

資金循環からみた主要国の金融構造

〔要 旨〕

日本、米国、英国、西ドイツ、フランスの主要 5 か国の1962～66年における資金循環を検討した結果、各国の金融構造の特色として、大要次の点があげられよう。

1. 部門別の資金過不足状況については、余剰部門として各国とも個人部門が大きなウェイトを占め、一方不足部門としては、英国を除いて企業部門が最も大きく、公共部門がこれに次いでいる。ただし英国では、企業部門は資金余剰を示し、公共部門が唯一の不足部門となっている。わが国では、1962年ごろから公共部門の資金不足が拡大してきたため、この面でわが国の資金循環は欧米諸国のパターンに漸次接近してきている。
2. 金融市場からの資金の借り手をみると、日本とフランスでは、企業部門が7割前後と高いウェイトを示すのに対し、米国では個人部門が企業部門に比肩するほど高く、また英国では企業、公共、個人、海外の諸部門がほぼ同じウェイトを占めている。

資金の調達形態の面では、借入金は各国とも7割前後のウェイトを占め、また有価証券による調達は米国において約3割と最も高く、日本が約2割で続いている。最近の動きとしては、各国とも企業部門の株式、社債の発行が伸び悩み傾向にあり、金融機関からの借入れのウェイトが高まっている。

3. 金融市場への資金の出し手をみると、各国とも個人部門が6割前後のウェイトを占め、最大の資金供給者となっている。わが国では、企業部門のウェイトが36%と諸外国に比べて著しく高いが、このことは、わが国企業の借入れ依存度が高いことと関連するものと思われる。

資金の供給形態の面では、各国ともに、預金のウェイトが最も高いが、とくに日本では70%以上に達し、ウェイトの低い米英では50%前後にとどまっている。しかし、米英両国では契約型貯蓄(保険、年金)のウェイトが3割前後と高く、その他の国と大きな違いをみせている。有価証券のウェイトは、フランスにおいて25%と最も高く、以下西ドイツ、日本、米国、英国の順となっている。米英両国においては、このところ有価証券から預金へのシフトが目立ち、証券投資のウェイトは低下している。

4. 証券市場をみると、米英両国においては、保険会社、年金基金などの機関投資家が発達し、比較的安定した資金の供給が行なわれている。これに対し、日本および西ドイツでは銀行の役割が大きく、証券市場は金融機関の動向によって影響を受ける面が少なくない。

〔目 次〕

- | | |
|---------------------|----------------|
| 1. は し が き | 3. 各部門の資金調達・運用 |
| 2. 資金の流れの方向と金融市場の規模 | (1) 個人部門 |
| (1) 部門別資金過不足 | (2) 企業部門 |
| (2) 金融市場の規模 | (3) 公共部門 |

4. 金融市場の構造

- (1) 資金の借り手と調達形態
- (2) 資金の出し手と供給形態
- (3) 直接金融と間接金融について
- (4) 資金の流れの経路

(5) 金融機関の動向

(6) 有価証券の発行・消化状況

5. 金融資産残高

6. む す び

1. は し が き

本稿は、日本、米国、英国、西ドイツ、フランスの5か国について、資金循環分析によって最近の金融構造を明らかにし、あわせてわが国資金循環にみられる最近の変化を検討しようとしたものである^(注)。本稿における説明は、原則として1962年から66年に至る5か年間の平均計数によったが、必要に応じては、より長期にわたる分析を試みた。とくにわが国については、1957年から61年に至る高度成長期の5か年間の計数をも加え、これによって最近10年間における変化を明らかにした。

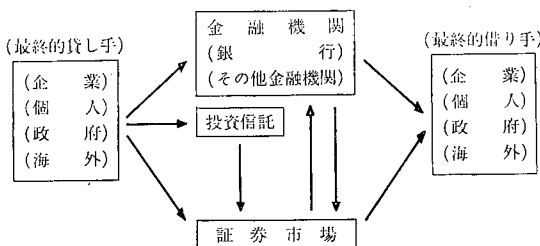
(注) こうした資金循環分析の視点からみた金融構造の国際比較は、本報昭和36年10月号および昭和41年1月号において行なったことがある。

第1図は資金循環の仕組みを単純化して図示したものであり、同図によって本分析のアウトラインをあらかじめ示すこととする。

第1に、企業、個人、政府、海外の諸部門について資金の過不足状況を検討するとともに、これらの部門から金融市場(証券市場をも含む広義の意味)に供給される資金量について触れる。

第2に、企業、個人、政府の各部門が、それぞ

〔第1図〕 金融市場と資金の供給・調達経路



れ最終的借り手および出し手としていかにして資金を調達したか運用したかを検討する。

第3に、これら諸部門による資金需給が調整される金融市場について検討する。まず、最終的借り手ならびに出し手としての非金融部門と金融市場との間における資金の流出入の状況を見る。次に金融市場自体の構成を明らかにするために、資金の流れの経路を比較し、このうち金融機関については、これを銀行と銀行以外の金融機関とに分け、それぞれの資金調達・運用状況を見る。また証券市場については、有価証券の発行・消化状況を検討することとする。

そして最後に、これら資金の循環過程の結果として蓄積される金融資産残高について検討する。

資金循環分析は、ここ数年来、各国において研究が進み、経済分析の一手法として定着しつつある^(注)。しかし、各国の資金循環勘定はその国の金融制度や取引慣行に即して設計されているため、これに基づき資金循環の厳密な国際比較を試みることは容易ではないが、本稿では、分析目的に応じて、できるかぎり各国に共通するかたちに組み直し比較を試みることにした。

(注) 現在資金循環分析を行なっている主要な国としては、米国、英国、西ドイツ、フランス、オーストラリアがある。またOECDによる「資本市場の研究」(Capital Market Study, 1967年)は、各国の資金循環統計を用いた最近の研究成果として注目される。

2. 資金の流れの方向と金融市場の規模

(1) 部門別資金過不足

各国の資金循環の特徴を端的に示すものは、部

門別の資金過不足である(第1表)。これは、国民経済のうちどの部門でどの程度資金が不足しあるいは余っているかを示すもので、一国の資金の流れの大きさと方向を決める基本的な要素となるからである。

最初にわが国について、最近10年間の変化を1961年以前の5年間と1962年以降の5年間とに分けて検討すると、まず注目されるのは企業部門と公共部門の動きである。企業部門は、前半の高度成長期には唯一の資金不足部門であったが、後半の5年間にはいると、設備投資の増大テンポが鈍ったうえ、減価償却を中心とする内部資金の蓄積が進んだこともあって、資金不足額の増勢はかなりの鈍化をみた。反面、公共部門は前半にはおおむねバランスを示していたが、後半には資金不足に転ずるとともに、その不足額が年々拡大した。そのため、1966年には公共部門の資金不足は前記企業部門のそれに比肩する規模に達している。

一方、個人部門の資金余剰は、所得水準の上昇を映じてほぼ倍増し、また海外部門は、前半の資金余剰(国際収支経常勘定の赤字)から後半には資金不足(同黒字)に転ずるに至った。

これに対し最近5年間における主要国の部門別資金過不足状況をみると、以下のとおりである。

資金余剰部門としては、各国とも個人部門が圧倒的な比重を示し、しかも年々その余剰額は増大している。そのほか、英国の企業部門、西ドイツの公共部門が資金余剰部門となっている。このうち英国

の企業部門は、海外投資活動のウェイトが高いうえに国内投資活動の不活発を映じて、基調的に資金余剰を示しており、これは他の国にみられない特異な動きであろう。また西ドイツの公共部門は、公営企業が企業部門に含まれているという統計的理由のほか、社会保障基金の積立て増大もあって資金余剰となっていた。ただ、1965～66年では中央・地方政府自体の財政収支の悪化が目立ち、このため公共部門も資金不足に転じている。

資金不足部門としては、英国を除き各国とも、企業部門が最も大きい。これに対し英国では公共部門が唯一の資金不足部門となっている。

こうした部門別の資金過不足状況を資金の流れのパターンとしてとらえると、高度成長期のわが国では、主として金融市場を通じて個人部門から企業部門へという資金の流れがいわば主流となっていたのが、最近では新たに、公共部門への資金の流れも加わって、民間資金需要と公共資金需要

(第1表)

各部門の資金過不足(1962～66年)

(計数は年平均)

	日本 (十億円)		米 国 (十億 ドル)	英 国 (百 万 ポンド)	西ドイツ (十 億 マルク)	フランス (十 億 フラン)
	1957～ 61年	1962～ 66年				
企 業	-1,280	-1,680	- 8.4	223	- 15.2	- 19.6
個 人	1,190	2,447	15.5	663	11.5	17.5
公 共	43	- 704	- 3.8	- 779	2.1	- 0.7
海 外	46	- 63	- 2.9	74	1.5	2.8
不 一 致			- 0.4	- 181		
資 金 不 足 計 (=資 金 余 剰 計)	1,371	2,541	15.9	999	16.0	20.6
資 金 不 足 計 国民総生産(名目)(%)	9.9	9.2	2.5	3.0	3.8	4.8
国民総生産(名目) 年平均増加率(%)	14.5	13.6	7.4	6.4	8.1	9.4

(注) 1. -は資金不足を示す。

2. 各部門の経済主体は次のとおり。

○ 企業部門…法人企業。ただし米国は個人企業を、西ドイツ、フランスは個人企業、公営企業を含む。また西ドイツは住宅建設関連企業が除かれている。

○ 個人部門…家計。ただし日本と英国は個人企業を、西ドイツは住宅建設関連企業を含む。

○ 公共部門…中央・地方政府。ただし西ドイツ、フランスでは、公営企業は企業部門に含まれる。

とが金融市場においてあい並ぶような姿に変わってきている。このような部門別資金過不足のバランスからみれば、最近におけるわが国の動向は、米国とおおむね同じパターンを示しており、フランス、西ドイツでも、その部門分割の相違(公営企業を公共部門に入れず、企業部門に含めている)を勘案すれば、ほぼ同じような姿であるものと思われる。ただ英国は、企業部門が資金余剰となっているので、他の諸国と違ったパターンを示している。

(2) 金融市場の規模

次に、こうした資金過不足額の国民経済に占める相対的規模をみるため、資金余剰額あるいは資金不足額の合計額を国民総生産(名目)と比較すると、日本は9.2%と飛び抜けて高く、他の主要国の中で高い比率を示すフランスの4.8%に比べても、約2倍の水準となっている。

この「資金過不足」は、各部門における資金の調達額と供給額を差し引きしたネットの計数であるから、もちろんこれをもって金融市場の規模そのものを示すものとみることにはできない。そこで広義の金融市場を通じて流れる資金量を取りあえず非金融部門からの資金供給量としてとらえ、その合計額をGNPと対比すると、第2表のとおりである。これによれば、わが国の金融市場の規模はGNPの24%となり、10%前後の他の主要国に比べて2倍以上の高さを示している。

各国におけるこのような金融市場の相対的な規模と経済成長率とを比較すると、成長率の高い国ほど金融市場の規模が大きいという一般的な関係がみられる。わが国の金融市場の相対的規模が大きいことは、この期間中の高投資・高成長と関連するものであることは明らかであろう。各国におけるこの関連をしいて類型化すれば、日本に次ぐ高成長グループはフランスと西ドイツであり、それから米国と英国のグループという順序になる

う。

またこの二つの対GNP比率(資金過不足額および金融市場への資金供給額)を対比することによって、各国の資金の流れの一側面をつかむことができよう。たとえばわが国の場合、1961年の前後5年間の二つの期間を比べてみると、資金供給量の対GNP比率は増大しているのに、資金過不足額の対GNP比率は縮小している。これは、後述のように企業の内部金融比率がわずかながらも高まり、一方個人の金融機関借入れが進んだことの現われといえよう。また米国では、資金供給量の相対的規模は欧州3国とはほぼ同じであるのに、資金過不足額の相対的規模はこれらの国をかなり下回っている。これは、企業部門の内部金融比率が高く、外部からの資金調達をあまり必要としない一方、消費者信用制度、住宅金融制度が発達しているため、個人部門の借入れが多いことを示すものと思われる。

(第2表)

金融市場の規模(1962～66年)

(計数は年平均)

	日 本 (十億円)		米 国 (十億 ドル)	英 国 (百 万 ポンド)	西 ド フ ラ イ ツ (十 億 マルク)	ラ ン ス (十 億 フラン)
	1957 ～61年	1962 ～66年				
企 業	862	2,308	9.3	565	9.2	11.9
個 人	1,877	3,834	39.9	1,917	27.4	27.9
公 共	87	113	7.3	26	4.6	2.1
海 外	180	238	3.0	774	5.2	1.4
計	3,006	6,493	59.5	3,282	46.4	43.3
計 (%) 国民総生産 (名目)	21.7	23.5	9.3	9.9	11.2	10.1

3. 各部門の資金調達・運用

(1) 個 人 部 門

資 金 余 剰 率

個人部門は、前述のようにいずれの国においても最大の資金の出し手となっている。いま資金余剰の状況を示す一つの指標として、個人部門の純

貯蓄に対する資金余剰の割合(資金余剰率)を算出すると、第3表のようになる。

(第3表)

個人部門の資金余剰要因分析(1962～66年)

(単位・%)

	日 本		米 国	英 国	西ド イ ツ	フ ラ ン ス
	1957～ 61年	1962～ 66年				
資金余剰率 ($\frac{S_n - I_n}{S_n}$)	77.3	66.0	33.8	51.5	36.5	61.7
個人貯蓄率 ($\frac{S_n}{D \cdot I}$)	16.9	18.2	9.0	5.5	11.5	9.3
個人投資率 ($\frac{I_n}{D \cdot I}$)	3.8	6.2	5.9	2.7	7.3	3.6

(注) 1. 分析式 $\frac{S_n - I_n}{S_n} = 1 - \left(\frac{I_n}{D \cdot I} + \frac{S_n}{D \cdot I} \right)$

2. 記号 S: 貯蓄 I: 実物投資
D・I: 個人可処分所得 n: ネット

これによると、わが国の資金余剰率は最近5年間で66%と、高度成長期の77%に比べいくぶん低下してきている。しかし、いずれにしても、その水準は主要国の中では最も高く、以下フランスが62%、英国が52%であるが、西ドイツと米国は30%台の水準にすぎない。このようにわが国個人部門の資金余剰率が高水準にあるのは、主として貯蓄率(18%)が主要国の2倍近くの高さに及んでいるためであり、投資率は各国のほぼ平均並みの水準となっている(第3表(注)1参照)。なお、最近5年間に個人の住宅建設や個人企業の設備投資が活発化し、これが最近における資金余剰率の低下要因となっている点は注目されよう。

資金運用

まず、わが国個人部門の資金運用形態の動きをみると(第4表)、わが国では、預金、信託、保険など金融機関への債権のウェイトは前半の73%から後半の86%へ上昇し、逆に有価証券投資のウェイトが25%から13%へと半減している。証券投資が低下したのは、株式市況が1961年をピークに活況を呈し投資信託がブーム化したものの、その後

反動的な不振に陥ったことによるものである。

次に各国の状況をみると、以下の諸点が目だっている。

第1に、西ドイツ、米国と日本では貯蓄性預金最大のウェイト(西ドイツ60%、米国58%、日本55%)を示しているのに対し、フランスでは通貨が最大のウェイト(41%)となっている。フランスでは、かつてのインフレの苦い経験から、通貨(主として当座性預金)を選好する傾向が強いうえに、当座預金に利息が付されていた(0.5～1.0%、なお1967年7月以降無利息に変更)ことも影響しているものと思われる。

第2に、英国および米国では契約型貯蓄(保険、年金)のウェイトが著しく高く(英国57%、米国37%)、他の3国(15%～4%)と大きな開きがある。

すなわち、米国では、このところ企業年金基金や退職年金基金が著しい伸びを示しているが、これは戦後における労働力確保の必要あるいは労働組合からの要請などが背景となっているといわれている。また保険の伸びについては、中産階級の増加とその資産の多様化などの事情が指摘されて(第4表)

個人部門の資金運用(1962～66年)

(計数は年平均、カッコ内は構成比・%)

	日 本 (十億円)		米 国 (十億 ドル)	英 国 (百 万 ポンド)	西ド イ ツ (十 億 マルク)	フ ラ ン ス (十 億 フラン)
	1957～ 61年	1962～ 66年				
通 貨	309 (16)	733 (19)	4.6 (12)	(注1) 38 (2)	2.3 (8)	11.4 (41)
貯蓄性預金 (信託を含む)	858 (46)	2,115 (55)	23.1 (58)	1,075 (56)	16.4 (60)	8.7 (31)
保険・年金	209 (11)	449 (12)	14.9 (37)	1,094 (57)	4.0 (15)	1.2 (4)
有 価 証 券	461 (25)	493 (13)	3.4 (8)	(注2) -290 (-15)	4.7 (17)	5.8 (21)
そ の 他	40 (2)	44 (1)	-6.1 (-15)			0.8 (3)
計	1,877 (100)	3,834 (100)	39.9 (100)	1,917 (100)	27.4 (100)	27.9 (100)

(注1) 現金通貨のみを計上。

(注2) 地方債務(年平均229百万ポンド増加)を含む。

いる。さらに民間の住宅保有の形態が保険の量に影響を与えているという見方もある。これは米国のように住宅金融制度が発達している国では、一部の住宅購入者に、死亡時における債務弁済に充てるため保険に加入する傾向がみられるからである。

一方、英国においては、1956年の個人企業主に対する年金基金積立て上の税制面での優遇措置、1961年の累進年金制度(Graduated Pension Scheme)の導入などにより、企業年金制度に加入する労働者数は著しい増大をみている。

第3に、有価証券の取得割合は米国(8%)で低く、また英国では売却超過(-15%)が続いている。英国の個人部門では、少なくとも1961年以降(1960年以前は統計上の制約で不明)についてみれば、毎年多額の売却超過が続けている。形態別には、株式・社債・外債および譲渡可能国債の売りが目だっている。とくに株式・社債・外債の減少額が1961～62年の年間2億ポンド台から63年以降は5億ポンドをこえるに至っているのが注目される。こうした英国個人部門の証券売却の理由としては、①株価が1958年～60年に急騰を示したあと低迷が続けていること、②企業に株式の買い占めを図る動きがあること、③遺産分割に伴う相続税の納入のため証券を売却する傾向がみられること、などがあげられている。

米国においても、1960年以降、社債および外債が毎年1～10億ドルの売却超となっているほか、株式も売却超となる年が多い。このため地方債や政府証券の取得増加にもかかわらず、金融資産の増加に占める証券投資の割合は8%前後にとどまっている(1952～56年16%、1957～61年11%)。米国におけるこのような金融資産取得形態の変化の主因は、①預金金利の上昇によって、証券投資の有利性が弱まっていること、②企業の資金調達にあたって、銀行が積極的に需資に応じているた

め、証券発行がほぼ横ばいにとどまっていること、などによるものと思われる。

資金調達

個人部門の資金調達は、住宅建築のための長期借入れと耐久消費財購入のための短・中期借入れとが大半を占めている。いま資金調達額を金融資産の増加額と比較すると(第5表)、資料上問題のある西ドイツ(58%)を別とすれば、米国(63%)が最も高く以下英国(39%)、日本(27%)、フランス(11%)の順となっている。米国が高いのは住宅金融制度、消費者信用制度が発達していることによるものであり、フランス、日本が低いのは、逆にこれら制度の未発達によるところが大きい(なお、西ドイツが高いのは、借入金のなかに住宅建設関連企業の分がはいっているという統計的理由によるもので、実態はもっと低いものと思われる)。

(第5表)

個人部門の資金調達(1962～66年)

	日本 (十億円)		米 国 (十億ドル)	英 国 (十億ポンド)	西ド イツ (十億マルク)	フラ ンス (十億フラン)
	1957～ 61年	1962～ 66年				
資 金 調 達 額 (注)(イ)	401	1,027	25.1	740	15.9	3.1
金融資産の増加(ロ)	1,877	3,834	39.9	1,917	27.4	27.9
(イ) (ロ) (%)	21.4	26.8	62.9	38.6	58.0	11.1

(注) 借入金、消費者信用、モーゲージ等。

(2) 企業部門

資金不足の要因と内部調達比率

企業部門は、英国を例外としていずれの国においても恒常的に大幅な資金不足を示している。

まず、第6表により、企業部門における実物投資の内部資金による充足率をみると、わが国の比率は減価償却を控除したネット・ベースによっても、またこれを含めたグロス・ベースによっても、高度成長期に比べて後半の5年間には上昇傾

外部資金調達

企業の外部資金の調達形態について、まずわが国における最近の変化からみると、借入金のは前半の66%から後半は80%へと上昇したのに対して、株式および事業債の発行額は伸び悩み、この結果、外部資金に占める証券の発行割合は、前半の26%から後半は16%へと低下している（第8表）。

諸外国の状況と比較してみると、借入金のウエイトはわが国(80%)が最も高く、フランス(77%)がこれに続き、以下西ドイツ、英国、米国の順となっている。一方、証券発行のウエイトは英国(42%)、米国(30%)において著しく高いのが目だっている。証券の中では、事業債が英米で圧倒的に高いのに対し、株式は米国(3%)が最も低く、日本(12%)はフランス(15%)に次ぐ高さとなっている。

ところで、主要国の最近の動向の中で注目すべきは、各

国とも証券発行による調達の比重が低下してきていることである(第2図)。この間の事情について、国別にやや長期的な観点から検討を加えることとする。

まず米国では、とくに株式による調達が著しい

(第8表)

企業部門の資金調達(1962～66年)

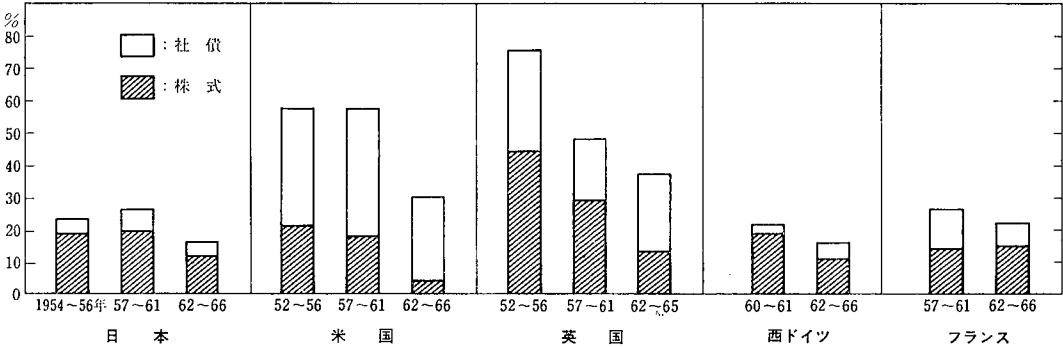
(計数は年平均、カッコ内(注)は構成比・%)

	日本 (十億円)		米 国 (十億 ドル)	英 国 (百 万 ポンド)	西ドイツ (十 億 マルク)	フランス (十 億 フラン)
	1957～ 61年	1962～ 66年				
内 部 資 金	1,586 〔 38.9 〕	3,369 〔 42.2 〕	50.1 〔 70.7 〕	2,700 〔 73.6 〕	52.4 〔 68.1 〕	40.7 〔 54.4 〕
内 部 留 保	714	1,113	17.0		17.1	
減 価 償 却	872	2,256	33.1		35.3	
外 部 資 金	2,486 (100)	4,616 (100)	20.8 (100)	970 (100)	24.5 (100)	34.0 (100)
借 入 金	1,651 (66)	3,714 (80)	6.3 (30)	562 (58)	15.4 (63)	26.3 (77)
抵 当 借 入			3.0 (14)			
有 価 証 券	643 (26)	725 (16)	6.2 (30)	408 (42)	4.1 (17)	7.7 (23)
{ 事 業 債	159 (6)	179 (4)	5.6 (27)		1.5 (6)	2.6 (8)
株 式	484 (20)	546 (12)	0.6 (3)		2.6 (11)	5.1 (15)
そ の 他	192 (8)	177 (4)	5.3 (26)		5.0 (20)	
計	4,072 〔 100.0 〕	7,985 〔 100.0 〕	70.9 〔 100.0 〕	3,670 〔 100.0 〕	76.9 〔 100.0 〕	74.7 〔 100.0 〕

(注)〔 〕は資金調達に占める内部資金の割合を示し、()は外部資金に占める各調達形態の構成比を示す。

〔第2図〕

企業の外部資金調達のうち証券による割合



減少をみせている。すなわち、株式発行額は1952年から1961年までは年平均20億ドル前後に上っていたが、1962年以降著減し、1962～66年間の平均では年6億ドルの水準となった。また、社債は発行額ではいくぶん増加しているものの、外部調達に占めるシェアは低下を示している(1952～61年39%、1962～66年27%)。米国企業の外部資金依存度が1964年ごろから増大傾向にあるなかで、このように証券発行による調達割合が低下した背景としては、商業銀行が金利の引上げに伴う定期性預金の増大に対応して、中長期貸出にも積極的に乗り出してきたこと、したがって企業としては、必要な時点で銀行から借り入れることが得策であるとみるようになっていたことがあげられよう。

次に、英国について最近15年間の動きをみても、外部資金依存度が高まるなかで有価証券による調達割合がすう勢的に低下し、銀行借入れが比重を高めている。これは1952年から57年にかけて銀行貸出が当局の直接的規制のもとにあったのに対し、その後規制がかなりの程度緩和をみた結果によるものと考えられる。

また西ドイツにおいても、証券発行の比重はかなり低下している。住宅建設関連企業を除いた企業部門の計数は、1958年以前については不明であるが、外部資金に占める証券調達の割合は1958年に41%(OECD調べ)を占めていたのに対し、最近5年間では17%へと低下してきている。これは、①企業収益の先行き見通し難もあって、企業の増資意欲が低調であり、株式市況も悪化をみていること、②保険会社などからの債務証券(Schuldschein)借入れが増大していること、③公共部門の企業に対する貸出が直接あるいは金融機関を通ずる間接のかたちで増大していること、などによるものと考えられる。

フランスにおいても、他の欧米諸国と同様に有価証券による調達割合は低下しているが、社債の

不振を株式の増加によって補ったため、その低下幅は26%から23%へと小幅にとどまった。

これに対しわが国では、1960～61年の景気の上昇期に、おう盛な設備資金需要をまかなうために株式発行が巨額に上ったが、その後、証券市場の不振と設備投資の増勢鈍化とにより、証券による調達割合は低下をみた。

(3) 公 共 部 門

資金過不足と借り手としての比重

資金の過不足状況をみると、公共部門全体としては、西ドイツを除き各国とも資金不足傾向を示しているが、内訳部門では、中央政府が国により、また景気情勢に応じて資金不足となったり資金余剰となったりしているのに対し、地方政府は各国とも恒常的な不足傾向を示している。

また公共部門の資金調達額(郵便貯金、保険・年金など政府が金融活動によって吸収したものを除く)が資金の流れ全体に占める割合をみると、わが国では最近10年間において前半の7%から後半は17%へと著しい増大をみ(第10表)、とくに1966年においては、民間の資金需要が伸び悩んだのに加えて国債の新規発行もあり、シェアは26%近くにまで上昇している。諸外国では、英国(30%)および米国(18%)が高く、西ドイツおよびフランスは10%台にとどまっている。西ドイツとフランスにおいてシェアが低いのは、この間において両国が健全財政方針を採ってきたこと、および両国の経済活動に大きなウェイトを占める公営企業が、統計上企業部門に含まれていることによるものであろう。

資金の調達形態

資金の調達形態をみると、西ドイツ、フランス、英国では借入金の割合が高いのに対して、日本、米国では債券の発行による割合が高くなっている(第9表)。

西ドイツにおいてこのように借入金のウェイト

(第9表)

公共部門の資金調達(1962～66年)

	日 本			米 国	英 国	西 ド イ ツ	フ ラ ン ス
	1957 ～61年	1962 ～66年	1966 年				
有価証券	34.2	65.7	80.4	94.5	19.8	31.9	22.3
短期国債	6.7	12.2	0.4	30.9	13.5	9.6	2.5
長期国債	0.3	12.5	37.6	8.2	18.8	22.3	5.8
地方債	8.9	8.4	9.7	55.4	14.5		14.0
公社債	32.3	32.6	32.7				
借入金	53.7	30.7	19.1	3.9	65.3	73.8	63.4
その他	12.1	3.6	0.5	1.6	14.9	5.7	14.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 本表は、行政主体としての公共部門が部門外から資金を調達する場合の調達形態を示す。なお、「その他」は海外からの借入れなどである。

が高いのは、地方当局が証券市場から直接資金を調達することなく、自治体債券(Kommunal-obligation)と呼ばれる金融債を発行する抵当銀行、振替中央機関などから借入れを行なっているからであり、またフランスでも、借入金のウェイトが高いのは、地方公共団体がその要資の大部分を預金供託金庫および民間の普通貯蓄金庫からの借入れによってまかなっているからである。

米国においては、短期国債のウェイトが高く長期国債のウェイトが低い。これは、国際収支の改善と国内経済の成長とを同時に達成する目的で、1961年2月以降長期金利の水準を低めにしたまま短期金利を引き上げるという政策(Operation twist)が採られ、さらに、1965年12月の公定歩合の引上げと前後して高金利時代にはいるや長短金利の逆ざや現象が生じ、その結果、長期国債の消化が困難となってきたためである。またフランスでは、国内経済の安定化を目標に均衡財政を堅持しているため、長期国債、短期国債とも低水準となっている。

なお、英国においては短期国債が純減を示しているが、これは財政資金の安定性を高め、かつ金融市場の流動性を過剰にしないよう、短期債から

長期債への借換え操作が行なわれていることが主因である。

わが国では、1966年以降の長期国債の発行により公共部門の資金調達構造は大きく変化し、1966年には長期国債のウェイトが、これまで最も高い比重を占めていた公社・公団債をも上回るに至った。

4. 金融市場の構造

(1) 資金の借り手と調達形態

資金需要の部門別構成

まずはじめに、企業、個人、公共、海外の諸部門が、資金の最終的需要者としてどのようなウェイトを占めているかをみることとする(第10表)。ここで公共部門は非金融活動に限られており、その計数は、資金循環表上の調達額から金融的活動とみられる郵便貯金、保険・年金等を控除したものである。

これによると、わが国では、最近10年間ににおいて企業部門のウェイトが前半の76%から後半65%へと低下したのに対し、公共部門のウェイトが7%から17%へと上昇したのが目だっている。

(第10表)

金融市場における最終的資金需要の部門別内訳と調達形態(1962～66年)

	日 本		米 国	英 国	西 ド イ ツ	フ ラ ン ス
	1957 ～61年	1962 ～66年				
企 業	76.3	64.5	35.5	27.6	48.3	69.9
個 人	12.3	14.4	37.2	21.1	31.4	6.4
公 共	7.0	16.8	18.2	30.4	13.0	10.1
海 外	4.4	4.3	9.1	20.9	7.3	13.6
資金需要計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
有 価 証 券	23.1	22.1	27.7	17.7	13.6	17.5
モーゲージ			34.9			
消費者信用			11.0			
借 入 金	69.4	74.6	21.5	71.0	69.6	71.6
そ の 他	7.5	3.3	4.9	11.3	16.8	10.9

諸外国をみると、米国では住宅金融制度や消費者金融制度の発達を映じて、個人部門が企業部門に比肩するほど高く、英国では各部門とも20～30%ではほぼ同一水準に並んでいるのが特徴的である。英国において海外部門の比重がこのように高いのは、ロンドンの国際金融市場としての地位の高さを示すものである。なお、西ドイツでは個人部門(31%)、フランスでは企業部門(70%)のウェイトが高くなっているが、これは前述のように、いずれも統計上の問題があり、西ドイツでは住宅建設関連企業が個人部門に、フランスでは公営企業が企業部門にはいっているためである。

資金調達形態

次に、資金の最終的需要者が、金融市場からどのような形態で資金を調達したかをみてみよう。

まず、わが国では、借入金のウェイトが高度成長期の69%から最近では75%へと上昇したが、有価証券は23%から22%へといくぶん低下した。この間公共債の発行額が大幅に増大したにもかかわらず、有価証券全体のウェイトが若干低下したのは、法人企業の証券発行が低調であったことによるものである。

一方、主要国についてみると、各国とも借入金が主要な資金調達手段であり、そのウェイトは70%前後と高い。米国でもモーゲージ、消費者信用を含めると67%となるが、モーゲージ借入れの一部は市場性のある証券とみられるので、実質的な借入金のウェイトはこれよりやや低くなろう。また西ドイツやフランスでは、各種の中長期専門金融機関が存在しており、借入金に占める中長期借入金のウェイトがかなり高い(注)。

(注) 西ドイツおよびフランスにおける全金融機関貸出金の1962～66年間増加額について、短期、中期、長期の構成割合を算出すると、次のとおりである。ただし、各期間の区分が両国の間に差異がある点には注意を要する。

	西 ド イ ツ		フ ラ ン ス	
	短 期	% (6 か 月 未 満)	% (2 年 未 満)	% (2 ～ 5 年)
中 期	}	84 (6 か 月 以 上)	13	54 (5 年 以 上)
長 期				

有価証券による調達比率は、米国の28%を除いて一般に小さく、日本(22%)をも下回って10%台である。米国の証券発行のウェイトが高いのは、公共債の発行が多額(年平均116億ドル)であるためである。英国では公共部門とくに地方公共団体が巨額の資金不足を示し、地方債務のウェイトは著しく高いが、そのうち大部分は借入金形態をとっているため、証券発行による資金調達のウェイトは18%とフランス並みにとどまった。また、西ドイツでは証券による調達割合が14%と低いが、これは政府部門が資金余剰であるため、公共債の発行が比較的少ないことによるものである。

(2) 資金の出し手と供給形態

資金供給の部門別構成

金融市場に対する資金供給者の部門別内訳をみると(第11表)、わが国では個人部門のウェイトが(第11表)

金融市場における最終的資金供給の 部門別内訳と供給形態(1962～66年)

(単位・%)

	日 本		米 国	英 国	西 ド フ イ ツ ン ス	ラ ン ス
	1957 ～61年	1962 ～66年				
企 業	28.7	35.5	15.6	17.2	19.8	27.5
個 人	62.4	59.0	67.1	58.4	59.1	64.4
公 共	2.9	1.7	12.3	0.8	9.9	4.8
海 外	6.0	3.7	5.0	23.6	11.2	3.2
資金供給計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
通 貨	19.1	24.7	8.2	(注) 2.9	8.0	36.7
貯蓄性預金 (信託を含む)	45.7	51.8	47.7	52.7	52.8	26.3
保険・年金	7.4	7.2	25.0	33.3	11.0	2.8
有 価 証 券	23.2	12.9	11.1	— 6.7	19.6	24.5
地 方 債 務				7.4		
そ の 他	4.5	3.4	7.9	10.4	8.6	9.7

(注) 現金通貨のみを計上。

最近やや低下しているが、それでも59%を占めており、反面、企業部門のウェイトが最近上昇して36%となっている。諸外国をみると、個人部門は各国ともほぼ60%前後で同一水準にあるのに対し、米国、英国、西ドイツでは企業部門のウェイトが15~20%と低く、反面米国では公共部門、英国、西ドイツでは海外部門のウェイトがそれぞれ高い。米国において公共部門のウェイトが高いのは、州・地方公共団体による社債、株式の取得がかなりの額(年平均36億ドル)に上っているからである。また英国、西ドイツにおいて海外からの資金供給が大きいのは、国際金融市場としてのロンドンの地位の高さと、マルクに対する信認の厚さを映ずるものであろう。

資金供給の形態

わが国では、預金型貯蓄のウェイトが当座性預金、貯蓄性預金ともに上昇し、最近5年間では72%(現金を除く、1957~61年中60%)に達しているのに対し、契約型貯蓄は金融資産総額とはほぼ同様の伸びを示し、そのウェイトは7%と変わっていない。有価証券は、個人部門での伸び悩みを主因にウェイトは大幅に低下し、最近では13%(1957~61年中23%)にとどまっている。

米英両国では、既述のように従来から契約型貯蓄のウェイトが高いほか、最近では有価証券投資から金融機関預金への移行も目だっており、証券投資のウェイトはかなり低い。とくに英国では、企業部門において、合併のための証券取得が活発化しているものの、個人部門での売却が大きく、結局非金融部門の有価証券投資(地方債を除く)は売越し(年平均2.2億ポンド)となっている。西ドイツは、わが国に比べて通貨のウェイトがやや低いものの、諸外国の中ではわが国と最も似通ったパターンを示している。

(3) 直接金融と間接金融について

資金の供給形態に関連して、いわゆる直接金

融、間接金融の問題に触れておこう。

直接金融、間接金融の概念については種々議論もあるが、ここでは資料上の問題も考慮して、個人および企業の両民間部門が有価証券を取得する場合を直接金融、金融機関預金・保険などを通じて資金を供給する場合を間接金融とすることにしよう(第12表)(注)。

(注) 有価証券のなかでも金融債の取得は、資金の流れからみると間接金融になるが、諸外国についての資料の制約から、とりあえず証券投資の全体を直接金融とした。

(第12表)

個人部門および企業部門の国内金融市場
への資金供給状況(1962~66年)

(計数は年平均)

	日 本 (十億円)		米 国 (十億 ドル)	英 国 (百 万 ポンド)	西 ド イ ツ (十 億 マルク)	フ ラ ン ス (十 億 フラン)
	1957 ~61年	1962 ~66年				
通 貨	514	1,506	3.5	94	4.0	15.9
貯蓄性預金 (信託を含む)	1,263	3,199	25.9	1,195	20.7	11.1
保険・年金	209	449	14.9	1,094	5.1	1.2
有 価 証 券 (金 融 債)	657 (54)	807 (193)	4.3	-303	6.2	9.0
地 方 債 務				241		
モーゲージ 等			0.8			2.1
計	2,643	5,961	49.4	2,321	36.0	39.3
証券+モー ゲージ等	%	%	%	%	%	%
計	25	14	10	- 3	17	28

これによると、国内金融市場への資金供給における直接金融のウェイトは、わが国では前半5年間の25%から最近では14%へと低下している(金融債を除いた場合には23%から10%への低下となる)。諸外国の直接金融のウェイトは、フランスが28%と最も高く、西ドイツの17%がこれに次いでいるが、米国では10%と低く、英国ではマイナス(-3%)となっている。

以上は、金融資産の増加額(フロー・ベース)による比率であるが、各国の実態をより深くはあくするためには、金融資産の保有残高(ストック・ベース)での比較も必要であらう。資料の制約上、

(第13表)

個人部門および企業部門の金融資産残高(1966年12月末)

	日 本 (十億円)				米 国 (十億ドル)			
	個人	企業	合計	構成比 (%)	個人	企業	合計	構成比 (%)
通 貨	6,793	5,988	12,781	22.6	89.7	46.1	135.8	8.5
貯 蓄 性 預 金 (信託を含む)	17,471	7,898	25,369	44.9	297.1	18.6	315.7	19.9
保 険 ・ 年 金	4,350	694	5,044	8.9	267.3		267.3	16.8
有 価 証 券	9,074	4,226	13,300	23.6	725.4	20.0	745.4	46.8
国 債	209	22	231	0.4	85.6	15.6	101.2	6.4
地 方 債	8	4	12	0.0	40.6	4.4	45.0	2.8
公 社 債	390	402	792	1.4				
金 融 債	1,015	249	1,264	2.2				
事 業 債	121	32	153	0.3	3.8	...	3.8	0.2
株 式(時価)	6,389	3,485	9,874	17.5	595.4	...	595.4	37.4
投 信 受 益 証 券	942	32	974	1.7				
そ の 他	—	—	—	—	30.2	97.1	127.3	8.0
計	37,688	18,806	56,494	100.0	1,409.7	181.8	1,591.5	100.0

日本と米国の2ヵ国に限定し、1966年末における個人、企業両部門の保有する金融資産残高を比較すると(第13表)、金融資産残高に占める有価証券(モーゲージ等を含む)の割合は、米国の55%に対し、わが国は24%(金融債を除けば21%)にすぎない。もっとも、有価証券のうち大きなウェイトを占める株式が両国とも時価評価の計数であるため、これをもってそのまま直接金融資産のウェイトとみなすことは適当ではない。しかしいずれにしても、米国について、ストック・ベースでみた有価証券投資のウェイトが、前述のフロー・ベースでみたウェイトを大きく上回っていることは明らかであろう。

(4) 資金の流れの経路

以上、各国における資金の最終的な借り手と出し手についてみてきたが、ここでそれらの資金需給を調整する金融市場自体の構成をみることにしよう。第14表は、金融市場を通ずる資金の流れの経路別割合を示したものである。

第1に、各国とも、民間および公的金融機関の貸出ならびに有価証券投資による資金供給が約8

割を占めている。しかし、金融機関の内訳をみると、各国における制度的な差異を映じて、当然のことではあるが、銀行とその他金融機関、政府の金融活動のシェアはまちまちである。とくに銀行のシェアについては、各国の銀行の範囲^(注)のとり方にも問題があろうが、わが国は各国の中で最も高く、資金の流れ全体の40%をこえており、ついで米国の30%強、英国の30%弱となっている。フランスおよび西ドイツでは銀行のシェア

が低く、それぞれ20%、10%程度である。

(注) ここで銀行とは、次のものをさすこととする。

日 本……全国銀行銀行勘定
米 国……商業銀行
英 国……商業銀行、割引商社等
西ドイツ……商業銀行
フランス……預金銀行、事業銀行、中長期信用銀行等

銀行のシェアが低い国では、銀行以外の各種金融機関のシェアが逆に高く、西ドイツでは約60%、米国では約50%、英国とフランスでは40%台であるが、わが国では約30%と5ヵ国中最も低い。これら各種金融機関の中で、貯蓄金融機関ないし住宅金融機関の比重は諸外国で比較的高く、西ドイツでは26%、米英両国では20%弱、フランスでは15%を占めている。わが国では欧米的な民間貯蓄金融機関はなく、郵便貯金制度(5.4%、1957～61年は3.9%)がそれに相当するが、これは第14表では政府金融の資金源となっている。生命保険会社・年金基金は米英で20%前後のウェイトを占めており、他の国よりも著しく高い。政府の金融活動は、わが国とフランス、英国においてかなり大きなウェイトを示している。このうちわが国で

は財政投融资活動がかなり重要な役割を果たしているためであり、また英国では公営企業貸付局 (Public Works Loan Board) の 地方公共団体向け貸付けが大きなウェイトを占めている。

第2に、非金融部門が有価証券に直接投資する形で供給される資金のウェイトをみると、フランス(21%)、西ドイツ(14%)において比較的高く、以下米国(10%)、日本(9%)、英国(-2%)の順となっている。非金融部門の資金調達形態のところで述べたように、米国では有価証券による調達のウェイトはかなり高いが、それにもかかわらず、直接証券投資のウェイトが低いのは、生命保

険会社、年金基金などの証券買入れが多額に上っているためである。逆にフランスでは有価証券の発行のウェイトはさほど高くはないが、金融機関の引受が少ないために、上述のように直接証券投資のウェイトが高くなっている。なお、投資信託については、いわゆる間接金融か直接金融かという点について一義的に決めがたいが、各国における投信の計数を的確に抽出することが困難であったので、第14表では便宜上、銀行以外の金融機関の中に含まれている。

第3の資金供給ルートは、海外からの資金流入であるが、このウェイトは英国が19%、西ドイツが9%で高く、他の3か国は低い。この点についてはすでに述べたところである。

(第14表)

資金の流れ(注1) (1962~66年)

(単位・%)

	日 本		米 国	英 国	西 ド イ ツ	フ ラ ン ス
	1957~ 61年	1962~ 66年				
金 融 機 関	83.2	87.4	85.8	82.5	77.1	87.2
市 中 金 融	70.7	74.1	80.5	71.9	69.7	64.3
銀 行	41.0	42.7	31.8	27.0	10.0	22.9
銀行以外の金融機関 (注2)	29.7	31.4	48.7	44.9	59.7	41.4
(貯蓄・住宅金融機関)			(19.2)	(17.2)	(26.4)	(14.8)
(保 険・年 金)	(3.9)	(4.5)	(19.6)	(22.9)	(8.5)	
(投 資 信 託)	(6.2)	(-0.8)				
政 府 金 融	12.5	13.3	5.3	10.6	7.4	11.6
証 券 市 場	11.5	9.2	9.8	-1.5	13.7	21.3
企 業	4.9	4.1	1.3	5.6	2.6	6.5
個 人	6.6	5.1	5.0	-7.1	8.3	11.8
公 共			3.5		2.8	3.0
海外からの資金流入	5.3	3.4	4.4	19.0	9.2	2.8
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注1) 本表は、資金の流れを金融機関の資金運用面、非金融部門の有価証券投資および外資の流入からとらえたものである。

(注2) 本表にいう貯蓄・住宅金融機関は次のとおり。

米 国……貯蓄貸付組合(Savings and loan associations)
相互貯蓄銀行(Mutual savings banks)

英 国……信託貯蓄銀行特別投資部 (Trustee savings banks: special investment departments)
郵便貯蓄銀行投資勘定(Post Office Savings Bank: Investment account)
建築組合(Building societies)

西ドイツ……貯蓄銀行(Sparkassen)
振替中央機関(Girozentralen)
建築貯蓄金庫(Bausparkassen)

フランス……貯蓄金庫(Caisses d'épargne)
預金供託金庫(Caisse de Dépôts et Consignation)

(5) 金融機関の動向

次に、金融機関を銀行と銀行以外の金融機関に分け、資金の調達・運用状況を検討しよう。

銀 行

第15表は各国の銀行部門の資金調達・運用状況につき、その構成比を示したものである。

〔資金の調達面〕

主要国の商業銀行についてみると、当然のことながら、各国とも預金がおもな資金の源泉となっているが、預金の種類別内容では、各国商業銀行の性格を反映して違った構成比率を示している。すなわち、英国およびフランスの銀行では、当座性・短期性預金が大きなウェイトを占めてい

るのに対し、米国および西ドイツの銀行では、わが国の銀行と同じように、むしろ貯蓄性預金の割合が大きい。

最近数年間においてとくに注目されることは、米国の商業銀行において定期性預金が著しく増大したことである。

これは、①商業銀行に対する預金金利規制が緩和され、1957年および1962～65年にかけて定期預金金利の引上げが行なわれたこと、②1961年以降大銀行によって譲渡可能定期預金証書(CD)が発行されたこと、によるものである。

有価証券による調達は、日

本と西ドイツの銀行において目だっている。これは日本ではもちろん長期信用銀行発行の金融債によるものである。また西ドイツのそれは主として地域銀行(Staats-, Regional- und Lokalbanken)の発行する抵当債券および自治体債券であるが、そのほか1965年末から大銀行(Grossbanken)、個人銀行(Privatbankiers)の一部の発行する一般金融債(1966年末残高0.3億マルク)も含まれている。

なお、これを残高面(1966年12月末)についてみると、当座性・短期性預金のウェイトは、英国(89%、ただしロンドン手形交換所加盟銀行分)、フランス(64%、ただし国有化3大銀行分)、米国(48%)において高く、日本(28%)と西ドイツ(27%)において低い。また債券発行の預金に対する割合は、日本で12%、西ドイツで10%となっている。

〔資金の運用面〕

諸外国の状況について、貸出増加と有価証券との関係を中心にみると、貸出金への運用割合が圧

(第15表)

銀行の資金調達・運用 (1962～66年)

(単位・%)

		日本 (全国銀行)		米 国	英 国	西ドイツ	フランス
		1957～ 61年	1962～ 66年	(商 業 銀 行)	(商 業 銀行 割引 商社 等)	(商 業 銀 行)	(預金銀行 ・ 事業銀行 等)
資金 調 達	当座性・短期性預金	18.7	29.6	16.5	96.7	19.6	55.5
	貯蓄性預金	43.7	44.6	71.2		57.2	21.8
	有価証券	10.8	12.0	1.7	2.3	16.6	1.8
	借入金	16.3	5.2	0.0	1.0	6.1	
	その他	10.5	8.6	10.6		0.6	20.9
	計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
資 金 運 用	現・預金(信託を含む)	3.5	1.3	3.6	3.2	19.6	1.8
	有価証券	15.7	17.4	12.1	5.2	8.3	2.4
	国債	0.0	3.2	-5.1	-6.0 (注)		
	地方債	0.9	1.4	17.3	8.9		
	金融債	4.4	4.4				
	貸出金	73.3	76.2	81.9	91.6	69.9	81.8
	その他	7.5	5.1	2.3		2.2	14.0
	計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 地方債務。

倒的に高いのはフランス、英国、米国である。このうち英国については、最近大蔵省証券を中心に国債が売却超(1962～66年中約3億ポンド)となっていることが貸出のウェイト上昇をもたらし、また米国の銀行も、企業の資金需要に応ずるため国債を売却(同期間中59億ドルの売却超)して貸出増加をはかったことがあげられる。なお、わが国銀行の有価証券投資の内訳をみると、公共債(国債、地方債、公社債)が上昇(3.4%から6.8%へ)し、民間債のウェイトが低下(12.3%から10.6%へ)しているのが注目され、こうした傾向は国債発行後の1966年だけをとれば一段と明白である(公共債14.8%、民間債8.0%)。

次に、有価証券投資と貸出金の構成割合を残高(1966年12月末)についてみると、西ドイツと日本では貸出金のウェイト(西ドイツ86%、日本82%)が高く、米国と英国では証券投資のウェイト(米国33%、英国27%、ただしロンドン手形交換所加盟銀行分)が比較的高い。

銀行以外の金融機関

銀行以外の金融機関は、貯蓄金融機関、住宅金融機関、保険会社など多種類にわたっているが、これらについても簡単な比較を試みることにする(第16表)。

まずわが国について、信託勘定、中小企業金融機関、農林水産金融機関、保険会社など(投資信託を除く)の動きをみると、資金の調達面では保険・年金のウェイトが若干上昇したほかさしたる変化がみられないのに対し、資金の運用面では有価証券投資のウェイト上昇、貸出金の低下が目だっている。

主要国の状況を見ると、英国および米国においては、調達面で契約型貯蓄(保険・年金)のウェイトがそれぞれ52%、32%ときわだって高く、これを映じて運用面では株式、社債などの有価証券の割合が59%、29%の高水準となっている。とくに

英国では保険会社などの機関投資家がある証券の主たる消化先となっている。なお、米国における貸出金は、貯蓄貸付組合などの住宅金融機関によるモーゲージ貸付を中心とするものである。

西ドイツ、フランスにおいては、有価証券による調達がいずれも20%台と高いが、これは西ドイツでは振替中央機関(Girozentralen)や抵当銀行(Hypothekenbanken)の自治体債、抵当債の発行によるものであり、またフランスにおいては復興金融公庫(Crédit National)やフランス不動産銀行(Crédit Foncier de France)の金融債発行によるものである。運用面では西ドイツ、フランスとも、貸出金の比重が7～8割と高く、わが国と比較的似通ったパターンを示している。

(6) 有価証券の発行・消化状況

証券の発行

証券の種類別に各国の発行状況(純増ベース)を比較してみよう(第17表)。

第1に、民間債に対する公共債の割合は、日本と米国において高いのが目だっている。

わが国では周知のように、1962～63年ごろから公社・公団債、地方債の増加が著しく、1965年以降はこの動きは一段と加速され、さらに1966年には長期国債も発行されるに及んだ。この結果、証券発行に占める公共債のウェイトは最近5年間で41%(1957～61年中10%)に達しており、主要国の中では米国の54%に次ぐ水準となっている。

第2に、証券発行に占める株式のウェイトは、フラン

(第16表)

銀行以外の金融機関の資金調達・運用 (1962～66年)

(単位・%)

		(注1) 日 本		米 国	英 国	西ドイツ	フランス
		1957～ 61年	1962～ 66年				
資 金 調 達	当座性・短期性預金	17.6	17.5			6.0	10.3
	貯蓄性預金	43.2	43.9	38.1	38.6	51.3	44.1
	信託	13.8	14.9				
	保険・年金	11.8	13.9	32.4	52.4	13.3	
	有価証券	3.5	4.4	10.9	7.3	20.1	28.8
	借入金	1.2	0.1	10.5	1.7	8.2	16.5
	その他	8.8	5.2	8.1		1.1	0.3
	計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
資 金 運 用	現・預金(信託を含む)	7.8	4.6	1.4	1.9	12.8	3.0
	有価証券	10.4	17.5	28.7	58.5	9.9	13.9
	国債	-0.2	0.8	1.7	9.5		
	地方債	0.1	2.0	1.1	(注2) 11.3		
	金融債	2.8	3.5				
	貸出金	81.8	77.9	66.2	39.5	76.6	75.7
	その他			3.7	0.1	0.6	7.4
	計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注1) 投資信託を除く。

(注2) 地方債務。

ス、日本、西ドイツにおいて比較的高く、米国において最も低い水準となっている。

わが国では株式発行のウェイトは、前述のように高度成長下の1957～61年においては55%と著しく高かったが、最近では29%に落ち、フランスの39%に次ぐ水準となっている。米国では企業の増資意欲が低調で、わずか13%を占めるにすぎない。

第3に、金融機関の発行する金融債の割合は、西ドイツにおいて55%と目だって高く、以下フランス(34%)、日本(21%)の順となっている。西ドイツ、フランスにおいて企業の社債発行が低調なのは、これらの金融債発行金融機関の融資が活発であることとも関連があるように思われる。

(第17表)

有価証券の種類別発行状況(1962～66年)

(単位・%)

	日 本		米 国	英 国	西ド イ ツ	フ ラ ン ス
	1957～ 61年	1962～ 66年				
短 期 国 債	-1.6	7.1	18.2	-17.6	10.6	1.0
長 期 国 債	-0.1	7.3	9.7	20.6		2.0
地 方 債	2.2	4.9	25.8	18.9		4.7
公 社 債	9.7	21.8				
金 融 債	18.2	21.2	1.3		54.9	34.1
事 業 債	16.9	8.6	28.9		9.1	18.2
株 式	54.7	29.1	13.0	78.1	25.0	39.3
外 債			3.1		2.3	0.7
金融市場証券					-1.9	
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

証 券 の 消 化

まず証券全体について部門別消化状況(第18表)をみると、日本では民間金融機関のシェアが44%と高く、このうち銀行のシェアは27%に上っているのに対し、英国および米国では、銀行以外の金融機関が圧倒的に高い比率を占めている。西ドイツでは、金融機関と並んで個人の消化比率が高く、フランスでは、金融機関の消化が比較的少なく、個人、企業のウェイトが高い。

次に諸外国の証券の消化状況を種類別に検討しよう。

米国の最近の動向をみると、社債、株式について銀行以外の金融機関による消化割合が著しく高くなっている。これは、生命保険会社、年金基金の機関投資家にとって採算面でうまみのある私募発行の社債が最近増大していること、生命保険会社の株式投資が収益性やインフレ・ヘッジの観点からやや強まっていること、民間の年金基金および投資信託が最近急速に成長し、その運用先として株式に対する需要を強めていること、などによるものである。社債については、これら機関投資家のほか地方公共団体による購入も目立ち、一方個人部門では社債、株式とも売却超過となった。このほか地方債については、商業銀行がその過半を取得しているが、これは、地方債に免税特権が与えられているため採算上有利なことによるものである。なお米国では、商業銀行は原則として株式の購入を禁止されている。

英国においても、生命保険会社、年金基金、投資信託などの機関投資家が有価証券の主要な消化先となっており、たとえば社債・株式について最近5年間のこれら機関による消化額は発行額を上回っているほどである。これに対し、企業および個人部門では国債、社債・株式の売却超が目だっている。なお英国の商業銀行も、株式投資を行っていない。

西ドイツにおいては、確定利付債券の主たる買い手は銀行と個人である。これは保険会社が債務証書による貸出に運用資産の相当部分をさき、公募債への投資にはあまり積極的でないことのほか、民間年金基金が制度として確立していないことによるものである。一方、株式市場では、商業銀行の株式投資はこのところ低調であるため、金融機関による株式の取得は主として保険会社および投資信託によるものであるが、これらもウエイ

トは比較的小さく、大部分は個人および企業部門ならびに海外の投資家に依存する結果となっている。

5. 金融資産残高

最初に、流動資産の種類別にGNPとの比率をみると、預金通貨は英国、貯蓄性預金は日本がそれぞれ高水準となっている(第19表)。短期国債(第18表)

は、米英両国において比率が高いが、これらの国では短期国債の市場が高度に発達しているため換金性も高いからであり、金融機関のほか企業や個人によってもかなり保有されている。

第2に、いわゆる間接金融資産を預貯金と保険・年金とに分けてその割合をみると、日本、西ドイツでは預貯金の割合が8～9割と圧倒的に高いのに対し、英国、米国では保険・年金が3～4

有価証券消化状況(1962～66年)

(日本のカッコ内は1957～61年、単位・%)

		金 融			公 共	企 業	個 人	海 外	合 計
		中央銀行	銀 行	銀行以外の 金融機関					
日 本	国 債	23.5 (-474.6)	34.2 (-12.7)	7.4 (-14.3)	28.6 (409.5)	1.3 (- 7.9)	5.0 (—)		100.0 (-100.0)
	地 方 債		46.3 (70.2)	57.1 (10.5)	0.8 (1.0)	- 0.6 (4.8)	- 3.6 (13.5)		100.0 (100.0)
	公 社 債	16.7 (—)	16.2 (44.4)	23.4 (11.0)	14.6 (9.5)	14.0 (24.6)	15.1 (10.5)		100.0 (100.0)
	金 融 債	9.3 (—)	32.1 (39.9)	20.9 (17.7)	-6.3 (10.8)	7.2 (9.6)	36.8 (22.0)		100.0 (100.0)
	事 業 債		62.1 (46.0)	23.1 (43.2)	8.6 (2.5)	0.3 (2.5)	5.9 (5.8)		100.0 (100.0)
	株 式		13.2 (8.0)	9.2 (32.2)	0.6 (1.4)	35.3 (23.6)	41.7 (34.8)		100.0 (100.0)
	計	8.8 (- 5.9)	26.5 (23.9)	17.9 (29.3)	6.8 (9.0)	15.4 (17.8)	24.6 (25.9)		100.0 (100.0)
米 国	国 債	46.2	-17.7	8.7	28.2	- 11.1	46.9	- 1.2	100.0
	地 方 債		64.2	6.8	- 9.7	7.1	31.6		100.0
	社 債		0.0	58.3	45.2		- 7.3	3.8	100.0
	株 式			143.1			- 37.2	- 5.9	100.0
	計	12.9	11.7	42.0	20.4	- 1.3	14.1	0.2	100.0
英 国	国 債	-269.3		778.1		-473.7	-162.3	227.2	100.0
	地 方 債	33.4		48.5		18.1			100.0
	社 債・株 式	4.5		118.9	0.4	54.9	- 83.6	4.9	100.0
	計	0.6		128.3	-28.9				100.0
西 ド イ ツ	金融市場証券	114.3	-178.6		-35.7	-14.3		14.3	-100.0
	確定利付債	- 0.9	42.7		13.2	4.7	35.4	4.9	100.0
	株 式		18.8		6.3	26.3	25.7	22.9	100.0
	計	1.6	33.9		11.0	10.0	33.7	9.8	100.0
フ ラ ン ス	債 券	0.0	0.4	23.0	6.3	74.7		- 4.4	100.0
	株 式	0.4	4.7	22.1	15.9	47.5		9.4	100.0
	計	0.1	2.1	22.6	10.1	64.1		1.0	100.0

(注) 1963～66年

割を占め、預貯金と並ぶ比重となっている。なお、預金のうち、当座性・短期性預金と貯蓄性預金との構成比は、米国、西ドイツ、日本で貯蓄性のウェイトが高く、英国で当座性・短期性のウェイトが高くなっている。

第3に、貸出金と有価証券との残高を比較すると、わが国では貸出金が有価証券を上回っており、金融機関からの借入れを中心とした資金の調達方式が支配的であることを示しているのに対し、英国、米国では逆に有価証券が貸出金を大きく上回って、証券発行による調達の優位性を物語っている。これら3国では、有価証券の中で大きな割合を占める株式が時価評価の計数によってい

(第19表)

金 融 資 産 残 高 (1966年12月末)

	日 本		米 国		英 国		西 ド イ ツ	
	(十億円)	構成比 (%)	(十億ドル)	構成比 (%)	(百 万 ポンド)	構成比 (%)	(十 億 マルク)	構成比 (%)
通 貨	13,206	11.8	185.6	6.9	18,464	10.9	80.7	(注2)
現 金 通 貨	2,543	2.3	39.3	1.5	2,725	1.6	30.8	
当座性・短期性預金	10,663	9.5	146.3	5.5	15,739	9.3	49.9	
貯蓄性預金(信託を含む)	26,461	23.6	338.2	12.7	10,497	6.2	221.4	
保 険 ・ 年 金	4,350	3.9	267.3	10.0	16,044	9.4	52.8	
有 価 証 券	24,462	21.9	1,262.9	47.4	94,077 (注1)	55.4		
短 期 国 債	1,146	1.0	70.6	2.6	3,885	2.3	6.1	
長 期 国 債	1,177	1.1	259.2	9.7	27,398	16.1	27.5	
地 方 債	713	0.6	105.9	4.0	1,572	0.9	12.5	
公 社 債	2,814	2.5						
金 融 債	3,456	3.1	1.7	0.1			73.4	
事 業 債	1,974	1.8	124.9	4.7	61,222	36.1	10.5	
株 式 (時 価)	12,154	10.9	700.6	26.3			47.5 (注2)	
投 信 受 益 証 券	1,028	0.9						
モ ー ゲ ー ジ			319.4	12.0				
貸 出 金	43,433	38.8	293.3	11.0	30,770	18.1	324.7	
計	111,912	100.0	2,666.7	100.0	169,852	100.0		
現 金 通 貨 / GNP		7.2		5.3		7.3		6.4
預 金 通 貨 / GNP		30.4		19.7		41.9		10.4
貯 蓄 性 預 金 / GNP		75.4		45.5		28.0		46.2
短 期 国 債 / GNP		3.3		9.5		10.4		1.3
国 債 (短期+長期) / GNP		6.6		44.4		83.3		7.0

(注1) 1967年3月末。

(注2) 株式は、時価評価計数が不明のため nominal valueをとっている。したがって、合計額、構成比については、他国との比較上有意な計数が算出できないため記載していない。

るため、株価の値上がりを考えれば、有価証券の残高をもってそのまま証券による調達額とみなすことはできない。しかし、日本と米英両国との間にみられるこの調達形態の違いは、株価の影響を考慮してもなお歴然たるものといえよう。

なお、有価証券に占める公共債のウェイトをみると、米英両国ではおのおの35%前後の水準に達しており、わが国の24%をかなり上回っている。このうち国債のみについてそのGNPに対する比率をみると、英米両国が目だって高く(英国83%、米国44%)、日本、西ドイツは10%にも達していない。

6. む す び

以上、最近における資金循環を中心に主要国の金融構造を検討してきたが、最後に各国の金融メカニズムの特色を要約してむすびとしよう。

(1) 米国および英国では、企業部門と並んで公共部門、個人部門も資金の借り手として大きなウェイトを占めており、資金調達形態の面では、借入金のほか債券発行がかなりの割合を示している。一方、保険・年金制度が著しく発達しているため、これらの契約型貯蓄金融機関は、その資金の大半を証券市場に運用し、大量の安定した資金の供給者として証券市場の発達に重要な役割を演じている。ただ、最近の動向として、米国では、預金金利の引上げに伴って、個人部門の資金運用面で、証券投資から預金への移行が、また企業部門の資金調達面では、証券発行から金融機関借入れへの移行がみられる。また英国においても、企業部門の資金調達面で証券発行の比重低下、金融機関借入れの比重増大がみられ、また個人部門の資金運用面では、株式・社債や譲渡可能国債を中心に有価証券の売却超が続いている。

(2) 西ドイツおよびフランスでは、米英両国に比べて、企業部門の借り手としてのウェイトが大きく、公共部門、個人部門のウェイトは小さい。また、借入金が主たる資金調達形態となっている。一方、金融機関の資金運用は貸出金中心であって、有価証券投資のウェイトは小さい。保険・年金制度の発達は遅れており、個人部門の金融資産の保有形態は、西ドイツでは貯蓄性預金、フラン

スでは当座性・短期性預金がそれぞれ大きなウェイトを占めている。

(3) これまでみてきたところからいえば、わが国の金融構造は西ドイツ型に最も近いようである。資金の借り手としては、企業部門のウェイトが高度成長期に比べてやや低下したとはいえ、なお7割弱の水準にあるが、ただ最近数年間は公共部門の台頭が目ざましく、この点では西ドイツを上回っている。資金の調達形態はなんといっても借入金为主であり、最近、公共債の発行増加により証券のウェイトも上昇してきたが、発行債券の大半は、銀行を中心とする金融機関によって引き受けられている。このため、金融機関は貸出と証券投資を通じて金融機構の中核をなしている。

(4) このような各国の金融構造にみられる特色は、その歴史的・制度的諸事情によって形成されてきたものであり、どのような姿が最も望ましいものであるかを一概に断定することはできない。しかし、一国経済の安定成長を望むためには、その金融構造が、およそ貯蓄から投資への資金の流れを適正な規模に維持し、かつこれを最も効率的に配分するようなものであることが必要であろう。

昭和40年代におけるわが国経済がどのような成長パターンをとるかは予測することがむずかしいが、このような意味における金融の適正化・効率化が必要不可欠であることはいうまでもない。とりわけ欧米諸国と比較した場合、証券市場の整備育成が肝要であろうと考えられる。