

# 戦後60年間の銀行貸出・国債残高の変動について

——資金循環統計を中心に——

石田 定夫

## 要 旨

戦後60年間わが国経済は終戦時の荒廃・窮乏から立ち直りインフレーションを克服し、1960年代には目覚ましい成長を遂げ、世界の先進工業国の一員として伍してきた。現在はデフレーションからの脱出過程にあるが、これは経済の長い流れのなかでとらえるべきであろう。本稿は、こうした日本経済の中長期的な発展過程における銀行貸出・国債残高の動きをおもに資金循環統計によって素描し、それが果たした役割を経済成長・インフレ・デフレとの関係において考察するものである。以下はその要旨と論点の整理である。

- (1) 戦後インフレの進行によって戦時国債残高は全額減価し、実質価値は消滅した。同時に、国民の預貯金など金融資産の蓄積残高も減価した。これがインフレの魔力である。インフレは占領軍総司令部の強力な指令「ドッジ・ライン」によって収束された。インフレ克服には安定恐慌、あるいはこれに類する経済への副作用が必ず生ずることも覚悟する必要がある。国民はインフレの経験から貴重な教訓を学ぶべきである。
- (2) 60年代の民間投資主導型の高度成長経済は、おもに銀行貸出の増加によってファイナンスされ達成された。経済成長における銀行の信用創造活動の役割が評価されるが、同時に、日本経済は内外条件に恵まれていたこと——対外的には1MF体制のもとで1ドル-360円レートが固定されていたこと、国内では均衡財政（国債不発行）であったこと——にも留意すべきである。
- (3) 高度成長に終止符を打ったのは、71年8月「ニクソン・ショック」に始まる国際通貨不安が拡がり、円切上げ、フロート制移行と続いたことである。国内では過剰流動性の問題が現われ、需要インフレが発生し、さらにOPECの原油価格の引上げを動機にインフレが加速し、国際的インフレーションへと発展した。74年日本経済はいわゆる「トリレンマ」（マイナス成長・2桁インフレ・経常赤字）に直面し、70年代後半にインフレと経常赤字を早期に改善した

が、経済は低成長に移行した。そして銀行貸出の増勢は低下し、景気支持から国債発行額は増大した。

- (4) 85年に米ドル・レートの調整問題が再発した。「プラザ合意」(9月)後、ドル安・円高の流れが強くなり、内需拡大のため金融緩和政策が進められた。銀行貸出が増大し、景気は上昇したが、バブル(資産インフレ)が発生した。バブル崩壊(資産デフレ)後、景気が後退するにつれ、企業では設備・雇用・債務に過剰問題が顕在化し、銀行には不良債権が発生した。いわゆる「バランスシート調整」が必要となり、景気低迷が長期化した。そして、98年ころからわが国経済はデフレ局面にはいり、銀行貸出残高は減少し、国債の大量発行が続き国債残高は累積した。
- (5) このような戦後60年間の動きのうち異常な戦後期を別として、60・70・80年代の30年間と、90年代以降03年度までの13年間とに大きく二分すると、両時代の金融・経済のトレンドは著しく異なることが明らかになった。諸時系列の平均年率増加率で対比してみると、まず信用総量残高は+15.0%から+1.6%に急低下している。銀行貸出残高は+14.2%から-1.1%へ、つまり、銀行の信用創造から信用消滅への大変化であり、これに伴ってマネーサプライ $M_2$ +CD残高は+13.9%から+2.6%へと、増勢が大きく低下した。国債残高のトレンドは例外で、それぞれ+12.8%、+10.2%と高水準を続けた。この間、名目GDP成長率は+11.5%、+1.0%、実質GDP成長率は+6.2%、+1.3%、GDPデフレーター(物価)は+4.8%、-0.5%である。日本経済の中長期的な局面は、成長から停滞へ、インフレからデフレへの180度転換した。銀行貸出・国債残高の対照的な動きは、こうした日本経済のドラマティックな局面転換を反映するものである。
- (6) このようなデフレ局面にあるわが国経済の課題は、民間主導の自律的な経済拡大を通じてデフレの早期脱出をはかり、財政健全化への道を確認することである。この新しい経済の構図を資金循環バランスに投影すれば、銀行貸出の増加、国債発行残高の増勢抑制をはかり、これによって資金の借り手としての政府部門の地位を低下させ、投資活動の担い手たる企業部門の地位を高めることを目指すものである。日本経済の今後の方向を占ううえで、銀行貸出と国債発行は戦略的に重要な変数である。

目 次

I. 問題の所在	発生
II. 統計的観察——60年間の概観	4. 90年代：21世紀入り：長期低迷・デフレと銀行貸出の純減
III. 戦後インフレの進行と戦後経済の復興	V. 国債大量発行と資金循環の態様
1. 戦後インフレの進行と戦時国債の減価	1. 戦後国債発行の推移
2. 戦後インフレの収束（ドッジ・ライン）と経済復興	2. 財政赤字とその類型化
IV. 経済成長・インフレ・デフレと銀行貸出の変動	3. 国債新時代下の資金循環の変化
1. 60年代：高度成長と銀行の信用創造	VI. むすびに代えて——要旨と論点——
2. 70年代：国際通貨不安とインフレ	参考文献
3. 80年代：対外黒字不均衡拡大と円高・バブル	

I. 問題の所在

本稿は、戦後60年間の日本経済の中長期的な成長・変動過程における銀行貸出および国債発行残高の変動の状況をおもに資金循環統計によって概観し、経済成長・インフレ・デフレとの関係について一考察するものである。

本稿において、戦後60年間（1945～2004年）を対象とするが、60年を次の5時期に時代区分する。

- 1 戦後インフレ・ドッジライン・経済復興（1945～55年）
- 2 60年代 高度成長期（1956～70年）
- 3 70年代 インフレ・フロート移行・低成長（1971～80年）
- 4 80年代 経常黒字拡大・円高・バブル発生（1981～90年）
- 5 90年代・21世紀入り バブル崩壊・景気低迷・デフレ（1991～現在）

本稿では日本銀行調査統計局作成の資金循環統計を用いる。ただし、1945～53年は同統計が作成されていないので、一般統計で代用する。1954～90年（歴代ベース）は旧統計データ、

1991～2003年（年度ベース）は改訂統計データによる。改訂統計は対象金融機関の範囲が拡大され、部門構成の集計方式も異なり、時価評価の対象も広がったため、両統計は単純に接続できない。本稿では変化率で繋ぎ、60年間のトレンドをみることにした。

本論に入る前に、日本経済戦後60年間の動きを簡単に振り返っておこう。戦後経済は激しいインフレーションで始まった。49年「ドッジ・ライン」によってその収束に成功し、財政法（47年制定）によって「国債発行」は原則禁止された。60年代には「銀行貸出」の伸長によって画期的な高度成長が達成されたが、半面、銀行のオーバーローン問題がとりあげられた。この経済成長の勢いは70年代の円切上げ、インフレーションの進行によって中断され、74年にはわが国経済も「トリレンマ」に直面した。70年代後半にはデイス・インフレとともに低成長経済に移行し、「銀行貸出」の増勢は低下し「国債発行」額は増加した。80年代後半円高と金融緩和の進展によって、バブル（資産インフレ）が発生、90年代初めバブルが崩壊した。経済は調整期にはいり長期間にわたり低迷を続けた。そして98年ごろから経済はデフレの様相を示し

はじめ、ゼロ金利政策、ついで量的緩和政策がとられ、長短期金利は超低水準に推移した。「銀行貸出」は純減し「国債の大量発行」が年々続いた。まさに「国債新時代」の到来とよぶことができる。

こうしたわが国経済の中長期的な変動過程において「銀行貸出」と「国債発行」を中心に資金循環の形態・メカニズムは大きく変貌した。今後の日本経済の方向を展望するうえでも、どのような資金循環図を描くか、その想定に当って「銀行貸出」と「国債発行」の動きが戦略的に重要な変数となろう。

本稿は資金循環分析の視点から、こうした戦後60年間の経済・金融の展開過程における銀行貸出・国債残高の動きの検討に焦点を当てたものである。あらかじめ本稿の構成について説明しておこう。

〔Ⅱ〕は60年間の経済・金融を統計的に通観する序説的記述である。異常な戦後期を別として、正常化した60年代から70・80両年代の30年間と、90年代以降現下デフレ局面年度までの13年間について、銀行貸出・マネーサプライ残高を対比すると、それぞれの増加率にきわめて大きな落差があることが統計的にきわめて明らかになった。

〔Ⅲ〕は第1期戦後インフレーションとインフレ収束後の経済復興と銀行貸出増加の状況を振り返る。ここで戦後インフレの魔力にふれる。

〔Ⅳ〕は第2期60年代から第5期現下デフレ局面までの内外経済の動向と銀行貸出およびマネーサプライと、経済成長・インフレ・デフレとの関係が重要な論点となる。とくに現下デフレ局面において銀行貸出残高が純減したことの意味について考察する。

〔Ⅴ〕は戦後国債発行の推移を概観、財政赤字

の類型化を試みたあと、現下デフレ局面において大量の国債をいだく資金循環の諸側面を検討する。

〔Ⅵ〕は以上の論述の要旨と論点を提示する。

## Ⅱ. 統計的観察——60年間の概観

図表1は信用総量 credit aggregate<sup>2)</sup>の残高とその主要構成項目の銀行貸出残高<sup>3)</sup>。国債発行残高、ならびにマネーサプライ統計M<sub>2</sub>+CD残高(1980年以前はM<sub>2</sub>)の戦後60年間の時系列を、図表2はその平均年率増加率を、それぞれまとめたものである。両表によって60年間の動きを統計的にみてみよう<sup>4)</sup>。

わが国経済は戦後期を脱し高度成長の初期段階に入ったのは、1956～60年ころとみられる。資金循環統計によると、信用総量残高は1960年末20兆円、70年末100兆円、80年末500兆円、90年末1,300兆円(いずれも概数)と、30年間の経済規模の拡大、物価上昇に即して段階的に大きく増大した。この30年間の平均年率増加率は実に15.0%に達した。

90年代以降は資金循環改訂統計によるため90年代までと統計的にそのまま接続しない点に留意をいたううえで、最近の信用総量残高は90年度1,800兆円から現時点で把握できた最近2003年度の2,200兆円に増加した。90年代のわが国経済はバブル崩壊後の景気低迷とデフレ局面であったことから、13年間の信用総量残高の平均年率増加率は1.6%にとどまった。

このように戦後60年といっても、90年代以前の戦後の長期的発展過程と、90年以後の最近の不況・デフレ局面とでは、信用総量のトレンドに大きな差異がみられるのである。

次に、信用総量を構成する銀行貸出と国債発

図表1 主要統計(1)

(単位 兆円, 下欄%)

	CY							FY				
		1945	50	55	60	70	80	90	90	95	00	03
信用総量	A	…	( 4.9)	( 9.6)	19.8	108.2	495	1,295	1,825	2,024	2,204	2,239
銀行貸出残高	B	0.10	1.00	3.2	8.2	39.5	136	443	467	475	450	406
国債発行残高	C	0.14	0.24	0.4	0.4	3.6	72	168	163	251	409	570
M <sub>2</sub> +CD 残高	D	( 0.2)	( 1.5)	4.3	10.4	54.2	209	505	505	560	653	695
GDP (名目)	E	( NA)	39.5	8.2	16.7	75.3	245	450	450	500	513	501
<対GDP比率>(%)												
信用総量 (A/E)	…	(124.0)	(117.1)	118.6	143.7	201.5	287.8	405.6	404.9	429.4	446.7	
銀行貸出 (B/E)	…	25.3	39.0	49.1	52.5	55.5	98.4	103.8	95.0	87.8	81.0	
国債残高 (C/E)	…	6.1	4.9	2.4	4.8	29.4	37.3	36.2	50.2	79.7	113.8	
M <sub>2</sub> +CD (D/E)	…	38.0	52.4	62.3	72.0	85.1	112.2	112.0	112.0	127.2	136.8	

(注) A 資金循環統計「国内非金融部門資金調達残高」(表7) CY60-90(旧統計), FY90-03(改訂統計)。

CY50, 55:「マネタリーサーベイ」をベースに筆者の推計。

B CY45-90 全国銀行勘定。FY90-03 資金循環統計「国内銀行」部門の当該計数。

C 内国債 CY45-55 日銀資料, FY60-90「統計月報」04年3月号, FY90-93 資金循環統計(FY03 財融債含む)

D 「M<sub>2</sub>+CD」はCY80以降。それまでは「M<sub>2</sub>」。CY45, 50は筆者推計。

図表2 主要統計(2)-平均年率増減率

(単位 %)

	CY							FY				
		46~50	51~55	56~60	61~70	71~80	81~90	61~90	91~03	91~95	96~00	01~03
信用総量	A	124.0	111.6	21.0	18.5	16.6	10.1	15.0	1.6	2.1	1.7	0.5
銀行貸出	B	59.1	26.3	20.7	17.0	13.2	12.5	14.2	-1.1	0.4	-1.0	-1.1
国債発行	C	11.5	12.0	0.5	23.2	34.9	8.9	12.8	10.2	9.0	10.3	11.7
M <sub>2</sub> +CD	D	53.1	24.6	19.3	18.0	14.6	9.2	13.9	2.6	2.1	3.1	2.1
GDP (名目)	E	69.8	15.7	14.2	16.2	12.5	6.3	11.5	1.0	2.1	0.5	-0.8
M <sub>2</sub> +CD	m	53.1	24.6	19.3	18.0	14.6	9.2	13.9	2.6	2.1	3.1	2.1
デフレーター	p	56.4	6.1	4.9	4.7	8.0	2.0	4.8	-0.5	0.7	-0.9	-1.8
実質GDP	q	8.5	9.2	8.9	10.0	4.4	4.2	6.2	1.3	1.4	1.4	1.2
通貨保有比率	k	-16.7	8.9	5.1	1.8	2.1	2.9	2.4	1.6	0	2.6	2.9

行残高のそれぞれのトレンドをみよう。

銀行貸出残高は終戦時1945年末1,000億円で出発したが、50年末1兆円、60年末8兆円、70年末40兆円、80年末130兆円、90年末440兆円へと高いテンポで増大したが、最近2003年度末は400兆円に縮小した。一方、国債発行残高は45年度末1,400億円で前記の銀行貸出残高1,000億円を上回っていたが、60年度末4,000億円、70年度末3兆6,000億円、80年度末70兆円、90年度末170兆円、そして03年度末は570兆円(財融債95兆円を含む)へと大幅に増大した。

平均年率増加率では、銀行貸出残高は61~90

年の30年間の年率+14.2%から91~03年度の13年間の-1.1%と残高減少に転じた。国債発行残高はそれぞれ+12.8%、+10.2%と高い増加率を続けた。61~90年度間の年率増加率が大量発行下の91~03年度のそれを若干上回っているのは、出発点60年度の国債残高が均衡財政下で低水準であったためである。いずれにしても、銀行貸出残高と国債発行残高の動きは全く対照的であり、信用総量のなかでの比重の大きい銀行貸出の動きが信用総量全体の動きを決定づけたといえよう。

信用面に対応するマネーサプライ統計M<sub>2</sub>+

CD 残高の動きに移ろう。M<sub>2</sub>+CD 残高は60年末10兆円から出発し、70年末54兆円、80年末210兆円、90年末500兆円、03年度末700兆円に増加した。61~90年間の平均増加率は+13.9%、91~03年度のそれは+2.6%と大幅に低下した。M<sub>2</sub>+CD の動きは前述の銀行貸出の動き+14.2%と-1.1%に照応するものである。銀行貸出とマネーサプライの関係については後段で再びとりあげよう。

この間、名目 GDP の成長率は61~90年間は平均年率+11.5%と高いが、91~03年度には+1.0%にとどまっている<sup>5)</sup>。これを物価 (GDP デフレーター) 上昇率と実質 GDP 増加率に分けると、90年までの30年間は実質 GDP が増大 (+6.2%) したが、インフレ発生により物価も上昇 (+4.8%) した。不況・デフレの13年間は物価が下落 (-0.5%) したうへ、実質 GDP の増加も僅小 (+1.3%) にとどまった。

信用総量残高と M<sub>2</sub>+CD 残高それぞれの対 GDP 比率をみると、60年末の120%と60%から、90年末の290%と110%へと、2倍前後の大幅上昇を示した。デフレ下の90年代以降は信用総量や M<sub>2</sub>+CD 残高の伸び率が著しく低下したにもかかわらず、両者の対 GDP 比率は信用総量残高が90年度400%から03年度450%へ、M<sub>2</sub>+CD 残高が110%から140%へと上昇した。これは名目 GDP 成長率がほとんどゼロに近い横埥い水準 (+1.0%) で推移したためである。

銀行貸出残高と国債発行残高のそれぞれの対 GDP 比率は、60年末49%と2%、90年末約100%と37%、そして03年度末には81%と114%となった。91~03年度の13年間の動きとして、銀行貸出残高の比率が低下したのに対し国債発行残高の比率が大幅に上昇し、順位が逆転した。

さきに述べたように、これは統計的にも「国債新時代」の到来を思わせるものである。

### Ⅲ. 戦後インフレの進行と戦後経済の復興

#### 1. 戦後インフレの進行と戦時国債の減価

終戦時のわが国経済の出発点は、荒廃と窮乏のなかで戦時中に蓄積された巨額の金融資産残高 (現金・預貯金残高2,240億円、GDP の約3倍) を国民が保有するというインバラスの状態であった。これらは戦時中潜在的購買力として退蔵されていたが、終戦後に顕在化し、闇市場において品不足の食料品・生活資財の購入に当てられた。こうして闇価格はいっせいに騰貴し、戦後インフレ発生の口火を切った<sup>6)</sup>。

ところで、戦後経済を担う財政・企業・家計の3部門はいずれも「赤字」で喘いでいた<sup>7)</sup>。財政は税収不足から国債発行に依存し、戦時中からの国債発行態勢が続いた。企業は老朽化した生産設備、生産資財の不足、激しい労働攻勢など、赤字 (欠損) 経営に悩まされ、銀行借入れによって資金繰りをつけていた (赤字融資)。家計はインフレ進行のなかで所得収入だけで生計を営むことは困難であり、預金引出や家財の売却によって赤字を埋めていた (タケノコ生活)。これら3部門の「赤字」は、マクロ経済的にはマイナス成長 (縮小再生産) 下の貯蓄不足の状態を意味する。

こうしたなかで国債は結局は日銀で引き受けられ、また銀行の企業に対する融資資金、家計が預金引出で入手する日銀券は、すべて日銀の信用造出によって賄われた。戦後インフレは、

これら需要・生産のギャップ、3部門の赤字、巨額の日銀信用の創出といった戦後経済の特異な状況を背景に発生し進行したものであった。

戦後の経済政策の課題は、インフレを早期に安定化し経済の復興を達成することであった。巨額な財政資金・産業資金の需要を民間資金の供給のみで充足することは不可能な問題であった。財政への資金供給については、1947年3月制定の財政法第5条によって国債の日銀引受け発行は禁止されたが、政府短期証券の日銀引受けの道は残されて、その後はこの方法で日銀の対政府信用が供与された。また重要産業の復興に必要な資金の供給については、政府は復興金融金庫（以下、復金）を設立し（46年同法公布）、復金債の発行によって財源を確保させその任務に当てさせた。しかも復金債の大部分が日銀引受けによって発行されたため、復金融資は明らかにインフレ作用をもっていた。

上述の2つの政策課題、インフレ安定と経済復興は二律背反の関係にあって、そのどちらを優先するかは大きな論争点であった。復金融資

は終戦直後の危機的な過小生産の状況を克服することを目的として設けられたが、最終的には日銀信用の創出に依存せざるをえなかった。まさに戦後インフレの発端は、戦時15年間累増した潜在購買力が終戦後顕在化した点にあると述べたが、戦後インフレの本流は、このように日銀信用に依存する財政インフレである。

図表3は金融資産残高、GDP、物価指数の主要項目について1936年・45年・50年・55年の戦前・終戦時・戦後の4時点を比較したものである。

民間の銀行券・銀行預金・郵便貯金残高は戦前36年末203億円、終戦45年末2,240億円、36～45年間の倍率は11倍（平均年率+30.6%）、国債残高は36年末93億円、45年末1,399億円、この間の倍率は15倍（平均年率+58.2%）である。一方、GDPデフレーターの上昇率は3.5倍（同+16.8%）、卸売物価のそれは3.4倍（同+14.5%）である。

ところが、戦後インフレ進行のテンポはきわめて早い。卸売物価指数45年を1.00とすれば、

図表3 金融資産残高：戦時・戦後の比較－1936・45・50・55年－

	1936年	45年	50年	55年	〈36～45年〉		〈46～50年〉		〈51～55年〉	
	億円	億円	億円	億円	倍率	(年率)	倍率	(年率)	倍率	(年率)
国債	93	1,399	2,407	4,258	15.11	(58.2)	1.72	(11.5)	1.77	(12.0)
銀行貸出	107	976	9,947	31,958	9.08	(27.8)	10.19	(59.1)	3.21	(26.3)
〃 預金	147	1,198	10,485	37,243	8.14	(26.2)	8.75	(54.3)	3.65	(29.6)
銀行券	19	554	4,220	6,738	29.81	(236.6)	7.62	(50.1)	1.60	(9.8)
M <sub>2</sub> (小計)	(167)	(1,755)	(14,736)	(44,192)	(10.51)	(30.0)	8.40	(53.1)	2.99	(24.6)
郵便貯金	36	485	1,572	5,443	13.56	(40.3)	3.24	(26.5)	3.46	(28.2)
〈M <sub>2</sub> +郵貯〉	〈203〉	〈2,240〉	〈16,308〉	〈49,635〉	〈11.03〉	(30.6)	〈7.28〉	(48.7)	〈3.04〉	(25.0)
GDP (名目)	178	745①	39,467	82,365	4.18	(19.6)	8.33	(69.8)	2.09	(15.7)
〃 (実質)	171	206①	161	250	1.20	(2.3)	1.39	(8.5)	1.55	(9.2)
デフレーター②	1.04	3.61①	244.9	329.9	3.47	(16.8)	5.99	(56.4)	1.35	(6.1)
卸売物価③	1.036	3.503	246.8	343.0	3.38	(14.5)	70.45	(134.2)	1.39	(6.8)

(注) 1) 1945年GDP統計が未公表のため、①は44年計数。

2) デフレーター 1934～36 平均=1.00

3) 卸売物価指数 1934～36 平均=1.00

〔出所〕日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』

46年は4.64、47年は13.75、48年は36.51となる。戦時中の現金・預貯金蓄積残高の増加率（11倍、平均年率30.6%）は戦後2年間のインフレによって、戦時国債残高の増加率（15倍、年率58.2%）も2年余のインフレによって、減価されたことになる。戦時中の耐乏生活によって貯えられた国民の預貯金は、戦後2年間ほどのインフレでその実質価値を消失してしまった。戦後インフレの進行の魔力は実に恐るべきである。

## 2. 戦後インフレの収束（ドッジ・ライン）と経済復興

1949年2月、SCAP 財政顧問ジョセフ・ドッジ（Joseph M. Dodge）が来日、単一為替レートの設定とインフレ安定を早期に達成すべきであると「声明」を表明した。この「ドッジ・ライン」に基づき1949年度超均衡予算が編成・実施されて、戦後インフレは一挙に収束された。同予算はそれまでの赤字予算を一変して、1,567億円の才入超過、うち1,284億円を債務償還に充てるデフレ予算であり、同時に、復金債の発行停止、したがって日銀の復金債引受けが停止された。これで財政面あるいは復金融資によるインフレ要因に終止符が打たれることになった<sup>8)</sup>。

「ドッジ・ライン」のもうひとつの柱は、単一為替レート（1ドル＝360円）の設定である。1947年8月、制限付き民間貿易が再開されたが、海外業者との取引には政府機関の貿易庁が介在し、決済は輸出入品ごとに異なる「複数レート制」によって行われていた。「複数レート制」は国内価格体系と国際価格体系を遮断し、輸出入各品目に対して価格調整補給金の役割を果たしていた。ところが、単一為替レート

の設置は内外価格体系を直結するもので、輸出入取引はコマーシャル・ベースで行われることになった。そして、わが国経済が単一為替レート1ドル＝360円を維持するには、国内物価を安定し、これを軸として対外収支の均衡をはかることが必要である。したがって、「ドッジ・ライン」の2本の柱、「インフレ安定と単一為替レートの設定」は、通貨の対内対外価値の一体化をめざすものであり、「ドッジ・ライン」はまさしく正統的な経済安定化策であるといえよう。

その後49年後半にはドッジ・ライン実施に伴って企業投資・生産・在庫・雇用など経済の各分野にデフレ的影響が徐々にあらわれはじめた。とくに金融市場は逼迫化し、銀行は貸出態度は慎重化した。日銀は財政面からのデフレ的影響を金融面から緩和するために、貸出・国債オペレーションを活発化して銀行、金融市場に多額の資金を供給した。これは「デイス・インフレ政策」とよばれた。その意味するところは、「超均衡予算の実施に伴うデフレーションの効果を金融面から調整し、極端なデフレーションに陥らせることなく、インフレーションを収束に導こう」とするものである<sup>9)</sup>。

ところが、50年6月朝鮮戦争が勃発し、わが国経済には特需（米軍の緊急軍需品の発注）景気が俄かに発生した。外貨不足に悩むわが国経済にとって、特需の発注はいわば神風的な恵みとなった。この特需の発生によってドッジ・ラインのデフレ的影響は打ち消され、わが国経済は一転してブーム的現象を呈し、これを契機に復興への軌道に乗ることになった。このブーム発生によりインフレ再燃の懸念もみられたが、51年7月休戦とともにブームもインフレ気運も鎮まり、景気は後退した。その後52～53年には

図表4 産業資金の供給と財政資金

(単位 CY36/40・41/45 億円)  
CY46/50~56/60 兆円)

	CY 1936~40		'41~45		'46~50		'51~55		'56~60	
		%		%		%		%		%
産業資金(A)	245	17.4	1,003	42.2	1.64	13.9	4.23	12.3	9.88	17.3
増資	105	7.5	167	7.0	0.21	1.8	0.6	1.7	1.17	2.0
起債	16	1.1	64	2.7	0.06	0.5	0.16	0.5	0.46	0.8
貸出	123	8.7	772	32.5	1.37	11.6	3.47	10.1	8.01	14.0
(銀行)	(100)	(7.1)	(786)	(33.1)	(0.87)	(7.4)	(2.07)	(6.0)	(4.82)	(8.4)
(その他)	(22)	(1.6)	(-34)	(-1.4)	(0.31)	(2.6)	(0.97)	(2.8)	(2.38)	(4.2)
(特別会計)	(-)	(-)	(20)	(0.8)	(0.01)	(0.1)	(0.30)	(0.9)	(0.22)	(0.4)
財政資金(B)	205	14.6	1,684	70.8	0.355	3.0	0.50	1.5	0.28	0.5
(国債)	(201)	(14.3)	(1,113)	(0.8)	(0.10)	(0.8)	(0.18)	(0.5)	(0.11)	(0.2)
合計(A+B)	450	32.0	3,687	113.1	1.99	16.9	4.73	13.8	10.16	17.8
GDP(期間計)	FY 1,405	100	* 2,376	100	11.8	100	34.3	100	57.1	100

(注) \*45年度GDP統計が未公表のため、FY41~44(4年間累計)。

〔出所〕日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』

家計の消費支出が増大、企業の設備・在庫投資も増加して景気は上昇した。この間にわが国経済の規模は戦前水準(1934~36年平均)にほぼ回復した。

図表4は戦前・戦後の「産業資金の供給と財政資金」の状況をまとめたものである。(戦前期に比べて戦後期はインフレ進行により名目取引額が増大し、図表4の単位金額は億円から兆円に引き上げた。)対GDP比率でみると、太平洋戦争期間(41~45年)は産業資金・財政資金の供給が緊迫した状況を映じて異常に増加したが、戦後インフレ期(46~50年)、復興期(51~55年)には産業界の旺盛な資金需要に応じて銀行貸出・公的貸出(「その他」に含まれる)が増加した。

ここで $M_2$ 増加が物価上昇と生産増加にどのように響いたかを、インフレ期(46~50年)と復興期(51~55年)について比較してみよう。前掲図表2の“ $m=p+q+k$ ”は、「マーシャルの $k$ 」 $M=kPQ$ を微分したもので、 $m$ は通貨

$M_2$ の増加率(年率)、 $p$ は物価上昇率、 $q$ は生産増加率、 $k$ は通貨保有比率(略して $k$ 比率)をそれぞれ示す。

図表2において戦後インフレ期(46~50年)の $m$ (通貨増加率)は年率+53.1%と大きい。この間 $p$ (インフレ率)も+56.4%ときわめて高く、 $q$ (生産増加率)+8.5%が加わり、企業等の資金繰りが忙しくなり、 $k$ 比率は低下(-16.7%)することになった。これに対して戦後復興期(51~55年)の $m$ は+24.6%でインフレ期に比べ低いが、 $q$ は+9.2%と伸び、 $p$ は+6.1%でインフレは鎮まった状態である。すなわち、50年代前半には物価はおさまり生産が回復し、 $k$ 比率はプラス値(+8.9%)になり、経済金融情勢は徐々に戦後期を脱し、正常な状態に復したものとみられる。

次に、前図表3残高ベース統計によって1955年末民間の現金・預貯金保有高をみると、合計額は4兆9,635億円、復興期51~55年の平均年率増加率は+25.0%となる。これは前述のイン

フレ期(46~50年)の年率増加率+48.7%を下回るが、物価上昇率を調整すれば、実質的な増加率は復興期のほうがはるかに高い。事実、銀行貸出(増加率+26.3%)、預金(同+29.6%)の伸びは名目GDP成長率(+15.7%)を上回っている。銀行預金や郵便貯金の好伸は国民の貯蓄率の上昇による面もあるが、銀行貸出の増加は銀行の信用創造活動が経済復興過程において積極化したことを示すものであろう。

当時の銀行貸出の増加をめぐる銀行のオーバーローン問題が早くも関係者間において新しいテーマとしてとりあげられた。ここでは金融制度の整備の問題を詳しくふれることはできないが、次の点を指摘するにとどめよう。すなわち、長期金融の分野では長期信用銀行制度が設けられ(52年同法公布)、金融債の発行が認められた。また政府金融機関の日本開発銀行が設けられた(51年)。なお戦後の復興に寄与した復金融資はドッジ・ラインによって停止し、その代役として見返金融資がつとめ、新設の開銀融資がそれを継ぐことになった。復金融資は日銀信用に依存しインフレ作用をもっていたのに対して、開銀融資は国家資金を資金源としてインフレ作用には中立的である。この点に復金と開銀の重要な相違点が存する。

#### IV. 経済成長・インフレ・デフレ と銀行貸出の変動

##### 1. 60年代：高度成長と銀行の信用創造

50年代前半のわが国経済は戦後の復興過程にはいったと述べたが、現時点で振り返ると、これは50年代後半および60年代の設備投資活動の盛行に基づく本格的な成長過程に移る、いわば

助走過程にあったといえる。

企業の設備投資活動は、世界の技術革新を導入し先進国の水準にキャッチ・アップしようとする旺盛な企業家精神によって活発に進められた。そして、設備投資をファイナンスしたのは、銀行の積極的な信用創造活動であった。60年代の設備投資活動は、「技術革新」、「企業家精神」、「銀行の信用創造」をキーワードとする点で、シュンペーター『経済発展の理論』の図式であり、また銀行信用・投資先行型の成長経済の資金循環図を描く点ではケインズ『一般理論』の構図である。その意味で、筆者は故小泉明先生にならって、高度成長期の資金循環図を「ケインズ-シュンペーター的」図式とよんだことがある<sup>10)</sup>。

高度成長期の資金循環のプロセスは、図式的にいえば、次のようになる。まず、銀行の信用創造により貸出が増加し企業に投資資金を供給する。ついで、企業の投資活動を起点とする所得循環(投資→所得→消費・貯蓄)の流れと、銀行の預貸併進の動きが相互に交錯し合いながら平行的に進む。そして、経済全体として投資に見合う貯蓄が企業・家計部門において形成され、その大半を占める家計貯蓄はおもに銀行預金、とくに定期性預金増加の形態をとり、また預金の一部は現金需要として引き出される。日本銀行は銀行の支払準備手当のため日銀信用を供与してきた。こうして投資と貯蓄のバランスは、伝統的な間接金融システムのもとでは、おもに銀行貸出-預金の増加のルートで媒介され、それに日銀信用が加わるが、信用媒介の起点・原動力として作用したのは、銀行とくに大手行の信用創造活動である。

図表5「部門別資金過不足」は上述の資金循環の動きを集約したものである。56~70年にお

図表5 部門別資金過不足(対GDP比率)

(単位 %) )

	(Ⅱ)			(Ⅲ)		(Ⅳ)		(Ⅴ)		
	C56~60	61~65	66~70	71~75	76~80	81~85	86~90	F91~93	94~97	98~03
金融機関	0.9	0.6	1.0	1.1	0.8	0.4	-0.6	0.7	1.2	1.8
国内非金融	-0.7	-1.1	-0.2	-0.7	-0.5	1.5	3.3	2.1	0.7	0.8
企業	-8.6	-7.8	-6.5	-6.8	-2.8	-2.6	-5.0	-6.5	-2.5	4.9
政府	-0.0	-1.6	-2.2	-4.1	-7.7	-6.1	-0.6	0.4	-3.8	-8.0
家計	7.9	8.3	8.5	10.2	10.0	10.2	8.9	8.3	7.0	3.8
民間非営利	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.0	0.1
海外	-0.2	0.5	-0.8	-0.4	-0.3	-1.9	-2.6	-2.7	-2.0	-2.6
(参考)成長率(名目)	14.2	15.3	17.5	16.2	10.1	5.9	5.9	2.2	2.0	-0.6
〃(実質)	8.9	9.4	11.8	4.4	4.7	3.4	4.6	0.7	2.2	1.0
デフレーター	4.9	5.9	5.7	11.8	5.4	2.5	1.3	1.5	-0.2	-1.6
円為替レート (年末)円/ドル	60)358.30	65)360.90	70)357.65	73)280- 75)305.15	78)195.50 80)203.60	82)235.30 84)251.58	86)160.10 87)122.-	91)125.25 92)124.65	95)102.91 96)115.98	00)114.90 01)131.47
						85)200.60	88)125.90 89)143.40 90)135.40	93)111.89 94)99.83	97)129.92 98)115.20 99)102.08	02)119.37 03)106.97 04)103.78

〔出所〕日本銀行『資金循環統計』以下図表6~10同じ。

いて企業部門の資金不足(投資超過)と家計部門の資金余剰(貯蓄超過) - 対GDP比率-が上昇し、際立った数値(8%前後)で両立している。政府部門は低水準の資金不足であり、経済の大勢にはほとんど中立的であったといえる。

前掲図表2によって銀行貸出およびマネーサプライ $M_2$ 残高の平均年率増加率をみると、貸出残高は50年代後半20.7%、60年代前半18.7%、同後半15.5%、 $M_2$ 残高はそれぞれ19.3%、19.6%、16.4%である。いずれも経済の高度成長に即して高いテンポの増加率である。

こうした銀行貸出およびマネーサプライ増加の生産・物価面への影響をみると、60年代(61~70年)の $M_2$ 増加率18.0%の大部分が生産増加(10.0%)に寄与し、若干の部分が物価上昇(4.7%)に響き、残りが通貨保有比率(k比率)の上昇(1.8%)に吸収されたかたちになった。

このように60年代の銀行信用の増加は経済の

高度成長に重要な役割を果たしたが、その背景には後述の70年代・80年代・90年代に比べても、60年代のわが国経済は内外環境・条件に恵まれていた。なかでも通貨金融面の問題として国内では「ドッジ・ライン」以来、均衡財政主義が採られ国債が発行されていなかったこと、対外的にはわが国は1952年1MFに加盟、64年8条国に移行し、1ドル=360円の固定レートを維持してきたことがあげられる。

## 2. 70年代：国際通貨不安とインフレ

60年代の高度成長の終焉となったのは、71年8月15日、米国緊急経済政策とくに米ドルの金交換性停止の発表であり、国際通貨不安が発生し先行き不透明になったことである。わが国も含め主要国の為替市場に巨額の短資が流入した。同年12月「スミソニアン合意」に基づき49年4月以来の1ドル=360円レートは308円(16.88%)に切り上げられ、円切上げのデフレ的影響に配慮して、金融緩和政策がとられ

た。銀行貸出残高は70年代前半17.6%増加し、マネーサプライの増加率も同18.2%に達し、「過剰流動性」の状態が発生し、72~73年には景気と物価が揃って上昇した。

73年春、金融政策は引締めめに転じたが、同年秋石油問題が発生しインフレの進行を加速し（いわゆる狂乱インフレ）、経常収支の赤字をもたらした。金融引締めは一段と強化され、70年代後半には貸出残高の増勢は9.0%に、マネーサプライも10.8%に同年代前半に比べて強く抑制された。景気は後退し、74年の日本経済はマイナス成長を記録した（トリレンマ）。

猛威を振ったインフレは70年代後半にはいり鎮静化し、経常赤字も改善されたが、景気回復は遅れた。景気振興のため財政拡大政策がとられ国債発行額が増えた。

70年代を通じてみれば、銀行貸出残高は70年代後半の低成長移行を映じて60年代に比べて増勢鈍化した（+17.0%→+13.2%）が、国債発行残高の増加率は70年代に逆に高まった（+

23.2%→+34.9%）。信用総量全体の残高の70年代の増加率は、貸出の動きをうけて60年代より若干低下した（+18.5%→+16.6%）。マネーサプライM<sub>2</sub>残高は、前半のインフレ進行の影響で高いテンポ（+14.6%）で増加した。M<sub>2</sub>増加は70年代通じてみても、生産増加（+4.4%）に寄与したよりも物価上昇（+8.0%）に強く働いた。

80年末の銀行貸出・国債発行残高の対GDP比率は前者55.5%、後者29.4%となり、前記70年末の同比率（52.5% vs 4.8%）に比べて、国債発行残高の比重が著しく高まったことがわかる。石油問題発生後の世界的同時不況下において、わが国政府の積極的な政策態度が明確に表明されたものとみることができる。

資金循環統計において70年代前半は銀行貸出の増加が目立ち、後半に国債発行額が増加した（図表6）。また部門間バランスでは企業部門の資金不足の比率は70年代前半も60年代に続き独歩高であったが、後半には低下し、代って政

図表6 国内非金融部門の資金調達

(単位 兆円)

	(II)			(III)		(IV)		(V)		
	C56~60	61~65	66~70	71~75	76~80	81~85	86~90	F91~93	94~97	98~03
資金調達額	12.2	30.7	60.1	153.4	237.2	290.6	454.7	160.1	212.8	227.1
対GDP(%)	19.7	23.7	22.2	27.0	23.3	20.3	24.1	11.1	10.5	7.5
借入	9.0	22.8	46.1	118.4	142.0	188.6	312.2	178.4	90.0	-46.2
(民間金融)	(7.5)	(19.3)	(38.4)	(93.2)	(91.3)	(136.7)	(259.8)	(114.3)	(28.5)	(-65.2)
<銀行>	<5.0>	<11.0>	<20.3>	<49.3>	<47.7>	<100.7>	<206.1>	<-1.4>	<11.9>	<-70.7>
(公的金融)	(1.5)	(3.5)	(7.7)	(25.1)	(50.7)	(51.9)	(52.4)	(63.2)	(61.4)	(13.7)
債券発行	0.9	2.8	8.7	24.7	76.2	93.8	101.0	58.7	111.4	274.4
(公共債)	(0.4)	(1.7)	(7.4)	(21.1)	(72.7)	(84.1)	(50.0)	(43.4)	(110.0)	(241.9)
<国債>	...	...	<3.0>	<10.4>	<53.4>	<67.7>	<31.5>	<31.5>	<68.5>	<200.9>
株式発行	1.6	3.3	2.9	5.2	6.0	9.0	26.1	29.4	26.3	28.2
<借り手部門>										
企業	9.3	22.5	37.1	83.7	75.3	122.1	270.0	83.8	33.3	-84.7
家計	1.7	4.1	11.0	30.9	48.3	51.4	117.7	32.3	40.6	-13.7
政府	1.2	4.0	12.0	38.7	113.4	117.1	66.9	43.1	138.9	325.5
(百分比)企業	76.2	73.3	61.7	54.6	31.7	42.0	59.4	52.3	15.6	-37.3
(%)家計	13.9	13.4	18.3	20.1	20.4	17.7	25.9	20.2	19.1	-6.0
政府	9.8	13.0	20.0	25.2	47.8	40.3	14.7	26.9	65.3	143.3

府部門の資金不足の比率が上昇した。とくに70年代後半には政府部門の資金不足が企業部門のそれを上回り、借り手として両部門の地位が逆転したことが注目される（前掲図表5）。

### 3. 80年代：対外黒字不均衡拡大と円高・バブル発生

80年代前半のわが国経済は第2次石油問題を克服し、物価安定・経常収支黒字の拡大・財政収支バランスの改善など、良好なファンダメンタルズの状態にあった。一方、米国経済は財政・経常収支の「双子の赤字」に直面し、わが国とは対照的なファンダメンタルズの状況にあった。レーガン政権は「強いドル」をめざし高金利政策によって日欧資本の米国への流入をはかった。その結果、ドル相場は米国経済のファンダメンタルズを離れてドル高（円安）になり、日米間の対外不均衡拡大を促すというディレンマをもたらした。85年9月「プラザ合意」はこうした為替相場の不均衡の是正を目的とする国際協調の合意である。

「プラザ合意」後の80年代後半、為替レートは急速に米ドル安・円高化した。日銀は円高の日本経済への影響を配慮して、国際協調に沿い金融緩和政策を進めた。銀行貸出は増勢を加速し（80年代前半+11.7%→後半+13.3%）、マネーサプライ $M_2+CD$ も増加した（+8.5%→+9.9%）。景気は拡大し、株価・地価など資産価格も大幅に上昇し、バブル的現象が生じた。地価・株価の上昇は銀行の貸付担保価格を引き上げ、貸出能力を高めた。こうした銀行貸出の増加によって造出された資金が資産市場に流入し、資産価格を一層高めた。銀行貸出の増加と資産市場取引の盛行、地価・株価の上昇とが相互に影響し合って、いわば相乗効果によって

「資産インフレ」が進行していった。

$M_2+CD$ の80年代平均年率増加率は9.2%、その影響は生産増加に4.2%、物価上昇に2.0%にあらわれ、 $k$ 比率は2.9%上昇した。 $k$ 比率、すなわち通貨保有比率の上昇分が物価上昇分を上回り、通貨供給増加の3分の1相当になった点は注目される。これは、バブル化した資産市場の取引資金に多額の銀行信用の創出資金が用いられたことを示すものであろう。

80年代後半のバブル景気は、財政収支の改善の一因となり、国債発行額は減額された。資金循環統計では政府部門の資金不足の比率が大きく低下し、企業部門の比率が上昇した（図表5）。また部門別資金調達の内（図表6）でも、企業部門のシェア回復、政府部門の低下の動きが80年代前半にあらわれ、バブル発生の同後半にはその傾向が一層強くなっている。

### 4. 90年代・21世紀入り：長期低迷・デフレと銀行貸出の純減

90年8月本格的な金融引締め（公定歩合6.00%）によりバブルは崩壊し、景気は後退局面にはいった。政府・日銀は財政金融の両面から景気の下支えにつとめたが、景気低迷は続き、わが国経済は98年ころからデフレの様相を示した。91年7月公定歩合は第1次引下げを皮切りに段階的に引き下げられ、2001年9月年利0.10%となった。日銀は01年3月金融調節の目標を金利から日銀当座預金残高に変更する「量的緩和政策」を導入し、しかも操作目標値の日銀当座預金残高を漸次引き上げ、デフレ克服と金融システム安定のために金融緩和を進めてきた。

景気低迷が長期化し企業の借入需要は低調であり、巨額の不良債権を抱える銀行は慎重な貸出態度を持続した。観察期間90～03年度の13年

図表7 国内非金融部門の資金調達残高

(単位 兆円)

	CY 60	70	80	90	FY 90	95	00	03
資金調達残高	19.8	108.2	494.7	1,295.2	1,825.0	2,024.5	2,203.8	2,239.3
対GDP比(%)	118.6	143.7	201.5	287.8	405.6	404.9	429.4	446.7
借入	14.7	83.0	346.6	849.3	850.4	981.0	977.5	927.5
(民間金融)	( 11.9)	( 69.4)	( 257.1)	( 655.1)	637.9	685.3	622.4	585.6
〈銀行〉	〈 8.2〉	〈 39.5〉	〈 136.5〉	〈 443.3〉	〈 466.8〉	〈 475.0〉	〈 450.0〉	〈 406.6〉
(公的金融)	( 2.8)	( 13.6)	( 89.5)	( 194.2)	( 190.6)	( 276.1)	( 334.6)	( 317.8)
債券発行	2.3	15.6	130.5	307.0	307.8	449.6	644.6	731.9
(公共債)	( 1.5)	( 12.6)	( 106.5)	( 225.4)	( 237.0)	( 371.5)	( 563.1)	( 656.0)
〈国債〉	〈 0.3〉	〈 3.2〉	〈 71.9〉	〈 168.5〉	〈 156.5〉	〈 243.7〉	〈 408.7〉	〈 474.8〉
株式出資	2.8	8.8	17.6	64.5	521.7	471.3	455.4	452.6
(参考) M <sub>2</sub> +CD	10.4	54.2	209.0	505.0	504.9	560.1	652.8	694.9
対GDP比(%)	( 62.3)	( 72.0)	( 85.1)	( 112.2)	( 112.2)	( 112.0)	( 127.2)	( 138.6)
郵便貯金	1.1	7.4	60.2	133.7	136.3	213.4	249.9	227.4
GDP(名目)	FY 16.7	75.3	245.5	450.0	450.0	500.0	513.2	501.3

間の銀行貸出残高の平均年率増加率は-1.1%の減少を記録した(図表2)。銀行貸出残高の純減は戦後前例のない現象である。これは後段で再論するが、銀行の信用創造でなく消滅である。ちなみに、戦後ほぼ正常化したとみられる60年代以降30年間(61~90年)の銀行貸出残高の増加率は+14.2%であったが、それに比べると驚異的な様変わりの変化というべきであろう。また、財政収支バランスが再び悪化し国債発行額が増大した点もこの時期の大きな動きである。これは次節で改めて論述しよう。

マネーサプライM<sub>2</sub>+CD残高13年間の平均年率増加率は+2.6%であり、既往30年間(61~90年)の+13.9%に比べて、銀行貸出残高の動きと同様に大きな変化である。前述のように、銀行貸出が純減となれば、信用創造でなく信用消滅である。これは預金通貨の減少要因となり、M<sub>2</sub>+CD残高増加率が僅少にとどまった<sup>11)</sup>。

13年間のM<sub>2</sub>+CD増加の実体経済への影響をみると、M<sub>2</sub>+CD増加率+2.6%は、物価下

落率-0.5%と生産増加率+1.3%に対応し、残り+1.6%がk比率の上昇となった。通貨供給の低い増加率の半分以上がk比率(通貨保有比率)の上昇分となったことが注目される。この点は後で再びとりあげたい。

遡って、60年代以来の30年間の銀行貸出増加率は上述のように年率+14.2%であり、M<sub>2</sub>+CD増加率はほぼ同水準の+13.9%である。30年間の動きを通観すると、銀行貸出・マネーサプライは平行的に高テンポで増大し(預貸併進)、その間インフレも進んだ(+4.8%)が、生産は物価を上回るテンポで増加し(+6.2%)、残り(+2.4%)がk比率の上昇となった。30年間の金融経済の動きは、あえていえば、「緩かなインフレを伴う成長経済」であったといえよう。

これに対して、90年代以降の最近13年間における諸現象、すなわち銀行貸出残高の純減(-1.1%)、マネーサプライの伸び悩み(+2.6%)、物価下落(-0.5%)、生産不振(+1.3%)、k保有比率の上昇(+1.6%)などは、上

## V. 国債大量発行と資金循環の態様

### 1. 戦後国債発行の推移

戦後いち早く財政法が制定され（1947年）、1964年度まで均衡財政主義（国債不発行）が堅持されてきた。前節で60年代の高度成長期における銀行の信用創造の役割について述べたが、健全財政が金融に対して中立的であったことについてもふれた。

戦後における国債発行の推移を簡単に振り返ろう。65年度政府は財源不足に直面し、従来の国債不発行主義を転換して歳入補填のため特例債を発行した。翌66年度からは建設国債を発行し（財政法第4条第1項但し書）、その発行を毎年恒常化した。これが60年代後半の国債再発行の幕開けであった。71年の円切上げ後の経済安定策として政府は財政拡大政策を採り国債を増発した。その後73年秋に石油危機が発生し、インフレ対策として金融引締め・緊縮財政政策が採られた。インフレ克服後は金融緩和・財政拡大政策に変更されたが、79年春、石油危機が再発、再び財政金融面からインフレ対策が採られた。インフレ安定後それらは解除された。こうした目まぐるしい展開のなかで、結局、70年代後半・80年代前半に国債発行額は増大した。80年代後半に景気上昇に伴って財政収支が改善し国債発行額が減額された。

90年代にはいりバブルの崩壊と景気後退とともに、景気支持のため財政の拡大がはかられた。金融緩和・低金利政策の協調のなかで国債増発が行われた。景気低迷が長期化しデフレの様相が深まるにつれて、超低金利の状態が長期

述の「緩かなインフレを伴う成長経済」とは全く対照的な不況・デフレ期特有の動きである。いわゆる「流動性のワナ」(liquidity trap)は貨幣的現象であり、統計的には企業・家計の通貨保有比率の上昇として観察されると思われる。しかし、k比率の動きは実体経済面の動き（物価下落・生産低調）と無関係ではない。

観察期間13年間で90年代の前半、後半と01～03年度の3期間に分けて、銀行貸出と $M_2 + CD$ の各期間の増減率の動きを通じてデフレ・不況の進行の状況のみてみよう（前掲図表2）。

まず貸出増減率は91～95年度+0.4%、96～00年度-1.0%、01～03年度-1.1%と、純減率が増しデフレの進行状況を示している。 $M_2 + CD$ 増減率は+2.1%、+3.1%、+2.1%とおおむね2～3%と低水準横進いである。一方、物価変動は+0.7%、-0.9%、-1.8%、生産増加は+1.4%、+1.4%、+1.2%、k比率は0、+2.6%、+2.9%である。物価下落率は順次大きくなっており、デフレの進行を示すものである。生産増加率は1%台でおおむね低水準保合いである。

k比率の解釈の問題であるが、k比率は90年代前半の0（ゼロ）から同後半、今世紀入りとともに2%台で上昇している。これはいわゆる不活動残高(idle balance)の増大であり、その大半は当初は金融システム不安に備えての予備的な動機の流動性選好によるものといえよう。しかし、金融システム不安の解消後はこれら不活動残高は株式市場・債券市場への買い出動の機会をうかがう、ケインズ的な $M_2$ 、すなわち投機的動機の流動性選好の要因を強めているものとみられる。

図表8 財政赤字の類型化

- (1) 経常収支均衡のケース  
 財政赤字－民間黒字 = 0 (経常収支均衡)  
 政府資金不足－(家計資金余剰－企業資金不足) = 海外資金過不足 ゼロ
- (2) 経常収支赤字のケース  

$$\underbrace{\text{財政赤字} - \text{民間黒字}}_{\text{(国内赤字)}} = \text{経常赤字}$$

$$\underbrace{\hspace{10em}}_{\text{(海外黒字)}}$$
 政府資金不足－(家計資金余剰－企業資金不足) = 海外資金余剰  
 ……………米国「双子の赤字」のケース (1)  
 (政府資金不足＋企業資金不足＋家計資金不足)  
 －(ヤミ部門資金余剰) = 資本の喰い潰し・海外援助  
 ……………終戦時日本の「3部門赤字」論 (2)
- (3) 経常収支黒字のケース  

$$\underbrace{\text{民間黒字} - \text{財政赤字}}_{\text{(国内黒字)}} = \text{経常黒字}$$

$$\underbrace{\hspace{10em}}_{\text{(海外赤字)}}$$
 (家計資金余剰－企業資金不足)－政府資金不足 = 海外資金不足  
 ……国債発行・経常黒字下の成長経済のケース (3)  
 (企業資金余剰＋家計資金余剰)－政府資金不足 = 海外資金不足  
 ……………現下デフレ局面のケース (4)

化した。この間、前述のように銀行貸出残高の純減が続く一方、財政赤字が一段と拡大し、国債大量発行の状態が定着した。

## 2. 財政赤字とその類型化

財政赤字は資金循環分析の用語でいえば、政府部門の「資金不足」(投資・貯蓄バランスでは貯蓄不足または投資超過)である<sup>12)</sup>。政府部門の資金不足の経済全体に占める比重およびそれが経済に及ぼす影響度について、資金循環表に即して明らかにすることが問題となる。ここでは資金循環表における政府部門の資金不足の位置づけを類型化し、現下デフレ局面の財政赤字の問題を考えたい(図表8)。

### (1) 経常収支均衡の場合

まず経常収支均衡の前提では封鎖体系と同様に、財政赤字(政府部門の資金不足)は民間黒字(民間部門の資金余剰)に対応する。これは封鎖体系の資金循環表における会計的定義であ

る。内容的には、これは財政赤字が企業・家計部門の国債の直接引受けによってファイナンスされるか、あるいは銀行が預金を原資に国債を引き受けることによって、財政赤字がファイナンスされる状態を意味する。いずれも、民間(典型的には家計)貯蓄が国債の引受け資金源である点は同じである。ただ、相違する点は直接金融システム vs 間接金融システムの資金仲介の方式である。

### (2) 経常収支赤字の場合

財政赤字が民間黒字(貯蓄超過)でカバーできないとき、あるいは財政も民間ともに赤字のとき、国内部門は全体として赤字すなわち資金不足になり、開放体系ではその差額は経常収支の赤字となる。わが国の経常赤字は相手国の黒字、すなわち海外部門にとっては黒字(資金余剰)となる。つまり、資金循環表では国内部門の資金不足(赤字)と海外部門の資金余剰(黒字)が対応する。これも資金循環表の開放

体系下の会計的定義である。

国内部門の資金不足について種々のケースが考えられる。まず、民間部門は資金余剰であるが、政府部門の資金不足がそれを上回るケースが想定される。この場合、民間部門の資金余剰は家計部門の資金余剰が企業部門の資金不足を上回ることによる。つまりこの場合は、企業・政府両部門の資金不足合計が家計部門の資金余剰を超過し、国内部門全体として資金不足となる。これは、企業投資と財政赤字が複合して国内経済が需要超過になり、差額が経常収支の赤字となったことを意味する。

米国経済の「双子の赤字」すなわち財政赤字と経常赤字の併存はこの類型になる(図表8(1)式)。米国の経常赤字のファイナンスは海外からの長短資本の借入に依存することとなり、事実、米国は基軸通貨国として海外から長短期各種の多額の資金を取り入れてきた。しかしそれが長期的に持続し米国の対外純債務残高が累積すると、米ドルの信認に問題が生ずる懸念がある。これは本テーマである国債残高の累積問題の海外版といえる。

次に国内部門の資金不足について、政府・企業・家計の国内3部門全部が赤字、すなわち資金不足という特異なケースも考えられる。これは前述〔Ⅲ〕で述べた終戦後のわが国経済の「3部門の赤字」の姿である(図表8(2)式)。ただ、資金循環表の設計上の問題として、終戦後のヤミ取引の盛行に着目して「ヤミ経済部門」を設けて、複式簿記の原理に従ってインフレ利潤・ヤミ利得を記録する必要がある。「ヤミ経済部門」はインフレの進行に伴って巨額の資金余剰が集積される。3部門の資金不足の大半は「ヤミ」部門の資金余剰と相殺されるが、相殺後の残額の「資金不足」は理屈からいえば

経常収支赤字に相当する。占領下のわが国は外国貿易が杜絶していたので、食糧・衣料などの絶対的不足は国民の生活水準の引下げ、在庫資本の喰い潰し、家財の売却によるほか、占領軍の援助によってカバーされたとみることができ

### (3) 経常収支黒字の場合

次は財政赤字が民間黒字でカバーされ、国内部門全体としても黒字(資金余剰)のときは、経常収支が黒字となるケースである。たとえば、政府・企業両部門の資金不足(投資超過)が巨額になっても、家計部門の資金余剰(貯蓄超過)がさらに増大し、それを上回ると、国内部門全体は資金余剰になり、経常収支は黒字、海外部門は資金不足となる。これは、企業投資・輸出超過・財政支出が増加し、その成果として家計貯蓄が増加した状況を示す。60年代後半の国債発行・経常黒字下の高度成長経済がこの類型に近いといえる(図表8(3)式)。もっとも、60年代後半は国債発行の幕開け期であり、発行額も比較的小額(manageable)であった。そのため民間投資と財政支出の競合 crowding-out の問題は生じなかった。

現下デフレ局面のわが国財政赤字は、経常収支の黒字と併存の状態にある。これは米国の「双子の赤字」とは全く逆の対照的な状況にあり、あえてこの類型にはいる(図表8(4)式)。しかし財政赤字自体の規模が大きく、その累積額つまり国債残高が巨額であり、その根底に民間部門が不況である点に問題がある。現下の財政赤字の問題は項を改めて論述しよう。

### (4) 現下デフレ局面の財政赤字

図表5「部門別資金過不足」において、98～

03年度の政府部門の資金不足（対GDP比率）は8.0%に達し、国債発行額も前掲図表6でみたように、60年代後半の発行再開当時と比べて桁違いの発行規模となった。一方、企業部門は景気低迷—デフレ局面にあってキャッシュフロー重視の経営をとり、その資金余剰（対GDP比、以下同じ）は4.9%と家計部門の3.8%を上回った。民間部門（民間非営利団体を含む）の資金余剰合計は8.8%に達し、政府部門の資金不足8.0%を上回った。国内部門全体（金融部門のそれを含め）の資金余剰は2.6%となる。経常収支黒字の同比率2.6%はかなりの高水準であり、これがデフレ局面において続

いていることから、輸出の好調が景気の下支え、民間貯蓄の増加の大きな要因となっていることがわかる。

しかし前述のようにデフレ局面の政府部門の資金不足の対GDP比率は8.0%ときわめて高く、国債残高の対GDP比率が03年度末114%、政府債務残高の同比率が170%であり、財政収支は著しく不健全である。国債残高、政府債務残高の累積の状況からみて、当面の目標となっている「基礎的財政収支均衡」に到達するには、財政収支の両面について今後多くの課題が残っていると思われる。

図表9 国内非金融部門の資金調達・運用残高一部門別<sup>2)</sup>

(単位 兆円・%)

## (1) 資金調達

	FY 90	95	00	03	百分比 (%)			
					90	95	00	03
国内非金融 <sup>1)</sup>	1,825.0	2,024.5	2,203.8	2,239.3	100.0	100.0	100.0	100.0
企業	1,252.1	1,253.8	1,167.8	1,041.0	68.6	61.9	53.0	45.6
家計	273.9	322.5	329.7	330.1	15.0	15.9	14.9	14.7
政府	283.4	431.6	688.8	854.5	15.5	21.3	31.3	38.2

## (2) 資金運用

国内非金融 <sup>1)</sup>	1,887.2	2,125.3	2,343.8	2,408.7	100.0	100.0	100.0	100.0
企業	557.0	475.4	469.2	497.1	29.5	22.4	20.0	20.6
家計	1,048.4	1,267.0	1,418.2	1,415.8	55.6	59.6	60.5	58.8
政府	241.9	337.0	416.0	455.7	12.8	15.9	17.7	18.9

## (3) 差額

	FY 90	95	00	03	対GDP比率 (%)			
					90	95	00	03
国内非金融	62.2	100.8	140.0	169.4	13.8	20.2	27.3	33.8
企業	-695.1	-778.4	-698.6	-543.9	-154.5	-155.7	-136.1	-108.5
家計	774.5	944.5	1,088.5	1,085.7	172.1	188.9	212.1	216.6
政府	-41.5	-94.6	-272.8	-398.8	-9.2	-18.9	-53.2	-79.6
海外 <sup>3)</sup>	-51.8	-85.9	-190.6	-224.8	-11.5	-17.2	-37.1	-44.8
GDP (名目)	450.0	500.0	513.2	501.3	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 1) 合計額は純計（部門内取引を除く）。前掲図表7も同じ。

2) 民間非営利団体の表示を略す。

3) 海外部門の純負債残高はわが国対外純資産残高を示す。

4) 1) と 3) の差は金融部門の純差額と統計誤差による。

### 3. 国債新時代下の資金循環の変化

再び資金循環統計に戻り国債新時代における主要な動きをまとめてみよう。

① 前項でみた図表5「部門別資金過不足」において、最近のデフレ局面98～03年度では政府部門の資金不足（対GDP比率8.0%）が増大したが、民間部門の巨額の資金余剰（同8.8%）によってカバーされた。民間部門の資金余剰（貯蓄超過）が経済全体としては海外部門の高水準の資金不足（経常黒字、同比率2.6%）によって増加した側面に注目したい。わが国の巨額の経常収支黒字は国際間で摩擦の種になるおそれもあるが、わが国財政赤字のファイナンスの問題としてみる限り、国民貯蓄形成の重要な源泉でもある。この点、米国の「双子の赤字」は海外からの長短期資本の流入とくに米国債の買入でファイナンスされている状況とは基本的に異なる。

② 図表6「国内非金融部門の資金調達」にお

いて、銀行貸出・国債発行の増減の動きは資金の借り手としての企業・政府両部門のシェアの変化にそのまま現われている。高度成長期61～65年とデフレ局面98～03年度の両極端な時期の比較ではあるが、企業部門の借り手のシェアは73%から-37%（マイナスは借入純減）へ110ポイント低下したのに対して、政府部門のシェアは13%から143%へ130ポイント上昇した。

図表9「国内非金融部門の資金調達残高」によって、90年度末と03年度末の残高ベースを対比すると、企業部門のシェアは68%から45%へ23ポイントの低下、政府部門は15%から38%へ23ポイントの上昇となった。

③ 次に、図表10「金融システムと資金仲介（残高）」によって金融システムの資金の貸し手サイドの残高計数を90年度末と03年度末で対比してみると、金融機関の与信シェアは69%から75%へ6ポイント上昇、直接金融シェアは28%から20%へ8ポイント低下した。金融機関の与信の内訳——貸出・債券投

図表10 金融システムと資金仲介（残高）

（単位 兆円）

	90年度末	(%)	03年度末	(%)
(1) 金融機関	1,479.9	69	1,954.9	75
① 貸出	916.8	42	971.1	37
民間金融貸出	( 698.3)	( 32)	( 620.8)	( 24)
公的金融貸出	( 199.8)	( 9)	( 335.2)	( 13)
② 債券	358.1	17	814.6	31
(3) 株式出資金	205.0	10	169.2	7
① 民間金融	1,142.6	53	1,230.2	47
② 公的金融	306.5	14	623.5	24
③ 中央銀行	30.8	1	101.2	4
(2) 国内非金融	612.4	28	529.1	20
債券	178.8	8	193.7	7
株式出資金	433.6	20	335.4	13
(3) 海外の対内投資	64.3	3	114.8	4
合計	2,156.6	100	2,598.8	100

図表11 国債の部門別保有高

(単位 兆円)

	FY 90		00		03	
		%		%		%
1 金融部門	135.8	87	364.0	89	485.4	85
中央銀行	10.7	7	48.8	12	85.5	15
民間金融	68.6	44	174.9	43	204.3	36
(国内銀行)	( 32.7)	( 21)	( 59.3)	( 15)	( 75.3)	( 13)
(保険年金)	( 7.6)	( 5)	( 52.0)	( 13)	( 64.2)	( 11)
公的金融	56.5	36	140.3	34	195.6	34
(郵便貯金)	( 5.3)	( 3)	( 26.8)	( 7)	( 84.5)	( 15)
(財融資金)	( 48.9)	( 31)	( 77.3)	( 19)	( 53.5)	( 9)
2 国内非金融	16.3	10	23.5	6	64.5	11
(政府)	( 5.8)	( 4)	( 11.2)	( 2)	( 43.3)	( 8)
(家計)	( 7.6)	( 5)	( 10.1)	( 2)	( 14.5)	( 3)
3 海外	4.5	3	21.3	5	20.0	3
合計	156.5	100	408.7	100	569.9	100

資・株式出資金——では、貸出が42%から37%へ5ポイント低下、債券投資が17%から31%へ14ポイント上昇、株式出資金は10%から7%へ3ポイント低下した。債券投資の大宗は国債であり、この点は後で再びふれたい。また民間・公的金融別では、民間金融部門シェアが53%から47%へ6ポイント低下、公的金融部門は14%から24%へ10ポイント上昇、中央銀行が1%から4%へ3ポイント上昇した。民間金融のシェア低下は銀行を主軸とする貸出残高の純減によるものである。公的金融のシェアの上昇は、公的金融貸出が民間金融貸出の伸縮みを補完するかたちで伸長したこと、国債など債券の引受けが増加したことによる。

- ④ 図表11によって、国債残高の部門別保有状況をみよう。03年度末金融部門の保有比率は85%を占め、国債新時代において——否、国債大量発行下であればこそ——金融機関中心の間接金融型の国債消化体制が持続している。内訳として民間金融36%（うち銀行13

%)、公的金融34%（郵便貯金15%）、中央銀行15%である。銀行と郵貯が国債消化機関の双壁であるが、最近では保険年金が台頭してきた。国内非金融部門の直接引受けは11%（うち政府8%、家計3%）、海外部門は3%である。政府部門の保有は大部分が社会保障基金である。90年度末に比べて民間金融のシェア低下8ポイントが目立つが、これは銀行のシェア低下分である。中央銀行の保有比率はこの間7%から15%へ8ポイント上昇した。これは次に述べる日銀の量的緩和政策に即して国債買オペ額が増加したことを示すものであろう。

- ⑤ 図表12は「マネーサプライ $M_2 + CD$ と信用面の対応」を示す。これは日銀と銀行（預金取扱機関）の統合勘定によって、現金・預金の供給とそれに対応する与信活動をとらえる統計である<sup>13)</sup>。同表は国内信用・対外資産・「その他」の増減合計が $M_2 + CD$ 残高の増減に対応する仕組みである。

繰り返し述べたように、銀行の与信面では

図表12 マネーサプライ  $M_2+CD$  増減と信用面の対応①

(単位 兆円)

	CY 96	97	98	99	00	01	02	03
$M_2+CD$ 増減 ②	16.5	22.2	21.5	16.5	11.9	21.4	12.3	11.2
(1) 対外資産	-4.1	11.4	-10.0	-5.3	0.4	0.0	-0.9	-2.7
(2) 国内信用	11.5	4.8	10.8	-2.0	16.9	10.6	-12.4	29.2
政府向け信用	3.9	1.2	9.5	12.0	26.7	22.9	15.3	48.7
(国債)	(4.7)	(2.1)	(7.8)	(19.1)	(30.8)	(15.5)	(7.7)	(42.1)
地公向け信用	0.9	0.7	1.7	1.0	-0.4	0.9	0.4	0.5
公的法人向け信用	-	-	-	-0.3	0.9	1.6	1.0	2.2
民間向け信用	6.7	2.9	-0.4	-14.7	-10.3	-14.9	-29.1	-22.2
(貸出)	(3.9)	(3.3)	(-0.6)	(-12.0)	(-11.2)	(-17.0)	(-23.0)	(-21.4)
(事業債・株式)	(2.8)	(-0.4)	(0.2)	(-0.5)	(-0.4)	(-3.4)	(-5.6)	(-5.3)
(3) その他	9.1	6.0	20.6	23.8	-5.4	10.7	25.7	-15.3

(注) ① 「マネタリーサーベイ」(統計月報に掲載) から算出。

②  $M_2+CD$  増減=(1)対外資産増減+(2)国内信用増減+(3)その他

(3)その他: 金融債・信託勘定借・金融機関預金の増(-)減。

③ 99年以降一部改訂(対外資産・公的法人向け信用・その他について)。したがって98年までの時系列と接続しない。

図表13 中央銀行——マネタリーベースと見合い資産残高

(単位 兆円)

	CY 01	02	03	04/3	6	9	12
銀行券発行高(a)	69.0	75.5	76.9	71.4	71.5	71.5	78.0
貨幣流通高	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5
日銀当座預金	15.6	19.6	30.0	36.3	33.7	35.1	33.1
(計)マネタリーベース(B)	88.9	99.4	111.4	112.1	109.6	110.9	115.6
日銀貸出	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
手形売買(純)	20.4	26.3	23.8	24.6	23.1	29.0	36.1
現先売買(〃)	-15.5	-7.0	-5.8	-8.8	-7.6	-14.5	-16.8
国債	75.6	83.1	93.5	100.0	94.5	94.1	95.0
(長期国債) (b)	(48.7)	(56.1)	(64.4)	(65.6)	(65.7)	(63.9)	(65.3)
外国為替	3.6	4.3	4.3	4.3	4.3	4.6	4.4
(参考) (b/a)	70.6	74.3	83.7	91.9	91.9	89.4	83.7
$M_2+CD$ 末残 M	671.3	683.6	694.9	694.9	701.0	696.2	707.5
貨幣乗数(M/B)	7.55	6.88	6.24	6.20	6.40	6.28	6.12

〔出所〕日本銀行『金融経済統計月報』。

貸出(民間向け信用)は純減し、国債引受け(政府向け信用)が増加した。外国為替業務の対外短期純資産は、数年ならしてみれば増減がおおむね相殺される。したがって、 $M_2+CD$  増減は、国債引受けと「その他」(金融債・信託の解約資金の流動性預金への振替など)によって生ずる。銀行の本業の貸出が

純減であることは、銀行のあり方として問題であり、経済全体の通貨の流れとしても特異な形態であるといわざるをえない。この点、前掲図表5「部門別資金過不足」において述べた企業部門「資金余剰」の増加も、現下デフレ局面特有の銀行貸出の減少と関連する動きである。記述が若干重複するが、これは政

府・海外両部門の資金不足の増加に示されるように、財政・輸出関係の資金が企業部門に潤沢に流入（キャッシュフロー）したことで、企業自体も投資支出をキャッシュフローの範囲内に極力抑え、借入需要の抑制につとめてきたことがあげられる。

- ⑥ 図表13は「中央銀行勘定——マネタリーベースと見合い資産残高」である。マネタリーベース残高は04年12月末115兆円（銀行券発行高78兆円、貨幣流通高4兆円、日銀当座預金33兆円）で、01年末89兆円に比べて26兆円増大した。04年末見合い資産残高は、手形純買入36兆円（01年末比16兆円増）、国債95兆円（同20兆円増）うち長期国債65兆円（同16兆円増）である。銀行券発行高に対する長期国債保有高の比率は01年末70.6%から04年末83.7%に上昇した。国債買オペの推進とマネタリーベースの増加は、量的緩和政策の進展の状況を示すものである。マネタリーベースの増加にもかかわらず、マネーサプライの増加は36兆円にとどまり、「貨幣乗数」はこの間7.55から6.12に低下した。日銀の供給するマネタリーベースの増加は、本来の狙いとする銀行信用—マネーサプライの増加には直接働かず、金融システム内の流動性の増加にとどまっている。これは金融システム全体の安定に寄与することになった。

## VI. むすびに代えて

### ——要旨と論点——

以上、戦後60年間わが国経済の発展過程における銀行貸出と国債残高の変動について統計的に概観し若干のコメントを述べてきた。ここではその要旨と論点をまとめて結びに代

えたい。

- 1 戦後経済は荒廃・窮乏のなかのインフレーションの進行に始まった。戦後インフレは15年戦争中に累積した潜在的購買力が終戦とともに顕在化し、さらに戦後新しく発生した財政インフレの要因が強まり、これが本質的な流れとなった。戦時国債の発行残高（1945年末1,400億円）は、インフレ2年余の進行で減価消滅したが、同時に、国民の金融資産蓄積残高も同じく減価消滅した。インフレの魔力は実に恐るべきである。インフレ克服には強力な政策発動が必要であり、その代償である「安定恐慌」の影響も大きい。

戦後インフレはSCAPの指令「ドッジ・ライン」、とくに1949年度デフレ予算の編成と実施によって収束された。いわゆる「安定恐慌」は1950年の動乱ブームによって幸いにも回避することができた。50年代前半に日本経済は復興期にはいり、銀行貸出・預金残高は順調に増加した。やがて銀行のオーバーローン問題が関係者間でとりあげられた。また金融制度の整備がはかられ、銀行を中心とする伝統的な間接金融システムの素地が固まった。

- 2 戦後60年間のなかで最も輝ける時期は1950年代後半および60年代の高度成長期であった。銀行貸出が伸長し、設備投資活動は旺盛な企業家精神に導かれ、きわめて活発であり、経済成長率は実質約10%に達した。銀行貸出—民間設備投資先行の経済成長は、故小泉明教授にならって、「ケインズ—シュンペーター的」図式とよぶこともできよう。「技術革新」「企業家精神」「銀行の信用創造」がそのキーワードである。同時に、この経済成長を支えた金融面の要因として、国

内では1947年制定「財政法」（第4条）に基づき国債は原則として発行が禁止され、財政政策は中立的であったこと、また対外的にもIMF体制が確立し為替レートが1ドル=360円レートに固定されていたことがあげられる。

- 3 経済の高度成長に終止符をうったのは、1971年8月のいわゆる「ニクソン・ショック」に端を発する国際通貨不安、さらにIMF体制の崩壊であった。円切上げのデフレ的影響への対策として、財政拡大・金融緩和政策がとられたが、不幸にもインフレーションの発生となった。72～74年のインフレは緩和政策に基づく銀行貸出－マネーサプライの増加、いわゆる過剰流動性の発生を背景とし、民間需要と財政需要の競合による需要超過がその発端であった。さらに73年秋の石油危機がインフレの波を国際的に波及させ、「狂乱インフレ」へと加速させる引き金となった。世界的なインフレの背景に主要国に通貨供給過剰の問題がみられ、主要国の政策当局に通貨量重視の政策観が共有されることになった。狂乱インフレ克服の過程で74年の「トリレンマ」（マイナス成長・2桁インフレ・経常赤字）が発生し、景気調整のしわは75以降の成長減速経済への移行としてあらわれた。
- 4 1985年9月「プラザ合意」後、「米ドル安・円高」化への大きな流れのなかで、わが国も国際的な政策協調に沿って金融緩和政策を実施した。景気は上昇したが、株価・地価の資産価格も大幅に上昇し（資産インフレ）、バブル現象を呈した。90年湾岸戦争の勃発を機にバブルは崩壊し、資産価格の下落（資産デフレ）とともに景気は調整期には

いった。企業・銀行の資産内容が劣化し、とくに銀行には巨額の不良債権が発生した。このため長期間にわたる「バランスシート調整」が必要となり、景気低迷が長期化した。設備投資活動は鎮静化し、銀行の貸出態度は慎重になった。民間部門の自律的回復力は弱く、財政面からの梃子入れが必要となった。98年ころから景気はさらに悪化し、デフレの様相が濃くなった。最近でこそ回復の動きがみられるようになったが、98年度以降最近まで銀行貸出残高は純減し、国債の大量発行が年々続いた。財政の状態は憂慮すべき状態にある。

- 5 ここで戦後60年間の動きを振り返り統計値をまとめてみよう。60年間のうち異常な戦後期を別として、60・70・80年代の30年間と、90年代から03年度までの13年間に大きく二分し統計値（平均年率増加率）を対比すると、両時代のトレンドは著しく異なることが明らかになった。まず信用総量は前の30年間の+15.0%から後の13年間の+1.6%に急低下している。銀行貸出残高は+14.2%から-1.1%へ大きく低下した。すなわち、銀行信用は前の30年間には高テンポの信用創造、後の13年間は逆に信用消滅へと転換し、これに伴ってマネーサプライ $M_2$ +CD残高も+13.9%から+2.6%に大きく低下した。国債残高のトレンドは例外で、増加率はそれぞれ+12.8%、+10.2%とほぼ同位の高水準を続けているが、絶対額は大きく異なり、含意も同じではない。この間、名目GDP成長率は+11.5%、+1.0%、実質GDP成長率は+6.2%、+1.3%、GDPデフレーター（物価）は+4.8%から-0.5%に大きく低下した。日本経済の局面は60・70・80年代の成長から、

90年代・今世紀入りの停滞へ、同じくインフレからデフレへ、180度の大転換した。銀行貸出・国債残高の対照的な動きは、このような日本経済の局面転換を反映したものである。

- 6 日本経済が直面している課題は、民間主導の自律的な経済拡大を通じてデフレ過程から早期に脱却し、同時に、財政健全化への道を確立することである。

こうした新しい経済の構図は、なによりも銀行貸出－預金（マネーサプライ）残高の増加と国債発行残高の増加率低下を目指すことであり、資金循環の部門別バランス（図表5）でみれば、政府部門の資金不足の縮小、企業部門の資金余剰の縮小ないし資金不足への変化、家計部門の資金余剰の増加を想定するものである。

政府部門の「資金不足」（財政赤字）の縮小はまさに財政健全化の目標そのものである。これは「基礎的財政収支の均衡」達成の目標時期をいつにするかの問題でもある。企業部門は投資活動の主体であり、本来は「資金不足」部門である。今後、企業の設備投資活動が拡大していけば、現状の「資金余剰」は減少し、さらに状況しだいでは「資金不足」になることも予想される。家計部門の資金余剰は企業部門からの所得流入と消費支出の動きいかによるが、その資金余剰の増加は家計所得の増加を期待するものである。こうした国内3部門の資金過不足バランスの内容は、今後の経済循環全体の規模と方向によって決まるが、結局は、企業部門の投資の動きがその決め手になる。

新しい経済の構図では、 $M_2 + CD$  残高の増加率が景気回復に即して徐々に上昇するこ

とが期待されよう。与信面では銀行貸出が企業の借入需要の持直しとともに増加し、通貨供給の増加要因となり、国債の引受けはその比重を低下していくことが想定されるであろう。

このように新しい経済の構図では、銀行の新しい預貸活動と併行して、長短金利がフルに機能する長短期金融市場がいっそう整備され発達していかなければならない。日本銀行の量的緩和政策についても、国債の買オペを主軸とする現行の量的緩和政策から、これら銀行・市場に対して、短期市場金利を操作目標とする正統的な金融政策の方式に順次手直していくのが望ましいと考えられる。

以上、戦後60年間のわが国経済の変動過程における銀行貸出・国債残高の動きをおもに資金循環統計によって観察し、それが果たした役割について考察してきた。

今後、わが国経済がデフレを克服し民間主導の自律的な拡大への動きを展望するときも、銀行貸出・国債残高は戦略的に重要な変数である。

[付記]

本稿脱稿後、筆者は『日本銀行調査季報2005年春（4月）』巻頭論文「資金循環統計からみた1980年代以降のわが国の金融構造」に接した。同論文によれば、調査統計局は今般、90年代以降の資金循環改訂統計を80年代まで遡及し、80年代から2003年度までの25年間の同一ベースの時系列によって首題の分析を行い、同論文として発表した。資金循環統計の改訂は大作業であり高く評価される。本拙論についても、80年代は改訂統計によって再検討する要があるが、今回は時間的余裕がない。筆者の今後の課題としたい。（2005年4月12日記）

## 注

- 1) 日本銀行『金融経済統計月報』2004年9月号掲載の「資金循環統計2003年度」が現時点の年度ベースとしては最新データである。本稿では同統計を使用する。
- 2) credit aggregate (monetary aggregate の対語) は「信用集計量」と訳されている。credit aggregate に相当する経済学の用語は近経もマル経にも見当たらない。本稿ではとりあえず「信用総量」とした。具体的には資金循環統計の「国内非金融部門資金調達残高」(図表7)がこれに当たると思われる。筆者はフロー概念の「国内非金融部門資金調達」(図表6)を資金循環の「規模」とみており、したがって「国内非金融部門資金調達残高」(図表7)は資金循環全体の残高概念になる。
- 3) 銀行貸出残高は国内銀行勘定(以前は全国銀行勘定)の貸出合計数。
- 4) 銀行貸出の統計的分析には業種別・企業規模別調査が重要不可欠であり、また銀行とその他民間金融機関・公的金融機関との関係の調査も必要であるが、本稿ではこれらにはふれていない。
- 5) GDP 統計はたえず改訂され精度が高められているが、筆者は全部フォローしていない。この点を留意しておきたい。
- 6) 政府のインフレ対策としては、戦後比較的早期に1946~47年に政府はSCAPの指令に基づき、新円切換え・預金封鎖・財産税・軍需補償打ち切り・金融機関再建整備など、戦後の緊急課題を処理してきた。しかし、財政面・復金債を通じて巨額の日銀信用が供給される限り、これらはインフレの基本対策とはいえない。
- 7) 経済安定本部 [1947] 7月。  
中山伊知郎 [1972] 9月, 229-239頁。
- 8) 日本銀行 [1985] 3月, 236-239頁。  
鈴木武雄 [1960] 5月, 77-90頁。
- 9) 日本銀行 [1985] 3月, 325頁。
- 10) 石田定夫 [1999] 3月, 29-33頁。
- 11) 通貨供給の主要要因は銀行貸出であり、国債引受けもこれに次ぐ要因である。ここで銀行貸出はマイナスであるが、国債引受けが巨額であり、これが通貨供給の有力なルートとなる。後述注13)参照。
- 12) 政府部門の「資金不足」が「投資超過」と「貯蓄不足」のどちらが適切な表現かという点は情勢判断の問題であり、定義の問題ではない。現下デフレ局面の政府の大幅な「資金不足」は貯蓄不足と解するのが妥当であろう。
- 13) 図表12は「金融経済統計月報」2004年5月号以降、作成・掲載が廃止された。しかし「マネタリーサーベイ」統計は公表されており、同統計の残高差額から、 $M_2 + CD$  増減額と対応する信用増減額の算定は可能である。「マネタリーサーベイ」統計は「 $M_2 + CD$  増減と信用面の対応」統計の残高表とみることができる。

## 参考文献

- 日本銀行調査統計局 [2001], 『資金循環勘定1990~2000年度, 1998~2000年』9月。
- 『金融経済統計月報』毎年3・6・9・12月号に資金循環統計を特別掲載。
- [1997] 『経済統計年報平成9年(1997)』資金循環旧統計を掲載(年報は以降廃刊), 3月。
- なお『金融経済統計月報』シリーズは2005年6月号をもって廃止され、『日本銀行統計』(2005年夏号)が季報シリーズで新しく発行されることになった。
- 日本銀行統計局 [1966] 『明治以降本邦主要経済統計』, 7月。
- 日本銀行百年史編纂委員会編 [1985] 『日本銀行百年史第五巻』, 3月。
- 経済安定本部 [1947] 『第一次経済白書—昭和22年度経済実相報告書—』, 7月。(復刊, 講談社学術文庫130, 1977年3月)。
- 中山伊知郎 [1972] 『中山伊知郎全集第11集—経済再建の課題』, 講談社, 9月。
- 鈴木武雄 [1960] 『現代日本財政史第3巻』, 東京大学出版会, 5月。
- 吉野俊彦 [1975] 『戦後金融史の思い出』日本経済新聞社, 10月。
- 石田定夫 [1993] 『日本経済の資金循環—国際化・自由化・金融政策』東洋経済新報社, 10月。
- [1999] 「景気低迷・金融不安下の資金循環の諸様相—1996~97年度の動きを中心に—」『証券経済研究』第18号, 日本証券経済研究所, 3月。
- [2002] 「デフレ経済と資金循環」前掲誌第38号, 7月。
- [2003] 「国債残高の累増をめぐって—資金循環・国債市場・金融政策の視点から—」前掲誌第41号, 3月。
- [2004] 「わが国資金循環の変動の長期的

観察－高度成長期から現下デフレ局面まで  
－」, 辻村和佑編著『資金循環分析の軌跡と展  
望』第3章として所載, 慶応義塾大学出版会,  
8月。

—— [1998] 「戦後インフレーションとドッ

ジ・ラインー『日本銀行百年史』第5巻第3章  
にちなんで－」, 『創価経営論集』第23巻第2  
号, 創価大学経営学会, 11月。

(元明治大学政治経済学部教授)