	273,081	7.06	66,952	1.73	-98,726	-2.55	
1989FY	4,147,429	-261,315	-6.30	368,603	8.89	56,297	1.36	-86,599	-2.09	
1990FY	4,499,971	-393,122	-8.74	478,030	10.62	125,229	2.78	-54,340	-1.21	
1991FY	4,722,614	-406,254	-8.60	454,187	9.62	164,691	3.49	-111,408	-2.36	
1992FY	4,838,375	-299,574	-6.19	515,455	10.65	-3,051	-0.06	-148,648	-3.07	
1993FY	4,806,615	-152,732	-3.18	488,318	10.16	-76,622	-1.59	-140,284	-2.92	
1994FY	4,912,717	53,340	1.09	394,080	8.02	-171,568	-3.49	-122,388	-2.49	
1995FY	5,000,025	-32,571	-0.65	323,047	6.46	-174,282	-3.49	-91,983	-1.84	
1996FY	5,142,689	76,246	1.48	277,683	5.40	-221,846	-4.31	-68,742	-1.34	
1997FY	5,208,118	-72,094	-1.38	323,131	6.20	-188,341	-3.62	-123,200	-2.37	
1998FY	5,127,840	70,721	1.38	370,570	7.23	-570,047	-11.12	-130,825	-2.55	
1999FY	5,082,832	275,046	5.41	258,988	5.10	-347,714	-6.84	-116,742	-2.30	
2000FY	5,134,780	284,361	5.54	171,907	3.35	-326,425	-6.36	-117,474	-2.29	
2001FY	5,012,807	64,396	1.28	88,839	1.77	-386,465	-7.71	-115,188	-2.30	
2002FY	4,975,303	294,353	5.92	93,569	1.88	-332,621	-6.69	-130,243	-2.62	
2003FY	5,016,488	327,701	6.53	56,695	1.13	-364,830	-7.27	-167,376	-3.34	
2004FY	5,055,472	146,878	2.91	102,301	2.02	-282,307	-5.58	-178,011	-3.52	

備考：日本銀行「資金循環統計」全体表(2005/09/15)より作成。第5図とは別資料。

この調査論文はその表題からもわかる通り、資金循環統計のデータを用いて80年代以降のわが国の資金融通状況について詳細な分析を行っている。しかしここではただその中から部門別資金過不足状況の推移について紹介するに止めておく。というのも、全分析の要点はこの一点にかかっているからである。

- (17) 資金循環統計は日本銀行が作成する部門間の資金融通状況を一覧表にしたものである。部門としては、金融機関（中央銀行、預金取扱機関、保険・年金、その他金融仲介機関、非仲介型金融機関）、非金融法人企業（民間非金融法人企業、公的非金融法人企業）、一般政府（中央政府、地方公共団体、社会保障基金）、家計、対家計民間非営利団体、海外に分割される。金融取引としては、現金・預金、財政融資資金預託金、貸出、株式以外の証券、株式・出資金、金融派生商品、保険・年金準備金、預け金、企業間・貿易信用、未収・未払い金、対外直接投資、対外証券投資、その他対外債権債務、その他に区分されている。金融取引はさらに細分されているが、ここでは省略する。統計表としては、四半期、1年（暦年、年度）ごとに金融取引表、（価格）調整表、及び金融資産負債残高表が作成されている。なお詳細については、日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』2002年1月を参照のこと。

5. バブルの崩壊と不良資産の発生

1990-91年頃というのはいかにもわが国におけるバブル崩壊の時期に当たる。従って、第5図はバブルの崩壊がわが国における資金の流れに甚大な影響を与えたことを示している。

バブルとは地価・株価など資産価格の急激かつ持続的な上昇と把握される。これは資産の値上がり期待が需要を刺激し、これが実際に値上がりを実現して、次の値上がり期待を生むという形で発生する。1980年代後半に発生したバブルがわが国経済にいかなる影響を与えたかについてはつとに知られているところである。要するに資産効果による消費の促進と土地担保貸出及びエクイティ・ファイナンス（株式関連の資金調達）による投資の過剰である。しかしこうしたバブル現象は何時までも続くものではなく、ついに株価は1989年末、地価は1991年秋を天井として反転下落した⁽¹⁸⁾。これがすなわちバブルの崩壊である。

バブルによる資産価格の上昇があるきっかけで天井におつかると、あとは一挙に反転下落する。なぜなら、売手は高値で売り抜けようと一斉に売りに出すが、買手は一層の価格下落を期待して容易には買いに出不いからである。いずれにしても、バブル崩壊の結果は資産価格の大幅な下落であって、その経済的効果は含み損の発生である。

資産価格の大幅な下落による含み損の発生は、家計に対してはいわば逆資産効果を通して消費の停滞減少をもたらすとともに、企業に対しては不良資産を発生させてバランスシート（貸借対照表）を毀損する。

- (18) 2000年4月、総量規制といわれる大蔵省銀行局長通達が出された。これは銀行等の不動産向け融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑えるというものであるが、住宅金融専門会社を除外したり、3業種規制（不動産業、建設業、ノンバンクへの融資の実態報告）から農協系を除外するなど問題もあったが、バブルを止めるのに絶大な効果を発揮したと考えられる。バブルが発生して資産価格の上昇が続き、市場が高所恐怖症に陥っている時、こうしたきっかけが与えられると、バブルは一挙に崩壊するのである。

6. バランスシートの毀損とその回復策

本来企業にとって負債は恐れるべきものではない、ただしそれはその負債に対応する資産があればの話である（第6図(A)参照）。なぜなら、いざとなれば資産をすべて売却して負債を完済することができるからである⁽¹⁹⁾。

しかるに何らかの理由により、価格が下落して損失を含む資産すなわち不良資産が発生した場合、負債の重みが感じられるようになる（第6図(B)参照）。

第6図 企業の資産と負債

(A) 企 業	(B) 企 業					
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="border: 1px solid black; width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">資 産</td> <td style="border: 1px solid black; width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">負 債</td> </tr> </table>	資 産	負 債	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="border: 1px solid black; width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">不良資産</td> <td rowspan="2" style="border: 1px solid black; width: 50%; text-align: center; padding: 5px;">負 債</td> </tr> <tr> <td style="border: 1px solid black; text-align: center; padding: 5px;">健全資産</td> </tr> </table>	不良資産	負 債	健全資産
資 産	負 債					
不良資産	負 債					
健全資産						

なぜなら、この場合対応する資産をすべて売却しても負債を完済することができないからである。こうしたバランスシートは毀損しているといわなければならない⁽¹⁹⁾。従ってここに問題が生じていることは確かである。これに対してどのような対策がとられるか。まず考えられるのは、資産価格の再値上がりを期待して待機することである。しかし待てど暮らせど資産価格が回復しなかったらどうするか。不良資産を売却して売却損を出し、これを資本の減少で処理することが一つの方法であるが、同時にこれは最後の手段である。さらに場合によっては資本が減少して破産の危機に直面するかもしれない。そこでもう一つの方法がとられることになる。それはすなわち負債の縮減＝借金の返済である。

資産価格の再値上がりが当面期待できず、しかし他方では不良資産を放置できないとすると、企業の利益によって負債を縮減するのがこの問題を解決する最善の方法である。これは要するに、企業の利益（現金）を負債の縮減に当て、同時に資産の評価損を企業の利益（資本）で償却することである。これによって、企業の利益が存在する限り、資本を損なうことなく、負債は次第に減少すると共に、資産の含み損は次第に償却される。この過程は不良資産の含み損が完全に解消されるまで続く。そしてそうなれば、不良資産は一掃され、資産は負債に完全に対応し、毀損したバランスシートは回復されることになる。

しかしこの過程が円滑に進むためには、企業の利益が不可欠であり、そのためには企業の売上が維持されなければならない。さらに企業の売上が維持されるためには、マクロ的な総需要が維持されなければならない。この点が特に大切である。総需要が減少して企業の売り上げが落ち、企業の利益が確保できなくなれば、この過程は頓挫し、資産の含み損は資本の減少で償却する外はなく、そうなれば企業破綻が多発するかもしれない。

しかしここにもっと深刻な問題がある。それは多くの企業が一斉に債務の縮減＝借金の返済に走った場合、合成の誤謬⁽²⁰⁾が作動して、民間投資の減少を招き、総需要が激減してしまうことである。

(19) 資産が価格の上昇による利益を含んでいれば、尚更安全安心である。土地や株式の含み益は永らく日本企業の強みであった。

(20) 企業のバランスシート毀損に対応して、銀行の側には不良債権が発生する。こ

れはこれで重大な問題ではあるが、不況期において不良債権の処理を促進することは有害無益である。なぜなら、今回の不況においては資金需要の不足に問題があり、この意味で不良債権を処理しても、景気を悪化させこそすれ、景気は回復しないからである。すなわち、民間企業の多くが不良資産を抱えて破綻の危機に瀕しているとき、不良債権の処理と称して銀行が融資を打ち切れれば、破綻が広がるだけである。どうしてこんな簡単なことが分からないのであろうか。この点についてはリチャード・クー氏も小野善康氏も同意見である。リチャード・クー『前掲書』第6章「不良債権処理を急いではいけない」、小野善康『前掲書』第5章「危うい調整インフレ論、景気とは関係ない不良債権処理」参照。なお、銀行の不良債権については別に考察したことがある（拙稿「不良債権の処理策をめぐって—金融再生法案の行方—」『高知論叢』第63号、1998年11月及び拙稿「不良債権の処理とは何か」『高知論叢』第73号、2002年3月）。

- (21) 合成の誤謬とは論理学の用語であって、個々別々にみれば正しいことでも、それらが全体を構成すれば誤りになるということ。例えば、個々には奇数であっても、合計すれば偶数になるというようなこと（例としての意味しかない、念のため）。経済学では、個々の家計が貯蓄に努力すれば、これが消費の減少から所得の減少を招き、その結果貯蓄が不可能になるというのが最適例である。本稿のメインテーマもまたこれである。こうした事例があるので、経済学にはミクロ経済学（個別）とマクロ経済学（全体）がある。

7. 債務の縮減（借金の返済）の重大な意味

ここでいう貯蓄とは金融資産の増加が原則であるが、金融負債の減少すなわち借金の返済もまた貯蓄に外ならない。ここでは特にその後者が問題である。そして既に何回も指摘しているように、経済学において貯蓄とは所得があってもモノを買わないということであって、総需要の減少要因である。それぞれの経済主体（家計や企業）はそれぞれの事情から貯蓄を決定しているが、マクロ的には、それに等しい投資が行われているから総需要が維持され、その貯蓄が実現されているのである。しかるに今何らかの原因で投資が減少すれば、総需要の減少を通して所得が減少し、その結果貯蓄もまた減少せざるを得ないのである。

経済理論が明らかにしているように、民間投資と景気循環の間には密接な関係があり、通常、民間投資が増加すれば景気がよくなり、逆の場合は逆である。

ただ平成不況においては、民間投資の減少が毀損したバランスシートの回復を目的とする借金の返済にあるところにその特質がある。

不良資産を抱えた企業が、バランスシートを回復するため、確保した利益⁽²²⁾を借金の返済に当てることは誠に正当なことである。むしろミクロ的にはそうしなければならない。しかし多くの企業が一斉にこうした行動をとれば、マクロ的には投資の減少から総需要の減少を招くにちがいない。そしてこの過程を放置すれば⁽²³⁾、経済は総需要の減少→総供給の減少→総需要の減少といういわゆるデフレ・スパイラルの過程に入り、結果として大恐慌に発展するだろう。第5図は、1990年以降民間非金融法人企業部門の借金返済が進み、わが国においてこうしたデフレ・スパイラルが進行する危険が存在していたことを示している。しかし幸いなことに、わが国においてこうしたデフレ・スパイラルが実現しなかったのは、この間政府支出を拡大して総需要を維持したからである。

- (22) 企業の利益を確保するためのひとつの有力な方法として不採算部門のリストラが行われるが、しかしこれは同時にマクロ的には原料や機械等の不購入、従業員数の減少等を通して総需要の減少を招くことはいうまでもない。
- (23) 1930年代のアメリカでは、当初まさにこの過程を放置したため、1933年の国内総生産は1929年の半分に縮小し、株価はピーク時の10分の1、失業率はゆうに20%を超えてしまった(リチャード・クー『前掲書』、46ページ)。これは貴重な歴史的教訓である。

8. 流動性の罫をめぐって

従来の経済理論によれば、民間投資の減少に対しては金利の引き下げで対応する。これはもちろん金利が低下すれば民間投資が増加するという定理に立脚している。通常の場合はもちろんこれでよいのであるが、しかし多くの企業が毀損したバランスシートを回復するため同時に債務の縮減に走っているという特別の場合には、この定理が成立しない。なぜなら、この場合、企業は金利の水準がどうであれ、それが高かろうと低かろうと、借金の返済を最優先するからである。かくして金利が低下しても企業の投資は増加せず、逆に減少すると

いう事態が発生する。要するに、民間投資は金利に感応せずして減少するのである。これがケインズのいわゆる流動性の罍である。

通常の説明では、貨幣供給を増加させ、金利が低下して最低限に達すれば⁽²⁴⁾、もはや通貨供給を増加させても金利は低下せず、従って投資を増加させることができなくなり、これがすなわち流動性の罍であるとされている。しかし上記の説明では、金利が最低限に達する前に流動性の罍が発生する。すなわち、金利の水準がどうであれ、多くの企業が同時に借金返済という特別のモードに入れば、そこに流動性の罍が出現する。そして金利が最低限に達するのはそのあとである。

以上はリチャード・クー氏の流動性の罍に関する理解の仕方である⁽²⁵⁾。これは非常に明快かつ説得力のある説明であり、経済学に対する貴重な貢献であるといえる。1930年代のアメリカ及び1990年代のわが国に出現したのはまさにこの意味の流動性の罍であった。従ってここでは、金融政策によって金利を引き下げ、民間投資を増加させようとする試みはすべて失敗に終わる運命をもって⁽²⁶⁾。要するに、ここでは、金融政策は無効なのである。

- (24) ケインズは『雇傭・利子および貨幣の一般理論』の注のなかでバジョットにならって19世紀の諺を引用している。曰く、「ジョン・ブルはたいていのことは我慢する。しかし二分の利子には我慢できない」（塩野谷九十九訳、東洋経済新報社、昭和16年、349-50ページ）。ただしケインズは最低限の金利について「現在までのところでは私はその例を知らない」と記している（同、233ページ）。
- (25) リチャード・クー「ケインズはバランスシート問題を見逃した」及び「バランスシート現象としての『流動性の罍』」（前掲書、第5章「マクロ経済理論の再構築」の項目、206-11ページ）。
- (26) リチャード・クー氏によれば、流動性の罍が出現したあと金利が最低限まで低下するのは民間投資の減少から生ずる総需要の減少に驚いた金融当局が慌てて金利を引き下げるからである。しかし金利を引き下げても民間投資は増加しない。民間投資が再び増加するのは借金の返済が終わってからの話である。わが国では、平成11年2月～平成12年8月にゼロ金利政策、平成13年3月から量的緩和政策がとられ、公定歩合0.1%という極超低金利が維持されているが、最近まで民間投資を呼び起こすことはできなかった。

9. 財政政策の迷走

国民経済の総需要は民間消費、民間投資、政府支出、輸出から構成されるが、このうち民間消費が停滞・減少、民間投資が減少して経済が不況に突入した場合、通常ならば金融政策によって民間消費及び民間投資の回復・拡大を図るところである。

しかるにバブル崩壊による資産価格の下落に端を発する平成不況の場合、これまで述べてきたようにわが国経済は流動性の罠に陥り、金融政策は全く無力となった⁽²⁷⁾。

そうだとすると、総需要を維持するためには、政府支出か輸出が拡大すればよいわけであるが、このうち輸出は相手のあることであるから、こちらの都合で簡単に増やすわけにはいかない⁽²⁸⁾。となれば、とりあえず政府支出を拡大するほかないわけである⁽²⁹⁾。

かくしてわが国において1990年以降政府支出が拡大してきたわけであるが、ただ政府においても流動性の罠の理解がなく、こうした政府支出の拡大は単に通常の財政金融政策の一環としての不況対策にすぎないものであった。従ってこうした財政政策はすぐに2つの反論に直面することになった。すなわちそのひとつは、これだけ政府支出を拡大しても景気が回復しないから、政府支出の拡大は無効ではないかという反論である。これに対しては、政府支出の拡大があるからこそ総需要が維持されていると答えるべきである。もしこうした政府支出の拡大がなければ、日本経済はデフレ・スパイラルから大恐慌に突入していたに違いないのである。

もうひとつは、政府支出の拡大は必然的に政府債務を拡大させ、これが後代に負担を残すという反論である。これに対しては、わが国経済がデフレ・スパイラルから大恐慌に陥るよりはまだ政府債務の拡大の方がましだし、また失業が存在する場合政府債務の拡大は後代に負担を残すことはない⁽³⁰⁾と答えるべきである。

しかしわが国政府には流動性の罠に関する明確な認識がなかったので、政府

支出の拡大という財政政策に確信がなく、政府債務の拡大に恐れをなして財政再建との間で迷走することになった。特に平成9年11月には橋本内閣が財政構造改革法を制定して財政再建に軸足を置いた途端に景気の悪化に直面し、翌年12月この法律は凍結され、再び政府支出拡大路線に戻った。しかるに平成13年4月には小泉内閣が成立して再び財政再建を基調とする路線を採用し、現在に至っている。

わが国政府が早期に流動性の罍についての認識を深め、この場合には金融政策は無力であり、政府支出の拡大＝政府債務の拡大の外に有効な対策がないことを率直に表明していたら、無用な右往左往は避けられたに違いないと思われる。

- (27) 流動性の罍を理解せず、常に金融政策（金利の引き下げ等）によって民間消費や民間投資を回復・拡大させることができると考えているところにマネタリストの根本的な誤りがある。
- (28) 景気を回復させるためには円安誘導によって輸出を伸ばせばよいという議論があるが、目下のデフレ不況下においては円売り・ドル買いによっては国内物価は上昇せず、従って輸入は増加しないので、返って経常収支の黒字幅が拡大して安定した円安を実現することはできない。本格的な円安を実現するためには、景気を回復させて輸入を大幅に増加させ、経常収支の黒字幅を縮小させるほかないのである。（小野善康『前掲書』、171-73ページ）。
- (29) 経済が流動性の罍に陥っている場合、上述の通り金利引き下げ等の金融政策は無力となるので、政府支出拡大等の財政政策だけが有効である。しかるに財政政策が有効・無害なのはこの場合に限るという点を明らかにしたのはリチャード・クー氏の功績である。（『前掲書』、228-31ページ）。
- (30) 国債発行と国民負担や次世代負担の問題については、小野善康『前掲書』第4章「国債負担論は誤解だらけ」に適切な説明がある。その要点は次の通り。不況期において国債発行時点では使い道のない購買力が民間から政府に吸収されるが、それが支出されて民間に流れる。そして国債償還時点では増税により納税者の購買力が政府に吸収されるが、それが償還に当てられ国債所有者に流れる。この全体を考察すれば、国債発行・償還によって所得の再分配はあるが国民負担も次世代負担もないということがわかる。問題が生ずるのは、民間において使い道のある資金を政府が横取りして非効率な使い方をする場合（クラウディング・アウト）のみである。

10. 現状認識（まとめ）

1990-91年のバブル崩壊に端を発する平成不況の根本原因は、資産価格の急激かつ大幅な下落による含み損の発生・定着にあり、これが逆資産効果を通して民間消費を停滞減少させると共に、バランスシートの毀損・回復（借金の返済）を通して企業の投資を抑制した。これは個別企業としては正しい判断であるが、多くの企業が同時にこうした行動をとることによって、合成の誤謬が作用して民間投資を大幅に減少させてしまったのである。こうして経済は流動性の罠に陥り、ここでは金利引き下げなど金融政策は無力である。

これを放置すれば経済はデフレ・スパイラルに陥り、大恐慌に発展してしまう。これを回避するためには総需要の維持が不可欠であり、そのためには政府支出の拡大または輸出の拡大が必要である。このうち輸出の拡大は相手のあることだから、こちらの都合で簡単に拡大するわけにはいかない。結局、総需要を維持するためには当面政府支出を拡大する外はない。こうしてこそ企業の借金返済が可能になるのである。

しかし政府支出を拡大すれば政府債務の拡大が避けられない。かくして問題はデフレ・スパイラル（大恐慌）かまたは政府債務の拡大かという選択に集約される。この点については、デフレ・スパイラル（大恐慌）よりは政府債務の拡大の方がはるかにましであり、政府債務の拡大はやむを得ないと考える。むしろ政府は金利の低いこの機に乗じて先端的な廃棄物処理施設の建設など必要な公共投資を拡充し、民間企業からはじき出された失業者に仕事を与えるべきである⁽³¹⁾。

そして多くの企業が借金の返済を完了して、再び民間投資が増加してきたときこそ、それに応じて政府支出を削減して、財政再建に取り組むことができる。それまでは何としても政府支出の拡大によって総需要を維持すべきである。

以上の考察に基き、日本経済の現状認識を簡単にまとめれば、次の通りである。

- (1) 政府支出拡大により総需要を維持しながら、企業部門の借金返済の完了を待つ。しかしこれもそう永くはない。企業部門の借金返済は着々と進捗しており、先進企業はもう既に借金返済を完了しているものとみられる。しかし企業部門全体としてはまだもう少し時間がかかるかもしれない。
 - (2) 企業の開発努力により、消費拡大商品の出現が期待される。デフレ下で企業の製品開発競争は激化しており、デジタル・カメラ、携帯電話、薄型テレビに続く大型商品の出現が十分に期待できる。
 - (3) アメリカ経済及び中国経済の好調により対米・対中輸出が伸び、これによってわが国の総需要が拡大するので、その分だけ政府支出の拡大が緩和される。特に香港を含む対中貿易（輸出輸入の合計）が対米貿易を超えたことは最近の注目すべき変化である。
 - (4) しかしアメリカの「双子の赤字」、中国経済の先行きが懸念材料である。イラク戦争のもたつきがアメリカの経済にどう影響するのか、また中国において現在進行しているといわれるバブルが果たして崩壊するのか、何時崩壊するのか、こうした点がきわめて注目される場所である。
- (31) 小野善康氏は国の経営と一企業の経営について「この二つの本質的な差は、『企業は社員を解雇できるが、国は国民を解雇できない』ということである」といわれる（『前掲書』、65ページ）。誠に適切な指摘である。民間の企業がリストラに努力しているとき、政府も一緒になってリストラをやれば、失業者がさらに増えて、景気が悪くなるだけである。どうしてこんな簡単なことが分からないのであろうか。

あとがき

平成17年12月24日、平成18年度予算政府案が閣議決定された。政府発表の資料によると、折からの景気回復の兆しを織り込み、一般会計の歳入歳出予算は

79兆6860億円と前年度に比べてマイナス3.0%の緊縮財政となっている。それでも公債金は29兆9730億円(対前年度12.8%減)、公債依存度37.6%、平成18年度末現在の公債残高(見込み)は541兆7988億円(対GDP比105.4%)に達している。

政府は債務の拡大を恐れ、不況対策の基本を依然として極超低金利を基調とする金融政策に置いている。他方日本銀行は消費者物価指数の動きを見ながら、量的緩和政策を早期に解除する時期を探っている⁽³²⁾。金融政策が効かないという居心地の悪さから早く脱出して、金融政策の有効性を取り戻したいのであろう。

しかし本当の問題は、わが国の経済が流動性の罍から脱出できたかどうかである。経済が流動性の罍に陥っている場合には、金融政策は無効であり、財政政策だけが有効である。経済が流動性の罍から脱出できたとすれば、金融政策が有効性を取り戻すので、財政政策は後景に退き、本格的な財政再建に着手すべきである。

わが国の経済が流動性の罍から脱出できたのかどうか。この判断は難しい。この判断を誤れば、平成9年度橋本内閣の二の舞になるであろう。この問題に正確な判断を下すためには、もっと詳細な考察が必要である。しかし最近の報道によれば、わが国の経済が流動性の罍から脱出できる時期は近い、あるいは既に脱出しつつあるといってもよいかもしれない。

例えばマラソン競技においては、先頭グループの選手たちが既にゴール・インしていても、大半の選手たちはまだ走っているということが普通である。これと同じようにわが国の経済においては現在、先進企業は既に借金返済を完了しているが、まだ多くの企業が借金返済に努力しているという状況にある。しかし時間が経過すると共にゴール・インする選手が増えてくると同様に、借金返済を完了する企業が次第に増加してくることは間違いない。そしてやがて大半の企業が借金の返済を完了することになるだろう。そのときこそわが国の経済は流動性の罍から完全に脱出できたといえるのである。そしてそれを可能ならしめたものこそ政府支出の拡大による総需要の維持に外ならなかったのである。

(32) これに対して政府は、デフレ脱却の指標としてGDPデフレーターを重視すべきであるとして、日本銀行の動きを牽制している。

(参考文献)

- (1) リチャード・クー『デフレとバランスシート不況の経済学』楡井浩一訳、徳間書店、2003年10月31日
- (2) 小野善康『誤解だらけの構造改革』日本経済新聞社、2001年12月17日
- (3) J. M. ケインズ『雇傭・利子および貨幣の一般理論』塩野谷九十九訳、東洋経済新報社、昭和16年12月15日
- (4) 日本銀行調査統計局「資金循環統計からみた80年代以降のわが国の金融構造」、2005年3月15日
- (5) 日本銀行調査統計局「資金循環統計の解説」、2002年1月
- (6) 拙稿「不良債権の処理策をめぐって－金融再生法案の行方－」『高知論叢』第63号、1998年11月
- (7) 拙稿「不良債権の処理とは何か」『高知論叢』第73号、2002年3月

(平成18年1月10日)