

最近における銀行券の

動 向 に つ い て

本年3月以降、数か月にわたって、銀行券の増勢が著しく高まり、注目をひいたが、ここ2、3か月は、そうした激しい伸びは収まり、比較的落ち着いた増勢に戻っている。そこで以下、今回の景気調整および回復過程における銀行券の動向をふり返り、現金通貨の変動要因を検討することによって、そうした最近の銀行券動向の背景を明らかにしよう。

現金通貨の循環変動——二つのサイクル

銀行券の変動を、まず、平残の前年比増加率をとってふり返ってみよう。下表に明らかなように、四半期別にみると、引締め開始時点の36年7～9月(+25.4%)をピークとして低下したあ

と、引締め解除直前の37年7～9月(+14.6%)をボトム(月別には10月+13.7%)として再上昇している。とくに、本年4～6月(月別には3月以降)にはにわかに17%台にはね上がり、その増勢が目されたが、その後はほぼ同水準で現在に至っている。こうした動きから達観的にみると、銀行券変動のサイクルは、平残の前年比でみる限り、ほぼ景気循環そのものと一致していると一応いえそうである。

しかし、同じ銀行券平残の動向を、センサス法で季節調整した前月比増加額でみると、若干様相が異なっている(左表参照)。すなわち、36年秋に始まる景気後退と昨秋以降の回復によって形づくられる凹型の大きな波のなかに、37年4～6月をピークとする小さな凸型の波が今一つ認められる。このことは、第1図の現金通貨変動率(季節調整済み残高を3ヵ月移動平均し、3ヵ月前の値に対する変動率を計算)をみると、いっそうめいりようである。銀行券発行高の変動率は、36年7月のピーク(年率換算28.2%の増勢)から36年11月(同7.8%)まで低下したが、その後再び上昇して37年3月に第2のピーク(同20.2%)を形成した。そのあと、37年10月に第2のボトム(同10.8%)を記録し、本年4月をピーク(同32.1%)とする新しいサイクルにつながっている。

ほぼ同様な二つのサイクルは、金融機関手持ち現金を除く現金通貨市中流通高の変動率にも認められる(第1図参照)。

このように、今回の景気後退から回復に至る過程のなかに、現金通貨変動の二つのサイクルが現われたのはなぜであろうか。

現金通貨変動と個人所得

現金通貨、なかんずく金融機関手持ちを除く市中流通現金の変動は、一般に、個人所得の変動と高い相関関係にあると考えられている。そこで、まず個人所得の動きと現金通貨の動きをやや立ち入って比較検討してみることにしよう。

第1図の点線は、全都市勤労者家計の可処分所得の変動率(現金通貨変動率と同じ手法で計算)を

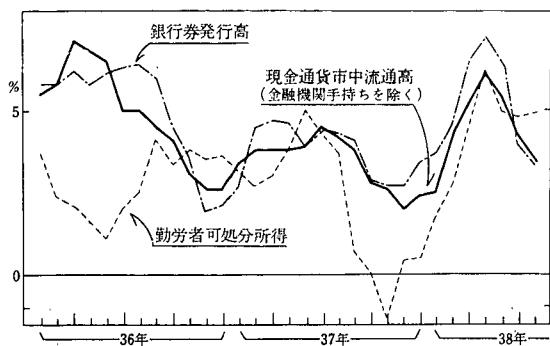
銀行券の推移

(前年比 %)
(単位・億円)

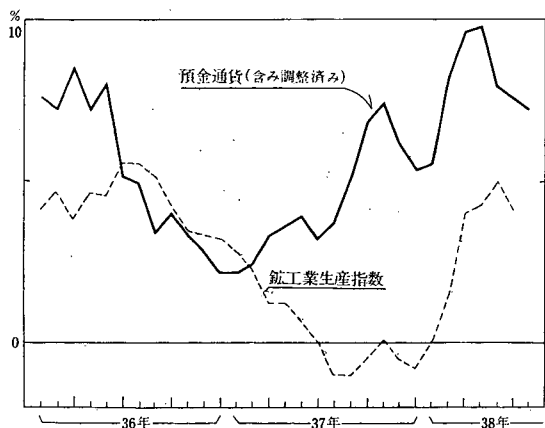
	銀行券発行高				現金通貨市中流通高	
	平 残		末 残		前年比	前月(期)比増減(%)
	前年比	前月(期)比増減(%) (季節調整済み)	前年比	前月(期)比増減(%) (季節調整済み)		
36年						
4～6月平均	+22.9	206	+23.8	244	+23.7	180
7～9月〃	+25.4	173	+26.0	217	+23.8	144
10～12月〃	+21.8	77	+21.1	21	+20.5	92
37年						
1～3月〃	+19.6	163	+19.8	244	+18.5	145
4～6月〃	+17.0	180	+17.4	162	+15.7	159
7～9月〃	+14.6	87	+15.4	150	+15.0	127
10～12月〃	+14.8	137	+16.1	168	+14.1	59
38年						
1～3月〃	+15.7	272	+16.2	303	+14.6	277
4～6月〃	+17.8	251	+19.0	199	+14.5	211
37年 9月	+13.9	40	+14.2	181	+14.8	151
10〃	+13.7	91	+14.4	1	+13.7 [△]	26
11〃	+15.2	214	+15.6	236	+15.3	195
12〃	+15.3	107	+18.0	266	+13.5	8
38年 1〃	+15.3	272	+14.9 [△]	2	+13.8	170
2〃	+14.6	69	+15.5	287	+13.8	183
3〃	+17.2	475	+18.1	626	+16.5	477
4〃	+17.8	212	+20.7	410	+17.2	114
5〃	+17.5	108	+17.9 [△]	114	+14.9	110
6〃	+18.2	432	+18.3	300	+17.1	410
7〃	+17.7	11	+16.6	82	+14.5 [△]	198
8〃	+17.1	108	+18.5	277		

(注) 現金通貨市中流通高はマネー・サプライの現金残高(金融機関手持ちを除く)をセンサス法で季節調整したうえ前月比増減をだし

(第1図) 現金通貨と個人所得の変動率



(第2図) 預金通貨と鉱工業生産指数の変動率



示したものである。これで見ると、個人所得の伸び率は、36年前半は低下(ボトムは36年5月)していたが、年央から再び上昇に転じ、多少の一高一低を示しつつ、37年6月のピークに達した。その後、伸長率は急速に低下し、37年10月のボトム時には一時純減となったが、年末から本年にかけて、再び顕著な増勢をたどっている。こうした個人所得の動向は、景気変動に対して明らかな遅行の対応関係を示しているといえよう。

そうした個人所得の変動を、やはり引締め開始後の期間について市中流通現金の変動と対置してみる(第1図の点線と実線)と、かなり高い相関がうかがわれるが、36年の後半と、37年後半に目立った乖離を示している。前の時期には、個人所得の増勢が高まっているにもかかわらず、現金通貨の増勢は鈍化している。後の時期には、個人所得の増勢は急速に低下して一時減勢を示しているが、現金通貨の増勢は、それほど早いテンポでは

落ちていない。このように、両者が大きくは相関連する動きを示しつつも、景気の局面によって必ずしも一致した動きを示さず、実績からみてその間にかなりの乖離を示す局面があることは注目すべきことである。

現金通貨変動と企業流動性

ところで、このような両者の乖離が生じた時期に共通していえることは、企業の通貨流動性が急速に変化した時期に当たるという点である。第2図の実線は、預金通貨の変動率(計算方法は同じ)を示したものである。預金通貨の増勢は、36年3月をピークとして、そのあと36年12月のボトムまで急速に低下したが、この間、市中流通現金の変動も預金通貨の変動と全く同じ傾向を示し、ピークとボトムの月もこの時期に関する限り一致している。このことは、36年後半における現金通貨の増勢鈍化が、預金通貨のそれと同様、信用のアイラビリティ低下に伴う企業(とくに、現金決済を多用する中小零細企業)の通貨流動性の低下によるものであることを示唆している。市中流通現金のうち、何割が個人企業を含む企業によって保有されているかについては、別途、正確な推計を必要とするが(注)かりに2〜3割と考えると、企業の手持ち通貨の10%の変動が、現金通貨全体を2〜3%は変動させるわけである。企業流動性が急変する景気局面において、その変化が現金通貨全体の限界的な動きを大きく左右することは、十分考えられるところであろう。

次に、37年後半の預金通貨は、引締め解除の前後であったため、増勢の回復が顕著である(第2図参照)。この時期には、極端にきりつめていた企業の手持ち現金も、漸次正常な水準に向かって回復しつつあったと思われる。この間個人所得の増勢が著しく低くなったのに比し、現金通貨の増加率はやや鈍化した程度にとどまったのは、このためと考えても大過ないであろう。

(注) 本行マネーフロー表では、法人企業の保有現金は推計されている(36年末で市中流通高の13%)が、個人企業のそれはない。法人企業に比して、一般に現金保有比率が高いと思われるこれら個人企業の保有現金を推計することは、今後の課題であろう。

二つのサイクルと二つの要因——以上の総括

このようにみえてくると、前に述べた現金通貨の変動については次のように判断することが許されよう。すなわち現金通貨変動の二つのサイクルのうち、36年後半の下降は企業流動性の低下が大きく響いたものと思われるが、そうした動きが一巡すると、個人所得の変動に伴う現金通貨の変動が表面に現われ、凸型の小さなサイクルを作った。

また、個人所得の鈍化に伴う2度目の下降は、企業流動性が徐々に回復する局面に当たったので、個人所得ほど急激な低下は示さなかった、ということである。つまり現金通貨の動きには個人所得の動きに対応する景気に対する遅行的な動きのほかに、預金通貨の変動、すなわち企業流動性の変動に対応した、いわば景気に対する先行的な動きがいま一つ織り込まれ、複雑な変動率推移を示すわけである。もとより、こうした見方をより強く裏付けるには、企業(個人企業を含む)が現金通貨をどの程度保有しているか、企業の資産(現金通貨を含む)選択の態度は景気局面に対応してどのように変化するかといった点の検証が必要であることはいうまでもないが、大筋は以上のように理解してよいと思われる。

年明け後の銀行券増発の評価

以上の考え方を基礎として、本年3～6月の銀行券の大幅増発と、その後現在までの落ち着いた増勢の原因を考えてみよう。

グラフに明らかなように、年明け後現金通貨の増勢が顕著な高まりを示した時期には、同時に①個人所得の急速な回復(第1図の点線参照)と②企業流動性の著しい向上(第2図の実線参照)という、現金通貨変動の2大要因が重なっている。とくに勤労所得変動のピークと、預金通貨変動のピークが、現金通貨変動のピーク(38年4月)に一致して

いることは、この間に高い相関があることを示唆している。

今回の景気回復に際して、個人所得、なかんずく勤労者所得の回復が、景気動向に対してほとんど遅行しなかったことについては、①人手不足を背景とする雇用の下方硬直性と賃金の高い伸び、および②景気後退期にも生産があまり低下せず、企業金融緩和とともに製品在庫の高水準にもかかわらず一時顕著な生産回復がみられたこと、の2点が響いていると思われる。具体的には、年明け後の所定外労働時間の急増と、今春の大幅な賃金ベース・アップおよび6月の夏期賞与支給が、勤労所得の増勢を急速に高めたといえよう。

一方、昨秋から本年前半にかけての企業の通貨流動性回復のテンポも、これまでの例に比して、異常なほど急速であったといえる(注1)。第2図にも明かなように、本年3、4月ごろの預金通貨の増勢は、倍増景気のピーク時(36年3月)よりも高く、年率にして一時45%前後に達していた。

こうした個人所得の回復と企業の通貨流動性の急激な向上という二つの要因が同時に重なって生じたことが、景気回復初期の本年3～6月における銀行券の大幅増発の基本的な背景であったが、なお、このほか、昨年末から本年5月ごろにかけて、金融市場の緩和を背景に金融機関手持ち現金が増加したことも、銀行券増発の一因として見のがせない。このことは、第1図における銀行券発行高の変動率と、現金通貨市中流通高の変動率に、昨年11月以降本年5月まで、若干のギャップが存在していることに端的にうかがわれる。本年3、4月には、一時的な事情(注2)として、地方選挙と株式出来高の急増に伴う現金通貨の需要も若干響いたと思われるが、基本的には上のようにみてよいであろう。

(注1) 昨秋以降の企業の通貨流動性回復については、本誌昭和38年6月号所載「最近における企業金融の緩和と問題点」参照。

(注2) 3、4月の銀行券増発の一時的要因としてCPIの騰勢をあげる見解がある。しかし、CPIの上昇は、現金通貨増発と同時に生じた消費増大等の結果であって、短期的にみれば、現金通貨増発が、その時期のCPI上昇の結果とはいえない。むしろ、CPI上昇の結果、意図せざる消費増大(より正確には、意図せざる消費性向の上昇)が一時的に生じうるが、その場合には、流通現金が小売店の売上げ増加を通じて過剰してくる(家計セクターの現金通貨回転率が高まる)という動きもあるから、一概に現金通貨が大きく増発されるとはいえない。基本的には、あくまでCPI上昇に先立つ個人所得の増加こそ、現金通貨増発の原因である。

ところで、以上のような推移をたどった後、7月以降現在まで、現金通貨市中流通高の増勢は、年率にして12%前後の比較的落ち着いた増勢に戻っている。これは、預金通貨の増勢が同じ時期に若干鈍化してきたこと(第2図参照)にもうかがえるように、企業の通貨流動性補てんの動きが、ようやく一巡したことが主因とみられる。このところ、預金通貨の増勢は、手形交換高など通貨流通高指標の増勢とほぼ見合っており、企業の手持ち通貨は、十分な水準を回復したあと決済必要額に応じた動きをしているとみられる。また、金融機関の手持ち現金補てんの動きも、金融市場の基調が徐々に小締めりぎみとなっていることもあって、すでに一服したとみてよかろう。そうすると、銀行券の現状は、景気回復初期におけるいわば先行的な盛り上がりはすでにとれ、個人所得の増加に応じて銀行券も増加するという第2波的な増勢が最近になって表面にでているものとみられる。個人所得、なかんずく勤労所得は、引き続きかなり高い伸びを続けているが、生産などの企業活動が比較的落ち着いていることからみて、先行き激しい高まりは予想されず、したがって銀行券の足どりも今後は根強いながらも落ち着いた増勢をたどって行くこととみてよいであろう。

金融動向

◇8月の金融市場やや引き締めりぎみ

8月中の金融市場は、銀行券の還流が比較的順調であったにもかかわらず、財政資金が、食管の受超増、租税収入の好調を主因に、前年をかなり上回る受超となったため、やや引き締めりぎみに推移した。このため、本行の市中保有債券の買入れ(980億円)があったにもかかわらず、本行貸出は231億円(前年は123億円)の増加となった。

コール市場は、中旬にはいって月遅れ盆関係の現金需要、地銀の準備預金積上げによる放資回収などからやや繁忙化、その後銀行券の還流持続に

資金需給表

(単位・億円、カッコ内前年同月)

		38年6月	7月	8月
本 行 勘 定	銀 行 券	1,212 (981)	△ 78 (128)	△ 329 (△ 495)
	財 政	392 (△ 283)	△ 1,405 (△ 164)	△ 1,531 (△ 1,029)
	本 行 貸 出	△ 392 (1,415)	1,149 (327)	231 (123)
	本行保有手形売買	— (—)	— (—)	— (—)
	債 券 売 買	1,396 (—)	391 (—)	980 (489)
全 国 銀 行 勘 定	貸 出 お よ び 有 価 証 券	2,006 (1,788)	2,562 (1,579)	1,792 (1,023)
	預 金 お よ び 債 券 発 行	2,593 (215)	545 (318)	1,145 (1,096)
	そ の 他	△ 748 (△ 26)	295 (378)	449 (54)
	ポ ジ シ ョ ン	△ 161 (△ 1,599)	△ 1,722 (△ 883)	△ 630 (127)
	本 行 借 入	△ 361 (1,454)	1,273 (234)	432 (81)
	市場資金純受入れ	522 (62)	449 (611)	198 (△ 277)

- (注) 1. △印……本行勘定の「銀行券」は還収超、「財政」は揚超、「本行保有手形売買」および「債券売買」は売却、全国銀行勘定の「その他」は負債の減少、「ポジション」は悪化を示す。
2. 38年8月の全国銀行勘定は暫定計数。
3. 市場資金純受入れ=(マネー)+(本行以外からの借入)-(ローン)