

## 四つの資本主義⑨

法政大学 経済学部教授（客員） 渡部 亮

デフレ経済下で日本の銀行は、貸出よりも国債投資を増やした。そのため 1990 年代初めに 100%を超えていた国内銀行の預貸率（預金に対する貸出の比率）は 70%台に低下し、逆に預証率（預金に対する証券投資の比率）が上昇した。国内銀行の国債投資残高は、1990 年末の 42 兆円が 2012 年末には 155 兆円に増加した（長短国債と財投債を含む投資残高）。銀行が多額の国債に投資するひとつの理由は、国債の信用リスクが低い分、大きな金利変動リスクをとれるからである。

一方預金者の立場からすると、預金は決済手段であるうえ、預金金利がゼロでも物価が下落すれば実質金利はプラスであり、預金の実質価値が高まるから、資産の大半を銀行に預金する意味は十分にある。このことを例証するのが、奈良市の市内バスの一乗車券（切符）の料金である。古い旅行ガイドブックによると、料金は 810 円と記載されていたが、筆者が 2012 年 3 月に訪れた時には 700 円に値下げされていた。旅行する目的で預金していた筆者にとってみると、新旧料金の差額 110 円分は実質金利に相当する。これは預金者や金利生活者にとって朗報であった。その結果、即時引き出し可能なはずの流動性預金が、コア（中核）預金として長期間にわたって銀行に滞留し、銀行はこのコア預金を原資として国債に投資した。

### フリー・キャッシュフローの捻出

日本経済のデフレ化は、1990 年前後のバブル崩壊後に、民間企業が三つの過剰を抱えたことから始まった。2000 年代前半における米国の資産バブルが、家計部門の住宅投資に象徴されたのに対して、1980 年代の日本のバブル期には、民間企業による資産投資が熱狂的な相場を引き起こした。バブル期を通じて日本企業は、従業員（人）の過剰、設備（物）の過剰、負債（借金）の過剰という三つの過剰を抱えた。バブル崩壊後この三つの過剰を整理する過程で、相互扶助的資金循環が形成された。というのは、企

業部門は三つの過剰の処理負担を、ほかの経済部門（家計や政府）に転嫁したからである。その転嫁のメカニズムは、企業部門のフリー・キャッシュフロー（FCF）の捻出に表れている。

バブル崩壊後の日本経済では、民間企業が運転資本節約と人件費削減によって営業キャッシュフローを蓄える一方、投資キャッシュフロー（設備投資）を抑制して FCF を捻出し、銀行借入れ（負債）を返済した。90 年代後半から 2000 年代前半までの円安相場では、輸出売上げの増加による営業キャッシュフローが FCF を生み出した。そしてリーマンショック以降に円高相場に転じると、今度は人件費削減によって実質為替レートの上昇を抑制した。前々回述べた「国内的切下げ」によって FCF を確保したのである。その間、所得や収入が減少した家計や被雇用者は、預金の取崩しと社会保障費の受給によって生活費の不足分を賄った。

国内の家計や企業部門に貯蓄超過が存在し、物価と金利が安定しているかぎりには、相互扶助的資金循環は持続する。実際、過去 20 年間の日本では、雇用者所得はほとんど増えなかったが、家計消費支出は年率 1%強で着実に増加した。これは、ひとつには社会保障費といった形で、政府から家計に所得が移転されたためだが、もうひとつには、デフレ下で家計の金融資産（特に預金）の実質価値が増加したため、それによって消費が支えられたからである。相互扶助的資金循環は、デフレに対しては強靱であり、持続可能であるかぎり居心地もよい。しかし社会保障費の原資として発行される国債は、将来の納税者に対する請求権だから、経済が成長しなければいずれ返済が滞る。高度成長期において、家計から企業や政府へ移転された所得（ツケ）を払い戻してもらったあとに残るのは、将来世代が背負う莫大な借金（国債発行残高）ということになる。

### 逸走効果

デフレの持続は、「逸走効果」によって日本経

済が絶滅の危機に瀕する可能性も孕む。逸走効果 (runaway effect) とは、定向効果とも呼ばれる生物学用語で、たとえば孔雀の生存競争の結末などを描写するのに使われる。孔雀の雄は、尻尾の豪華さで雌の孔雀を魅了し、繁殖を重ねる結果、生まれてくる孔雀の雄はすべて豪華な尻尾を持つようになった。しかし尻尾が重いので飛ぶことができず、ほかの動物の餌食になって、孔雀という種全体が絶滅の危機に瀕する。日本のデフレもこれに似ていて、資産家や裕福な高齢者は優雅な生活を謳歌できるが、日本経済全体は絶滅の危機に瀕する可能性がある。しかしかりに日本の景気回復が持続すれば、家計は預金よりも有利な投資資産 (たとえば株式など) に切り替えるであろう。銀行も、景気回復に伴う金利上昇によって国債価格下落に直面する。政府の国債利払い費も増大する。したがって皮肉な言い方をすれば、景気回復は相互扶助的資金循環を破綻に追い込む可能性がある。

## 政策の処方箋

20 年間にわたって相互扶助的資金循環が続いた結果、政府支出増と税収減によって、財政収支は大幅に悪化した。財務省の『財政金融統計月報 (租税特集)』によると、所得税収と法人税収は、1990 年度のそれぞれ 26 兆円と 18 兆円から、2010 年度には 13 兆円と 9 兆円に半減した。また給与所得者数に占める所得税納税者数の割合は、1982 年度のピーク時には 88% だったが、2010 年度には 77% に低下した。つまり 4 人に 1 人弱の割合で、所得が課税最低限以下なので、所得税を払っていない。また相続税収は 92 年度 (ピーク時) に 3.4 兆円だったが、2010 年度には 1.3 兆円に減少した。年間の死亡者数は 92 年度の 86 万人から 2009 年度には 114 万人に増加したが、相続税課税件数が 92 年の 5.4 万件から 4.6 万件に減少し、一件当たりの平均相続税納税額も 6,300 万円から 2,700 万円に減少した。

財政黒字化と政府債務削減のためには、政府保有資産 (たとえば道路や橋) を売却するという方法もある。現実に財政破綻したキプロス政府は、政府保有の金を売却した。こうした資産売却を別とすれば、財政赤字および政府債務を削減するには、資金余剰部門である家計部門や企業部門 (債権者) から、資金不足部門である政府部門 (債務者) へと所得や資産を移転する必要がある。ただし法人税増税によって企業

から政府へ所得を移転する場合には、企業が人件費削減や製品価格値上げといった形で、家計や消費者に増税分を転嫁できるので、究極的な負担は家計に及ぶことになる。

家計が政府に所得を移転する場合、社会保障費の削減や増税による方法と、貨幣価値の引き下げによる債務負担軽減 (インフレ的解決策) が考えられる。一般的に言えば、デフレは資産の実質価値増価によって債権者を利するのに対して、インフレは債務の実質価値減価によって債務者を利する。高齢者が債権者であり、若年者が債務者であるとすれば、日本の将来のためにはインフレ的解決策のほうが好ましい。デフレが持続すると、給与カットや雇用機会の消失といった形で、若年労働者に負担がおよぶ。さりとて大幅増税や社会保障費削減も政治的にむずかしい。

## 債務の貨幣化

インフレによって名目 GDP 成長率が上昇する場合には、金利上昇によって国債利払い費も増加するが、同時に既存の政府債務残高の実質価値が減価するといった効果が期待できる。中央銀行が国債を買い入れる量的緩和政策は、「債務の貨幣化」によって、長期的には債権者から債務者へ所得を移転する効果がある。一般的に言えば、名目 GDP 成長率が金利水準を上回れば、GDP (付加価値) の多くの部分が債務者に分配され、債務者が得をして債権者が損をする。そこで債権者から債務者への所得移転を実行するという観点からは、GDP 成長率以下の低金利政策を続ける必要がある。しかし低金利政策は債務者 (特に政府) の規律を緩めるので、財政赤字がさらに拡大し、将来の増税を見越した家計が消費を抑制するという負の効果 (リカード効果) が生じるおそれもある。また高率のインフレは、金融資産の価値減価によって、銀行経営や金融システムを破綻に追い込む可能性がある。そうすると銀行と政府財政が共倒れになり、経済全体が混乱に陥るので、結局は若年労働者にも負担が及ぶことになる。したがってインフレ的解決策を実施する場合は、急激なインフレを回避するとともに、金融システムの保全策をあらかじめ用意しておかねばならない。

(以下は次号に続く)

わたべ りょう (法政大学教授)