

# 1990年代以降のわが国資金循環構造の変貌と若干の論点<sup>1</sup>

A Note on Changes in Flow of Funds from 1990s in Japan

大 畠 重 衛  
Jyue Ohata

## 〈目 次〉

はじめに

- 1 近年におけるわが国経済の若干の特徴
  - 2 資金余剰・不足部門の交替と家計貯蓄率の低下
  - 3 法人企業の最大資金余剰部門への転換とその影響
  - 4 一般政府部門における資金不足の拡大と異常な大量国債発行
- おわりに

## はじめに

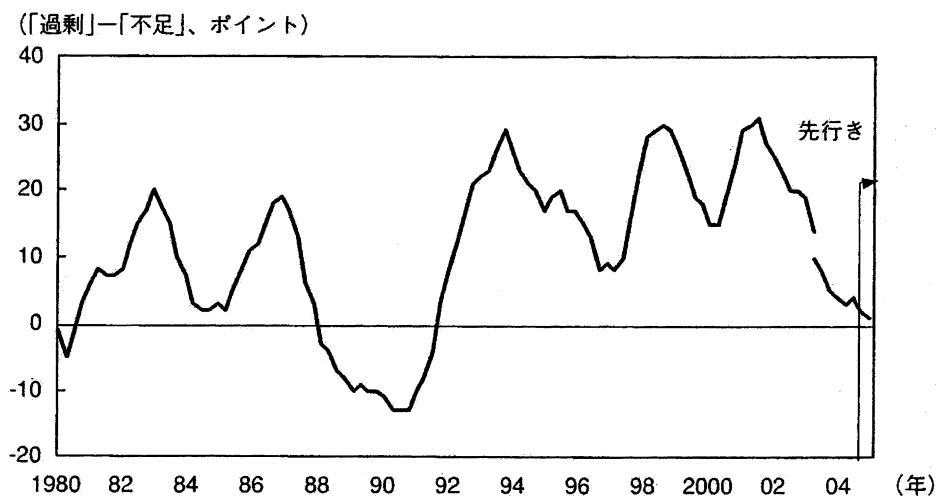
わが国の経済は、バブル経済の崩壊を契機に構造的な転換を経験したといわれる。そのプロセスは、90年代以降における所謂「平成不況」と呼ばれた時代である。経済構造の転換に照応して資金循環も大きな変化を余儀なくされたと予想できる。本稿は、この資金循環構造の変貌を確認する作業を通して、各経済主体が抱える問題を剔出し、わが国経済が解決しなければならない課題について、若干の整理を試みるものである。

## 1 節 近年におけるわが国経済の若干の特徴

日本におけるバブル経済の絶頂が80年代末とすれば、90年代とそれ以降は、所謂「失われた10年」とも評されるように、バブル経済の後遺症に悩まされ続けた時代といえる。典型的には、民間企業における〈過剰な設備〉、〈過剰な労働力〉、そして〈過剰な債務〉の存在が、企業活動を活発にするための大きな重石、障害として立ちはだかり、その克服という困難な課題に悩まされた時代と考えられる。

過剰な設備は、企業の設備投資意欲を減退させ、期待成長率を低下させる。過剰設備を抱える企業は、能力増強や

図表1 設備過剰感は低水準



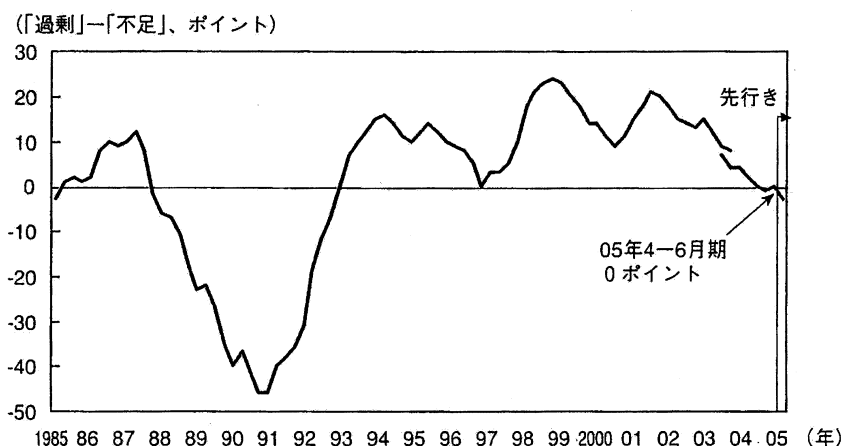
(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
2. 全規模製造業。05年第3四半期は先行き見込値。  
3. 04年3月調査から調査方法が変更。このためグラフが不連続になっている。  
(出所) 内閣府『平成17年版経済財政白書』2005年、19頁。

更新のための新規投資を手控え、老朽設備は廃棄する形で過剰を解消しようとする。所謂縮小再生産の傾向である。その結果、本来であれば景気拡大の牽引力となりうる設備投資の停滞から、経済活動の停滞を招くことになった。

過剰な労働力は、賃金水準を一定とすれば、労働分配率の高騰や固定費の相対的上昇にともなう損益分岐点上昇の要因となり、企業利益を圧迫することになる。企業は、賃金水準の引き下げや雇用者数の削減を図ることによって、企業利益の確保を図ろうとする。この間、戦後築かれてきた労使関係や労働環境において大きな変化が余儀なくされ、賃金水準の伸び悩み、失業率の上昇さらには雇用形態の厳しい変更（非正規雇用の拡大）等を招くことになった。

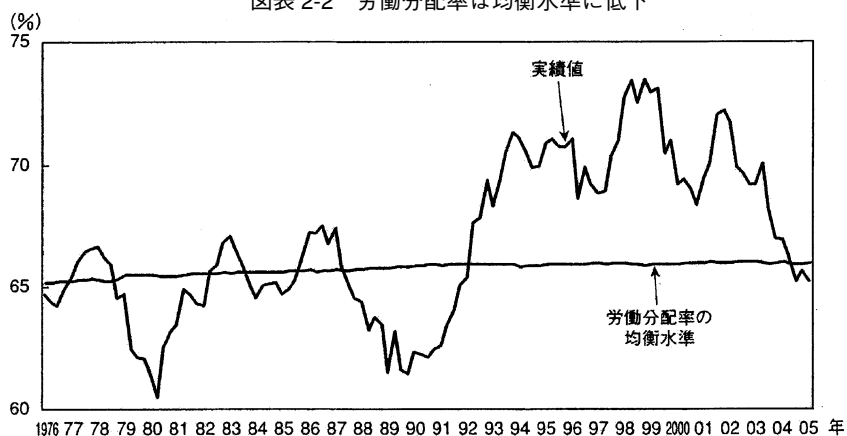
過剰な債務は、企業の借入れや社債発行という他人資本による資金調達が増加している事態に対して、適切に利益を上げる投資が行われただけでなく、投資対象となっている土地や有価証券の価格が下落し、更には元利金の支払いのために利益を圧迫している事態を指す。企業のバランスシート上では、負債の増加とは対照的に資産の評価額が低下し、更にはその事態が進行すると自己資本を毀損させるに至り、最終的には債務超過の要因ともなる。企業サイドの過剰な債務に対応するのは、事実上、銀行の不良債権である。当該期間を通して、銀行はその処理に悩まされ、収益が圧迫されるばかりか赤字決算を余儀なくされてきた。そして経営危機さらには金融不安までも招来した。別稿で、詳しく検証しているので参照されたい<sup>2</sup>。

図表 2-1 雇用過剰感は解消



(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
2. 全規模全産業。05年第3四半期は先行き見込値。  
3. 04年3月調査から調査方法が変更。このためグラフが不連続になっている。  
(出所) 内閣府『平成17年版経済財政白書』2005年、18頁。

図表 2-2 労働分配率は均衡水準に低下



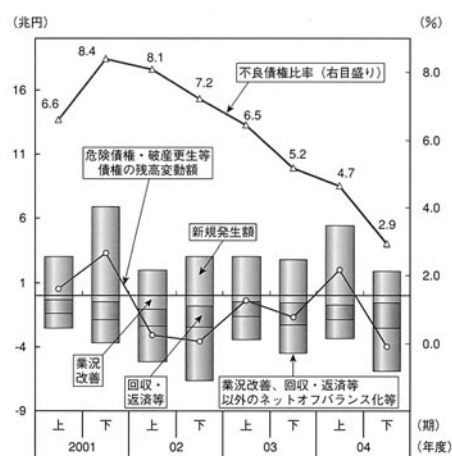
(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」により作成。  
2. 労働分配率 = 人件費 / (人件費 + 営業利益 + 減価償却費)。  
(出所) 内閣府『平成17年版経済財政白書』2005年、31頁。

しかし、最近において、これまでの経済状況とはかなり様相を異にする事態が生まれてきた。内閣府『経済財政白書』（17年度）によって確認しよう。「過剰設備の調整は、基本的には新規投資の手控えや遊休化・老朽化した設備の廃棄（除却）によりすすめられた。（中略）2005年に入って設備過剰感は極めて低水準となっており、ほぼ問題はない<sup>3</sup>と判断して、図表1を例示する。

次いで「2002年からの景気回復、さらには、高齢者の退職が徐々に進んでいることなどを背景に、企業の雇用判断で見ると、2004年末までに過剰雇用は解消した<sup>4</sup>と判断して、図表2-1,2-2を例示する。

さらに「過剰債務の調整のために、企業部門は利益のかんりの部分を負債の返済に充てたほか、資産処分による借金返済などが必要になった。この結果、有利子負債キャッシュフロー比率は、バブル期前の水準まで低下した。2005年に入ってから、主要行の不良債権比率が2.93%（3月期）に低下し、銀行の貸出態度は改善が続いている。このように企業側からみても金融機関側からみても過剰債務の調整は終了に向けて近づいている<sup>5</sup>と評価して、図表3を例示する。

図表3 主要行の不良債権問題は正常化



(備考) 1. 各行決算資料（大手11行、2002年度上期以前のりそな銀行は2銀行合算）、金融庁「不良債権の状況等」により作成。  
2. 図中の「不良債権比率」以外のグラフは左目盛り。  
3. 「業況改善、回収・返済等以外のネットオフバランス化等」には部分直接償却、清算型処理、債権流動化等が含まれる。  
(出所) 内閣府『平成17年版経済財政白書』2005年、47頁。

かくして3つの過剰感は、ようやく近年になって、払拭されてきたという。これらの過剰感の払拭こそ、次の景気拡大軌道に乗るための必要条件であった。しかし、過剰設備、過剰雇用、過剰債務が解消することによって、直ちに経済活動が活発化して経済が成長軌道に向かうと考えるのは安易といわざるをえない。それらは経済活動にとっての重石であり、その解消は、活性化のための要件ではあっても十分条件ではない。十分条件としては、

起動力としての需要の拡大が求められる。幸いにして、外需依存の高い日本経済にとっては、近年における米を中心とした世界経済の成長は大きな牽引力となっていた。IMFの世界経済見通し（World Economic Outlook）によると、2004年の世界経済の成長率は5.3%で、過去30年間に於いて最も高い成長率を記録した。そして05年は4.8%を達成し、06、07年の成長率予想は若干低下させても4.3%とのことで、まだまだ外需依存の高い日本経済にとっては、好都合な経済環境にあると考えられる。需要が供給を呼び起こし、その供給がさらに需要を作り出すという循環を描きつつあると考えられる。今回の景気回復は、40年不況後の「いざなぎ景気」と比較され「いざなぎ」越えさえ議論されるほどに、長期にわたる上昇気配を感じさせるもので、大企業では軒並み史上最高の利益を計上している。しかし、景気上昇期間の長さはともかく、当時の高度成長の内実にはるかに及ばないことは、経済成長率や個人所得の推移を一瞥するだけでも明らかとなる。

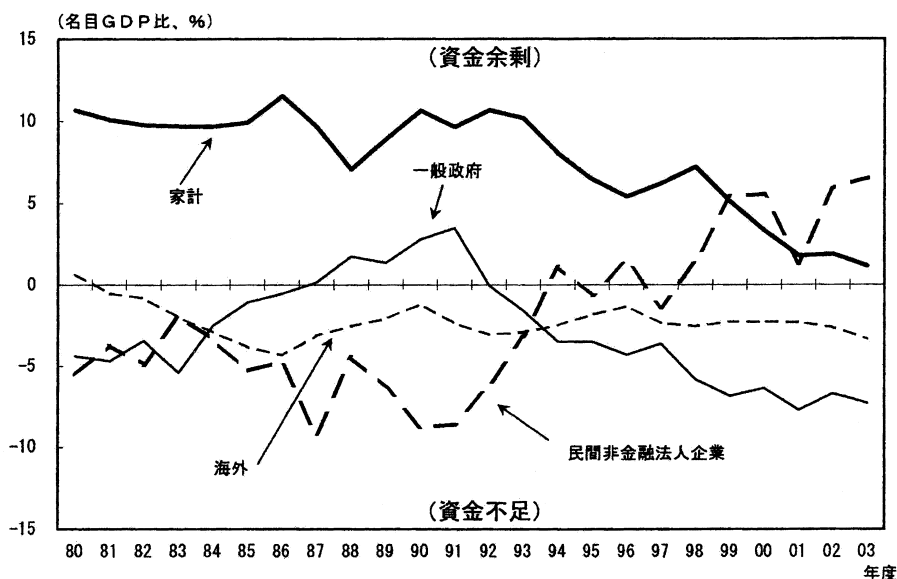
## 2節 資金余剰・不足部門の交替と家計貯蓄率の低下

現下の景気動向を確認したうえで、日本銀行作成による「資金循環統計」を手がかりに、90年代以降のわが国資金循環構造の変化を概観する。図表4は、80年度以降の部門別「資金過不足」の推移（対名目GDP）を示したものである。資金の過不足は、貯蓄・投資という実体経済の関係をマネーの側面から捉えたものであり、部門毎の「貯蓄マイナス投資」と概念上一致する。それ故、部門毎の資金余剰は貯蓄超過を、資金不足は投資超過を表すことになる<sup>6</sup>。

80年代を通して、民間非金融法人企業（以下法人企業と略記）は、ほぼ最大の資金不足＝投資超過部門で、それに対して家計は最大の資金余剰＝貯蓄超過部門であった。この構図は、一般に言われているように、家計の貯蓄超過が金融仲介を通して法人企業の資金不足をまかない、投資資金として活用されたと理解することができる。とりわけ80年代後半のバブル期においては、家計と一般政府の資金余剰に照応するように、法人企業は資金不足を拡大させた。この間、法人企業は、一方で貯蓄を上回る投資のための資金を調達して資金不足を賄いながらも、他方では資金の運用・調達を両建てで拡大させつつ、金融資産の拡大にも精力している姿が見てとれる（後掲図表11参照）。

90年代に入ると様相は一変する。バブル経済の崩壊を経て、法人企業の資金不足は急速に縮小に向かい、既にその半ばには資金の過不足なしという事態を招来する。

図表4 部門別の資金過不足



- (注) 1. 家計は、個人企業を含む。  
 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）。  
 (出所) 日本銀行調査統計局「資金循環統計から見た1980年代以降のわが国の金融構造」『日本銀行調査季報』2005年、春（4月）、5頁。

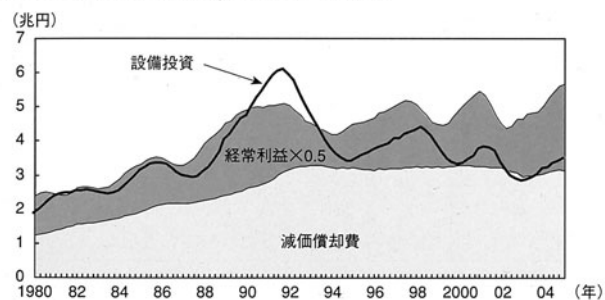
実体経済においては、貯蓄と投資がほぼ均衡する状況となり、その実情は縮小均衡に近いものであった。同じく資金の過不足なしという事態であっても、貯蓄と投資が同程度に拡大するケースと、逆に同程度に縮小するケースを想定できるが、両ケースが実体経済に及ぼす影響は正反対で、当該期は縮小均衡の時期と考えられる。そして98年度以降は逆に貯蓄が投資を上回り、法人企業は資金余剰部門へと転換することになった。照応するように、一般政府部門は90年に前後して記録した資金余剰を急速に縮小させ、一挙に資金不足部門へと転換させている。わが国の経済活動における最大のセクターであり、牽引的セクターでもあった法人企業が、このように数年にもわたり貯蓄超過を記録していることは、少なくとも戦後経済のなかでは異例の事態といわざるを得ない。このことの含意は、少なくともこの間においては、かつてのように企業の投資、特に設備投資が経済活動を牽引する役割が薄れ、結果として低成長を余儀なくされてきたということである。対応して政府需要が、その不足部分を曲がりなりにも補填する役割を果たしてきたと考えられる。図表5が示すように、90年代初めには未だキャッシュフローを上回る設備投資が行われ、大幅な資金不足を経験していたのに対して、その後の設備投資の額は、逆にキャッシュフローの範囲内にとどまり、投資余力を残しつつ企業経営が行われてきたともいえる。

法人企業部門が資金余剰という事態を招来している大きな要因は、この設備投資の動向にあったと考えられる。

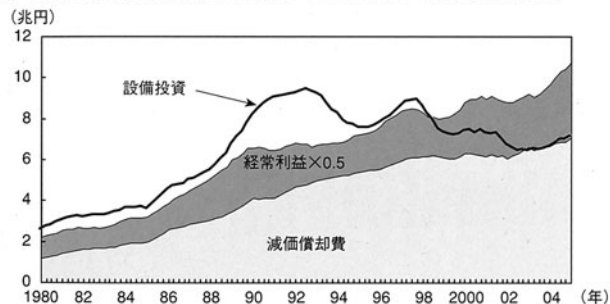
そして、最近になってようやく設備過剰感の解消が見られ、設備投資が活発化しうる条件が整ってきた。その結果、04年度実績としては前年比27%に上る設備投資の拡大であり、最近における景気拡大の一つの大きな牽引力になっていると考えられる（図表6参照）。この設備投資

図表5 設備投資とキャッシュフロー

## (1) 製造業の設備投資はキャッシュフローの範囲内

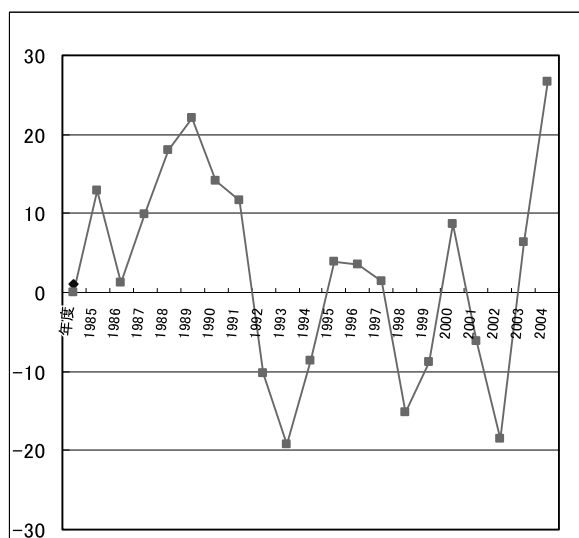


## (2) 非製造業の設備投資は98年以降キャッシュフローの範囲内に留まる



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。4四半期平均。  
 2. 設備投資はソフトウェア投資を含まず。  
 3.  $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} \times 0.5 + \text{減価償却費}$ 。  
 (出所) 内閣府「平成17年版経済財政白書」2005年、23頁。

図表6 設備投資増加率の推移(%)



(注) 設備投資額は、「有形固定資産(土地を除く)増加額」と「減価償却費」の合計値を表す。

(資料) 大蔵省・財務省『法人企業統計年報』各年報より作成。

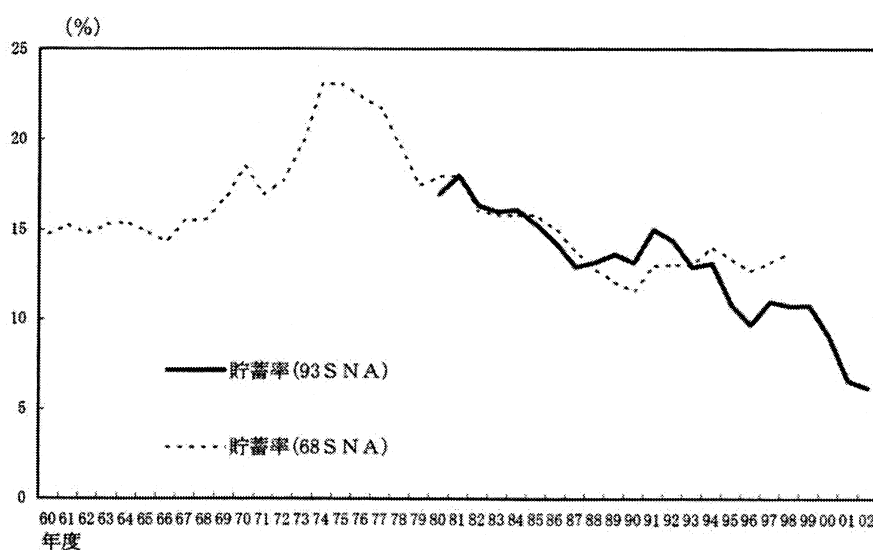
の拡大が継続することになれば、いずれ法人企業部門も、資金余剰の縮小、更にはかつてのように資金不足への転換が予想されるので、注意深く観察していく必要があるだろう。

法人企業とは逆に、これまで資金の最終的供給部門として君臨し続けてきた家計は、前掲図表4からも明らかなように、90年代に資金余剰の度合を縮小させてきた。そればかりか、99年度以降01年度を除き、最大の資金余剰主体としての地位を法人企業に譲るまでに至っている。

従来、ともすれば高い家計の貯蓄率に対しては、「諸外国に比べ高すぎる貯蓄率が消費の低迷を招き、経済停滞の原因である」、更には「国際収支の不均衡とりわけ経常収支の大幅黒字は、家計の高い貯蓄率に起因する」<sup>7</sup>として批判されることがしばしばであった。その批判の当否はしばらく措くとして、近年、貯蓄率の傾向的低下が顕著となるに従って、高い貯蓄率ではなく、貯蓄率の低下が逆に問題視されるに至っている。「家計から金融機関を経由して企業の設備投資に回っていたお金が減り、将来の設備投資のための資金が不足する」、「日本経済が成長を保つ資金をどう円滑に確保するかが課題」<sup>8</sup>となる、等々。これらの議論の多くは、貯蓄率の変動を直接的原因として説明するのであるが、これら様々な現象と貯蓄率は単純な因果関係にあるものとして捉えられるであろうか。さらには、家計の貯蓄率の妥当な水準は算定できるであろうか。筆者には、いずれも懐疑的である<sup>9</sup>。

家計における資金余剰は、概ね貯蓄率(貯蓄/可処分所得)の推移に連動すると考えられる<sup>10</sup>。貯蓄率の推移を図表7から確認すると、70年代半ばに20%を上回るという高貯蓄率を記録してからは傾向的に低下を示している。貯蓄率の変動要因については、年齢構成の変化による高齢化要因説(無職高齢者層の増加、ライフサイクル仮説)をはじめ、将来生活不安定説(不確実性の高まりによる消費の延期)、国民性を含めた遺産動機による貯蓄説、経済発展段階説、所得や金利の変動、インフレへの対応説等々、数多く指摘されてきた。短期的にはともかく中長期的な70年代以降の低下傾向に対して、一貫した論理で

図表7 貯蓄率の長期的な推移



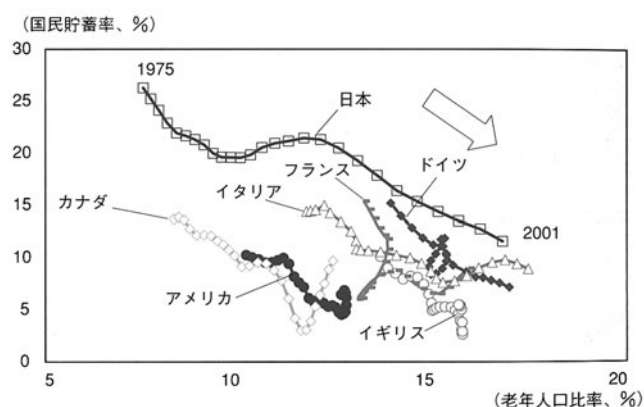
(資料) 内閣府「国民経済計算」。

(出所) 古賀麻衣子「貯蓄率の長期低下傾向をめぐる実証分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.04-j-12, 2004年8月, 図表1。

合理的に説明することは容易でない。

内閣府『経済財政白書』（平成15年版）は、この長期的な貯蓄率の低下について、図表8を例示して高齢化要因説を重視する。貯蓄率の低下によって、一定の条件付きではあるが「資本ストックの蓄積が阻害され、経済成長率は低下していく可能性が高い」<sup>1)</sup>と警告し、貯蓄率の低下を海外からの資本流入によって補完すべくその促進策を提案する。同『白書』のこの推論には2つの問題が伏在する。第1には、人口構成が高齢化（＝無職高齢者層比率の上昇）すれば、十分でない公的年金制度の下では貯蓄を取り崩して生活費に充てなければならない層が増加することになるとして、家計貯蓄率の低下を推定す

図表8 少子高齢化により貯蓄率は低下



（備考）1. OECD "National Accounts", "Labour Force Statistics" 等により作成。  
2. 老年人口比率は、総人口に占める65才以上人口の割合。  
3. 数値は1975年から2001年までの後方5ヵ年移動平均。  
（出所）内閣府『平成15年版経済財政白書』2003年、196頁。

図表9 人口の年齢構成に関する指標：1884～2004年

| 年次   | 人口割合(%) |        |       | 平均年齢<br>(歳) |
|------|---------|--------|-------|-------------|
|      | 0～14歳   | 15～64歳 | 65歳以上 |             |
| 1884 | 31.63   | 62.65  | 5.72  | 28.9        |
| 1888 | 33.73   | 60.77  | 5.49  | 28.2        |
| 1898 | 32.83   | 61.67  | 5.50  | 28.0        |
| 1908 | 34.22   | 60.53  | 5.25  | 27.7        |
| 1920 | 36.48   | 58.26  | 5.26  | 26.7        |
| 1930 | 36.59   | 58.66  | 4.75  | 26.3        |
| 1940 | 36.68   | 58.52  | 4.80  | 26.6        |
| 1947 | 35.30   | 59.90  | 4.79  | 26.6        |
| 1950 | 35.37   | 59.69  | 4.94  | 26.6        |
| 1955 | 33.38   | 61.30  | 5.32  | 27.6        |
| 1960 | 30.04   | 64.23  | 5.73  | 29.1        |
| 1965 | 25.61   | 68.10  | 6.29  | 30.4        |
| 1970 | 23.93   | 69.00  | 7.07  | 31.5        |
| 1975 | 24.33   | 67.75  | 7.92  | 32.5        |
| 1980 | 23.51   | 67.39  | 9.10  | 33.9        |
| 1985 | 21.51   | 68.18  | 10.30 | 35.7        |
| 1990 | 18.24   | 69.69  | 12.08 | 37.6        |
| 1995 | 15.95   | 69.49  | 14.56 | 39.6        |
| 2000 | 14.58   | 68.06  | 17.36 | 41.4        |
| 2001 | 14.36   | 67.67  | 17.97 | 41.8        |
| 2002 | 14.20   | 67.25  | 18.54 | 42.1        |
| 2003 | 14.03   | 66.92  | 19.05 | 42.5        |
| 2004 | 13.89   | 66.63  | 19.48 | 42.9        |

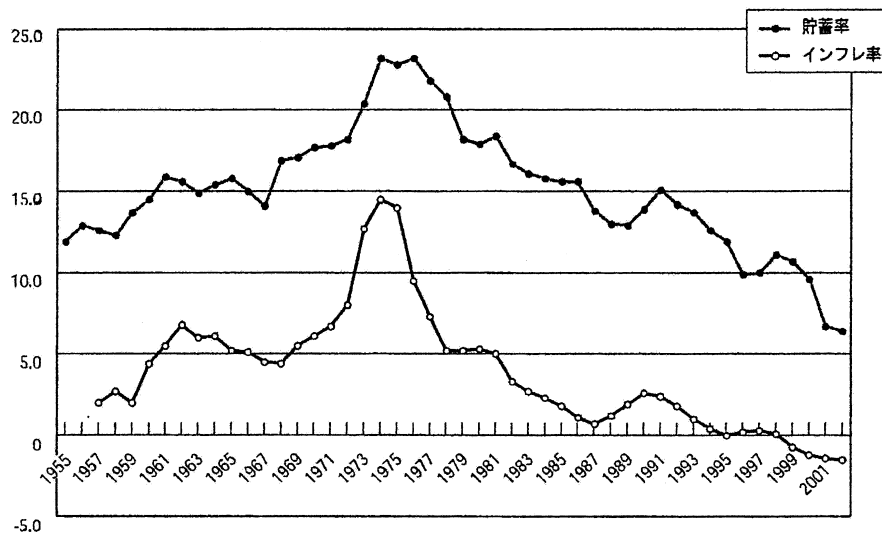
（出所）人口問題研究所 HP「人口統計資料集」より。

るのは難しいことではない。しかし、人口構成の高齢化は、その一つの要因であり得ても、この間の長期に互る貯蓄率低下を招くにいたった主要な原因説明とするには十分ではない。図表9から確かに80年代以降、65歳以上の人口比率は10ポイント以上の上昇で、老年人口比率は急上昇している。貯蓄率に及ぼすこのことの影響は少ないと推測できるが、老年人口比率は戦後一貫して上昇しているものであり、それにもかかわらず70年代までは貯蓄率が上昇している。貯蓄率の低下要因として、老年人口比率の上昇を過大評価するわけにはいかない。第2に、『白書』では、貯蓄率の低下→資本ストックの蓄積を阻害→経済成長率の低下という事態の進行を懸念して、蓄積資本不足をまかなうべく外資導入策を提案する。貯蓄率の低下は、『白書』が主張するように、果たして資本ストックの蓄積を阻害するであろうか。論旨をこのように展開するその念頭には、おそらく、貯蓄率の低下は蓄積のための資金不足を招き、資本蓄積が困難になるとの想定があるように思える。ここにはミクロの論理をマクロに応用しようとする経済学における合成の誤謬が見られる。個別企業にとって蓄積資金不足は、資本蓄積の阻害要因となるが、マクロ的にはそれほど単純ではない。この際の貯蓄率の低下は、それだけ需要の増加を示すものであり、さらには貯蓄率が仮にゼロになるとしても国内経済から貨幣資本が消えて無くなるものでもないからである。実態としても貯蓄率が大幅に低下してきた80年代以降、この長期間に互り総需要不足が大きくクローズアップされたことはあっても、資金不足が、とりわけ蓄積資本不足が一度たりと問題にされたことがあったであろうか。

同『白書』の分析とは別に、永田雅啓氏は図表10を作成して、貯蓄率とインフレ率の連動性に注目する。

貨幣価値の減少にともなう商品価格の上昇というインフレーションに注目すると、一般に貨幣や金融資産よりも実物資産に対する選好が、貯蓄よりも消費に対する選好が高くなると予想される。それ故、インフレーションは直接的には貯蓄率を低下させる要因として作用すると考えられる。他方で、物価の上昇により予想される将来生活の不安に注目すると、インフレーションは貯蓄率を上昇させる要因とも考えられる。インフレーションという一つの現象が、同じように貯蓄率に対して正反対に作用する要因として考えることができる。将来生活を優先させる貯蓄率の上昇か、現在価値額を優先させる貯蓄率の下落かの違いとなるが、長期的傾向を統計データで確認すると、インフレ率と貯蓄率は極めて高い相関が認められる。このデータから、永田氏は、以下のように論証を試みるが、十全に説明し切れているわけではない。す

図表 10 日本の貯蓄率とインフレ率の長期的な推移（％）



（注） インフレ率は民間最終消費支出デフレーター（3年移動平均）。

（資料） 国民経済計算，内閣府経済社会総合研究所。

（出所） 永田雅啓「貯蓄率はなぜ下がったか—日米家計貯蓄動向の要因分析—」『季刊 国際貿易と投資』No.55, Spring, 2004年, 9頁。

なわち「インフレで一般物価が上昇すれば、金融資産の実質価値が減少し、実質消費も減少（貯蓄率は上昇）する」というピグー効果を紹介する。また、インフレ時には「実質所得が減少したと錯覚するため、相対的に消費を抑制しようとする可能性がある」、さらには「預貯金等の金融資産が目減りするのために、それを補填するために消費を抑制して貯蓄を増大させようとする可能性もある」等々<sup>12</sup>。これらの要因を紹介しつつも、永田氏自身は「家計貯蓄率とインフレ率との関係については、両者の直接的な因果関係ではなく、両者に関連する第3の要因が存在して両者間の相関関係が高くなっている可能性もある。」<sup>13</sup>として、明言を避ける。

このような長期的な家計貯蓄率の低下について、内閣府の「国民経済計算」による最新の統計では、05年度は3.1％という極めて低い家計貯蓄率を記録するに至っている。貯蓄率は、先に見たとおり、可処分所得に対する貯蓄の比率である。その低下は、可処分所得の増加もしくは貯蓄の減少に起因する。この間、景気の低迷や、景気上昇期にあっても個人所得の停滞や労働分配率の低下が余儀なくされてきた実情からすると、貯蓄率低下の直接的原因は所得に対する貯蓄額の減少、すなわち消費性向の高まりが大きく寄与していると考えられる。そして景気回復の進展とともに、もし消費性向の低下が実現するとすれば、貯蓄率の低下傾向も反転する可能性が出てくる。ただし、高齢化が進展してゆく限りにおいて、貯蓄率の低下が通奏低音のごとく進行することは避けられないであろう。だからといって、『白書』が懸念する投資資

金の不足から投資の停滞、景気の停滞から日本経済の縮小を単純に予測することはミスリードとなりかねない。

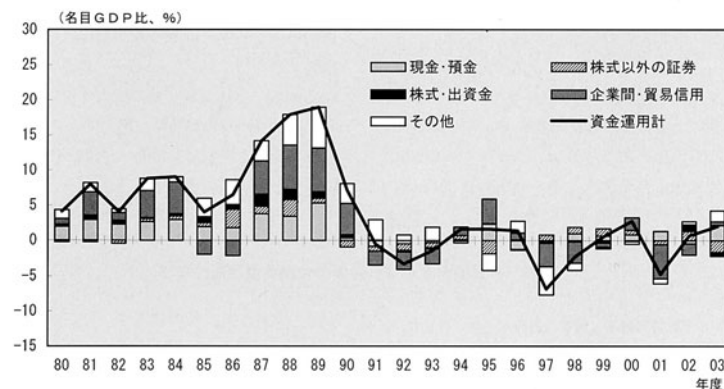
### 3 節 民間非金融法人企業の資金余剰への転換とその影響

前節で確認したように、バブル経済の崩壊以降、法人企業は急速に資金不足を縮小させ、ついには自らを資金余剰主体に転換させるという異例の事態を招いている。しかも単に資金余剰主体への転換ということにとどまらない。不況の反映として経済活動が停滞し、資金の調達・運用両面における縮小の下での資金余剰への転換という事態である。前節で触れたように、同じく資金余剰への転換といっても、資金の調達・運用両面における拡大傾向の下での資金余剰であればまだしも、縮小の下での資金余剰ということである。法人企業が中心的経済セクターであり、牽引的な経済セクターであるだけに、実物投資や金融投資の停滞を中心にして経済活動全般に与える影響は少なくなかった。

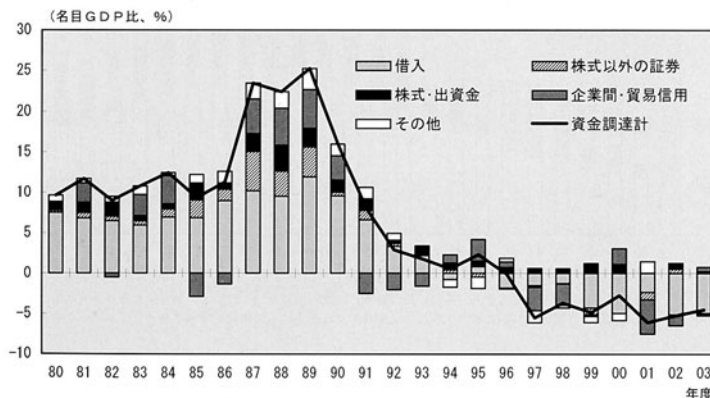
図表 11 から明らかなように、法人企業における資金の調達・運用（フローベース）の対 GDP 比率は、いずれも90年代に入り急速に低下している。まず資金運用面では、経済活動の停滞を直接に反映して、企業間・貿易信用の大幅な縮小さらには残高の減少が顕著である。企業間・貿易信用については、与信面ばかりでなく受信面においてもほぼ同様の傾向が読み取れる。これらは実体経済の停滞を反映した姿であり、実体経済に照応した金融活動の受動的な側面を示している。企業間・貿易信用以上に

図表11 民間非金融法人企業の資金運用・調達（フロー）

## (1) 資金運用（フロー）の推移



## (2) 資金調達（フロー）の推移



（出所）日本銀行調査統計局「資金循環統計からみた1980年代以降のわが国の金融構造」  
『日本銀行調査季報』2005年、春（4月）、15頁。

顕著な変化を呈しているのは借り入れである。従来、資金調達面で最も大きな比重を占めてきた借入金も、90年代に入り同様に著しく縮小させ、その後半以降は残高を毎年減少させるという顕著な特徴を示している。すなわち、資金の借り入れを上回る返済が実施される姿を浮き彫りにしている。90年代不況過程が深化するとともに、一方で健全な借り入れ需要が縮小し、金融機関の貸出量が伸び悩んだ一つの結果である。他方、大きく社会問題になったことであるが、典型的には信用を供与する立場にある銀行が、不良債権の累積とともに、借り手に対して貸し渋りや貸し剥がしを行うことによって貸し出しの抑制を図ったことも大きく影響していると考えられる<sup>14</sup>。この貸し渋りや貸し剥がしの要因については議論の残るところだが、少なくとも信用経済におけるその機能不全の問題として、注目された。銀行自らの行動によって銀行信用が収縮し、それにともなって実体経済が縮小することになったとすれば、本来実体経済の発展に資すべき金融活動が、逆にそれを阻害しているということで、重要な問題を提示することになる。すなわち金融システ

ムの機能不全の問題として、金融制度上の解決すべき重要な課題として提起されたのである<sup>15</sup>。

ところで、法人企業の資金受給状況について少し詳しく見ると、図表12のとおりで、それをグラフ化したのが図表13～16である。日本銀行による「資金循環統計」と財務省による「法人企業統計」では、統計データや処理方法が若干異なるので完全に一致するわけではないが、基本的なトレンドはそれほど変わるものでない。「法人企業統計」によると、資金調達の合計は、図表13より93年度までは顕著な減少を示しているが、それ以降は、01年度02年度を除けば、若干の増減は認められるもののおおむね安定している。この資金調達額を内部調達と外部調達に区分して示すと、図表14のようになり、99年度以降外部資金調達は純減を記録するに至っている。この外部調達の内訳を示したのが図表15で、借入金の純減は98年度以降であるが、99年度以降の借入金の純減額の大きさが外部調達全体を純減にするのに大きく寄与している。増資は、00年度までは増加しているが、01年度以降純減となっている姿も借り入れ同様に特徴的である。図表16

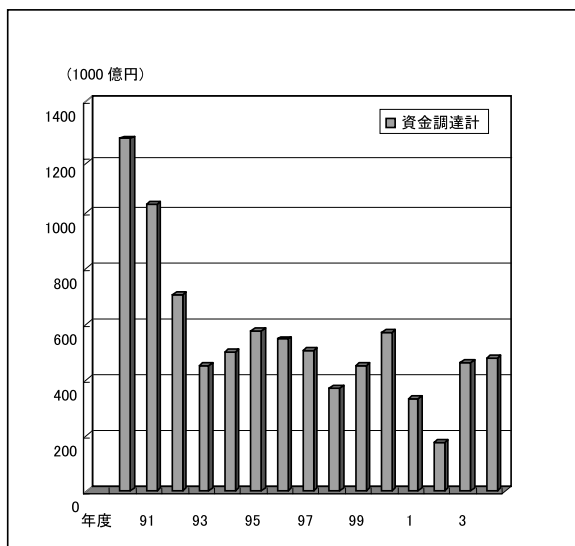
図表 12 法人企業資金受給状況

| 資金調達 (1000 億円) |      |     |      |      |      |      |
|----------------|------|-----|------|------|------|------|
| 年度             | 増資   | 社債  | 借入金  | 外部調達 | 内部調達 | 合計   |
| 1990           | 50   | 36  | 544  | 630  | 636  | 1266 |
| 91             | 27   | 47  | 306  | 379  | 650  | 1029 |
| 92             | 12   | -1  | 217  | 227  | 479  | 707  |
| 93             | 22   | 26  | 65   | 113  | 336  | 449  |
| 94             | 21   | -3  | 51   | 69   | 430  | 499  |
| 95             | 18   | -21 | 40   | 37   | 540  | 577  |
| 96             | 38   | -11 | 3    | 29   | 517  | 546  |
| 97             | 22   | 0   | 40   | 62   | 442  | 505  |
| 98             | 14   | 36  | -18  | 33   | 338  | 371  |
| 99             | 28   | -11 | -114 | -98  | 551  | 453  |
| 2000           | 45   | -34 | -116 | -105 | 677  | 572  |
| 1              | -1   | -23 | -44  | -67  | 399  | 332  |
| 2              | -43  | -18 | -174 | -235 | 413  | 177  |
| 3              | -80  | 0   | -180 | -260 | 720  | 460  |
| 4              | -169 | -16 | -134 | -320 | 796  | 477  |
| 合計             | 4    | 7   | 486  | 494  | 7924 | 8420 |

| 資金運用 (1000 億円) |        |      |       |       |      |       |       |
|----------------|--------|------|-------|-------|------|-------|-------|
| 年度             | 固定資産投資 | 運転資金 | 資金需要計 | 現金・預金 | 有価証券 | その他投資 | 資金運用計 |
| 1990           | 725    | 367  | 1092  | -11   | 96   | 88    | 174   |
| 91             | 801    | 218  | 1019  | -83   | 38   | 55    | 10    |
| 92             | 681    | 21   | 702   | -72   | 25   | 51    | 5     |
| 93             | 528    | -67  | 460   | -55   | 7    | 36    | -11   |
| 94             | 497    | -31  | 466   | -10   | 18   | 25    | 33    |
| 95             | 506    | 27   | 533   | -36   | 56   | 24    | 44    |
| 96             | 504    | 13   | 518   | -23   | 23   | 28    | 28    |
| 97             | 517    | -2   | 514   | -24   | -4   | 18    | -10   |
| 98             | 446    | -110 | 336   | -7    | 4    | 37    | 35    |
| 99             | 454    | -64  | 391   | -2    | 33   | 32    | 63    |
| 2000           | 434    | 5    | 439   | -6    | 109  | 30    | 133   |
| 1              | 407    | -32  | 375   | -33   | -71  | 61    | -43   |
| 2              | 294    | -33  | 261   | -60   | -50  | 27    | -84   |
| 3              | 318    | 24   | 342   | 27    | 129  | -38   | 118   |
| 4              | 371    | 7    | 378   | 31    | 75   | -7    | 99    |
| 合計             | 7483   | 343  | 7826  | -364  | 488  | 467   | 594   |

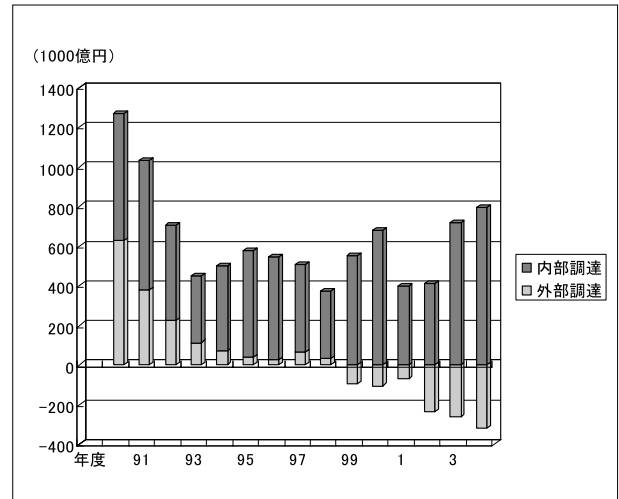
(注) 1. 増資 = 資本金 + 資本準備金。  
 2. 内部調達 = 内部留保 (利益準備金, その他剰余金, 引当金, 特別法上の準備金, その他の負債) + 減価償却。  
 3. その他投資は長期貸付金, 投資不動産等を指す。  
 (資料) 大蔵省・財務省『法人企業統計年報』各年版。

図表 13 法人企業の資金調達計



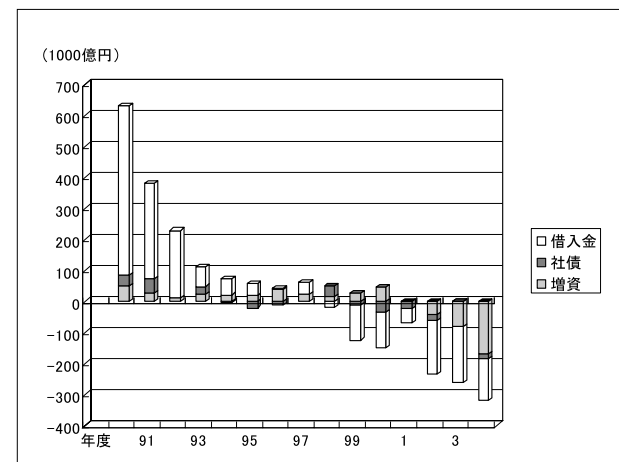
(資料) 図表 12 に同じ。

図表 14 法人企業外部・内部資金調達の推移 90～04



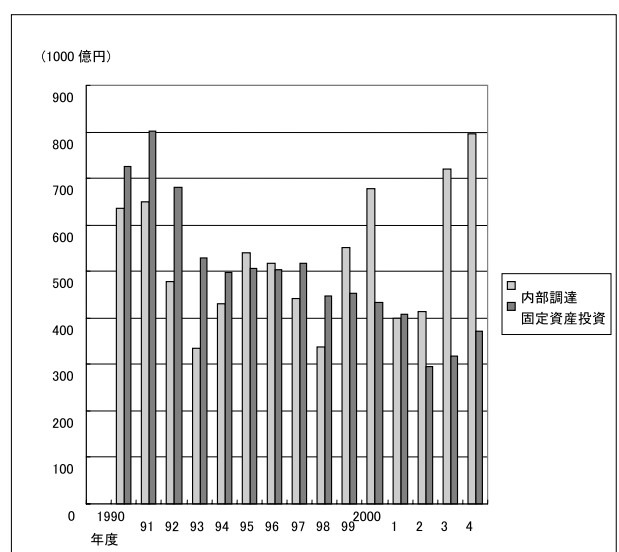
(資料) 図表 12 に同じ。

図表 15 法人企業外部資金調達（内訳）の推移 90～04



(資料) 図表 12 に同じ。

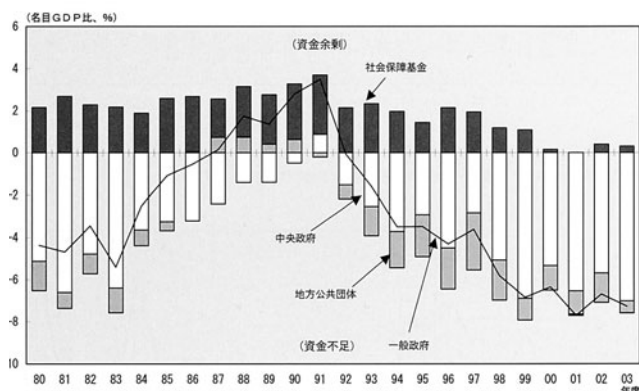
図表 16 法人企業の内部調達でまかなう固定資産投資



(資料) 図表 12 に同じ。

からは、必要な資金需要の大半が、内部調達でまかなわれている様子が、さらに99年度以降では、01年を例外として、その内部資金調達額が固定資産投資を圧倒的に上回っている様子が明らかとなる。そして法人企業が調達した資金の運用状況について、その大半が固定資産投資と借入金の返済等に充当されている姿は、前掲図表12から読み取ることができる。例えば04年度について、79.6兆円を内部調達で賄いながら、固定資産投資に37.1兆円、運転資金に0.7兆円、有価証券等の運用に9.9兆円、そして返済等に32.0兆円という形で、特異な資金運用の姿が浮き彫りになる。

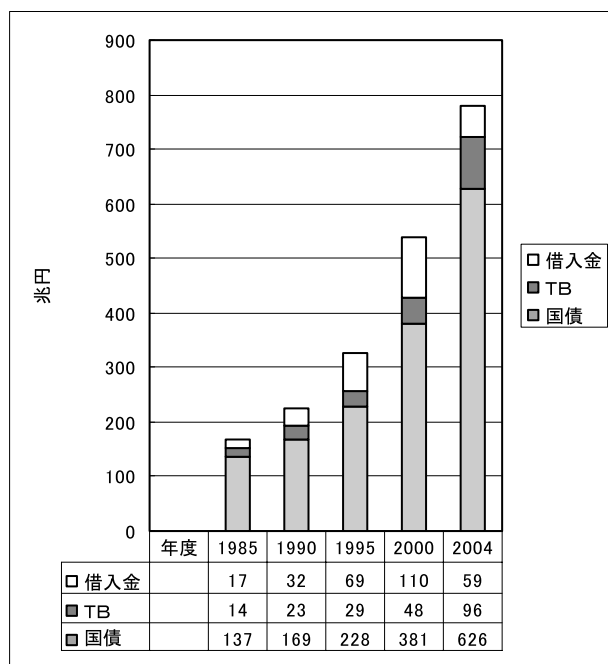
図表17 一般政府の部門別の資金過不足



(注) 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(1998年度)。

(出所) 日本銀行調査統計局「資金循環統計から見た1980年代以降のわが国の金融構造」『日本銀行調査季報』2005年、春(4月)、20頁。

図表18 政府債務の推移 85～04



(注) 1. 借入金は、原則として年度を超えるもの。

2. 2000年度以前の借入金には、郵政事業・郵便貯金特別会計の借入金を含む。

(資料) 日本銀行『日本銀行統計』2005年、秋号より作成。

法人企業の外部資金調達が純減を記録してその傾向が拡大していること、しかも内部調達が拡大傾向にあって固定資産投資を上回る規模で実現していること、これらの事実は、金融機関経営に対して大きな難題を提起している。個々の企業のケースであればともかく、部門としての法人企業が、このように設備投資資金を含む固定資産投資を外部資金ではなく内部資金でまかなう姿、さらにはその結果借入金の返済までも図る姿は、産業が金融に期待する内容が、従来のように必要な資金量の調達という資金移転機能よりも別の機能に変化してきていることを示すものといわざるを得ない。今後の設備投資状況の変化にもよるが、固定資産投資額と内部調達額の逆転現象とその傾向の拡大は、今後の金融機関とりわけ銀行のあり方や証券市場の役割を考える際、重要な示唆を提供することになるだろう。金融機関や市場の役割について、資金の移転機能にのみとらわれて理解するとすれば、大きな過ちを犯しかねない。今後の事態の展開—実体経済とそれに照応する金融の動向—は刮目に値する<sup>16 17</sup>。

#### 4節 政府部門における資金不足の拡大と異常な大量国債発行

90年の前後数年は例外であるが、一般政府自体は、この間、資金不足部門として推移し、特に90年代前半から資金不足の度合いを強めている。一般政府における部門別の資金過不足状況は図表17の通りで、バブル経済の時期に改善しつつあった資金不足も、その崩壊とともに一挙に資金不足幅を拡大させて悪化の度合いを強めてきた。中でも特に顕著な資金不足を引き起こしているのは中央政府で、バブル期に見せた改善の様相は、91年度に1年間だけ資金余剰を経験して後は、傾向的に資金不足幅を拡大させている。バブル経済崩壊以降における経済の停滞とりわけ民間経済活動の停滞に対して、景気拡大策として公的セクターによる需要拡大策（大幅な企業減税と公共事業の拡大）が長く採られ続けてきた結果ともいえる。このことによる中央政府および地方公共団体の資金不足幅の拡大に加えて、少子高齢化の影響と考えられる社会保障基金の新規積立額の減少という事態も、一般政府の資金不足を拡大させている要因である。そのような影響があるとはいえ、中央政府の資金不足の拡大は、前代未聞の状況と云わざるをえない。政府債務残高は、図表18の通りで、04年度末には782兆円となり、GDP(505兆円)比で1.5倍、一般会計税収(46兆円)比で実に17倍を記録するに至っている。たとえば年収600万円のサラリーマンであれば、大まかに言って1億円余の借金を抱えるのと同様である。年間200万円の元本の返済を行うとして、それとて相当無理を強いられるが、50年

余を要する。そして債務の返済とともに、金利の支払いが付きまとう。元利払いが滞れば、残高が雪だるま式に増えてゆくことは、近年社会問題化している「サラ金地獄絵」図さながらとなる。通常の状態の持ち主であれば、通常の形で返済はとおぼつかないと考えざるをえない。

そこで政府は、とりあえずプライマリーバランス（基礎的財政収支）について、2010年代初頭に黒字化を目指すという。プライマリーバランスは、「借入れを除く税収等の歳入と過去の借入れに対する元利払いを除いた歳出」<sup>18</sup>の差額ということで、借入れにかかわる収支を除いて、当該年度の歳入出が均衡すること、さらには黒字化を目指すということである。ちなみに04年度のプライマリーバランスの場合、一般会計は歳入（税収入＋税外収入）が49兆円に対して歳出が57兆円で、8兆円の赤字である。差し当たり、この赤字の黒字化を目指すということで、手法としてはそこから始める以外にない。まずそのことを実現できれば、過去の債務の影響を考慮外として単年度で債務が増加することはないからである。しかし、現実には、過去の債務を棚上げすることは不可能である。782兆円という債務残高からして、果たして債務の完済は、実現可能と考えられるであろうか。実状は、先の「サラ金地獄絵」図の姿と変わらない。第1に、債務残高の増加ペースが異常である。図表18より試算すると、最初の5年間、すなわち80年代後半における年平均の債務増加額が11兆円、次の5年間、90年代前半は20兆円、90年代後半は42兆円、そして00年代前半4年間の年平均債務増加額は実に61兆円にも達している。この最近4年間における一般会計の年平均歳入が47兆円で、債務の年平均増加額61兆円を大幅に下回るということは、事実上、債務返済のために債務を形成せざるを得ないという債務が雪だるま式に増加している状況で、異常と表現する以外にない。第2に、今後の金利動向の如何にもよるが、景気の拡大が予想され、長期金利も早晚上昇が見込まれる。景気の拡大は、一方で税収の増加を予想させて財政改善要因と考えられるが、他方ではクラウドイングアウトと同時に金利の上昇要因となる。金利の上昇は債券価格の下落とほぼ同義であるので、金利上昇予想＝債券価格の下落予想は、資産価値の保全を目指した債券の販売圧力から、債券価格暴落の引き金となりかねない。結果は、わが国国債＝政府に対する信認の崩壊を招くことになる。そればかりか政府の直接的な利害から、金利上昇はそれだけ借換え債務や新規債務に対する金利負担の増加となり、財政悪化要因として避けたいところである。予想される長期金利の上昇が、債券市場の混乱を引き起こさないようにするためには、慎重かつ

大胆な政策の採用が期待される。ただし、このようなリスクの累積となるような政府債務の巨額化を未然に防ぐことこそが、そもそもの採られるべき政策であったであろう。

過去を嘆いても致し方がない。現実存在する782兆円（05年度末827兆円）の債務の処理こそが課題である。第1の手っ取り早い方法は、債務者利得を実現する高いインフレーションの進行を促すことである。しかし、これにはコントロールが不可能なハイパーインフレーションという大きなリスクを抱え込むばかりでなく、上述の金利上昇リスクや更には所得再配分における不公平ということが避けられない。国家の財政健全化のために、国民相互の間の不公平がどこまで許されるかは、たやすく解が見つかるものではない。そこで次善の策として、永久公債（いわゆるコンソル公債<sup>19</sup>）を発行することが考えられる。借換え債、新発債を含めて、コンソル公債を発行することによって、元本の返済が半永久的に猶予されることになる。事実上、債務の返済を棚上げにし、財政としては金利の支払いだけを行えば済むという負担の軽減を図ることができる。このメリットは、今日のように大量の借換え債を発行する方式に比べ、事実上の債務の棚上げを通して国債管理政策がはるかに容易になるということである。デメリットとして、有期国債に対して償還期限が無期限ということで、金利は相対的に高く設定することを余儀なくされることである。金利の上昇から生じる債券価格暴落のリスクから解放される訳ではないが、有期国債と比べて多少なりとリスクが緩和されるとすれば、重要な選択肢と考えなければならない。上にみたように、年間数10兆円の債務が増加してゆく状況は、早急に解消しなければならない。そのためには、当該年度におけるプライマリーバランスの黒字化と同時に、事実上の過去債務の棚上げが求められる。一旦リスクが顕在化することになれば、混乱の進行は誰にも止めることは出来ない。その前に適切な国債管理政策が提起されるべきである。

## おわりに

90年代以降、いわゆるバブル経済の崩壊を契機に、わが国資金循環構造は大きな変貌をとげてきた。第1に、最大の資金余剰部門から余剰幅の大幅な縮小を呈するにいたった家計は、その資金余剰の縮小と同時に、貯蓄率の低下が孕むさまざまな論点（インフレとの連動性、成長のための蓄積資本の不足問題、人口構成の高齢化との関連性等々）を浮き彫りにしたが、管見の限り説得的な内容が提示されているとはいえない。第2に、資金不足から資金余剰へ、そして最大の資金余剰部門へと転換し

た民間非金融法人企業は、経済活動の停滞を契機に、内部調達資金を増加させて設備資金をまかなうだけでなく、返済資金にさえ充てる形で外部調達資金を純減させてきた。このことは、金融機関や金融市場に対して従来の機能・役割を後退させ、新たな機能・役割を担うよう転換させかねない問題を提起している。さらには、バブル以降の不良資産問題は、金融機関の不良債権問題となり、金融システムの機能不全を如何に解消するかという課題も提起することになった。第3に、民間非金融法人企業部門とは対照的に、資金余剰部門から資金不足部門に転換し、その不足幅を拡大させて最大の不足部門に陥った一

般政府部門にとっては、巨大な政府債務が孕む難問を如何に解決するかという財政政策に課された課題が明確になった。リスク回避のための新たな国債管理政策が早急に求められている。

貯蓄率の低下、金融機関や金融市場の機能の変化や不全、そして大量国債の累積等々といった新しい変化や課題が、日本経済の眼前に立ちはだかっている。近年の景気拡大傾向が、これらの変化や課題に対して如何に解決策を提示できるかということについては、今後の推移を見守りながら、次の検証作業を俟たなければならない。

## (注)

- 1 本稿は、日本郵政公社北陸支社貯金事業部による委託研究（平成17年度、単独）の成果の一部に加筆修正したもので、広く一般に公表することを承認された当部関係機関に深謝する。
- 2 拙稿「1990年代以降における金融業の利益構造と若干の論点—銀行・証券業の利益構造の視点から—」金沢星稜大学『経済研究所年報』27号、2007年3月、および拙稿「銀行の特質と所謂不良債権問題」本誌、22号、2002年3月、参照。
- 3 内閣府『経済財政白書』（平成17年版）国立印刷局、2005年7月、19頁。
- 4 同上、17～18頁。
- 5 同上、20頁。
- 6 「資金過不足」が表現するのは、本文に記したとおり、实体经济における「貯蓄マイナス投資」をマネーの側面からフローで示したもので、両者の単純比較を表すものにすぎない。たとえば「資金不足」の事態は、当該部門において、必ずしも資金が不足してその分だけ資金調達を増やさなければならないというものではない。所得が、貯蓄と投資に分割されるとすれば、あくまで、当該期間における貯蓄額と投資額を比較して、投資額のほうが大きいことを示すのであることに留意すべきである。
- 7 鈴木準「家計貯蓄率の上昇が示すもの」大和総研、DIR、2005.1.14。
- 8 「貯蓄率低下止まらず」の見出しの下、「成長力維持に課題」とした『日本経済新聞』2006年2月1日付記事。
- 9 石川達也氏も「家計貯蓄率は『水準が高ければ良い、低ければ好ましくない』とか、逆に、『水準が高いのは好ましくないが、低いのは良い』という言い方が当てはまるものではない」（『高齢化が家計貯蓄率に与える影響』ニッセイ基礎研究所『エコノミストの眼』2002年2月18日号）と指摘する。
- 10 資金の過不足は「貯蓄—投資」なのに対して、貯蓄率は「貯蓄／所得」であるので、両者が一義的に連動するわけではない。所得を一定とすれば、貯蓄の減少は、資金余剰の減少と貯蓄率の低下として現れ、両者は連動する。
- 11 内閣府『経済財政白書』（平成15年版）国立印刷局、2003年10月、197頁。併せて、同17年版白書も参照されたい。

- 12 永田雅啓「貯蓄率はなぜ下がったか—日米家計貯蓄動向の要因分析—」『季刊 国際貿易と投資』Spring, 2004/No.55, 9～11頁。
- 13 永田雅啓、前掲論文、18頁。
- 14 加えて、90年代半ば以降の特徴でもある不良債権の処理にともなう貸出額の減少も、大きく影響していると考えられる。本来、返済にともなう貸出債権の減少の場合には、貸し出しと預金が両建てで減少するが、借り手にとって削除できる預金が不足する場合にはその処理ができず、不良債権の償却に際し、預金ではなく当期利益ないし貸倒引当金が充てられる。バランスシート上からは貸出金が強制的に削除され、不良債権という重石がなくなること、銀行経営にとっては好ましい展開と評価できる。
- 15 金融システムの機能不全の問題に関連して、次のような主張が提起されている。①金融システムの安定性を如何に図るのかとして、金融規制は当事者にモラルハザードを生み出すので、規制よりも「市場規律」を重視すべしとする主張である。②現行の金融システムは間接金融に偏り、銀行の機能不全が直ちに金融システム全体の機能不全となるという欠陥を持つので、それを改める必要がある。現行方式では、社会的リスクがすべて銀行に集中する仕組みであるので、これを解消して、最終的資金供給者がリスクを負担する仕組みに替えるなければならない。直接金融なり「市場型間接金融」（蛸山昌一『『市場型間接金融』序論』財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー』March-2001）方式を重視すべきとする主張である。とりわけ後者についての提案が注目されるので、稿を改めて検証したい。
- 16 R.C.MertonとZ.Bodieは、金融システムの機能として以下の6つを挙げる。「①取引を円滑にする決済の方法の提供 ②資源をプール化したり小口化したりする仕組みの提供 ③異なる時間、地点、そして産業の間で経済資源を移転する方法の提供 ④リスクを管理する方法の提供 ⑤経済のさまざまな分野における分散的な意思決定の調整を助ける価格などの情報の提供 ⑥情報の非対称性に基づくインセンティブ上の問題に対処する方法の提供」（Harvard Business School Global Financial System Project, *The Global Financial System: A Function Perspective*, Harvard Business School Press, 1995.邦訳、『金融の本質』野村総合研究所、2000年）である。

- 17 池尾和人氏は「90年代、あれだけ株式ブームで沸いていたアメリカにおいて、株式市場からの企業部門の資金調達はいずれマイナスであった」という事実に着目して、「資本市場は資金調達場であるという認識も少し（あるいは、大いに）違っている。むしろ企業を評価し、企業を値づけるのが資本市場の基本機能である」（『銀行はなぜ変わらないのか』中央公論新社、2003年、146頁）と主張する。
- 18 内閣府『経済財政白書』（平成17年版）国立印刷局、2005年7月、75頁。
- 19 コンソール公債について、「永久公債の典型とされるイギリスの国債」「政府に償還を行う選択権を認めているが、保有者には償還請求権はない」（吉野俊彦編『金融用語辞典』東洋経済新報社、1979年）とされている。

## 引用・参考文献、資料

- 池尾和人『銀行はなぜ変わらないのか』中央公論新社、2003年。
- 石川達也「家計金融資産に占める預貯金の割合が高いのはなぜか？」ニッセイ基礎研究所『エコノミストの眼』2001年11月19日号。
- 石川達也「高齢化が家計貯蓄率に与える影響」ニッセイ基礎研究所『エコノミストの眼』2002年2月18日号。
- 石川達也、矢嶋康次「家計貯蓄率のミステリー——高齢化が進行する中で上昇を続ける勤労者世帯の貯蓄率——」ニッセイ基礎研究所『REPORT』2001年6月。
- 一ノ瀬篤「バブル崩壊後における資金フローの変化」一ノ瀬篤編著『現代金融・経済危機の解明』ミネルヴァ書房、2005年、所載。
- 大蔵省・財務省『法人企業統計年報』各年版。
- 大島重衛「銀行の特質と所謂不良債権問題」金沢経済大学『経済研究所年報』22号2002年3月。
- 大島重衛「銀行対証券——『資金シフト』論から『金融証券化』論への系譜——」金融経済研究所『金融経済』220号、1987年1月。
- 共同通信社社会部『崩壊連鎖』共同通信社、1999年。
- 金融広報中央委員会 HP。
- 金融庁 HP。
- 久留間健、山口義行、小西一雄編著『現代経済と金融の空洞化』有斐閣、1987年。
- 古賀麻衣子「貯蓄率の長期的低下傾向をめぐる実証分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.04-J-12、2004年8月。
- 櫻川昌哉『金融危機の経済分析』東京大学出版会、2002年。
- 佐藤隆文『信用秩序政策の再編』日本図書センター、2003年。
- 人口問題研究所 HP。
- 鈴木準「家計貯蓄率の上昇が示すもの」大和総研、DIR、2005.1.14。
- 全国銀行協会 HP『全国銀行総合財務諸表』。
- 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社、2001年。
- 内閣府『経済財政白書』（平成15年版、同17年版）国立印刷局、2003年、2005年。
- 永田雅啓「貯蓄率はなぜ下がったか——日米家計貯蓄動向の要因分析——」『季刊 国際貿易と投資』Spring 2004/No.55。
- 中川忍・片桐智子「日本の家計の金融資産選択行動」『日本銀行調査月報』1999年11月。
- 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」『日本銀行調査季報』2005年、春（4月）。
- 日本銀行金融システムレポート「金融システムの現状と評価——銀行セクターを中心に——」2005年8月。
- 日本銀行 HP (BOJST04C.XLS) ・ (GIN0309.XLS), 『金融経済統計』等々。
- 服部泰彦「市場規律と日本の金融システム」『立命館経営学』44巻4号、2005年11月。
- 堀内昭義『金融システムの未来』岩波書店、1998年。
- 山口義行『金融ビッグバンの幻想と現実』時事通信社、1997年。
- 吉野俊彦編『金融用語辞典』東洋経済新報社、1979年。
- 蛸山昌一「『市場型間接金融』序論」財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー』March-2001年。
- 蛸山昌一『金融システムと行政の将来ビジョン』財経詳報社、2002年。
- Harvard Business School Global Financial System Project, *The Global Financial System: A Function Perspective*, Harvard Business School Press, 1995. 邦訳『金融の本質』野村総合研究所、2000年。
- Rajan, R. and Zingales, L., *Saving Capitalism from the Capitalists : unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Crown Business, New York, 2003. 邦訳『セイヴィング キャピタリズム』慶應義塾大学出版会、2006年。
- Litan, R. E. with Rauch, J., *American Finance for the 21st Century*, U.S. Government Printing Office, 1997. 邦訳『21世紀の金融業』東洋経済新報社、1998年。

