

連載

21世紀にふさわしい経済学を求めて

第9回

桑垣 豊

(NPO 法人市民学研究室・特任研究員)

【これまでの連載(掲載ページへのリンク)】

第1回 第2回 第3回 第4回 第5回 第6回 第7回 第8回

第5章 金融と外国為替市場

5-1 金融市場とは

5-2 国債発行のしくみと金融市場

a) 国債発行のしくみ 【第8回所収】

b) 国債発行額の限度 【第8回所収】

c) 主流派経済学の想定 【第8回所収】

d) 需給(GDP)ギャップ統計の混迷 【第8回所収】 を受けて

f) 国債累積発行額の大きさの影響

毎年の新規国債発行額が、GDPギャップ(需要不足の規模)の範囲内なら発行しても問題ない。むしろ、対処療法であるが、大きな需要不足を埋めるには必要であることを説明した。

しかし、日本の公債(国債・地方債)は累積総額1000兆円にも達し、それは毎年のGDPギャップとは別に返済不能のリスクを大きくしているのではないか。GDPギャップが急に反転して資金不足になれば、金利があがり国債が発行できなくなるのではないか。そのような疑問が浮かんでも、不思議ではない。

まず、その国債累積の過程を見てみよう。バブル崩壊後、30年間を展望すると、

日本経済はずっと需要不足であった。つまり、毎年GDPギャップの範囲で国債を発行してきている。すると、国債発行の大部分がこの30年に発行しているので、累計もGDPギャップの範囲内である。

GDPギャップとは、需要不足＝生産力過剰なので、国内の生産力の範囲内で政府は支出していることになり、その代金の受け取り先は国内であるので、国債の引き受けても国内（内国債）にいる。現に、2017年度末の資産の状況を国民経済計算で調べてみると、おおざっぱに言って、政府と企業（金融業以外）が借金をして、家計が貸している。その貸した金額は国内では収まりきらずに、外国にも貸している。

表5-1 日本国内の資産と負債（流動資産＋固定資産）

2017年度末 単位：兆円	差引残高	資産	負債
家計	1565.2	1883.4	318.1
金融機関	121.8	4028.5	3906.7
対家計民間非営利団体	26.9	57.1	30.2
一般政府	-674.1	619.7	1293.8
非金融法人企業	-727.7	1234.4	1962.1
外国	-308.6	726.2	1034.9

内閣府「国民経済計算」より

図表5-1をみると、政府（自治体含む）の差引負債は700兆円で、1000兆円より300兆円少ない。これは、財務省が消費税を上げる世論づくりのために、年金基金などの資産を無視して、負債額だけを強調しているせいである。

それと政府の負債ばかり問題にするが、企業（金融業以外）はそれ以上の額を借り入れている。巨額であっても、企業は問題ないのに、政府だけ問題にするのはおかしい。

ただし、長期的にはこの大きな不釣り合いは解消すべきである。これだけ巨額であると、貸し手の発言力を不当に大きくして、借り手の発言力は小さくなる。その結果、ますます減税要求が強まり、国債が増える。

日本の財政は、別の機会にくわしく述べる予定であるが、どうしてこんなに国債が巨額になってしまったのかを説明する。それは、減税のしすぎである。1990年代バブル崩壊の不況対策と称して、選挙対策の減税を繰り返して来た。個人の所

得税の最高税率を下げ、累進税率も緩和してしまった。法人減税も繰り返している。法人所得税は、利益に対して40%というは世界的に高いという理由であったが、租税特別措置でありとあらゆる手段で企業は税金を払わないようにしている。

環境を破壊する公共事業を止めるために、日本の財政赤字の主因であるかのようにいう論調が蔓延したが、それは違っていた。小泉政権は、公共事業悪玉論をうまく使って公共事業を激減させたが、それは方向が間違っていた。新規建設は多すぎたが、つくったインフラの維持に予算を振り向ければ、景気を維持しつつ防災にもつながる有効な使い方ができたはずである。

税制も後に論じることにしているが、どういう税金でこの巨額の累積債務を解消するかが次に問題になる。図表5-1を見ると「家計」と「非金融法人企業」の資産が合計3000兆円にものぼることがわかる。この中で預金は2000兆円ほどになる。これに例えば一律0.5%の「貯蓄税」をかける。10兆円の増税となるが、需要不足の結果貯蓄するわけなので、景気への悪影響は少ないと考える。

脱税を防ぐために、個人、法人問わずすべての預金から集める。非合法的手段で得た収入にも税金がかかる。また、現金やタックスヘイブンに逃げにくいように、税率は低く抑える。できるだけ広く薄くして、節税のコストを高くする。負債で差引（控除）しないのは、そんなことをするとチェックが必要になり、徴税コストがあがり、脱税・節税が横行するからである。

そのかわり、一律一人に年5000円を返す。定額給付である。年平均100万円の貯蓄に見合った金額である。30万円が無貯蓄の目安ということなので、もっと少なくてもいいかも知れない。中小企業にはどうするか検討が必要であるが、このようにシンプルにすると徴税コストは低く、プライバシーも提供しないで低所得者に配慮できる。

【参考文献】

『消費税か貯蓄税か』白川浩道 朝日新聞出版 2011年

世界でどこも実施していない貯蓄税を日本でぜひ実現しようという、独創的提案をした本である。消費税は需要から税金を取り、需要不足を悪化させる。ケインズもびっくりの税制である。それに対して、需要不足の原因の貯蓄から税をとるというのは、需要不足状態で景気への影響の少ない課税方法である。私は、税による景気制御の手段になると同時に財政再建になると考える。

ただし、この本の著者は、負債を控除すべきかも知れない、個人だけから取るべきかも知れない、などと迷いがある。私は、そのようなことをすると、徴税コストがあがり、脱税の温床となると思う。また、定額給付で低所得者に配慮することとセットにすべきである。消費税と定額給付のセットの提案もある。一つの税制で完結する必要はない。■

【コラム】日本銀行が通貨を増やせる唯一の場合「日銀国債引き受け」

4回目の連載で「日本銀行は直接通貨を増やせない」と書きました。ただし、8回目の連載の「【コラム】MMTという不可解な理論」で書いたように、日本銀行が直接国債を引き受けると、貨幣が増えます。一度、市場に出た国債を日本銀行が買って、間接的に手に入れても同じことです。違いは、市場の相場で金利を決めるかどうかです。市場で金利が上がり出せば、インフレの危険性があるということで、今の制度がそのまま自動ブレーキになっているのです。ただし、今の日本銀行のように市場に出回った国債を次々と買い占めてしまうと、金利はなかなか上がらず、インフレの兆しを見つけることができません。

ところで、なぜ「日銀国債引き受け」が、唯一日本銀行が通貨を増やす手段なのでしょう。日本政府は、日本銀行にしか口座が開設できません。逆に金融機関以外で日本銀行に口座が開設できるのは、国内では日本政府だけです。

日本銀行が直接国債を引き受ける場合、日本銀行が何の元手もなく、国債と引き換えに日本銀行にある政府の口座にお金を振り込みます。銀行からお金が出て行ったので、通貨（マネーストック）は増えます。

日本銀行が市場から国債を買うときは、どうでしょうか。金融機関が国債を買くと、その金融機関が日本銀行に開いている口座から、同じく日本政府が日本銀行に開いている口座にお金を振り込むこととなります。これは信用（預金）創造ではありませんが、銀行口座残高というベースマネーが、国債と交換に新しく政府の口座に入るので通貨は増えます。日本銀行以外の金融機関には、日本政府の口座を開けないので、信用創造ではありません。そして、金融機関の国債を日本銀行が買うと、その金融機関の日本銀行の口座に何も無いところから、お金を振り込みます。預金創造に見えるかも知れませんが、金融機関の口座にとどまっている預金はまだマネーになりません。すでに、金融機関が国債を買ったときに預金創造になっているので、ここで預金創造になるとダブルカウントになってしまいます。

みなさんが想像している以上に、複雑で巧妙なしくみで、世の中に出回っている知識がずれていることがわかります。■

図5-2 日本銀行の国債「直接」引き受け

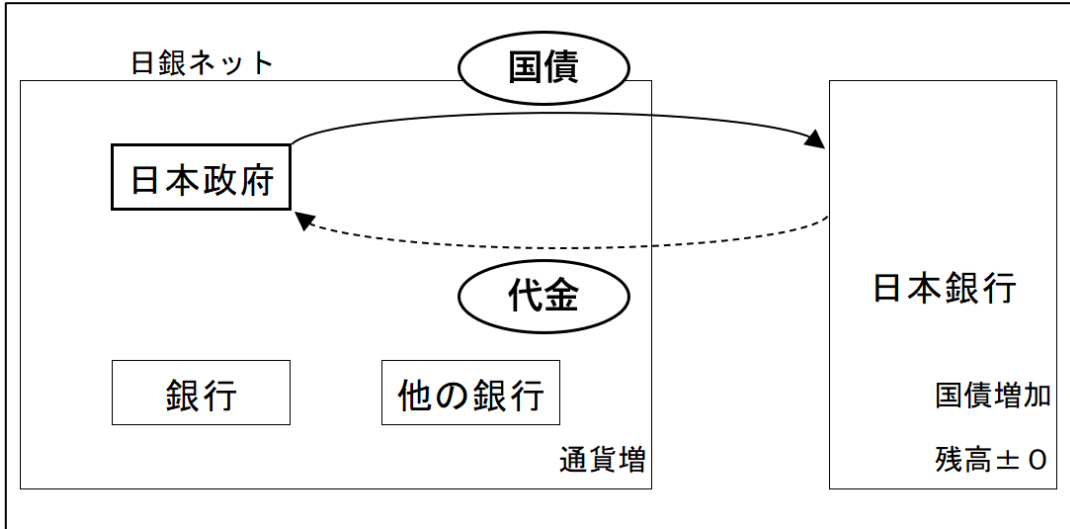
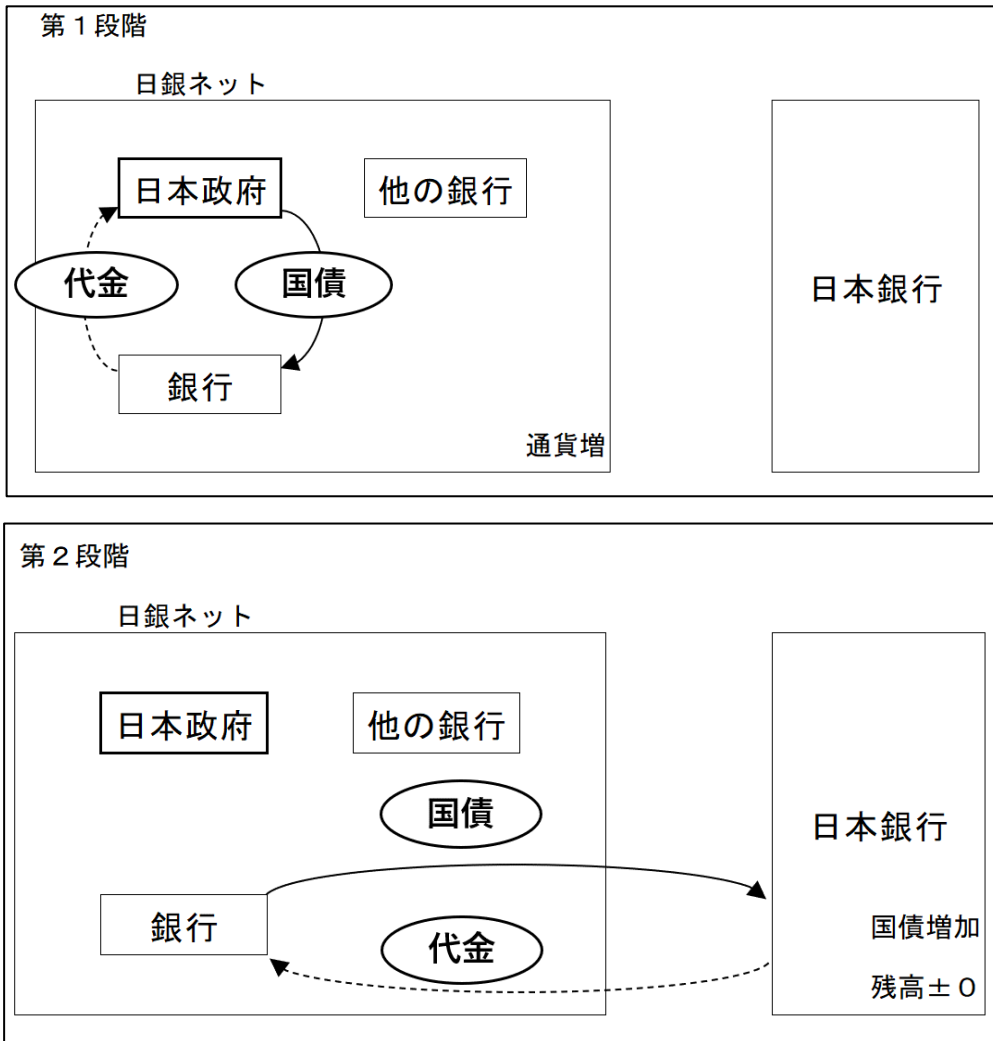


図5-3 日本銀行の国債「間接」引き受け



5-3 外国為替市場

円とドルなどの異なる通貨同士の交換をするのが、外国為替市場である。そこで決まる交換比率に、一喜一憂する時代になっている。円安がいいことで、円高が悪いことのように言うのが、常識のようにになっているが、はたしてそうなのか。その為替レートの決まるしくみと、その影響について説明する。

まず、外国為替市場の実際を説明しよう。まず、外国為替市場に直接参加できるのは、大手銀行など少数の国内外の金融機関に限る。これを、プライスメーカーと言う。証券取引所のような特定の施設があるわけではなく、ネットワークでつながった金融機関が交換希望レートを出し合い、条件がマッチすれば取引は成り立つ。これは相対（あいたい）取引なので、部分的に条件を満たした金額だけで交換をする。私たち個人も簡単に参加できるようになったが、これはこのプライスメーカーから卸売の関係で交換するので、手数料が上乗せになる。FX（エフエックス）などというのもこの取引の一種であるが、差益でもうけるだけでもなかなかうまく行かないのに、手数料分があるので一層むずかしい。

a) どうやって決まるか

円とドルの関係を例に説明する。簡単に説明すれば、「円からドルに変えたい希望」と「ドルから円に変えたい希望」のバランスで決まるということである。その意味で、需要と供給で決まる通常の商品の市場とメカニズムの基本は同じである。ただ、両方とも通貨であるという点が違う。

通貨交換の動機をあげてみる。

1. 貿易代金の決済
 2. 外国に投資するための資金確保
 3. 利子や運用益の高い国の通貨にとりかえたい
 4. 自国通貨の価値が低いか下落しそうなので、安定した通貨で貯蓄したい
- 一つ一つ、為替レートとの関連で説明しよう。

1. 貿易代金の決済

ここ30年くらい円の物価は安定しているが、ドルは物価が上がり続けている。円ドル相場が変わらなければ、日本では同じコストでつくっているものが、アメリカではドル表示で同じ価格で売れるが、アメリカのメーカーでは高くなった物価でつく

っているので、相対的に高くせざるをえなくなる。日本のメーカーには、大変有利になる。

一方、アメリカから輸入するものは、同じものでも期間が経つとドル表示で物価が上がるが、物価が落ち着いている円でも上がることになる。そのため、日本で買うときは割高になってしまう。物価と同時にアメリカでは、ドルの所得も増えるが、日本では円の所得が上がらないからである。

そこで、物価のバランスが取れるように、円ドル相場が変わればいい。それぞれの国で、同じものを買うのにどれくらい必要かを、生活に必要な物やサービスを全体的に平均して計算したものを「購買力平価」という。しかし、生活に必要な物やサービスを、国際的に取引しているわけではない。円ドルの需給は、貿易しているものだけの影響を受ける。従って、為替レートを決めるのは、貿易財・サービスの価格（物価）のバランスの取れるレートになる。

いまだに、為替相場が購買力平価で決まるという「購買力平価説」が、教科書に載っているがそれは少し違っている。貿易財と物価全体とは異なるからである。

ただし、違う国同士の賃金を比べるには、生活にかかわる支出で計算した「購買力平価」が有効であるので、使い道の問題である。

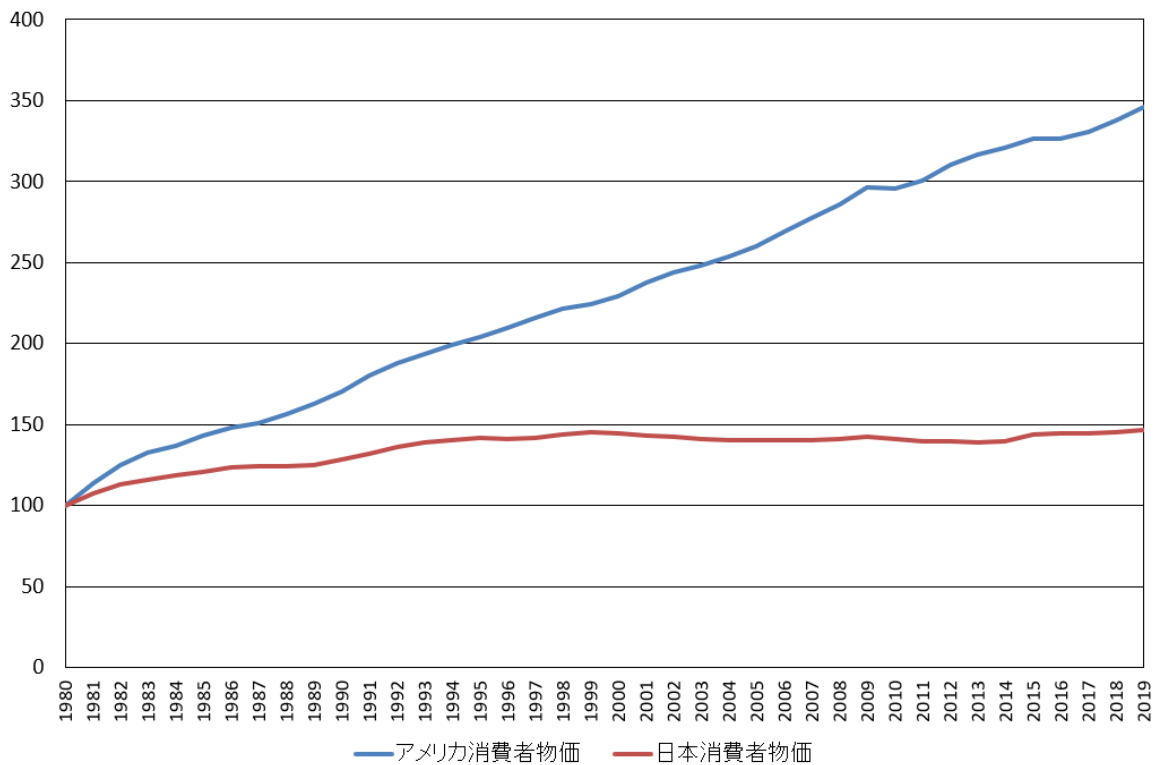
【コラム】物価と外国為替相場

アメリカと日本の消費者物価の推移をグラフにあらわしました。日本の物価は2000年頃まで少しずつ上がっていましたが、その後安定しました。アメリカの物価はずっと上がり続けています。為替レートは、このギャップを埋めるのが本来の役割です。

日本はアメリカの国債を大量に買って、その後、ドルが円に対して大きく値下がりして、大きな損失を出したという議論を吉川元忠氏が展開しています。しかし、アメリカの金利は物価上昇率よりも高かったため、運用益があり、為替差損を上回っているため損はしていません。物価上昇率よりも金利が低ければ、借り手が不足するから当然です。

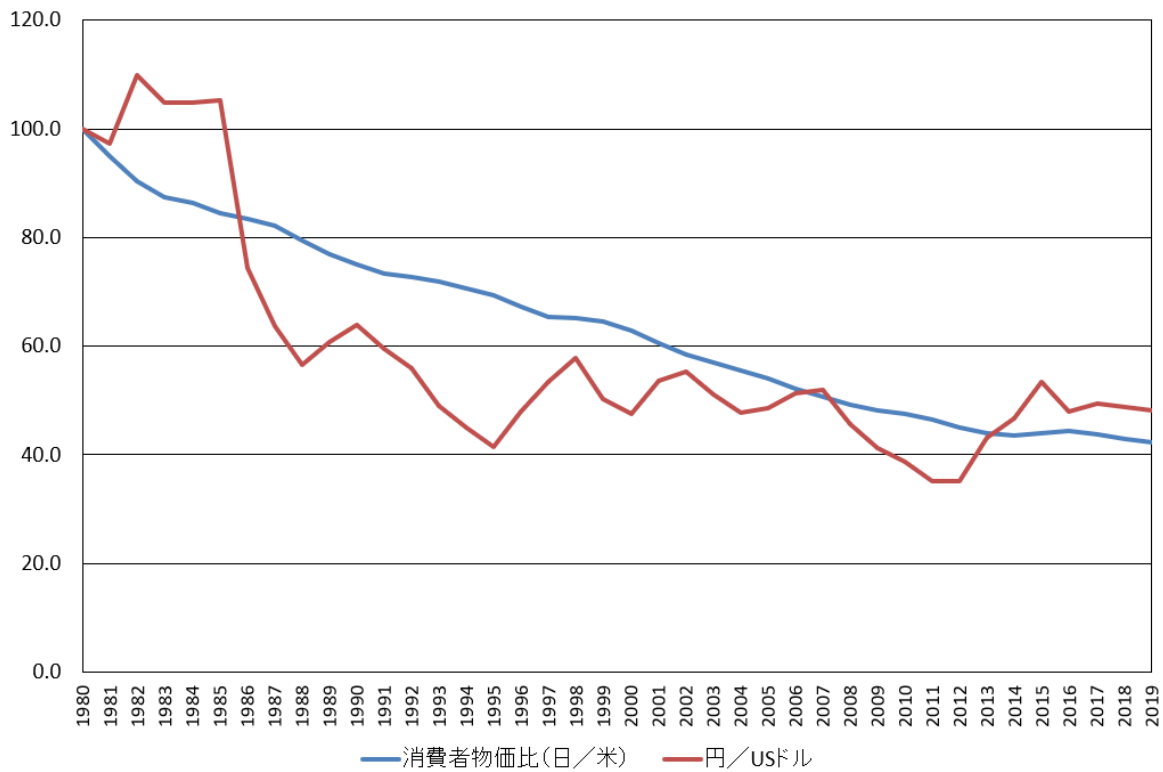
そこで、この両国の物価上昇率の比を算出して、日米為替レートと比べてみます。為替レートはすでに説明したように、利率の差や為替差益をねらう取引で大きく上下します。しかし、長期的には物価変動に収束することがわかります。このグラフでは、消費者物価を取り上げましたが、理論的には貿易取引品のレートで決まるはずですが。それでも、消費者物価でかなりうまく説明できています。

図5-4 日米の消費者物価推移（指数）



為替レートだけ見ていると、輸出企業はどんどん円高が進んで大変なように見えます。でも、アメリカの物価のほうが上昇率が高いので、日本からの輸出品の製造コストは割安になります。長期的には相殺していることになるので、一方だけ見て損をしているというのは片寄った解釈です。そうした片寄った解釈に基づいて、円売りドル買い介入を政府にさせるのは、見えない補助金を求めていることになります。そして、円安になれば輸入品は値上がりし、消費者や輸入部品を扱う企業は割高な価格で購入することになります。見えない富の移転です。しかも、業績のいい輸出企業にさらに富が流れるという格差を拡大させる再配分です。

図5-5 消費者物価比（日／米）と外国為替相場（円／ドル）の推移（指数）



2. 外国に投資するための資金確保

しかし、通貨交換の動機には、外国に投資するための外貨獲得もある。例えば、外国に工場建設がしたければ、その国の通貨が必要になる。投資先国の通貨の需要が高まるので、その国の通貨レートは高くなる方向に働く。生産力にとぼしい途上国が外国資本を受け入れて、工場建設を誘致すると、為替レートが高くなり輸出しにくくなる。生産力がとぼしいということは、物価が上がりがちであるということなので、先に説明したように自国通貨は安くならないとバランスが取れない。

つまり、投資を自由化すると為替レートは、本来の物価調整機能がうまくはたらかず、どんどんずれていく。ただし、一定の限度を超えると物価水準からずれが大きくなりすぎるので、揺り戻しが来る。20世紀の終わり頃から、世界的に資本取引が自由化したのが、その結果、為替レートの不安定性が増している。

3. 利子や運用益の高い国の通貨にとりかえたい

現実の為替レートは日々変動がはげしく、とても貿易や狭い意味の投資だけで説明はできない。実は、外国為替取引の大部分が資金運用を目的としている。長期的には、

物価や投資の動向に従う為替レートは、日々の差益や運用益を求める大量の取引に大きくかき回される。

運用益を目的とする取引は、差益動機の取引よりも安定しているが、利率の変動に敏感に反応するので、為替レートを不安定にする。生産力がとぼしい国は、設備投資などが不足しているので、資金を呼び込むために利率が高い。すると運用益を目的として外国からの投資が入ってくるので、投資先の国の為替レートが高くなる。これは、設備投資のための外国からの投資と同じ方向であるが、物価調整とは反対に働く。それが、一層外国為替相場の不安定性を招く。

リチャード・クー氏は、このような不安定性を指摘して、貿易の自由化は必要だが、資本の国際移動は制限すべきとしている。リチャード・クー氏は、リーマンショックの前に経済がバブル状態であり、非常に危険であることを警告していた数少ない経済学物である。日本在住も長く、日本の実情にもくわしい。ただし、戦後から高度成長期の日本の実情については、議論があらく納得できない点もあるが、経済データに即して議論しているので、大変参考になる。

4. 自国通貨の価値が低いか下落しそうなので、安定した通貨で貯蓄したい

途上国の中には、生産力が低く物が欠乏しているので物価が急上昇している国が少なくない。それが極端になると、普段はドルなどの外国通貨を持っていて、買い物をするときだけ自国通貨にするような現象がおきる。ハイパーインフレーションである。古くは第1次大戦後のドイツの例が有名である。この場合、自国通貨を売ってドルなどを買うためにいよいよ自国通貨が安くなる。これを防ぐには固定相場にして、かつ自由に通貨交換ができないようにするしかない。

b) 固定相場制とは

それでは、固定相場制とはどのようなしくみになっているのであろうか。固定だから簡単だと思うかもしれないが、実は簡単ではない。今まで説明したように、為替レートの変動が国家間の物価調整をしているとすると、そこから為替レートがずれたときにどうなるであろうか。一方の取引は得になるので希望が殺到するが、反対取引は割高なので希望は少なくなる。取引を成り立たせるために、その国の政府が反対取引を実行してバランスを取る。

政府が損して、取引する企業は特をする。為替レートが割安の国の場合、輸出企業が得をして、その分政府が負担するので、隠れた補助金となる。相手国企業から

見ると輸入品が割安で入ってくるので、経営が不利になる。

ただし、政府の資金には限度があるため、資本取引を制限しないと成り立たない。資本の自由化は、変動相場を必要とする。ただし、逆に前述のように変動相場制でも、資本の国際移動は制限することはできる。

戦後、日本も世界も固定相場制であった。それには、ドルの割高相場を維持して、アメリカが西側各国の戦後復興のために援助する役割があった。いわゆるブレトン・ウッズ体制の一環である。

c) 為替介入とは

外国為替相場が変動相場制に移行しても、人為的に為替レートを変えるために、政府が為替介入をすることがある。例えば、日本政府が円安に誘導するために、円を売ってドルを買う。1兆円単位の介入であるので、政府にしかできない。

まず、財務省が介入の指示を日本銀行にする。意志決定は財務省で、実務が日本銀行である。日本銀行は、短期国債を発行して円を集めて、ドルを買う。買ったドルを大量に持っても利子が付かないので、通常アメリカ国債に交換する。日本銀行が運用のためにアメリカ企業の株を買うのは公的法人として危険なので、安全資産であるアメリカ国債を買う。そのアメリカ国債もすぐに日本国内の市場に出し、円を手に入れる。その円で、始めに買った短期国債を償還して、日本銀行は元の状態に戻る。

円安は日本の輸出企業にとって有利に働くので、そのために介入するというのも一つの作用(目的)がある。それは、アメリカ国債の引き受けである。アメリカは、これで大量の財政支出ができるようになる。状況証拠にしかすぎないかも知れないが、2003年のイラク戦争開戦のとき、日本政府は翌年にかけての1年間に35兆円の為替介入を行って、アメリカに資金を供給した。

一方、為替相場のほうは、しばらくして元に戻ってしまった。先に説明したように資本が自由化していると、それに対抗するのはむずかしい。趨勢から一時的に相場が大きくふれたときは、時間を短縮するために介入するのは効果的である。そうでない場合は、国家と言えども趨勢を変えることはむずかしい。ヘッジファンドが、ポンドを売りあげて、イギリスの相場で大きなもうけを出したことがある。イギリス政府は、ポンドを買い支えようとしたがヘッジファンドに負けた。これは、趨勢に逆らったからである。

実は、日本政府も多額の国債を発行しているので、危ないと勘違いしたヘッジフ

アンドが円を売りに出る勝負に出たことがあるという。先ほどのリチャード・クー氏の本に載っている例である。ところが、すでに述べたように日本国債は盤石であるので、それほど円安にならずに敗北したという。イギリスとは政府とヘッジファンドの立場が逆であるが、趨勢に逆らうと勝てないという点では共通している。

【参考文献】

- 『国際経済学入門 グローバル化と日本経済』 高橋信弘 ナカニシヤ出版 2015年
『入門の金融 外国為替のしくみ』小口幸伸 日本実業出版社 2005年
『弱い日本の強い円』佐々木融 日経プレミアムシリーズ138 2011年
『マネー敗戦』吉川元忠 文春新書2 1998年
『「追われる国の経済学」ポスト・グローバリズムの処方箋』
リチャード、クー著、川島睦保訳 東洋経済新報社 2019年

◆ 予告

今回は、第6章「物価変動とGDPギャップ」です。今回、説明した外国為替相場も、物価変動と密接に関連しています。そして、その背景に第3章や第4章で説明した需要と供給の問題（GDPギャップ）があります。

市民科学研究所の活動は皆様からのご支援で成り立っています。『市民研通信』の記事論文の執筆や発行も同様です。もしこの記事や論文に興味深いと感じていただければ、ぜひ以下のサイトからワンコイン（100円）でのカンパをお願いします。小さな力が集まって世の中を変えていく確かな力となる—そんな営みの一歩だと思っていただければありがたいです。

[ワンコインカンパ](#) ←ここをクリック（市民研のpaypal支払いサイトに繋がります）