

資金の流れの変化と財政安定化のための財政ルール

吉野直行・慶応義塾大学

図表①1980年－1990年（バブルを含む時期の資金の流れ）

	CB	PRFI	PS	GFI	PRFirm	PUFirm	GOV	HH	ROW	Total
CB	0	1.09	0	0	0	-0.07	1.55	0.02	0.09	2.69
PRFI	0.80	42.83	0	1.49	40.61	1.70	5.07	14.38	13.48	120.37
PS	0	0.03	0	7.65	0	0	0.76	0	0	8.44
GFI	0.21	1.70	1.04	4.72	2.17	1.29	7.47	3.72	0.45	22.77
PRFirm	0.78	15.36	0	0.33	27.25	0.45	0.47	2.31	5.40	52.35
PUFirm	0.08	0.77	0	0	0	-0.07	-0.10	-0.11	0	0.57
GOV	0.07	5.05	0	6.22	4.00	0.34	0.49	0.18	0.86	17.20
HH	1.02	45.21	7.50	0.28	9.69	0.36	0.73	0.15	0.99	65.93
ROW	0	10.07	0	0.19	4.88	0.68	0.37	0.77	1.78	18.74
Total	2.96	122.11	8.54	20.88	88.61	4.68	16.82	21.42	23.04	

(CB:中央銀行、PFI:民間金融機関、PS:郵貯、GFI:政府系金融機関、PRFirm 民間企業、PUFirm:公共企業、GOV:政府部門、HH:家計、ROW:海外、TOT:合計)

図表①は、日本の資金の流れ（1980-1990年）を、毎年平均を取って見たものである。見方は、左縦列の経済部門から、右上の経済部門に、毎年平均、どの程度の資金がながれていたかを見たものである。例えば、上から2行目を見ると、民間金融機関(PRFI)から民間企業(PRFirm)には、40.61兆円の資金がながれ、民間金融機関から国(=国債の購入)(GOV)には5.07兆円しか運用されていない。下から3行目の家計(HH)を横に見ると、金融機関(PRFI)には45.21兆円を運用し、郵便局(PS)には7.50兆円を預け入れ、株式・債券の購入(PRFirm)は9.69兆円に上っていた。

最後の行(Total)を横に見ると、どの経済主体が、どの程度の資金を毎年平均、調達していたかが読み取れる。もっとも資金を調達しているのは、民間金融機関(PRFI)で122.11兆円、民間企業(PRFirm)88.61兆円となっており、政府(GOV)(=国債)への資金の流れは16.82兆円に過ぎない。

このように、1980年代の時期には、民間企業に資金が流れ、政府(=国債)への資金の流れは、小さいものであった。民間企業の投資に向かい、それが生産につながる資金の流れとなっていた。

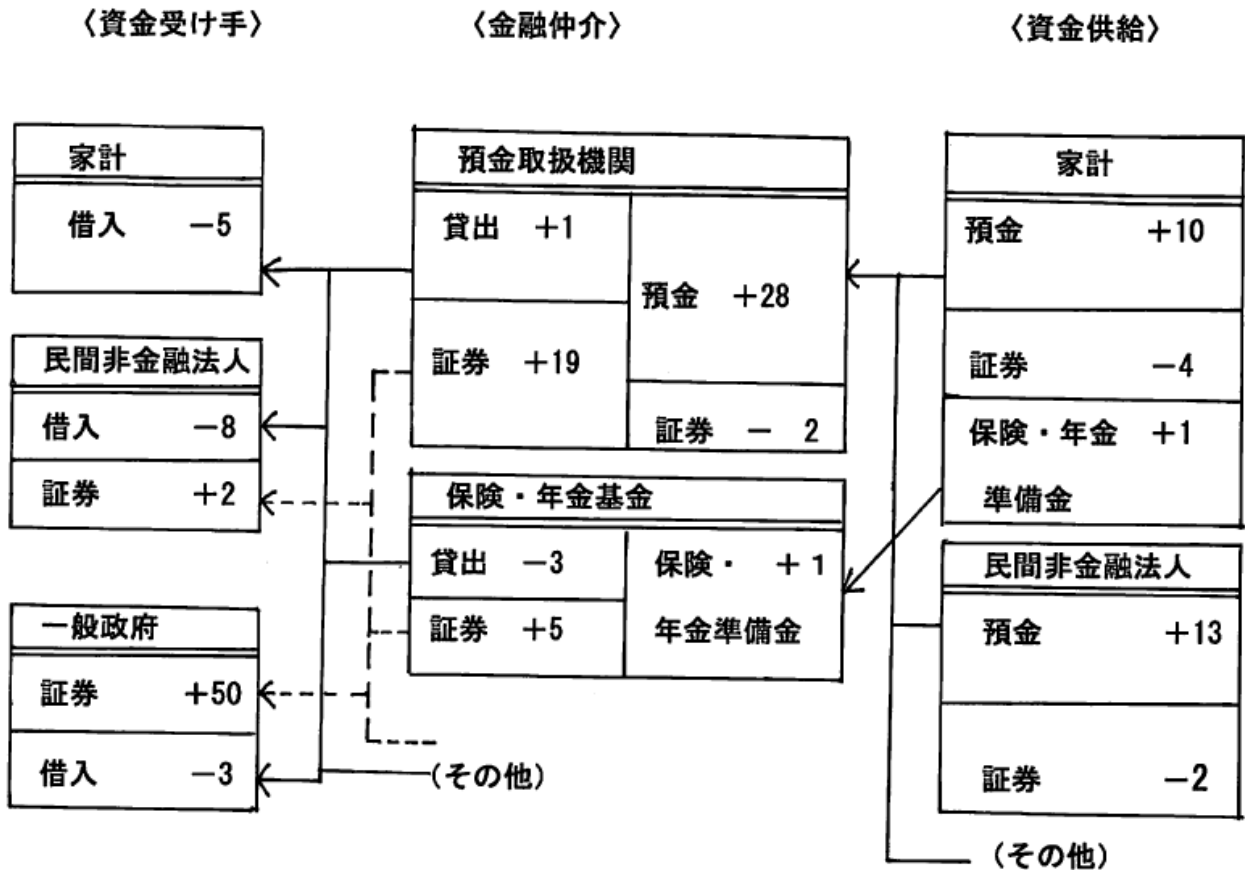
<図表②2010年度部門別資金フローの特徴(出所:日本銀行資金循環関表より筆者作成)>

図表2は、2010年度の資金の流れを、日本銀行資金循環勘定から見たものである。これを見ると、右側の家計と民間非金融法人(民間企業)からの預金が、図表の真ん中の預金取り扱い機関(=銀行など)に集まり、運用先としては証券(=主に国債)に資金が回っている。貸出は、1兆円しか増えていないのに対して、証券(=国債)は19兆円も増加している。図表②の左を見ると、家計部門では、住宅ローンなどを銀行に返済している家計が多く、借入の返済は5兆円である。民間非金融法人企業も、国内投資の低迷などの

ために、借入を返済している（マイナス8兆円）。左列の資金受け手の中では、政府が資金を調達している（証券＝国債＝50兆円）。

以上のように、日本の資金の流れは、家計・企業の余剰資金が、金融機関を通じて、民間企業には流れず、国債に向かっている。民間企業の資本ストックを増加させる資金の流れとはなっておらず、景気の回復を促す資金の流れにはなっていない。

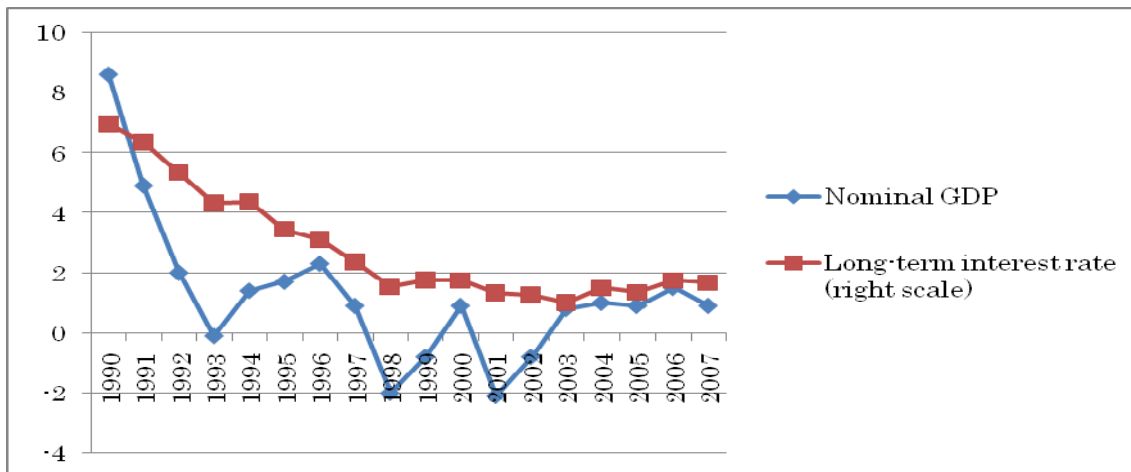
図表② 2010年度の資金の流れ（フロー）



出所： 日本銀行資金循環より筆者作成

2. 財政不安定化の経路と財政ルール構築の必要性

<図表⑤ 日本の経済成長率 (η_t) と利子率 (r_t) の比較>

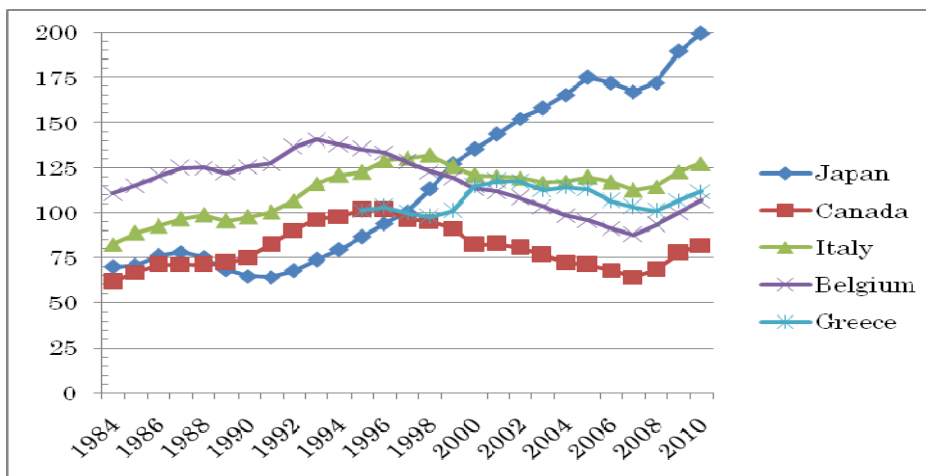


長期利子率 (1990-2007): \bar{r}	1.56%
名目 GDP 成長率(1990-2007): $\bar{\eta}$	0.109%

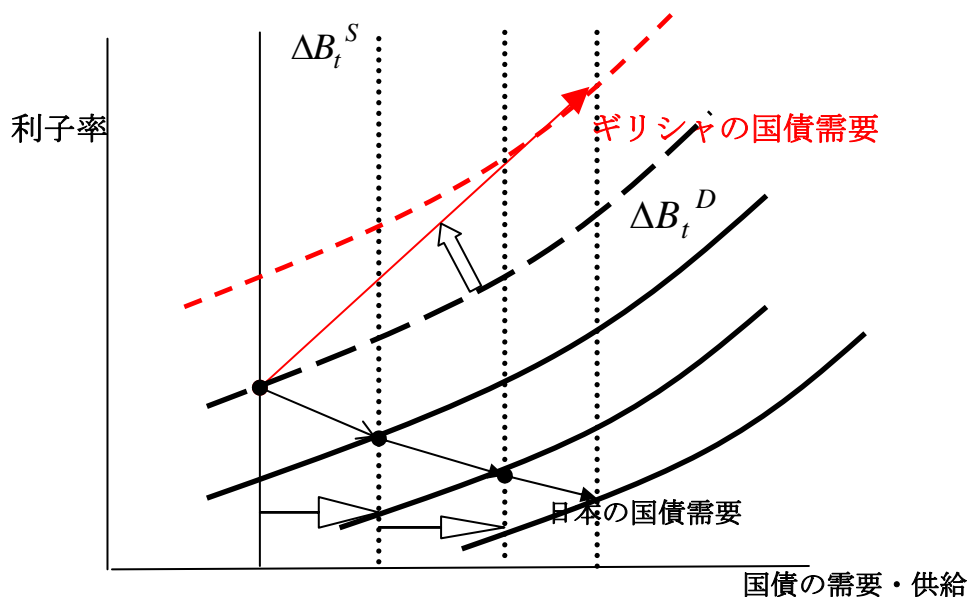
日本では、金利が低下している。理由としては、図表②のように、民間企業などの資金需要がなく、集められた預金が国債に回っており、金利が安定しているからである。

2-3. 国債の需要と供給条件から見た日本とギリシャの比較

<図表⑥ 日本・ギリシャなどの「財政赤字残高/GDP」比率>



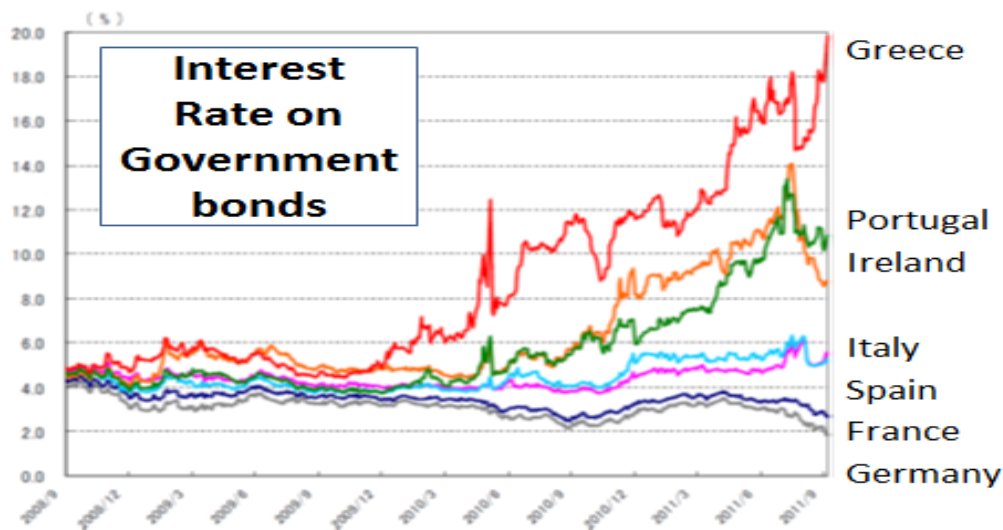
<図表⑦ ギリシャと日本の比較>



日本の国と地方を合わせた債務残高は、GDP の約 200%にも上っている。ギリシャの国の債務残高は GDP の約 111%であったが、破たんの危機にさらされている。日本とギリシャの違いは、日本では約 95%の国債が国内で保有されているのに対して、ギリシャでは約 63%の国債が外国人によって保有されている点である。国の債務返済が危なくなって来ていると市場関係者に思われると、CDS スプレッド（万一破たんした時に保険が付けられる金融商品の価格スプレッド）が拡大する。ギリシャの場合には、国の破たんがあり得ると海外から思われたために、ギリシャ国債の金利には、リスクプレミアムが上乘せされ、金利が上昇した。さらに、海外の投資家の中には、ギリシャ国債を売却する投資家も多く、金利の上昇がますます進み、約 20%にまで国債金利が急騰した。日本の現在の国債金利（10 年債）は、約 1.0%であるから、両国の差は、とても大きいことが分かる。

国内投資家（銀行・保険会社・年金基金など）によって保有されている日本国債が、低い金利を保っている背景には、(i)家計や企業から集められた預金や保険の運用先である企業への貸出需要が減っているため、貸出が増えず、2010 年度では、純貸出はマイナスに転じている。この背景には、国内での企業の投資意欲が減退していること、企業は海外進出したために海外から日本に戻ってくる利益があり、銀行から、借りるの必要がなくなっていること、(ii)貸出がネットで減少しているため、増えている預金を国債に回さざるを得ないこと、(iii)日本銀行の量的緩和による銀行の超過準備の増大により、銀行の資金は潤沢で、国債購入に回せる資金が余っていること、などの理由によってい

る。



2-4. 財政ルール of 早急な構築の必要性

2-4-1. 政府の目的関数と財政安定化ルール

政府の目的関数を、(i)経済成長率の達成、(ii)国債残高の抑制、(iii)政府支出の毎年の変動を抑制する、という変数をもとに設定する。

$$L(B_t, Y_t, G_t, T_t) = \frac{1}{2} w_1 (B_t - \bar{B}_t)^2 + \frac{1}{2} w_2 (Y_t - \bar{Y}_t)^2 + \frac{1}{2} w_3 (G_t - G_{t-1})^2 \quad (1)$$

政府は、(i)国債の長期均衡安定レベルからの大きなかい離をなくすこと、(ii)景気の回復を目指すこと、(iii)政府支出が大きく毎年変化することを避けてスムーズな政府支出の変更を行うことを、目的として行動すると仮定する。ここで、以下の(2)式は、誘導形の国債の動学式から求められた財政を安定化させる国債残高水準を示している。

$$\bar{B}_t^* = \left[\frac{(1-c_1-d_1)B_{t-1} + td_2}{(c_1+d_1)B_{t-1} - d_2} \right] Y_t + \left[\frac{B_{t-1}}{(c_1+d_1)B_{t-1} - d_2} \right] D_{t-1} + B_{t-1} + \left[1 - \frac{(1+(c_1+d_1-1)\theta)B_{t-1}}{(c_1+d_1)B_{t-1} - d_2} \right] G_t - \left[\frac{B_{t-1}}{(c_1+d_1)B_{t-1} - d_2} \right] (c_0 + d_0) \quad (2)$$

2-4-2. 国債の供給と需要を含むマクロモデル

$$G_t + r_t B_{t-1} = \Delta B_t + T_t \quad \text{政府予算制約} \quad (2)$$

$$Y_t - T_t + r_t B_{t-1} + \theta G_t = C_t + S_t \quad \text{ただしここで } S_t = \Delta B_t + \Delta D_t \quad \text{国債の需要と預金} \quad (3)$$

$$C_t = c_0 + c_1 Y D_t \quad \text{消費関数} \quad (4)$$

$$D_t = d_0 + d_1 Y D_t - d_2 r_t \quad \text{預金関数} \quad (5)$$

$$r_t^* = \frac{1}{(c_1 + d_1)B_{t-1} - d_2} [(1 - c_1 - d_1)Y_t + D_{t-1} + (c_1 + d_1)T_t - (1 + (c_1 + d_1 - 1)\theta)G_t - (c_0 + d_0)] \quad \text{均衡国債利子率} \quad (6)$$

$$G_t = g_0 + g_1 T_t + g_2 (B_{t-1} - \bar{B}_t) + g_3 (Y_t - \bar{Y}_t) + g_4 G_{t-1} + g_5 D_{t-1} \quad \text{安定化のための財政ルール} \quad (7)$$

ただしここで、

$$g_0 = - \left(\frac{\varphi_1 (c_0 + d_0) + \varphi_2 \bar{Y}_t}{((1 - \varphi_1)(c_1 + d_1) - (1 - \theta)\varphi_1)B_{t-1}} \right), \quad g_1 = \frac{\varphi_1 [(c_1 + d_1)(B_{t-1} - 1) - d_2]}{((1 - \varphi_1)(c_1 + d_1) - (1 - \theta)\varphi_1)B_{t-1}},$$

$$g_2 = \frac{\varphi_1 [(c_1 + d_1)B_{t-1} - d_2]}{((1 - \varphi_1)(c_1 + d_1) - (1 - \theta)\varphi_1)B_{t-1}}, \quad g_3 = \frac{\varphi_2 [(c_1 + d_1)B_{t-1} - d_2] - \varphi_1 (1 - c_1 - d_1)}{((1 - \varphi_1)(c_1 + d_1) - (1 - \theta)\varphi_1)B_{t-1}},$$

$$g_4 = \frac{\varphi_3 [(c_1 + d_1)B_{t-1} - d_2]}{((1 - \varphi_1)(c_1 + d_1) - (1 - \theta)\varphi_1)B_{t-1}}, \quad g_5 = - \frac{\varphi_1}{((1 - \varphi_1)(c_1 + d_1) - (1 - \theta)\varphi_1)B_{t-1}}$$

$$\varphi_1 = \frac{w_1 [(1 - \theta)(1 - c_1 - d_1)B_{t-1} - d_2]}{\{(c_1 + d_1)w_3 - w_1(1 - \theta)(1 - c_1 - d_1)\}B_{t-1} + (w_1 - w_3)d_2},$$

$$\varphi_2 = \frac{w_2 [(c_1 + d_1)B_{t-1} - d_2]}{\{(c_1 + d_1)w_3 - w_1(1 - \theta)(1 - c_1 - d_1)\}B_{t-1} + (w_1 - w_3)d_2},$$

$$\varphi_3 = \frac{w_3 [(c_1 + d_1)B_{t-1} - d_2]}{\{(c_1 + d_1)w_3 - w_1(1 - \theta)(1 - c_1 - d_1)\}B_{t-1} + (w_1 - w_3)d_2}$$

(7) 式を言葉で表すと、政府支出の額 (G_t) を決定する際には、(i) 税収の状況、(ii) 国債残高と (財政を安定に導く) 長期均衡の国債残高の差、(iii) GDP の現在値と均衡 GDP とのギャップ (GDP ギャップ)、(iv) 前期の政府支出の水準、(v) 国民資産のうち国債購入に回せる金額、以上の変数に従った財政ルールを行うことが不可欠である。早急に、財政ルールの構築を行い、「国に流れる資金」を「民間経済活動に流す」方向に変えなければ、成長回復は期待できない。