

マネー・サプライの増加について

〔要 旨〕

企業、個人など金融機関以外の民間部門の「流動性」は、通貨量のみならず、その他の金融資産を利用して通貨を入手しうる難易度も含まれるなど立体的な構造をもっており、その流動性が「過剰」かどうかの判定は一概に律しえない問題を含んでいる。さらにいえば、金融機関の貸出態度ないし信用のアベイラビリティや金利と密接にからんでいるし、結局金融事情のすべてが関係してくる。しかし、「流動性」を量的にとらえれば、その中心はやはりマネー・サプライ、あるいはそれに定期性預金を加えた広義マネー・サプライであろう。総じていえば、立体的かつ多面的な流動性の状況がこれにおおむね投影されてくる。また、流動性の水準を判定する数字的なめどは、厳密にいえばいろいろ問題はあるが、マネー・サプライの対GNP比率(いわゆるマーシャルの k)などであろう。

マネー・サプライは46年7～9月期ごろから非常に高まっており、そのため流動性過剰の中心は外貨流入のようにもみえるけれども、その後最近までの増加のほとんどは金融機関の対民間信用供与によるものであり、対外資産増加の寄与度はかなり低い。ただ、外貨流入が金融機関の資金ポジションを好転させ、金融機関の与信態度を積極化させるいわば引き金の役目を果たしたことはある程度いふまでもないところであろう。

このようなマネー・サプライの増加は、現在の取引額とかGNPとの対比ではどのように比較しても「過剰」といえよう。しかし、それは過度な信用のアベイラビリティと表裏するものであり、後者が変われば事情は異なってくる。また企業や個人が現金や預金を保有する動機は「取引動機」(大体GNPなどに見合う)だけではなく、将来の支出に備える動機(いわゆる予備的動機)とか、在庫投資や設備投資の期待収益率が低く借入れ金利も低いのでしばらく定期性預金などで運用しようといった動機(いわゆる資産動機)もあり、取引動機をこえるマネー・サプライがあらゆる意味で過剰ともいいがたい。

しかし企業心理が立ち直り、期待収益率が回復してくると、取引動機以外の保有現預金は在庫投資や設備投資に向かい、景気上昇を一段と加速することとなる。当面の「流動性過剰」問題の中心は、この点にあるといえよう。逆に、企業マインドが冷却し景気が沈滞している時期には、流動性過剰はむしろ必要であったといえる。それにより、中小企業や非製造業などで多少とも期待収益率の高い投資計画を捜し出したり、早晚必要となる投資計画の繰上げ着工を図る動きが広がり、景気の立ち直りをもたらしてきた。しかし、すでに景気が自律的な上昇軌道に乗ってきた今日では、過剰の必要はなくなり、逆に地価、株価の上昇といった副作用のみが残ることとなった。

流動性増加の主たるパイプである金融機関の与信態度は、その資金ポジションのほか多くの事情に依存している。それらの中で注目される一つの要素は、企業、個人などの流動性が高まるにつれて、総体としてみた貸出の事後的な預金歩どまり率も高まり、いわゆる「信用拡張係数」が上昇したことである。貸出残高の近年にない伸びにもかかわらず預金も案外ふえ、ポジション悪化もそれほど急激ではなかったというわけである。

1月の準備率引上げは、銀行の資金ポジションを変えるだけでなく、このような信用拡張係数の上昇を押えらるとみられるほか、今後の日本銀行の信用調節の態度ともあいまって金融機関からの信用のアベイラビリティもしだいに変化し、「流動性過剰」の状態は漸次是正されていくものと思われる。

〔目 次〕

はじめに

1. 流動性とマネー・サプライ

（「流動性」の意味）

（企業、個人などの流動性とその指標）

（マネー・サプライの構成と変動）

2. 今回金融緩和期におけるマネー・サプライの著増

（マネー・サプライの動向）

（流動性「過剰」の意味）

（マネー・サプライの供給要因）

3. 日本における信用拡張係数

（金融機関の流動性）

（信用拡張係数とその問題点）

（最近における信用拡張係数の上昇）

（信用拡張係数の上昇要因）

む す び

はじめに

日本銀行は、さる1月9日、準備預金制度の準備率を0.25～0.5%引き上げることを決定し、同月16日から実施した。これは、昨年夏ごろから景気がしだいに自律的上昇の段階にはいり、他方で卸売物価、地価などの高騰をみるという状況にかんがみ、その背後にある流動性過剰の状態を是正し、あわせて景気の過熱を未然に防止するための措置である。

この論文は、最近におけるマネー・サプライ増加の分析を中心に、当面の焦点である「流動性」、あるいはその「過剰」の問題について考え方を整理し、さらに流動性増大の主要メカニズムである信用拡張係数の動向を分析し、その意味を考察したものである。

1. 流動性とマネー・サプライ

（「流動性」の意味）

はじめに「流動性」ということばの意味から考えてみよう。「流動性」という場合は、狭義の「通貨」のみでなく、比較的容易に通貨に転換しうる、通貨に近い金融資産（ニア・マネー）を含む。通貨概念のこうした拡大は、その機能に即してい

えば「交換の媒介」以上のものに着目するためであることはいうまでもない。欧米でもそういう傾向が顕著である（ M_1 、 M_2 、 M_3 など後述）。

さて、このことばは、たとえば証券の「流動性」というように資産について語られることもあり、また企業の手元「流動性」というように経済主体について用いられることもある。いずれも「通貨」そのものでなく、その入手可能性を含めた概念といえよう。

資産について語られるときは、その資産を「通貨に変える難易度」のことである。この場合、通貨ははじめから通貨であるから100%の流動性を持っていると考えられる（注1）し、要求払預金もおおむね同じといえる。これに対し、たとえば定期預金は、解約するか期日まで待たなければ通貨に変わらず、また証券は、市場性の有無や償還までの期間により通貨に変える難易度が異なる。したがって、これらの金融資産は通貨に比べれば流動性は低い。さらに、土地、商品などの物的な資産になると、正当な価格で換金するにはかなりの時間と努力を要するので、流動性は定期預金や証券に比して一段と低く、流動性を判定する際に通常考慮外におかれる。主たる保有目的もまったく異なるためである。なお、金融資産であると物的資産で

（注1） J. トービンの定義によると、資産の流動性とは資産の full value を実現するまでの時間によって測られ、通貨は定義により100%の流動性をもつ。その場合トービンは、グラフの縦軸に売値と full value との比率、横軸に時間を取り、グラフに描かれる曲線（関数関係）として流動性を定義している。

あるとを問わず、資産が担保にはいつている場合は、著しく流動性が低いといえよう。

以上に対し、企業、金融機関など経済主体について「流動性」が語られる場合は、まずその経済主体が保有している資産(前述)が全体としてどの程度の流動性をもっているかということである。しかし、経済主体中心に考えれば、みずからの保有資産を利用するだけでなく、他の主体から受信することを含めた「通貨を入手する難易度」にも広がってくるといえよう。このように経済主体の「流動性」は、その経済主体が現に保有している資産の量と種類によって決まるばかりでなく、たとえば企業の場合、金融機関の与信態度(信用のアベイラビリティ)によっても影響を受ける。企業の「金繰り」には保有流動資産だけでなく、他の主体との関係もはいつてくる。

このように、「流動性」ということばは資産と経済主体の双方について使われるし、後者の場合には金融機関、企業、個人などそれぞれの段階で内容も異なるが、現在日本で注目されている「流動性」あるいはその「過剰」の状態とは、①企業、個人など金融機関以外の民間部門がどの程度通貨を保有し、あるいはどの程度容易に通貨を調達しているか、換言すれば、その投資活動あるいは支出活動をまかなう源泉をどのように持っているか、②また、その流動性の状態が、景気の現局面において影響する投資または支出活動が現在の卸売物価などの上昇と将来の景気過熱の要因になるかどうか、③もしそういう要因たりうるとすれば、どの程度通貨調達の難易度を変えればよいのか、という問題であろう。換言すれば、企業、個人など金融機関以外の民間部門の「流動性」が、現在の卸売物価上昇と将来の景気過熱との関連にお

いてどのように「過剰」かということであろう。

なお、金融機関の流動性の問題もあるが、これは主として資金ポジションおよび日本銀行と市中金融機関の関係におけるアベイラビリティの問題といえる(後述)。

(企業、個人などの流動性とその指標)

そこで、企業、個人など金融機関以外の「流動性」を考えてみよう。企業、個人などの「流動性」を構成する要素は、上述のことから明らかなように、①保有通貨の量、②通貨を除く保有金融資産の量と流動性、であるが、その背後にある③金融機関の信用のアベイラビリティも重要な関係がある。

まず①から見ると、企業、個人など金融機関以外の民間部門が全体として保有する通貨の量は、マネー・サプライ統計によってその月中平残と月末残高を知ることができる(注2)。

しかし、企業、個人などがそれぞれの程度の通貨を保有しているかは、必ずしも正確にはつかめない。とくに現金通貨の保有主体別統計は存在しない。もっとも預金通貨については、預金者別預金統計(全国銀行、相互銀行、信用金庫)によって、四半期末(信金のみ半期末)ごとに月末残高を推計することは可能である。

次に、②の通貨を除く保有金融資産の量と流動性についてみると、このうち、定期性預金の量については、前述の預金通貨と同じようなデータが利用できる。すなわち、金融機関以外の民間部門が全体として保有する量はマネー・サプライ統計でつかめるほか、企業、個人などがそれぞれ保有する分も預金者別預金統計によってある程度見当がつく(注3)。

一方、定期性預金以外の保有金融資産で流動性

(注2) 統計数字には、歩積み・両建てなどの問題もあるが、大勢観察には支障はあるまい。

(注3) 定期預金の流動性ないし通貨性の判定はむずかしいが、法人定期は取引ないし予備的動機がほとんどであり、個人については資産動機と相半ばしているといえよう(後述)。

構成要素として重要なのは、企業の場合は有価証券と企業間信用であり、個人の場合は有価証券と定期性預金以外の貯蓄性預金(金銭信託、貸付信託、保険掛金、郵便貯金等)であろう。

企業の保有するこれらの資産の量は、速報性にやや問題があるものの、日本銀行統計局「短期経済観測」、「経営分析」、大蔵省「法人企業統計」などによって四半期末ないし半期末ごとに知ることができる。しかし、有価証券の流動性は種類と期間により異なるし、企業間信用の流動性も手形、掛金等の形態や期間によって異なるから、その内容を詳細に分析し、総合的に判断するよりほかはない。

他方、個人の保有するこれらの資産のうち、証券については引受けや消化状況を示す統計などから各経済主体の保有状況を推計する以外に方法はない。しかし信託については、無記名分が個人かどうかという問題を除けば一応統計があり、生保、簡保、郵貯等は一応全額個人と考えるならば、統計が存在するといえる。ただ個人が保有するこれら資産の統計はいずれも速報性に問題がある。また内容も多岐にわたるので、その保有量がわかって、その流動性の程度を判断することはかなりむずかしい。

最後に、③の企業、個人などからみた金融機関の信用のオペラビリティについては、日本銀行統計局「短期経済観測」の「金融機関の貸出態度」に関する回答が一つの手がかりとなるほか、全国銀行貸出約定平均金利の動向からもある程度推測することができる。ただいずれにしても定量的把握には限界があるという難点を伴う。

以上のことからわかるように、企業、個人などの流動性構成要素のうち、通貨および定期性預金については、マネー・サプライ統計および預金者別預金統計によって、総量および経済主体別保有量がかなりよくわかるのに対し、その他の構成要素については、統計の速報性、正確性等に問題があるほか、流動性の定量的分析にも限界がある。しかし、前者が流動性の中心指標であることはまちがいあるまい。そこに各要素がおおむね投影されているとみられるからである。

ここで見のがせない一つのポイントは、企業や個人の流動性構成要素のうち有価証券と企業間信用の流動性は、つまるところ通貨量および信用のオペラビリティによって決まる面が大きいという事実であろう。なぜなら、企業や個人が保有証券や売上債権を通貨に変えるためには、他の企業や個人が保有する通貨と交換するか、金融機関の信用供与を受ける(金融機関に対する証券、手形の売却ないしその担保借り)以外に方法はないので、有価証券や企業間信用を通貨に変える難易度、すなわちその流動性は、結局通貨総量と信用のオペラビリティに依存するわけである(注4)。

これに対して定期性預金の流動性は、通貨総量や信用のオペラビリティからは一応独立した流動性構成要素である。なぜなら、これらの預金は、保有者のオプションによって通貨に変えることができるという点で、すでに存在している通貨総量や信用のオペラビリティに制約されないからである(注5)。

このようにみえてくると、企業や個人を全体としてながめた場合の流動性の中核的な部分は、通

(注4) もっとも、有価証券と企業間信用の流動性がこれら二つの要素で完全に決まってしまうわけではない。経済主体が有価証券や売上債権を保有したときに、その流動化によって通貨を入手しようとの判断から、多少とも通貨保有量を節約したときには、通貨総量や信用のオペラビリティからは独立した流動性の上昇が生ずるといえる。しかし、そのような通貨節約には限度がある。

(注5) もっとも、預金通貨も定期性預金も、もしそこから現金が引き出されると、金融機関のポジションが悪化し、信用のオペラビリティが下がるので、間接的には信用のオペラビリティから独立ではない。

貨、定期性預金および信用のアベイラビリティの三つということになる。このうち信用のアベイラビリティは性格がやや異なり、いずれは前2者に反映されるものであるのではしばらくおくすれば、前2者が統計技術的にも、理論的にも企業や個人の流動性を示す代表的な指標といえよう。

国際的には、この二つのうち通貨(預金通貨を含む)は M_1 (マネー・サプライ)、これに定期性預金を加えたものが M_2 (いわゆる広義マネー・サプライ)、さらに国によっては個人貯蓄性預金等を加えたものが M_3 と呼ばれている。しかし、 M_1 は100%の流動性をもつ通貨から成り問題はないが、定期性預金を全額通貨と同じ流動性とみなすことには、やや問題がある。また個人の定期性預金や貯蓄性預金は、本来貯蓄の運用形態という性格がある。したがって、流動性はそれぞれやや低く評価されるべきものであろう。いうまでもなく、貯蓄としての預金がふえることは支出抑制的であり、支払手段としての預金がふえることは支出促進的であるから、経済に対するその増加の意味は正反対ともいえる。

しかし、定期性預金のうち個人預金だけを除くことが統計技術的に困難であるほか、個人貯蓄としての預金も、その保有者のオプションで、いつでも支払

(第1表)

手段としての通貨に変わりうるのは事実であるし、 M_1 だけでは流動性構成要素の他の重要な部分が落ちてしまうので、やはり M_2 を一応流動性指標として用いるか、 M_1 と併用するのが適切ではないかと思われる。ただ定期預金以外の個人貯蓄性預金は、貯蓄としての性格が非常に強いので、 M_3 は流動性指標として

かなり問題があるといえよう。またこの分野は統計的にも確定していない。

(マネー・サプライの構成と変動)

流動性に関する以上のような考え方に立って、 M_2 (M_1 を含む)、すなわち広義マネー・サプライの構成と、それぞれの構成要素の変動を調べてみよう。

まず広義マネー・サプライの内容とその保有者を調べてみると、第1表のとおりである。通貨(M_1)と定期性預金の割合は、およそ4対6であるが、それぞれの内訳では、通貨の約半分は法人の預金通貨であり、定期性預金の過半は個人の定期性預金である。なお、現金通貨の保有者別内訳はわからないが、その過半は個人の保有とみられる。

いまこれらの構成要素について、変動のタイミングを調べるため、時差相関係数を試算してみると第2表のとおりである。相関係数の高さなどに問題は残っているものの、この計測結果は、一応次のように要約することができる。なおこの中には、各構成要素の機能ないし流動性の濃淡があらわれているといえよう。

- (1) 金融緩和の初期には、まず法人と個人の要求払預金(預金通貨)が同時に回復する。個人の要

マネー・サプライ等の種類別・部門別構成

(億円・%)

			マネー・サプライ(M_1)	定期性預金	広義マネー・サプライ(M_2) (M_1 + 定期性預金)
	現金通貨	預金通貨			
合計	44,527 (23.0)[8.9]	149,286 (77.0)[29.8]	193,813 (100.0)[38.7]	306,518 [61.3]	500,331 [100.0]
法人 (金融機関を除く)	n.a.	95,757 (49.4)[19.1]	n.a.	123,966 [24.8]	n.a.
個人	n.a.	47,478 (24.5)[9.5]	n.a.	175,226 [35.0]	n.a.
地方公共団体等	n.a.	6,051 (3.1)[1.2]	n.a.	7,326 [1.5]	n.a.

(注) 1. 各欄上段は45年度中平均残高、カッコ内はマネー・サプライに対する構成比、〔 〕内は広義マネー・サプライに対する構成比。

2. 部門別計数把握の必要性から農中、商中を除いたため、公表計数と異なる。

(第2表)

マネー・サプライ構成要素変動のタイミング

	X	Y	XとYの時差相関係数 ($X_t \rightarrow Y_{t+n}$)		
			-1	0	+1
1	法人要求払預金	個人要求払預金	+ 0.677	+ 0.749	+ 0.646
2	法人要求払預金	法人定期性預金	+ 0.714	+ 0.757	+ 0.686
3	法人要求払預金	実 質 G N P	+ 0.206	+ 0.245	+ 0.185
	法人企業現預金 法人企業売上高	民間企業設備 投資 (実 質)	+ 0.412	+ 0.503	+ 0.493
4	実 質 G N P	法人要求払預金	- 0.586	- 0.703	- 0.618
	実 質 G N P	現 金 通 貨	+ 0.442	+ 0.563	+ 0.478
5	法人要求払預金	個人定期性預金	+ 0.026	+ 0.153	+ 0.103

- (注) 1. 各欄上段はYのXに対する遅れの期間(n)を示す(たとえば+1はYがXに1期遅行、-1は1期先行)。
 2. 各指標とも季節調整済み3期移動平均値の前期比増減率を用いた。ただし、法人企業現預金/法人企業売上高比率のみは比率(季節調整済み)の3期移動平均。
 3. 計測期間 36/Ⅲ～47/Ⅰ。

求払預金が法人のそれとはほぼ同時に変動しているのは、高いウェイトを占める個人業主の営業性預金が法人企業のそれと同じ変動パターンを示すためであろう。

- (2) 要求払預金の回復に1四半期ほど遅れて法人の定期性預金が増えてくる。これは法人企業の流動性補てんが進むにつれて、手元流動性が要求払預金から金利の高い定期性預金へシフトするためとみられる。
- (3) 法人企業の手元流動性回復がピークに達した後2～3四半期たつと、企業投資など実体面の回復もピークを迎える。
- (4) さらにその後2～3四半期を経過すると、景気の本格的上昇、とくに企業投資の盛行から法人預金の取りくずしがピークに達し、個人所得の増加、消費活動の活発化から現金の増発率も

ピークを迎える。

- (5) この間個人の定期性預金は、金融の自律的ひっ迫から引締め期にかけて伸び率は低下、緩和期には上昇というパターンを一応ゆるやかに描いており、そのタイミングはしいていえば法人要求払預金に対して2期程度遅れているものの、両者の間には統計的に有意な共変性は認めがたい。これは個人所得の増加に伴う個人貯蓄の定期性預金への預入と、個人業主の投資盛行に伴う定期性預金の取りくずしが時期的に重なるため、個人定期性預金の変動パターンはかなり性格のあいまいなものとなっている

ためであろう。

2. 今回金融緩和期におけるマネー・サプライの著増

(マネー・サプライの動向)

以上の一般的分析を前提に、今回金融緩和期におけるマネー・サプライの動向を調べてみよう。マネー・サプライ、あるいは広義マネー・サプライの残高は、前回引締め期間中、年率それぞれ17.4%、あるいは17.3%の高い伸びを示したあと、引締め解除後景気のボトムに至るまでの間に、年率それぞれ30%、あるいは23.7%とさらに高い伸びを維持し、過去の同一局面に比してその増勢が顕著であった(第3表)。

もっとも、このようなマネー・サプライあるいは広義マネー・サプライの高水準の伸びにもかか

(第3表) 引締め期以降のマネー・サプライ関連指標の動向

		引締め期間中	引締め解除から景気のボトムまで	景気のボトムから4期目まで(注)
前回	期 間	44/7-9～ 45/10-12	45/10-12～ 46/10-12	46/10-12～ 47/7-9
	マネー・サプライ (M ₁)	17.4	30.0	14.7
	定期性預金	17.3	20.1	26.4
	マネー・サプライ (M ₂) +定期性預金	17.3	23.7	21.7
前々回	期 間	42/7-9～ 43/7-9	—	43/7-9～ 44/4-6
	マネー・サプライ (M ₁)	15.0	—	18.3
	定期性預金	15.2	—	17.0
	マネー・サプライ (M ₂) +定期性預金	15.1	—	17.5
前々々回	期 間	38/10-12～ 39/10-12	39/10-12～ 40/10-12	40/10-12～ 41/7-9
	マネー・サプライ (M ₁)	13.5	18.5	15.6
	定期性預金	17.5	17.4	18.5
	マネー・サプライ (M ₂) +定期性預金	15.9	17.8	17.4
前々々々回	期 間	36/7-9～ 37/10-12	—	37/10-12～ 38/7-9
	マネー・サプライ (M ₁)	16.6	—	29.6
	定期性預金	20.6	—	22.5
	マネー・サプライ (M ₂) +定期性預金	19.0	—	25.2

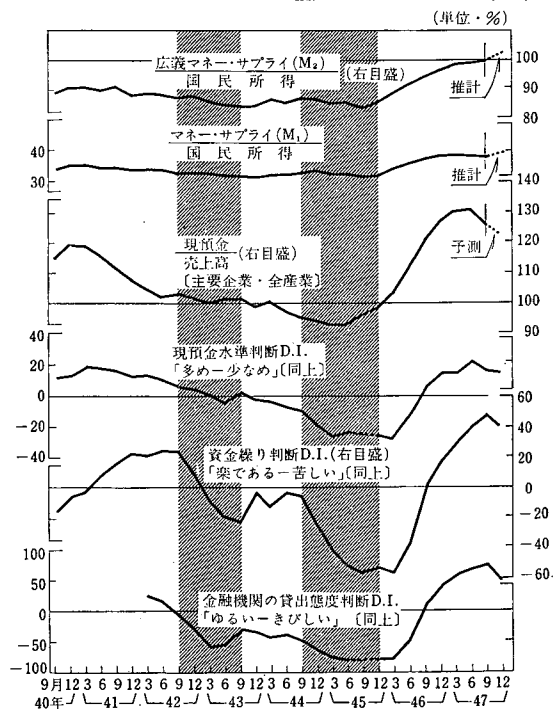
(注) 前々回はD. I. で計った景気のボトムがないため、解除期から4期間をとった。前々々回は引締め解除期と景気のボトム(37/10)が一致。

わらず、その対 GNP 比率(いわゆるマーシャルの k)および企業流動性の諸指標は引締め期間中概して横ばいもしくは微減を示した(第 1 図)。これは引締めの予防的性格もあって、当初、実体面の活動が容易に鎮静を示さなかったため、企業段階、とくに大企業の資金繰りは高水準のマネー・サプライにもかかわらずかなりのひっ迫感を示したことによるものである。すなわち、日本銀行統計局「主要企業短期経済観測」における企業の資金繰り、現預金水準、金融機関の貸出態度に対する判断(いわゆる D.I.)をみると、いずれも、前々回引締め期をかなり上回るひっ迫感を示している。この傾向は引締め解除後 46 年前半まで続いた(以上第 1 図)。これは金融緩和後も、大型設備投資がつぎつぎと完工する一方、売上げは停滞したため、資金繰りがなお窮屈であったこと、また引締め期中に落ち込んだ保有預金の水準を回復す

るためのいわゆる流動性補てん需要が根強かったことなどによるものである。

今回の金融緩和期において、全般に金融緩和感が浸透したのは46年7～9月期であったといつてよい。マネー・サプライ (M_1) や広義マネー・サプライ (M_2) の対GNP比率(マーシャルの k) が過去の緩和期のピークを上回ったのはこの期であるほか、日本銀行統計局「短期経済観測」の保有現預金水準、資金繰り、金融機関の貸出態度などの諸判断も、この期から「緩和」とする企業の数が多くなった(第1図)。全国銀行貸出約定平均金利の下げ足が速まった

〔第1図〕 マーシャルのk、主要企業の資金繰り判断等



(第4表)

一般預金(全国銀行、相互、信金)の預金主体別動向

(季節調整済み残高の前期比増減率・%)

		46 年				47 年		
		3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末	9月末
一 般 預 金 計		4.8 (100.0)	6.3 (100.0)	6.2 (100.0)	5.0 (100.0)	6.1 (100.0)	5.1 (100.0)	5.1 (100.0)
うち								
一般法人預金による分		2.8 (58.3)	4.3 (68.3)	4.1 (66.1)	2.6 (52.0)	3.8 (62.3)	2.5 (49.0)	1.6 (31.4)
要 求 払		1.3 (27.1)	2.7 (42.9)	1.9 (30.6)	0.8 (16.0)	1.8 (29.5)	0.1 (2.0)	0.9 (17.6)
定 期 性		1.4 (29.2)	1.6 (25.4)	2.2 (35.5)	1.8 (36.0)	1.9 (31.1)	2.4 (47.1)	0.6 (11.7)
個 人 預 金		2.0 (41.7)	2.0 (31.7)	2.1 (33.9)	2.3 (46.0)	2.3 (37.7)	2.6 (51.0)	3.4 (66.7)
要 求 払		0.5 (10.4)	0.6 (9.5)	0.7 (11.3)	0.7 (14.0)	0.5 (8.2)	0.6 (11.8)	1.2 (23.5)
定 期 性		1.5 (31.3)	1.5 (23.8)	1.4 (22.6)	1.6 (32.0)	1.8 (29.5)	2.1 (41.2)	2.2 (43.1)
一般法人要求払 ＋個人要求払		1.9 (39.6)	3.2 (50.8)	2.6 (41.9)	1.6 (32.0)	2.4 (39.3)	0.7 (13.7)	2.2 (43.1)
一般法人定期性 ＋個人定期性		2.9 (60.4)	3.1 (49.2)	3.6 (58.1)	3.4 (68.0)	3.8 (62.3)	4.5 (88.2)	2.8 (55.0)

- (注) 1. カッコ内は寄与率(%)。
 2. 四捨五入の関係で細目の和は必ずしも合計に一致しない。
 3. 一般法人要求払預金＋個人要求払預金とマネー・サプライ統計における預金通貨とは以下の点で異なる。
 (1) マネー・サプライ統計預金通貨は地方公共団体預金を含むが本表では含まない。
 (2) マネー・サプライ統計預金通貨は、農中・商中を含むが本表では含まない(両金庫に関して預金者別預金統計がないため)。
 (3) マネー・サプライ統計は期中3ヵ月の月末残平均、本表は期末月残。

のもこのころからである。

この時期を境に、広義マネー・サプライの内容にも大きな変化が現われた。これを全国銀行、相互銀行、信用金庫の預金者別預金統計(切手手形を差し引いた一般預金、季節調整済み)によってみると、第4表のおりである。

第1の大きな変化は、46年7～9月期以降、法人預金の内部で要求払預金の伸び率が鈍化し、代わって定期性預金の伸び率が47年4～6月期まで高まり続けたことである。すでにみたように、過去においても、法人の要求払預金の変動に1四半期遅れて定期性預金変動していたが、今回緩和期のように、要求払預金の流動性補てんが一巡したあと1年間にわたって定期預金の積増しが行な

われたことはなかった。

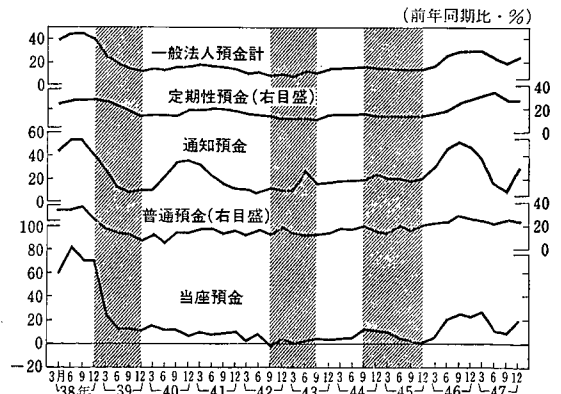
46年7～9月期に始まったこのいわば「定期シフト」は第1図に示したように、企業の保有預金の水準や金融機関の信用のアベイラビリティが十分に高まった結果、取引額からみて過剰な流動性が定期性預金に蓄えられたためとみられる(なお47年中には預金金利改訂による特殊な動きも加わっている)。

ちなみに、全国銀行における一般法人預金の種類別動向をより詳細にみると、第2図のとおり、46年7～9月期以降の「定期シフト」は通知預金の増勢鈍化、定期性預金の一段の伸長という形で現われている。通知預金の増勢は前回引締め解除後46年初から目

だっていたが、これは企業が当面の需資はないものの、通貨不安等景気の先行き不確定要素が強い状況下、増大する余資を流動

〔第2図〕

一般法人預金の種類別増減状況



資料：預金者別預金統計調査。

性が高く、かつ比較的収益性のある通知預金に運用しようとしたためであった(いわゆる「予備的動機」、46年11月号「最近における企業金融の緩和について」参照)。それが、ここへきて、通知預金の伸び率が鈍化し、定期性預金の増勢が一段と強まったのは、上述のごとく、流動性が高水準に達したことに加え、景気停滞の長期化が予想され、実物投資の期待収益率が低下したため、相対的に収益性のより高い資産に乗り換えようとする動きが一般化したためと思われる(いわゆる「資産動機」、後に詳述)。

第2の大きな変化は、46年7～9月期を境に、個人預金が定期性預金を中心に著増しはじめたことである。これには、個人業主の定期性預金が法人のそれと同じ原因で増加しはじめたことも響いていると思われるが、過去の同一局面ではこれを相殺する方向へ動いていた家計の定期性預金が、(第5表)

土地、株式売却による個人部門の収入増

(単位・億円、カッコ内は増加額)

	今 回		前 回	
	前1年間	最近1年間	40年	41年
土地売却超	6,357	23,023 (16,666)	4,103	8,785 (4,682)
株式売却超	△3,517	1,677 (5,194)	△1,183	△1,107 (76)
合 計	2,840	24,700 (21,860)	2,920	7,678 (4,758)

- (注) 1. 最近1年間は資料の制約上「土地売却超」については46/7-9～47/4-6、「株式売却」については46/10-12～47/7-9とした。
2. 「土地売却超」は資金循環勘定の個人部門における「調整」項目の増加額とみなした。ただし、「調整項目」の中には株式の capital gain も含まれており、純粋に「土地売却超」のみではないが、capital gain も個人部門の収入になる点では同じであるので、そのまま使用してもとくに妥当性を失うわけではない。
3. 株式売却超は資金循環勘定の個人部門の「株式」の減少額とみなした。

景気回復に伴う個人所得と貯蓄の回復に先だって、この時期からふえはじめたことによる面が大きい。

このように所得増加に先だって家計の預金が増えたのは、流動性の高まった企業が「定期シフト」のほかにも、株式、土地など長期的に値上がり傾向を持つ既存資産への投資を活発化したため、個人部門へ所得形成を経ない資金が直接流入したことによるものとみられる。ちなみに、一応の推計によれば、46年7～9月期以降の1年間に土地の売却超によって個人部門に流入した資金は2兆3千億円、株式売却超によるものは2千億円弱に達するとみられる(むろんこれには法人相互間、個人相互間の流出入は含まれない)(第5表)。

(流動性「過剰」の意味)

以上のように、企業、個人などの保有する広義マネー・サプライは、46年7～9月期以降最近に至るまでの間に著しい高水準に達したが、ここでその高さについて一応のめどをつけてみよう。

広義マネー・サプライの水準を判断する通常の手法は、企業、個人などの取引量総額と対比することであろう。この場合取引量総額の指標として一般に用いられるのは、全国手形交換高とGNPである。しかし前者については、金融機関相互の取引が高いウェイトを占める反面、肝心の企業、個人などの取引のかかなりの部分が脱落しているという大きな欠点がある。他方後者については、金融機関以外の民間部門の取引はかなりよく反映されているものの、それでも所得形成に関係のない取引、たとえば土地、株式など既存資産の売買や所得の移転などは落ちている(注6)。

したがって、最も適切と思われる便法として

- (注6) フィッシャーの交換方程式 $MV = PT$ における PT は、既存資産の売買などを含む総取引額であり、通貨の回転率 $V \left(= \frac{PT}{M} \right)$ は本文中における手法と同じ発想に立っている。これに対して、マーシャルの現金残高方程式 $M = kpy$ における py は貨幣所得であり、通貨の所得速度 $k \left(= \frac{M}{py} \right)$ は、既存資産の取引など所得形成と関係のない取引との関連が落ちている。これは、マーシャルが py の貨幣所得のもとで取引動機の通貨需要がどれだけ生ずるかということを問題にしたためである。

は、第1に広義マネー・サプライの残高をGNPで除した比率(マーシャルの k)を求め、近年のすう勢線からの乖離をみることであろう。すう勢線からの乖離をみる意味は、GNPに反映されない既存資産の取引や所得移転の動向とGNPの動向との間にもしすう勢的な乖離があったとしても、それはマーシャルの k のすう勢線に反映されるからである。また、GNPに反映される取引と広義マネー・サプライ残高の関係についても、取引の迂回度、商慣習、金融市場、金融構造など多くの要因の変化によって変わると思われるので、その変化のすう勢を考慮するという必要もある。

第2の便法は、広義マネー・サプライの水準が適正であったと思われる時期を定め、その時期のマーシャルの k を上回ったか下回ったかによって判断することである。EECの共通物価対策において、マネー・サプライ残高の増加率を適正実質成長率プラスCPI上昇率に等しくしようとしているのも、基本的には同じ発想といえよう。しかしこの方法は、既往残高の評価やマーシャルの k のすう勢変化を織り込んでいない点で、第1の方法にやや劣るように思われる。

さて、第1の方法で広義マネー・サプライの水準を判断するため、マーシャルの k を描いてみると、おおむね次のとおりである。すう勢線を直線と仮定すると、マーシャルの k は46年10～12月からすう勢線を上回り、一方、すう勢線を2次曲線と仮定すると、マーシャルの k は46年4～6月からすう勢線を上回っている。この両者の計数の開きからもわかるように、マーシャルの k のすう勢をどう仮定するかによって、答は大きく異なるのであり、すう勢線からの乖離の度合いを正確に判断することはかなりむづかしく、大きな幅をもった推計の域を出ることはできない。

なお、第2の方法を用い、かりに46年4～6月のマーシャルの k を基準にすると、上回りの度合

いは異なってくることはいうまでもない。また広義マネー・サプライ残高の増加率と名目GNP増加率の開きは、46年後半からかなり顕著となっている。

さて、このすう勢線ないし基準時を上回る広義マネー・サプライ残高は、どのような意味をもっているのだろうか。これは取引の額からみれば「過剰」であるが、広義マネー・サプライの保有動機には取引の決済のほか、近い将来の取引の決済や投資支出に備えて保有するとか(いわゆる予備的動機)、他の投資対象に適切な収益資産がないために保有するという動機もある(いわゆる資産動機で保有されるアイドル・マネー)。

広義マネー・サプライは、供給側が一方的に供給するわけではなく、需要があってはじめて供給されるものであるから、需要側の保有動機からみて「過剰」な広義マネー・サプライは、資産選択の調整の遅れに伴う一時的な「過剰」を除けば、存在するはずがないともいえる。今回金融緩和期におけるいわゆる「需資掘り起こし」によって、これまで十分信用供与を受けられなかった中小企業などの保有預金が増加したことは事実であるが、それも中小企業の側に将来に備えていまのうちに借りておこうという「予備的動機」の預金保有意欲があったからこそ実現したという面があることは見のがせない。

また中小企業に限らず、一般に最近の広義マネー・サプライの保有増加は、機械設備やたな卸資産など実物資本の保有から期待される予想収益率が大きく低下した反面、貸出金利と預金金利の格差が縮小したため、資産選択上、「資産動機」の預金保有意欲が相対的に強まったことによる面が大きい。ちなみに、法人企業の④保有現金預金残高と⑩保有有形固定資産(実物資本)残高のそれぞれについて対借入金残高比率を試算し、それぞれを⑨企業収益率と⑪流動性保有のコスト(貸出金

(第6表)

企業資産選択行動の計測

	② 企業 収益率 $\sum_1 \omega_1 RK$	③ 流動性保有のコスト		④ 輸 出 売上高 $\sum_1 \omega_2 \frac{EX}{SAL}$	⑤ 自己資本 比率 $\frac{NWC}{AS}$	⑥ 分 布 ラ ゲ $(\frac{KF}{LBT})_{-1}$	⑦ 定数項	\bar{R}^2 決定係数 SE 標準偏差	DW ダービン ワトソン DF 自由度
		$\frac{RLB-RDCB}{PIF}$	$\frac{RLB}{PIF}$						
預 金 DCB 借 入 れ LBC-1	-1.2953 (3.96)	-1.2633 (2.15)		1.3544 (3.24)			56.7698 (8.81)	0.859 0.685	0.559 37
実物資産 KF 借 入 れ LBT	0.2915 (2.45)		0.5743 (1.21)		0.3694 (2.44)	0.8287 (13.66)	-4.3512 (2.36)	0.997 0.407	2.275 36

(注) 1. 記号内容は以下のとおり。

DCB 全国銀行、相互、信金における一般法人預金
LBC 同上企業向け貸出
KF 法人企業全産業有形固定資産(土地を除く)
LBT 同上金融機関借入れ
NWC 同上資本勘定
AS 同上総資産(買入れ債務を控除)

RLB 全国銀行貸出約定平均金利
RDCB 一般法人預金平均金利(普通・定期預金金利の加重平均)
RK 法人企業全産業総資本営業利益率
PIF 民間企業設備投資デフレーター
EX 主要企業短期経済観測 全産業輸出/売上高比率
SAL

2. 計測期間 37年1-3月期~47年1-3月期

3. カッコ内は t 統計値

4. $w_1=(0.4, 0.3, 0.2, 0.1)$

$w_2=(0.25, 0.75)$

利と預金金利の格差または貸出金利)、によって説明する方程式を計測してみると、④が上昇すると④の低下と⑥の上昇が生じ(逆は逆)、⑥が低下すると④の上昇と⑥の低下が生ずる(逆と逆)という統計的關係が有意に計測される(第6表)。なお、④を説明する方程式においては、②と⑥のほか、④輸出の対売上高比率(前受金流入などの代理変数)を説明変数に加えたところ有意な結果を得た。これは最近2年間ほどの輸出前受金の流入に際しては、資産選択の調整の遅れ、あるいは予備的動機から一時的に保有預金が増加したことを示していると思われる。

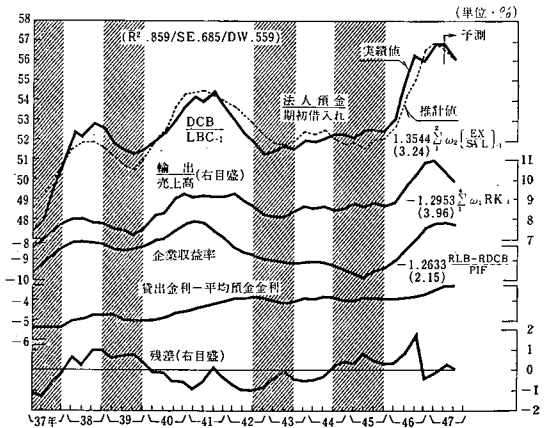
第6表の回帰方程式における各説明変数の寄与度をグラフに描いてみると、第3図のとおりである。これをみると最近の保有現預金対借入金比率の上昇は、②の低下と⑥の縮小によって生じていることが明りように看取される。

このような関係をきわめて図式的に整理すれば、企業は資産選択上、①実物資本の蓄積(企業投資)、②預金の保有増加、③土地など既存資産の保有増加(購入)、④借入金の返済、の四つの選択が

可能であり、①の動機は①実物資本の期待収益率、②の動機は②預金金利、③の動機は③既存資産の期待値上がり率、④の動機は④借入コスト、に依存しているといえよう。今回金融緩和期には、①と④が低下し、相対的に②と③が割高となった結果、②と③が増加したのだといえよう。しかし②と④、とくに④が低下し続け、反面①の低下が止まれば、②の増加がいつまでも続くはずはな

[第3図]

法人預金の計測



(注) 「企業収益率」と「貸出金利-平均預金金利」は、パラメータの符号がマイナスなので、グラフにおける曲線の上昇は収益率低下と格差縮小である。

く、やがては①の増加、すなわち企業投資が喚起される。この意味で、景気沈滞期には取引額との関係で過剰な広義マネー・サプライ、すなわち②の増加を作り出すことは、景気政策としての金融政策にとって当然といえる。ただその副作用として、③の増加、すなわち長期的に値上がり傾向を持つ土地などの既存資産購入の増加をひき起こすことはいなめない。

しかし、より重要なことは、この意味の「過剰」は、企業心理の変化によって変わることである。すなわち、企業の先行き感が好転し、将来の収益に自信を回復すると、④が上昇する結果、広義マネー・サプライに対する資産動機の保有意欲が相対的に減退し、その分の広義マネー・サプライは①の在庫投資や設備投資に向かい(いわゆるアイドル・マネーの活動化)、さらに予備的動機の広義マネー・サプライも①に向かう結果、同じ水準の広義マネー・サプライであっても、景気刺激の効果は一段と大きくなる。

景気上昇が軌道に乗り、これ以上の景気刺激が必要ではなくなった現在、このような意味で「流動性過剰」が問題となってきたといえよう。すなわち、第1に現在の広義マネー・サプライが企業心理の好転に伴い、企業投資を刺激し、景気過熱をひき起こすおそれが出てきたことであり、第2には、景気刺激の必要性がなくなる一方、地価、株価の高騰など好ましくない副作用だけが目だってきたことである。現在の「流動性過剰」問題の中心は、この2点にあるのではないだろうか。

(マネー・サプライの供給要因)

このような意味で「過剰」な広義マネー・サプライは、どのようにして供給されたのであろうか。一般に広義マネー・サプライの変動要因は、

次の三つである。

- (1) 要求払預金と定期性預金を供給しあるいは取り扱う金融機関^(注7)が、企業、個人などその金融機関以外の民間部門に対する信用を増減(Δ)させた場合(対民間信用による供給)。
- (2) その金融機関や日本銀行が国債引受け、償還(Δ)などの形で政府に対する信用を増減(Δ)し、政府がその資金を企業、個人など金融機関以外の民間部門へ支出したり、同部門から引き揚げたり(Δ)した場合、および政府がすでに保有している日銀預け金を取りくずして金融機関以外の民間部門へ支出したり、同部門から引き揚げて日銀預け金に積んだ場合(対政府信用による供給)。
- (3) 企業、個人などその金融機関以外の民間部門が輸出や資本輸入、輸入や資本輸出(Δ)によって海外と外貨を授(Δ)受し、この外貨をその金融機関との間で売買(Δ)した場合(対外資産による供給)。

ここで変動要因について若干注意を要することは、第1に日本銀行の市中金融機関に対する信用供与(貸出<資金貸を含む>、オペ)は、広義マネー・サプライの変動に直接には関係ないこと、第2に金融機関が国債消化、引受けなどの形で政府に対する信用を増減した段階ではなく、政府がそれで得た資金を支出したり、それに要する資金を引き揚げたりした段階で広義マネー・サプライの変動が生ずること(市中金融機関の国債保有増加<日銀買オペ前>と一般財政対民間収支<国債発行を含む>の合計が関係していること)、第3に金融機関が外為会計と外貨の売買、貸借を行っても広義マネー・サプライの変動には関係ないことなどである。

いま、実際の動きをみるために広義マネー・サ

(注7) 日本のマネー・サプライ統計では、この範囲は、全国銀行(信託勘定を除く)、相互銀行、信用金庫、農林中金、商工中金である。

プライ(季節調整済み)の前期比増加率とその供給要因別寄与度を調べてみると、第7表のとおりである。短資流入が巨額に達した46年7～9月期の前期比増加率は6.2%とその前後(それぞれ5.0%、5.2%)よりも高いが、①対外資産増加の寄与度は46年7～9月期でも2.2%にとどまっており(寄与率では35.5%)、しかも、46年10～12月期以降は0.5%前後ないしそれ以下の寄与度に急速に低下していること、その反面②金融機関による対民間信用供与の寄与度は46年7～9月期にもすでに5.5%に達しているほか、その後もさらに高まり、47年

7～9月期には6.7%にも及んでいることが看取される。このことから明らかなように、金融機関の与信活動が46年7～9月期以降に著しく活発化したことが最近の広義マネー・サプライ増加の基本的原因にほかならないといえよう。このようにみてくると、金融機関の与信動向は、①広義マネー・サプライの主要な増加要因であり、②また信用のアベイラビリティを決めるという二重の意味で、企業、家計など金融機関以外の民間部門の「流動性」を決めるうえで、決定的に重要であるといえることができる。

(第7表)

広義マネー・サプライの増加要因

(季節調整済み残高の前期比増減率・%、上段は寄与度、カッコ内は寄与率)

	46 年				47 年			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
広義マネー・サプライ	5.1 (100.0)	5.0 (100.0)	6.2 (100.0)	5.2 (100.0)	5.0 (100.0)	5.5 (100.0)	5.6 (100.0)	6.6 (100.0)
うち								
対民間信用による分	4.9 (96.1)	4.7 (94.0)	5.5 (88.7)	5.7 (109.6)	5.3 (106.0)	6.1 (110.9)	6.7 (119.6)	6.8 (103.0)
対外資産(注)	0.7 (13.7)	1.4 (28.0)	2.2 (35.5)	0.6 (11.5)	- 0.0 (- 0.0)	0.3 (5.5)	0.4 (7.1)	0.8 (12.1)
対政府信用	- 0.5 (- 9.8)	- 0.6 (- 12.0)	- 0.1 (- 1.6)	0.3 (5.8)	- 0.3 (- 6.0)	1.0 (18.2)	- 0.2 (- 3.6)	0.8 (12.1)
対地方公共団体信用	0.2 (3.9)	0.1 (2.0)	0.1 (1.6)	0.2 (3.8)	0.2 (4.0)	0.3 (5.5)	0.1 (1.8)	0.1 (1.5)
その他純債務	- 0.2 (- 3.9)	- 0.6 (- 12.0)	- 1.5 (- 24.2)	- 1.6 (- 30.8)	- 0.2 (- 4.0)	- 2.2 (- 40.0)	- 1.4 (- 25.0)	- 1.9 (- 28.8)

(注) 1. 外為会計対民収支をそのままマネー・サプライ(M₂)の増減要因とみなすことはできない。マネー・サプライ(M₂)の増減要因となるのは、公的部門(通貨当局)と外国為替銀行(以下為銀と略称する)の保有する対外純資産であるが、外為会計の対民収支には、単なる公的部門と為銀間の外貨移動に伴う取引も計上されるからである。

したがって、外為会計対民間収支とマネー・サプライを対応させるためには、以下のような調整が必要である。

(1) マネー・サプライ上の対外資産増減(Δ) = 公表外貨準備増減(Δ) + 為銀対外純資産増減(Δ) - 外国中央銀行からの預り金増減(Δ)

(2) 外貨準備増減(Δ) = 外為会計対民間収支(Δ) - 外貨預託増減(Δ) + その他

(2)を(1)に代入。

(3) マネー・サプライ上の対外資産増減 = 外為会計対民間収支(Δ) + 為銀対外純資産増減(Δ) - 外貨預託増減(Δ) - 外国中央銀行からの預り金増減(Δ) + その他

2. 「その他」および「外国中央銀行からの預り金増減」は比較的少額のため、外為会計対民間収支に為銀対外純資産増減を加え外貨預託増減を差し引いたものが、マネー・サプライ増減要因としての対外資産増減にはほぼ見合うことになる。

3. 日本における信用拡張係数

(金融機関の流動性)

金融機関の与信態度は、日本銀行の政策態度、金融機関自身の流動性、金利体系(とくにコール・レート、手形売買レートなど短期市場金利と貸出金利、公社債応募者利回りなどとの格差)、有利な貸出機会の多寡(背後に企業収益)、他行との競争関係など非常に多くの条件に依存しているが、今回の準備率上げとの関連においてとくに重要な要素は、金融機関自身の流動性であろう。

金融機関の流動性は、企業、個人などと同じように、その保有資産の流動性によって決まるが、その構成要素は、①日銀預け金を含む保有現金(第1線準備)の量、②コール・ローン(金融機関貸付金を含む、以下同じ)、優良手形など金融市場で容易に流動化しうる金融資産(第2線準備)の量とその流動性、③日銀信用のオペラビリティ(日銀との間における保有手形の再割引、債券の売却、手形・債権担保の借入れなどにより日銀信用を受けることの難易度)である。日本の場合は、①の量が少なく、③は性質がやや異なるので、②のネット残高(証券を除く)を資金ポジションと呼び、金融機関の一応の流動性指標とみている。いうまでもなく、都市銀行はこの資金ポジションがマイナスであり、地方銀行など都市銀行以外の金融機関はプラスである。

金融機関全体の資金ポジション変動額は、日本銀行が市場資金過不足額を全額貸出で調節した場合には、この資金過不足額にはほぼ見合っている。しかし、日本銀行が資金過不足をオペレーションで調節すれば、資金ポジションはその分だけ悪化しないですむ。一方、最近2年間の6兆円に及ぶ外為会計の散超によって生じた資金余剰に対しては、日本銀行は主として貸出の回収と売出手形によって市場資金の吸収を行なったが、この場合、

貸出回収分は資金ポジションの好転要因(借入金の返済圧力の減少)となり、売出手形も日銀の買戻しを想定すれば資金ポジションの好転要因という一面を持った。

このようにみてくると、金融機関の流動性を構成する①～③の要素のうち、①と②は財政対民間収支、金融機関から企業、個人など(金融機関を除く民間部門)への現金流入出を与件としたうえでの日本銀行の債券・手形オペレーションによって変動するし、③は日本銀行の信用供与の態度にかかっているから、金融機関の流動性は二重の意味で日本銀行の与信動向に依存しているといえることができる。そして預金準備率の上げは、二重の意味で市中金融機関の流動性ないしポジションを圧縮するものといえる。

ここで注意すべき重要なポイントは、③の資金ポジションを構成している第2線準備資産の流動性は、基本的には①の金融機関保有現金と③の日銀信用のオペラビリティに制約されていることである。これはちょうど金融機関以外の民間部門が保有している証券や売上債権の流動性が、基本的には通貨の存在量と金融機関の信用のオペラビリティに制約されているのと同じことである。なぜなら、金融機関がコール・ローン、手形など第2線準備資産を流動化しようとすれば、他の金融機関が保有する現金と交換するか、日銀信用の供与を受けるほかに道がないからである。

(信用拡張係数とその問題点)

このように金融機関の流動性の中心は、一つは保有現金であるという点に着目し、金融機関の与信行動は基本的にはその保有現金の量に依存すると考えるのが、古典的な信用創造の理論である。そこで、いま一つの中心つまり日銀信用のオペラビリティの問題を一応別とし、信用創造理論を日本の金融の実際に照らして検討してみよう。

古典的な信用創造理論によれば準備率(ρ)、預

金歩どまり率(δ)、ハイ・パワード・マネー(MH)が所与のとき、信用創造額(LB)および派生預金(DB)はそれぞれ次式によって表わされる^(注8)。

$$LB = \frac{1}{1 - \delta(1 - \rho)} MH$$

$$DB = \frac{\delta}{1 - \delta(1 - \rho)} MH$$

この古典的な信用創造方程式の問題点は、第1にそれが信用創造の限度を示しているが、実際の信用創造額を示してはいないことである。すでに述べたように、金融機関の与信活動は、金融機関の流動性のほかにも、日本銀行の政策態度、金利体系、有利な貸出機会の多寡、他行との競争関係など多くの要素に影響される。実際の信用創造額は、流動性とこれら諸要素の総合的な影響によって決まるのである。

第2の問題点は、信用創造方程式のパラメータのうち、預金歩どまり率は企業や個人の資産選択を反映して変動するため決して安定的ではなく、また準備率も、銀行が所要準備預金以外の現金(日銀預け金を含む)準備を保有する場合には、金利体系を反映して変動すると考えられることである。すなわち、これらパラメータは、政策当局にとって所与でもなく、また直接制御可能でもない。金融政策は所要準備率の変更や金利体系の変

化等を通じて、これら両者に間接的に働きかけているのである。

第3の問題点は、ハイ・パワード・マネーの供給額が所与という考え方が、短期的にみるかぎり、現実的ではないことである。日本銀行が日々の金融調節において能動的に変えることのできるハイ・パワード・マネーの供給額は、金融機関の日銀預け金残高の範囲内であり、それも所要準備預金の積上げを過度に圧迫しない程度であるから、かなり限られている。大勢としてはむしろ受動的にハイ・パワード・マネーを供給しながら、その供給ルート(貸出、買切りオペ等)を変え、あるいは供給の態度を変えて日銀信用のオペラビリティを調節し、あるいは資金ポジションに影響を与え、金融機関の与信態度を変えることによって、結果的にハイ・パワード・マネーの供給額が変わってくるのである。この点からすれば、古典的信用創造論は脱皮していく必要がある。

今回の金融緩和期における金融機関の積極的な与信活動は、第1と第3の問題点として述べたこととかなり深い関係をもっている。すなわち、46年7～9月期を中心とする短資の流入は、日本銀行の貸出回収と売出手形によって機動的に修正されたので、それによるハイ・パワード・マネーの

(注8) 1. 両式は次のようにして導かれる。まず、銀行部門が中央銀行から、貸出の供与、外貨資産の買取り、または対政府債権の買取り等ハイ・パワード・マネーの供給を受けたとする。

準備預金 RES	ハイ・パワード・マネーの受入れ(中央銀行借入れ等) MH
ハイ・パワード・マネーの受入れに対しては準備預金を積む必要がないため銀行はこれを取りくずして貸出を行なうことができる。ただし貸出によって生ずる派生預金に対しては準備預金を積む必要があるため、当初ハイ・パワード・マネー受入れによって生じた準備預金を全額取りくずすことはできない。貸出をLB、派生預金をDBとすれば $DB = \delta LB$ 、また法定準備率を ρ とすれば、必要準備は $\rho DB (= \rho \delta LB)$ である。したがって、銀行が過剰準備をもたないとするれば最終的なバランス・シートは次のようになる。	

必要準備 $\rho \delta LB$	派生預金 δLB
貸 出 LB	ハイ・パワード・マネーの受入れMH
したがって、バランス・シート上の定義式から $LB = \frac{1}{1 - \delta(1 - \rho)} MH$ となる。	

2. 古典的な信用創造理論では派生預金は当座性預金(checking account)と同一視されている。しかし発達した金融組織のもとでは定期性預金の満期が比較的平均化しているうえ、定期預金担保貸出の可能性もあるため、定期性預金を派生預金の中に含めてもある程度さしかえないと考えられる。

供給増加は生じなかったが、それによって金融機関の資金ポジション好転と日銀信用のオペイラビリティ上昇の期待が潜在的に生じたことは事実であろう。また日本銀行も景気回復を促進するため、政策的にもこのような金融機関の流動性上昇感を積極的に否定するほどではなかった。このような状況の下で、実体需資の停滞がいよいよ顕著となってきたため、金融機関の貸出態度は銀行相互の競争意識も加わって一段と積極化した。この間コール・レート、手形売買レートなど市場金利(第2線準備資産の金利)は、貸出金利の低下テンポを上回って大きく低下したため、好転した資金ポジションを悪化させても貸し進む動機が採算面からも強まったとみられる。なお、景気上昇が漸次軌道に乗ってくるにつれ緩和政策から中立政策に移り、オペレーション方式の変更など市場操作に若干の変更が加えられたことはいうまでもないが、準備率引上げまでは、流動性圧縮までには至らなかったといえる。

(最近における信用拡張係数の上昇)

このような金融の緩和過程で、第2の問題点、すなわち信用拡張係数のパラメーターの変化が生じ、信用拡張がさらに容易となったことも見のがせないところであろう。

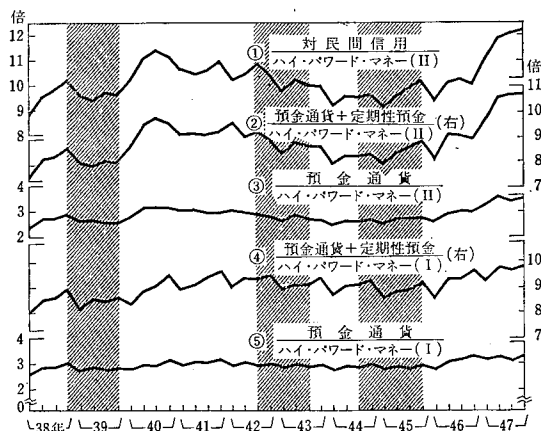
いまパラメーターの変動に伴う信用拡張係数の変動をみるため、マネタリー・サーベイ・データ(注9)を用いて、ハイ・パワード・マネーの供給額と通貨量、あるいは対民間信用等の関係を見ると第4図のとおりである。これらのハイ・パワード・マネー供給額に対する通貨または対民間信用の比率は、ハイ・パワード・マネー供給額の1単位に対して通貨または信用がどの程度造出されたか

を示すもので、いわば事後的な信用拡張係数である。なお、ハイ・パワード・マネーの供給額については、定義に従って「現金通貨+準備通貨(準備預金および銀行保有現金)」「ハイ・パワード・マネーⅠと表わす)を用いたが、ハイ・パワード・マネーの供給ルートを明らかにするために、通貨当局勘定の「対外資産+対政府信用(政府当座預金を控除)+対銀行信用」「ハイ・パワード・マネーⅡ)をもあわせて示した(両者の差は主として通貨当局の資本勘定である)。

第4図には各種の信用拡張係数を示してあるが、共通していえることは46年以降、信用拡張係数がかんりの上昇をみたことである。たとえば、比較的季節性の少ない預金通貨/ハイ・パワード・マネー(Ⅱ)(第4図の③)でみると、46年3～5月期から上昇を示し、47年にはいつてから、一段と

〔第4図〕

信用拡張係数の推移



- (注) 1. ハイ・パワード・マネー(Ⅰ)=現金通貨+準備預金+銀行保有現金
ハイ・パワード・マネー(Ⅱ)=通貨当局対外資産+同対政府純信用+同対銀行信用
2. 四半期区分は12～2月、3～5月、6～8月、9～11月。

(注9) マネタリー・サーベイは通貨当局(日銀および外為会計)、預金通貨銀行(全国銀行、相互、信金、農中、商中)の貸借対照表を整理したものである。なお通貨当局の勘定をフローでみたのが資金需給実績表、通貨当局勘定と預金通貨銀行勘定を統合したものがマネー・サプライ表にあたる。

なお、ここでは資金需給の季節的な繁閑を明確にするため、月次統計を12～2月、3～5月、6～8月、9～11月に分割した。

増勢を強めたあと、最近期に (第8表)

至り、やや低下に転じたものの、依然過去のピークを上回る高水準にある。このような傾向は程度の差こそあれ、他の指標にもあてはまる。

さきにふれたように、信用創造理論では信用拡張係数の上昇は、準備率の低下、または預金歩どまり率の上昇(現金リーク率の低下)によってもたらされる。事後的に計測

される46年以降の信用拡張係数の上昇要因をフリードマンにならって^(注10)次式のように分解し、各要因の寄与率を算出すると第8表のとおりである。

$$\frac{DB}{CUR+RES} = \frac{1}{\frac{CUR}{DB} + \frac{RES}{DB}}$$

ただし DB : 預金通貨+定期性預金

CUR : 現金通貨

RES : 準備預金+銀行保有現金

第8表の寄与率に明らかなように、46年、47年を達観すれば信用拡張係数の上昇は主として現金リーク率の低下(預金歩どまり率の上昇)によってもたらされた面が強く、広義準備率低下による寄与率はかなり小さい(なおより詳細にみれば、47年後半には現金リーク率の低下は小幅化。後述)。

信用拡張係数の要因分解

	信用拡張係数 ($\frac{DB}{CUR+RES}$) の 変 化 幅	現金リーク率 ($\frac{CUR}{DB}$) の 変 化 率 の 変 化 分	広義準備率 ($\frac{RES}{DB}$) の 変 化 率 の 変 化 分	うち 銀行保有現金比率 の変化による分	準備率変化 による分
46年中	0.3802	0.2438 (64.1%) [- 0.00295]	0.1364 (35.9%) [- 0.00165]	0.1742 (45.9%) [- 0.00211]	- 0.0378 (- 10.0%) [+ 0.00046]
47年中	0.4211	0.3229 (76.7%) [- 0.00358]	0.0983 (23.3%) [- 0.00109]	0.1094 (26.0%) [- 0.00121]	- 0.0111 (- 2.7%) [+ 0.00012]

- (注) 1. カッコ内は寄与率、[]内は要因自体の変化幅。
2. 47年中は資料の制約から46/12~47/11平均の前年同期に対する変化。
3. マネタリー・サーベイ統計における広義準備率をさらに銀行保有現金比率と準備率に分解。

さらに、広義準備率の低下は、銀行保有現金比率の低下によるもので、準備率はむしろ上昇しているが、その影響はほとんど無視できる。これは、いうまでもなく、わが国の法定準備率がきわめて低水準にあるうえ、44年9月以降47年までは大きな変更をみていないことによるものである。

これをやや長期にわたってみると第5図のとおりであり、①信用拡張係数の変動は主として現金リーク率の変動によってもたらされていること、②銀行の現金保有率はすう勢的に低下し、信用拡張係数の長期的な上昇をささえているが、短期循環的には、目だった動きが認められないこと、③準備率の影響はきわめて小さいが、38年における法定準備率の引上げおよび39年の引下げについては、変更幅が大きかっただけに、信用拡張係数

(注10) Friedman, M. "A Program for Monetary Stability" 1959. PP30~32参照。

ただし、フリードマンは

$$\frac{DB+CUR}{CUR+RES} = \frac{1}{\frac{CUR}{DB} + \frac{RES}{DB}}$$

すなわち、総通貨とハイ・パワード・マネーの比率を問題にしていたが、ここでは、要因分解を容易にするためもあり、分子から現金通貨を除いた。なお、要因分解は次の方法による。

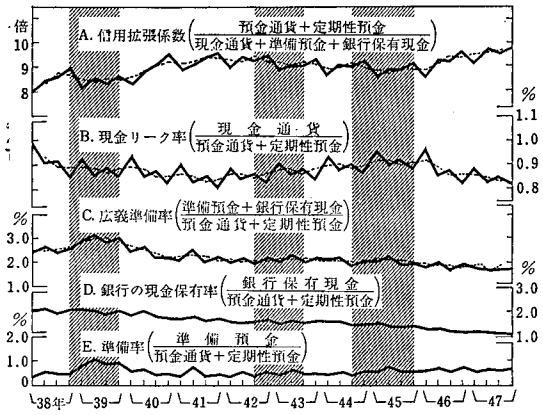
$$\Delta \left(\frac{DB}{CUR+RES} \right) = \Delta \left(\frac{1}{\alpha + \beta} \right) = \frac{-\Delta \alpha}{(\alpha + \beta)(\alpha_{-1} + \beta_{-1})} + \frac{-\Delta \beta}{(\alpha + \beta)(\alpha_{-1} + \beta_{-1})}$$

ただし、 $\alpha = \frac{CUR}{DB}$ 、 $\beta = \frac{RES}{DB}$

なお、 β は銀行の保有現金をも分子に含んでいるため、これを広義準備率と呼ぶ。

〔第5図〕

信用拡張係数の変動要因



(注) 1. $A = \frac{1}{B+C}$, $C=D+E$
2. 点線は移動平均(2期中心化)。
3. 四半期区分は12～2月、3～5月、6～8月、9～11月。

に対して、ある程度の影響が認められること、
などがあげられる。

(信用拡張係数の上昇要因)

さきにもふれたとおり、信用創造理論には多くの
の問題点が含まれており、上記要因分解を機械的
にみることは危険である。そこで以下ではこのよ
うな点に留意しながら、最近の信用拡張係数の上
昇をささえた要因を個別にみていくこととする。

イ. 広義準備率の低下

(第9表)

前述のとおり、広義準備率
の低下は主として銀行の現金
保有率の低下によるもので、
準備率は前回法定準備率の一
部引上げが行なわれた44年9
月以降47年までは、概して横
ばいに推移している。

まず、銀行の現金保有率の
すう勢的低下傾向についてみ
ると、これには、銀行の合理
化努力もある程度影響してい
るとみられるが、やはり、個

人貯蓄が定期性預金に蓄積されるにつれて預金回
転率の長期的な低下が生じ、これに伴い、現金準
備率が低下したことによる面が大きいと思われる。
(ちなみに、個人預金/個人所得比率は39年中の40
%から、46年末には45%に上昇)。このような点
からみると、銀行の現金保有率は今後景況の回復
による民間部門での現金リークの増加に伴って上
昇に転ずると考えることもできるが、反面、個人
預金に占める定期性預金の比率上昇、パーソナ
ル・チェックの普及などが予想される現状では、
むしろ緩慢な低下傾向を続けると考える方が妥当
であろう。

一方、準備率の変動は法定準備率の変更がない
かぎり、預金構成の変化のみに依存する。現に47
年前半の定期シフトに伴い法定準備率の低い定期
性預金の比重が増大したため、準備率はやや低下
したが、9月にはいり、定期シフト一巡とともに
再び反転している。しかし、このような変化が信
用拡張係数に与える影響は無視できる程度であ
る。

したがって、銀行の現金保有率低下を相殺する
ような法定準備率の引上げがないかぎり信用拡張
係数の上昇は続くと思われる。

準備率の推移

(単位・%)

	44 年		46年	46年 12月 47年 2月	47 年		
	6～ 8月	9～ 11月	9～ 11月		3～ 5月	6～ 8月	9～ 11月
広 義 準 備 率	1.877	2.055	1.931	1.806	1.787	1.755	1.846
銀行保有現金(末残)	1.496	1.500	1.210	1.227	1.109	1.132	1.139
総 預 金(末残)							
準 備 預 金(末残)	0.381	0.556	0.720	0.579	0.678	0.623	0.706
総 預 金(末残)							
準 備 預 金(平残)	0.604	0.736	0.762	0.759	0.759	0.740	0.748
対 象 預 金(平残)							
対 象 預 金 に 占 め る 定期性預金の比率	66.4	66.6	65.4	65.1	65.3	67.1	66.2

(注) 1. 外銀分を除く。
2. 47年6月以降は対象預金に自由円勘定増加額を含む。

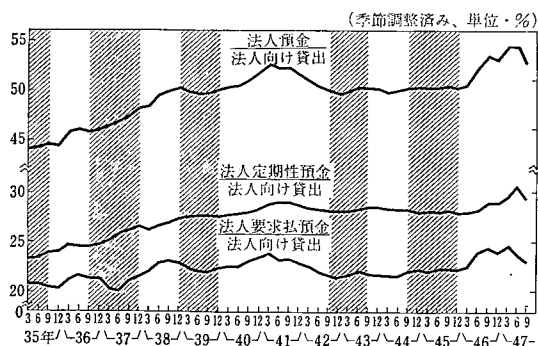
上記のような銀行の現金保有率や後述する現金リーク率等政策当局が直接操作しえない要因の変動に対しては、準備率はこれを相殺しうる有効な政策手段といえよう。加えて、ハイ・パワード・マネーの供給ルートの変化に伴い、信用拡張が行なわれやすい環境が醸成されている現状では、準備率の弾力的活用の意義は大きいと思われる。さる1月16日に実施された法定準備率の引上げに伴い、平均準備率は0.3%ポイント程度上昇するものと推定される。現金リーク率、銀行の現金保有率がまったく変わらないとするなら、この結果信用拡張係数は0.3程度低下する(47年中の同係数の上昇幅は0.42)。

ロ. 現金リーク率の低下

現金リーク率の低下(預金歩どまり率の上昇)はすでに詳述した企業の保有預金の著しい増加および47年初めごろまでの景気低迷に伴う消費、貸金支払等現金決済需要の後退の両面から説明されよう。まず、法人預金の歩どまり率をみるために全国銀行、相互、信金における一般法人預金と一般法人向け貸出の比率を算出すると第6図のとおりであり、46年4～6月期から急上昇を示し、同10～12月期にやや低下したものの、ならしてみれば47年1～3月期まで上昇を続けたあと、4～6月

〔第6図〕

法人預金歩どまり率の推移



(注) 全国銀行、相互銀行、信用金庫(金融機関向け貸出・預金を除く)。

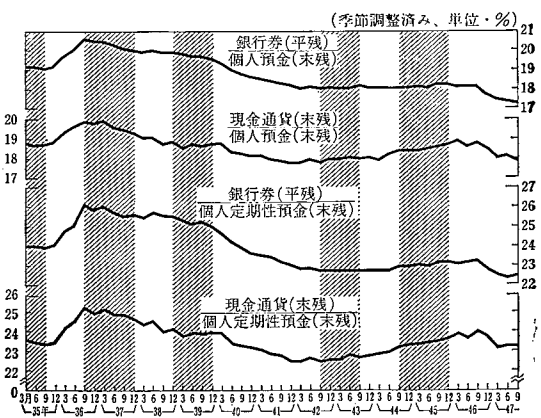
期に至ってようやく伸び悩み傾向を示した。これを預金種類別にみると、要求払預金は46年7～9月以降概して横ばいに推移、47年4～6月期にはかなりの低下を示しているが、定期性預金については、むしろ46年10～12月以降上昇傾向を強めている。これは、さきにもふれたとおり、46年央以降企業において、追加流動性を定期預金に積み増す動きがみられたものが、ここへきてさらに積極的に現在の流動性を取りくずし、定期預金に積み増そうとする「定期シフト」が一般化したものと考えることができよう。またこれが、広義準備率の低下の素因となった。

このようないわば企業の「流動性退蔵」(資産動機による預金増加)により、法人企業預金歩どまり率は低下することなく高水準に推移したわけであるが、かかる傾向の誘因としては、すでに分析したように、貸出金利の低下により流動性を取りくずして借入を返済するインセンティブが弱まった一方、実物資本の収益率の低下により、流動性を取りくずして投資を進めるインセンティブも弱まったことがあげられよう。

もっとも、このように高水準に達した企業流動性はすべてが退蔵されたわけではなく、企業の土地購入等を通じて個人部門に流入したことは、す

〔第7図〕

個人預金からの現金リーク率の推移



でにみたとおりである。そこ (第10表)

で次に個人部門における現金

リークの状況を見るために、

現金通貨および銀行券の個人

預金に対する比率を算出する

と第7図のとおりであり、

46年後半以降現金リーク率の

低下が目だっている。このよ

うな個人部門における現金リ

ーク率の低下は、46年末にか

けての景況低迷から貸金支払の伸び悩みがみられたことに加え、法人部門からの資金流入が消費等実体活動に伴う現金需要の増加を上回るテンポであったためとみられる。

なお、最近の傾向については、預金者別預金統計が利用できないため、マネー・サプライ統計、主要企業短期経済観測等によってみると、第10表のとおり、景気立直りの本格化を映じて、預金歩どまり率の上昇にもようやく一服から反転の気配がうかがえるが、依然高水準にあり、46年初の水準には復していない。

以上みてきたように、46年中の景気低迷は、法人、個人両部門における預金歩どまり率上昇の遠因となった。かかる預金歩どまり率の上昇はそれ自体をとってみれば通貨の退蔵であり、実体面、物価等に対しては中立的であるといえるが、注意を要するのはそれが金融機関ポジション悪化の阻止要因となったことである。すなわち、すでにみたとおり46年末以降のマネー・サプライ増加には、金融機関の対民間信用増加が主因となったが、この過程で、比較的最近まで金融機関ポジシ

現金リーク率(預金歩どまり率)の推移

(季節調整済み、単位・%)

		46 年			47 年			
		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
現金リーク率	現金通貨(末残)	21.0	20.5	20.1	19.7	20.0	20.3	19.9
	マネー・サプライ(末残)							
	銀行券(平残)	20.5	20.0	19.7	19.4	19.4	20.1	19.3
	マネー・サプライ(平残)							
現預金(主要企業・)借入金(全産業)		24.34	25.58	26.03	26.36	26.09	26.26	(予測)25.51

ョンのさしたる悪化をみることなく信用拡張が行なわれた背景には、まさに上記のような事情があったといえよう。しかし、ごく最近では、景気上昇の加速に伴い預金から引き出される現金がふえているほか、租税を中心に財政対民間収支の揚超傾向も強まっており、金融機関の資金ポジション悪化が一段と進む気配がうかがわれる。

む す び

1月の準備率引上げによって、上述した信用拡張係数の上昇傾向はある程度抑制され、預金歩どまり率の悪化傾向とあいまってその信用収縮の効果はしだいに現われてくるものと思われる。しかしすでに分析したことから明らかなように、金融機関の与信態度には、このような保有現金(準備預金を含む)の量のほかにも多くの要素が影響を及ぼす。準備率引上げはそのうち幾つかに深い関係があるが、これらの諸要素を総合的に判断しながら適切な金融調節を実施し、本文中で述べたような意味における「流動性過剰」の状態を是正していくことが今後の課題といえよう。