

マーシャルの k のすう勢的上昇について

〔要 旨〕

1. 実体経済活動とマネーサプライの関係をみるため、いわゆるマーシャルの k (現預金残高/名目GNP) に着目し、昭和30年代以降におけるその推移をたどってみると、海外諸国でも程度の差はあれすう勢的上昇傾向が看取されるが、特に日本の場合上方トレンドが顕著であったこと、それが40年ごろから横ばい方向へと屈折していること、などの特徴が認められる。
2. わが国のマーシャルの k を個人・法人両部門に分割しその動向をみると、個人部門では一貫して強い上方トレンドが看取される。この背景としては、高度成長期における実質所得の急増や最近では先行きに対する不安などもあって、貯蓄率の水準と上昇テンポが国際的にみても高かったことが挙げられる。また、このようにして金融資産の蓄積が進む過程で間接金融中心の金融構造が支配的であったため、現預金による資産運用が高いウエイトを占め、この結果マーシャルの k のすう勢的上昇がもたらされたといえる。
3. 一方、法人部門のマーシャルの k は40年ごろまで急角度で上昇した後は、大勢として横ばい状態の中での循環変動に変わってきている点で個人部門の動きと大きく異っている。こうした変化は、営業活動に必要な手元流動性をどのようにして確保するかという企業行動と密接に関係しているが、企業の手元流動性比率(現預金/売上高)を預金歩留り率と借入依存度に分解してみると、前者がほぼ安定的に推移する中で、後者が、①30年代には大型設備投資の続行から大きく上昇した後、②40年代に入ってから、減価償却の増加等を映じた自己金融力の向上や国債発行などに伴うマネーフローの変化からほぼ横ばい状態となっており、こうした借入依存度の変化がマーシャルの k 屈折の大きな要因となっている。
4. マーシャルの k の先行きにつき若干の展望を試みると、まず個人部門については、所得の伸び鈍化等からその上方トレンドはある程度緩やかなものとなりそうである。また法人部門では、緩慢な景気回復が続く中で通貨需要に盛上りがみられないが、公共部門の大幅資金不足が持続するような環境の下では借入依存度は低水準を続け、この間金融資産多様化の動きが進展することも考えられるので、マーシャルの k は下方トレンドをもつ可能性もありえよう。
5. マーシャルの k はマネーサプライ管理に際し目安となりうる重要な指標であるが、以上からもわかるように現実に観察されるマーシャルの k を単純にすう勢延長するだけでは十分でない。その際特に法人の通貨需要量の事前的な把握が必要であり、そのためには通貨需要関数の計測が有力な方法であるが、直ちに計量的把握になじみにくい要因もあり、なお検討課題として残されている面がある点は否定できない。

〔目 次〕

はじめに

1. マーシャルのkの国際比較

(長期的動向の観察)

(すう勢的上昇の背景)

2. 個人部門の動向

(個人部門のマーシャルのkの特徴)

(金融資産蓄積の背景)

(インフレの高進と資産蓄積)

3. 法人部門の動向

(法人部門のマーシャルのkの特徴)

(手元流動性の推移と企業行動)

(借入依存度上昇の背景)

(借入依存度の屈折)

4. 通貨需要についての考え方

(通貨需要関数の計測)

(通貨需要関数の問題点)

5. 今後のマーシャルのkの方向

(個人部門のマーシャルのk)

(法人部門のマーシャルのk)

む す び

〔補 論〕

はじめに

物価の安定を確保しつつ着実な経済発展を図っていくためには、金融政策の運営上、マネーサプライの動向に十分注意を払っていくことが重要であるとの認識が広まってきている。マネーサプライが重視されるのは、いうまでもなく M_2 残高等で示される民間非金融部門の手元流動性の変化が多様な経路を経て実質成長率や物価の変動を惹き起すという共変関係が認められるからである。その意味で、通貨供給量の適否を判断するには、単にマネーサプライの伸び率を機械的に評価するだけではなく、実体経済活動を表す諸指標とマネーサプライとの相対的關係を常時的確に把握することが必要といえよう。こうした観点からみて代表的な指標がいわゆる「マーシャルのk」であり、通貨残高を名目GNPで除した比率(M/Y)によって経済全体の流動性水準の適否を判断するとともに、その変動と経済情勢との対応を観察する手掛りとなるものである。

ところで、 $k=M/Y$ を $M=k \cdot Y$ と変形し、ある時点において経済主体が所得(ないし資産)のうち通貨の形態により保有しようとする割合がkであると理解することもできる。その場合k(事前的な意味で所望される割合)は金利の変動をはじ

めとする種々の要因の影響を受けて増減すると考えるべきであろう。従って、マネーサプライが実体経済に及ぼす影響も必ずしも一義的ではなく、例えば所望されているkが低下するような局面では、Mの増加テンポが鈍くともYの増大に特に支障は生じないであろうし、逆にこうした局面でMを大幅に増やせば流動性過剰の状況に陥るおそれもなしとしない。政策運営上重要なことは、通貨供給量を変化させた場合にそれが実体経済活動に及ぼす影響の大きさとタイムラグの把握であるが、その影響の度合がマーシャルのkの動きを介してそのときどきで変動するとすれば、経済主体が所望しているkの値を予測することが必要となってくる。その場合、過去におけるkの動き(実現されたマネーサプライに反映)を単純にすう勢延長してマネーサプライの量を決定するのでは不十分である。また、わが国のこれまでのマーシャルのkの動きには、かなりの上昇トレンドと同時に循環的な変動が認められるから、マネーサプライ管理に当たって、例えば「適正なマネーサプライ残高の伸び率は、あるべき実質成長率プラス容認しうる物価上昇率」といういわゆるEC方式のように、マーシャルのk一定という仮定をおくことも適切ではない。望ましいマネーサプライを的確に把握していくためには、マーシャルのkの水

準、変化方向について、通貨の保有主体別、形態別にきめ細かい分析を行うことが必要といえよう。

そこで本稿では、わが国のマーシャルのkの長期的なすう勢変動をかたちづけてきた要因について、欧米主要国との比較(注1)をも織込みつつ検討を加えることとする。

1. マーシャルのkの国際比較

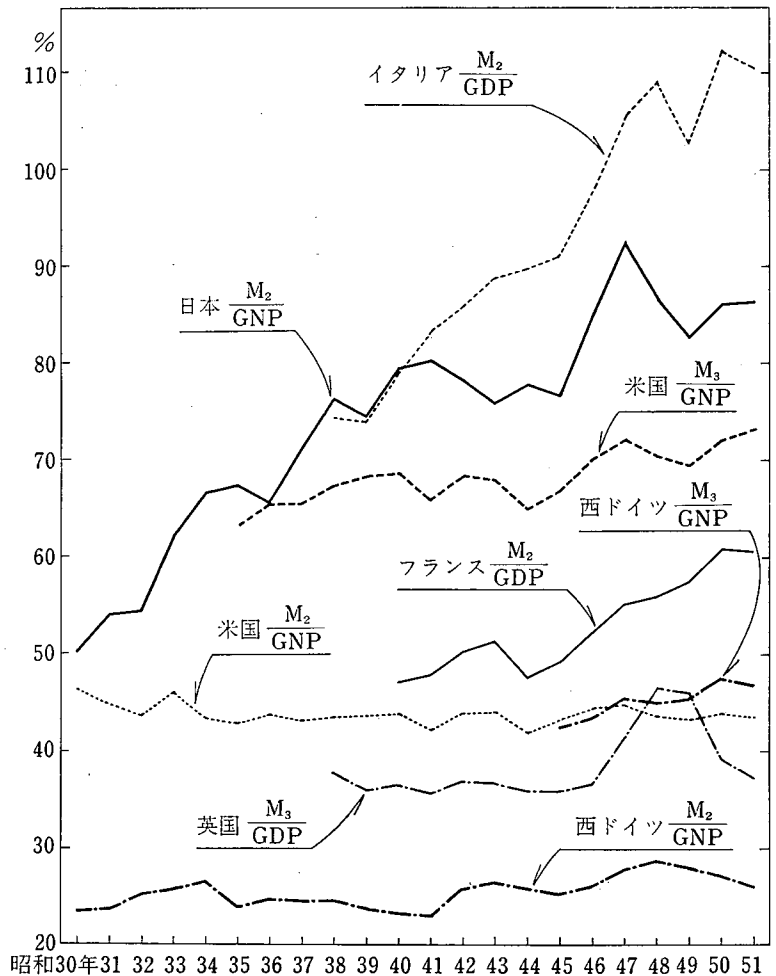
(長期的動向の観察)

まず、マネーサプライ統計に基づいて、過去20年間におけるマーシャルのkの長期的な動きをみてみよう。マーシャルのk (M/Y)の分子である通貨残高としては、支払・決済手段としての機能に着目すれば現金および要求払預金の合計すなわち M_1 を重視すべきであろう。しかし現実には、定期性預金と要求払預金間のシフトが比較的ひん繁に行われているうえ、マネーサプライの供給ルートやコントロールの観点からも対応関係がつけやすい M_2 、すなわち M_1 に定期性預金を加えた広義のマネーサプライの動向を中心にみていく方が適当と考えられ、これまでに行われた多くの分析結果もこの見解を裏付けている。わが国の M_2 ベースのマーシャルのkをみると(第1図)、若干の循環

変動を示しつつもかなり強い上方トレンドがうかがわれ、 M_2 の名目GNPに対する割合は昭和30年当時の約50%から最近では85%程度まで上昇していることが分る。同図では各国が公表している M_2 ないし M_3 (注2)の対名目GNP比率を併せ示してあるが、これをみると M_2 ベース(英国の M_3 は他国の M_2 ベースに近い)では、イタリアのマーシャルのkの上方トレンドが極めて強くそのレベル

〔第1図〕

主要国のマーシャルのkの推移



(注) いずれも各年末残高の年間GNPまたはGDPに対する比率。

(注1) 欧米諸国のマネーサプライ統計に関しては、日本銀行4海外駐在員事務所の協力を得て資料を収集した。
 (注2) 各国のマネーサプライの定義については、日本銀行調査月報50年3月号「欧米主要国におけるマネーサプライ残高重視の傾向とその背景」参照。

も群を抜いて高いのに対し、米国、西ドイツ等のkは低水準でおおむね横ばいに推移している。ただ、米国、西ドイツでも通貨の範囲を広くとったM₃ベースでみれば緩やかな上方トレンドが観察できる。またフランスもかなり明瞭な上方トレンドがうかがわれるが、これもそのM₂には金融債が含まれているなど他国に比しM₂の範囲が広いためとみられる。

もっとも、国によりマネーサプライ統計の対象となっている預金の種類等がかなり異なり、M₂ないしM₃の定義や範囲が必ずしも統一されていないので、単純に国際比較を行うことにはやや問題があろう。そこで次に、対象金融機関をより広く包含する各国の資金循環勘定表により、マネーサプライの範囲を法人部門・個人部門合計の現金および預金(貯金を含む)まで拡大しそのマーシャルのkの推移をみると(注3)(第2図上段)、日本、

イタリアのほか西ドイツでもかなりの上方トレンドがみられ、また米国でも極めて緩やかではあるが上方トレンドが看取できる。さらにこれを現金・要求払預金(M₁)と定期・貯蓄性預金(準通貨)に分けてみると(第1表)、M₁については、日本の場合も緩やかな上方トレンドが存在するにすぎず、西ドイツはほぼ横ばい、米国では逆に若干の下方トレンドもみられるなど、イタリア(イタリアの場合は、要求払預金に定期性預金とほとんど遜色のない金利が付せられているというやや特殊な事情がある)を別とすれば、流動性の高い通貨については上方トレンドはほとんど観察されない。一方、定期・貯蓄性預金についてみると、イタリアではあまりはっきりしたすう勢的な動きは見出せないのに対し、日本、西ドイツではほぼ一貫した上方トレンドが認められ、また米国でもやや緩やかではあるがやはり上方トレンドがみられ

(第1表)

主要国の通貨種類別マーシャルのkの推移(資金循環勘定ベース)

(単位:%)

	日 本			米 国			西 ド イ ツ			イ タ リ ア		
	M ₂ GNP	M ₁ GNP	準通貨 GNP	M ₂ GNP	M ₁ GNP	準通貨 GNP	M ₂ GNP	M ₁ GNP	準通貨 GNP	M ₂ GDP	M ₁ GDP	準通貨 GDP
昭和30~34年平均	69.1	27.1	42.0	51.6	22.2	29.4	36.5	16.0	20.5	n. a.	n. a.	n. a.
35~39 〃	84.2	30.5	53.7	57.0	19.0	38.0	44.4	17.0	27.4	71.9	34.9	37.0
40~44 〃	97.3	33.8	63.5	59.9	16.9	43.0	55.6	16.5	39.1	82.5	40.7	41.8
45~49 〃	109.6	37.8	71.8	63.9	15.7	48.2	64.0	16.6	47.4	98.4	57.0	41.4
50年	115.9	37.7	78.3	66.8	14.2	52.6	71.8	17.9	53.9	n. a.	n. a.	n. a.
51	118.2	37.6	80.5	67.1	13.4	53.7	72.5	17.4	55.1	n. a.	n. a.	n. a.

(注) 1. M₁、準通貨、M₂の定義は以下のとおり(資金循環勘定ベース)。

(イ) M₁ ……現金・要求払預金

(ロ) 準通貨 ……定期・貯蓄性預金

(ハ) M₂ ……M₁+準通貨

2. イタリアの35~39年については、資料の制約上、38、39年の平均。

(注3) 地方公共団体等も通貨の保有者となるが、そのウェイトは無視できる程度のものであるためここでは除外。なお以下においては、国際比較の必要や金融資産全体の動きと比較するためマネーサプライとしては、この資金循環勘定ベースの現金・預貯金残高によることとする。ただし、資金循環勘定の残高計数がフランスについてはまったく把握できず、また英国については個人部門については一応のところ可能であるものの法人部門については把握が困難であるため、ここではいずれも比較から除外した。

るなど、 M_1 とはかなり対照的な動きを示しており、こうした定期・貯蓄性預金における傾向が全体のマーシャルの k の変動に強く影響していることが分る。

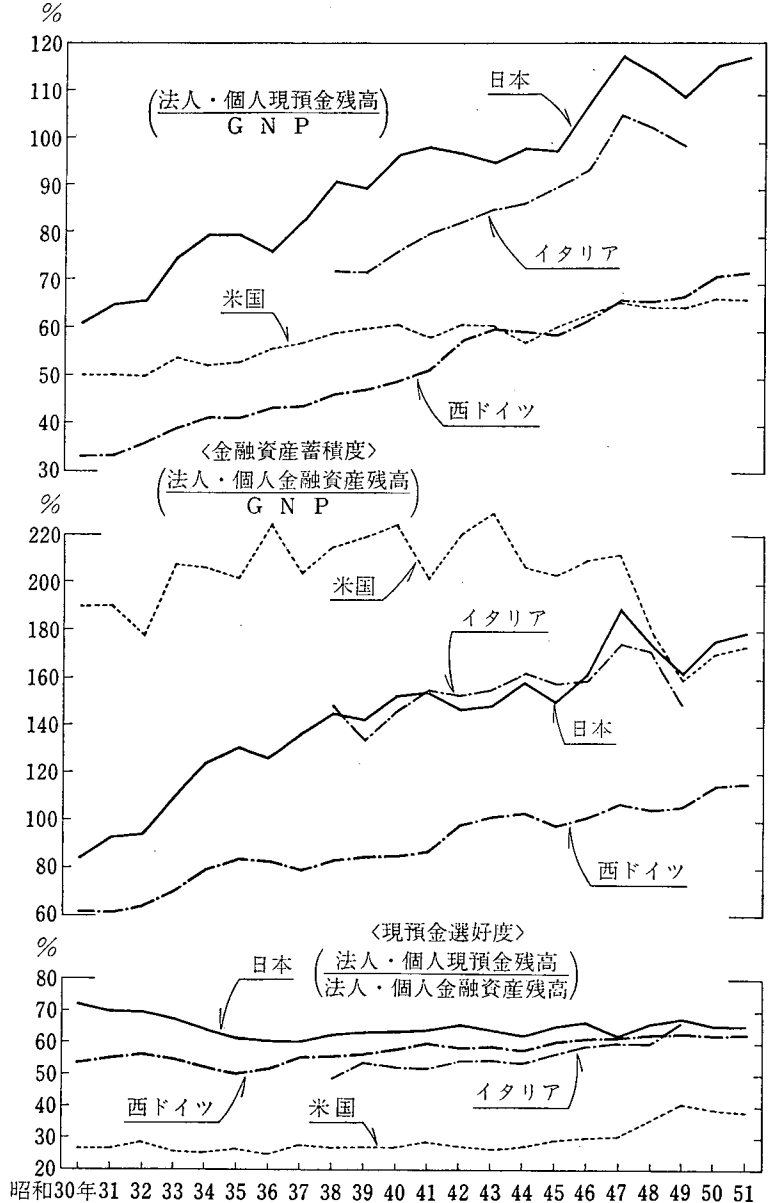
(すう勢的上昇の背景)

ここで、以上みたようなマーシャルの k のすう勢的な動きが生ずる背景について概観しておこう。マーシャルの k 、すなわち現預金残高の対GNP比率は、金融資産蓄積度 $\left(\frac{\text{金融資産残高}}{\text{GNP}}\right)$ と現預金選好度 $\left(\frac{\text{現預金残高}}{\text{金融資産残高}}\right)$ に分解することができ、これを図示したのが前掲第2図である。前者は、貯蓄や実物投資の動向に左右される一方、後者は公社債市場の発達に度合等に影響される傾向が強く、この両者の変動には一応別個の要因が働いているとみてよいであろう。そこでまず金融資産蓄積度についてみると(同図中段)、米国では水準は高いがトレンドとしてはむしろ低下傾向にある一方、日本、イタリア、西ドイツでは昭和30年ごろの比較的低い水準から出発し、一貫して上昇傾向を示している。金融資産蓄積度に従来かなり格差がみられたのは、資本主義の歴史の長さの違いを映じた面があると推測されるが、西ドイツ、日本、イタリア等では、大戦後の激しいインフレを経て金融資産

が一時大きく減価したため、出発時点の蓄積度が低下していたこともかなり影響しているように思われる。またこれらの国では、後にみるように個人部門の貯蓄性向が相対的に高いが、こうした貯

〔第2図〕

主要国のマーシャルの k およびその要因分解
(資金循環勘定ベース)



- (注) 1. 現預金、金融資産はいずれも年末残高、GNP(イタリアについてはGDP)は年間。
2. 金融資産のうち株式については市場価額。

蓄の受け皿としての公社債市場等の発達に米・英両国などに比べ遅れたこともあって、金融資産に占める現預金の比率が高いため(同図下段)、上にみた金融資産蓄積の進展がマーシャルのkのすう勢の上昇に反映し易いかたちとなっている。

これまで概観したところから、日本におけるマーシャルのkには国際比較でも強い上方トレンドが存在すること、このトレンドは主として定期・貯蓄性預金の増勢によって形成されてきたことが明らかになったが、こうした上方トレンドをやや詳しくみると、昭和40年代前半には低下傾向もうかがわれる(こうした動きはマネーサプライベースで特に顕著——前掲第1図)など、従来の強い上方トレンドが40年ごろから屈折しているのもいまひとつの特徴である。そこで次に、全体として観察されるこのような上方トレンドとその屈折が何によってもたらされたかを分析するため、現預金の保有主体を法人部門および個人部門に分け、それぞれのマーシャルのk(各部門の保有現預金残高/名目GNP)の動向をみることにしよう(注4)。

2. 個人部門の動向

(個人部門のマーシャルのkの特徴)

第3図は、日本、米国、西ドイツ3か国について法人・個人各部門別に現金・要求払預金(M₁)、定期・貯蓄性預金および現預金合計、それぞれの対GNP比率の推移をみたものである。まず個人部門についてみると、現金・要求払預金(M₁)は、主として日常の消費生活のための支払準備としての性格が強いこともあり、各国ともその対GNP

比率はさほどの変動を示していないが、やや詳しくみると日本には緩やかな上方トレンドがみられる一方、米国については逆に下方トレンドがうかがわれる。これは、日本においてはM₁のうちの普通預金に貯蓄的性格のものがある程度含まれているとみられるのに対し、米国においては、支払決済手段の多様化に伴いM₁から定期・貯蓄性預金へのシフトが徐々に増えてきたことなどが影響しているためといえよう(最近では、いわゆるNOW勘定(注5)の発達などもこれを拍車しているとみられる)。次に、定期・貯蓄性預金の対GNP比率についてみると、日本、西ドイツにはほぼ一貫した強い上方トレンドがみられるほか、米国でもこれら両国とほぼ似たかたちの上方トレンドの存在が明らかであり、個人部門におけるマーシャルのkのトレンドを形成する主因となっていることが分る。なお、先にM₂ベースではマーシャルのkにほとんどトレンドが観察されない国でも、M₃ベース、資金循環勘定ベースでは上方トレンドがはっきり出てくることをみたが、これは主として、通貨の範囲を拡大するほど個人の準通貨(定期・貯蓄性預金)がより多く包含されるためといえよう。

(金融資産蓄積の背景)

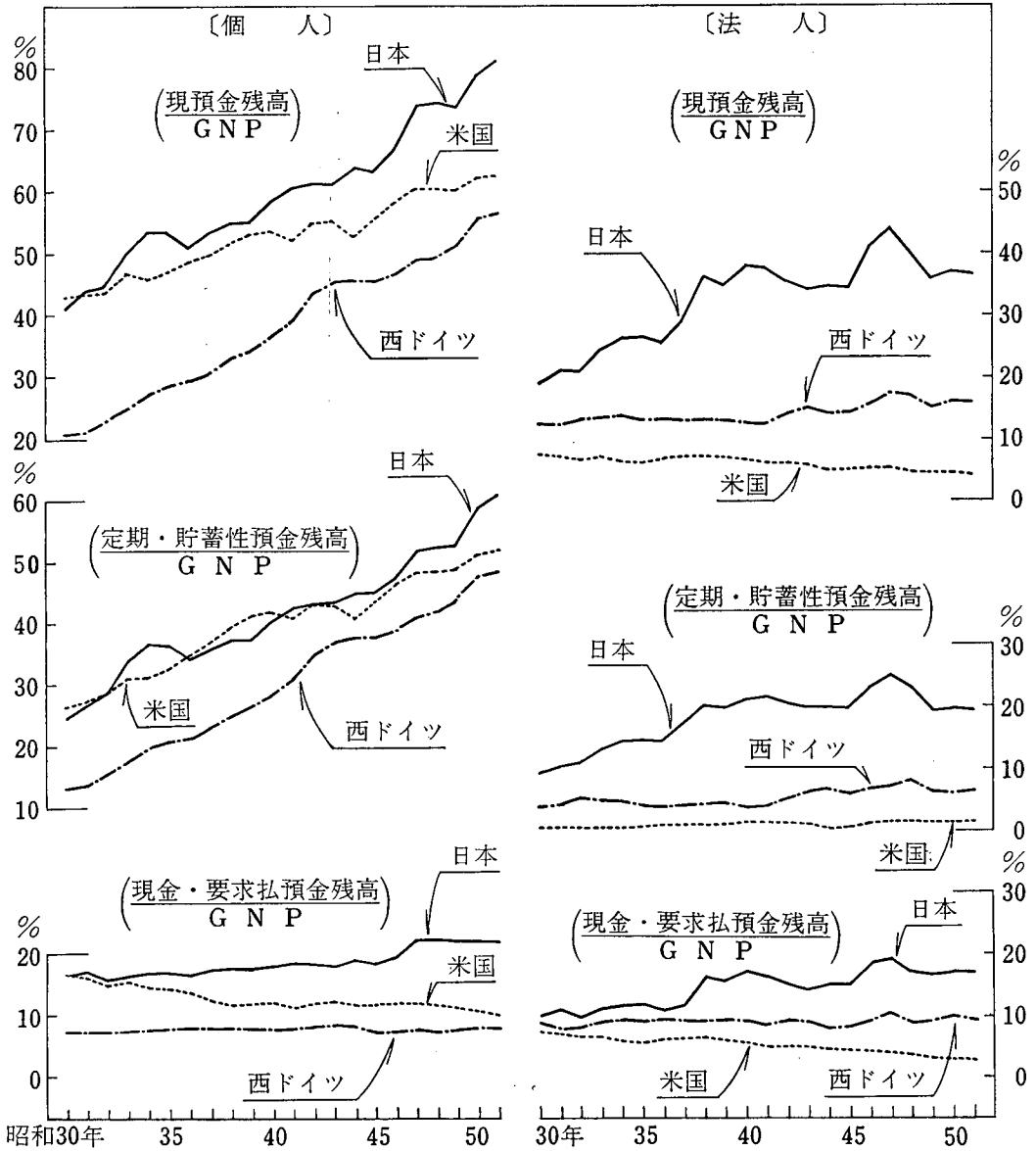
このように個人部門にみられるマーシャルのkの強い上方トレンドは、個人部門における金融資産の蓄積過程そのものであったといえよう。すなわち、全体のマーシャルのkについてみたと同様に、個人部門のマーシャルのkを、個人金融資産残高の対GNP比率と金融資産残高に占める現預金残高のウエイトに分解してみると(第4図)、わが国においては現預金による金融資産運用のウエ

(注4) もとより通貨残高は、保有主体のいかんを問わず全体として経済に影響を及ぼすものであり、マネーサプライの管理に当たっても全体としての通貨の動向をみていく必要があるが、法人部門と個人部門とは通貨保有の動機やその調達源泉等においてかなり異なる面があるので、マーシャルのkの動向をみるために両部門を分割して考えることは分析上妥当であろう。

(注5) NOW勘定(Negotiable Order of withdrawal<振替指図書により資金移転可能な貯蓄預金勘定>)は、1974年1月に米国の東部2州の商業銀行に認められて以来徐々に拡大。預金者は、事実上小切手使用の便利さを失うことなく、預金への付利を享受できる。

〔第3図〕

主要3国の法人個人別マーシャルのkおよびその内訳推移
(資金循環勘定ベース)



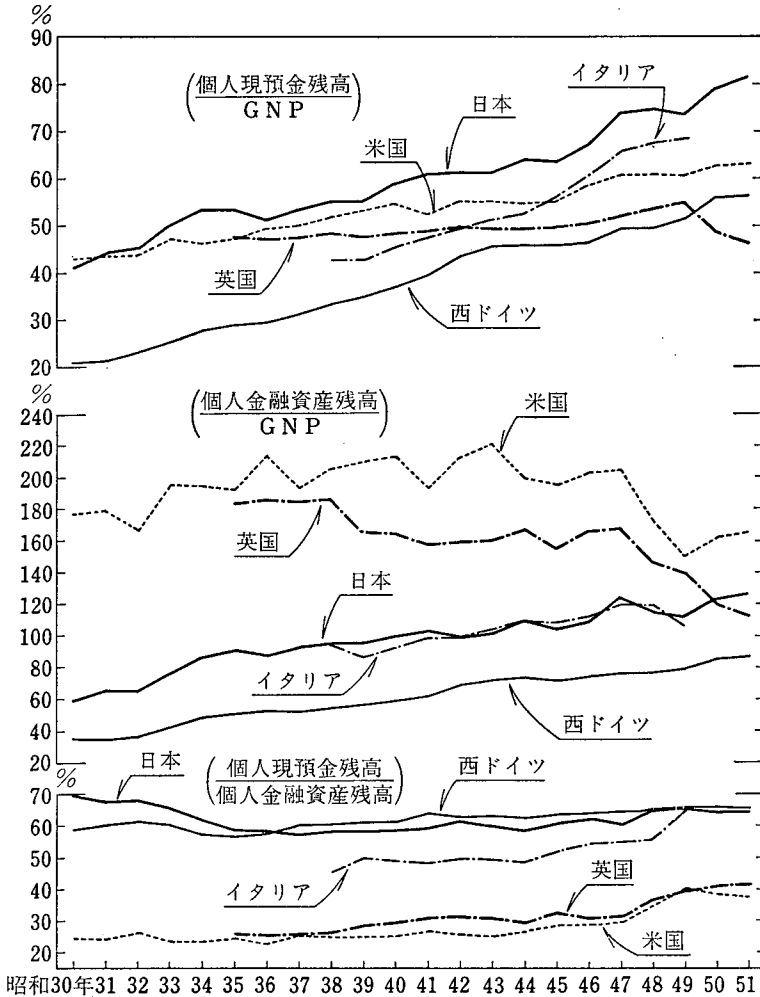
(注) 現預金はいずれも年末残高、GNPは年間。

イトが60%程度と高い水準を続けるなかで、金融資産残高の対GNP比率が着実に上昇してきており、これが個人部門のマーシャルのkを押し上げてきたことが分る。また同様に欧米諸国の動きをみ

ると、西ドイツ、イタリアがわが国と同様の傾向にあるのに対し、米国、英国では、個人金融資産残高の対GNP比率は水準としてはなお高いが、ここ数年は金融資産に占めるウェイトの高い株式

〔第4図〕

主要国の個人部門マーシャルのkの推移とその要因分解
(資金循環勘定ベース)



- (注) 1. 現預金、金融資産はいずれも年末残高、GNP(英国およびイタリアについてはGDP)は年間。
2. 金融資産のうち株式については市場価額。
3. 英国については連続した残高統計がないため Royal Comission on the Distribution of Income & Wealth "Personal Sector Balance Sheets", Financial Statistics 等から推計。

の市況低迷を主因に急速に低下してきており、この結果、個人部門のマーシャルのkのトレンドが緩やかなものになるという対照的な動きとなっている。

ところで、個人部門にとって金融資産の主たる調達手段は自己の貯蓄であるから、金融資産蓄積の背景には基本的には個人の貯蓄動向があると

考えてよい。また個人貯蓄は個人可処分所得によって規定されるところが大きく、個人貯蓄のGNPに対する比率は一種の個人所得分配率 $\left(\frac{\text{個人可処分所得}}{\text{GNP}}\right)$ と個人貯蓄率 $\left(\frac{\text{個人貯蓄}}{\text{個人可処分所得}}\right)$ に分けて理解することが便利である。そこで、主要国の個人所得分配率および個人貯蓄率の推移をみると(第2表)、個人所得分配率には各国ともすう勢的な動きはあまりみられない(過去2~3年はやや上昇傾向にある)。一方個人貯蓄率の面では西ドイツを除いておおむね上昇傾向にあるなかで、特にわが国の水準の高さと上昇テンポの早さが目立っており、これがわが国における急ピッチの金融資産蓄積を支えてきたことを示唆している。

こうしたわが国の個人貯蓄率の上昇については、種々の理由が考えられるが、主な要因としては、①昭和30年代から40年代前半にかけて実質所得が急上昇を示したが、こう

した時期には賞与、時間外手当など臨時所得の割合が増え、所得のうち貯蓄に回される部分が増加する傾向がみられたこと、②消費者金融がそれほど普及していなかったことと相まって、耐久消費財・住宅等の購入に備え貯蓄が先行する傾向が強かったこと、③制度的にみれば、各種の貯蓄優遇制度がとられてきたほか、社会保障制度が他の先

(第2表)

主要国の個人所得分配率と個人貯蓄率

(単位・%)

	個人所得分配率					個人貯蓄率				
	日本	米 国	西ドイツ	英 国	イタリア	日本	米 国	西ドイツ	英 国	イタリア
昭和30～34年平均	72.0	69.3	68.5	70.6	n.a.	14.9	6.3	14.3	4.8	n.a.
35～39 〳	67.5	68.6	66.0	70.8	75.0	16.4	5.3	14.0	7.9	15.3
40～44 〳	66.9	68.0	66.2	68.9	75.6	18.6	6.5	15.0	8.4	15.7
45～49 〳	67.1	69.3	63.2	70.3	78.1	20.6	7.3	15.0	10.7	18.5
48年	68.1	69.0	62.1	70.5	79.1	25.1	7.8	13.9	11.4	19.4
49	71.1	69.6	62.3	73.6	n.a.	25.7	7.3	14.3	14.2	n.a.
50	75.4	71.3	65.1	71.9	n.a.	24.9	7.8	14.5	14.8	n.a.
51	n.a.	69.9	65.3	70.5	n.a.	n.a.	6.5	15.4	14.2	n.a.

(注) 1. 個人所得分配率 = $\frac{\text{個人可処分所得}}{\text{名目GNP(またはGDP)}}$

2. 個人貯蓄率 = $\frac{\text{個人貯蓄}}{\text{個人可処分所得}}$

3. イタリアの35～39年平均、45～49年平均は資料の制約上36～39年平均、45～48年の平均。

進諸国に比し立遅れていたこともあって貯蓄の必要度が相対的に高かったとみられること、などが指摘されよう。

(インフレの高進と資産蓄積)

わが国におけるここ数年間の貯蓄動向をみると、物価急上昇とそれに続く景気低迷の時期にも貯蓄率が低下しなかったことが特徴として挙げられる。すなわち、従来予想物価上昇率が高い局面では、個人の消費態度が積極化し貯蓄率が低下するといわれてきたが、わが国の場合、第2表にみたように、物価が大幅上昇を示した48～49年には個人の貯蓄率はむしろ上昇傾向を強めた。また貯蓄率は景気後退下にあっては低下し、結果的に景気下支え機能を果たするのが通常であるが、わが国の49年以降最近に至るまでの推移をみると、所得の上昇率が極端に低下したにもかかわらず25～26%

という高水準の貯蓄率が続いており、その結果、個人部門のマーシャルのkも後述のようにトレンド線を上回る状態となっている。石油危機の発生を契機として生じたこのような消費者の対応姿勢についてはなお説明すべき点が少なくないが、一口にいえば、多くの所得層でインフレ再燃への危惧が払拭されず、将来所得に対する不安や不時の出費増大への懸念から予備的動機に基づく金融資産需要が強まったと思われる。激しいインフレの波を経て将来に備えるべき金融資産残高が減価したため、その実質価値を回復するために追加的貯蓄が起ったということも考えられる。またこうした貯蓄動向は、やや長期的にみると所得水準の向上につれ将来財(特に住宅の質的向上、子弟の高等教育等)の購入が必需品化してきていることによってもたらされた面があるかもしれない(注6)。

(注6) 物価上昇期における家計行動については、日本銀行調査月報50年12月号「最近における個人消費の動向」、OECD Economic Outlook 1975年12月“Financial Behaviour of the Private Household Sector”参照。なお、OECD論文では、インフレ高進時には金利動向見通し難等から金融資産の短期運用の姿勢が強まり、欧米諸国において債券、年金、保険等のシェアダウンが生じたとの分析がなされている。こうした現象は、今後におけるわが国における個人金融資産の蓄積動向ともからんで注目を要する点といえよう。

3. 法人部門の動向

(法人部門のマーシャルのkの特徴)

つぎに法人部門のマーシャルのkについてみると、個人部門とはかなり異った動きを示している(前掲第3図)。まず国際比較をしてみると、米国ではもともと法人の現預金水準は極めて低いが、その大宗を占めるM₁の動きを主因に全体として緩やかな下方トレンドがみられ、また西ドイツでも大勢として横ばい圏内の動きとなっている。これに対し日本の法人部門のマーシャルのkは、昭和40年ごろまで急角度で上昇し(特に定期・貯蓄性預金で顕著)、その後は昭和46~47年の金融超緩慢期を除けば、大勢として横ばい状態のなかでの変動に変ってきているといえよう。さらに国際的にみて、わが国の法人部門のマーシャルのkの水準が極めて高いことが目立っているが、これは定期・貯蓄性預金の保有水準が格段に高いことを映じたものであり、また上記のような急上昇・屈折という変化も主として定期・貯蓄性預金の動きに規定されていることが分る。ちなみにわが国の法人・個人各部門のマーシャルのkの昭和30年代、40年代のトレンド係数を算出してみると(第3表、年次データ——なおここでは参考のため現預金のほか、通貨の範囲を拡大し、現預金に信託・金融債を加えた分についても算出している)、個人部門のマーシャルのkのトレンド係数は30年代、40年代とも高く、むしろ40年代に幾分高まっている。これに対し法人部門の場合、30年代には個人部門とほぼ同様かなりの上方トレンドがみられたが、40年代に入るとトレンド係数は統計的に有意ではなくなっており、ほとんど循環変動のみしか見出せない。

こうした法人部門の動きの背景をみるために、まず個人部門の場合と同様に、法人部門のマーシャルのkを法人の金融資産残高の対GNP比率と

(第3表)

部門別、通貨種類別、期間別、マーシャルのkのトレンド係数

(資金循環勘定ベース、単位・%ポイント/年)

		昭和28~40年	昭和40~51年
M ₁ /GNP		0.68	0.51
	個人	0.13	0.32
	法人	0.55	0.20 ×
M ₂ /GNP		3.47	2.25
	個人	1.76	2.08
	法人	1.71	0.17 ×
M ₂ +金融債・信託/GNP		4.13	2.72
	個人	2.21	2.52
	法人	1.92	0.20 ×
参	定期性預貯金/GNP	2.79	1.73
	個人	1.63	1.76
	法人	1.17	- 0.03 ×
考	金融債・信託/GNP	0.66	0.48
	個人	0.45	0.44
	法人	0.21	0.04 ×

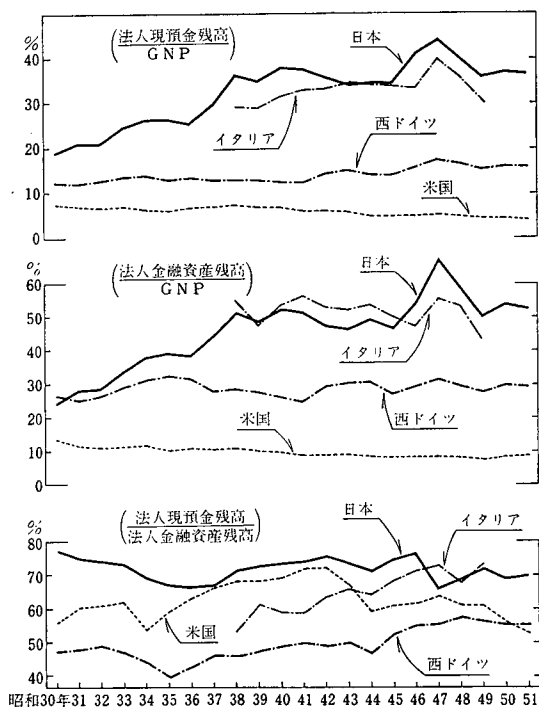
(注) 1. M₁=現金+要求払預金M₂=M₁+定期・貯蓄性預金(郵便貯金、農協貯金等を含む)

2. ×印はt値が2.0未満で統計的に有意でないもの。

金融資産残高に占める現預金残高の比率とに分解して国際比較を行ってみよう(第5図)。わが国の場合、法人金融資産残高の対GNP比率は昭和30年代にかなり上昇したあと、40年代に入ってから46~48年を別とすれば大勢として横ばいとなっており、法人部門のマーシャルのkの動きをほぼ規定している状況が読みとれる。一方現預金残高の金融資産残高に占める比率は、水準としては国際的にみてかなり高いものの、その動きは30年代以降65~75%の間で変動を繰返しつつも比較的安定的に推移している。これに対し西ドイツでは、日本とは対照的に法人金融資産残高の対GNP比率はここ20年間ほど一貫してほぼ横ばいとなっており、金融資産残高中の現預金残高のウェイトが緩やかな上昇傾向にあることが主因となっ

〔第5図〕

主要国の法人部門マーシャルのkの推移と
その要因分解（資金循環勘定ベース）



- (注) 1. 現預金、金融資産はいずれも年末残高、GNP(イタリアについてはGDP)は年間。
2. 金融資産のうち株式については市場価額。

て、法人部門のマーシャルのkを少しずつ押し上げていることが分る(西ドイツの場合は、41年以降の大口預金金利の自由化により預金金利水準が上昇し、定期性預金のウェイトが増加したことも影響しているとみられる)。この間、米国では両比率ともに下方トレンドがうかがわれるが(特に最近では現預金比率の低下が目立つ)、これにはコマーシャルペーパー等短期金融市場の一層の発達により保有金融資産が多様化したこと、またこうした資金調達ルートの多様化自体が金融資産保有の必要性を低下させる作用を果していることなどが影響している。

(手元流動性の推移と企業行動)

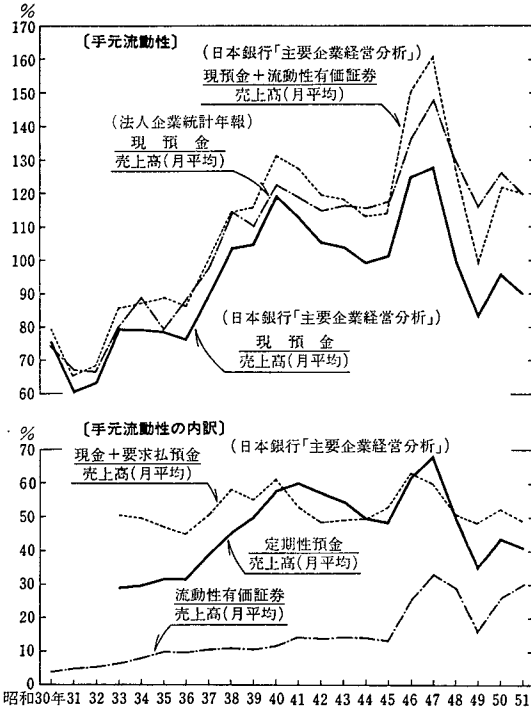
以上のように、わが国の場合金融資産残高中の現預金残高のウェイトが高い水準で比較的安定し

ていることもあって、金融資産の蓄積状況がそのまま法人部門のマーシャルのkの動向に投影されるかたちとなっているが、こうした現預金を中心とする法人部門の金融資産蓄積はどのような企業行動を反映したものと考えたらよいであろうか。

企業が金融資産を保有する動機としては、一般に取引動機、資産動機、予備的動機が挙げられるが、企業行動の本質からいって、究極的には営業活動の維持・拡大のため実物投資(設備投資および在庫投資)を円滑に行うのに必要な流動性を確保することが主たる目的であるといえよう。従って企業が望ましい金融資産の保有量を決定していくうえでまず基準とするのは、マクロ概念としてのGNPではなく、自己の取引規模を示す売上高であろう。現預金(あるいはこれに流動性の高い有価証券を加えたもの)の対売上高比率が企業の手元流動性の指標として注目されるのは、こうした考え方によるものである。ところで、上にみたように法人部門のマーシャルのkの動きを主として規定してきた法人部門の金融資産蓄積度 $\left(\frac{\text{法人金融資産残高}}{\text{GNP}}\right)$ は、 $\frac{\text{法人売上高}}{\text{GNP}} \times \frac{\text{法人金融資産残高}}{\text{法人売上高}}$ というかたちで企業の手元流動性比率と関連づけられる。そこで売上高と対比した企業の手元流動性(流動性金融資産)の推移を、法人企業の全数調査統計である法人企業統計年報およびカバレッジはかなり低い金融資産の内訳がやや詳しく把握できる日本銀行「主要企業経営分析」によりみても(第6図)、法人企業全体としての手元現預金対売上高比率は、昭和30年代にかなり上昇したあと、40年代には46~47年の金融超緩慢期に一時大幅に上昇したのを除けば、大勢としてはほぼ横ばいに推移しており、30年代と40年代とは明らかに屈折がみられる。またその屈折度合は、法人企業全体と比べ主要企業においてより著しいこと、同時にそれは主として現預金のうちの定期性預金ウェイトの変動によりも

〔第6図〕

法人企業の手元流動性およびその内訳推移



(注) 1. 法人企業統計年報は34年までは暦年、35年以降は年度、日本銀行「主要企業経営分析」は通期年度ベース。
 2. 日本銀行「主要企業経営分析」の50、51年度については日本銀行「主要企業短期経済観測」、全国銀行預金者別、預金種類別統計等により延長推計。

たらされていることが看取される。この間、流動性有価証券の保有状況を見ると、主要企業においては定期性預金からのシフト等もあって最近かなり増加しているが(第6図)、中小規模の企業においては保有水準はなお低く、法人企業全体としては最近時点でも現預金残高の16%程度となっている(第4表——法人企業統計ベースで流動性有価証券残高が把握できるのは50年度以降)。従って、過去の企業の手元流動性の動向を分析するにあたっては、上記の現預金比率を観察することとしよう。

他方、法人部門の金融資産残高の対GNP比率を左右するもう一つの要因である $\frac{\text{法人売上高}}{\text{GNP}}$ の動向を法人企業統計年報を用いて長期的にみてみ

(第4表)

規模別法人企業の現預金・流動性有価証券保有状況

(法人企業統計季報、昭和52年4～6月)

資本金区分	1千万円以上～1億円未満	1億円以上～10億円未満	10億円以上	1千万円以上総計
	億円	億円	億円	
売上高(月平均)(A)	135,307	64,530	158,043	357,880
現預金(B)	159,028	87,608	179,961	426,597
流動性有価証券(C)	9,286	7,244	53,116	69,646
B/A	117.5%	135.8%	113.9%	119.2%
C/A	6.9%	11.2%	33.6%	19.5%
B+C/A	124.4%	147.0%	147.5%	138.7%
B/B+C	94.5%	92.4%	77.2%	86.0%
C/B+C	5.5%	7.6%	22.8%	14.0%

(第5表)

法人企業売上高のGNPへの推移

(単位・%)

昭和	年平均	36～40	41～45	46～51	31～51
31～35					
	274.7	272.2	285.9	302.1	284.7

(注) 法人企業売上高は法人企業統計年報。資料の制約上34年までは暦年、35年以降は年度。なお、42年度以前と43年度以降とは推計方法がやや異なり、新ベースによる42年度以前の計数は42年度分についてのみ把握可能なため、41年度以前については、42年度の新ベースの計数、および旧ベースの前年比伸び率により推計。

ると(第5表)、同比率は土地等既存資産の取引増大などもあってわずかに上昇しつつも、大勢としてはほぼ安定的に推移しており、金融資産蓄積度に対する上昇寄与度も比較的小さい。従って、法人部門の金融資産蓄積が、昭和30年代においてGNPの拡大よりもかなり早いテンポで進んだあと40年代になって鈍化したのは、企業の手元流動性の変動を反映した面が大きかったと理解できよう。

そこでこのような企業の手元流動性の変動に影響を与えた要因を検討してみる必要がある。

さて、ここで観察することとした手元流動性 $\left(\frac{\text{現預金}}{\text{売上高}}\right)$ は、借入依存度 $\left(\frac{\text{借入金}}{\text{売上高}}\right) \times$ 歩留り率 $\left(\frac{\text{現預金}}{\text{借入金}}\right)$ というかたちに分解できるが、この要

因別の推移と手元流動性への影響をみると(第6表)、歩留り率は若干の上方トレンドをもちつつもかなり安定的であるのに対し、借入依存度は30年代に上昇したあと40年代にはほぼ横ばいに転ずるなど屈折が明瞭であり、借入依存度の変化が手元流動性の動向に強く影響してきたことがうかがわれる。

ところで、歩留り率 $\left(\frac{\text{現預金}}{\text{借入金}}\right)$ は、わが国の場合企業にとって借入金残高と現預金残高との比率という単に静態的な関係を意味するだけではなかった。すなわちわが国においては、金融機関は企業との取引に当り貸出先企業ごとに預金の平均残高を貸出の平均残高で除した比率をチェックし、この比率の高い取引先を選好する傾向が強いといわれる。これは預金歩留り率の高い企業への貸出

(第6表)

企業の手元流動性 $\left(\frac{\text{現預金}}{\text{売上高}}\right)$ の推移とその変動要因分解

	現預金 ^(A)	借入金 ^(B)	現預金 ^(C)
	売上高 (月平均)	売上高 (月平均)	借入金
昭和30年	69.6%	230.0%	29.9%
35	85.5	296.0	29.0
40	117.2	349.6	33.6
45	123.2	344.4	35.7
50	120.8	348.4	34.6
	Aの変動幅	うちBの変動 による分	うちCの変動 による分
昭和30~40年	%ポイント 47.6	%ポイント 38.5	%ポイント 9.1
40~50	3.6	△ 0.6	4.2

- (注) 1. 法人企業統計年報による。
 2. A、B、Cの30、35、40、45、50各年の計数は各年を中心とする3年間の単純移動平均値。ただし資料の制約上原データは34年までは暦年、35年以降は年度。
 3. B、Cの変動による分の算出は次式による。
 $(A+\Delta A)-A=(B+\Delta B)(C+\Delta C)-BC$
 $=\Delta B \cdot C+B \cdot \Delta C+\Delta B \cdot \Delta C$
 ここで $\Delta B \cdot C$ 、 $B \cdot \Delta C$ をそれぞれB、Cの変動による基本部分とし、これに誤差 $\Delta B \cdot \Delta C$ をこの基本部分の比率で配分して加算。

は、実効金利が高く自行の資金ポジションに対する圧迫も少ないうえ、貸出回収の安定度が高いためと考えられる。企業としてもこうした銀行行動を前提にした対応を迫られてきたわけで(注7)、金融機関からの借入に資金調達の大を依存せざるを得ない状況がこれまで長い間続いてきたため、こうした歩留り率をある程度安定的に保っておく必要があったとみることができよう。

以上の考え方を整理すると次のようになる。すなわち、法人部門のマーシャルのkを
 $\frac{\text{法人現預金}}{\text{GNP}} = \textcircled{1} \frac{\text{法人金融資産}}{\text{GNP}} \times \textcircled{2} \frac{\text{法人現預金}}{\text{法人金融資産}}$
 に分解し、①をさらに
 $\frac{\text{法人金融資産}}{\text{GNP}} = \textcircled{3} \frac{\text{法人売上高}}{\text{GNP}} \times \textcircled{4} \frac{\text{法人金融資産}}{\text{法人売上高}}$
 に分解し、④の分子をその主体となっている現預金に置換えたうえで

$\frac{\text{法人現預金}}{\text{法人売上高}} = \textcircled{5} \frac{\text{法人借入金}}{\text{法人売上高}} \times \textcircled{6} \frac{\text{法人現預金}}{\text{法人借入金}}$
 と分解して検討した。その結果、②、③、⑥の要因は長期的にみてもほぼ安定的であることから、法人部門のマーシャルのkが30年代にすう勢的に上昇し40年代に入って横ばいに転じた事実は主として①によって説明され、さらに①は④の一構成要素である⑤の借入依存度によって規定されている面が大きいということが明らかになった。

(借入依存度上昇の背景)

そこで次に、借入依存度 $\left(\frac{\text{借入金}}{\text{売上高}}\right)$ の変動要因を探ってみよう。企業にとって外部資金調達を行う主な目的は、すでに述べたような営業活動の維持・拡大を図ることにより、実物資産の取得がこうした活動の基本であると考えられる。従って、借入依存度の変動もこの実物資産の動向との関連が強いはずである。そこで借入依存度を $\frac{\text{借入金}}{\text{売上高}} = \frac{\text{借入金}}{\text{実物資産}} \div \frac{\text{売上高}}{\text{実物資産}}$ と要因分解し、その推移をみると、第7表のとおりである。

(注7) 日本銀行調査月報46年11月号「最近における企業金融の緩和について」で紹介されている現預金残高の水準をどのような基準で判断するかについての企業へのアンケート調査によれば、借入金残高との対比で現預金水準を判断すると答えた企業が最も多い。

(第7表)

企業の借入依存度(借入金/売上高)およびその要因別推移

(単位・%)

	借入金 売上高 (年間または 年度間)	借入金 実物資産	売上高 (年間または 年度間) 実物資産
昭和30年	19.2	64.4	335.9
昭和31~35年平均 (うち 35年)	22.5 (24.6)	71.8 (76.9)	321.2 (312.5)
36~40 〃 (うち 40年)	28.3 (30.6)	83.5 (93.8)	295.3 (306.9)
41~45 〃 (うち 45年)	27.9 (28.0)	92.4 (91.9)	331.3 (328.7)
46~50 〃 (うち 50年)	30.3 (30.3)	97.0 (98.0)	320.6 (323.2)
51年	28.6	98.5	344.6

(注) 法人企業統計年報による。資料の制約上34年までは暦年、35年以降は年度ベース。

借入金
実物資産 は実物資産取得の借入金依存度を示す指標であり、また 売上高
実物資産 は実物資産の回転率を示すが、第7表に明らかなように、実物資産の回

転率は30年代後半にやや低下したのを除けば大勢としてほぼ横ばいに推移しているのに対し、実物資産の借入金依存度は30年代に急上昇を続けた後40年代に入ってそのテンポは大きく鈍化しており、借入依存度の動きとかなり類似した変動パターンとなっている。この実物資産の借入金依存度が30年代に上昇した理由としては、豊富な投資機会を背景に大型の設備投資が続けられたことが挙げられる。この時期における設備投資の盛行は技術革新を体現した先行投資が主体であり、そのため投資規模に比し減価償却は過小の状態が続き、また留保利潤率も低かったから、自己金融力が低下傾向をたどるなかで企業としては外部資金依存度を高めざるをえなかった(注8)。またこうした設備投資の増加を背景に生産・売上が増加傾向を示すなかで、運転資金(通貨に対する取引需要)も当然増加し、関連会社等に対する投融资などの拡大も必要となった。さらに大型設備投資の続行に伴

(注8) いま減価償却費をD、粗投資をGとし、①各資産には一定の耐用年数m年があり、それは各資産について等しい、②減価償却は取得原価に定額法を適用する、③粗投資は年々一定の率(r)で増加する、との仮定を置くと、ドーマーに従って、m年目の粗投資に対するm年の減価償却費の割合 $\frac{D}{G}$ は次式によって示される。

$$\frac{D}{G} = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^m}}{rm}$$

また、減価償却費に留保利潤を加えた総内部資金D'と粗投資Gとの比率 $\frac{D'}{G}$ は、資本ストックに対する留保利潤の比率をPとすれば次のように同じようなかたちで示される。

$$\frac{D'}{G} = \frac{P}{r} + \frac{(r-P) \left[1 - \frac{1}{(1+r)^m} \right]}{r^2 m}$$

従ってこれらの比率は①mの長短、②rの大小、③Pの大小によって変動する。そこで上記 $\frac{D}{G}$ 、 $\frac{D'}{G}$ およびr、Pの推移をみると下表のとおりで(なお耐用年数mについては適当な統計がないが、30年代と40年代とで大きな変化があったとは考えられない)、30年代と40年代とを比較すると $\frac{D}{G}$ 、 $\frac{D'}{G}$ ともに40年代の方がかなり高いこと(特に $\frac{D'}{G}$ で顕著)、またこれが投資成長率の鈍化と留保利潤率の上昇の双方によりもたらされたことがうかがわれる。逆に本文中の趣旨に沿っていえば、日本の高度成長期の場合rが持続的に著しく高く、またPを引上げる余地が乏しかったため $\frac{D}{G}$ ないし $\frac{D'}{G}$ は低く、それゆえに外部資金依存度が高まらざるをえなかったわけである。

	30年代平均 (32~39年)	40年代平均 (40~49年)
D/G	45.0%	55.1%
D'/G	58.2	84.4
r	(30~39年) 20.2	(40~51年) 12.4
P	1.5	3.5

(注) 1. D、D'、G、p は日本銀行「主要企業経営分析」、全産業、資料の制約上32年~49年。

(イ) 記号の意味は以下のとおり。

D …… 減価償却

D' …… 減価償却+内部留保+引当金増

G …… 償却前有形固定資産増加額(土地を除く)

P …… $\frac{\text{内部留保+引当金増}}{\text{償却後有形固定資産残高(前期末・今期末平均)}}$

(ロ) 各比率は半期計数の上記期間中単純平均

2. r はGNPベース民間企業設備投資の平均増加率(年率)

い、企業は決済条件を悪化させてでも販売シェアの拡大を図る途を選んだため、企業間与信超額の対売上高比率は30年代後半に大きく高まる結果となった(注9)(第8表)。

この間資金調達面についてみると、30年代においては財政払超、外資流入等を通ずる資金流入が比較的限られたものにとどまるなかで、上記のように先行投資の盛行から実物資産の回転率は低下し、投資果実の回収も遅れがちであったため、結局企業としては、ファイナンス全般にわたり、金融機関借入を中心とする外部資金依存の度合を強めざるをえない状況にあったといえよう。30年代における法人部門のマーシャルのkの上昇が多分に定期性預金の動きによって規定されていることはすでにみたが、ここには企業の借入依存度上昇に伴う歩留り等の増加が反映されている面もかなりあったものと思われる。なお、30年代後半には国際競争力強化をねらいとして金利全般の引下げが行われたことや、支払利子の損金算入が認められてきたことも、企業の金融機関借入等による資金調達を助長した側面として無視できないように思われる。

(借入依存度の屈折)

しかし40年代に入ると事情はかなり変わってくる。40年不況下、戦後初めて長期国債の発行が行(第8表)

法人企業の与信超対売上高(月平均)比率

(単位・%)

昭和 30年	31~ 35年		36~ 40年		41~ 45年		46~ 50年		51年
	平均	うち 35年	平均	うち 40年	平均	うち 45年	平均	うち 50年	
29.5	40.3	59.0	58.0	69.7	59.6	57.5	48.0	48.2	44.0

(注) 法人企業統計年報による。資料の制約上34年までは暦年、35年以降は年度ベース。

われて以降、マネーフローの構造にもしだいに変化がみられるようになり、「銀行→政府→企業」という資金の流れがウェイトを高める中で、企業の借入依存度の上昇が頭打ちとなりはじめた。すなわち、41年に入ると輸出の上伸等に支えられて景気は急速に回復し、耐久消費財関連投資の集中、資本集約化の進展などから設備投資も再びかなりのテンポで増加しはじめたが、借入依存度は40年代前半にはむしろ低下傾向を示すなど、従来とはかなり異った動きを示しはじめた(前掲第7表)。これには①それまでの旺盛な設備投資に伴う労働生産性の上昇を通じて輸出競争力が高まったほか、財政支出も国債発行継続などを背景に高い伸びが続くなど、資金回転期間の短い海外・政府部門への売上げが増加したため、企業間信用もほとんど拡大せず運転資金借入の必要性も大きくならなかったこと、②30年代における大型先行投資の累積を映じた減価償却の増加から、設備投資等に際しても借入に依存する必要性はさして高まらなかったこと、③新しい耐久消費財(自動車、ルームクーラー、カラーテレビ等)が普及段階にさしかかっていたことなどから全体として売上高が好伸し、実物資産の回転率が上昇したこと、などが響いているものとみられる。

もっとも46~47年の金融緩和期には、40年代としてはやや例外的に借入依存度は大幅に上昇し、企業の手元流動性も大きく高まった。この時期には海外短資の流入等から金融機関の資金ポジションが大幅な好転を示したため、貸出態度が積極化したという背景があったが、同時に企業側にも借入需要を高める要因があった点も見逃せない。すなわち、①国際通貨危機の発生等を契機に先行き

(注9) この点に関して詳しくは、日本銀行調査月報40年4月号「わが国における企業間信用の現状と問題点」参照。

なお、企業間信用も回収遅延等を想定すると明らかのように手元現預金を基礎においてはじめて拡大可能となるものであり、企業間信用の悪化は結局のところ借入への依存度をさらに高める(例えば受取手形の割引)ことになった。

についての不安感が高まり、予備的な通貨需要が増加したとみられるが、借入金利の大幅低下から通貨保有コストが低下しそうした手元積上げを容易にしたこと、②さらに、当時の経済情勢を反映して土地・株式等既存資産に対する投資を通ずる収益期待が強まったこと、などがそれである。

その後ごく最近の動きをみると、金融引締め緩和後50年度末にかけては、引締め期中に取崩した手元流動性の補てん意欲が強まり借入需要も増加したものの、それ以後は手元流動性比率は再び緩やかな低下傾向を示すなど、総じて小幅な循環変動を示すにとどまっている。大勢観察としては40年代に入ってから法人借入依存度の屈折、法人部門のマーシャルのk屈折という現象には変化が生じていないといえよう。この基本的背景としては、50年以降の国債大量発行に伴いマネーフロー構造が大きく変化したことのほか、企業行動の観点からみると、景気回復が緩やかなものにとどまるなかで、ひとつには取引動機に基づく通貨需要が盛上りを欠いており、同時に、資産動機等に基づく通貨需要も弱まっていることが指摘できよう。このような企業の対応は、①先行きの需要動向や収益見通しがなお不透明な折柄、減量経営志向が強まり、手元現預金と借入を両建てで圧縮して金利負担の軽減を図っていること、②実物資産投資を手控える一方で、定期性預金よりも相対的に高利回りで流動性も比較的高い有価証券等の金融資産への運用を増やしていること、などに現れている。このほか金融機関が弾力的な貸出態度を持続しており、受信のオペラビリティが上昇していることも無視しえない誘因となっているとみられるが、この点については後に触れることとしよう。

4. 通貨需要についての考え方

(通貨需要関数の計測)

以上みてきたように、わが国においては個人部門のマーシャルのkに安定的な上方トレンドが存在する一方、法人部門のマーシャルのkには40年代に入って上方トレンドはなくなり、ほぼ循環変動のみが観察されている。またこうした動きの背景には、家計および企業それぞれに特有の通貨保有動機が働いていることもある程度明らかになった。

ところで、本稿のはじめに述べたように、マーシャルのkに着目しつつ望ましいマネーサプライの動向を的確に把握していくためには、以上の分析結果等を踏まえて、通貨に対する需要と供給の関係を定量的に検証してみる必要があるといえよう。通貨と実体経済の関係については、すでに日本銀行調査月報50年7月号「日本におけるマネーサプライの重要性について」においてその考え方を示したが、ここでは、通貨需要関数による接近をさらに掘り下げてみることにしよう。同論文においてはマーシャルのkを民間保有主体全体として計測したが、上記のように法人部門と個人部門とはかなり異なる行動パターンを示していることからすれば、各部門それぞれについて別個にアプローチしていく方がより適当であるといえよう。

法人・個人部門別の通貨需要についての推計とその考え方については補論に掲げたが、①個人部門の計測に当っては、インフレ高進時における金融資産の短期運用シフト、予想インフレ率の変化の影響、金融資産減価に対する実質価値回復の動きなどを新たに定式化した。また②法人部門については、取引動機を重視する観点と取引動機のほか資産動機も重視する観点と2通りの考え方に基づいて定式化した。わが国においては金利による需給調整が十分には行われておらず、信用割当

てによる未充足通貨需要が発生していると想定したうえで、「シャドウ金利」(貸出約定平均金利のほか日本銀行「主要企業短期経済観測」の判断指標等から導出)の考え方を明示的に取入れたことや、いわゆる adaptive expectation(後追いの期待修正)の考え方等に基づき期待収益率を織込んでいること、などが従来の計測とやや異なっている。

(通貨需要関数の問題点)

各計測式とも変数の有意性は満足すべき水準にあり、式の説明力もまずまずである。しかし、①通貨保有主体が通貨需要量を決定する際には、将来の金融動向に関する予想など心理的要因の影響も大きいと思われるが、これらを定量的な推計に十分取入れることは容易でないこと、②わが国の場合、通貨の需給がこれまで金利メカニズムで十分調整されてきたとはいえず、現実に観測される通貨量が通貨需要の反映なのか通貨供給の反映なのかいまひとつ判然としない面があること(補論のなかでシャドウ金利の考え方を採入れたのはこの問題を解決しようとする一つの試みであるが、これが最善の方法かどうかについてはなお検討中)、などの点については、さらに解明に努めていく必要があると考えられる。補論で示した通貨需要関数は、あくまで試作の域にとどまるものであるが、仮りに適正通貨量の算出に用いる需要関数の信頼度を高めたととしても、次の課題として、将来の通貨需要を計測するに当たり、関数に導入すべき説明変数の値をどのように定めるかといった問題が残されることになる。

5. 今後のマーシャルのkの方向

ここで個人部門と法人部門に分けて、当面のマーシャルのkの動向を展望しておこう。

(個人部門のマーシャルのk)

個人部門のマーシャルのkに対する影響としては、わが国の場合貯蓄率の動向が最も大きいことや、その貯蓄率が国際的にみても非常に高いことはすでに述べた。こうした貯蓄動向はごく最近に至るまでほとんど変化をみせず、個人消費は盛上りを欠いた状態を続けているが、先行き物価上昇率が徐々に鈍化していくとすれば、消費マインドにもおそらく少しずつ明るさが増してくるものと期待される。またこれまでの高い貯蓄性向を支えてきた所得の面でも成長減速に伴い従来のような高い伸びが続くとは考えにくいから、貯蓄性向が過去の上昇トレンドをそのまま続ける可能性は少ないように思われる。またマーシャルのkは、金融資産全体の蓄積とともに、金融資産のうちの通貨に対する選好の割合によって影響されるが、すでにみたようにわが国の個人部門においては、米国、英国等に比較し金融資産のうち特に定期性預金に対する選好が強く、金融資産の多様化はあまり進んでいないのが実情である。それは基本的には、金融資産の水準がなお相対的に低いほか、間接金融を中心とする金融構造の存在などもあって、流動性の高い資産を選択する傾向が強いことを反映したものといえるが、全体としてみれば、金融資産の蓄積が徐々に上昇してきたこともあり、物価の落ち着きとともに有価証券や保険など長期金融資産への選好が徐々に強まっていく方向にあるのではないかとと思われる(注10)。

以上のように考えてみると個人部門のマーシャルのkの上方トレンドは今後ある程度緩やかなものとなり、50年第1四半期以来続いているトレンドからの上方乖離も(注11)徐々に解消していく可能性が少なくないのではなかろうか。

(注10) 個人部門においても、ここ1、2年の間に相対的に収益性の高い金融資産への選好が徐々に強まっていることについては、日本銀行調査月報52年5月号「昭和51年の資金循環」において触れたとおりである。

(法人部門のマーシャルのk)

法人部門のマーシャルのkについては、すでにみたように上方トレンドは観察されず、ほぼ循環変動を繰返すパターンになってきている。現在は、設備投資意欲が全体として鎮静状態を続けるなかで、企業は生産を抑制しつつ在庫調整を進めようとしている局面にあるため、実物資産投資に関連した通貨需要はさして大きなものではないと判断される。また流動性有価証券の保有水準が過去ピーク並みとなっており手元流動性のバッファが厚いことなどからみて、目先き通貨に対する需要が急速に高まることもないように思われ、法人部門のマーシャルのkは低下傾向を続ける可能性もありえよう。もっとも、こうした状態から法人部門の流動性は過小であり、景気回復促進の観点からも問題があるといった結論を導くのは適当でない。現在金融機関の貸出態度や企業の資金繰り等に関する判断はかなり好転しているが、法人部門のマーシャルのkの評価に当ってはこうした要因を加味することも大切だからである。ちなみ

に、日本銀行「主要企業短期経済観測」の資金繰り判断D. I.を、手元流動性水準とアベイラビリティの指標である金融機関の貸出態度判断D. I.とで説明するかたちで計測を行ってみると(第9表)、貸出態度判断D. I.のパラメーターの統計的有意性はかなり高く、企業の流動性状況を判断するに当っては、手元流動性の水準だけではなく、アベイラビリティ等他の要因も十分考慮する必要があることを示唆している。

法人部門のマーシャルのkを中期的に展望するとどうであろうか。その場合、48～49年のインフレを経て発生した減価償却不足という問題が今後どう表面化してくるか(借入依存度低下を妨げる要因)が注目されるが、いまひとつの問題は、需要や産業の構造変化等を背景に企業の実物投資意欲が盛上りを欠いた状態を続け(法人企業部門の資金不足幅の縮小要因)、マネーフローの構造上、結果的に公共部門の大幅な資金不足が中期的にも持続するかどうかという点であろう。公共部門の資金不足幅の拡大(財政支出を通ずる資金供給ル

(第9表)

企業の資金繰り判断の変動要因分解

被説明変数	説明変数			定数項	自由度修正済み決定係数 (ダービン=) (ワトソン比)	計測期間
	1期前の資金繰り判断D.I.	貸出態度判断D.I.	手元流動性			
資金繰り判断D.I.	0.5331 (12.66)	0.3082 (9.33)	0.2330 (2.15)	- 22.1859 (1.87)	0.9669 (1.3593)	42/I ~52/II
〃		0.5228 (8.18)	0.5296 (2.22)	- 54.4519 (2.09)	0.8315 (0.2734)	〃

- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」、全産業。
 2. 手元流動性 = $\frac{\text{現預金}}{\text{売上高(月平均)}}$ 、季節調整済み。
 3. カッコ内はt値。

(注11) 個人部門のマーシャルのkは49年中上方トレンドから下方に乖離したが、50年以降はすでにみたような慎重な消費態度や金融資産の実質価値回復意欲の強まりなどを背景に再び上方乖離に転じた。上方乖離幅はその後おおむね拡大をたどったあと、51年10～12月の3.3%ポイントを最近のピークとして52年4～6月には2.0%ポイントに縮小、トレンド線にやや近づいている。なお、トレンド式は次のとおりである。

$$k = 0.4916T + 48.1621 \quad \text{計測期間: 39年1～3月～52年4～6月}$$

$$(29.40) \quad (91.14) \quad R^2 = 0.9422 \quad \text{カッコ内はt値}$$

$$\text{ただし、} k = \frac{\text{個人現預金残高}}{\text{GNP}}$$

$$T = \text{時間(39年1～3月} = 1)$$

ートの拡大)は、現状においても企業の借入依存度を低下させつつあるが、こうした姿が中期的にも続くようであれば、企業が従来の金融機関との取引関係や慣行を見直す契機となりうるかもしれない。わが国の場合、国際的にみても企業の預金、特に定期性預金の保有水準が極めて高いことはすでにみたとおりである。これは、借入依存度が高く、また主たる資金調達ルートが金融機関借入であった間はある程度合理的かつ必然的な企業行動といえるものであったが、借入依存度の低下、あるいは資金調達ルートの多様化は、企業に預金保有の適正水準についての再検討を徐々に促すことになるのではなからうか。つまり金融資産の運用面で一層の効率化が進められ、債券等預金以外の金融資産のウェイトが高まることになる可能性が強いように思われるし、さらに金融資産の総量そのものを圧縮する動きが引続きみられるかもしれない。しかも、国債の大量発行などを契機として公社債市場がさらに整備されていくとすれば、保有債券等の流動化が一層容易となり、これがまた米国においてみられるように企業の手元現預金維持の必要度をさらに小さくし、上述したような傾向を加速させることも予想されないではない。従って少し長い目を見た法人部門のマーシャルの k は、方向として下方トレンドをもつ可能性があることを考慮にいれつつ、短期的な変動に注意を払っていかなければならないであろう(注12)。

む す び

マネーサプライの動向は、さまざまなルートを通じて物価やGNPの動向等とかなり密接な関係をもっており、従って物価の安定を維持しつつ着実な経済成長を図っていくためには、金融政策の運営上、マネーサプライを管理していくことが極めて重要であるといえよう。その場合マーシャルの k は、経済全体の流動性水準を表わすものであり、政策運営に際し一応の目安となりうる重要な指標といえるが、現実に観察されるマーシャルの k はあくまでも事後的なもので、継起しつつある複合的な経済活動を一つの姿で示すにすぎないということもできよう。金融政策の観点からは、事前的な意味での通貨量、より具体的には特に通貨需給の過不足によって影響を受けやすい法人部門の通貨需要量を把握したうえで、そのときどきの情勢に応じマネーサプライを決定していくことが最も必要であろう。

本文におけるマネーサプライの保有主体別、形態別マーシャルの k の変動分析や通貨需要関数の推計の試みもこうした考え方に沿ったものである。ただ通貨需要を決定するファクターは、すでにみたとおり計量的把握が難しい制度・慣行、心理的要因など多岐にわたっており、これらをどう扱うかがなお検討課題として残されていることは否定できない。

(注12) 法人の金融資産が、形態・水準の両面から欧米主要国型へと変化していく可能性があるとなれば、通貨のみならず金融資産全体の動向が金融政策の観点から一層重要になってこよう。つまり、そうした状況の下では機会費用の変動を通じて企業の金融資産間の選択、さらには金融資産と実物資産との選択をコントロールしていくことが大切になってくるといえよう。なお、このような流動性全体のコントロールとマネーサプライ重視の立場は矛盾するものではない。マネーサプライの管理を適切に行うことによって生ずる通貨の需給変化が金利変動を惹き起し、それが企業の資産選択行動に影響を与えると考えられるからであるが、こうしたメカニズムを働かせるためには、金利機能の活用が一段と重要性を帯びてくることはいうまでもない(金利弾力化の必要性について詳しくは、日本銀行調査月報52年7月号「わが国における金利弾力化の歩み」参照)。