

# マネーストックの増加をもたらす諸要因について ——国際収支、信用創造、財政収支——

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I、経常収支、金融収支とマネーストック

II、信用創造とマネーストック

III、財政収支とマネーストック

まとめ

## はじめに

アベノミクスの第1の矢（量的・質的金融緩和、異次元の金融緩和）の政策的有効性を判断する際、この政策が導入されて以後のマネーストックの増加がどれほど進行したのかということが明らかにされなければならないだろう。2%の物価上昇はマネーストックの増加がみられる状況が生まれてこそ生じるからである。そして、マネーストックの増加は、経済成長の要因を別にすればマネタリー・ベースの増大による信用創造によって生じるものと通常考えられている。しかし、マネーストックの増加は信用創造だけによるものではない。

筆者は近刊の著書<sup>1)</sup>の補論IIにおいて、マネーストックを左右する諸要因を簡単にではあるが分析した。とりわけ、財政収支、経常収支と金融収支の状況如何によってマネーストックが変化することを論じた。というのは、多くの論者においては、マネタリー・ベースの増大が銀行貸出を増加させマネーストックが増加する（＝信用創造の進展）という議論が行なわれ、これらの議論はほとんど行われなからである。しかし、その補論では経常収支と金融収支のマネーストックへの影響についてはごく簡単にふれただけである。また、信用創造については検討することはできていない。そこで、小論では、経済成長以外のマネーストックの増減を規定する諸要因として、経常収支と金融収支、信用創造、財政収支の全体的分析を行ない、その

ことによって金融政策はどこまで有効なのかを考察する際の基礎としたい。とはいえ、これらの諸点は筆者の専門分野とは必ずしも合致していない（とくに、財政問題や信用創造論など）こともあって、これらの論点についての先行研究を十分にフォローできていない。そのために、小論は研究ノートとしたい。

## I、経常収支、金融収支とマネーストック

19世紀には金の流出入によって貨幣量が変化することが論じられ<sup>2)</sup>、両大戦間期には「金不胎化」について論じられた<sup>3)</sup>。現在においては、通貨当局による為替市場介入によってマネタリー・ベースが変化することはよく論じられるが、経常収支とマネーストックとの関連については論じられることはあまりない。経常収支の黒字、赤字によって、また、経常黒字、赤字がどのような金融収支上の変化を生じさせるのか、それらの経常収支、金融収支の如何と関連させてマネーストックがどのように変わってくるのか、その基本的なことを整理しておく必要があるのではないだろうか。そこで、本節では経常収支、金融収支の如何によってマネーストックがどのように変化するのか、いくつかの諸国の場合に分けて考察しよう。

### 1) 日本の経常収支黒字とマネーストック

日本の場合、1960年代以降、石油危機時をのぞいて、ほとんどの年において経常収支は黒字であった。経常収支黒字のうちほとんどが貿易黒字であり、2004年まで貿易黒字が所得収支黒字を上回っていた。しかも、1970年代後半以降、その黒字のほとんどは円建で存在する。輸出における円建比率が1970年代から高まり、80年代中期以降に40%前後になるが、一方、輸入における円建比率は80年代では10%を割り、90年代になってやっと20%強に高まるからである<sup>4)</sup>。ドル建では大きくないが貿易収支は赤字で原油価格が高くなった時期にはその赤字が大きくなる。その他通貨建ではある程度の黒字である。ドル建赤字はその他通貨建の黒字でほとんど埋め合わされる。原油価格が高くなった時期を除いて貿易収支黒字の額と円建貿易黒字の額がほぼ等しくなっている<sup>5)</sup>。

以上のことを踏まえて、逆為替による決済をもとに円建貿易黒字を考えると、貿易商（非金融・民間部門）の円の受取と外銀の邦銀への円建預金の減少となる。したがって、貿易黒字を太宗とする経常収支黒字によってマネーストックは増加していく。ところで、誤差・脱漏、資本移転等収支を除外すると、経常収支＝金融収支（投資収支＋外貨準備の増減）であるから、経常黒字額に相当する金融収支の黒字額がある。今は外貨準備の増加はないものとする、経常黒字に相当する民間対外投資があるということになる。対外投資の進行によってマネーストックがどのように変化していくか検討していこう。民間対外投資は円建と外貨建があり、部

門別では非銀行部門と銀行部門がある。銀行等を除く金融仲介機関が行なう対外投資の原資は非金融・民間部門の資金である。なお、ここでは議論の簡略化のために経常収支黒字を生む部門は非金融・民間部門のみとしておく<sup>6)</sup>。

非金融・民間部門が、直接あるいは金融仲介機関を通じて円建で対外投資を行なう（マネーストックの減少と円建・対外資産の増大）と、海外部門はその円資金を何らかの形で受け取り（＝「代わり金」の発生）、それは外銀の邦銀への円預金の増加となつて、日本に対する円建貿易赤字の決済によって減少した外銀の円預金が回復する。

以上の経緯は、円建貿易黒字によって増加したマネーストックが非銀行部門の円建投資によって減少し、他方、金融収支においては非銀行部門の円建対外資産が増加しているということである。次のようにもいえる。「代わり金」の形成は日本の円建黒字の決済によって生じた外銀の円資産の減少を回復させるだけであるから、全部門の対外資産負債残高は、非銀行部門の円建・対外投資の分、増加しているということである。

しかし、非銀行部門の円建・対外投資額はそれほど多くなく、円建経常黒字額を下回っている。非銀行部門の対外投資の過半は外貨建である<sup>7)</sup>。したがって、非金融・民間部門が直接あるいは金融仲介機関を通じて行なう対外投資の大部分は、円を外貨に換えて行なう投資となり、マネーストックが減少していく。以上のことから、日本の経常黒字によって増加したマネーストックは、円建、外貨建を問わず非銀行部門の対外投資の分だけ減少していく。

次に銀行部門が行なう対外投資について論じよう。銀行部門は、基本的に持高をもたないから、短期の為替スワップを利用した対外投資以外は、円建投資か外貨を調達して行なう外貨建投資となる。後者は日本のマネーストックには関係がない。前者の円建投資について論じよう。銀行部門の行なう円建投資の「代わり金」は、海外の借手が邦銀にもつ勘定であるか、外銀の「顧客勘定」であるか外銀自身の「自己勘定」であるかに関わらず、非居住者の口座に振り込まれる。つまり、「預金創造」によって行ないうる（借手が邦銀にもつ口座に振り込まれる）から、したがって、非金融部門の預金に関わりがないから、銀行部門の円建・対外投資によってはマネーストックの変化はおこらない。銀行は、その場合、資産側に海外への種々の形態での貸出、負債側に非居住者の預金をもち、その限りでは対外収支は均衡するようにみえるが、海外部門がもつ円建赤字の決済によってすでに減少した外銀の円預金残高を回復させるだけである。日本の対外資産残高は増加している。それゆえ、銀行部門が行なう円建対外投資の場合は、円建貿易黒字によって増加したマネーストックは減少しないで温存されるということになる。

かくして当局による為替市場介入がなく、経常黒字額が全額、民間部門の種々の対外投資に当てられた場合、経常黒字によって増加したマネーストックは非銀行部門の投資額の分減少し、銀行部門の円建対外投資分は残存するということである。

貿易収支以外のサービス収支、所得収支については、以下のように捕捉しておこう。サービス収支については長期的に赤字で推移してきたが、その赤字は外貨建である。しかし、最近、旅行収支の黒字化によりサービス収支全体の赤字は2013年の3兆円を超える赤字から16年には1兆円を下回る赤字になっている。次は所得収支黒字であるが、そのほとんどは外貨建である<sup>8)</sup>。しかし、その外貨建黒字が円に転換される部分は限られている。近刊の拙書『国際通貨体制の動向』の第11章、356～358ページ)において論述しているように、投資収益の外貨建の受取は、1つには再投資の原資となり(直接投資はもちろん証券投資、その他投資における種々の形態での収益再投資)、また1つには、とくに原油価格の高い時期にはドル建貿易赤字、サービス赤字の決済に最終的に回っていく。したがって、所得収支黒字が円に転換されてマネーストックを増加させる部分はそれほど多くなく、円建貿易黒字の大部分が円を外貨に転換されての対外投資になってマネーストックは減少していく。

次に、日本の当局が為替市場介入を行なった場合を論じよう<sup>9)</sup>。日本の場合、2004年まで経常収支黒字の大部分が円建でありながら円建・対外投資が少なく、円高の進行の中で為替リスクの故に円を外貨に換えての投資(=「円投」、円投入・外貨建対外投資)が少なくなったときに、さらなる円高が生じて円売・ドル買の為替市場介入が行なわれる<sup>10)</sup>。銀行部門は基本的に持高をもたないから「円投」を実施する場合、為替スワップを使った短期のものである。短期であるから投資と引揚げによって金融収支に記録される投資額は少なくなってしまう。国際収支表に記録として残る部分は、投資と引揚げが国際収支表の期間内に終了しなかった部分とロール・オーバーされている部分となる。中・長期の金融収支に記録されることが多い「円投」は非銀行部門によって実施される。為替市場介入が実施されるのは、円高時におけるその中・長期の「円投」が落ち込んでいる時期であるから、介入が行われれば経常収支黒字によって増大した非金融・民間部門のマネーストックは減少しないことになる。

ただ、通貨当局が為替市場介入を行なうためには当局には円資金が必要になる。財務省(外為資金特別会計)は短期国債(外国為替資金証券)を発行するが<sup>11)</sup>、日銀がその証券を引き受けた場合(1998年までは外為証券のほとんどが日銀引受であり、1999年以降は基本的に公募制になり日銀引受は減少している<sup>12)</sup>)には、マネーストックは変化しない。経常収支の黒字によって増加したマネーストックのうち、通貨当局の介入分は「残存」するのである(マネタリー・ベースも介入によって増加している——後述)。しかし、日銀の直接引受は原則公募入札に移行していく。短期国債を内外の種々の部門が購入するとマネーストックが変化する。

第1表に短期国債の保有構造が示されているが、まず、国債整理基金等による短期国債の購入においてはマネーストックが変動することはない。同表によると、「その他」が短期国債の保有比率を高めているが、それは後述することにして、90年代末以降2011年にかけて日銀の直接引受が減少し市中金融機関の比率が20%以上、30%近くになっている年もある。この表

第1表 国庫(政府)短期証券の保有構造

(%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
財政融資資金 (資金運用部)	7.7	3.4				8.3	12.3	18.2	22.0	10.5	9.0	5.7	0.4	0.0	0.0
国債整理基金	20.8	13.9	2.6	2.7	7.8	10.2	7.4	15.8	18.6	26.3	20.3	9.5	7.2	15.3	7.6
政府関係機関等	1.1	0.9	—	—	—	—	3.7	6.6	8.8	11.4	0.2	0.1	0.2	0.8	0.0
日本銀行	68.6	64.9	54.0	37.5	30.0	16.8	14.9	7.3	4.6	5.3	5.8	15.6	15.0	10.8	9.3
市中金融機関	—	14.3	20.8	33.0	22.1	20.0	26.5	24.1	18.6	19.3	23.2	22.8	28.3	25.4	22.0
その他	1.8	2.6	22.6	26.7	40.1	44.7	35.3	28.0	27.4	27.1	41.5	46.3	48.9	47.8	61.1

出所：代田純「日本銀行の為替介入と外国為替資金特別会計」『経済』2013年8月号、153ページより、『国債統計年報』から代田純氏の作成。

を作成された代田純氏によるとその中心は銀行等とされている<sup>13)</sup>。長短を問わず銀行等による国債の購入では銀行等の資産が「日銀当座預金」から国債に替わるだけで、非金融部門の銀行預金（マネーストック）の変化は生じない（小論第3節参照）。しかし、銀行部門以外の金融仲介機関が短期国債を購入する場合、その原資は非金融・民間部門の資金であるから、金融仲介機関による短期国債の購入に先立ってマネーストックが減少している<sup>14)</sup>。

さて、代田氏によると、「その他」の大部分は外国人であるとされている<sup>15)</sup>。しかし、非居住者は円建・経常黒字をもっていないから、その円は、他の円資産（株式、CD等）の売却か<sup>16)</sup>、居住者からの借入資金あるいは為替取引によって外貨を円に転換して調達されている。他の円資産（株式、CD等）の売却の場合は、非居住者の円資産の形態が変化するだけであるが、売却相手次第でマネーストックが変化する。非金融・民間部門に対する売却であれば非金融・民間部門のマネーストックが減少するし、金融仲介機関であれば、金融仲介機関はその円資金を調達しなければならず、それが非金融・民間部門からの調達となればマネーストックが減少する。非居住者が円資産の売却を銀行に対して行った場合には、非居住者の銀行等への預金が増加するだけであるからマネーストックには関係がない。

非居住者が銀行等から円の借入を行なったときにはマネーストックには変化がないが（非居住者の口座に振り込まれる、つまり預金創造）、非銀行部門から借入れたときにはマネーストックが減少する。為替取引の場合は、銀行等は持高を基本的にもたないから非居住者の外貨の円への転換に対応して非銀行・民間部門が円を外貨に転換しているはずであるから、マネーストックが減少している。このように、当局が為替市場介入のための円資金をどのように調達するかによって、つまり、外為証券（短期国債）の購入がどのような機関によってなされるかによってマネーストックが種々に変化する。

以上をまとめれば以下ようになる。誤差・脱漏、資本移転等収支を除くと、経常収支＝投資収支＋外貨準備であり、経常収支黒字額に相当する対外投資がすべて非銀行部門によって行なわれれば、経常黒字によって増加したマネーストックはすべて減額してしまう。しかし、銀

行部門が円建・対外投資を行なうと、その部分についてはマネーストックの減少はおこらない。さらに、当局の為替介入が実施されると、通貨当局が発行する外国為替資金証券の購入如何によってマネーストックの変化は種々である。繰り返さないが、上述のように経常黒字によって増加したマネーストックの一定部分が「温存」されてしまう。また、為替介入が実施されると一般的にはマネタリー・ベースが増加するが、銀行等が短期国債（外国為替資金証券）を購入するとマネタリー・ベースは減少しているし、それ以外の機関のその購入によって多くの場合、マネーストック自身が減少するから、日銀による長期証券の購入による改めての為替市場介入の「不胎化」はそれほど必要がない（日銀による外為証券の引受の場合には、為替介入によってマネタリー・ベースが増加して「不胎化」が必要になる）。また、マネタリー・ベースの増加によって自然に銀行貸出が増加するものでもない。設備投資、国内消費等の増加があつてこそ貸出は増加するのである。

以上の日本のパターンに近いのがユーロ地域である。ユーロ地域もユーロ建の経常黒字をもっており、対外投資はユーロ建か、ユーロをドル等の外貨に換えての投資となる。ただし、ECBはほとんど為替市場介入を行なわないから、介入に伴うマネーストックの「温存」はほとんどなく、銀行等によるユーロ建貸出にとどまろう。しかし、このことはユーロ地域全体でのことであり、ユーロ各国間ではかなりの差異があろう（別途検討しなければならない）。

## 2) 中国等のドル建・経常黒字保有国のマネーストック

中国などのドル建・経常黒字を保有している諸国について考えよう。それら諸国の経常黒字の大半は貿易収支黒字であるから、経常黒字によりマネーストックが増加することが逆為替の決済の例によってよくわかる。貿易業者に自国通貨資金が支払われ（マネーストックの増加）、銀行にはドル資金（「ドル残高」）が累積される。それら諸国が民間対外投資を自由化していれば、その資金の多くが種々の対米投資に転化していくだろう。その事態がアメリカの「債務決済」といわれるものである。この場合、それら諸国の銀行は投資家に自国通貨を対価にドルを売るから持高は解消されていくと同時に、経常黒字によって生み出されたマネーストックは対外投資によって減少していく。しかし、中国等の諸国は対外投資に強い諸規制を課し民間部門の対外投資が自由に進まないから、当局による持続的な為替市場介入が不可避となりドル準備の増加とマネタリー・ベースの増加が生じるとともに、経常黒字によって生まれたマネーストックは減少しないまま「温存」されてしまう。

残る問題は介入の実質的な主体がどの機関で介入の自国通貨をどのように調達しているかである。中央銀行が実質的な主体である場合は中銀信用が供与されるし、財務当局が主体となる場合も実際には中銀信用となる。日本においても1999年以前、外国為替資金証券のほとんど全額が日銀引受であったから、中国等の場合は大部分が中央銀行自身の資金であろうと考えら

れる。それら諸国には短期証券市場の発達が遅れているからである。したがって、マネーストックの減少は生じない。中国等の場合は経常黒字によってマネーストックが増加し、為替市場介入によってそのマネーストックは残存されていく。そればかりでなく、市場介入のあとに長期・自国通貨建証券の販売によって「不胎化」されることはほとんどないであろうから、マネタリー・ベースが急増していく。さらに、中国のように介入相場が当局によって意図的に自国通貨安となれば、銀行にはより多くのマネタリー・ベースが作られ信用創造が進展してマネーストックが増加していく可能性がある。マネーストックは急増していき、それが景気刺激と過剰な流動性供給となっていこう<sup>17)</sup>。

### 3) アメリカの経常赤字とマネーストック

議論を簡単にするために、今は米の経常赤字はすべてドル建としよう<sup>18)</sup>。米のドル建での経常赤字によってアメリカの非銀行部門のマネーストックが減少（逆為替の決済を例に）し、他方、外銀が米銀においているコレス残高、本支店残高が増加する。しかし、西欧諸国、日本はドル建経常黒字をもっていない。西欧諸国の通貨別資料はやや古いが、ドイツ、イギリス、フランスのドル建輸出比率はドル建輸入比率よりも低く、ドル建貿易収支は赤字となっている<sup>19)</sup>。日本については最新比率が得られる。16年下半期においてドル建は輸出で51%、輸入で67%である<sup>20)</sup>。以上の比率から、これらの諸国のドル建貿易収支は赤字である。他方、これらの諸国はドル以外のユーロ、ポンド、円で貿易黒字をもっている。したがって、ドル建貿易黒字をもっている諸国は、西欧、日本を除く「その他諸国」ということになる<sup>21)</sup>。アメリカの経常収支赤字は貿易収支赤字を下回っており、後者の53~63%程度であるが、大部分の対米経常黒字を保有しているのは、やはり「その他諸国」である。EUには対米経常黒字はほとんどないし<sup>22)</sup>、日本は対米ドル建黒字をもっているも、その黒字はほとんど原油などの一次産品の輸入のために、中東、オーストラリア、中南米に支払われて、むしろ赤字となっている<sup>23)</sup>。このことを踏まえて、西欧、日本を除く「その他諸国」の場合と西欧、日本の場合とに区分して論じることにしよう。

#### ①米の「債務決済」とマネーストック

アメリカの西欧、日本を除く「その他諸国」に対する経常赤字のためにアメリカの非金融・民間部門はマネーストックを減少させ、他方、西欧、日本を除く「その他諸国」は前述のようにドル残高を増加させることになる。これら諸国が、これを原資としてアメリカの非金融・民間部門への投資に当てるとアメリカのマネーストックが増加する。経常赤字によるマネーストックの減少が回復するのである。非銀行・金融諸機関への投資となってもマネーストックが増加する。というのは、非銀行・金融諸機関は金融仲介機関であるから、非銀行・金融諸機関

への投資資金を非銀行・金融諸機関が米国債等の政府部門への運用にあてた部分以外は、アメリカの非金融・民間部門への投資となるからである。

したがって、次に「その他諸国」がドル残高を米国債等の政府部門へ投資する場合を考えよう。この投資によって、「その他諸国」のドル残高は米国債等保有残高に代わり、その時点ではマネーストックには影響がない。しかし、政府部門は国債等を発行して財政支出を行なうから、第3節で論じるように政府部門の非金融・民間部門からの財・サービスの購入によってマネーストックが増加する。以下ようになる。i) 「その他諸国」の資産は米銀への預金から米国債へ。米銀への外銀の預金が減少し、同時に米銀の資産ではFRBへの預金(中銀当座預金、マネタリー・ベース)が減少する。ii) FRBのバランスシートでは、債務で米銀の預金が減少し政府預金が増加する。iii) 政府のバランスシートでは資産としてFRB預金の増加、債務として国債。iv) 国債発行による資金で政府の支出が増加し、政府支出によって米銀のFRB残高(「中銀当座預金」=マネタリーベース)が回復し、非金融・民間部門の米銀への預金(マネーストック)が増加する。

以上は、「その他諸国」の民間部門の対米投資であったが、「その他諸国」の通貨当局による為替市場介入でも同じことである。それらの国の当局がそれらの国の銀行からドルを買入れ、それを米国債等に運用すれば、その時点ではアメリカのマネーストックは回復しないが、米政府等はその資金を財政支出に当てるから経常赤字によって減少したマネーストックが回復していく。それら諸国の通貨当局が米国債等ではなく為替介入によって得たドル資金を非政府部門へ運用した場合には財政支出という経緯をたどることなく直接的にマネーストックが回復する。

以上のように、「その他諸国」が保有するドル残高は、ユーロ、円などの他通貨への転換(=「漏れ」)がないかぎり、対民間部門への投資になろうとアメリカ国債等への投資になろうと、対米投資になっていけばアメリカの経常赤字によって減少したマネーストックは回復していく。つまり、「漏れ」がなければ、アメリカのドル建経常赤字に関わらずマネーストックは減少しないで、マネーストックは経常収支が均衡している状況と同じ水準を維持するのである。

## ②外貨をドルに転換しての対米ファイナンスとマネーストック

しかし、アメリカへの投資は「その他諸国」によるものだけではない。先に記したように、西欧諸国、日本の経常収支はドル建では赤字で、自国通貨建で黒字をもっている。ということは、米の経常赤字がすべてドル建としたから、米、西欧、日本以外の「その他諸国」がユーロ、円等のドル以外の諸通貨で経常赤字をもっているということである。また、西欧、日本からの対米投資はユーロ、円をドルに転換しての対米投資となる。

モデル的に示せば、拙書『現代国際通貨体制』(日本経済評論社、2012年)の図3-1(62ページ)、表3-1(63ページ)で示した3地域・2通貨モデルとなる(地域はアメリカ、西欧・日本、

「その他諸国」、通貨はドルと他通貨）。

「その他諸国」は彼らが保有しているドル建経常黒字の全額を対米投資（＝「債務決済」）に当てることはできない。ドル建黒字の一部をユーロ、円等に転換して西欧諸国、日本にユーロ、円等の赤字を決済しなければならないのである。「その他諸国」の銀行は、ユーロ、円等のドル以外の諸通貨での経常赤字を決済することからユーロ、円等の売持となり、西欧、日本の銀行に対してドル売を行なう。他方、西欧、日本の銀行はドルを保有することになるが、それを非銀行部門または当局へ売って非銀行部門のドル建の対米投資になるか、当局のドル準備（米国債等の保有）になるのである<sup>24</sup>。

前者の西欧、日本の民間部門による対米民間投資は米のマネーストックを増加させる。西欧、日本の民間部門の米国債購入は、直接にはマネーストックを増加させないが、米政府の支出によってマネーストックが増加していく。西欧諸国、日本の当局の為替市場介入によるドル準備の増大については、そのドル準備が米国債で保有されていれば、財政支出を経てマネーストックが増加し、ドル準備が対米民間部門への運用となれば（額は大きくない）、直接マネーストックが増加する。

以上の①「その他諸国」の対米投資（＝「債務決済」）によって、あるいは②西欧・日本によるユーロ、円等をドルに換えての対米投資によって、アメリカの経常赤字を理由にいったん減少したマネーストックは、経常赤字に相当する対米ファイナンスによって回復していく。対米民間部門への投資（海外の通貨当局の為替介入によるドル準備の対米民間投資を含む）であれば直接に、政府部門への投資・運用であれば、米政府の財政支出を通じてマネーストックが増加していく。つまり、米のマネーストックの状態は、「その他諸国」のドル残高が他通貨に転換（「漏れ」）されないかぎり、経常収支が均衡している状況での金額になってしまうのである（「漏れ」がある場合は、西欧・日本によるユーロ、円等をドルに換えての対米投資が増大する）。したがって、アメリカの場合には経常赤字があるからといってマネーストックの減少はほとんど生じず、景気後退の要因とはならないのである。

#### 4) 途上国の経常赤字とマネーストック

途上国での経常赤字はほとんどすべてが外貨建である。赤字によってマネーストックは減少しているが、その赤字が海外からの投資によってファイナンスされず全額当局の外貨準備によって支払われとすると、マネーストックは減少したままで回復しない。為替管理が行なわれている例を示せば、当局が輸出業者から得た外貨を輸入業者へ売るが、後者の方（150）が前者（100）よりも大きいから、当局の外貨準備が減少していくとともに、輸入業者は自国通貨を当局へ支払うからマネーストックが減少していく。

IMF8 条国の場合、経常取引に伴って外為取引が行なわれるから、輸入業者は 150 の外貨を

銀行から買い、本国通貨を売る。他方、輸出業者は銀行に外貨を 100 売り、本国通貨を得る。銀行は外貨の売持 50 となる（銀行には手持ちの本国通貨の増加 50、マネーストックの減）。この時点で為替相場が下落し始めるが、当局が直ちに為替介入（外貨売・本国通貨買）して銀行に対して外貨を 50 を売れば（外貨準備の減少）、銀行の持高は解消される。経常赤字 50 は外貨準備で決済されるが、本国通貨は当局に吸収されマネーストックは 50 減少したままである。

赤字国による対外借入が可能である場合、輸入業者は 150 の外貨を銀行から買い、本国通貨を売る。他方、輸出業者は銀行に外貨を 100 売り、本国通貨を得る。銀行は外貨の売持 50 である。ここまでは上と同じであるが、同国の非銀行・民間部門によって外貨で対外借入（50）が行なわれれば、借手は外貨を本国通貨に転換する。銀行は借手に対しては本国通貨を売り（マネーストックの増加）、外貨を買うから、これによって経常赤字によって生まれた売持が解消され、経常赤字によって減少していったマネーストックも回復していく。

赤字額（50）が借入額よりも大きい場合、為替相場が下落していき、輸入業者は赤字の支払に必要な本国通貨の額が大きくなっていく。以下の例を挙げよう。当該国の銀行は貿易業者との為替取引によって 50 の売持になっていたが、国内の非銀行・民間部門が外貨を 20 借入れ、それを銀行に売ったとすれば、マネーストックは 20 回復するが、当該国の銀行の持高はなお 30 の売持になっているから為替相場が下落していく<sup>25)</sup>。そこで、当局が 30 の外貨売・本国通貨買の為替介入を行なう。これによって当該国の銀行の持高は解消され、為替相場の下落は止まるが、マネーストックは 30 の部分が回復しない。再度述べれば、貿易赤字によって 50 のマネーストックが減少し、対外借入によって 20 のマネーストックは回復するが、為替市場介入によって本国通貨が 30 吸い上げられ、全体として 30 のマネーストックの減少となる。借手が政府である場合（財政赤字の状態になっている）、借入資金（20）で政府支出が行なわれ、マネーストックが 20 回復し、結果的にはマネーストックの変化は民間部門の借入と同じ金額となる。しかし、残りの赤字額 30 は外貨準備によるものであるから、その分のマネーストックは吸い上げられることになる。

以上から、赤字に相当する外貨建資本輸入がある場合、非銀行部門が資本輸入の主体であれば（銀行は持高を基本的にはもたないからネットでの外貨建借入は基本的には行なわないが、銀行が外貨借入で多額の持高をもった時には大きなリスクが生まれ銀行危機につながっていく可能性がある）、外貨を本国通貨に転換するからマネーストックが回復する。政府が外貨建て資本輸入した場合、外貨を自国の銀行等に売却して本国通貨に転換してのちに、その資金を歳出に当てる。歳出によってマネーストックが増加する。かくして、途上国の経常赤字の場合においても、対外借入によって赤字がファイナンスされればマネーストックは経常収支が均衡している状態の金額に回復する。とはいえ、借入主体がいずれになっても、途上国の対外債務累積問題が生まれる可能性が残る。しかし、海外からの資金の取入れができず外貨準備の減少で

対外支払が行なわれる場合には、外貨準備による決済分、マネーストックの「回復」は生じず、全体としてマネーストックは減少していく。外貨準備での支払いは、非銀行部門が海外へ支払った経常赤字分を銀行部門が対外的に決済できず、通貨当局が保有している外貨準備でもって決済しているのであり、また、そのときは通貨当局による対外借入れもないことから歳出は増加せず、非銀行部門の預金の増加につながらないからである。したがって、景気後退の要因になっていく。なんらかの景気対策が必要になろう。ところが、外貨準備が減少し、財政も赤字の事態（双子の赤字）では、民間部門も赤字であるから、財政赤字のファイナンスは中央銀行による国債の直接引受しかなくマネーストックは異常に膨張し、他方で、それに見合う財、サービスの拡大はないから急激なインフレが発生することになる（悪性のインフレ）。その典型が、1980年代の途上国債務危機のもとでのL.A. 諸国の事態である。

## II、信用創造とマネーストック

筆者は、以前の稿において「非リフレ派」の人たちの「信用創造論」について簡単にふれてきた<sup>26)</sup>。改めて少し言及しておこう。池尾和人氏は次のように言われる。「信用創造という名目 (nominal) の議論と、貯蓄という実質 (real) の議論をしっかりと区別する必要があるが、問題は創造されたマネーストックを裏付ける貯蓄が存在しているかどうかです。これは、realの意味での貯蓄が存在するか、という問題です。信用創造は、いわば「貯蓄の先取り」です。それゆえ、銀行部門の行なう信用創造の大きさが非銀行部門の意図する貯蓄額に見合っているものになっているかどうか本質的な問題になります」<sup>27)</sup>。

この提起は興味あるものでマネタリー・ベースを増加させることで信用創造が進行してマネーストックが増加していくのかどうかを検討していくのに欠かせない論点であると思える。筆者は次のように記していた。「池尾氏の発言と関連させて信用創造の再生産的な意味合いについて論じることは今後の検討課題である」<sup>28)</sup>と。しかし、非リフレ派の人たちが信用創造と貯蓄について議論をどのように展開しているかは別に論じることにして、この池尾氏の提起を受けて、ここでは早い時期に再生産と関連させて信用創造論を提示されていた川合一郎氏の議論をみることにしよう。川合一郎氏の議論を検討し、その成果と不十分性も確認することで信用創造論の再生産との関連を解明する手掛かりにできればと思う。

### ①川合一郎氏の「商業流通」と「一般流通」と実現の条件下における「信用乗数」

川合氏一郎氏は信用創造論を展開するにあたっていくつかの前提を設定されている<sup>29)</sup>。第1の前提は、「一般流通」と「商業流通」の区分である<sup>30)</sup>。川合一郎氏は次のように言われる<sup>31)</sup>。「(特定の産業部門の、例えば綿業部門における棉花から始まって織物までの——引用者)

垂直分業の各段階の付加価値は所得 ( $v+m$ ) として配分され、当該部門の最終商品を含めて、他の部門の最終商品を買うに向かう。これは所得の流通、小売流通、消費財の流通、資本と消費者間の流通であって最終流通である。一般流通ともいう。同一部門内を垂直に下る商品の流通は資本間の流通、卸売流通、企業間の流通、商業流通、生産財の中間流通である」(著作集第6巻、『管理通貨と金融資本』84ページ)。

ただし、ここで言われる一般流通、商業流通は垂直分業という特定の一産業分野に限定されないだろう。全部門について言えることであろう。この文章の中にある「当該部門の最終商品を含めて、他の部門の最終商品を買うに向かう」という表現に全部門が想定されていること、想定しなければならないことを示していると考えられる。このことについてはのちに論じよう。

第2の前提は、上のようにすべての部門としたうえで、「所得」は  $I (v+m) + II (v+m)$  であり、これが、最終消費財の購入に向かう。このことは氏の上に引用した文章の前半部分で示されている<sup>32)</sup>。

第3は、「一般流通」に入る最終消費財は「現金」によって購入される。つまり、最終消費財部門の全商品 ( $II (c+v+m)$ ) の購入にあたっては、すべての部門の労働者、資本家は「現金」によって支払を行なう。他方、「商業流通」においては、「信用貨幣」、つまり、預金通貨によって決済が行なわれるとされる。前者については次のように言われる。「最終消費財が販売される局面は・・流通界を去って消費過程に入るのであるから、ここでは貨幣は売買を終局的に結了せしめるものとして現実の金の支払をもって自然なものとする」(著作集⑥、85ページ——なお、ここでの金は現在では現金、すなわち中央銀行券及び補助貨幣である)。また、商業流通については、「商業流通は現存しそこには真の意味の信用貨幣たる預金通貨が流通している」(著作集⑥、115ページ)。預金通貨の流通とは、具体的には小切手、手形等を利用した預金の振替(小切手、手形を利用しない通知による振替もある)である(後述)。また、「商業流通と一般的流通の区別は、信用貨幣と現金がそれぞれ流通する領域として・・」とも言われる(著作集⑥、114ページ)。

第4に、信用創造論と再生産論を結びつけるものがこの一般流通と商業流通の区分であるという。「(再生産)表式=実現問題と信用要因(信用創造・商業信用)をつなぐものは商業流通と一般流通という2つの領域の分化の理解にある」(著作集⑥、116ページ)。

以上が前提であるが、これらの氏の前提から以下のような議論が導かれる。第1は、最終消費財部門の資本家は現金によって支払を受け、その全額 ( $II (c+v+m)$ ) を現金でもって銀行に預金する。これが「本源的預金」になる(「本源的預金とは完成消費財の売上代金なのであった」『現代信用論』46ページ)。第2に、資本家が剰余価値のすべてを消費する単純再生産では最終消費財の購入に充当されるのは、「所得」(生産財部門の  $(v+m)$  と消費財部門の  $(v+m)$ ) であり、それが消費財  $II (c+v+m)$  の購入となる。つまり、総預金(その金額がどのよ

うであれ——このことについてはすぐのちに論述）のうち現金で引き出される金額は、 $I(v+m) + II(v+m) = II(c+v+m)$  ということである<sup>33)</sup>。なお、この式は変形すると  $I(v+m) = IIc$  となり、単純再生産の条件となる。

第3に、生産財部門（Ⅰ部門）の販売、支払決済は信用通貨によって行われるとされるから生産財部門の売上金の全額は預金として存在し<sup>34)</sup>、そのうちから賃金部分（ $v$ ）と資本家の消費部分（ $m$ ）はのちに現金で引き出される。消費財部門（Ⅱ部門）においては同部門の資本家は現金によって売上代金を回収するが、その全額をいったん銀行に預金し、それから、賃金部分と資本家の消費部分はのちに現金で引き出される。したがって、総預金はⅠ部門、Ⅱ部門を合わせた社会全体の  $c+v+m$  ( $I(c+v+m) + II(c+v+m)$ ) ということになる。

第4に、そうすると、本源的預金は  $I(v+m) + II(v+m)$ 、つまり社会全体の  $(v+m)$  であり、それは  $II(c+v+m)$  に等しい。これが準備金になるから、準備率は  $(v+m) / (c+v+m)$ 、あるいは  $II(c+v+m) / I(c+v+m) + II(c+v+m)$  となる<sup>35)</sup>。

ところで、川合氏は述べておられないが、資本蓄積、つまり、資本家が剰余価値の一部を蓄積に当てる場合はどうだろうか。生産財部門の資本家によって消費される剰余価値を  $m_1$ 、蓄積に当てられる部分を  $m_2$ 、消費財部門の資本家によって消費される剰余価値を  $m_3$ 、蓄積される剰余価値を  $m_4$  としよう。最終消費財の資本家は現金によって支払を受け、その金額 ( $II(c+v+m)$ ) を現金でもって銀行に預金する（「本源的預金」）。最終消費財の購入に当てられるのは  $I(v+m_1)$  と  $II(v+m_3)$ 、それが  $II(c+v+m)$  である。つまり、総預金のうち、現金で引き出される金額は、 $I(v+m_1) + II(v+m_3)$ 、であり、それが  $II(c+v+m)$  となる。他方、Ⅰ部門の資本家の売上金の全額は預金通貨の残高として存在しており、そのうちから賃金部分と資本家の消費部分はのちに現金で引き出される。Ⅱ部門の売上額も全額をいったん現金で預金され、そのうちから賃金部分とその部門の資本家によって消費される部分が現金で引き出される。したがって、準備率は  $I(v+m_1) + II(v+m_3) (= II(c+v+m)) / I(c+v+m) + II(c+v+m)$  となる。つまり、 $II(c+v+m) / I(c+v+m) + II(c+v+m)$ 、である。単純再生産の場合にも、 $II(c+v+m) / I(c+v+m) + II(c+v+m)$  であったから、これは単純再生産の場合と同じである。

第5に、「信用創造倍率は準備率の逆数すなわち  $(c+v+m) / (v+m)$  である」（『現代信用論』46ページ）が、これは、「実現の条件でみたときには、総生産  $(c+v+m)$  に対応する総流通（商業流通＋一般流通）のなかにおける、商業流通と一般流通の比率が、 $(c+v+m) / (v+m)$  の比率に規定されて、銀行の窓口で投影されている」（同）ということになる。

第6に、氏は述べられていないが、 $I(c+v+m) + II(c+v+m)$  は総流通に入る価値総額であるから、この総額は「流通必要貨幣量」を規定することになる<sup>36)</sup>（貨幣の流通速度次第で「流通必要貨幣量」は変化する）。つまり、氏が信用創造倍率（注35参照）で言われる総預金（本

源的預金も含む)なのである。

## ②川合一郎氏の議論の問題点、

以上によって、氏が信用創造論を展開する議論の大意が把握できた。しかし、この議論には以下のような問題が残る。筆者が最初にとくに気になる文章は以下である。少し長いが引用しよう。

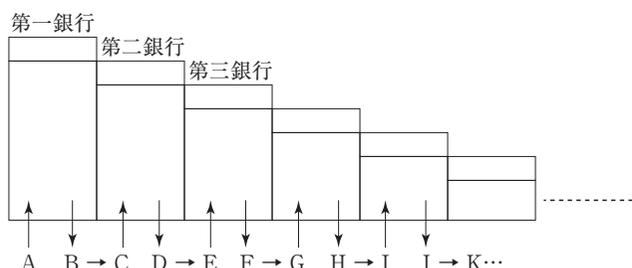
「信用創造は  $(c+v+m) / (v+m)$  の比の銀行窓口への投影だというのは信用創造のマクロ的・結果論的・行きつく先論的な規定である。だが信用創造現象はこの視角からだけでは十分に解明しきれない。産業資本家たちの振出した確定日払指図人払の商業手形を、銀行が、一覽払持参人払の銀行手形(さいしょは銀行券のちには当座預金)におきかえる(=代位する)というミクロ的・事前的・行動論的なアプローチによって補充されなければならない」(『現代信用論』、47ページ)。

この「マクロ的・行きつく先論的な規定」(=再生産表式論をベースとするマクロ的な預金総額の規定)が「ミクロ的・事前的・行動論的なアプローチ」によって「補充」されるということはどのようなことであろうか。以下の論点が指摘できるだろう。

第1に、氏にあっては、マクロ的には預金総額(本源的預金も含め)は全部門の  $(c+v+m)$  であると先に結論的に規定されていて、その預金総額に向けて、ミクロ的・行動論的に手形割引を通じて実際に創造されていくということ、これが氏の言う「補充」であろうが、ミクロ的・行動論的に創造されていく預金総額がマクロ的にアприオリに規定される預金総額と一致するものだろうか。

また、全部門の  $(c+v+m)$  は、流通に入っていく全商品の全価値額を示しており、そのことを指摘された川合氏を評価するとしても、また、マクロ的な預金総額(本源的預金も含めて)が、筆者が本稿で先に指摘したように「流通必要貨幣量」を規定していくとしても、ミクロ的・行動的に手形割引を通じて創造されていく預金総額はいつもそれに合致するものだろうか。合

第1図 垂直的分業と商業信用の連鎖



出所：川合一郎「信用創造」、同氏の編集による『現代信用論(上)』有美閣、1978年、45ページ。

致するのであれば、過剰・過小の貨幣数量という現象は現実には生まれないことになる。

第2に、マクロ的なアプローチのもとになっている再生産表式論では諸商品の価値が実現された結果を表しているのに対し、ミクロ的・行動論的なアプローチでは諸商品の実現は前提されていない。諸商品の実現が現実に進むかどうかにかかわらず、ミクロ的・行動論的なアプローチと氏が言われる手形割引は「資本還流の先取り」を招来させるのである。そして、のちに結果的には価値実現がうまくいかず、資本還流が不首尾に終わることもある。川合氏にあっては、手形割引による「資本還流の先取り」という視点が欠如している。

第3に、ミクロ的な氏の信用創造過程をもう少しみてみよう。氏は一産業分野の垂直分業（例えば、棉作→紡績→織物→縫製）を強調される（第1図参照）<sup>37)</sup>。氏はこのような特定の一分業の垂直的分業を言われてのちに、「全産業の垂直的分業を合体して、マクロ的なすなわち実現の条件でみたときには、総生産（ $c+v+m$ ）に対応する総流通（商業流通＋一般流通）のなかにおける商業流通と一般流通の比が、 $(c+v+m) / (v+m)$  の比率に規定されて、銀行の窓口に投影される」（同、46ページ）という文章がある。氏はミクロ的な視野に立たれるときは手形割引を述べられるが、全産業の垂直的分業の「合体」を言われるときはマクロ的な視野に立たれる。しかし、全部門になると特定の産業部門の垂直的分業を表現するはずの手形の連鎖は問題にならなくなる。銀行は本源的預金を全く別の産業分野へ貸付けることも可能であるし、そうであることが多いであろう。例えば、縫製企業から受け入れた本源的預金を食品産業の企業へ貸付ける。こうなると垂直的分業の連鎖は問題にならない。また、銀行信用とは手形割引とは限らず、それ以外の形態での銀行信用も広範に行われる。そうであれば、氏が強調されていた商業信用と銀行信用の内的関連（銀行信用による「代位」——『現代信用論』47ページ）はなくなってしまう<sup>38)</sup>。銀行信用は種々の関連のない資本家の支払を代行し、そのことによって「諸資本の還流の先取り」を行なうのである<sup>39)</sup>。

「諸資本の還流の先取り」は以下のことを含意する。ミクロ的・行動論的な過程における銀行信用の実際の供与においては垂直的な産業連鎖が消滅しており（実際は初めから全産業に「合体」されている）、諸商品の価値実現（消費者への販売）がスムーズに進行するかは、銀行信用の供与時点ではわからない。したがって、過剰な貨幣が供給されることがありうるのである。マクロ的に規定される貨幣量とミクロ的・行動論的な過程において創造されていく貨幣量は一致する方が稀なのである。

第4に、銀行信用はすべて手形割引であるとは限らなく、多様な形態で信用供与が行われる。手形割引は「資本還流の先取り」となるが、手形割引以外の銀行による種々の担保貸付（企業が保有している不動産、種々の証券当等を担保とする）などの場合、一部は「資本還流の先取り」であろうが、「資本形成の先取り」<sup>40)</sup>になる場合が多いであろう。機能資本家は借入資金でもって設備投資などを行なうのである。「資本形成の先取り」の場合、剰余価値の実現が完

了し、その一部が設備投資などの資本蓄積に回されるのではなく、企業は剰余価値の実現の前に借入によって得た資金を設備投資などの資本蓄積に利用するのである。その借入れによる設備投資によってこれから生産される商品の販売＝実現が確実になるかは不明であり、借入によって投資された資本が還流するかも確実ではないが、予想、期待によって借入による設備投資（＝資本蓄積）を行なうのである。

川合氏においてはこの点も視野の外に置かれている。一国の経済成長がみられるとき、手形割引以上に担保貸付等の形態で蓄積のための「資本形成の先取り」としての銀行信用が進んでいく。その場合には、剰余価値はまだ流通に入っていないのだから、つまり、剰余価値の実現以前に預金が増大し、現存する諸商品の流通のために必要な「流通貨幣量」を超えて貨幣の増大が生じて物価水準が上昇していく。

以上のように、ミクロ的・行動論的な信用創造過程で「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」が行なわれるのであるが、これらの視点は川合氏にはない。川合氏の信用創造論の場合、再生産論とは表式論のそれであり<sup>41)</sup>、資本の循環、資本の回転のそれではない。また、資本蓄積の視点はない。したがって、「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」において過剰な貨幣が生み出される可能性、契機も氏の議論には含まれていないのである。「流通必要貨幣量」を超える貨幣が創出される諸契機は「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」を論じてはじめて明らかになろう<sup>42)</sup>。

本節の冒頭で池尾氏が「信用創造は、いわば「貯蓄の先取り」です。それゆえ、銀行部門の行なう信用創造の大きさが非銀行部門の意図する貯蓄額に見合っているものになっているかどうか本質的な問題になります」と述べていたことを記したが、氏が言う「貯蓄の先取り」とは、「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」だったのである。また、「非銀行部門の意図する貯蓄額に見合っているものになっているかどうか」とは、「流通必要貨幣量」に関連する表現だったのである。

上にみえてきた川合氏の信用創造論は本源的預金をベースにするものであったが、現在のように中央銀行信用が膨大な額に増加している状況では、本源的預金をベースにする信用創造論には限界がある。また、最終消費財の購入においてもカードなどの利用が増加しており、本源的預金の意味が低下しつつある。中央銀行信用の急膨張とカードなどの「預金の振替支払」の利用拡大をベースとする信用創造論が展開されなければならない。中銀信用による信用創造については以下のことが留意されなければならないだろう。

中銀信用の増大が準備金を形成するから「本源的預金」による準備金は意義が低下していく。また、「本源的預金」による信用創造の場合には、銀行貸出＝信用創造過程は、再生産との関連性がまだ残ることがあるが、中銀信用による場合は、再生産の状況と離れて中銀の金融政策によって預金準備が作られ、信用創造過程が進展する可能性がある。とはいえ、中銀信用によ

準備金の増加によって信用創造が大きく進展するかどうかという問題がある。中銀信用の増大は中銀の政策によって「自立的」に行ないうるが、それによって銀行等の貸出が生じうるかは別の問題である。機能資本家に余剰資金(剰余価値の現実資本への転化が現実にはなされず、剰余価値の一部が「留保」され種々の金融諸品に運用されている)があれば、決済は手形を利用するよりも小切手等を利用した振替によってなされることが多くなり、手形割引の金額は小さくなり、貸出はその分縮小するであろう。また、設備投資など資本蓄積がなされる場合にも借入ではなく余剰資金で実施されるだろう。さらに、国内の成長が鈍化して国内消費が伸びなければ設備投資も伸びず、金融政策によって日銀当座預金が増大しても銀行の貸出は増加せず信用創造は進まないのである。つまり、信用創造の過程（＝銀行貸出＝企業などの借入）は、中銀信用の増大とは相対的に独立的な諸要因によって規定されるのである。

### Ⅲ、財政収支とマネーストック

マネーストックは、第1節で論じた当局の為替市場介入（2011年以後介入はない）による増加を除いて、マネタリー・ベースをもとに銀行等による貸出による預金創造（信用創造）によって増加するものと考えられることが多い。ところが、最近の日本におけるマネーストックの増加の大部分は財政赤字のもとでの銀行等による国債購入によって生み出されているのである<sup>43)</sup>。本節では日本を例として財政赤字がマネーストックの増加をもたらす過程を論じよう<sup>44)</sup>（拙書『国際通貨体制の動向』の補論Ⅱでも論じたが、マネーストックの額を規定する諸要因の重要な1つとして財政赤字について、本節でも改めて記しておこう）。

#### 1) 税等の支払と歳出に伴うマネーストック、マネタリー・ベースの変化

まずは非金融・民間部門による税等の政府への支払である。以下の過程が進行する。ア) 税等の支払により非金融・民間部門の預金が引き落とされる。あるいは現金により税等が支払われる。マネーストックの減少である。イ) 同時に銀行等の「日銀当座預金」が減少し、政府の日銀預金が増加する。つまり、税等の支払によってマネーストック、マネタリー・ベースが減少する。他方、政府による歳出（政府部門による非金融・民間部門からの財・サービスの購入）には以下の過程が進行する。ウ) 政府支出によって政府の日銀預金が増加し、銀行等の日銀当座預金が増加する。エ) 同時に、銀行等に非金融・民間部門が保有する預金が増加する。つまり、歳出によってマネタリー・ベース、マネーストックが増加する。今、財政が赤字だとすると、歳出による非金融・民間部門が保有する預金が増加し、それが税等支払による預金減少を上回り、非金融・民間部門が保有する預金（マネーストック）が財政赤字分増加する。同時に銀行等が保有する「日銀当座預金」もいったん同額増加する。

つまり、財政赤字はマネーストックを増加させ、マネタリー・ベースをいったん増加させるのである。個人・法人には税以外にも年金、保険等の社会保障費の支払いがあるから、実際に増加する預金額はこれよりもかなり少なくなる。これら社会保障費も考慮すると、マネーストックの増加は、政府の歳出額－（税支払額＋社会保障費の支払額）＝（財政赤字額－社会保障費の支払額）となる。なお、非金融・民間部門の保有する預金の増加が財政赤字のファイナンスの原資となっていく。以下である。

## 2) 国債発行とマネーストックの変化、マネタリー・ベースの減少

財政赤字には国債等の発行が伴う。国債等の発行によって政府の日銀預金、銀行等の日銀当座預金、非金融・民間部門の預金がさらに変化していく<sup>45)</sup>。

非金融・民間部門が国債を購入する場合（実際は証券会社、銀行等を通じて）、ア）非金融・民間部門のバランスシートの資産が預金から国債に替わる（マネーストックの減少）。イ）銀行等のバランスシートでは債務の預金が減少し、同時に資産としての「日銀当座預金」も同額減少する。ウ）日銀のバランスシートでは負債側において日銀当座預金が減少し、政府の預金が増加する。エ）政府のバランスシートでは、負債として国債発行が、資産に日銀への預金が発生する。かくして、非金融・民間部門の預金と日銀当座預金が減少し、マネーストック、マネタリー・ベースが減少する。発行された国債がすべて非金融・民間部門によって購入されれば、財政赤字によっていったん増加したマネタリー・ベース、マネーストックは全額減少し、元の姿に戻るのである。

この例では、非金融・民間部門が預金を引き落として国債を購入するとしたが、現金で国債を購入した場合も同じで、非金融・民間部門保有の現金が少なくなり国債保有が増加するのでマネーストックが少なくなる。

金融仲介機関である非銀行・金融機関等が国債を独自に購入した場合（単なる国債購入の仲介ではなく）、その原資はやはり非金融・民間部門の資金である。金融仲介機関による国債購入に先立って、非金融・民間部門は金融仲介機関への資金運用等（保険に加入するなど）を行っている。したがって、マネーストックはすでに減少しており、金融仲介機関が国債を購入した時点で日銀当座預金（マネタリー・ベース）も減少する<sup>46)</sup>。

次に銀行等（預金取扱金融機関、以下でも同じ）が財務省から国債を購入（発行市場からの購入）することにより、ア）銀行等のバランスシートでは資産側の日銀当座預金が減少し、替わって国債保有が生まれる。イ）日銀のバランスシートの負債側では日銀当座預金が減少し、政府の預金が増加する。ウ）しかし、非金融・民間部門の預金には変化がない（マネーストックには変化がない）。ところが、この過程は基本的には銀行等の金融仲介である。財政赤字の結果として非金融・民間部門に預金増が生まれていたが、それが銀行等のバランスシートの負  
240（758）

債側に預金としてそのまま残り、銀行等のバランスシートの資産側には日銀当座預金に替わって国債が存在しているからである。黒字部門である民間部門の「貯蓄余剰」が銀行等に預金され、それを原資に銀行等が国債を購入して赤字部門である政府へ資金を仲介しているのである。

国民経済計算体系によると、経常収支 =  $(S - I) + (T - G)$  であった<sup>47)</sup>。経常収支が黒字あるいは均衡していると、財政赤字 ( $T - G < 0$ ) は民間部門の  $(S - I)$  の黒字（貯蓄余剰）によってファイナンスされるということである。したがって、非金融・民間部門の国債購入であろうと、金融仲介機関の国債購入であろうと、さらには銀行等による国債購入であろうと、それは民間部門の  $(S - I)$  の黒字（貯蓄余剰）が財政赤字 ( $T - G < 0$ ) をファイナンスするということである。ただし、銀行等による国債購入分は、上にみたようにマネーストックの減少をもたらさない。つまり、経常収支が黒字あるいは均衡しているもとで財政赤字が継続し、銀行等が国債を購入していくと、財政赤字によっていったん増加した日銀当座預金（マネタリー・ベース）は減少していくが、財政赤字によって増加したマネーストックはそのまま残ることになる。

なお、銀行等が金融仲介機関から国債を購入する（二次市場での国債購入）場合、金融仲介機関の国債購入によっていったん減少していたマネーストックが回復する。というのは、金融仲介機関が国債を購入していた原資は非金融・民間部門の資金であったが、銀行等が金融仲介機関から国債を購入すると、金融仲介機関は国債を銀行等に売った資金でもって非金融・民間部門へ運用するからである（貸付、社債購入等）。したがって、銀行等による国債購入は発行市場からであろうと二次市場からであろうと、その購入分は財政赤字によって増加したマネーストックを減少させないで「残存」させるのである<sup>48)</sup>。

かくして、財政赤字 - (非金融・民間部門の国債購入額 + 非銀行・金融仲介機関の国債購入額 + 銀行等の国債購入額) = 0 となり、銀行等の日銀当座預金（マネタリー・ベース）は最後には元の額に戻ってしまうのである。つまり、財政赤字によって生まれたマネタリー・ベースはすべて減少していく。しかし、財政赤字によって生まれたマネーストックの増加額のうち、銀行等による国債購入分がそのまま残るのである。これが、経常収支の黒字、または均衡下での民間部門の黒字（余剰）による財政ファイナンスのバランスシートにおける表現である。

ところで、銀行等が国債を購入すればマネーストックが増加するという見解（岩田規久男氏、池尾和人氏）が出されているが<sup>49)</sup>、銀行等の貸出によるマネーストックの増加と銀行等による国債購入によるマネーストックへの影響は別の過程が進行しているのである。前者は預金創造（信用創造）過程が進行していくのに対し、後者は財政赤字によって増大したマネーストックが減少しないまま「残存」していくのである。

ところが、量的・質的金融緩和によって日銀が銀行等をはじめ諸金融機関から多額の国債購入を始めた。日銀による銀行等からの国債購入によって、日銀当座預金（マネタリー・ベース）は増加するがその時点ではマネーストックは変化しない。銀行等の資産が国債から日銀当座預

金に代わるだけで銀行等に保有されている非金融・民間部門の預金（マネーストック）には変化が生まれにくいからである。ということは、国債発行が続き、そのかなりの部分を銀行等が購入し続けると財政赤字によって増加したマネーストックは減少していかないし、その国債を銀行等が二次市場で日銀に売ってもマネーストックは変化しないということである。

しかし、日銀が金融仲介機関から国債を購入した場合にはマネーストックは変化していく。金融仲介機関が非金融・民間部門から集めた資金をいったん国債に投資し、それが日銀の金融仲介機関からの国債購入によって日銀当座預金、銀行等への預金に代わっていく<sup>50)</sup>。金融仲介機関が非金融・民間部門から資金を集めた時点でマネーストックは減少しているが、金融仲介機関が日銀へ国債を売却すると、非金融・民間部門から集めた資金が回収され、種々に運用されていく。金融仲介機関が日銀に国債を売り、その資金で非金融・民間部門へ貸付、社債購入等に運用したり、非金融・民間部門へ返済すればマネーストックは増加する。かくして、日銀が非銀行・金融仲介機関から国債を購入した場合にはマネーストックが増加するが、日銀による銀行等からの国債の購入が行なわれた場合には日銀当座預金（マネタリー・ベース）が増加するだけで、マネーストックには変化は生じない。

それ以後、日銀当座預金（マネタリー・ベース）を基礎に銀行等の貸出が増加しマネーストックが増加していくかが次に問われなければならない。しかし、それが生じるには銀行等からの借手の存在が不可欠である。非金融・民間部門が銀行等からの借入を増加させるかどうかは「貨幣的現象」ではなく、非金融・民間部門の設備投資、国内消費が増大していくかどうかなのである。そして、これは拙書『国際通貨体制の動向』の表11-5（362～363ページ）に示されていた。日銀による銀行等からの国債購入によって日銀当座預金が急増しているにもかかわらず、マネーストックの増加はたいしたものになっていない。日銀当座預金（マネタリー・ベース）の増加は量的・質的金融緩和によるものであることは明白であるが、マネーストックの控えめな増加は何によるものかである。銀行等の貸出によるものか、財政赤字に伴う銀行等の国債購入（銀行等の発行市場、二次市場からの購入額であり、日銀への売却高を差し引いた保有高ではない）によって「残存」したマネーストックを反映したものかである。

そのことを正確には示していないが、おおよその要因を示したものが先に示した『国際通貨体制の動向』の表補-1（401ページ）であった。日銀当座預金が13年に58兆円、14年～16年に年間70兆円を越す増加を示しているのに対して、貸出の増加は10兆円強にとどまっている。マネーストックの増加は貸出によるものよりも財政赤字の要因による方が多いように思える。この表の「財政赤字」は「銀行等の国債購入額」を正確に示しているのではないが、「財政赤字」は、貸出の増加の2倍強になっている。

## まとめ

小論の論述によって、マネーストックの増減に影響を与える諸要因について、ほぼ明らかになったものと思われる。2011年以後、通貨当局による為替市場介入は実施されていないから、2013年以後の異次元の金融政策のもとでのマネーストックの微増はマネタリー・ベースの増大による銀行等の貸出によるものか、財政赤字が要因となるであろう。しかし、マネタリー・ベースの方は急増しているのに対して、マネーストックの方は微増にとどまっている。他方、財政赤字は引き続き高水準にあることから、銀行等の貸出によるマネーストックの増大（＝「信用創造」）よりも、財政赤字がマネーストックの増大の主要因であろうと考えられる。

また、マネーストックは微増とはいえ増加しているのに物価水準が横ばい状態にあるのは、マネーストックの総額が「貨幣」として機能していないことを示すのでないだろうか。一覧払預金金利がほぼゼロになり、しかも準預金、CD金利も一覧払預金金利よりもコンマ以下の高さにすぎないことから、普通預金等の一覧払預金からそれらの準預金、CDへの転換も生じず（準預金+CDは12年末から16年6月にかけてほとんど増加していない——拙書『国際通貨体制の動向』表11-5）、M1のうちの預金通貨が累積されたまま、蓄蔵されたままになり、購買、支払手段（＝貨幣）としての機能を果たす部分が少なくなっているものと考えられる。

さて、金融政策の目的は一般的には安定成長、失業率の低下などであろうが、今日では具体的にはおおよそ以下の3点が重要と考えられていよう。1) マネーストック、物価の管理、2%の物価上昇を目的に、2) 金融資産価格の操作、このことによる大企業の設備投資、富裕層の消費の拡大、3) 国債価格の維持、これによって財政赤字ファイナンスの環境整備である。そして、それらの目的を達成するための金融政策手段が、1) 政策金利の変動、2) 国債、投資信託証券（ETF）、不動産投資信託証券（J-REIT）などの購入である。政策金利がゼロになって以後、政策手段は、国債、その他の証券の購入だけになってしまった。また、この国債等の大量購入によって預金準備率政策はまったく無効化してしまった。国債等の購入は、マネタリー・ベースの増加を意図するとともに、国債価格、株価等の証券価格の上昇を狙い、さらに、財政赤字のファイナンスの環境を財政当局に有利な方向にしていく。

以上の簡単な金融政策についてのサーベイをもとに、13年以後の異次元の金融政策の有効性を判断すると、以下のように言えるであろう。1) マネタリー・ベースの膨張によってマネーストックの増加を図り、2%の物価上昇をめざすという目的は達成されなかった。その原因は、国内消費の伸び悩み、設備投資水準の低さ、内部留保の増大を背景に銀行等からの借入の低調が原因である。2) むしろ、財政赤字のファイナンスを「容易」にし、財政赤字を究極的限界の近くまで進行させつつある。3) また、投資信託証券、不動産投資信託証券の購入は、年金

積立金管理運用独立法人（GPIF）による株式購入とあいまって株価上昇を支え、国民各層のうち富裕層の消費を一部高めるといった効果もあったが、他の層の消費を伸ばす効果はなかった。要するに、3つの目的のうち日銀は物価上昇の目標達成をほぼあきらめつつあり（15年度から19年度へ6回にわたる先送り）、株価などの資産価格の上昇、財政赤字のファイナンスを容易にする方向へ傾斜している。4）後者の2つの目的が重点になると、しかし、異次元の金融政策による「負の遺産」が累積し、「出口」政策の困難性が増してくる<sup>51)</sup>。

(2017年11月30日に脱稿)

## 注

- 1) 拙書『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年11月。
- 2) その批判的検討は以下をみられたい。小野一郎、著作集①『近代日本幣制と東アジア銀貨圏』ミネルヴァ書房、2000年の補論1「国際金融」参照、これは信用理論研究会『講座信用理論体系』Ⅲ「制度編」、日本評論社、1956年に収められたものである。
- 3) R. スルクセ (League of Nations)、*International Currency Experience*, 1944、小島清・村野孝訳『国際通貨』東洋経済新報社、1953年、第4章参照。
- 4) 拙書『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館、1988年、38ページ、拙書『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992年、67、92ページ、奥田、代田、櫻井編『現代国際金融第3版』法律文化社、2016年、88ページなど。
- 5) 同上の著書、前掲拙書『国際通貨体制の動向』第3章、第8章など。
- 6) 銀行部門、金融仲介部門もサービス収支、第1次所得収支で支払・受取があるが、議論を簡単にするために経常収支項目の支払・受取は非金融・民間部門のみとするのである。
- 7) 拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年、第2章、前掲拙書『国際通貨体制の動向』第8章など。
- 8) 拙書『国際通貨体制の動向』第8章、とくに表8-20をみられたい。
- 9) 2011年以前はたびたび介入が行われたが、11年以後、介入は行われていない。
- 10) 奥田、横田、神沢編『現代国際金融』法律文化社、2006年、61~63ページ。
- 11) 外貨準備保有で利子等の運用利益があった場合にも、利益を円建とみなし外国為替資金証券を発行して、円資金で利益処分を行なっている（代田純「日本銀行の為替介入と外国為替資金特別会計」『経済』2013年8月号、150ページ）。つまり、短期国債発行は介入のための円資金調達だけでないが、小論ではそのことは議論を簡単にするために割愛したい。
- 12) 代田純、同上論文、152ページ。
- 13) 代田純、同上論文、153ページ。しかし、銀行等とその他の金融機関の区分がない。
- 14) この銀行等との差異は、金融仲介機関は預金口座を設定していない、つまり、預金取扱機関ではないことによる。拙書『国際通貨体制の動向』補論Ⅱ（398~400ページ）、小論の第3節をみられたい。
- 15) 代田純、前掲論文、153-154ページ。
- 16) 非居住者が種々の形態で円資産をもっていることが前提であるが、非居住者は経常取引で円建黒字をもっていないから、その円資産は非銀行部門からの円建投資・貸付等によるものか、銀行等による円建貸付等によるものである。また、非居住者がその円資金を株式等で非金融・民間部門に運用してい

ればマネーストックが増加している。

- 17) 拙稿「グローバル・インバランス論と対米ファイナンスにおける日本と中国のちがひ」『立命館国際研究』28巻1号、2015年6月、212～214ページ参照。同論文は前掲拙書『国際通貨体制の動向』の第3章に収録されている。
- 18) 実際には、アメリカの貿易でもドル以外の通貨が利用されている。03年には輸入においてドル建は90.3%であった（拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年、86ページの第3章の注1をみられたい）。また、日本の対アメリカ輸出では13%が、輸入においては21%が円建である（2013年——拙書『国際通貨体制の動向』288-289ページ）。
- 19) ドイツ、フランスのユーロ地域外との貿易、イギリスの貿易においてドル建輸出比率はそれぞれ、24%、34%、26%、輸入比率は36%、47%、37%である（ドイツは04年、フランスは03年、イギリスは02年——拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年、47ページ、最近のドル建比率は各国とも公表されていない）。
- 20) 財務省「貿易取引通貨別比率」（2017年1月25日）より。日本は対米ドル建貿易黒字を、中東、オーストラリア等に対するドル建貿易赤字の支払に使い切り赤字となっているのである（前掲拙書『国際通貨体制の動向』248、290ページ）。
- 21) 前掲拙書『現代国際通貨体制』図3-1（62ページ）、表3-1（63ページ）を参照。
- 22) 前掲拙書『国際通貨体制の動向』表2-6（58ページ）。
- 23) 日本のドル建経常収支赤字は06、07年において3兆円近くあり（前掲拙書『国際通貨体制の動向』表8-21、272ページ）、13年においてもドル建が中心となる外貨建経常赤字は上半期、下半期に10兆円前後となっている（同、表9-10、294ページ）。地域別収支については同書の表9-6（290ページ）参照。
- 24) 奥田、神澤編『現代国際金融 第2版』法律文化社、2010年、62ページの図参照。
- 25) 為替相場が下落しているから輸入業者が実際に支払う自国通貨は50以上になり、外貨の借手は自国通貨に換算したとき手取り金は20よりも少しだけ大きくなっていよう。全体としては相場下落により、前者の方が後者よりも多くなってマネーストックの減少は少し大きくなる。
- 26) 拙稿「[リフレ派]の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因」『立命館国際研究』30巻1号、2017年の注10（136ページ）、前掲拙書『国際通貨体制の動向』の補論Iの註9（394ページ）参照。
- 27) 日本経済研究センター編『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞社、2016年11月、316～317ページ。
- 28) 前掲拙稿「[リフレ派]の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因」121ページ、前掲拙書『国際通貨体制の動向』396ページ。
- 29) 小論では川合一郎氏の以下の著書、論稿を検討する。『管理通貨と金融資本』有斐閣、1974年（著作集第6巻、有斐閣、1982年に収録）の第3章、第4章（小論の以下では著作集⑥と略す）、川合一郎編『現代信用論（上）』有斐閣、1978年（小論では『現代信用論』と略）に所収の川合氏の論稿「信用創造」である。
- 30) この区分は、もともとは『資本論』第3巻、第25章の文章に由来している。全集版（大月書店）、25a、507ページ、新日本出版社版の『資本論』分冊10の688ページ。
- 31) 以下のI、II、c、v、mは次のようである。生産財生産部門はI部門、消費財生産部門はII部門、c = 不変資本、v = 可変資本（労働力の価値）、m = 剰余価値である。
- 32) 氏は「I (v+m) + II (v+m) の貨幣額は、II (c+v+m) の購入にあてられ（る）」（『管理通貨と金融資本』著作集⑥、123ページ）とも言われる。

- 33) 現在は、賃金等の所得は現金で受け取られることが少なく、「給与振込」であるが、「本源的預金」には基本的には変化がない。現金での受取の場合は、各資本家が預金を現金で引出し労働者に賃金を払うのであるが、「給与振込」の場合は、労働者が預金を現金で引き出すのである。いずれの場合も、所得は最終消費財の購入に当てられ大部分が現金で支払われる。また、最近では最終消費財の消費者は現金でなく、種々の振替制度を利用している。その場合には「本源的預金」は減少しているであろう。しかし、このことによって貨幣量全体の金額は変わらない。貨幣に占める現金の比率が低下しているのである。
- 34) 川合氏による説明はないが、小切手、手形（手形が満期まで保有されても銀行によって割引かれても）等の振替によるいかなる決済を受けたとしても、預金通貨が存在している。
- 35) 氏は次のように記している。「準備率は $(v+m)/(c+v+m)$ であり、信用創造倍率は準備率の逆数 $(c+v+m)/(v+m)$ である」『現代信用論上』46ページ。
- 36) 流通速度が1でなかったら、 $I(c+v+m) + II(c+v+m)$ と「流通必要貨幣量」は同額にならない。前者が後者を規定するとしても。貨幣の流通速度については別途考察しなければならない問題として残るであろう。小論では論じられないが、資本の回転が問題になるのではないだろうか。
- 37) この氏の図においてはc部分の固定資本部分は想定外になってしまうのではないだろうか。c部分の固定資本部分は一産業分野の垂直的分業では考察できず、他産業との関連が最初から想定されなければならないであろう。
- 38) 筆者は、川合一郎編『現代信用論（上）』に所収されている岡本恵也の論稿「商業銀行と兼営銀行」の多くの点で同意しないのであるが、岡本氏が次のよう言われるのには同意する。「銀行信用による商業信用の代位とは、商業信用との内在的な継承関係ではなく、銀行が手形割引によって、機能資本家の支払を代行してやることである」（60ページ）る。
- 39) 同上、岡本恵也氏の論稿、60ページ参照。
- 40) 同上、岡本論文、60ページ。
- 41) 氏の表式論についても疑問が残る。例えば、先に記したように一産業の垂直的分業（第1図で示された）においてはc部分のうちの固定資本については議論の外に置かれてしまう。
- 42) 小論では川合一郎氏の論点を検討することに重点がおかれた。氏への諸氏の論評（守山昭男「信用創造と支払準備率」広島修道大学『修道商学』第22巻第2号、1981年12月などの氏の論稿、小西一雄「『信用創造論』と『再生産論』」『立教経済学研究』第36巻第4号、1983年3月、向壽一「信用創造・マネー循環・景気波動」同文館、1991年など）については小論では十分な検討できず、したがって、小論は研究ノートとした。信用創造については、また、川合氏への論評では実に多くの論点が議論されているが、信用創造の実際の過程は川合氏が言われる「ミクロ的・行動論的に」進行していくのであり、その過程で「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」が実行されるのであるから、筆者は、資本循環、資本回転、資本蓄積についての視点を欠いた信用創造論、論評は不十分であると考え。上に記した諸氏の論稿でもこれらの諸点はほとんど論じられていないと思われる。小西氏の論稿では川合氏の再生産表式論への批判に集中しているし、守山氏にあっては、支払準備率の規定因、あるいは「社会的総資本の再生産との係わり」が強調される。向氏にあっては「本源的預金から貸付可能な貨幣資本の析出メカニズム・派生的預金からも同様に貸付可能な貨幣資本が析出されることを明らかにしなければならず」（氏の著書6～7ページ）と言われ、いずれも「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」については言及がない。筆者は池尾氏の問題提起を出発点としたから、信用創造における「諸資本の還流の先取り」「資本形成の先取り」の視点をまず打ち出すべきとした。

- 43) 前掲拙稿「『リフレ派』の「理論」とQQEの時期の為替相場の規定諸要因」の第1表（123ページ）、『国際通貨体制の動向』の表補-1（401ページ）をみられたい。
- 44) 「正統派」といわれるマクロ経済学において財政赤字がマネーストックを増加させるという議論を行っている論者は後述の堀内昭義氏を除いてほとんどいない。マクロ経済学の入門的な著書である福田慎一・照山博司の『マクロ経済学・入門 第4版』（有斐閣アルマ、2011年）では、財政赤字とマネーストックの関連については何も触れられていない。また、前掲拙書『国際通貨体制の動向』の補論Iで「リフレ派」の人の主張をみたが、財政赤字がマネーストックを増加させることについては何も述べられていない。「非リフレ派」の人も「リフレ派」の人たちに反論するときに財政赤字に言及されることはない。もちろん、日本銀行における実務レベルでは、財政要因によるマネタリー・ベース、マネーストックの変化については把握されているし、日本銀行・調査統計局の『マネーストック統計の解説』（2017年9月）によると、M3の増加（減少）要因に財政赤字、経常黒字がごく簡単に記されている（3-16）が、研究者、エコノミストにおいては、ともすればマネタリー・ベース、マネーストックの財政要因が等閑視されがちといえよう。

しかし、マクロ経済学の立場から金融論を論じられる堀内昭義氏は次のように述べている。「政府と民間部門との間では、たえず支払い受取の関係が発生する。・これらの例はいずれも政府の現金出納がハイパワード・マネー供給量を変化させることを示している」（『金融論』東京大学出版会、1990年、87ページ）。また、堀内氏はこの書の209ページから216ページにわたって「財政政策の金融的側面」を論じられている。しかし、堀内氏と浜田宏一氏が編集されている『論争 日本の経済危機』（日本経済新聞社、2004年）の「総括コメント」（294ページ以下）において「私の意見では、マネーサプライ増加率に著者たちは注目すべきであったろう」（301ページ）と堀内氏は言われながら、この著書では氏は財政問題とマネーストック（マネーサプライ）の関連については述べられていない。

- 45) 上の例では、財政支出があつて、その後国債が発行されるとしたが、現実には長期国債の発行まで短期国債でつなげられることが多い。
- 46) それぞれのバランスシートは以下である。①非金融・民間部門の銀行等への預金が金融仲介機関（例えば保険会社、年金基金など）への資産に、同時に、銀行等の預金が非金融・民間部門のものから金融仲介機関のものに代わる、②金融仲介機関の債務として非金融・民間部門からの資金が、金融仲介機関の資産として国債が記帳される、③金融仲介機関による国債購入によって、銀行等の金融仲介機関からの預金が減少し、他方で銀行等の日銀当座預金が減少する、④日銀の負債が銀行からのものから政府のものへ、⑤政府の日銀預金が増加し、債務として国債がそれぞれ記帳される。なお、証券会社は日銀に当座預金をもっており、資産として日銀当座預金が国債に替わる。保険会社等は日銀に口座がなく、国債購入による決済は銀行等を利用することになる。保険会社等の国債購入によって保険会社の銀行等の預金が減少し、あわせて銀行等の日銀当座預金が減少する。
- 47)  $S$ ：民間部門の貯蓄、 $I$ ：民間部門の投資、 $T$ ：税収入、 $G$ ：政府支出。
- 48) 銀行等が金融仲介機関から二次市場で国債を購入すると、以下のような過程が進行する。なお、証券会社は日銀当座預金口座を開設しているが、保険会社等は開設していない。銀行等が証券会社から国債を購入すると、銀行等の日銀当座預金が減少し、証券会社の日銀当座預金が増加する。日銀当座預金の全体は変化しない。証券会社はその資金で非金融・民間部門への運用（例えば社債の購入等）に当てれば、非金融・民間部門の銀行等への預金が増加し、日銀当座預金が証券会社から銀行等へ振り替えられる。銀行等の日銀当座預金が回復する。銀行等が保険会社から国債を購入すると、保険会社の銀行等への預金が増加するが、これはマネーストックには算入されない。この過程においては日銀

当座預金には変化は生じない。保険会社はその資金を非金融・民間部門へ運用すると、保険会社の銀行等への預金が非金融・民間部門のそれへ振り替えられマネーストックが増加する。結局、銀行等が二次市場で金融仲介機関と国債の売買を行なうと、日銀当座預金は変化しないままマネーストックに変化が生まれる。

- 49) 前掲拙書の補論 I) で岩田氏が銀行等による国債購入でマネーサプライ (マネーストック) が増大すると述べられていることを記したが (388 ページ)、本文のような過程の説明が必要であったのである。銀行等による国債購入がマネーストックを増大させるというよりも、財政赤字によって生まれたマネーストックが銀行等の国債購入分そのまま残るとというのが、より正確な表現であろう。銀行等が国債を購入すれば、マネーストックが増加するという見解は、岩田氏に限らず「非リフレ派」の池尾和人氏にも見られる (前掲拙書『国際通貨体制の動向』補論 I の注 9—394 ページ参照)。
- 50) 保険会社、年金基金等は日銀に口座設定を認められていないので、保険会社による日銀への国債の売却は銀行等への預金の増加になり、それは、銀行等の日銀当座預金の増加となる。なお、保険会社の銀行等への預金はマネーストックには算入されない。
- 51) 「負の遺産」の詳細については、拙書『国際通貨体制の動向』第 11 章第 3 節をみられたい。以下のことを付け加えておこう。日銀が国債、投資信託証券、不動産投資信託証券の購入を大きく減額させると、国債価格の低下、株価等の下落が生じ金利が上昇するだろう。したがって、ソフトランディング的な「出口」政策の実施が難しくなっている反面、他方で、国債購入の限界が近づきつつある (日銀の国債購入は国債発行残高の 4 割を超えている)。そこで、一部には、日銀による外債の購入やいわゆる「シムズ理論」なるものが言われる。日銀による国内の金融機関からの外債の購入は「日銀当座預金」(マネタリー・ベース) を増加させ、リフレ派の意見に同調するものであるが、外債の購入価格は割高になる可能性がある。そうでなくては金融機関は外債を売却しないだろう。したがって、それは事実上、継続的・持続的な為替介入と同じになり、円安傾向がもたらされ為替相場も「官製」相場になって各国から強い批判が起こるだろう。

他方、「シムズ理論」とは大略次のようなものである。物価目標を通貨の供給量で達成するのは困難で財政政策を拡張的にしていくことが必要だというのである。政府が財政節度を重視しないことが、かえって通貨の価値を下落させて物価上昇をもたらすという議論である (『エコノミスト』2016 年 12 月 27 日、34 ページ、『週刊ダイヤモンド』2017 年 4 月 15 日、64-65 ページ、など)。現政権がこの「理論」を「採用」するとなれば、それはアベノミクスの第 1 の矢=異次元の金融政策、マネタリストの金融政策の破綻を表明することになろうし、これまでの金融政策の「負の遺産」に加えて新たな「負の遺産」を作っていくことになるだろう。

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

## On Some Factors Affecting Money Stocks

It is generally thought that money stocks are mostly created by bank loans, that is to say, by credit creation. But this paper asserts that the amount of money stocks is actually determined not by one factor but by several: an international balance of payment, bank loans and budgetary standings among others.

The purpose of this paper is to consider these factors one by one. Firstly, this paper will give a detailed explanation of how international balance of payment fluctuations affects money stocks. Secondly this paper will discuss some theories on credit creation, especially the argument of Prof. Ichiro Kawai. Thirdly, this paper will discuss in detail how budgetary deficits increase money stocks.

By examining these three factors, this paper asserts that the main factor affecting Japanese money stocks since 2013 has been the Japanese budgetary deficit, not the process of credit creation by the growth of monetary base which QQE (Quantitative and Qualitative Monetary Easing) has produced, nor the Japanese international balance of payment since 2013.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

