

## 最近のマネーサプライ動向について

### 〔要 旨〕

1. マネーサプライ( $M_2 + CD$ )は62年中、ほぼ一貫して増勢を加速した。これは、①歴史的な低金利による通貨保有の機会費用の低下、②秋口までの株式・債券、不動産等既存資産取引の拡大、③景気の拡大を反映した実体取引の伸びの高まり、に加え、④大口定期預金の規制緩和など金融自由化の進展等を反映したものである。
2. マネーサプライと金利や実体経済との関係を表わす通貨需要関数を計測してみると、最近の金融自由化等により、通貨に対する需要は幾分不安定化し、従来との関係から想定される以上のマネーの伸びがもたらされているとの結果となる。ただ、そうした通貨需要のシフトを勘案しても、現在のマネーサプライ水準が実体経済との対比において高目であるといわざるをえない。
3. 通貨の流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ )をみると、法人マネーにおいて低下が著しい。流通速度の低下は、マネーの「不活動残高」の累積を意味するが、法人マネーの場合、それが流通速度の反転というかたちで取引に転用される可能性が、個人マネーに比べかなり高いことには、十分留意する必要がある。
4. マネーサプライの高い伸びにも示される金融緩和の進展は、内需の拡大や為替相場の安定を図るうえで、多面的な効果を発揮してきた。ただ同時に、その副作用ともいえるべき問題についても十分認識しておく必要がある。すなわち、マネーサプライと物価との関係は、円高の物価安定効果もあって、最近やや希薄化している面もあるが、マネーサプライの増大が、長い目でみた成長率の高まりには結びつかない一方で、物価上昇率のみが高まるというリスクは依然存在する。また、金融緩和が行過ぎる場合には、金融・資本市場の安定性、さらには社会的公平といった観点からも、問題が生じうることを忘れてはならない。
5. 当面の物価情勢をみると、円高と輸入増加の効果もあって、インフレが再燃する懸念は小さいとみられる。ただ一方で、景気が本格的な拡大局面に入り、製品・労働需給が引締まりつつあるだけに、物価の安定を基盤とした持続的な内需拡大を図る観点からはもとより、上記のような金融・資本市場の不安定性を回避するとの観点からも、マネーサプライやその流通速度の動向を引続き注視していくことが肝要である。

## 〔目 次〕

はじめに	4. マネーの流通速度の低下とその評価 (部門別にみた流通速度の動向)
1. 最近のマネーサプライの推移とその特色	(法人マネー流通速度低下の評価)
2. マネーサプライ増加の背景	5. 最近のマネーサプライ水準の問題点 (マネーサプライと物価との関係)
(1) 通貨需要面からの整理	(金融・資本市場の安定性)
(2) 通貨供給面の動向	おわりに
3. 金融自由化の通貨需要に対する影響 (理念的な整理)	
(実証分析結果と暫定的結論)	

## はじめに

マネーサプライは、昨年を通して増勢を加速してきたが、目先本年1～3月も高い伸びを持続する見通しである。一方、物価動向をみると、昨年央から秋にかけて、一部建設資材を中心にかんがりの騰勢を示したが、その後の急速な円高の進展に加え、輸入や生産の増加の効果から、このところ再び落ち着きを取戻している。この間、金融・資本市場においては、株式・債券市況が過熱したあと急落するなど、大きな攪乱がみられた。こうした経験を踏まえ、最近のマネーサプライ動向をどう評価し、金融政策運営上どう考えるべきか、この際改めて整理しておくことが必要である。

本稿は、以上の問題意識に立って、最近のマネーサプライ水準の評価を試みたものである。検討にあたっては、まず最近におけるマネーサプライの推移とその背景をみたあと、近年とくに急速な進展をみている金融自由化が、通貨需要関数の安定性にいかなる影響を与えているかを分析する。次いで、通貨の流通速度低下の意味するところを法人マネーを中心に検討し、さらにマネーサプライと物価あるいは金融・資本市場とのかかわり等について考察する。

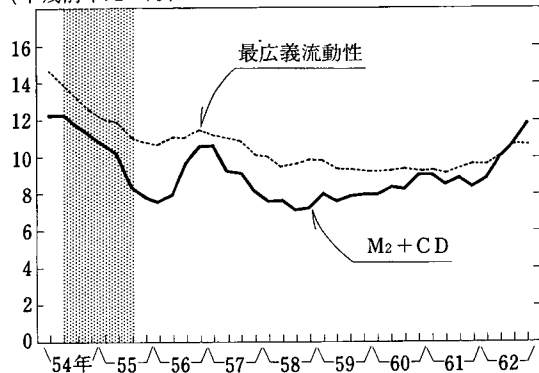
## 1. 最近のマネーサプライの推移とその特色

最近のマネーサプライ動向をみると、ここ一両年金融緩和が一段と進展するなかで、高い伸びを続けており、とくに62年中は、ほぼ一貫してかなりのテンポで増勢が加速した。すなわち、マネーサプライの中心指標である  $M_2 + CD$  の平残前年比の推移を振り返ってみると(第1図)、57年以降鈍化傾向を続けたあと、58年

(第1図)

## マネーサプライの推移

(平残前年比・%)

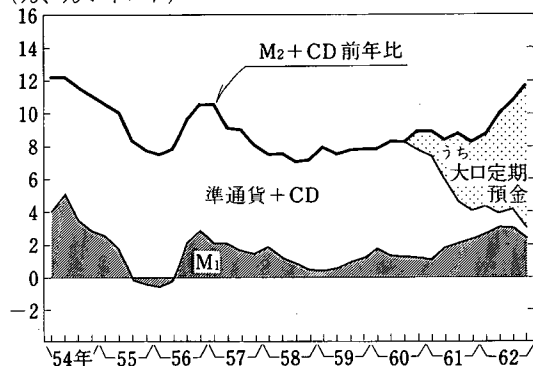


(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(第2図)

 $M_2 + CD$  前年比に対する構成通貨別寄与度

(%, %ポイント)



と(第2図)、① $M_1$ (現金通貨+預金通貨)の寄与は、ごく最近に至り幾分縮小しているものの、61年第2四半期以降、62年央まで急テンポで拡大しており、②また準通貨+CDも、とくに62年以降、付利自由の大口定期預金等を中心に一貫して寄与を高め、両者がともに、 $M_2 + CD$ 全体を押上げるかたちとなっている。

また、より広範な金融資産を含む流動性指標として、「最広義流動性」<sup>(注1)</sup>を試算し、その動向をみても(前掲第1図)、昨年第4四半期に増勢をやや一服させてはいるものの、ここ一両年は $M_2 + CD$ 同様ほぼ一貫した増勢傾向を示している。このように、最近のマネーサプライの増勢傾向は、狭義のマネーである $M_1$ から広範な金融資産を含む広義のマネーに至るまで、あらゆる通貨指標のレベ

から60年秋口までは緩やかな上昇を示したが、概ね+7~+8%程度のレンジ内で安定して推移していた。しかるに60年第4四半期以降は、若干の振れを伴いつつも総じて上昇傾向が強まり、とくに62年入り後は、各四半期に1%ポイント前後ずつ伸び率を高めるなど、増勢が急テンポで加速し、第4四半期には+11.8%と、54年第2四半期(+12.3%)以来8年半ぶりの高い伸びを示すに至った。目先本年1~3月についても、+12%前後と高水準の伸びを続ける見通しである。

このように最近急伸したマネーサプライの内容を、通貨種類別および保有主体別に眺めると、以下のような点が特色として挙げられる。

まず、 $M_2 + CD$ の増加に対する構成通貨別寄与度の動向をみる

(注1) 最広義流動性= $M_2 + CD$ +郵便貯金+農協・漁協・信組・労金の預貯金+信託元本+現先+金融債+国債+投資信託+外債。なお、一部推計を含む。

(第1表)

## 法・個人別通貨保有残高の推移

(前年比・%)

	個 人	準通貨	法 人	準通貨
55年	10.4	13.2	5.1	9.9
56年	10.2	12.4	8.2	9.8
57年	9.9	10.4	8.9	10.2
58年	7.1	7.9	6.5	10.0
59年	6.7	7.6	7.6	10.5
60年	7.6	7.7	8.7	12.3
61年	7.3	7.2	11.1	13.2
62年	p 8.4	p 6.7	p 11.5	p 16.0
60/Ⅲ Q	7.7	8.0	7.7	10.7
Ⅳ Q	7.6	7.9	10.6	16.8
61/Ⅰ Q	7.4	8.1	9.8	15.2
Ⅱ Q	6.8	7.1	9.4	11.5
Ⅲ Q	7.1	6.7	12.8	15.3
Ⅳ Q	7.7	7.1	12.2	10.9
62/Ⅰ Q	7.5	6.0	9.9	11.3
Ⅱ Q	8.5	6.6	13.5	16.3
Ⅲ Q	8.8	7.0	10.1	14.6
Ⅳ Q	p 8.7	p 7.3	p 12.2	p 21.2
最 近 時 残 高	181兆円	149兆円	140兆円	103兆円

(注) 1. p は速報。

2. 年次計数は月末残高の12か月平均。四半期計数は月末残高の3か月平均。

ルで共通してみられる現象であり、その意味で、こうしたマネーサプライの伸びは単なる金融資産間のシフトによるものではなく(注2)、その背景に通貨需要および供給全体の伸びの高まりがあることを示唆しているといえよう。

次に、 $M_2 + CD$ のうち、現金およびCDを除く通貨を法・個人別にみると(第1表)、最近の特色は個人保有通貨が全体として比較的緩やかな伸びにとどまっている一方、法人保有通貨の伸びが著しく高まっていることにあり、最近のマネーサプライ増加が法人の動向に大きく影響されたものであることを示している。

そこで、法人保有通貨の動向をさらに通貨種類別にみると、準通貨の増勢が著しく、とくに金融自

由化・弾力化措置(注3)の講じられた時期(例えば付利自由の大口定期預金が導入された60年第4四半期、その最低預入金額が3億円から1億円に引下げられた62年第2四半期、最低預入期間が1か月に短縮された62年第4四半期など)に伸び率が顕著に高まっていることが看取される。このことは、金融自由化措置が、仮に過渡的な現象であるにせよ、最近のマネーサプライの伸びの高まりに対してかなりのインパクトを与えてきたことを示唆しているとみることができよう。

そこで、次にマネーサプライの伸びの背景について、主として通貨需要の面から整理してみよう。

(注2) 例えば、56年第1四半期から第4四半期にかけても、 $M_2 + CD$ 前年比が急テンポで加速(+7.6→+10.6%)した局面があったが、それは55年中に生じた $M_2 + CD$ から郵便貯金へのシフトの反動による影響がかなり大きく寄与していた(詳しくは調査月報58年1月号掲載論文「最近のマネーサプライ動向について」参照)。

## 2. マネーサプライ増加の背景

### (1) 通貨需要面からの整理

最近の $M_2 + CD$ の増加を通貨需要面に着目してみた場合、その主な背景として、以下の点を指摘できる。

まず第1は、金利がこれまで歴史的に経験したことのないような水準にまで低下したことの影響である。すなわち、61年1月以降、5次にわたる合計2.5%の公定歩合の引下げや、円高の進展による物価の落着き、さらには海外金利の低下などを反映して、金融債や国債などマネーとある程度の代替性をもつ金融資産の利回りは大きく低下しており、それがマネー保有の機会費用を大きく低下させたことが、非金融機関部門の通貨需要を押上げたものと考えられる。

第2の要因としては、既存資産取引の活発化が挙げられる。61年から62年秋口にかけては、株式・債券や不動産等の取引が急速に拡大し、例えば株式の1日平均売買代金(東証第1部)は、60年度下期の3,200億円弱から62年度上期には9,800億円弱と、1年半の間に3倍となった。こうした既存資産にかかる取引は、直接に付加価値、したがってGNPの増加につながるものではない(以下では非付加価値取引とする)が、やはり通貨を必要とすることに変わりはなく、その活発化は通貨需要をかなり押上げることとなった。

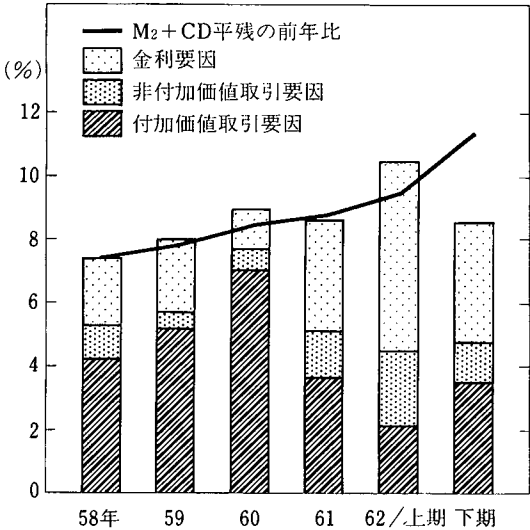
第3は、とくに62年後半以降、景気回復に伴って、実体取引(以下では付加価値取引とする)のための通貨需要が増大したことである。国内景気は、60年央以降、調整局面にあったが、在庫調整が完了した62年初以後は回復傾向をたどり、その後設備・雇用面の調整も一巡するなかで、62年第3四半期には年率+8%を上回る成長を記録するなど、急テンポで拡大している。こうした実体経済の拡大に伴い、付加価値取引のための通貨需要も着実に増加し、 $M_2 + CD$ の伸びを押上げることとなった。

(注3) マネー対象資産に関する最近の主な自由化・弾力化措置は以下のとおり。

	付利自由大口定期預金		MMC	
	最低預入金額	期 間	最低預入金額	期 間
60/3月	—	—	5千万円	1～6か月
10月	10億円	3か月～2年	↓	↓
61/4月	5億円	↓	↓	1か月～1年
9月	3億円	↓	3千万円	↓
62/4月	1億円	↓	2千万円	1か月～2年
10月	↓	1か月～2年	1千万円	↓

ちなみに、付加価値取引を代表する指標として名目総需要(名目G N P + 名目輸入)、またマネー保有の機会費用を示すものとして、マネーと代替的な関係にある金融資産の利回り(残存期間2.5年物金融債流通利回り)を、さらには非付加価値取引の代理変数として株式売買代金を、それぞれ説明変数として通貨需要関数を推計し(推計期間57~62年)、これを用いて最近におけるM<sub>2</sub> + C Dの動きを要因分解したのが第3図である。これをみると、60年から62年前半にかけては、円高を契機とした景気調整や物価の安定を背景に付加価値取引の寄与度が後退する一方、この間における急速な金利低下および株式・不動産等非付加価値取引の活発化が、マネーサプライの前年比の伸びを押上げていることがみてとれる。また、62年後半には、非付加価値取引要因や金利要因の寄与度がさすがにやや後退はしているものの引き続き高水準にある一方で、景気の着実な拡大を反映して付加価値取引の寄与度が高まり、それがマネーサプライの伸びをかなり押上げている姿となっている。

(第3図) マネーサプライ増加の背景



(要因分解に用いた推計式)

$\ln(M_2 + CD \text{ 平残(季節調整済み)})$

$$= 1.163 \times \sum_{t=0}^7 W_t \times \ln(\text{名目総需要})_{-t} / 76.2$$
$$- 0.037 \times \sum_{t=0}^3 (\text{金融債流通利回り})_{-t} / 4 < -5.7 >$$
$$+ 0.027 \times \sum_{t=0}^2 \ln(\text{株式売買代金})_{-t} / 3 < 2.0 >$$

t	0	1	2	3	4	5	6	7
Wt	0.222	0.194	0.167	0.139	0.111	0.083	0.056	0.028

$\bar{R}^2=0.997$ 、D.W.=0.69、 $< >$ 内はt値  
計測期間：57/Ⅰ～62/ⅣQ  
(注) 62/ⅣQの名目総需要は日本銀行調査統計局推計。

た、62年後半には、非付加価値取引要因や金利要因の寄与度がさすがにやや後退はしているものの引き続き高水準にある一方で、景気の着実な拡大を反映して付加価値取引の寄与度が高まり、それがマネーサプライの伸びをかなり押上げている姿となっている。

しかしながら、第3図からも明らかなおとおり、これらの要因だけでは、62年中のマネーサプライの伸びの高まりを十分に説明できておらず、下期についてはかなりの過小推計(2.8%)となっている。これは、上記要因の寄与がここでの推計以上であったか、または上記以外の何らかの要因がマネーサプライの伸びを押上げていたことを示唆するものである。

この点、前述のとおり、ごく最近のマネーサプライの高い伸びが、預金種類別にみて大口定期預金やMMCなど、いわゆる自由金

利預金の急増によるものであることを考え併せると、第4の要因として、大口定期預金の規制緩和など、金融自由化の進展が、マネーサプライの伸びを押上げている可能性が大きい。

こうした通貨需要に対する金融自由化の影響については、次節で詳しく検討することとして、以下では最近の通貨供給面での動きについて簡単にみてみよう。

## (2) 通貨供給面の動向

$M_2 + CD$ の動きを信用面の対応からみると(第2表)、最近におけるマネーサプライの伸びのほとんどは、民間向け信用の増加によるものといえる。こうした金融機関与信の増加の最も基本的な背景としては、①最近の金利低下局面において、短期金融市場金利が貸出金利を上回る低下を示したため、金融機関与信の限界採算が好転したこと(第4図)が挙げられる。

さらに、このような、いわば循環的要因に加え、最近の特徴として、②金融自由化により個別金融機関の限界的な資金のアベイラビリティが上昇したことが指摘できよう。すなわち、従来は個々の金融機関にとって、短期的に資金量を大きく伸ばすことはコスト的に極めて困難であったが、大口定期預金の導入等付利自由商品の多様化により、とくに金融緩和が続いている状況の下では、限界コストをさほど高めることなく資金調達規模の拡大を図ることが可能となった。こうした資金調達ルート拡大は、金融機関の業容拡張意欲を従来の金融緩和期以上に高めたものと思われる(調査月報62年5月号掲載論文「昭和61年度の金融および経済の動向」参照)。

さらに、③既存資産価格の上昇に伴って、企業や個人の担保余力が拡大し、こ

(第2表)

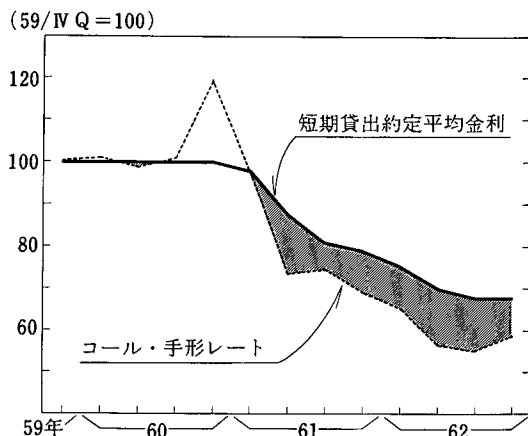
マネーサプライの信用面の対応

(%, %ポイント)

	$M_2 + CD$ 前年比	寄与度			
		民間向け 信用	うち貸出	財政部門 向け信用	その他
58年	7.1	7.9	7.6	0.8	— 1.6
59年	7.7	9.0	8.7	1.2	— 2.5
60年	8.2	10.1	9.6	0.9	— 2.8
61/上期	8.2	10.1	9.5	0.5	— 2.4
下期	9.2	10.1	9.5	1.4	— 2.3
62/上期	9.8	10.6	9.9	0.9	— 1.7
下期	10.7	11.4	10.5	0.8	— 1.5

(注) 末残の期中平均。

(第4図)  
金融機関の限界貸出採算の推移



- (注) 1. いずれも期中平均。  
2. コール・手形レートは、コールレート(無条件物)、手形レート(2か月物)をコール市場および手形市場の規模を用いて加重平均したもの。

マネーがこういった事情で需要されているかが重要であること、等から、以下では通貨需要面に焦点を絞って考察した。

### 3. 金融自由化の通貨需要に対する影響

#### (理念的な整理)

金融自由化の通貨需要に対するインパクトは多岐にわたり、またそれが金融緩和の影響等と同時に現われているため、具体的なデータを用いて検討する前に、あらかじめ金融自由化、とくに60年後半以降急速に進展をみたマネー対象資産に対する付利の自由化が、マネーサプライと実体取引(所得)や金利との関係をどのように変化させると考えられるかを、理念的に整理しておくことが有益であろう。

まず、マネーサプライと所得との関係では、大口定期預金などの導入・規制緩和は、マネー対象資産の魅力を向上させるため、一定の所得の下における企業や家計にとっての適正通貨保有水準を押し上げる<sup>(注5)</sup>。これは、本来一回限りのマネー

れが金融機関として従来は債権保全上行い難かった融資を可能としたことによる面も否定できない。

いうまでもなく、これら①～③の要因は、相互に拍車し合う性格をもっており、それが通貨供給面からマネーサプライの伸びを押し上げたものと考えられ、したがって、金融自由化が通貨の供給面にも影響を与えていることは明らかである。ただ、④分析上、通貨供給の決定要因と通貨需要の決定要因とを区別することは困難なこと<sup>(注4)</sup>や、⑤マネーサプライ増加の意味を考えるうえでは、結局マ

(注4) 関数式を推計する場合、通貨需要関数と通貨供給関数との間で、説明変数に大きな差異がないため、實際上、両者の識別は困難である。

(注5) いうまでもなく、新しく導入された資産の増加が、規制金利定期預金など他のマネー対象資産からのシフトであれば、全体としてのマネーサプライ水準に影響を与えない。



ーサプライ増加をもたらす筋合いのものであるが、わが国のように、自由化が漸進的に行われる場合、影響が長期にわたり表面化するため、通貨需要の所得弾性値の上昇というかたちで現われることが考えられる。

一方、マネーサプライと金利との関係については、次のように考えられよう。すなわち、マネー対象資産に対する付利自由化の進展に伴い、同資産に占める市場金利連動型資産の割合が高まるため、市場金利が変動した場合に全体としてのマネー保有の機会費用が変動する度合いは、自由化以前より小さくなる筋合いにある。これは通貨需要の金利弾性値(絶対値)を低下させる効果をもつと考えられる。もっとも、一方では自由化の間接的な影響として、金融商品の多様化等が企業や家計の金利マインドを高めれば、それは金利弾性値を引上げ、上記の効果を相殺する方向に働こう。

#### (実証分析結果と暫定的結論)

次に、現実のデータを用いて、通貨需要関数が最近どの程度不安定化しているか、とくにマネーサプライと所得や金利との関係がどのように変化しているかを検討してみよう。そのため以下では、マネーサプライ水準を名目総需要、金利水準および既存資産取引の代理変数としての株式売買代金で説明する需要関数を推計し、その推計期間を1年ずつずらしながら計測することによって、所得および金利弾性値の変化を跡づけ、また同時に、それぞれの推計期間の終期から1年間を外挿推計して、その期間における予測誤差を比較し、最近において需要関数に目立ったシフトが生じているかどうか、検討を加えてみた(第3表)。

これをみると、まず、①所得弾性値は、50年代後半に上昇した後は、比較的安定しており、ここ数年の間に大きく変化しているとはみられない。したがって、この面に関する限り、ごく最近自由化の影響が大きく出ているとは言い難いように思われる。

一方、②金利弾性値(絶対値)は、50年代後半から一貫して上昇しているが、とくに最近数年間の上昇が目立っている。この点、先の理念的な整理によれば、マネー対象資産への付利自由化は、金利弾性値を引下げる方向に作用すると考えられるだけに、こうした金利弾性値の上昇が金融自由化の直接的な影響によるものである可能性は小さい。したがって、これは経済の低成長が持続するなかで、先にみた金融自由化の間接的な影響から、企業・家計の金利マインドが趨勢的に高まっていることを反映したものと考えられる。

さらに、③外挿期間中の予測誤差をみると、62年にはかなり大きなものとなっ

(第3表)

## 通貨需要関数のパラメータの変化

( )内はt値

	名 目 総 需 要 ( $\alpha$ )	金 利 ( $\beta$ )	株 式 売 買 代 金 ( $\gamma$ )	(注2) 定 数 項 ( $\delta$ )	$\bar{R}^2$	外挿予測 期 間	(注3) 平均予測 誤差率
					D.W.		
50/ I ~ 55/ IV <sup>Q</sup>	0.982 ( 33.3)	-0.005 ( - 5.3)	0.065 ( 4.0)	1.624 ( 7.6)	0.999 0.9	56/ I ~ IV <sup>Q</sup>	0.8 %
51/ I ~ 56/ IV	0.981 ( 30.7)	-0.007 ( - 6.2)	0.056 ( 3.3)	1.736 ( 7.5)	0.998 0.5	57/ I ~ IV	3.0
52/ I ~ 57/ IV	1.114 ( 57.3)	-0.010 ( - 7.2)	0.007 ( 0.6)	0.611 ( 3.7)	0.998 0.4	58/ I ~ IV	1.7
53/ I ~ 58/ IV	1.143 ( 116.5)	-0.016 ( -11.1)	0.036 ( 3.0)		0.997 0.3	59/ I ~ IV	0.4
54/ I ~ 59/ IV	1.136 ( 120.2)	-0.019 ( -11.6)	0.048 ( 4.3)		0.996 0.4	60/ I ~ IV	0.7
55/ I ~ 60/ IV	1.146 ( 129.7)	-0.023 ( -11.8)	0.039 ( 4.0)		0.996 0.4	61/ I ~ IV	0.4
56/ I ~ 61/ IV	1.149 ( 261.5)	-0.028 ( -19.9)	0.038 ( 8.6)		0.999 1.0	62/ I ~ IV <sup>(注1)</sup>	1.8
57/ I ~ 62/ IV <sup>(注1)</sup>	1.163 ( 76.2)	-0.037 ( - 5.7)	0.027 ( 2.0)		0.997 0.7	—	—

〈推計に用いた式〉

$$\ln(M_2 + C D \text{ 平残(季節調整済み)}) = \alpha \times \sum_0^7 W_t \times \ln(\text{名目総需要})_{-t} + \beta \times \sum_0^3 (\text{金融債流通利回り})_{-t} / 4 \\ + \gamma \times \sum_0^2 \ln(\text{株式売買代金})_{-t} / 3 + \delta$$

(注) 1. 62/IV Qの名目総需要は日本銀行調査統計局推計。

2. 53~58年以降の関数では定数項が有意でないため、これを除いて推計。

3. 予測誤差率は、|推計値-実績値|/実績値。なお、予測値については計測期間の終期における推計値と実績値の差を調整。

ており、前掲第3図の要因分解に用いた、ごく最近までのデータに基づいて推計した需要関数でも同年中かなりの過小推計が生じていたことも考え併せると、通貨需要が何らかのシフトを起こした可能性が高い。

上記③のシフトとして、具体的には、次のような場合が考えられよう。

まず第1に、所得弾性値や金利弾性値の上昇としてはとらえられない、一回限りの通貨需要の上方シフトが生じていた可能性である<sup>(注6)</sup>。

また第2に、62年における金利弾性値が、次のような二つの要因から、上記の計測で得られた以上に高まっていたことが考えられる。すなわち、①第3表からも明らかなように、金利弾性値は強い上昇トレンドを示しているが、これが経済

(注6) 理想的には通貨需要関数の定数項の変化としてとらえられるべきものであるが、シフトが生じた直後には、推計誤差として現われる可能性が高いと考えられる。

主体の金利マインドの趨勢的な高まりを反映しているとすれば、ごく最近時点の弾性値は、計測期間中の平均的な値である計測式のパラメータよりも大きい可能性が高いとみてよからう。また、②そもそも、現在のような低金利域における通貨の金利弾性値は、より高い金利水準の下での弾性値に比べ、かなり大きいことも考えられよう(注7)。

ちなみに、後者の可能性について検討するため、通貨需要関数の説明変数として、通常の金利水準の代わりにその逆数を用い、金利水準が低くなるに従って通貨需要の金利弾性値が高まるような定式化を行うと(第4表)、推計期間全体を通してみた関数の説明力は、通常の定式化の場合とさして変わらないものの、ごく最近の推計誤差はかなり縮小し、例えば直近の62年下期については、前述の2.8%から1.2%に縮小する。

以上のように、最近通貨需要関数がある程度不安定化したことは事実である

(第4表)

金利要因の定式化による  
推計値の相違

(前年比・%)

	実績値	標準型	金利逆数型
62/上期	9.4	10.4	10.8
下期	11.3	8.5	10.1
推計誤差	—	— 2.8	— 1.2
関数の決定係数		0.9970	0.9978

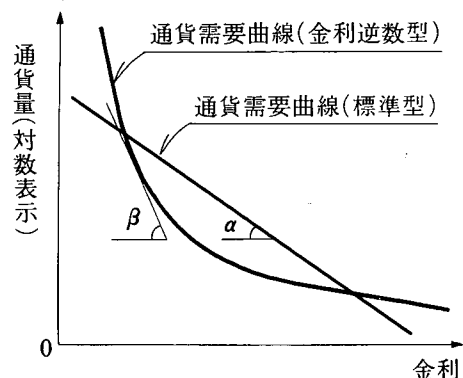
- (注) 1. 計測期間はいずれも57/I~62/IV Q。  
2. 62/IV Qの名目総需要は日本銀行調査統計局推計。

が、それがどの程度か、また関数推計技術上の問題による面がどの程度かといった点については、金融自由化がなお進展途上にあることに加え、データ面の制約もあって、現時点で最終的な結論を出すのは極めて困難である。ただ上記の分析結果からは、一応以下の暫定的な判断を下すことが可能であろう。

(注7) これは、金利とマネーサプライとの関係が直線的でないことを意味する。その原因

としては、①金利の極めて低い領域では、通貨保有の機会費用が小さいため、通貨に対する需要が累進的に高まる可能性があること(極端な場合がケインズの指摘した「流動性のわな」)、および②1%の金利変化でも、10%→9%の場合と、2%→1%の場合では影響が異なると考えられること、の二つが考えられる。このいずれについても、相対的に高目の金利水準ではさして大きな問題とはならないので、金利変数として金利水準を用いても(直線的な関係に近似)、従来は格別の問題を生じなかったものと思われる。

(通貨需要の金利弾力性…理念図)



[上図において、接線の傾き(α、β)の大きさが  
通貨需要の金利弾力性の大きさ(絶対値)に相当]

すなわち、まず最近数年間における金融の自由化が、通貨需要の所得弾性値（したがって流通速度の低下トレンド）自体を大きく変化させたとは必ずしもいえないが、ごく最近の期間において推計誤差が拡大していることからみて、通貨需要関数は自由化により一回限りのシフトを起こし、少なくとも過渡的な現象として、ある程度不安定化している。これはマネーサプライと実体経済との関係が従来とは若干異なっている可能性を示唆するものである。

ただ同時に、金利低下のマネーサプライ押し上げ効果については、趨勢的な金利マインドの高まりや、最近における歴史的な低金利水準への低下から、従来想定されていた以上に大きかった可能性も強く、それをも勘案すれば、通貨需要関数が不安定化した程度は、現在のマネーサプライの伸びや、その名目総需要の伸びとの乖離幅に比べ大きいとはいえず、マネーサプライの水準評価を不可能にするほどのマグニチュードではないように思われる。

#### 4. マネーの流通速度の低下とその評価

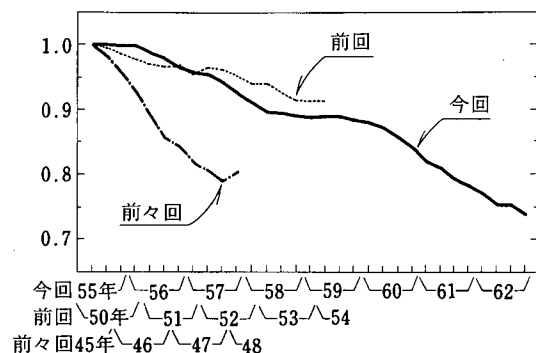
（部門別にみた流通速度の動向）

次に、マネーサプライの伸びを実体経済との関連で評価するため、 $M_2 + CD$ の流通速度（名目総需要／マネーサプライ）をみると、緩和の長期化を反映して一貫して低下しており、今次金融緩和期に入ってから累積低下幅は、前回よりもより、前々回緩和期をも上回っている（第5図）。

もとより、流通速度には低下トレンドがあるため、金融の緩和が長期にわたれば、累積低下幅が大きくなること自体は当然ともいえる。また、前節で検討した

（第5図）

$M_2 + CD$ 流通速度の金融緩和直前を  
基準とした低下幅



（注） 62/ⅣQは日本銀行調査統計局推計。

ように、通貨需要の所得弾性値は、ごく最近期には比較的安定しているものの、50年代後半にはそれ以前より上昇した可能性が強い。こうした所得弾性値の上昇は、流通速度の低下トレンドの強まりに対応するものであり、このため、今次緩和開始以来の累積低下幅を評価する際には、その分をある程度割引いてみるのが適当であろう。しかしながら、流通速

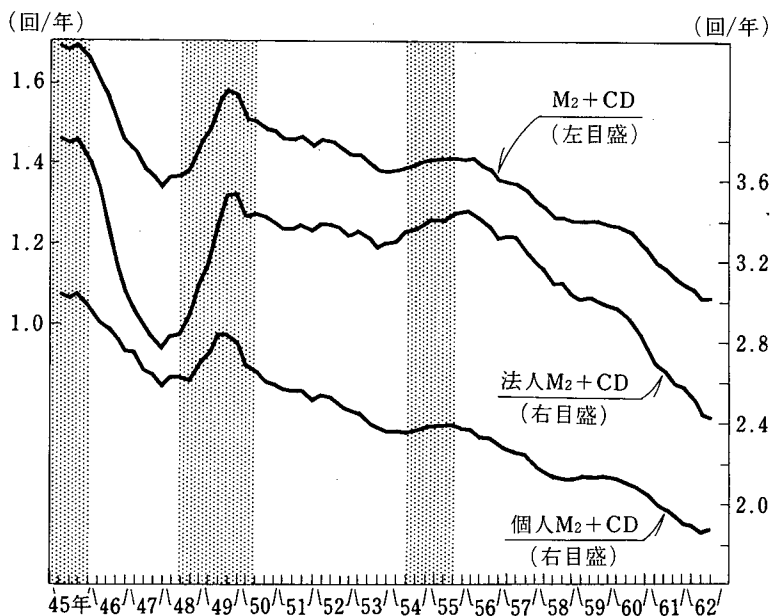
度が60年頃から一段と低下テンポを速めており、さらに景気の上昇局面入り後も急速な低下を続けている点は、前回、前々回緩和期とは大きく異なっており、注目を要する点である。

こうした流通速度の動きを部門別にみると(第6図)、個人マネーの流通速度は、ほぼ従来からのトレンドに沿った緩やかな低下を続けている。一方、法人マネーの流通速度は、50年代半ばまで達観して横ばいで推移したあと、50年代後半以降はほぼ一貫して低下しており、とくに60年以降、その低下ピッチが一層加速しているのが特徴的である。

このように、最近、法人マネーの流通速度の低下テンポが速まっているのは、前節で述べたような、①歴史的な低金利による通貨保有の機会費用の低下、②付加価値の増加(したがって、流通速度の分子である名目総需要の増加)に結びつかない既存資産取引の活発化、③大口定期預金の導入など金融自由化措置に伴う資産動機の通貨需要増太、などが、法人部門においてとくに鮮明に現われたことの反映と考えられる。

(第6図)

#### 部門別流通速度の動向



(注) 1. 法・個人別  $M_2 + CD$  については、以下の方法で推計。

個人  $M_2 + CD$  = 現金通貨 + 個人預金通貨・準通貨

法人  $M_2 + CD$  =  $M_2 + CD$  - 個人  $M_2 + CD$

2. シャドー部分は金融引締め期を示す。

(法人マネー流通速度低下の評価)

ところで、法人マネーの流通速度が大きく低下したことは、法人部門において、実体取引に用いられないという意味で「不活動」なマネー残高が累積していることを意味している。問題は、このように増大したマネーが、資産として「不活動」なままに保有され続けるか否かであるが、その場合に重要なのは通貨保有の動機である。すなわち、それが純粋な資産動機であれば、流通速度の低下は不可逆的であって、再び上昇に転じる可能性は小さいといえ、通貨が増大しても必ずしも経済を不安定化させる要因とはいえない。しかし、いったん低下した流通速度が上昇に転じうる余地については、以下のように個人マネーと法人マネーでは、かなりの差異があると考えられる。／

まず、個人マネーについては、わが国家計の貯蓄率の高さや、貯蓄のうちマネー対象資産に振向けられる割合が安定した動きを示していることからみて、流通速度のトレンド的低下は、資産の蓄積過程に付随する当然の現象であり、不可逆性の強いものとして理解できよう。したがって、このトレンドに沿った低下をも、直ちに支出活動の拡大に結びつく通貨保有の増加とみなして警戒することは、必ずしも適当でない。

法人マネーについても、財務部門の強化、金融収支に対する意識の高まりなどを背景に、資産動機の金融資産蓄積が進んでいるのは事実であり、50年代後半以降の流通速度の低下をすべて可逆的なものとみるのは行過ぎであろう。ただ、法人マネーの場合、①内部留保の一部がマネーに振向けられたというよりは、資金調達と両建ての「財テク」のかたちでマネーが積み増された面が強いこと、②法人の資産保有動機は、個人の場合(老後に対する備え、住宅取得、子孫への遺産等)に比べ、長期的展望に基づく度合いが小さいこと、などを勘案すれば、流通速度の可逆性は、個人マネーの場合に比べ相当高いように思われる。すなわち、法人マネーの場合、当初は資産動機から需要されたマネーであっても、インフレ期待が高まるような場合には、容易に取引のためのマネーに転化し、在庫積増し等のかたちで急速に支出増につながる可能性が高いと考えられる。

実際に過去の動きをみても、金融引締め初期においては、流通速度はそれまでの低下傾向から反転、上昇しているが、その際の上昇幅は、法人マネーの方が個人マネーに比べはるかに大きく、また、それに先立つ緩和期における低下幅にほぼ比例している(前掲第6図)。

なお、法人マネーが外部資金調達と両建てで増加していることを考えると、企

業のバランスシートの負債側も一応チェックしておく必要がある。すなわち、もしマネーの増加が、専ら極めて短期の債務によりファイナンスされているとすれば、それは必ずしも企業にとっての流動性ポジション好転を意味せず、支出活動の活発化には結びつかない可能性もあるからである。ただ入手可能なデータから判断する限り、企業債務の期間構成が最近になって短期化している可能性は低い。例えば、「主要企業経営分析」（日本銀行）により、全産業のバランス・シートの負債構成をみると、流動負債対総資本比率はむしろ55年度以降低下傾向にあり、とくに59年度から61年度にかけては、急速な低下をみている（55年度末50.5%→59年度末50.0%→60年度末47.9%→61年度末45.5%）。また、ごく最近の動きを「法人企業統計季報」（大蔵省）で追ってみると、短期資金調達も増加しているが（短期資金調達／総資本、61年度末25.5%→62年度上期末25.7%）、一方で転換社債の発行などから長期資金調達はそれ以上に増加しており（長期資金調達／総資本、同20.5%→20.9%）、この結果、外部資金調達に占める短期債務の比率は、小幅ではあるが低下している（同55.4%→55.1%）。

このように、企業の負債サイドにおける変化は、法人マネーの増加に示される資産サイドからの流動性ポジションの改善を相殺するというよりは、むしろ強める方向にあり、現在企業部門における潜在的な購買力水準は極めて高いと判断できよう。

## 5. 最近のマネーサプライ水準の問題点

上記の検討からすれば、最近、金融自由化を主因として、通貨需要関数がある程度不安定化していることを勘案しても、現在のマネーサプライ水準が、実体経済との対比において高目であることは否定できない。いうまでもなく、こうしたマネーサプライの高目の伸びにも示される金融の緩和は、為替相場の安定を図り、内需を中心とした経済拡大によって対外収支の不均衡を是正していくうえで、多面的な効果を発揮してきた。しかしながら、その一方で、マネーサプライの伸びの高まりが、金融緩和の副作用ともいえるべき多くの問題をはらむものであることも、十分認識しておく必要がある。

（マネーサプライと物価との関係）

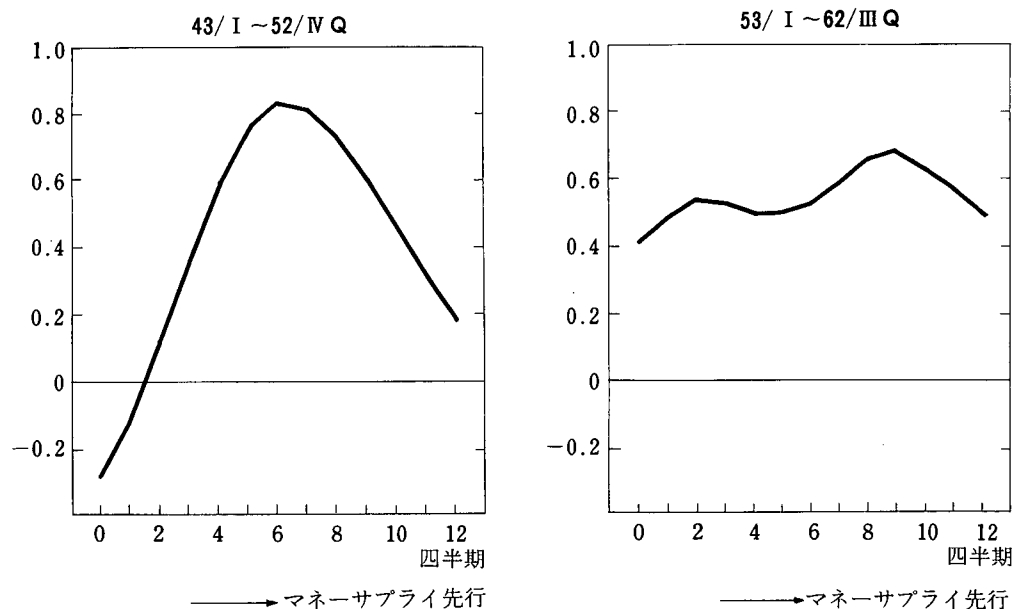
その第1は、いうまでもなくマネーサプライと物価との関係である。周知のとおり、過去においては、マネーサプライと物価との間にはある程度のラグをもつてかなり安定的な関係がみられたが、最近こうした関係はどのように変化してい

るのであろうか。この点をチェックするために、過去10年間のデータを用い、 $M_2 + CD$ 伸び率とGNPデフレータ上昇率との間の時差相関係数をみると(第7図)、前者は後者に対しなお高い先行関係をもっているものの、その関係はそれ以前の10年間に比べれば、かなり不明確化しているようにうかがわれる(注8)。

ただ、こうした表面的な相関係数の変化をとらえ、マネーサプライと物価との間の関係が崩れたと結論づけるのは妥当ではない。すなわち、両者はもともと機械的な対応関係にあるものではなく、景気情勢、為替相場、海外商品市況などにも大きく依存する筋合いにあるが、とくに61~62年については、マネーサプライの伸びが高まる一方で、一段の円高が進展し、また過去の円高の物価安定効果も着実に浸透していったことが、両者の表面的関係を希薄化させているとみられるからである。また一つの解釈として、最近10年間のGNPデフレータの動きが、それ以前に比べ相当安定的なものとなっているのは、まさにマネーサプライの伸びの振幅が小幅化したためであり、その結果、物価の小さな変動に対するその他の要因の影響度合いが相対的に高まり、事後的に観察されるマネーサプライと物価との関係が薄れているにすぎない、という見方も可能であろう。

(第7図)

$M_2 + CD$ 前年比とGNPデフレータ前年比との時差相関係数



(注8) 周知のとおり、単純な時差相関分析により各変数間の時間的対応関係をみることに  
は、統計技術的にみて問題がある。その点を考慮するため、各変数の自己回帰的な変  
動を除去した分析については、後述のVARモデルによる結果のほか、付1も参照。



そこで以下では、多変量時系列分析の手法(Vector Autoregressive Model、以下VARモデルとする)を用いて、マネーサプライと主要経済変数との関係を検討してみる。具体的には、①第1次および第2次石油危機を含む、45年から62年の期間、および②第1次石油危機前後の時期を除いた、52年から62年の期間について、マネーサプライ( $M_2 + CD$ )、GNPデフレーターおよび実質GNPの前年比と名目金利の4変数からなるVARモデルを推計し、それを用いて、マネーサプライが前期比年率2%加速した場合に、他の3変数がどのように反応するかをみてみた。

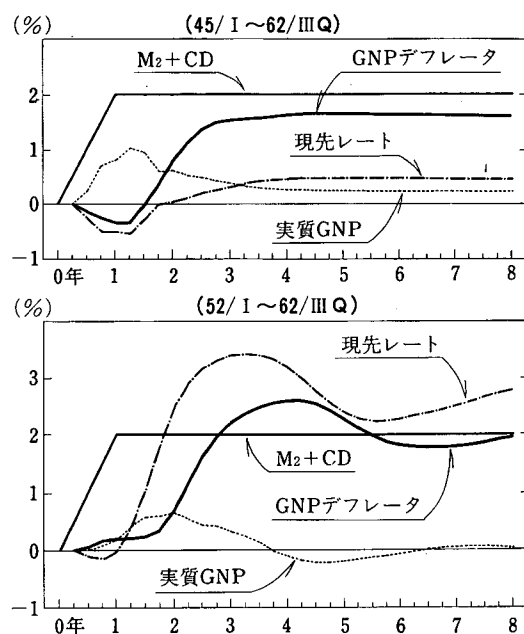
この結果をみると(第8図)、各変数の反応は、細部においては二つのケースで異なる(注9)ものの、①マネーサプライが伸び率を高めはじめてから約1年半後からGNPデフレーターでみた物価上昇率が加速に転じる、②マネーサプライの前年

比が上昇しきってからやはり約1年半後に、物価上昇率がマネーサプライの伸び率にほぼ見合うところまで高まる、③実質GNPは、当初伸び率を高めるものの、徐々に低下し、もとの伸び率に戻る、という点では共通している。

もちろん、このようなVARモデルによるシミュレーションは、そもそも物価上昇率に大きな影響を与える他の要因、とくに為替相場の変動などを明示的に取入っていないし、またあくまでも計測期間中の平均的な関係を示すものにすぎず、仮に最近1~2年間にマネーサプライと物価との関係がシ

(第8図)

マネーサプライ伸び率2%加速の効果  
(VARモデルによる計測)



(注9) 全期間をとったケースで物価上昇率が当初低下するのは、とくに前半の45~55年頃の期間において景気の振幅が激しく、平均的にみればかなり稼働率にゆとりがあったため、景気拡大の初期には生産の拡大に伴う製品1単位当たりの固定費低下が、物価抑制的に働いたためと考えられる。また、名目金利の変動幅が、最近の期間を中心とするモデルの方が大きいのは、金利自由化の影響に加え、政策面でもマネーサプライ安定化などのため、金利の大幅変動が誘導ないしは容認された結果とみる事が可能であろう。

フトしたとしてもそれを十分織込めないという制約がある<sup>(注10)</sup>。したがって、この結果をもって、最近のマネーサプライの伸びの高まりが、一定の安定的なラグをもって将来の物価上昇につながるとはいえない。ただ同時に、この結果は、最近の10年間についても、全体としてみた場合には、金融の緩和が行過ぎると、長い目でみた成長率は高まらない一方で、物価上昇率のみが高まるという関係が変わっていないことを示唆しており、やはり無視し難いように思われる。

翻って、現在の実体面での物価を巡る環境をみると、目先は、円高と輸入増加の効果からインフレ再燃懸念は小さいとみられるが、景気拡大テンポの加速に伴い、製品・労働需給が急速にタイト化しつつあるだけに、為替相場の円安化等何らかの理由で価格上昇期待が台頭した場合には、思惑的な在庫の積上げ等を通じて、そうした期待が予想以上のテンポで実現するおそれがある。マネーサプライの高い伸びは、そのような思惑的な取引を容易にファイナンスし、むしろ助長する危険性すらはらんでいることを意味しており、現在の景気拡大を安定的に持続させる観点からも、問題を含むものであることを忘れてはならない。

#### (金融・資本市場の安定性)

第2に、マネーサプライの増大が、仮に当面は実体経済面で物価上昇圧力に結びつかないとしても、株式・債券・不動産取引等、実体経済の成長に直接的にはつながらない取引の拡大を促進し、そうした資産市場の安定性に対して悪影響を及ぼす可能性を無視することはできない。すなわち、昨年みられたような債券・株式市場の過熱とその反動は、海外における株価・金利の動向をはじめ、さまざまな要因を背景とするものではあるが、金融が極めて長期にわたり緩和状況が続けてきたことと無関係とは考え難い。この点、やや長い目でみた場合、マネーサプライの伸びと株価の振幅度合いとの間に、緩やかながら正の相関があること(第9図)は、見逃し難い事実といえよう。

さらに金融・資本市場の安定性という観点からは、金融機関の資産・負債構成が、金融緩和の長期化や、金融自由化の進展を背景とする業容拡大競争激化の下で、かなり変化していることにも留意しておく必要があろう。すなわち、先にみたように、最近のマネーサプライ増加の大宗は、大口定期預金を中心とした短期の自由金利預金の増加によるものであり、その限りでは銀行にとってコスト押上

(注10) また、政策変数であるマネーサプライの伸びが、ここで想定したように持続的に高まるような場合、経済主体の行動パターン自体が変化してしまう可能性もある。この点を勘案し、マネーサプライの一回限りの増加に対する物価上昇率の反応パターンをみた分析については、付2参照。

げ要因となっているが、それにもかかわらず、銀行の国内部門の総資金利鞘がこれまでのところさほど変化していないのは、全体としての短期金利水準が大きく低下しているなかで、①金融機関が特定金銭信託等による有価証券運用により、有価証券利回りを上げたこと、②住宅ローン等、金利の相対的に高い長期貸出の比率を上昇させたこと、による面が大きい。

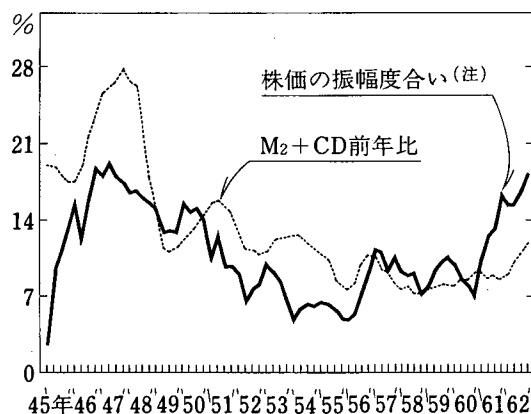
いうまでもなく上記①は、金融機関の収益が株式・債券市況の変化によってかなり変動するという不安定性をはらむようになったことを意味している<sup>(注11)</sup>。また、②に関しては、短期資金調達、長期資金運用という満期構成転換は、もともと金融機関の基本的な機能の一つであり、金融緩和期にその傾向が強まることも当然といえるが、最近の変化はとくに目立っており(第10図)、金利が反転上昇した場合には、金融機関の収益が大きく圧迫されるリスクを高めているといえよう<sup>(注12)</sup>。

このように、最近のマネーサプライの増加は、部分的にせよ、金融機関の資産

内容面における種々のリスクを拡大しつつ進展したともいえる。この点、自己資本比率に対する世界的な見直し機運の高まりなどを契機に、金融機関自身が資産内容の健全性を配慮して節度ある融資態度を強め、その結果マネーサプライの伸びが自律的に低下に向かう可能性はあり、それがまた望まれるところである。しかし少なくとも当面は、こうした資産・負債の「ミスマッチ」につき、金融・資本市場の安定性を確保するとの観点からも、引続き十分に注目して

(第9図)

マネーサプライの伸びと株価の振幅度合い



(注) 各四半期中の平均株価の振幅を次式で算出し、4期移動平均したもの。

$$\frac{\text{高値} - \text{安値}}{\text{平均}} \times 100 (\%)$$

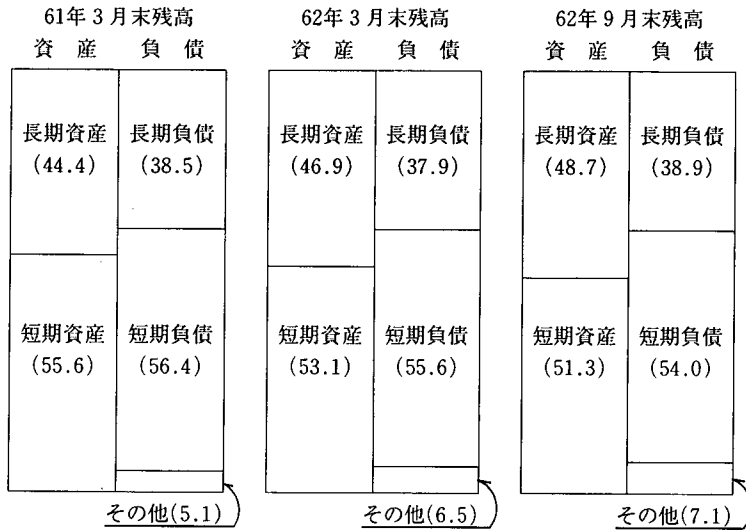
(注11) また、前述のように、貸出増加の一つの背景が、既存資産価格の上昇による担保力の増大にあったことからみて、仮にこうした資産の価格が低下するようなことがあれば、金融機関の資産内容悪化にもつながることも考えられる。

(注12) 変動金利貸出の場合であれば、銀行側には金利リスクは生じないが、借手の金利リスクが増大するため、結局金融機関にとってのクレジット・リスクが高まる可能性がある。

(第10図)

## 都・地銀における資産・負債構成の変化

( )内は構成比・%



- (注) 1. 日本銀行「資金循環勘定」、「全国銀行銀行勘定期限別貸出残高」、「全国銀行期間別定期預金残高」等から算出。
2. 長期資産＝有価証券＋貸出金(長期)等  
 短期資産＝預け金＋コール・ローン＋買入手形＋貸出金(短期)等  
 長期負債＝定期預金(長期)＋金融債等  
 短期負債＝預金(短期)＋C D＋コール・マネー＋売渡手形等
3. 貸出金(長期)、定期預金(長期)は、各々の期間別満期(1年以上)をもとに日本銀行調査統計局で推計。

いく必要があろう。

また、マネーサプライの高い伸びと資産価格の変動に関連する第3の問題として、社会的公平への影響も無視できない。すなわち、マネーサプライの上昇にもかかわらず、卸売・消費者物価やGNPデフレーターといった財・サービスのフローにかかわる物価は、これまでのところ総じて安定を保ってきたが、一方で、都市部を中心とした土地価格は、ごく最近になってやや落ち着いてきてはいるものの、ここ数年の間にかなりの上昇を示してきた。もちろん、こうした地価上昇の背景には、経済のサービス化、国際化の進展に伴う都市部のオフィス・スペース不足、若年層の都市部への流入傾向、さらには土地税制の問題など、さまざまな要因が寄与しているが、マネーサプライの高い伸びやその流通速度の低下に示されるような、長期にわたる金融緩和も全く無関係とはいえない。こうした土地価格の上昇は、家賃の上昇などを通じて、フローとしての物価にも影響を及ぼし、また公共支出の投資効率等の面で経済成長にもかかわってくる問題であるが、こ

れらを別にしても、社会的な福祉、とくに資産の分配面での公平の確保という観点から問題であることは、言をまたないところであろう。

## おわりに

以上みたように、マネーサプライの水準の評価は、金融自由化を主因とする通貨需要関数の不安定化等から、従来に比べより困難になっている。しかし、最近のマネーサプライの伸びが、実体経済の動向と比べて高目であること自体は否定できず、したがって、物価の安定基調を維持するという観点のみならず、金融・資本市場の安定、さらには社会的な公平を確保するという観点からも、マネーサプライの高い伸びやその流通速度の大幅な低下には、十分に注意を払うことが必要である。

金融政策の運営は、その時々内外経済情勢や為替・金融市場の動向などに関する総合的な判断に基づいて行われるものであり、マネーサプライはあくまでもその際の判断材料の一つにすぎないことは、いうまでもない。しかし、景気が本格的な拡大局面に入った現在、物価の安定を基盤とした持続的な内需拡大を確保する観点からはもとより、金融・資本市場の不安定性を回避するためにも、金融の量的な指標として、マネーサプライやその流通速度の動向を注視していくことはやはり重要であるといえよう。

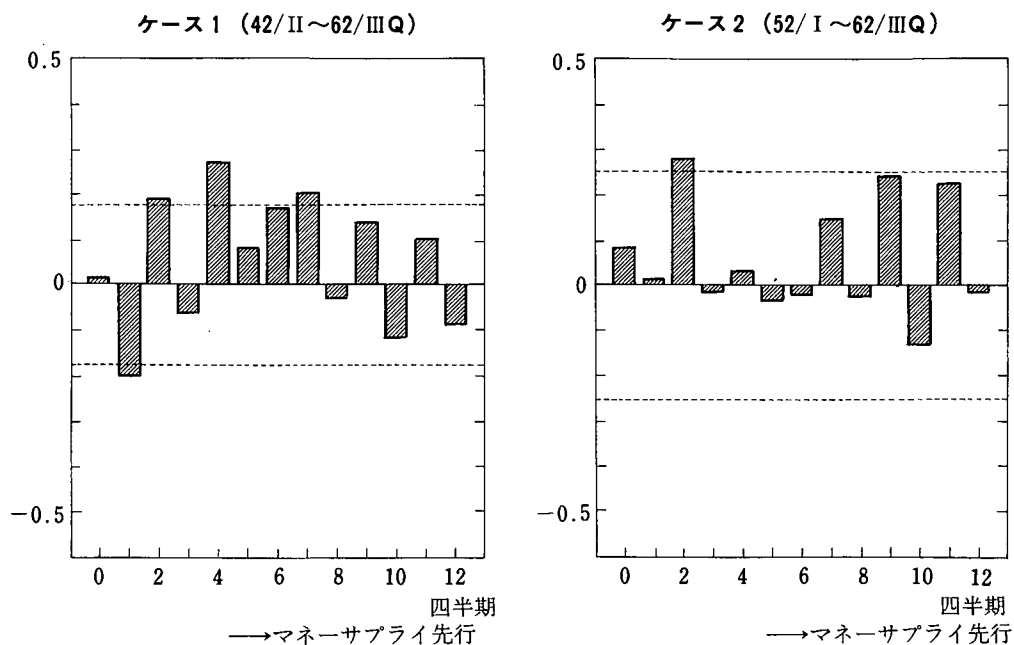
## 付 1. Box-Jenkins 法によるマネーサプライと物価との関係のテスト

単純な時差相関分析では、各変数の変動のうち、系列相関をもって変動する部分の影響により、結果にゆがみが生じている可能性がある。このため、こうした系列相関的な変動を除去したうえで、ランダムな変動部分の相互関係を検討する、Box-Jenkins の手法を、 $M_2 + CD$  および  $GNP$  デフレータの前期比データに適用した。

具体的には、 $M_2 + CD$  について ARIMA モデルを推計し、そこで得られたフィルターを  $GNP$  デフレータにも適用し、そのうえで残差項間の時差相関係数を求めた。この結果をみると(付図 1)、第 1 次石油危機前後を含む 42 年第 2 四半期から 62 年第 3 四半期の全期間をとった場合(ケース 1)、マネーサプライの伸びが物価の上昇に 4 期先行する関係が最も高く、かつ有意(このほか、2 期および 7 期先行も、相関係数はやや低くなるものの、有意)となっているのに対し、52 年第 1 四半期から 62 年第 3 四半期にかけての期間(ケース 2)では、2 期の先行関係のみが有意となり、かつ有意性の水準が低下している。この点からみて、ケース 2 の期間ではラグが短期化するとともに、影響度合いは若干低下した可能性がある。

(付図 1)

マネーサプライと物価との関係(Box-Jenkins 法による)



(注) 破線は概ね 5% 有意水準を示す。

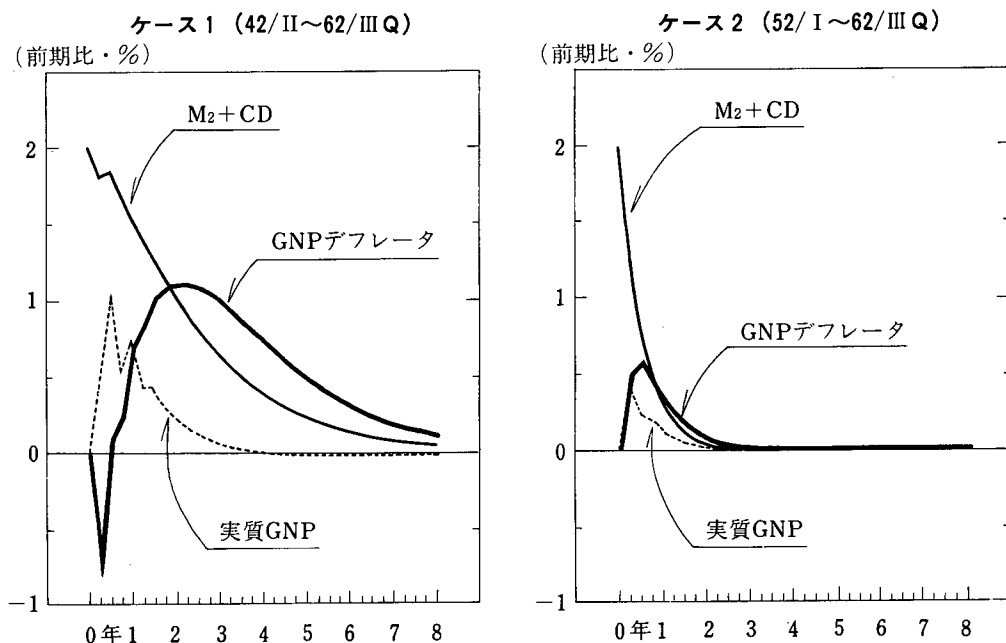
## 付 2. VARモデルによるインパルス応答関数の結果

本文に示した分析とは異なり、マネーサプライの一回限りの増加に対する物価の反応パターンをみるため、 $M_2 + CD$ 、GNPデフレーターおよび実質GNPの3変数の前期比からなるVARモデル<sup>(注)</sup>を推計したうえで、 $M_2 + CD$ に対する一回限りのショック(ここでは、2%の伸び率上昇)を与え、そのショックが各変数にどのように波及していくか(インパルス応答関数)をみてみた。なお、計測期間については、42年第2四半期から62年第3四半期(ケース1)と、52年第1四半期から62年第3四半期にかけての期間(ケース2)とした。

この分析結果(付図2)をみると、マネーサプライが増大してから物価上昇までの期間は、最近10年間をとったケース2の方が、全期間をとったケース1に比べ短期化し、また物価上昇の程度も小幅となっており、付1の分析に符合している。

(付図2)

マネーサプライ増加の及ぼす影響(VARモデルによるインパルス応答関数)



(注) 本文中では、これら3変数に名目金利を加えたモデルを用いたが、ここでは専らマネーサプライと物価との関係に焦点を絞り、より安定したモデルが得られる3変数モデルによる分析を行った。

ただ、こうしたインパルス応答関数による各変数の反応パターンをみるにあたっては、ここで示されたインパルス応答には、当然のことながらショックを与えた変数(ここでは $M_2 + CD$ )自体のその後の動きも反映されていることに留意する必要がある。すなわち、付図2をみると、ケース1の場合、ケース2に比べ、ショックを与えてからはるかに長期間 $M_2 + CD$ の伸びが高まっており、それが物価が大幅かつ長期にわたり上昇している大きな要因となっている可能性が高い。こうしたマネーサプライ自体の反応を、一つの政策決定ルールと解釈すれば、ケース2において、マネーサプライにショックを与えたあと、各変数が速やかに当初のレベルに収れんすることは、この期間においてマネーサプライの伸びが安定するような金融政策運営が行われてきたことの反映という見方も可能である。