

最近における欧米主要国の資金循環の 特色とその背景

—1971～72年の動きを中心に—

〔要 旨〕

欧米主要国では、1971～72年には景気支持から金融緩和政策が採られ、またとくに71年には国際通貨不安が絡む短資移動の影響も加わり、各国の資金循環は大幅に拡大した。その後、72年秋ごろから景気過熱・物価上昇の動きに対処して、各国はそろって金融引締めに移じた。本稿は、こうした最近の金融引締めに先だつ71～72年における主要国の資金循環の動きに焦点を絞り、とくにその拡大の態様とメカニズムを米国、西ドイツ、英国の3ヵ国について検討したものである。

まず、71～72年の資金循環の動きを各国の国内経済部門（法人企業・個人・公共3部門）の資金調達額でみると、金融緩和期とはいえ、各国とも実体経済の伸びに比べても大幅な増大を示した。同じように法人企業・個人部門の保有する金融資産も、各国とも大幅に増加した。

それでは、こうした資金循環の拡大はいったいいかなる事情によるものであろうか。

資金需要サイドの事情としては、法人企業部門が手元流動性の補てん・積増しに努め、その後の景気回復にも前向きの需資を必要としたこと、公共部門も赤字予算のファイナンスを行ったこと、さらに物価の騰勢持続から一部の企業・個人がインフレ・ヘッジ的な動きを示したとみられることなどがあげられる。

また、資金供給サイドの事情としては、各国政策当局が70～71年の景気沈静に対処して積極財政・金融緩和政策を推進し、これに伴い銀行の貸出態度が積極化し、上述の各部門の需資に対し積極的に貸し応じたことが指摘されるが、また、とくに71年には短資移動が激化し、外資流入側の欧州主要国ではそれが銀行貸出の増大に拍車をかける一つの誘因になったことも見のがせない。つまり、国際収支赤字国の米国が支払う基軸通貨米ドルは、これを受け取る黒字国においていわゆる「ハイ・パワード・マネー」となり、通貨・信用の拡大の源泉となったことである。

前述のように、72年秋ごろから各国は金融引締めに移じており、最近では銀行信用、マネー・サプライの増勢は漸次鈍化の傾向にある。この間、米国の国際収支は改善の方向をたどっている一方、欧州諸国では今回の石油危機を契機に経済成長の低下と物価上昇の持続が見込まれている。こうした情勢のなかで、各国とも総需要抑制の観点から銀行信用、マネー・サプライの今後の動きが注目されるが、それも資金循環全体の動きとの関連においてこれをみていくことが必要であろう。

目次

1. はし が き
2. 欧米主要国の資金循環の特色
 - (1) 資金調達的大幅増加
 - (2) 金融資産の急増
3. 資金循環拡大の背景
 - (1) 資金需要側の事情
 - イ. 企業の手元流動性補てん・積増し
 - ロ. 国際通貨不安に伴う企業の需資著増
 - ハ. 赤字財政に伴う公共部門の資金調達の増大
 - ニ. インフレ心理による借入れの増大
 - ホ. 景気回復による企業需資の盛上がり
- (2) 資金供給側の事情
 - イ. 金融緩和政策の遂行
 - ロ. 国際資本移動の激化
 - ハ. 金融機関の貸出態度の積極化
4. 米国の国際収支赤字と各国資金循環拡大のメカニズム——むすびに代えて——

1. はし が き

欧米主要国の景気は、1970年から71年にかけて沈静ないしは後退を示したが、その後、各国において金融・財政両面から景気支持政策がとられたため、銀行信用、マネー・サプライは高い伸びを続け、資金循環も著しい拡大を示した。72年に入ると、これら主要国の景気は総じて順調な回復過程をたどり、とくに米国、西ドイツなどでは過熱化の様相さえ呈するに至った。一方、物価は景気の沈静・後退期にも根強い騰勢を続けたのち、72年から73年にかけて上昇テンポをいっそう強めた。

このような景気過熱、物価上昇に対処して、各国の政策当局は、72年秋以降、公定歩合、預金準備率の引上げなど金融引締めを中心に総需要抑制政策の実施に転じた。この結果、各国とも金利は69～70年の高騰時をしのぐほどの上昇をみせ、銀行信用、マネー・サプライとも本年後半ごろからようやく増勢鈍化の傾向を示しはじめている(第1表)。資金循環についても、本年に入ってから計数が一部の国以外明らかにされていないが、銀行信用、マネー・サプライの動きから推測して、その拡大テンポは漸次低下しているものと考えられる。

本稿では、こうした今回の金融引締め転換に先

だつ71～72年において資金循環が大幅に拡大した状況を、米国、西ドイツ、英国について振り返り、それがいかなる事情によって生じたか、そのメカニズムを検討することにした。

なお、本稿のとりまとめにあたって、各国の資金循環勘定を国際比較の便宜上、法人企業・個

(第1表)

欧米主要国における銀行信用、
マネー・サプライの伸び率推移

		(単位・%)				
		1969年	1970年	1971年	1972年	1973年 最近月
銀行信用	米 国	3.4	7.9	11.9	13.0	(8月) 15.4
	西ドイツ	12.5	10.3	13.3	15.2	(8月) 13.4
	英 国	— 0.6	4.7	2.6	29.2	(6月) 21.4
	フランス	13.3	14.1	18.5	17.9	(8月) 16.9
	イタリア	15.2	16.2	16.6	20.2	—
マネー・ サプライ	米 国	M ₁	3.6	6.0	6.6	8.3(10月) 5.1
		M ₂	3.8	8.4	11.4	10.8 7.9
	西ドイツ	M ₁	6.4	8.8	12.3	14.6(9月) 0.7
		M ₂	7.7	10.5	14.5	17.0 17.3
	英 国	M ₁	0.1	9.4	15.1	14.6(10月) 6.9
		M ₃	3.0	9.7	13.3	28.2 28.3
	フランス	M ₁	0.3	8.9	11.1	15.3(9月) 7.4
		M ₂	5.3	15.0	17.6	18.5 13.2
	イタリア	M ₁	15.9	27.6	18.6	24.5(5月) 19.6

(注) 1. 銀行信用はマネタリー・サーバイの国内信用(対民間・公共信用)供与による。

2. 伸び率は、各年末(1973年の場合は月末)残高の前年比増減(―)率。

ただし、米国のマネー・サプライは、各年12月中(1973年の場合は10月中)平均残高の前年比増加率。

人・公共・金融・海外の5部門に組み直してみた。これは、資金循環の規模を法人企業・個人・公共の3部門(国内経済部門)の資金調達と、法人企業・個人の両部門の資金運用(金融資産の増加)の二つの側面でとらえ、さらに、こうした資金循環の動きを金融部門(銀行)の信用供与、海外部門との資金の流出入(国際収支)との関係で明らかにしようとする意図に基づくものである。

2. 欧米主要国の資金循環の特色

(1) 資金調達の大幅増加

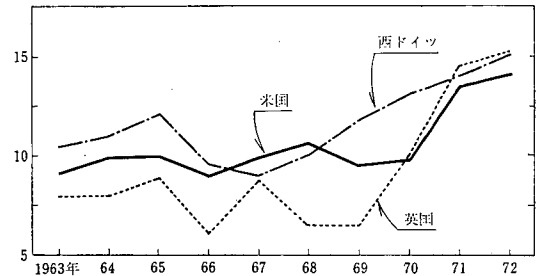
まず、国内経済部門が金融機関、証券市場、外資市場から調達した資金量(以下、資金調達額と称する)について1963年から72年までの過去10年間の推移をみると、金融引締め期にはその増勢が鈍化し、緩和期には逆にそれが高まるといった動きを繰り返しながら、すう勢的には実体経済の成

長に伴って拡大している(第2表)。とくに71~72年の動きをみると、米国、英国では71年に前年比+50~60%と著増したあと、72年にもなお+15%という高水準の増加を続けており、西ドイツでも

〔第1図〕

国内経済部門の資金調達額対
名目GNP比率の推移

(単位・%)



(注) 各国の金融引締め期は一般的に次の時期とみられる。

米 国：66年、69年

西ドイツ：65~66年、69~70年

英 国：64~66年、68~69年

(第2表)

国内経済部門の資金調達額の推移

		1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年
米国 (億ドル)	資金調達額	543 (5.2)	627 (15.5)	678 (8.1)	664 (- 2.1)	781 (17.6)	915 (17.2)	882 (- 3.6)	944 (7.0)	1,410 (49.4)	1,627 (15.4)
	法人企業部門	123 (- 0.8)	146 (18.7)	206 (41.1)	254 (23.3)	296 (16.5)	303 (2.4)	383 (26.4)	388 (1.3)	474 (22.2)	546 (15.2)
	公共部門	101 (- 21.1)	123 (21.8)	94 (- 23.6)	99 (5.3)	209 (111.1)	232 (11.0)	71 (- 69.4)	242 (240.9)	425 (75.6)	296 (- 30.3)
	個人部門	319 (20.8)	358 (12.2)	378 (5.6)	311 (- 17.7)	276 (- 11.2)	380 (37.7)	428 (12.6)	314 (- 26.6)	511 (62.7)	785 (53.6)
西ドイツ (億マルク)	資金調達額	398 (22.1)	463 (16.3)	563 (21.6)	469 (- 16.7)	441 (- 6.0)	545 (23.6)	712 (30.6)	896 (25.8)	1,069 (19.3)	1,253 (17.2)
	法人企業部門	210 (13.5)	259 (23.3)	331 (27.8)	239 (- 27.8)	173 (- 27.6)	264 (52.6)	481 (82.2)	582 (21.0)	652 (12.0)	683 (4.8)
	公共部門	68 (126.7)	67 (- 1.5)	86 (28.4)	89 (3.5)	149 (67.4)	120 (- 19.5)	25 (- 79.2)	88 (252.0)	131 (48.9)	155 (18.3)
	個人部門	120 (8.1)	137 (14.2)	146 (6.6)	141 (- 3.4)	119 (- 15.6)	161 (35.3)	206 (28.0)	226 (9.7)	286 (26.5)	415 (45.1)
英国 (百万ポンド)	資金調達額	2,434 (4.9)	2,621 (7.7)	3,142 (19.9)	2,318 (- 26.2)	3,503 (51.1)	2,776 (20.8)	2,985 (7.5)	5,042 (68.9)	8,111 (60.9)	9,287 (14.5)
	法人企業部門	1,069 (27.7)	1,387 (29.7)	1,297 (- 6.5)	988 (- 23.8)	1,146 (16.0)	1,680 (46.6)	1,837 (9.3)	2,342 (27.5)	1,939 (- 17.2)	4,354 (124.5)
	公共部門	635 (- 25.6)	206 (- 67.6)	1,085 (426.7)	674 (- 37.9)	1,238 (83.7)	- 6 (-)	280 (-)	1,232 (340.0)	3,589 (191.3)	69 (- 98.1)
	個人部門	730 (16.8)	1,028 (40.8)	760 (- 26.1)	656 (- 13.7)	1,119 (70.6)	1,102 (- 1.5)	868 (- 21.2)	1,468 (69.1)	2,583 (76.0)	4,864 (88.3)

(注) カッコ内は前年比増減(-)率(%)。

71年、72年を通じそれぞれ前年に比べ20%に近い増加となっている。むろん、こうした資金調達額の規模の大小はその前年比増加率の高低だけによって単純に判断できないから、資金調達額を実体経済の動きと対比してみる必要がある。

そこで、国内経済部門の資金調達額の名目GNPに対する比率(以下、資金調達額対名目GNP比率と称する)の推移を同じく過去10年間についてみると(第1図、第3表)、63~70年の間は金融

引締め期・緩和期を通じて概して小幅な変動にとどまっていたが、71年には各国とも急上昇して従来のピークを大きく上回り、72年にも引き続きいっそう上昇を示した。これを国別にみると、米国の同比率は金融引締め期の66年、69年にはそれぞれ8.9%、9.5%、緩和期の64年、65年、68年にはそれぞれ9.9%、9.9%、10.6%と、70年まではほぼ9~10%の比較的小幅で循環的な推移を示していた。しかし、71年には13.4%と70年(9.7%)に

(第3表)

国内経済部門の資金調達額対名目GNP比率の要因分析

(単位・%)

		1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年	1966~70 年平均
米 国	資金調達額対 名目GNP比率	9.2	9.9	9.9	8.9	9.8	10.6	9.5	9.7	13.4	14.1	9.7
	投資比率	14.6	14.7	15.7	16.2	14.7	14.6	14.9	13.9	14.5	15.4	14.9
	法人企業部門	7.7	8.2	9.2	10.2	9.0	8.7	9.0	8.6	8.2	8.7	9.1
	個人	6.9	6.5	6.5	5.8	5.5	5.6	5.6	5.0	5.9	6.3	5.5
	資金調達比率	63.0	67.3	63.2	54.7	67.0	72.6	63.5	69.4	92.0	91.3	65.4
	法人企業部門	27.0	28.0	32.8	33.2	41.5	40.4	45.8	46.2	54.7	54.2	41.4
	個人	78.6	87.1	84.9	71.8	63.4	78.4	81.8	64.3	82.2	107.4	71.9
西 ド イ ッ	資金調達額対 名目GNP比率	10.4	11.0	12.2	9.6	8.9	10.1	11.8	13.1	14.1	15.1	10.7
	投資比率	25.4	27.1	27.5	25.3	21.6	24.7	25.9	28.1	27.0	26.0	25.1
	法人企業部門	15.1	16.3	17.2	15.1	12.3	15.3	16.8	18.4	16.9	15.8	15.6
	公共	4.3	4.6	4.4	4.2	3.9	3.9	3.9	4.3	4.2	3.7	4.0
	個人	6.0	6.2	5.9	6.0	5.4	5.5	5.2	5.4	5.9	6.5	5.5
	資金調達比率	40.8	39.0	42.6	37.9	41.3	40.0	43.9	46.5	52.3	58.2	41.9
英 国	法人企業部門	36.2	37.7	41.7	32.3	28.5	32.0	47.3	46.1	50.7	52.1	37.2
	公共	41.1	34.6	42.7	43.6	77.4	57.7	10.5	29.8	41.9	50.7	43.8
	個人	52.3	52.9	53.7	48.2	44.0	53.4	65.6	60.9	64.0	77.2	54.4
	資金調達比率	46.9	39.7	46.2	32.7	45.9	33.6	34.2	52.3	80.4	89.3	39.7
	法人企業部門	48.9	45.4	43.2	35.0	45.5	52.5	47.2	52.8	49.3	110.8	46.6
	公共	30.1	7.9	38.7	21.1	33.2	—	7.5	29.5	77.0	1.4	—
	個人	86.0	108.4	76.4	66.2	104.8	88.9	74.3	97.4	135.7	202.4	86.3

(注) 米国の投資には資料の制約から公共投資が含まれていない。

比して3.7%ポイントの急上昇をみたうえ、72年には14.1%と前年を上回る高水準を持続した。また西ドイツ、英国の場合にも、70年以降一貫して目だった上昇を示し、とくに71年、72年には従来にない高水準を示した。

このように71～72年における資金調達額対名目GNP比率は、これまでの金融緩和期にはみられない大幅な上昇を示した。ちなみに、71～72年の同比率を60年代後半(66～70年)の5年間平均と比較してみると(第3表)、米国、西ドイツでは4%ポイント、英国では7～8%ポイントの上昇を記録した。

そこで、この比率の上昇要因を考える手がかりとして、これを次のような二つの比率に分解し、そのおのおのについて71～72年と60年代後半(66～70年平均)とを比較してみよう(第3表)。

$$\begin{array}{ccc} \text{資金調達額対名目GNP比率} & \text{投資比率} & \text{資金調達比率} \\ \vdots & \vdots & \vdots \\ \left(\frac{\text{資金調達額}}{\text{名目GNP}} \right) = \left(\frac{\text{投資}}{\text{名目GNP}} \right) \times \left(\frac{\text{資金調達額}}{\text{投資}} \right) \end{array}$$

まず、71～72年の投資比率は、各国とも60年代後半のそれとほぼ同じ水準となっており、部門別にみても、個人部門の投資比率の上昇(とくに72年)が目だつ程度である。一方、資金調達比率は、60年代後半に比べて71～72年には大幅に上昇し(上昇幅、米国26～27%ポイント、西ドイツ10～16%ポイント、英国40～50%ポイント)、各国とも過去10年来のピークとなっている。部門別には、法人企業部門、個人部門がいずれも60年代後半を大きく上回っており、とくに71年には法人企業部門、72年には個人部門の上昇が著しい。したがって、71年から72年にかけての資金調達額対名

目GNP比率の大幅な上昇は、法人企業部門、個人部門の資金調達額がそれぞれの投資の伸びを著しく上回って増加したことに主な原因があり、とくに米国、西ドイツでは71年には法人企業部門が、72年には個人部門がそれぞれ大きく寄与していたといえよう。

(2) 金融資産の急増

次に、国内経済部門の通貨・定期性預金・証券投資などの金融資産の保有状況についてみると、上述のように71～72年における資金調達の増大に伴って、これら金融資産の蓄積も大幅に増大した。以下、この間の動向を法人企業部門と個人部門についてみることにする(注1)。

まず金融資産をストック・ベースでとらえ、63～72年間における法人企業・個人両部門の金融資産残高の前年比増減率をみると(第4表)、金融資産の増勢も金融引締め期には鈍化し、緩和期には高まるといったパターンを示しているが、71～72年の増勢は従来の金融緩和期に比べても著しく高い。すなわち、米国、英国の金融資産残高は、71年に前年比それぞれ+9.9%、+13.6%と過去10年間のピーク(米国——68年+8.8%、英国——67年+9.6%)を更新したのち、72年にはそれぞれ+10.7%、+18.5%とさらに増勢を強めた。西ドイツでも、金融資産は71年には+15.0%と過去のピーク(65年+14.1%)を上回る伸びを示し、72年にも+14.9%と高い伸びを続けた。

これを部門別にみると、法人企業部門の金融資産は71年には各国において過去のピークを大きく上回る増勢(米国+13.6%、過去のピーク68年+11.5%。西ドイツ+19.4%、同67年+12.5%。英国+23.6%、同67年+12.6%)を示し、さらに、72

(注1) 法人企業部門の金融資産としては、ここでは通貨・定期性預金・有価証券などの金融機関や証券市場に対する債権に限定し、企業間信用、海外への直接投資等は計算に含めないことにした。

また、公共部門の金融資産には、中央銀行預け金、金融機関預金、社会保障基金の有価証券投資など、国によって種々のものがあるが、これらは景気循環、金融の繁閑等とは異なった動きを示すほか、実額そのものもさほど大きくないため、ここでは除外した。

(第4表)

法人企業、個人兩部門における金融資産残高の前年比増減(一)率の推移

(単位・%)

		1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年	1966～ 70年平均
米 国	法人企業部門	7.7	1.4	4.1	-5.5	7.3	11.5	2.9	-1.4	13.6	5.8	3.0
	個人部門	7.6	8.2	8.2	6.7	8.7	8.6	5.5	7.3	9.6	11.0	7.4
	計	7.6	7.6	7.9	5.8	8.6	8.8	5.4	6.8	9.9	10.7	7.1
西 ド イ ツ	法人企業部門	10.0	6.5	8.5	7.9	12.5	8.3	7.7	14.3	19.4	16.3	10.1
	個人部門	14.5	14.3	16.2	12.4	11.7	13.0	14.0	13.1	13.1	14.6	12.8
	計	12.3	12.9	14.1	11.2	11.6	12.3	12.2	13.2	15.0	14.9	12.1
英 国	法人企業部門	12.1	-0.1	-0.4	-2.4	12.6	6.1	-4.5	3.2	23.6	40.6	3.0
	個人部門	7.2	7.9	6.9	4.6	9.0	6.6	4.2	9.1	12.1	14.8	6.7
	計	8.0	6.5	5.7	3.5	9.6	6.5	2.9	8.2	13.6	18.5	6.1

(注) 1. 米国の個人部門には株式を除外している。

2. 法人企業部門には各国とも通貨、定期預金、有価証券のみを計上している。

(第5表)

法人企業部門における金融資産増加額と実物投資増加額の推移

		1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年	1966～ 70年平均
米 国 (億 ドル)	金融資産増加額(A)	48 (29.7)	12 (-75.0)	26 (116.7)	-37 (-)	48 (-)	80 (66.7)	23 (-71.2)	-11 (-)	106 (-)	51 (-51.9)	21 (-)
	実物投資 (B)	456 (3.6)	521 (14.3)	628 (20.5)	765 (21.8)	714 (-6.7)	750 (5.0)	837 (11.6)	840 (0.4)	867 (3.2)	1,007 (16.1)	781 (6.4)
	(A)											
	(A) + (B) (%)	9.5	2.3	4.0	-	6.3	9.6	2.7	-	10.9	4.8	2.6
西 ド イ ツ (億 マルク)	金融資産増加額(A)	86 (29.2)	89 (3.5)	100 (12.4)	80 (-20.0)	162 (102.5)	165 (1.9)	172 (4.2)	186 (8.1)	235 (26.3)	327 (39.1)	153 (19.3)
	実物投資 (B)	581 (-0.1)	687 (18.2)	794 (15.6)	741 (-6.7)	607 (-18.1)	824 (35.7)	1,017 (23.4)	1,263 (24.2)	1,286 (1.8)	1,311 (1.9)	890 (11.7)
	(A)											
	(A) + (B) (%)	12.9	11.5	11.2	9.7	21.1	16.7	14.5	12.8	15.5	20.0	14.7
英 国 (百 万 ポ ン ド)	金融資産増加額(A)	667 (157.5)	591 (-11.4)	426 (-27.9)	170 (-60.1)	822 (383.5)	854 (3.9)	163 (-80.9)	545 (234.4)	1,566 (187.3)	2,936 (87.5)	511 (96.2)
	実物投資 (B)	2,185 (8.2)	3,056 (39.9)	3,003 (-1.7)	2,821 (-6.1)	2,521 (-10.6)	3,198 (26.9)	3,888 (21.6)	4,436 (14.1)	3,930 (-11.4)	3,931 (0.0)	3,373 (9.2)
	(A)											
	(A) + (B) (%)	23.4	16.2	12.4	5.7	24.6	21.1	4.0	10.9	28.5	42.8	13.2

(注) カッコ内は前年比増減(一)率(%)。

年には英国がいっそう伸長(+40.6%)したほか、米国、西ドイツでも引き続き高い伸び(それぞれ+5.8%、+16.3%)を示した。一方、個人部門の金融資産は、71年には米国、英国では過去のピークを上回る伸びを示し(米国+9.6%、過去のピーク67年+8.7%。英国+12.1%、同70年+9.1%)、72年には一段と高い伸び(それぞれ+11.0%、

+14.8%)となった。また西ドイツでも、71年は前年並みの伸びであったが、72年にはその増勢が高まった(71年+13.1%、72年+14.6%)。

このような動きを通観すると、もちろん国によって事情は違うが、71年には法人企業部門の金融資産が急伸したのに対し、72年には個人部門の金融資産の増勢が目だったといえよう。これは、前

に指摘したように法人企業部門の資金調達比率が71年に急上昇し、個人部門の資金調達比率は72年に著しい上昇をみたことと表裏をなすものであろう。

こうした金融資産の動きについてももう少し細に検討するため、フロー・ペースの計数を用い、法人企業部門における総資産(金融資産+在庫投資・設備投資等の実物投資)増加に占める金融資産増加の割合の推移をみてみよう(第5表)。このフロー・ペースの比率についても、前述のストック・ペースの動きと同じように、各国とも金融緩和期には上昇し、引締め期には低下するという

循環的なパターンが認められる。これはいうまでもなく、金融緩和期には手元流動性の回復が実物投資に先行するのに対し、引締め期には逆に実物投資の後退より早く金融資産の圧縮が起ることによるものとみられる。ところが、71~72年のこの比率は、63~70年の金融緩和期に比較して著しく高くなっている点が注目される。すなわち、米国の同比率は71年に10.9%に達し、63年以降のピークとなったほか、英国でも71年に28.5%に急上昇し、さらに72年には42.8%と異例の高さとなった。また西ドイツでも、71年に15.5%へ上昇し、72年には20.0%と63年以降のピークである67年の

(第6表)

個人部門における金融資産増加の要因分析

		1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年	1966~ 70年平均
米 国 (億 ドル)	金融資産増加額(A)	450 (21.6)	518 (15.1)	547 (5.6)	584 (6.8)	635 (8.7)	682 (7.4)	567 (- 16.9)	742 (30.9)	943 (27.1)	1,175 (24.6)	642 (7.4)
	可処分所得(B)	4,046 (5.0)	4,381 (8.3)	4,732 (8.0)	5,119 (8.2)	5,463 (6.7)	5,910 (8.2)	6,344 (7.3)	6,917 (9.0)	7,460 (7.9)	7,970 (6.8)	5,951 (7.9)
	個人貯蓄(C)	199 (- 7.9)	262 (31.7)	284 (8.4)	325 (14.4)	404 (24.3)	398 (- 1.5)	382 (- 4.0)	562 (47.1)	602 (7.1)	497 (- 17.4)	414 (16.1)
	(A) / (B) (%)	11.1	11.8	11.6	11.4	11.6	11.5	8.9	10.7	12.6	14.7	10.8
	(C) / (B) (%)	4.9	6.0	6.0	6.3	7.4	6.7	6.0	8.1	8.1	6.2	7.0
	(A) / (C) (%)	226.1	197.7	192.6	179.7	157.2	171.4	148.4	132.0	156.6	236.4	155.1
西 ド イ ツ (億 マルク)	金融資産増加額(A)	231 (21.6)	283 (22.5)	345 (21.9)	328 (- 4.9)	321 (- 2.1)	383 (19.3)	461 (20.4)	544 (18.0)	624 (14.7)	742 (18.9)	407 (10.1)
	可処分所得(B)	2,514 (6.5)	2,762 (9.9)	3,077 (11.4)	3,256 (5.8)	3,310 (1.7)	3,598 (8.7)	3,907 (8.6)	4,415 (13.0)	4,784 (8.4)	5,186 (8.4)	3,697 (7.6)
	個人貯蓄(C)	236 (20.4)	291 (23.3)	355 (22.0)	349 (- 1.7)	346 (- 0.9)	410 (18.5)	477 (16.3)	578 (21.2)	632 (9.3)	755 (19.5)	432 (10.7)
	(A) / (B) (%)	9.2	10.2	11.2	10.1	9.7	10.6	11.8	12.3	13.0	14.3	11.0
	(C) / (B) (%)	9.4	10.5	11.5	10.7	10.5	11.4	12.2	13.1	13.2	14.6	11.7
	(A) / (C) (%)	97.9	97.3	97.2	94.0	92.8	93.4	96.6	94.1	98.7	98.3	94.2
英 国 (百 万 ポ ン ド)	金融資産増加額(A)	1,771 (3.9)	2,047 (15.6)	2,087 (2.0)	2,169 (3.9)	2,765 (27.5)	2,436 (- 11.9)	2,646 (8.6)	3,222 (21.8)	4,679 (45.2)	6,300 (34.6)	2,648 (10.0)
	可処分所得(B)	21,789 (6.3)	23,409 (7.4)	25,022 (6.9)	26,450 (5.7)	27,689 (4.7)	29,511 (6.6)	31,273 (6.0)	34,141 (9.2)	37,985 (11.3)	42,891 (12.9)	29,813 (6.4)
	個人貯蓄(C)	1,636 (6.4)	1,866 (14.1)	2,076 (11.3)	2,192 (5.6)	2,203 (0.5)	2,211 (0.4)	2,499 (13.0)	2,866 (14.7)	3,399 (18.6)	3,972 (16.9)	2,394 (6.8)
	(A) / (B) (%)	8.1	8.7	8.3	8.2	10.0	8.3	8.5	9.4	12.3	14.7	8.9
	(C) / (B) (%)	7.5	8.0	8.3	8.3	8.0	7.5	8.0	8.4	8.9	9.3	8.0
	(A) / (C) (%)	108.3	109.7	100.5	99.0	125.5	110.2	105.9	112.4	137.7	158.6	110.6

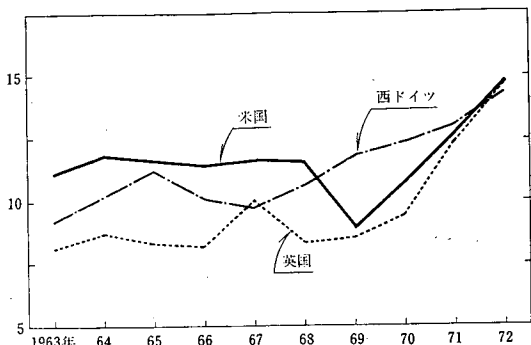
(注) 1. カッコ内は前年比増減(一)率(%)。

2. 統計の制約から、本表の金融資産増加額と第4表の個人部門の金融資産残高とは、金融資産のカバレッジが必ずしも一致していない。また、個人貯蓄では、米国、西ドイツの場合はネット・ベースであるが、英国の場合はグロス・ベースである。

〔第2図〕

個人部門の金融資産増加対
可処分所得比率の推移

(単位・%)



21.1%に接近した。

次に、個人部門について同じくフロー・ベースによる金融資産の増加と個人可処分所得との関係を見ると、第2図のとおりである。この金融資産増加の可処分所得に対する比率(以下、金融資産増加対可処分所得比率と称する)は、63~70年には比較的小幅な動きにとどまっていたが、71年には63年以降のピークを記録し、さらに72年には一段と上昇し、各国とも14%台(米国14.7%、西ドイツ14.3%、英国14.7%)の高水準となった(第6表)。すなわち、各国とも、71~72年における個人部門の金融資産の増勢は可処分所得のそれをしのぎ、しかも両者の増勢の乖離幅は63年以降みられなかったほどの大幅なものであった。この点について、金融資産増加対可処分所得比率を次のとおり二つの比率に分解してその動きをみてみよう。

$$\text{金融資産増加対可処分所得比率} = \left(\frac{\text{金融資産増加}}{\text{可処分所得}} \right) = \left(\frac{\text{貯蓄}}{\text{可処分所得}} \right) \times \left(\frac{\text{金融資産増加}}{\text{貯蓄}} \right)$$

この結果は、第6表から明らかなように、71~72年の金融資産増加対可処分所得比率の上昇は、各国とも個人貯蓄率、金融資産増加対個人貯蓄比

率の両者の上昇が寄与している。しかし、どちらかといえば金融資産増加対個人貯蓄比率の上昇幅が大きく(72年においてとくに顕著)、これが金融資産増加対可処分所得比率の上昇をもたらした主因と考えられる。これは、前述のように個人部門の借入れが72年に著増したことも関連して、個人の金融資産が貯蓄の実勢以上に膨張したことを示すものである。

3. 資金循環拡大の背景

このように各国の国内経済部門の資金調達および金融資産の動きでみた資金循環の規模は、71年を境にして実体経済の伸びを大きく上回る増勢を示したが、次にこうした資金循環の大幅拡大をもたらした主な要因ないしは背景について、法人企業部門・公共部門・個人部門といった資金需要側の事情と、通貨当局・金融機関など資金供給側の事情とに分けて検討してみよう。

(1) 資金需要側の事情

イ. 企業の手元流動性補てん・積増し

各国の通貨当局は、景気過熱、物価上昇の抑制を意図して、時期的に多少のずれはあるものの、69年から70年にかけて金融引締め政策を実施したため、企業の手元流動性は圧縮された。たとえば、米国の法人企業部門の金融資産は、69年に大幅に減少(前年比-71.2%)したのち、70年には純減(11億ドル減)したのをはじめ、西ドイツのそれも低い伸び(前年比-69年+4.2%、70年+8.1%)にとどまり、英国も69年に大幅な落込み(前年比-80.9%)を示した(前掲第5表)。その後、各国において金融緩和への政策転換が行われたことに伴い、圧縮されていた企業の手元流動性の改善意欲が強まり、71年を中心に流動性の補てん・積増し需要が台頭した。72年に入っても、英国では年前半に金利の先高見通しから手元流動性をさらに厚くするための資金需要がみられた。

ロ. 国際通貨不安に伴う企業の需資著増

71年の米国における法人企業部門の資金調達額は、投資の停滞(前年比+3.2%)にもかかわらず、前年比+22.2%の増加を示した(前掲第2表)。これは、71年8月の米国経済緊急措置発表の前後において、法人企業(多国籍企業を含む)が為替調整を見越して輸入代金の前払いや対外直接投資のため資金需要を著しく増大させたことが、その一因としてあげられる。ちなみに、法人企業部門の資金調達額を四半期別にみると、71年1～3月期455億ドル(季節調整済み、年率、以下同じ)、4～6月期485億ドル、7～9月期575億ドル、10～12月期428億ドルと、7～9月期に激増している。このうち、銀行借入れ(モーゲージ借入れを除く)は71年1～3月期13億ドル減であったのち、4～6月期28億ドル、7～9月期114億ドル、10～12月期4億ドル各増と、同じく7～9月期に著増をみている。国際収支も7～9月期に巨額の赤字(公的決済ベース、季節調整済み、1～3月期56億ドル、4～6月期64億ドル、7～9月期119億ドル、10～12月期59億ドルの各赤字)を記録していることを勘案すれば、米国の企業が主として銀行借入れによって調達した大量の資金を、前述のように各種の形態で海外に放出したものとみること(第7表)

とができよう。

ハ. 赤字財政に伴う公共部門の資金調達の増大

71年から72年にかけて各国の財政当局は、景気刺激を意図して積極的な赤字予算を実施した。たとえば、米国では、72、73両会計年度(会計年度は7月から翌年6月)において歳出を完全雇用経済下で想定される歳入の限度いっぱいまで計上する、いわゆる「完全雇用予算」を採用したため、当初ベースで72年度116億ドル、73年度255億ドルの巨額の赤字予算となった。英国でも、71年3月には法人税率引下げ等を含む大幅減税予算(会計年度は4月から翌年3月)を発表、また夏には景気刺激策を追加し、さらに翌72年3月には大幅リフレ予算(赤字見込み31億ポンド)を発表した。西ドイツにおいても、71年度(会計年度は暦年と同じ)に積極的な大型予算を計上したのち、72年度予算もどちらかといえば拡大的であった。

こうした積極的な財政措置の結果、各国の公共部門においては、資金不足額の増加ないし資金余剰額の減少がみられた(第7表)。すなわち、米国では、70年に収支不振もあって資金不足額が204億ドルと前年比ほぼ6倍の増加をみたのち、71年には385億ドルと著増を示し、72年においても219億ドルであった。また英国でも、71年に5億ポンド

公共部門における資金過不足額と資金調達額の推移

		1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年	1971年	1972年
資金過不足(一)額	米 国 (億ドル)	- 36	- 52	- 43	- 36	- 176	- 129	- 33	- 204	- 385	- 219
	西 ド イ ツ (億マルク)	37	46	- 21	- 4	- 83	- 50	69	36	13	- 29
	英 国 (百万ポンド)	- 832	- 1,005	- 848	- 795	- 1,680	- 1,048	365	794	- 490	- 1,688
資 金 調 達 額	米 国 (億ドル)	101	123	94	99	209	232	71	242	425	296
	西 ド イ ツ (億マルク)	68	67	86	89	149	120	25	88	131	155
	英 国 (百万ポンド)	635	206	1,085	674	1,238	- 6	280	1,232	3,589	69
	借 入 額 [所要額]	[832]	[995]	[1,188]	[959]	[1,831]	[1,316]	[- 476]	[7]	[1,375]	[2,064]

(注) 英国の「借入れ所要額」(Borrowing requirement)とは、資金過不足額に政府貸出金などを加えたものである。

ドの資金不足に転じ(70年資金余剰8億ポンド)、72年には17億ポンドと巨額の資金不足を記録した。さらに西ドイツでは、70年の36億マルクから71年には13億マルクへと資金余剰が減少し、72年には4年ぶりに29億マルクの資金不足を生じた。

こうした公共部門の資金過不足の動向を映じ、同部門の資金調達額は71～72年には各国とも大幅な増加を示した。すなわち、米国では71年に425億ドル、72年に296億ドルといまだかつてない大幅な資金調達額となったほか、西ドイツでも71年に131億マルク、72年にはさらに155億マルクへと増大した。もっとも、英国ではそれが71年に36億ポンドと記録的な増加となったあと、72年には0.7億ポンドにとどまり、前述の資金不足額の増大と違った動きを示した。これは、英国政府のファイナンスが為替平衡勘定の動きに左右されたためである。すなわち、71年にはドル資金の流入増大に伴い為替平衡勘定の支払が著増し、政府はその必要なポンド資金を大量の国債発行(32億ポンド、70年2億ポンド)によって調達したのに対し、72年には逆にドル資金が流出して為替平衡勘定は受超となり、政府はこれによって国債の償還(13億ポンド減)にあてたからである。そこで、このような為替平衡勘定による動きを除去したいわゆる借入れ所要額(Borrowing requirement、資金過不足額+政府貸出金等)でみると、71年14億ポンド(70年7百万ポンド)、72年21億ポンドと急増を示している。

二. インフレ心理による借入れの増大

欧米主要国では、71～72年には企業の設備投資は沈静していたが、住宅投資あるいは耐久消費財購入を中心とする個人消費支出の増加が目だ

ち(注2)、個人部門の資金調達が71～72年に著増したことはさきにみたとおりである。しかし、ここで注目されるのは、こうした住宅投資・消費支出の増加に比較しても個人部門の資金調達が大きく、また、これとともにその金融資産の伸びも、前記のとおり71年を境にして可処分所得等に比較して高くなったことである。この一因として推測されるのは、個人部門の借入れ態度がインフレーションの高進からインフレ・ヘッジ的な仕振りになっていたのでないかとみられることである。すなわち、西ドイツでは、土地、建設関連資材の価格上昇をながめ、個人部門が「住宅建設を行う際、極力自己資金を温存し、借入れによってまかなおうとするものが多かった」といわれている(ブンデスバンク月報、73年5月号)。また米国、英国においても建設資材費等が急騰(英国：住宅建設資材、前年比71年+10.1%、72年+7.5%。米国：木材・木製品、71年+11.7%、72年+13.6%)したことから推して、ほぼ同じような動きがみられたものと考えられる。

さらに法人企業部門でも、英国においては、インフレ心理の浸透に伴い銀行借入れを増やし、不動産投資あるいは株式投資を増大させたとみられている(B I S第43回年報、73年6月)。

なお、こうした借入れ等によるインフレ・ヘッジ、あるいは投機的なビヘイビアが可能となった背景としては、後述のように銀行の貸出態度が積極的であったことに加え、金利の急速な低下、さらには物価の騰勢持続を映じた実質金利の低下等の要因が大きく寄与したことは否めない。

ホ. 景気回復による企業需資の盛上がり

各国とも景気回復が本格化した72年後半には法

(注2) 各国における個人部門の消費者ローンの増加状況を見ると、まず米国では、70年の61億ドルが71年には112億ドル、72年には191億ドルに達している。また西ドイツ、英国でも、耐久消費財購入の増大に伴う資金調達が急増しており、西ドイツでは72年に80億マルクと前年比+50%となった。なお、英国において71年9月新金融調節方式の一環として賦払信用制度が停止されたことも、消費者ローン急増をもたらした制度的要因として見のがせない。

人企業部門の設備投資と在庫投資の増加がみられ、これに伴う資金需要が台頭した。これは、とくに景気回復が西ドイツ、英国よりも先行した米国において顕著であった。すなわち、米国の法人企業部門では、売上げ増加に加え在庫投資の急増(71年50億ドル、72年68億ドル)から運転資金需要が増大、また、設備投資の堅調(前年比—71年+2.3%、72年+14.8%)から設備資金需要もかさんだため、資金調達額は71年に前年比+22.2%の増加を示したあと、72年にも前年比+15.2%の増加となった(前掲第2表)。

なお、英国における法人企業部門の資金調達額が72年に前年比2.2倍の著増を示しているが、これはこれまで指摘した要因のほか、6月、12月ごろみられたいわゆる「メリー・ゴー・ラウンド」(注3)によって銀行借入れが増大したことが大きく響いているものと思われる。

(2) 資金供給側の事情

イ. 金融緩和政策の遂行

各国においては、前述のとおり70年から71年にかけて金融面から積極的な景気支持政策が展開された。まず英国では、70年3月以降、公定歩合の引下げ、貸出規制の緩和が実施され、71年9月には第4次公定歩合の引下げ、貸出規制の撤廃によって本格的な景気刺激が図られた。次に米国では、70年11月から71年2月までの間に5回にわたり公定歩合の引下げが行われ、金融緩和政策が推進されたが、8月の経済緊急措置実施後はそれが一段と積極的に進められた。景気後退が比較的遅れていた西ドイツでも、71年10月と12月に公定歩合および最低準備率の引下げが行われた。こうした金融緩和政策の展開に伴い、各国の長・短期金利、とくに短期金利は急速な低下を示し、銀行信

用、マネー・サプライも増加した。

その後72年に入って、景気回復がみられたが、物価の騰勢が根強く、銀行信用、マネー・サプライが急激な増加を示したため、各国とも金融政策は従来の緩和から引締めの方角に転じた。しかし、失業率が高水準であったこと(米国)、対外均衡面への配慮が必要であったこと(西ドイツ)、景気回復が初期の段階であったこと(英国)などの事情が重なり、本格的な金融引締め政策の実施は72年秋ごろまで持ち越されることとなった。

ロ. 国際資本移動の激化

71年5月のマルク投機に端を発した国際通貨不安は、8月15日の米国経済緊急措置発表後に頂点に達し、12月の多角的通貨調整の実現によって一応収束した。その後、72年6月にはポンド投機の発生に伴い国際通貨情勢の動揺がみられたが、ポンドの変動相場移行等により小康状態をとりもどした。この間、米国あるいはユーロ・ダラー市場から巨額のドル資金が輸出前受金あるいは証券投資等の形態をとって、西ドイツをはじめとする国際収支黒字国に流入した。

たとえば、70年からすでにかなりの外資流入をみていた西ドイツでは、民間ベースの長期資本収支は、非居住者による証券投資、借款供与等の盛行により71年89億マルク、72年147億マルクの流入超となったほか、リーズ・アンド・ラグズなど短期資本の移動を反映しているとみられる誤差脱漏が巨額の流入超を示した(第8表)。これを資金循環勘定によってみると、法人企業部門の対外信用受入れ(長・短期借入れ+貿易信用等)は、70年に204億マルクに増加したあと、71年にも138億マルク増加しており、これが同部門の資金調達のかかなり大きな増加要因となった(第9表)。このほ

(注3) 英国の parallel market 金利が高騰した場合に、交換所加盟銀行の貸出優遇レート適用先の二流企業は、交換所加盟銀行から借入れを行い、この資金でたとえばCDを購入すれば利ざやをかせぐことができる。この資金は再び交換所加盟銀行に還流するので、「メリー・ゴー・ラウンド」と呼ばれている。

(第8表)

西ドイツの国際収支の推移

(単位・百万マルク)

	1969年	1970年	1971年	1972年
経常収支	6,226	2,373	1,133	1,280
貿易収支	20,089	21,222	22,659	26,339
貿易外収支	△ 5,413	△ 9,490	△ 10,674	△ 11,773
移転収支	△ 8,450	△ 9,359	△ 10,852	△ 13,286
長期資本収支	△ 23,069 (△ 21,232)	△ 2,879 (△ 423)	6,536 (8,921)	13,255 (14,726)
西ドイツ資本	△ 23,739 (△ 22,001)	△ 10,236 (△ 7,885)	△ 5,163 (△ 2,835)	81 (1,342)
外国資本	670 (769)	7,357 (7,462)	11,699 (11,755)	13,175 (13,384)
うち直接投資	(1,377)	(1,536)	(3,189)	(5,005)
証券投資	(△ 1,208)	(1,338)	(2,008)	(8,710)
借 款	(699)	(4,726)	(6,643)	(△ 184)
その他	(△ 99)	(△ 138)	(△ 85)	(△ 146)
短期資本収支	4,061 (4,090)	13,953 (14,381)	829 (△ 209)	△ 5,850 (△ 5,981)
銀 行	(4,325)	(7,927)	(1,174)	(△ 420)
法人企業	(△ 235)	(6,454)	(△ 1,383)	(△ 5,561)
政 府	△ 29	△ 428	1,038	131
誤差脱漏	2,520	8,465	7,860	7,005
マルク平価変更等に伴う評価損およびSDR配分等	△ 4,099	738	△ 5,369	△ 496
外貨準備増減(△)	△ 14,361	22,650	10,989	15,194

(注) 1. △印は、「貿易外収支」、「移転収支」については、支払超過を、「長期資本収支」、「短期資本収支」については資本の流出超を、「マルク平価変更等に伴う評価損およびSDR配分等」については外貨準備減少要因を示す。

2. カッコ内は民間ベースの資本収支を示す。

(第9表)

西ドイツにおける法人企業部門の
形態別資金調達額の推移

(単位・億マルク)

	国内 借入金	有価証券 発 行	その他	うち 対外信用	資金調達 額 合 計
1969年	391	42	48	50	481
70〃	323	45	214	204	582
71〃	412	79	161	138	652
72〃	521	69	93	54	683

か、前にもみたとおり非居住者による証券投資も増大しており、こうした同部門の有価証券発行のうちの外資による分を勘案すると、その資金調達における外資流入の寄与分は上記対外信用受入れの計数よりもさらに大きかったものとみられ

る。

また、英国においても、71年の法人企業部門の対外信用の受入れは増大し、資金調達全体のほぼ5割のウエイトを占めるに至った(第10表)。しかし、72年にはボンドの変動相場移行もあり、対外信用は様変わりになり流出超に転じた。ただ、有価証券発行の増加のなかには年後半における株式市場の不ぞえと国内金利の上昇を映じてユーロ・ダラー市場等で発行されたものが相当含まれており、72年においても実質的には外資が法人企業部門の資金調達の増大要因となったものとみられる。

一方、大量のドル資金が流出した米国の国際収支は、71年には公的決済ベースで298億ドルの赤字に達し、72年においても103億ドルの赤字を記録した。一方、非居住者、とくに黒字国通貨当局による米国政府証券の購入は71年263億ドル、72年84億ドルに達しており(第11表)、これは上記公的決済ベースの赤字にほぼ見合うものであった。これは、国際収支黒字国の通貨当局が急増したドル資金を米国政府証券に運用したことによるものであって、いったん米国から流出したドル資金が再び米国に還流したことを示している。しかも、こうした資金還流が公共部門の資金不足額の71年385億ドル、72年219億ドルのかなりの部分に相当しており、公共部門の赤字を補てんしたことにもなった。このように米国の場合、国際収支の赤字

(第10表)

英国における法人企業部門の
形態別資金調達額の推移

(単位・百万ポンド)

	国内 借入金	有価証券 発 行	対外信用	資金調達 額 合 計
1969年	908	512	417	1,837
70〃	1,441	233	737	2,411
71〃	783	443	1,190	2,416
72〃	3,017	727	— 68	3,676

(注) 本表における70年以降の資金調達額合計は、対外信用のとりえ方が異なるため、第2表の法人企業部門の資金調達額と一致しない。

(第11表)

米国における海外部門の動き

(単位・億ドル)

	1969年	1970年	1971年	1972年
資 産(米国への流入)	103	59	227	194
米 国 政 府 証 券	-18	91	263	84
(うち 短 期 債)	(-22)	(78)	(139)	(23)
米銀の海外支店に対する債務	79	-57	-53	9
そ の 他	42	25	17	101
〔海外の通貨当局保有流動債権等〕	[-15]	[73]	[274]	[103]
負 債(米国からの流出)	69	51	91	79
〔米国公的準備資産〕	[12]	[-25]	[-24]	[-]
資 金 過 不 足 (一)	34	8	136	114
不 一 致	-23	-12	-108	- 30
(参考)				
国 際 収 支				
経 常 収 支 (△)	△ 11	4	△ 28	△ 84
公的決済ベース収支(△)	27	△ 98	△298	△103

(注) 資金循環勘定における海外部門の「資金過不足」に「不一致」を加えれば、国際収支統計の「経常収支」に一致する。また、海外部門の「負債」中の米国公的準備資産の増減から、「資産」中の海外の通貨当局が保有する流動債権等の増減を差し引くことによって、「公的決済ベース収支」が導き出される。

に伴う金融ひっ迫要因は、ドル資金の還流によって相殺され、さらに、これら還流資金が主として短期債の運用に向けられたため、これが金融緩和政策を背景とした米国の短期市場金利の低下にいつそう拍車をかけることとなった。

このように、米国が資金流出国であるにもかかわらず、国内金融のひっ迫をみななかったのは、いつに米国が基軸通貨国であることによるものである。すなわち、米国から流出したドル資金が黒字国の外貨準備として累積するにしても、黒字国の通貨当局はこのドル資金を米国に対する証券投資ないしは預金の形で保有するため、いったん米国外へ流出したドル資金は再び米国に還流する。したがって、米国の国内金融市場は、ローカル・カレンシー国において国際収支の赤字に伴い金融市場のひっ迫が生ずるものとはまったく事情を異にするわけである。

ハ. 金融機関の貸出態度の積極化

各国とも金融緩和政策の遂行に伴い、銀行の貸出態度はしだいに積極的となり、70年後半から71年にかけて銀行は法人企業部門の手元流動性補てん・積増し需資等を中心に貸し進んだ。さらに71年後半には大量の外貨が米国から西ドイツ、英国等に流入したため、これらの黒字国では、外貨流入に見合って企業等の銀行預金が増加、つまり企業流動性が増加するとともに、通貨当局によるハイ・パワード・マネーの供給が行われ、銀行流動性の増加をもたらした。このような銀行流動性の増大と当局の金融緩和政策遂行とがあいまって、銀行の貸出態度はいっそう積極化した。

一方、米国でも、金融緩和政策の推進と、前述の国際収支黒字国による米国政府短期証券の購入を映じて、短期市場金利が71年後半以降急速に低下し、預金金利が相対的に有利となったため、民間資金は金融機関預金へシフトした。こうした本源的預金の増加がまた米国の銀行の貸出態度を一段と積極的なものとした。

このように銀行信用のアベイラビリティの高まりを映じて、法人企業部門、公共部門はもちろんのこと、住宅建設需資等の強かった個人部門も、金融機関の信用供与を順便にうけることができた。

71～72年における国内経済部門への資金供給の経路を、①金融機関の貸出および有価証券投資(いわゆる間接金融)、②証券市場を通ずる供給(いわゆる直接金融)、③外資による供給の三つに分けてみると(第12表)、各国とも民間金融機関の貸出および有価証券投資が圧倒的なウエイト(英国90～100%。米国、西ドイツ70～90%)を占めており、とくに米国、英国においてそのウエイトが大幅に上昇した。このことは、71年以降増大した国内経済部門の資金調達の大半が民間金融機関、とりわけ銀行の信用供与によってもたらされたこ

(第12表)

資金供給の経路別構成比

(単位・%)

	米 国				西 ド イ ツ				英 国			
	1969年	1970年	1971年	1972年	1969年	1970年	1971年	1972年	1969年	1970年	1971年	1972年
金 融 市 場	59.9	91.7	84.1	87.0	83.9	69.5	79.2	86.9	79.6	103.6	97.4	97.2
民間金融機関	49.2	78.4	79.8	82.4	83.7	67.8	77.4	85.7	77.2	101.5	96.2	97.0
政府金融機関	10.7	13.3	4.3	4.6	0.2	1.7	1.8	1.2	2.4	2.1	1.2	0.2
証 券 市 場	40.4	— 2.5	— 3.0	8.4	12.3	13.2	9.6	9.2	6.1	— 16.4	— 5.8	— 2.9
外 資 市 場	— 0.3	10.8	18.9	4.6	3.8	17.3	11.2	3.9	14.3	12.8	8.4	5.7
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

とを示すものである。

ちなみに、「マネタリー・サーベイ」統計(注4)によって銀行組織の国内信用(対民間・公共信用)供与残高の伸び率をみると(前掲第1表)、米国、西ドイツは71年、英国は72年にそれぞれ前年に比べ一段と大幅な伸びを示した。またこれに伴って、マネー・サプライの増加率も各国とも71～72年に大幅に上昇している。

4. 米国の国際収支赤字と各国資金循環拡大のメカニズム

——むすびに代えて——

以上のように、1971～72年には欧米主要国——国際収支黒字国の欧州諸国のみならず赤字国の米国も——の資金循環は大幅な拡大を示した。これは、各国における金融緩和とこれに伴う景気の立直りといった循環的な要因のうえに、国際通貨不安に絡んだ短資移動、インフレ心理の定着といった新しい要因が重なり、相互に影響して生じたものである。そこで最後に、こうした資金循環の拡大のグローバルなメカニズムについて、これまでの論点を整理しておこう(第3図)。

① 71年8月の米国経済緊急措置発表の前後を通

じて、米国の企業は銀行借入れによって輸入決済繰上げや対外投融資等を行なった。

→〔米国における法人企業部門の資金調達増加〕

② 国際収支黒字国の企業は流入したドル資金を銀行に売却し、代り金を銀行預金(マネー・サプライの増加)とし、手元流動性の補てん・増強に充当した。また銀行はドル資金を通貨当局に売却し、ハイ・パワー・マネーの供給をうけたため、銀行流動性は増大した。

→〔黒字国における法人企業部門および銀行部門の流動性の増大〕

③ 黒字国ではこうした過程で金融市場は大幅に緩和(市場金利は低下)し、銀行は貸出態度をさらに積極化させ、企業の資金需要のほか、中央・地方政府の赤字ファイナンス、個人の住宅建設需要等に貸出を伸ばした。

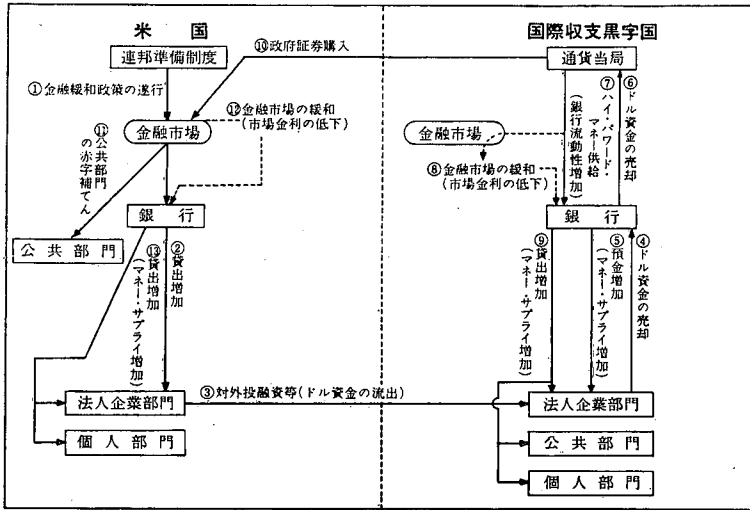
→〔黒字国における法人企業部門・個人部門における資金調達および金融資産の増加。公共部門における資金調達の増加〕

④ 黒字国における通貨当局が、流入したドル資金を米国政府証券に運用したため、米国では公共部門の巨額の赤字がファイナンスされた一

(注4)「マネタリー・サーベイ」統計は銀行、その他預金業務を営む銀行類似の金融機関を対象としており、各国の制度的な実情に即して金融機関の範囲はまちまちであるが、それが金融機構全体に占めるウエイト(1966～69年平均)は米国40%、西ドイツ60%、英国55%である。

〔第3図〕

米国から流出したドル資金が米国および
国際収支赤字国の経済部門に与える影響



もと銀行の積極的な信用創造活動によっていわば乗数的に増大することとなろう。これは、基軸通貨国では国際収支の赤字が国内金融ひっ迫の要因とならないため、世界経済が米国の国際収支赤字に伴ってハイ・パワード・マネーの供給をうけることを意味しよう。

ところで、冒頭に述べたように、欧米主要国では72年秋ごろから73年初めにかけ強力な金融引締めが実施されており、最近では銀行信用、マネー・サプライの増勢鈍化から

方、短期市場金利の低下に拍車がかかった。

→〔米国における公共部門の資金調達増加。

公共支出の増加に伴う法人企業部門・個人部門の金融資産の増加〕

- ⑤ このような米国における短期市場金利の低下に伴う民間資金の預金へのシフト等を映じて、銀行・その他金融機関の企業・個人に対する貸出態度は一段と積極化した。

→〔米国における法人企業部門・個人部門の資金調達および金融資産の増加〕

このようにみえてくると、結局、国際収支赤字国が基軸通貨国の米国で、黒字国がその他の諸国である場合、国際流動性は米国の赤字幅だけ増加し、同時に黒字国の国内流動性も金融緩和基調の

みて資金循環の拡大テンポも低下しているものとみられる。この間、各国間の国際収支の不均衡は漸次是正され、とりわけ米国の国際収支は顕著な改善方向に進んでいる。さらに今後の展望として、今回の石油危機を契機に各国経済ともに不況色を濃くしている一方、物価の騰勢は一段と強まっている。このように変化に富む、きびしい情勢のなかで総需要の抑制はいっそう重要性を増しており、その意味で、銀行信用、マネー・サプライの動きにはとくに注目を要するであろう。この場合、銀行信用やマネー・サプライが資金循環拡大の中核的な地位を占めているだけに、それらの動きを資金循環の全体的なしくみのなかでとらえることが重要な点であろう。