

# 最近のマネーサプライの動向

## —— その分析と評価 ——

### [ 要 旨 ]

1. 近年のマネーサプライの動きを $M_2+CD$ （平残前年比）でみると、80年代後半以降90年初まで総じて2桁の高い伸び率を示した後、最近では1%を割る既往最低のレベルにまで低下するなど極めて大幅な変動を記録している。こうした $M_2+CD$ の大幅な変動は、実体経済活動（名目総需要や所得）ないし金利の循環的変化の直接的影響のみでは説明が付き難く、この間における資産価格の変動、金利自由化の進展の下での金融機関行動の変化、郵貯等への資金シフトといった諸要因の影響が大きかったと考えられる。
2. すなわち、80年代後半から90年初の時期については、金融緩和の下での景気拡大過程において資産価格が大幅に上昇したことにより、①資産全体の増加に伴いその一部である通貨に対する需要が増加するという効果（富効果）と、②資産等の取引額増大に伴う通貨需要の増加、という2つの効果が通貨需要を押し上げたのに対し、金利自由化の下で業容拡大をめざす金融機関も積極的な貸出行動をとったため、 $M_2+CD$ が急増することとなった。また、大口定期預金の導入や定額郵貯の満期集中に伴う資金シフトも $M_2+CD$ の増大に寄与した。

なお、前記のような金融機関行動を可能ならしめたのは、①89年央までは金利期間構造が順イールドであり、金融機関が短期調達・長期運用にシフトすることにより利益を増大させる余地が大きかったこと、②資産価格上昇に伴い金融機関の含み益ならびに担保価値が増大したこと、であったと考えられる。
3. 90年後半以降、最近にいたる $M_2+CD$ の低い伸びは、資産価格の低下に伴い上記の通貨需要押し上げ効果が逆転するとともに、金融機関行動も業容拡大から信用リスク等をより重視するものへと変化したうえ、 $M_2+CD$ から郵貯等への資金シフトの動きが加わったことによるものであり、それ以前の高い伸びの反動ないし巻き戻しという色彩が濃い。ちなみに、各種通貨需要関数を用いた試算によれば、資産価格の大幅な上昇とその後の下落に伴う富効果ないし取引需要効果の振れが、最近の $M_2+CD$ の前年比伸び率低下に与えた影響は極めて大きいと推測される。
4. 上記のような要因により、 $M_2+CD$ はフローの実体経済活動の拡大テンポを大幅に上回って急増したあと伸び悩んでいる。このような状況の下では、 $M_2+CD$ の前年比伸び率のみを重視するのは適当でなく、資金シフトの影響や以前の高い伸びを勘案し、マクロ的にその残高水準とフローの実体経済活動水準とを対比したり、ミクロ面からは企業の手元流動性や、貸出金利

---

の動向、金融機関の貸出態度をチェックするなど、マネーサプライ伸び率の妥当性をさまざまな角度から検討していく必要がある。

5. こうした観点から、マネーサプライの現在の水準を眺めてみると、まず、短期的な資金シフトの影響については、 $M_2+CD$ に代えて郵貯等を含む広義流動性等でマネーサプライをみれば総じて4%前後で推移しており、 $M_2+CD$ の前年比伸び率でみたときマネーサプライの伸び悩みが過大に現われていることを示している。しかし、こうした資金シフトの影響を受けている $M_2+CD$ でみても、その流通速度は現状概ねトレンド線の近傍にあって、マネーサプライ水準が過小であるとはいえない。なお、郵貯等への資金シフトは、統計的には $M_2+CD$ の伸び率を低下させるものの、実体的に金融逼迫をもたらす可能性は小さいとみられる。
6. この間、金融機関の融資姿勢がこれまでの緩和期に比べ総じて慎重であることは否定できないものの、貸出金利の低下テンポ、貸出態度判断、企業の資金繰り判断、手元流動性比率のいずれをとってみても、これまでのところ、金融機関の貸出態度慎重化によって企業行動が大きく制約されるという状況にはないとみられる。もっとも、資産価格が下落する過程において金融機関の不良資産が増加していることに加え、株価動向によってはBIS規制の影響もありうるため、日本銀行としては、金融機関の融資動向を含め、金融面の情勢推移を注意深く見守っていく所存である。
7. 上述のように $M_2+CD$ とフローの実体経済関連指標との関係は、近年さまざまな要因に攪乱され、少なくとも一時的には不安定化していると考えられる。とくに、一般物価は、90年初までの $M_2+CD$ の高い伸び率にもかかわらず、80年代後半以降総じて安定的に推移するなど、 $M_2+CD$ を直ちに物価の先行指標とみなすのは適当でないと思われる動きがみられている。しかし、このことは必ずしも通貨・信用集計量指標一般の有用性が否定されたことを意味するわけではなく、 $M_2+CD$ に代わる指標ないし補完する指標を模索する必要があることを意味していると考えられる。現にわが国と類似の問題を抱えている米国でも、これまで中心的指標としてみてきた $M_2$ 、 $M_3$ に代わる指標の有用性が学界や連銀関係者によって検討されている。
8. マネーサプライのコントローラビリティという点でいうと、近年の金利自由化の進展の下で、預金金利を中心とするマネーサプライ対象資産の収益率とその他の金融資産の収益率の連動性が高まった結果、これまで所得や資産価格を通じるマネーサプライのコントロールルートに比べ即効性が高かったとみられる金利を通じるコントロールルートが弱まっている可能性が強い。ただし、一方で金利自由化の進展は金利政策が実体経済活動に与える直接的影響を強めているとみられるため、マネーサプライに対するコントローラビリティの即効性低下は、金融政策の有効性低下を意味するものではない。

9. 通貨・信用集計量指標が金融政策の参照指標 (indicator) として有用であるためには、実体経済活動に対する先行性と速報性がとくに重要と考えられる。わが国のデータをもとに各種通貨・信用集計量の有用性をテストしてみると、80年以降はM<sub>2</sub>+CDの物価関連指標に対する先行性が著しく低下している。これに対し、広義流動性は物価関連指標に対する先行性を一応保っているものの、その信頼度は必ずしも十分なものとはなっていない。他方、信用集計量の中では最広義信用集計量 (国内非金融部門金融負債) が、いずれの分析についても、まずまずのパフォーマンスを維持している。もっとも、最広義信用集計量の先行性が何に由来するかは必ずしも明確でない。また、M<sub>2</sub>+CD、広義流動性は速報性が高いのに対し最広義信用集計量は速報性の点で難がある。これらの点からみて現時点では、特定の指標を中心的参照指標とすることは難しい。

10. M<sub>2</sub>+CDの高い伸びとその後の著しい伸び悩みが、異例の資産価格変動や資金シフトによってもたらされたものであることを考えると、M<sub>2</sub>+CDの動向とフローの実体経済指標動向の乖離は一時的かつ異例のものであり、資産価格の安定と資金シフトの影響一巡に伴って両者の安定的関係が回復してくる可能性はあると考えられるものの、その見極めにはかなりの期間を要しよう。したがって、当面M<sub>2</sub>+CD、広義流動性に加え、最広義信用集計量などの各種通貨・信用集計量指標を補完的に用い、これらとその他諸指標を見合わせて総合的な判断を行っていく必要性が一段と高まってきていると考えられる。これらの点にかんがみ、日本銀行は引続き、マネーサプライやその他経済指標全般の動きに注意を払い、経済諸情勢の変化に機動的に対応していく方針である。

## ( 目 次 )

はじめに

### 1. 80年代後半以降におけるマネーサプライ

(M<sub>2</sub>+CD) 変動の背景

(1) M<sub>2</sub>+CDの拡大過程とその背景 (87年～90年初)

(需要サイドの要因)

(供給サイドの要因)

(80年代後半の基本的構造：要約)

(2) M<sub>2</sub>+CDの収縮過程とその背景 (90年後半以降)

(需要サイドの要因)

(供給サイドの要因)

(3) マネーサプライ水準の評価

(マネーサプライ指標分析の視点)

(金融機関の融資態度)

### 2. 金融政策運営における通貨・信用集計量の位置づけについて

(1) 通貨需要関数の安定性

(2) マネー等の実体経済に対する先行性 (時差相関分析)

(分散分解と転換点分析)

(3) マネー等のコントローラビリティ

(金利自由化とマネーのコントローラビリティ)

(イールド構造を通じる影響)

(4) 速報性

おわりに

はじめに

近年のマネーサプライの動きを $M_2+CD$ （平残前年比）でみると、80年代後半以降90年初まで2桁の高い伸び率を示した後、足元は既往最低の1%を割るレベルまで低下するなど、極めて大幅な変動を記録している。この間、地価、株価といった資産価格は、急騰後急落を示す一方、一般物価は、90年初までの $M_2+CD$ の高い伸び率にもかかわらず、80年代後半以降総じて安定的に推移するなど、 $M_2+CD$ を直ちに物価の先行指標とみなすのは適当でないと思われる動きがみられている（後掲図表1）。また、金利上昇局面において $M_2+CD$ の伸びが高まる（89年央～90年初）一方、下降局面で逆に伸びが低下する（91年央以降）など、その時々金融政策スタンスと必ずしも整合的とはみなし難い動きも示している。マネーサプライの中心指標と实体经济活動ないし金融政策スタンスとの乖離という今回の経験は、わが国のみのものではなく、米国等でも現在同様の問題に直面している（注1）。

わが国における $M_2+CD$ の大幅変動の背景としては、实体经济の循環的変動のほか、金利自由化進展の下での銀行行動の変化や各種金融資産間の資金シフト、さらには資産価格の大幅な変動等の多様な要因の影響を考へる。もとより、マネーサプライと物価上昇率との間には、ある一定のマネーサプライの伸びが必ず特定の物価上昇率に結びつくといった機械的な関係が存在するわけではないため、マネーサプライの「適正」な伸び率を事

前に定めることはなかなか容易でなく、日本銀行はこれまでも金融政策の運営にあたってはマネーサプライの伸び率のみをみるのではなく、その時々金融・経済情勢を総合的に判断していく必要があるとの見解を採ってきた。しかし、他方で、マネーサプライの伸び率が高まれば、やや長い目でみて物価上昇につながる人が多いという内外の諸経験を踏まえ、マネーサプライの動向に格段の注意を払ってきたこともまた事実である。それだけに、マネーサプライと实体经济の関係がどのように変化してきたのか、また、どのような要因がいかなる形でマネーサプライの動きに影響したのか、最近のような事態は永続的なものかそれとも一時的なものである可能性が強いのか、また、今後の物価や景気回復過程にどのような影響を与えうるのか、といった点について、検討しておく必要があろう。

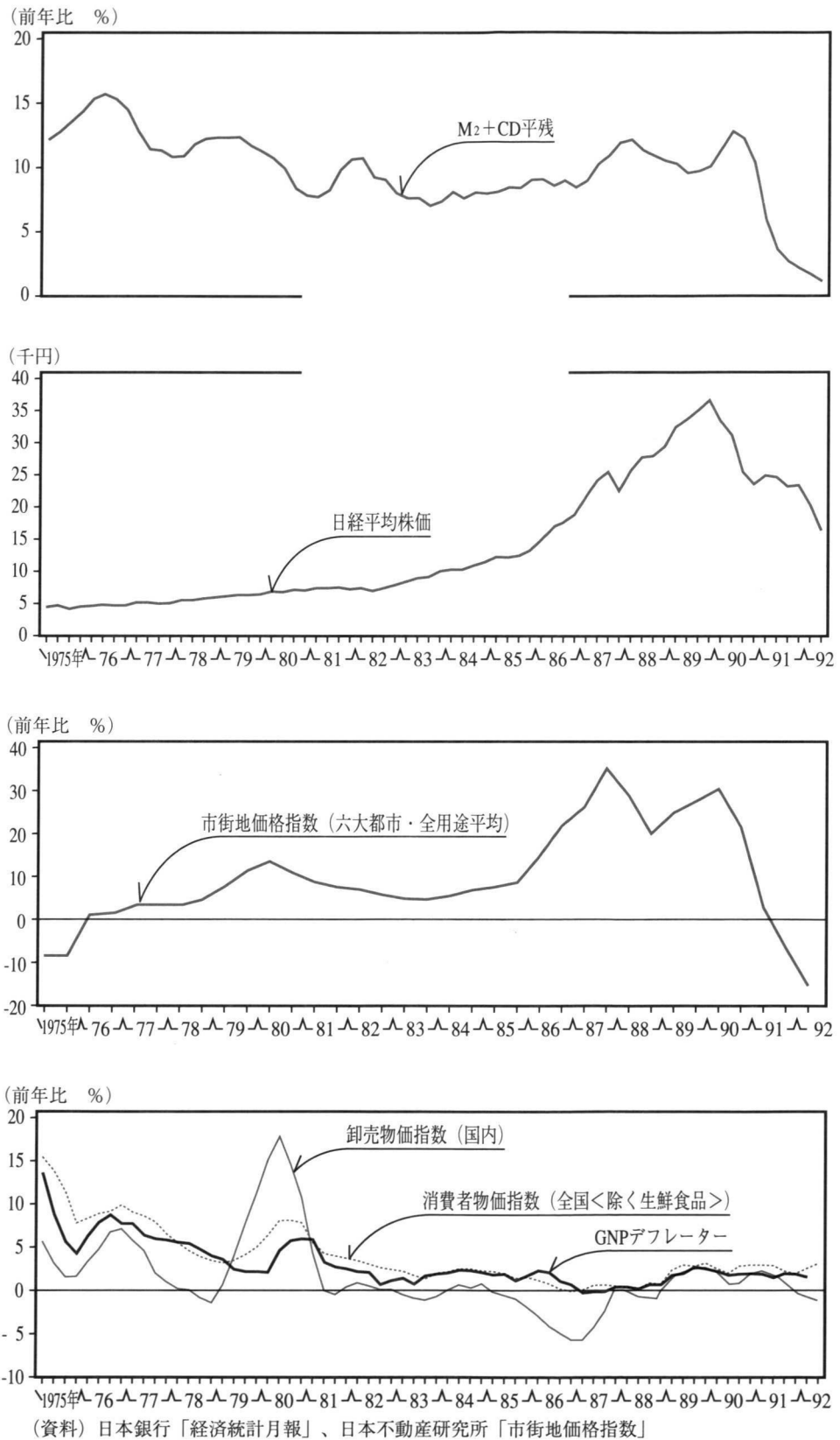
こうした点を踏まえ、本稿では、主として広義のマネーサプライ、とくに $M_2+CD$ の大幅な変動がどのようにして起こされたのかについて各種データに基づく分析を行うとともに、それが今後の金融政策運営上、いかなる意味合いを持つかについて考えてみることにしたい。

具体的には、まず、第1章では、80年代後半以降における $M_2+CD$ 変動の背景を主にマネーの需要サイド、供給サイドの2つの側面から整理した後、足元の $M_2+CD$ の伸び悩みをどのように評価すべきかについて分析を行う。ついで、第2章では、第1章での分析結

（注1）例えば、FRBのグリーンズパン議長は92年7月21、22日の両日行われた「完全雇用と均衡成長法（いわゆるハンフリー・ホーキンス法）」に基づく両院銀行委員会の議会証言において「マネーサプライと支出活動の関係は家計や企業のバランスシート調整等の影響を受けており、現在のマネーサプライの低い伸びは名目GDPの伸びに対応しておらず、 $M_2$ 、 $M_3$ の流通速度は急速に上昇している」としている。



(図表1) マネーサプライと物価の推移



果を踏まえつつ、金融政策運営における通貨・信用集計量の位置づけにつき、 $M_2+CD$ のみならず、各種通貨・信用集計量にまで検討対象を広げてそれらを比較しながら検討を行う。第3章では結論を簡単に要約する。

## 1. 80年代後半以降におけるマネーサプライ ( $M_2+CD$ ) 変動の背景

前述のように、80年代後半以降の $M_2+CD$ は、90年初まで高い伸びを示した後、急速な伸び率の低下をみている。そこで、以下ではまず $M_2+CD$ の拡大期と伸び悩み期に分けて各々その背景を整理しておこう。

### (1) $M_2+CD$ の拡大過程とその背景 (87年～90年初)

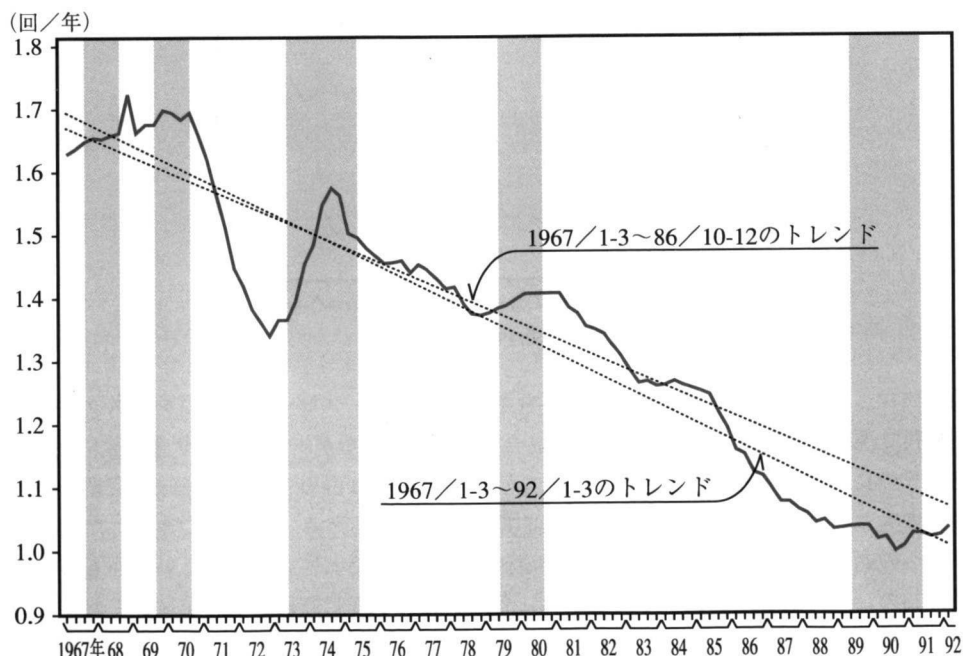
87年以降の $M_2+CD$ の高い伸びの基本的背景は、この間の金融緩和の下での長期にわた

る実体経済活動（名目総需要ないし所得）の拡大であることはいうまでもない。しかし、名目総需要と $M_2+CD$ の比率でみた通貨の流通速度はこの間ほぼ一貫して低下しており、 $M_2+CD$ がフローの実体経済活動の伸びを上回って増加したことを示している（図表2）。その背景にはマネーの需要サイド、供給サイド、各々幾つかの要因があり、その結果としてこうした状況が発生したと考えられる。もとより需要サイド、供給サイドへの区分は必ずしも厳密に行いうるわけではないが、以下では、大まかにこの2つに分けて各々の要因をみてみよう。

### (需要サイドの要因)

実体経済活動の拡大以外の需要サイド要因としてまず最初に挙げられるのは、この間の金利低下である。しかし、金利と所得のみを

(図表2) マネーサプライの流通速度（名目総需要/ $M_2+CD$ ）の推移



(注) シャドー部分は公定歩合引上げ期。

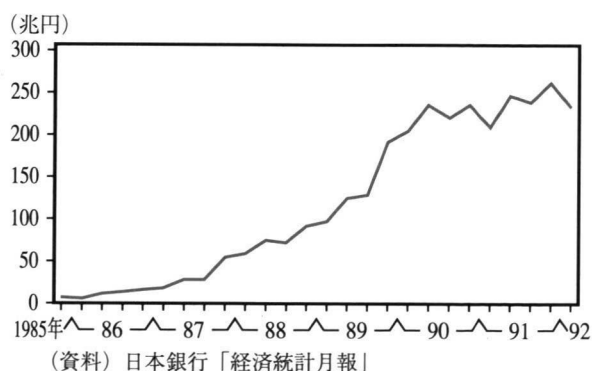
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

説明変数とする単純な通貨需要関数を推計し、所得要因と金利要因によって通貨需要を事後予測してみると、推計に使った期間外の予測（out-of-sample simulation）はもとより、推計に含まれる期間内の予測（in-sample simulation）についてもM<sub>2</sub>+CDの水準が大幅に過小評価されるという結果が得られる（図表3（1））。また、均衡への調整に時間がかかることを想定して、説明変数に前期のM<sub>2</sub>+CD水準を加えた部分調整型関数についても、M<sub>2</sub>+CDの過去値に予測値を代入する予測シミュレーション（dynamic simulation）を行うと同様の傾向が強うかがわれる（図表3（2））（注2）。

このように、この間のM<sub>2</sub>+CDの高い伸びは、金利・所得の両要因の直接的影響（注3）のみでは十分説明がつかないことが分かる。そこで次に考えられるのは、この間の資産価格の上昇である。資産価格上昇は資産取引拡大に伴って、資産取引のための通貨需要を増加させる。また、資産選択理論が示すように、資産価格上昇によって資産が増大する中で法・個人が資産に占める通貨の比率を維持しようとするれば、通貨需要は増加することになる（富効果）。実際、後述のように富効果ないし資産取引効果を加えることにより、通貨需要関数のパフォーマンスはかなり向上する。

（注2）なお、通貨需要が過小推計されるひとつの理由づけとしては、後述のように、業容拡大意欲の強い都銀等が金利低下局面の中で、高利の大口定期の発売によってマネー対象資産の利回りを高め、資産所有層の預金吸収を積極的に行っていたことが指摘できる。実際、80年代後半には大口定期の受入額は高い伸びを続けている。この効果を考慮に入れ、大口定期預金の導入ダミーを付け加えると、若干結果は改善するが、M<sub>2</sub>+CDの過小推計という定性的な結論は変わらない（図表3（1）、（2））。

大口定期預金新規受入額の推移（全銀）

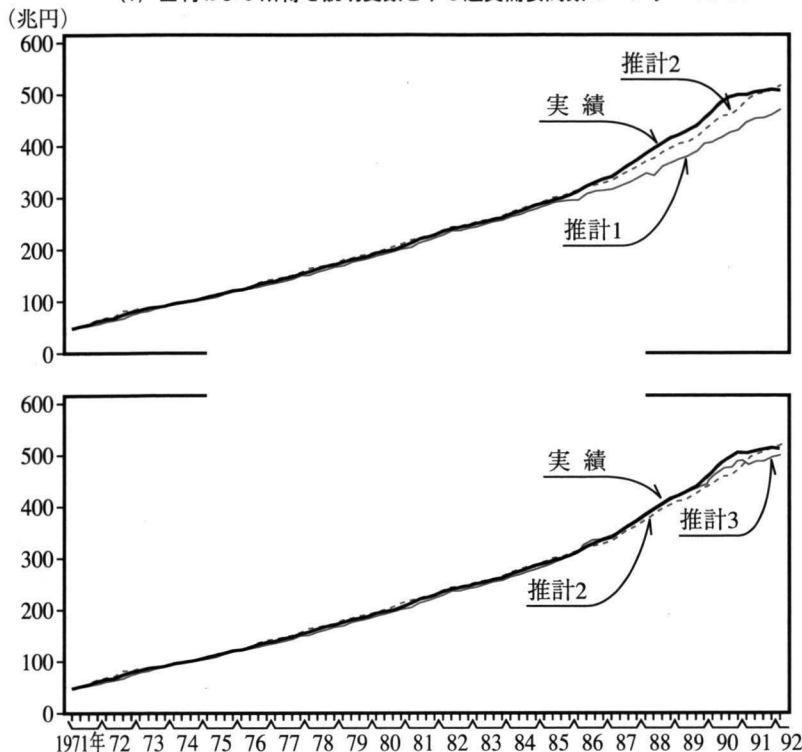


（注3）理論的には、資産価格は当該資産から得られるキャッシュ・フローの予想値をリスク・プレミアムを加味した金利で現在価値に割引いたものとなる筋合いにある。したがって、プラザ合意後における低金利政策の推進やその長期化が資産価格上昇の要因となっていることは否めず、その意味で資産価格上昇に伴う通貨需要の増大はかなりの程度金利要因を間接的に反映しているとみることができる。ただし、土地神話や企業業績への過度の期待等の要因によって資産価格が行過ぎた上昇を示したという面もある。とくに89年央～90年初の金融引締め期には、金利の上昇にもかかわらず資産価格が上昇を続けており、この時期の資産価格上昇はファンダメンタルズからみて行過ぎであった可能性が強い。

(図表3)

## 各種通貨需要関数のパフォーマンス

## (1) 金利および所得を説明変数とする通貨需要関数のパフォーマンス



$$\log M/P = \alpha + \beta \log Y/P + \gamma i$$

M:  $M_2 + CD$   
P: GNPデフレーター  
Y: 名目GNP  
i: 短期金利 (債券現先レート<3か月>)

(推計1) out-of-sample simulation (71/1-3~92/1-3)

関数の計測期間: 71/1-3~84/10-12

$$\begin{aligned} \alpha &= -5.52 & (-15.6) \\ \beta &= 1.36 & (56.8) \\ \gamma &= -0.287 \times 10^{-2} & (-2.0) \\ R^2 &= 0.985 \quad S.E. = 0.028 \quad D.W. = 0.29 \quad ( ) \text{内は} t \text{値} \end{aligned}$$

(推計2) in-sample simulation (71/1-3~92/1-3)

関数の計測期間: 71/1-3~92/1-3

$$\begin{aligned} \alpha &= -7.66 & (-29.5) \\ \beta &= 1.51 & (87.8) \\ \gamma &= -0.355 \times 10^{-2} & (-2.1) \\ R^2 &= 0.991 \quad S.E. = 0.036 \quad D.W. = 0.18 \quad ( ) \text{内は} t \text{値} \end{aligned}$$

$$\log M/P = \alpha + \beta \log Y/P + \gamma i + \delta D$$

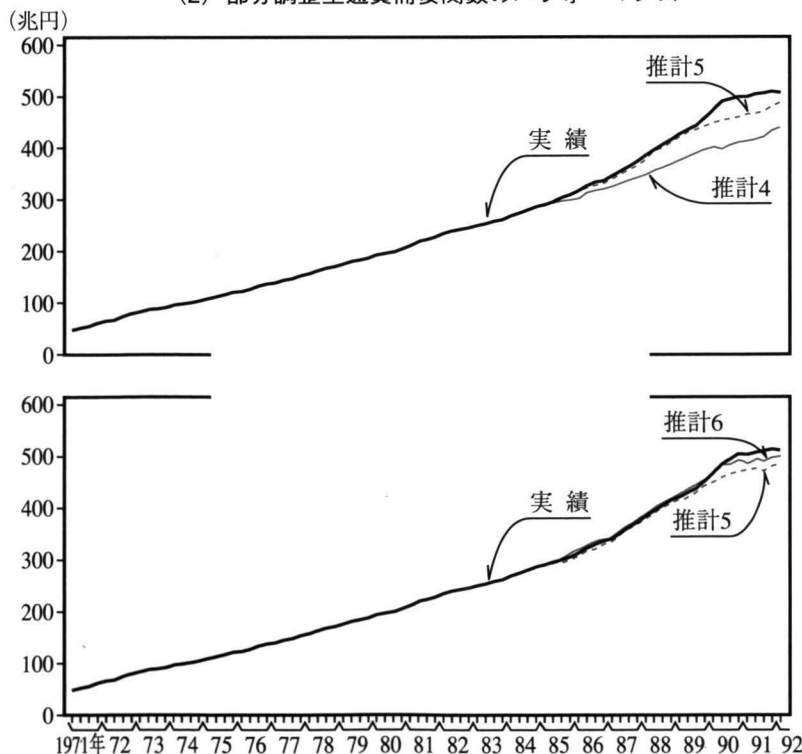
D: 大口定期ダミー (86/1-3~90/10-12)

(推計3) in-sample simulation (71/1-3~92/1-3)

関数の計測期間: 71/1-3~92/1-3

$$\begin{aligned} \alpha &= -6.93 & (-26.6) \\ \beta &= 1.46 & (83.4) \\ \gamma &= -0.137 \times 10^{-2} & (-0.9) \\ \delta &= 0.575 \times 10^{-1} & (-5.5) \\ R^2 &= 0.994 \quad S.E. = 0.031 \quad D.W. = 0.22 \quad ( ) \text{内は} t \text{値} \end{aligned}$$

## (2) 部分調整型通貨需要関数のパフォーマンス



$$\log M/P = \alpha + \beta \log (M/P)_{t-1} + \gamma \log Y/P + \delta i$$

M:  $M_2 + CD$   
P: GNPデフレーター  
Y: 名目GNP  
i: 短期金利 (債券現先レート<3か月>)

(推計4) out-of-sample dynamic simulation (85/1-3~92/1-3)

関数の計測期間: 71/1-3~84/10-12

$$\begin{aligned} \alpha &= -0.887 \times 10^{-1} & (-0.3) \\ \beta &= 0.884 & (18.7) \\ \gamma &= 0.123 & (1.8) \\ \delta &= -0.438 \times 10^{-2} & (-8.2) \\ R^2 &= 0.998 \quad S.E. = 0.010 \quad D.W. = 0.98 \quad h = 4.10 \quad ( ) \text{内は} t \text{値} \end{aligned}$$

(推計5) in-sample dynamic simulation (85/1-3~92/1-3)

関数の計測期間: 71/1-3~92/1-3

$$\begin{aligned} \alpha &= 0.319 & (1.1) \\ \beta &= 0.985 & (29.7) \\ \gamma &= -0.376 \times 10^{-2} & (-0.1) \\ \delta &= -0.448 \times 10^{-2} & (-9.0) \\ R^2 &= 0.999 \quad S.E. = 0.011 \quad D.W. = 0.95 \quad h = 5.10 \quad ( ) \text{内は} t \text{値} \end{aligned}$$

$$\log M/P = \alpha + \beta \log (M/P)_{t-1} + \gamma \log Y/P + \delta i + \varepsilon D$$

D: 大口定期ダミー (86/1-3~90/10-12)

(推計6) in-sample dynamic simulation (85/1-3~92/1-3)

関数の計測期間: 71/1-3~92/1-3

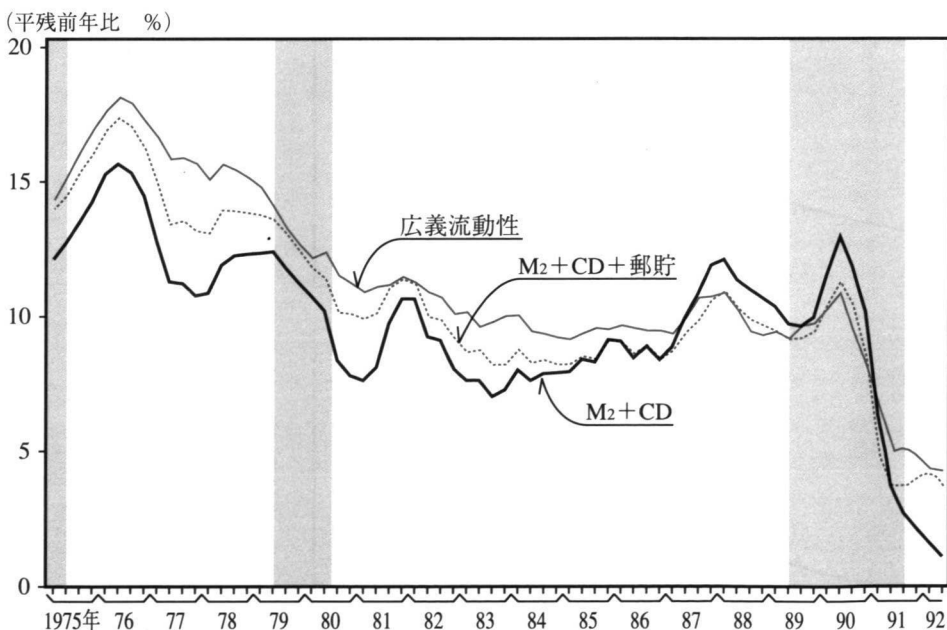
$$\begin{aligned} \alpha &= 0.903 \times 10^{-1} & (0.3) \\ \beta &= 0.941 & (25.9) \\ \gamma &= 0.550 \times 10^{-1} & (1.0) \\ \delta &= -0.406 \times 10^{-2} & (-8.0) \\ \varepsilon &= 0.101 \times 10^{-1} & (2.6) \\ R^2 &= 0.999 \quad S.E. = 0.010 \quad D.W. = 1.01 \quad h = 4.83 \quad ( ) \text{内は} t \text{値} \end{aligned}$$

さらに第3番目の要因として、 $M_2+CD$ 対象資産への資金シフトの発生が挙げられる（図表4）。すなわち、70年代および80年代前半にかけては、預金金利が基本的には規制下にとどまる中で、国債大量発行（マネー・フローの変化）や、中国ファンド、ビッグ、ワイド等の新金融商品の開発（金融革新）を背景に、 $M_2+CD$ から他の高利回り金融資産への「シフト・アウト」がかなりの規模で発生した。これに対し、87年以降は、漸進的な預金金利自由化の進展を背景に $M_2+CD$ の伸びが広義流動性を凌駕しており、逆に、 $M_2+CD$ への「シフト・イン」が生じたことを示している。また90年春から秋にかけては80年に発生した郵貯ブーム時に預入された定額郵貯の満期が到来し、これが $M_2+CD$ 対象資産へシフトして、 $M_2+CD$ の伸び率をさらに高める要因として作用している。

（供給サイドの要因）

次に、通貨供給サイドの要因についてみてみよう。 $M_2+CD$ の増減を金融機関のバランスシート面からみると（いわゆる「信用面の対応」、図表5）、財政要因やその他要因の影響も否定できないものの、通貨供給の大きな動きは貸出を主体とする民間向け信用によって作り出されていることが分かる。そこで、この時期の旺盛な通貨需要が金融機関貸出によってアコモデートされた背景についてみてみよう。この点については、①この時期において金融機関サイドの業容拡大意欲がとくに強かったこと、②89年央までの金融緩和下における順イールドの金利期間構造と資産価格（地価、株価）の上昇がこうした金融機関行動を可能ならしめたこと、の2点が指摘できる。

（図表4） マネーサプライの推移

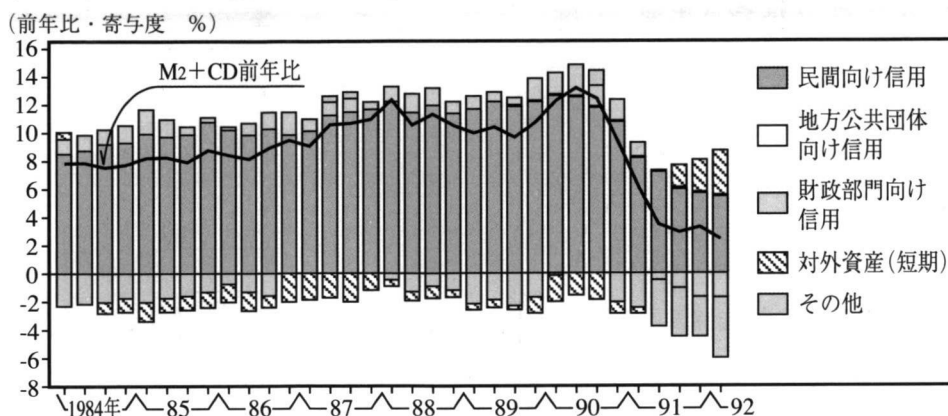


（注）1. 79年以前の広義流動性は推計ベース。

2. シャドー部分は公定歩合引上げ期。

（資料）日本銀行「経済統計月報」等

(図表5) 「信用面の対応」によるM2+CD前年比の要因分解

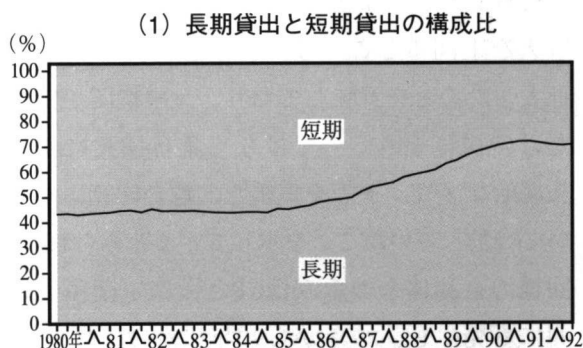


(注) 計数は月末残高の四半期平均ベース。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

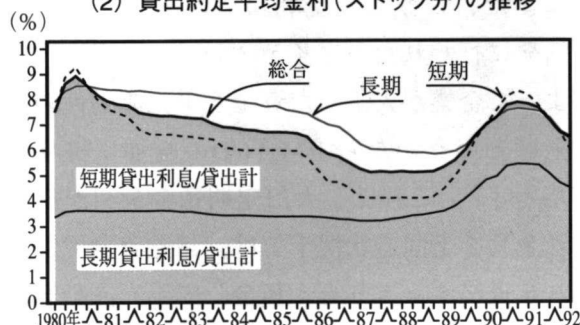
80年代後半における金融機関行動(注4)については別稿で詳しく検討したが、かいつまんで説明を試みれば、金融自由化に伴う競争圧力の強まりに対し、銀行をはじめとする金融機関はこの時期の金利順イールドに伴う長期貸出採算の好転を背景に長期貸出比率を従来の循環局面以上に大きく引上げ(図表6)(注5)、これによる高収益を利用して業容拡大を図ろうとしたと考えられる。もとより、わが国の金融機関は金利自由化以前から根強い業容拡大意欲を持っていたわけであるが、80年代後半の時期には高収益と金利自由化による競争激化懸念から業容拡大意欲を一段と強めていたとみることができよう。

こうした金融機関の業容拡大意欲は、その当時の金融機関の金利設定スタンスに端的に表われていたと考えられる。すなわち、87年から90年にかけて短期の大口定期預金金利が新規貸出約定平均金利(短期)を上回るとい

(図表6) 長期貸出と短期貸出の構成比(都銀)



(2) 貸出約定平均金利(ストック分)の推移



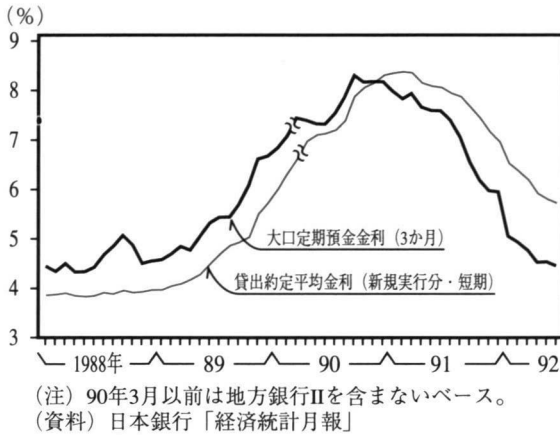
(注) 一部推計値。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

(注4) 日本銀行月報平成4年1月号「近年におけるわが国銀行業の効率化について」参照。

(注5) 貸出利鞘変動要因の詳細な分析については、日本銀行月報平成3年9月号「近年における貸出金利の変動について」参照。



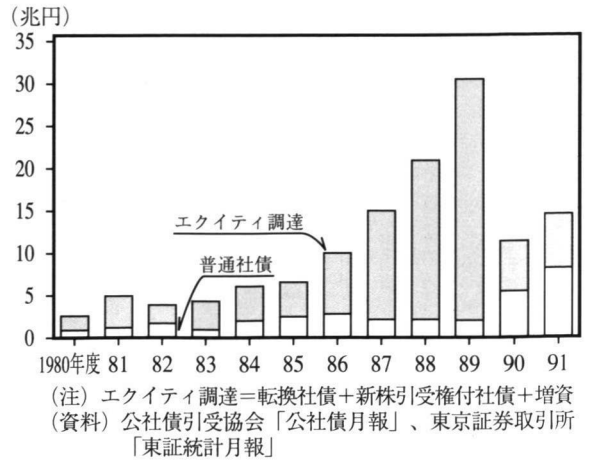
(図表7) 大口定期預金金利と貸出約定平均金利の推移(全銀)



う状態が続いている(図表7)。これは、前述のように、この時期における高収益を背景として短期については限界調達コストが限界貸出収入を上回るところまで、金融機関が貸出を拡大したことを意味しており、金融機関が貸出だけの採算をみるのではなく業容拡大による長期的なメリット等を重視し、総合採算に基づいて行動していたことを示しているとみられる。同様の金利体系の歪みはCPと大口定期預金の間にも発生し、87年から90年にかけてはCPと大口定期の両建による鞘抜きも活発化した。

また、こうした金利環境の下でこの時期活発に行われたエクイティ調達(図表8)によって企業が入手した資金も手元流動性の積上げというかたちでM2+CDの増加に寄与した(注6)。これは、大口定期預金金利が借入れ金利を上回る状況下では、調達資金で借入れを返済するよりも、預金して手元流動性を積上げた方が金融収支を好転させることができたためであったと考えられる。このため87年から89年にかけては、企業の資金調達額

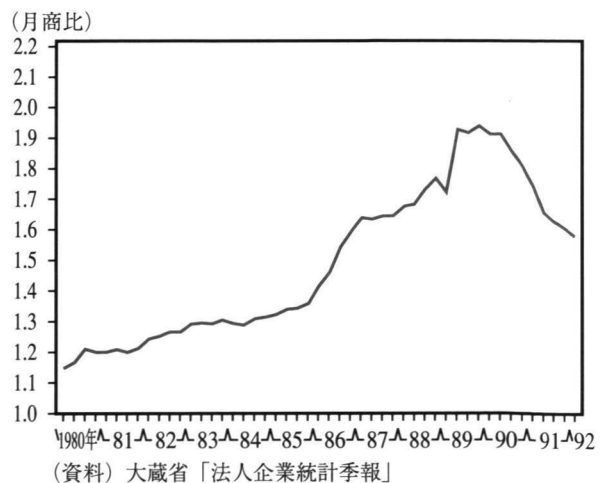
(図表8) 資本市場調達の動向



が実物投資を大きく上回り、手元流動性比率も高水準に達している(図表9)。

この間の地価の上昇は、金融機関の貸出面での業容拡大を容易にする役割を果たしている。第1に、地価の上昇は直接的に金融機関貸出およびこれによって創出されるマネーを金額的に膨張させる方向に作用した。この点は、不動産、建設、ノンバンクのいわゆる3業種向け貸出の急増に顕著に現われている

(図表9) 手元流動性比率の推移(全産業、季調済)

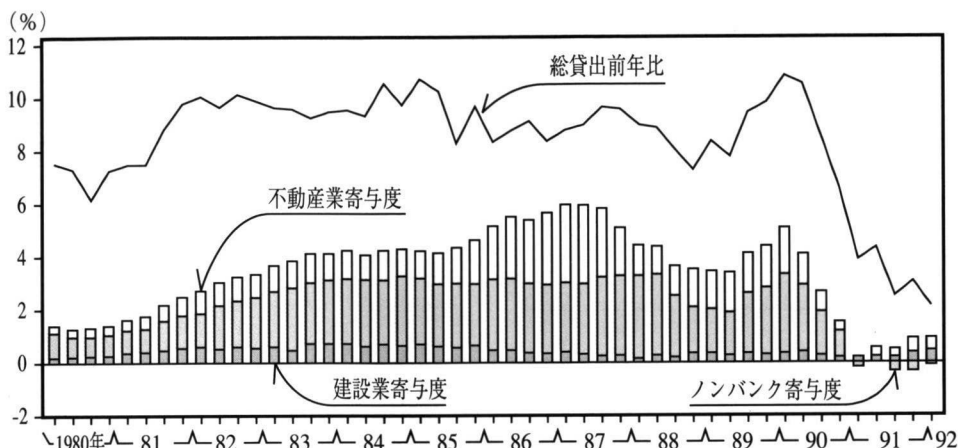


(注6) エクイティ調達自体は金融機関保有分の増加を除きマネーの増加に寄与するものではないが、企業の発行したエクイティ購入のために金融機関の与信が生じ、しかも上述のように企業が入手した資金を借入れ返済に用いないという場合にはマネーが増加することになる。

(図表10) ほか、中小企業非製造業設備投資や個人の住宅資金貸出についてもみてとれる。すなわち、中小企業非製造業向け貸出や住宅ローンは、投資額に占める用地取得額の

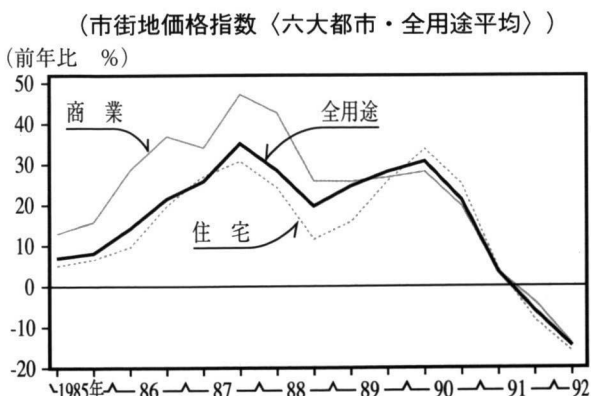
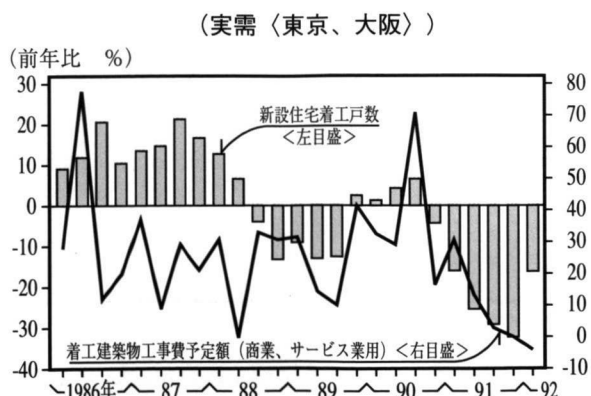
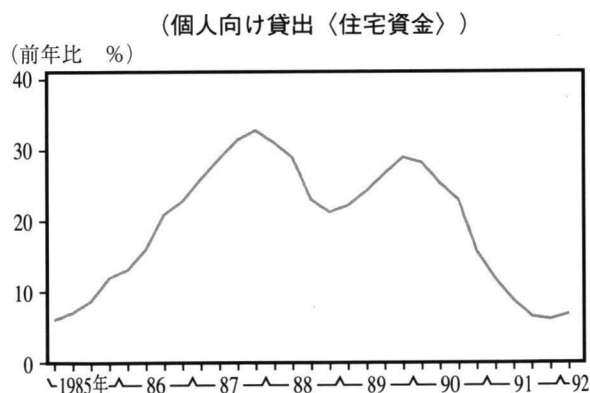
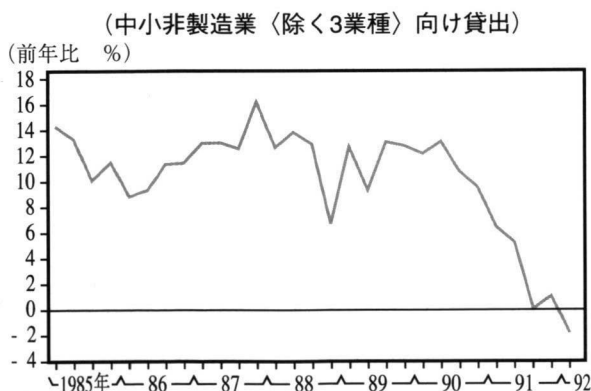
ウェイトが大きいので、着工建築物工事費予定額や新設住宅着工戸数で測られる上物投資額よりも地価との相関が高く(図表11)、地価の上昇はこれらの先に対する貸出も増加さ

(図表10) 3業種向け貸出の推移(全銀)



(注) 1. ノンバンク=金融・保険業+物品貸業  
2. 計数には当座貸越は含まれない。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表11) 都銀の中小非製造業、住宅向け貸出と地価の関係



(資料) 建設省「建設統計月報」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「経済統計月報」

せることになる。第2に、地価の上昇はそのプロセスにおいて「3業種」の収益好調や（図表12）、土地の担保価値増大をもたらし、事後的にみる限りこれらの先に対する貸出審査基準を甘めのものとすることによって金融

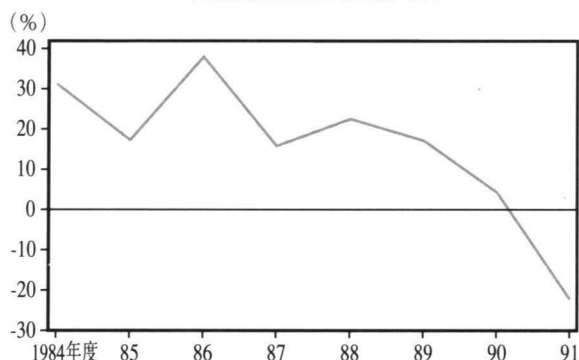
機関の積極的な貸出を促したと考えられる。

なお、この間の株価の上昇が有価証券含み益を増大させ、BIS規制の制約に対する銀行の認識をさしあたり弱める方向に作用したであろう点も見逃せない。

（図表12）

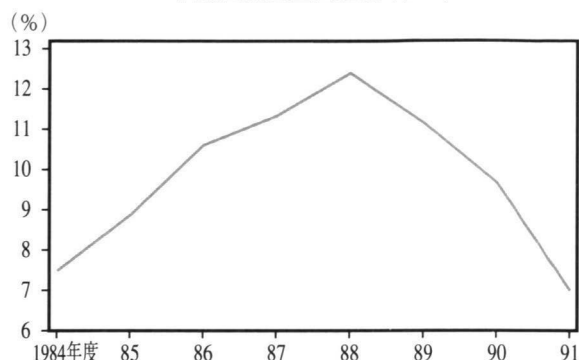
### 3業種の収益の推移

不動産業経常利益前年比

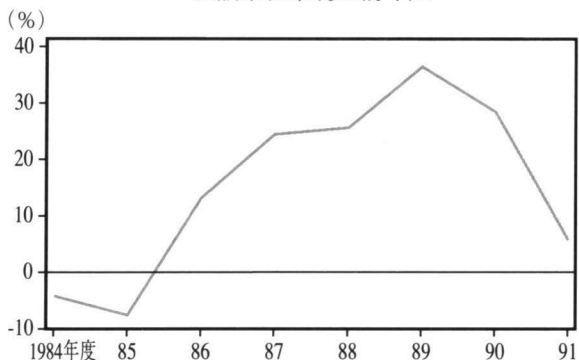


（注）日本銀行「主要企業短期経済観測調査」ベース。

不動産業売上高経常利益率

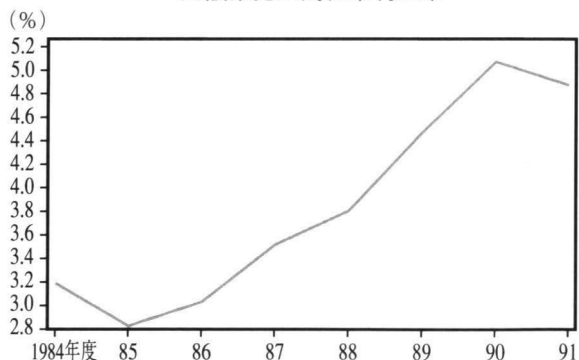


建設業経常利益前年比

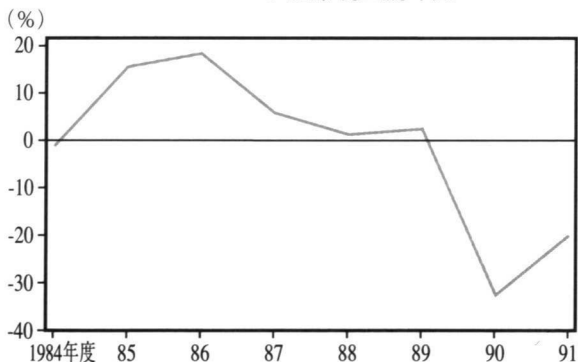


（注）日本銀行「主要企業短期経済観測調査」ベース。

建設業売上高経常利益率



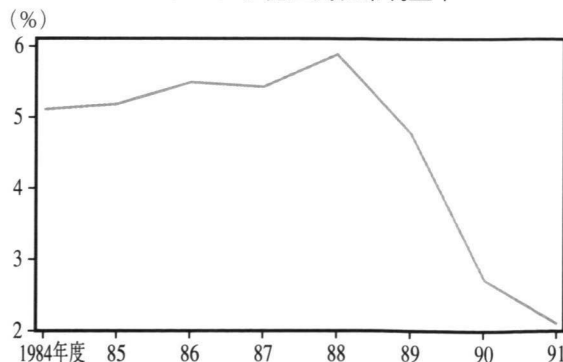
ノンバンク経常利益前年比



（注）1. 東証一部上場10社ベース。

2. 比率の分母は売上高ないし営業収益の合計。

ノンバンク売上高経常利益率



### (80年代後半の基本的構造：要約)

このように、80年代後半から90年初にかけてのM<sub>2</sub>+CDの拡張メカニズムは、①金融緩和下の景気拡大による所得・金利効果に富効果ないし取引需要効果が加わって通貨需要を押し上げたのに対し、②業容拡大意欲の強い金融機関が積極的にこれをアコモデートした、という基本的構造に、③金利自由化に伴うM<sub>2</sub>+CD対象資産への資金流入（シフト・イン）が加わったものとみることができる。すなわち、一定の金融政策スタンスの下で、仮に通貨需要の増大（①）のみが起ったのであれば、金利上昇圧力の発生によってこれを相殺する力が働き、M<sub>2</sub>+CDの拡張に歯止めがかかったと考えられるが、多くの金融機関が業容拡大をめざしたことにより、こうした歯止めが働かず、M<sub>2</sub>+CDの伸び率を例外的に高めたといえよう。またそうした金融機関行動を可能ならしめたのは、89年央までの金融緩和に伴う順イールドの金利期間構造と株、土地といった資産価格の上昇に伴い、①金融機関の高収益と含み益の増加、②土地の担保価値増大、等が発生したためであったといえよう。

### (2) M<sub>2</sub>+CDの収縮過程とその背景

#### (90年後半以降)

以上の考察を踏まえてみると、80年代後半のマネーの伸び率の高さは資産価格上昇等に支えられた一時的な姿であり、こうした金融環境が変化するにつれて、「巻き戻し」が起きたのはむしろ当然であったと考えられる。

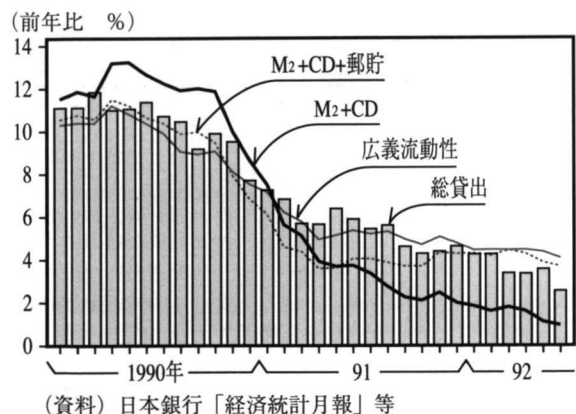
#### (需要サイドの要因)

まず、需要サイドからみると、①90年秋以降の景気減速に伴う所得効果の弱まり、②資

産価格低下に伴うマイナスの富効果および資産取引需要の減退、③金利体系の歪み（相対的な預金金利高）解消に伴う企業の両建て取引圧縮、という3つの要因に加え、④各種の資金シフト（91年には90年春以降の定額郵貯大量満期到来に伴うM<sub>2</sub>+CD押上げ要因が剥落したうえ、その後の金利低下局面においては郵貯シフトが、また直近についてはヒットやMMFに対するシフトが発生）、といった要因がM<sub>2</sub>+CDの相対的伸び悩みをもたらしたと考えられる。ちなみに、これらのうち、④の資金シフト要因を除いてみるため、「M<sub>2</sub>+CD+郵貯」ないし広義流動性をM<sub>2</sub>+CDとの対比でみれば、例えば広義流動性の伸び率は91年春以降、緩やかな低下にとどまっており、M<sub>2</sub>+CDの落込みとはかなり異なった姿となっている（図表13）。

上述の需要サイドの要因の影響度を定量的にみるためには、通貨需要関数に基づく要因分解を行うことが必要であると考えられる。しかし、限られたデータから真の通貨需要関数を正確に推定するのは極めて困難であるため、ここでは、ひとつの試みとして資産価格低下に伴うマイナスの富効果ないし資産取引

(図表13) 資金シフトの影響



縮小の影響を明示的に考慮した通貨需要関数のうち、①アドホックではあるが推計期間内の説明力が高い関数（注7）、②経済・統計理論的な考え方の比較的明快な部分調整型関数、および③誤差修正モデル型関数（注8）、の3つのタイプを選んで、80年以降のM<sub>2</sub>+CDの伸び率を寄与度分解してみた（図表14）。

これをみると、当然のことながら通貨需要関数の定式化の仕方によってかなり結果は異なるため、定量的な要因分解の信頼度は幅を

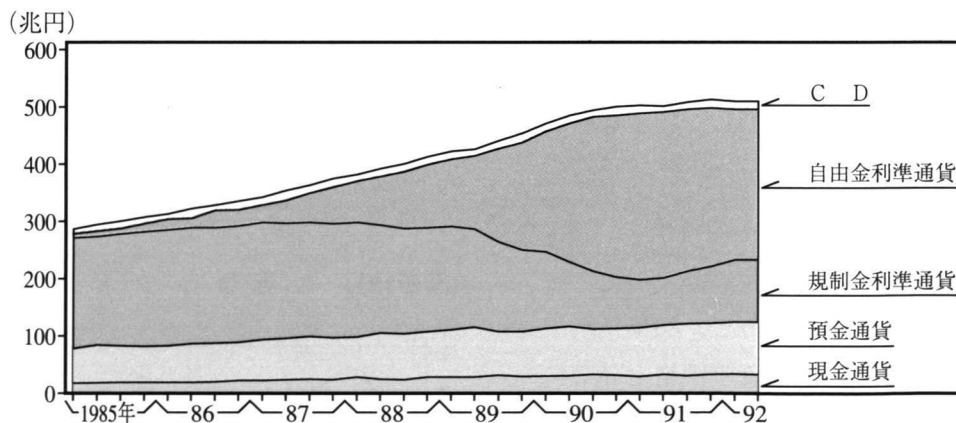
持ってみる必要があるが、①いずれの関数を用いても、足元のM<sub>2</sub>+CDの伸び悩みは資産価格の低下に伴うマイナスの富効果ないし取引額の減少（注9）が主因であること、②この間の金融緩和に伴う金利低下は代替金融資産の金利のみならず、M<sub>2</sub>+CD保有に伴って得られる収益率（own rate of return、いわゆるown rate）も低下させること等により、M<sub>2</sub>+CDの伸び率の変化をあまりもたらしていないこと、等がみてとれる。

（注7）この関数は、金融債利回りが一定であれば、常にマネーの押下げ要因に働く、といった不自然な点が存在する。しかし、説明力が高いため、ここでは、この関数も用いてみることにした。

（注8）誤差修正モデルは、部分調整型モデルと同様、経済変数の均衡値と現実値が乖離した場合、その一部が修正されるというモデルであるが、修正プロセスについて強い経済理論的制約を置かないという点に特色がある。

（注9）もっとも、M<sub>2</sub>+CDの構成比をみると、自由金利定期預金を主体とする自由金利準通貨の比率が高まっており、主として取引動機よりは資産選択の一環としてM<sub>2</sub>+CDが保有されていることを示唆している。

M<sub>2</sub>+CD（平残）の通貨種類別内訳



（注）M<sub>2</sub> + CD の対象金融機関 = 日本銀行、全国銀行、信用金庫、農林中金、商工中金

現金通貨 = 銀行券発行高および貨幣流通高から対象金融機関保有分を差引いたもの  
 預金通貨 = 対象金融機関の一般預金・公金預金中の要求払預金合計から小切手・手形を差引いたもの

準通貨 = 対象金融機関の一般預金・公金預金の合計から要求払預金を除いたもの

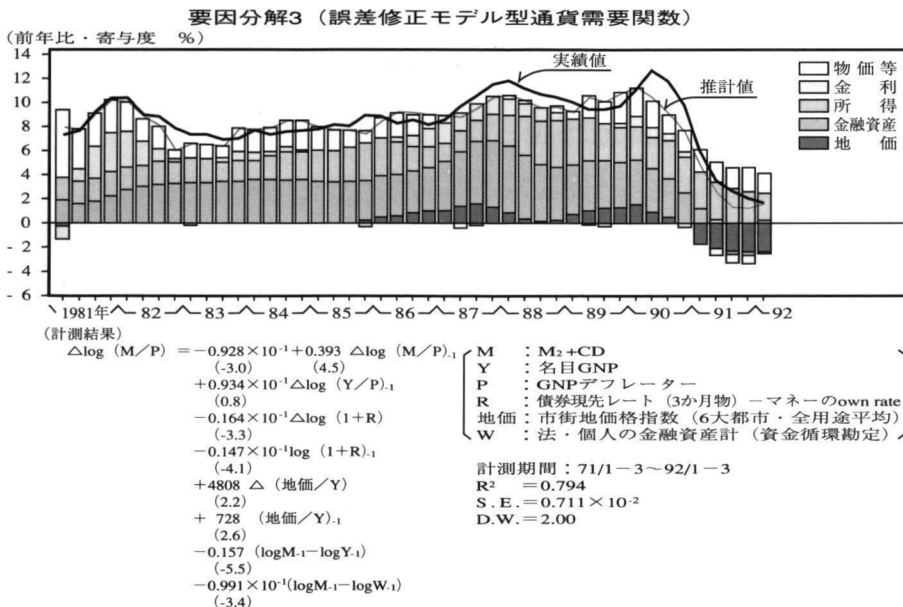
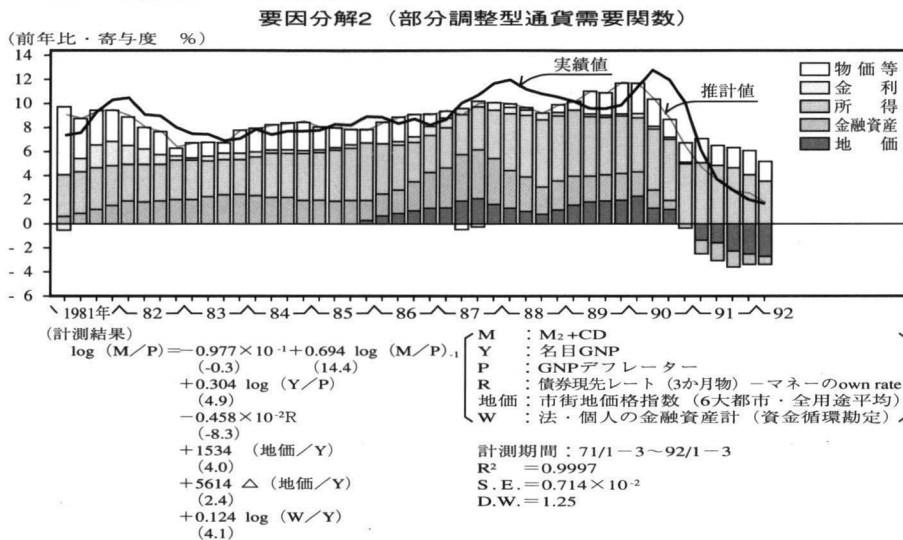
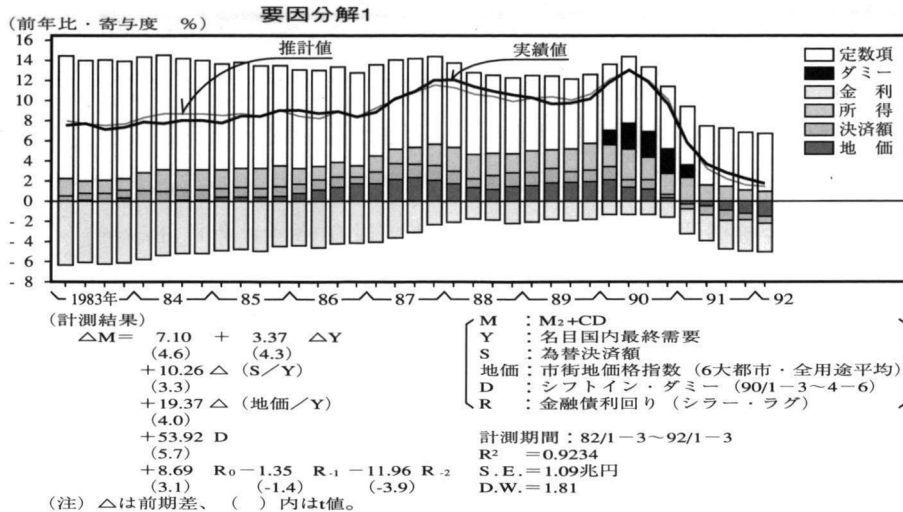
自由金利準通貨 = 大口定期預金 + 小口MMC + 非居住者円預金 + 外貨預金

規制金利準通貨 = 準通貨 - 自由金利準通貨

C D = 対象金融機関譲渡性預金のうち一般法人・個人・公金設定分

（資料）日本銀行「経済統計月報」

(図表14) 各種通貨需要関数によるM<sub>2</sub>+CD前年比の要因分解





### （供給サイドの要因）

一方、供給サイドをみると、91年央までは金融引締めにより、金利期間構造が順イールドから逆イールドに変化し、長期貸出の採算が悪化するにつれて運用・調達 mismatches がそれまでとは反対に金融機関収益を圧迫することとなった。さらに、不動産関連の信用リスク等の顕在化もみられたため、金融機関は信用リスク重視姿勢を強める方向へ経営方針を転換し、①貸出金利と大口定期預金金利の逆転現象を90年後半以降解消させ（前掲図表7）、②リスクの大きい不動産関連融資を圧縮する（前掲図表10）、という対応を採った。これに加え、③地価下落等に伴い中小企業非製造業向け貸出および住宅ローンの伸び率が低下したこと（前掲図表11）、等がマネーサプライの伸び率を低くする方向に作用したと考えられる。

### （3）マネーサプライ水準の評価 （マネーサプライ指標分析の視点）

このように、90年春以降のM<sub>2</sub>+CDの急激な減少は、80年代後半における行過ぎたマネーの伸びに対する需要・供給両面で起きた「巻き戻し」の動きとして理解可能である。しかしながら、80年代後半から90年初にかけての時期に、さまざまな要因がマネー需要、マネー供給の双方を上振れさせる方向へ作用し、しかる後にその反対方向へ作用したことは、M<sub>2</sub>+CDの動きをフローの実体経済動向

から乖離させ、マネーサプライ指標の読み方を難しくしていることは否めない。こうした時期にあっては、そのときどきのM<sub>2</sub>+CDの前年比伸び率と名目経済成長率等の比較からマネーサプライの適正水準を判断するのは適当ではないと考えられる。

まず、郵貯等からM<sub>2</sub>+CDへの資金流入やM<sub>2</sub>+CDから郵貯等への資金流出といった資金シフト要因の攪乱的影響が明らかな場合には、M<sub>2</sub>+CDよりも「M<sub>2</sub>+CD+郵貯」、あるいはこれに金融債等の金融資産を含めた広義流動性等でマネーサプライをみるのが望ましい。実際、例えば広義流動性は前年比でみても、このところ4%前後で概ね安定した推移をたどっており、M<sub>2</sub>+CD前年比の低さはマネーサプライの伸び悩みを過大に表わしていることは既に指摘したところである（前掲図表13）。

むしろ、これらの指標を用いたとしても、資金シフト以外の多くの要因がマネーサプライ統計を攪乱している以上、前年比伸び率で論じることの問題点を回避しうるわけではない。例えば、前述のように預貸両建により、企業の手元流動性が蓄積され、マネーサプライが異常な高水準に達した場合、こうした預貸両建の原因となる金利の歪みが解消されれば、マネーサプライは、正常な水準に復するが、そのプロセスでマネーサプライは伸び悩まざるを得ない（注10）。こうした時期にマネーサプライの適正水準を判断するためには、前年のマネーサプライ水準のみと対比するので

（注10） なんらかの理由でマネーの伸び率が一時的に高まった後の調整プロセスでは、マネーの伸び率は極端に低くみえることがありうる。実際、M<sub>2</sub>+CDの伸び率は、80年代後半にはほぼ2桁台で推移した後、足元1%を割るレベルまで急落しているが、80年代後半から足元まで（86/1-3～92/4-6）の平均伸び率は年率8.0%であり、80年台前半（80/1-3～85/10-12）の年率8.3%とほぼ同程度となっている。したがって、前述のようなマネーの「巻き戻し」の動きの中で足元の伸び率が極端に低くみえている面も否定できず、伸び率のみに注目すると誤った判断を招きかねない。

はなくその時点の水準と実体経済活動水準との対比を行うこと、すなわち、マネーの流通速度について、そのトレンド値を念頭においたうえでの判断を加えていくこと等が重要である。こうした観点からマネーサプライの現状水準を判断すると、 $M_2+CD$ の流通速度は概ねトレンド線<sup>(注11)</sup>の近傍にあって、その伸び率から想定されるような過小状態とはみられない(前掲図表2)。

日本銀行は今回の $M_2+CD$ の伸び率低下局面において、従来以上に他の諸指標との比較の必要性や $M_2+CD$ 残高の重要性を強調してきたが、これは、75年から80年代半までの時期にあっては概ね無視できたマネーの需要、供給の一時的要因による変動が今回は極めて大きく、これがこれまでの基本的視点であった前年比伸び率による判断を少なくとも一時的に困難なものとしたからにはほかならない。

#### (金融機関の融資態度)

フローの実体経済活動水準と比べマネーサプライが過小との懸念を持たれるいまひとつの論拠は、最近の $M_2+CD$ の前年比伸び率の低さを金融機関のいわゆる「貸し渋り」によるものととらえる見方である。

この点について、まず金融機関の「貸し渋り」の有無からみてみよう。「貸し渋り」とは、所与の市場金利水準の下における事前的な貸出需要に対して金融機関の貸出供給が不足することを指しているとみられるが、こうしたことが起きている場合には、①貸出金利の上昇、ないし②金融機関による信用割当、が起り、その結果として③企業の手元流動性

比率が通常の場合に比べて大きく圧迫される、ということではなければならない。

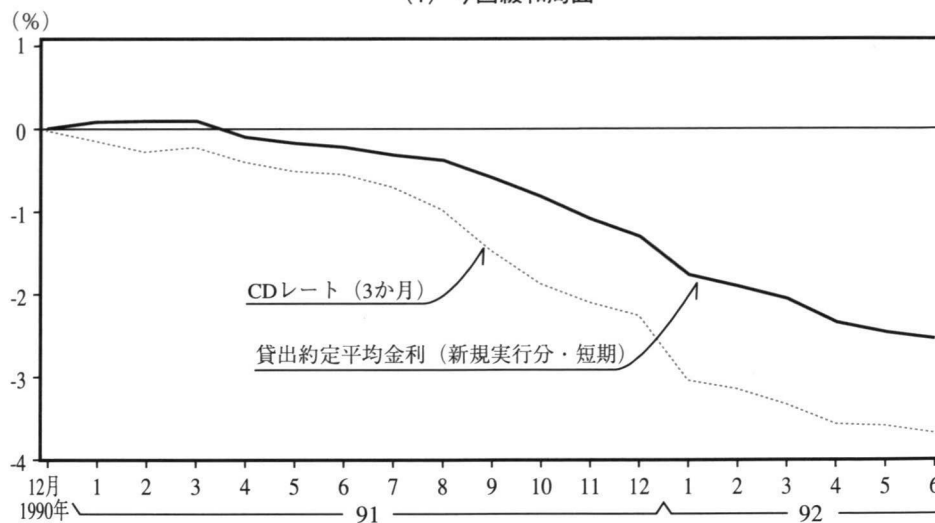
そこで、まず、マクロ的観点から貸出金利の動向と市場金利の関係をみると、貸出金利は前回の金融緩和局面に比べはるかに順調に低下してきている(後掲図表15)。この間、金利自由化に伴い市場金利調達比率が上昇していること(後掲図表16)から、金融緩和が預金金利に敏感に反映されるようになってきているため、貸出金利の順調な低下にもかかわらず銀行の預貸金利鞘はこのところ拡大傾向にある。もっとも、これは前述のように銀行が総合採算の観点に立ち、業容拡大を優先したことによって貸出面からみるとやや無理な金利設定を行ってきた80年代後半の歪みを是正する動きであり、過去の長期的な利鞘の動向と対比しても、金融機関がとくに厚めの利鞘を確保しているとはいえない。また、経費の変動を勘案するため、総資産収益率でみると、足元利益率をとくに高めているとはみなし難い(後掲図表17)。

次に、金融機関が金利を下げつつも融資対象を優良貸出先へ絞り込むという動きを強め、信用割当を行っているのではないかと、いう点についてみてみる。この点、景気調整に伴う企業活動の停滞や不動産取引の減少持続等から借入れ需要が引続き鎮静している中で、銀行の融資態度がこれまでの緩和局面と比べ総じて慎重であることは否定できない。とくに、量的拡大志向と土地の担保能力に対する過度の信頼から80年代後半に貸し込んだ不動産関連等に対する審査基準は厳格化の方向にある。実際、90年後半から91年初の引締

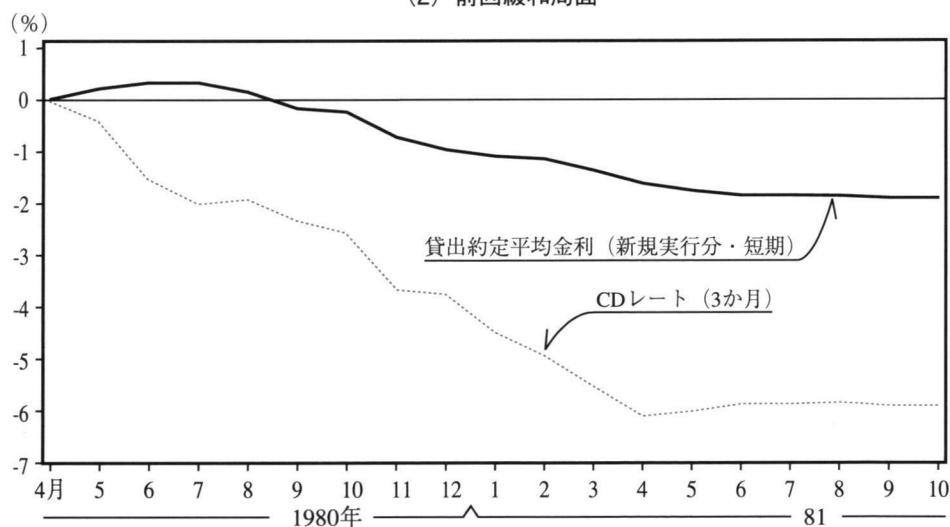
(注11) 流通速度のトレンド線はさまざまな引き方がありうるので、ここでは① $M_2+CD$ の急増を含まない86年末まで、②直近まで、の2つのケースを示した。

(図表15) 貸出金利の低下 (全銀)

(1) 今回緩和局面



(2) 前回緩和局面



(注) 1. 市場金利 (CDレート) のピーク時点の金利水準をゼロとして低下幅を算定したもの。

2. 前回緩和局面は地方銀行IIを含まないペース。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

め継続局面では土地関連融資に関する総量規制と相まって、いわゆる3業種に対する与信の制約がマネーサプライを低下させる方向に作用したほか、現時点でもこれらの業種に対しては相応の影響が持続していると考えられる。しかしながら、これまでのところ銀行が

貸出全体を絞ろうという姿勢にないことは、短観の金融機関の貸出態度判断D.I.からもうかがえる。すなわち、銀行の貸出態度を企業サイドからみると、全体としては、91年以降金融緩和の動きを反映してむしろ緩めの方に推移しており、また、中小企業についても

(図表16)

## 自由金利調達の推移

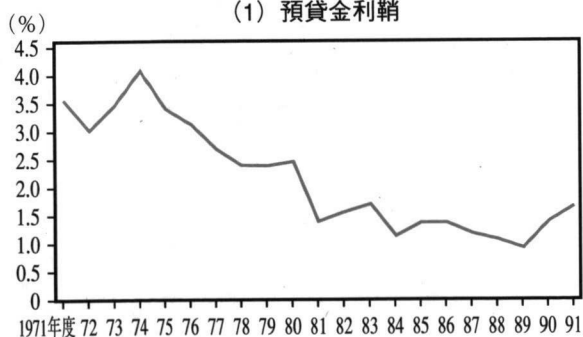
(単位 %)

		1986年度末	87年度末	88年度末	89年度末	90年度末	91年度末
自由金利預金比率	都 銀	19.9	31.3	40.9	60.2	66.7	60.1
	地 銀	11.2	17.3	25.4	46.9	60.3	55.1
	地 銀Ⅱ	12.7	15.8	21.2	42.4	59.9	54.6
	信 金	1.1	5.5	10.7	29.3	50.6	45.1
	4業態計	13.7	21.9	30.0	50.1	61.8	55.7
自由金利調達比率	都 銀	36.1	46.0	54.9	66.8	71.0	66.8
	地 銀	16.4	24.7	34.5	50.8	62.1	57.0
	地 銀Ⅱ	17.3	23.2	31.6	47.3	62.5	57.2
	信 金	4.2	10.2	16.9	32.2	51.3	45.5
	4業態計	24.3	33.2	42.1	55.8	65.1	60.1

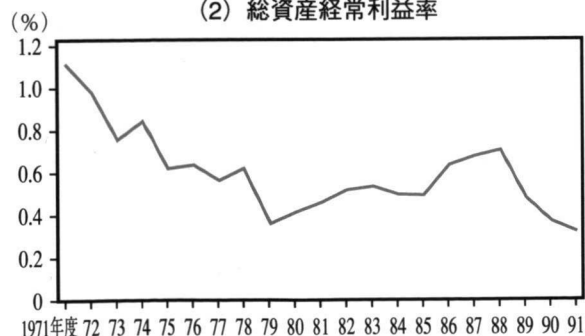
- (注) 1. 自由金利預金比率 = (外貨預金 + 非居住者円預金 + MMC + 小口MMC < 89年度末 ~ > + 大口定期預金) / 預金  
 2. 自由金利調達比率 = (コールマネー + 売渡手形 + 借入金 < 除く日銀借入金 > + 外貨預金 + 非居住者円預金 + MMC + 小口MMC < 89年度末 ~ > + 大口定期預金 + CD) / 調達勘定計  
 3. 信金は日本銀行取引先ベース。  
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」等

(図表17) 金融機関の収益

## (1) 預貸金利鞘



## (2) 総資産経常利益率



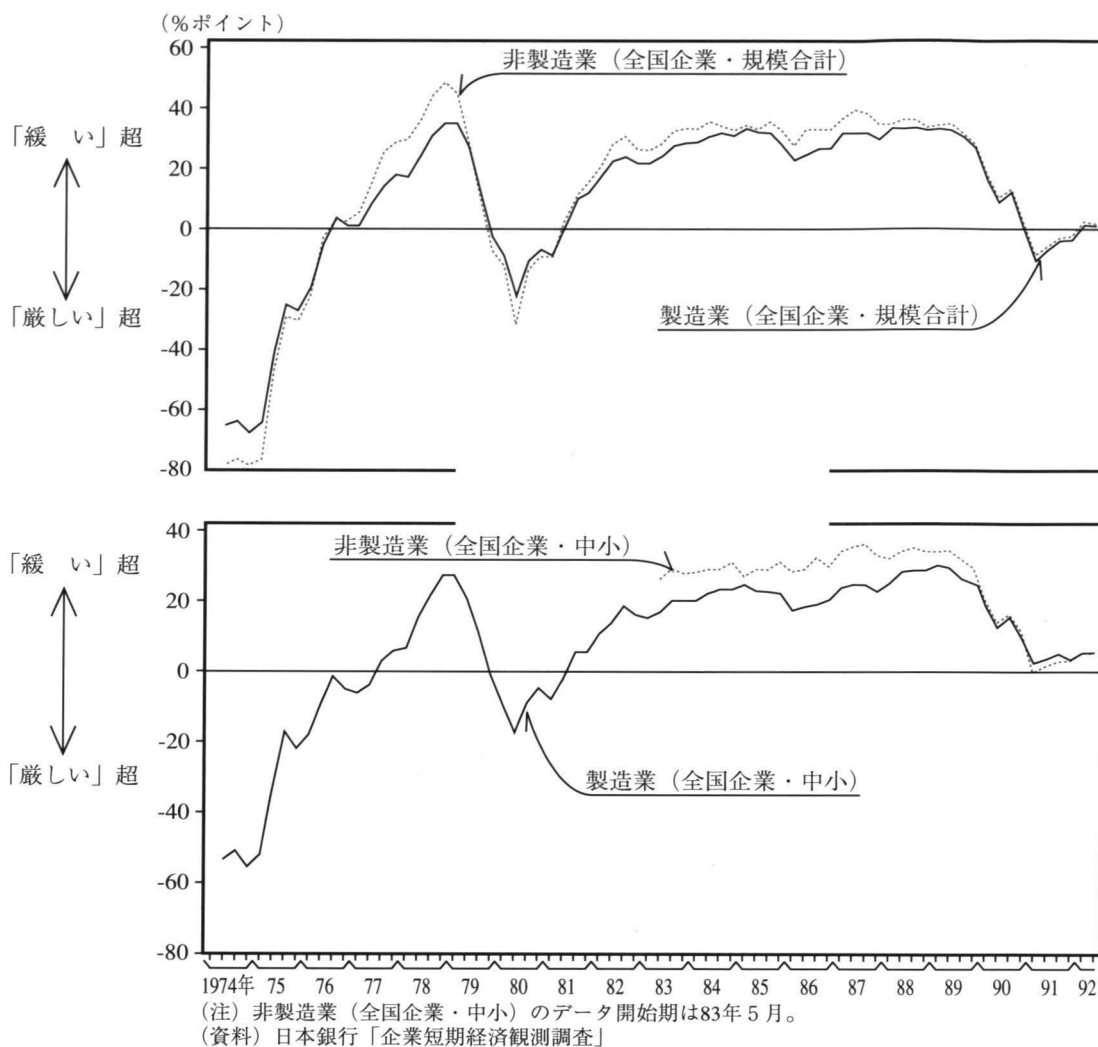
(注) 都銀、地銀、信託、長信の合計。

(資料) 全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」

「緩い」と回答する企業の方が多いという状況が続いている(後掲図表18)。

なお、この点に関連して前述の郵貯シフトは、貸出市場の梗塞を招くものではない点に留意しておく必要がある。なぜなら、郵貯を原資とする運用部資金は、中長期的には財政投融资を通じて民間に還流するものであり、また短期的にも、運用部余資の増加によって資金不足が生ずれば、日本銀行が短期金融市場に資金を供給する仕組みになっているからである。金融機関がこのルートで取入れた資金はマネーサプライの対象とはならないが、貸出原資という面では預金と変わらない。むしろ、預金から短期資金取入れにシフトする過程で民間金融機関の資金ポジション悪化や日銀信用への依存度増大が生じるため、これが何がしか金融機関の貸出意欲をそぐ方向に働いた可能性はあるとしても、この間の政府系金融機関の貸出増加と考え合わせると、その

(図表18) 金融機関の貸出態度判断 D.I. の推移



影響はあまり大きくないとみられる (注12)。

最後に、企業の資金繰り面から貸し渋りの影響をみてみよう。まず、企業の手元流動性の動向をみると (前掲図表9)、このところ

かなり低下してきてはいるが、これはそれ以前の両建て取引解消を反映している部分が大きく、レベルとしては比較的高い水準を保っている (注13)。また、短観の資金繰り判断D.I.も

(注12) このことは郵貯シフトに問題がないということではない。問題は郵貯シフトを生み出す、市場原理となじみ難い定額郵貯の商品性にあり、これを反映した金利形成の歪みにより金利をシグナルとするマーケットメカニズムが攪乱されることであろう。

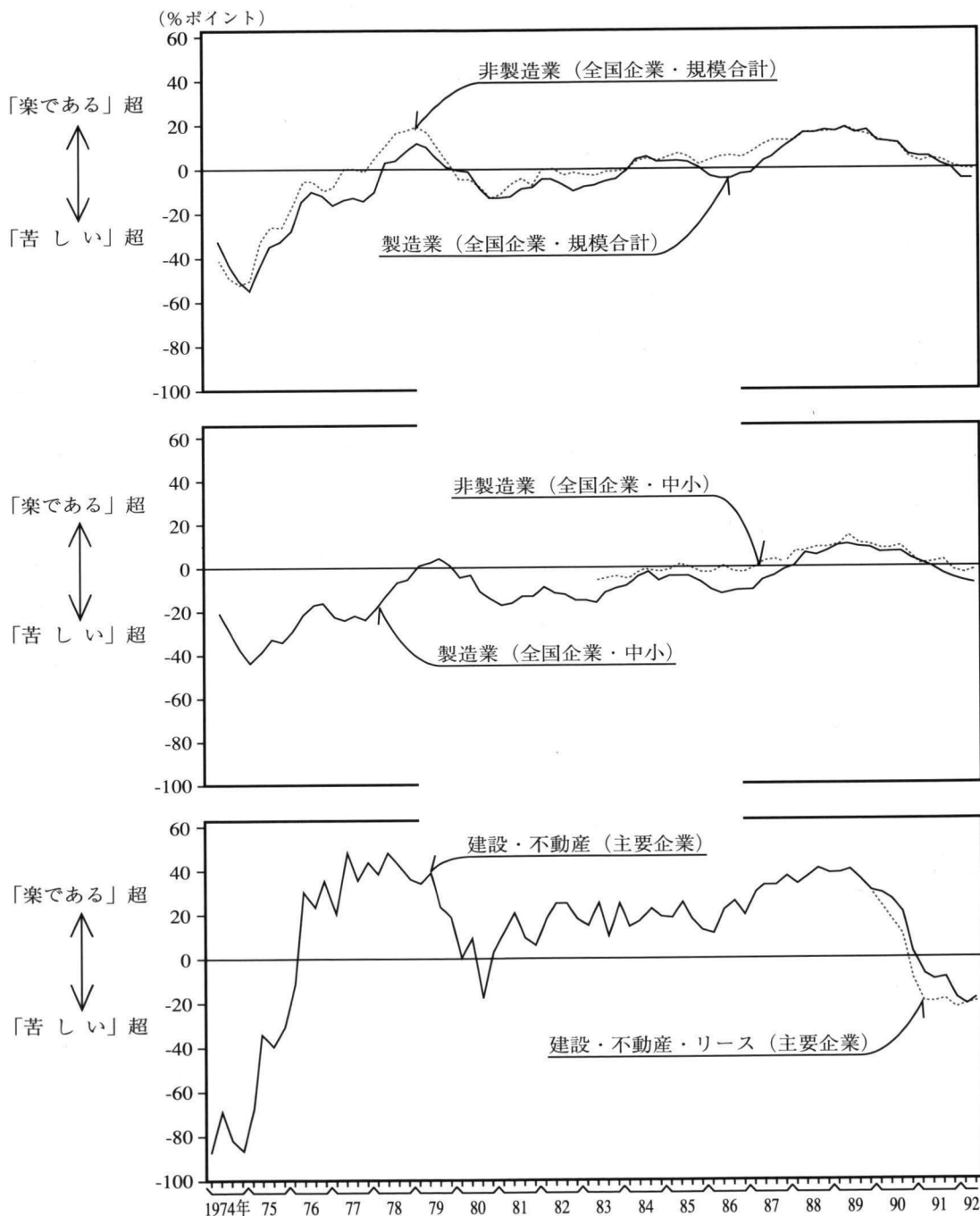
(注13) 企業の適正手元流動性比率を試算することは必ずしも容易ではないが、仮に手元流動性比率が急上昇する以前の85年度平均の比率を適正と考えたと、法人企業統計季報・全産業では月商比1.36倍であり、91年度末の水準 (月商比1.58倍) は、これを約20兆円上回っていることになる。これはM2+CDの約4%にあたる。

むろんこの中には、現在の価格では含み損を抱えており、直ちに企業が取崩すことをためらうとみられる流動性資産もあるため、この数字自体はかなり割引いてみる必要があろうが、企業サイドに、なお、手元流動性を取崩す余地があることは疑いがない。

建設、不動産、リースの3業種は主要企業についても資金繰りの苦しさを訴えているものの、中小企業を含めた全国企業全体としては

景気調整に伴う売上高の低下などのキャッシュ・フロー減少要因があるにもかかわらずさほど逼迫した姿とはなっていない（図表19）。

（図表19） 資金繰り判断 D.I. の推移



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」



このように、これまでのところ、金融機関の貸出態度慎重化が企業活動を大きく制約しているとは考え難い。もっとも、資産価格が下落する過程において金融機関の不良資産が増加していることに加え、株価動向によってはBIS規制の影響もありうるため、日本銀行としては、金融機関の融資態度を含め金融面の情勢推移を今後とも注意深く見守っていく所存である。

## 2. 金融政策運営における通貨・信用集計量の位置づけについて

上述のようにM<sub>2</sub>+CDとフローの実体経済関連指標との関連は、近年さまざまな要因に攪乱され、少なくとも一時的には不安定化していると考えられる。しかし通貨集計量指標としては、M<sub>2</sub>+CD以外にもさまざまな定義のものがありうるため、このことは直ちに金融政策運営における通貨集計量指標一般の有用性が否定されたことを意味するものではない。現に、金利自由化においてわが国よりはるかに先行したドイツの中央銀行であるブンデスバンク理事会は、本年7月の公定歩合引上げに際し、①92年マネーサプライ目標値の再検討の結果に基づき、既定のM<sub>3</sub>増加目標値を堅持すること、②物価上昇、マネーサプライ増加および貸出の増大を抑制するとともに

に、DMの安定維持に対する信頼の強化を企図していること、の2点を骨子とする対外公表を行っており、M<sub>3</sub>でみたマネーサプライに引続き強い信頼を寄せていることを示した。また、米国でも、現在M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>と実体経済との関係に変化が生じ、わが国と類似した問題を抱えているとみられるが、連銀は通貨集計量等の有用性を否定しているわけではなく、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>以外の指標も分析中であり、最近では「M<sub>2</sub>+株式・債券mutual funds」や「M<sub>2</sub>+機関投資家向け MMMF—小口定期預金」といった指標が実体経済動向との関連性が高いことが示唆されている。

わが国の場合、M<sub>2</sub>+CDからの流入・流出による攪乱を重視する観点からは、例えば、M<sub>2</sub>+CDに郵貯等を加えた通貨集計量（いわゆる「M<sub>2</sub>+CD+郵貯」やM<sub>3</sub>+CD）や、通貨としての決済性は持たないものの、流動性は高い金融債等の金融資産をマネーに加えた広義流動性指標等が検討の対象として有用<sup>(注14)</sup>であろうし、銀行貸出の重要性を強調している<sup>(注15)</sup> 80年代の金融仲介理論の発展等にかんがみれば、信用集計量の有用性も改めて検討しておく必要がある。

こうした検討を行っていく際には、①通貨需要関数の安定性、②通貨・信用集計量の物価とかかわりの深い実体経済指標に対する先行

(注14) これら検討のもうひとつの方向として、金融資産の「通貨らしさ (moneyiness)」によって金融資産を加重和するDivisia指標も考えられるが、後述のようにマネーの自己金利 (own rate) とマネー外資産の金利が接近しているため、金利差を通貨らしさの目安とする標準的なDivisia指標の理論的説得力は低下していると考えられるので、本稿ではこのタイプの指標は扱わない。

(注15) なお、学界のみならず連銀でも1983年以降、マネーサプライの目標値設定と同時に金融機関信用の裏側である「国内非金融部門負債」のモニタリング・レンジを公表している。また、日本銀行もかねてより信用集計量の有用性に多大の関心を払ってきている（日本銀行調査月報昭和63年12月号「信用集計量 (Credit Aggregates) について」参照）。

性、③政策的コントローラビリティ、④速報性、の4点について、理論的・実証的にチェックしておくことが必要と考えられる。また、この検討にあたっては、通貨・信用集計量指標を、金融政策運営上の参照指標(indicator)としてのみ扱うのか、それともそれを超えて中間目標的なものとして位置づけるのかという視点も念頭におく必要があり、こうした視点からは、上記諸点のうち、③政策的コントローラビリティの有無をみておく必要がある。

#### (1) 通貨需要関数の安定性

まず、所得と金利のみを説明変数とする伝統的な部分調整型通貨需要関数の予測精度は前述のように80年代後半以降、大幅に悪化している(前掲図表3(2))。また、誤差修正モデル型通貨需要関数では、そもそも決定係数でみた標本区間内の説明力が著しく低下している(図表20)。こうした結果にみられる通貨需要関数のパフォーマンス低下の背景には、前述のような金利自由化の進展や資産価格の大幅な変動など、これまで必ず

しも経験されたことのない特殊要因が数多く含まれており、上記の結果から直ちに「真の」通貨需要関数が不安定化したと判断されるわけではない。実際、前述のように資産価格変動に伴う取引需要増大ないし富効果を導入することによっても、通貨需要関数の説明力はかなり改善する。しかしながら、多くの異例の要因が一回的かつほぼ同時に通貨需要に影響を与えたことは、「真の」通貨需要関数の統計的選択を困難なものとしており、通貨需要関数の安定性を前提としたマネーサプライ重視の基盤を弱めたと考えられる。金利自由化が完了し、資産価格が安定するなど、特殊要因が通貨需要に与える影響が一巡すれば、伝統的な通貨需要関数が予測力を回復する可能性もあるといえるが、その見極めにはそれなりの期間を要しよう。

#### (2) マネー等の実体経済に対する先行性 (時差相関分析)

次に、各種通貨・信用集計量と実体経済との関係を前年比伸び率に関する時差相関分析

(図表20) 誤差修正モデル型通貨需要関数の決定係数

$$\Delta \log M/P = \alpha + \beta \Delta \log (M/P)_{-1} + \gamma \log (Y/P)_{-1} + \delta \Delta \log R + \varepsilon \log R_{-1} + \zeta (\log M_{-1} - \log Y_{-1})$$

(M: 通貨集計量、Y: 名目GNP、P: GNPデフレーター、R: 債券現先レート)

		通貨集計量			
		M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub> + CD	M <sub>2</sub> + CD + 郵貯	広義流動性
計測期間	1971/1-3 ～ 79/10-12	0.540	0.861 (0.869)	0.808	0.739
	1980/1-3 ～ 92 / 1-3	0.413	0.539 (0.505)	0.456	0.473

(注) ( ) 内はRを(債券現先レート) — (マネーのown rate)とした場合の計測結果。

を用いてチェックしてみた(図表21)。これを見ると、70年代には、総じて実体経済に対する先行性が観察されたのに対し、80年代には多くの指標で有意な相関が失われている(注16)。

とくに、これまで中心指標であったM<sub>2</sub>+CDについては、70年代にはインフレ関

連指標に対し5～6四半期のリードを持ち、相関係数も高かったのに対し、80年代ではリードが10～12四半期と異常に長くなり、相関係数も小さくなっている。リードが長くなったのは、先行性が高まったというよりも意味のある先行性が失われたことを示してい

(図表21) 通貨・信用集計量と実体経済指標との時差相関係数

(1) 計測期間：1972 / 1-3～79 / 10-12

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub> +CD	M <sub>3</sub> +CD	広義流動性	全銀貸出	主要金融機関貸出	最広義信用集計量
W P I	( -4) 0.90	( -5) 0.89	( -4) 0.93	( -5) 0.88	( -5) 0.86	( -4) 0.83	( -4) 0.88
C P I	( -5) 0.91	( -6) 0.89	( -5) 0.91	( -6) 0.85	( -6) 0.93	( -5) 0.92	( -5) 0.91
GNPデフレーター	( -5) 0.91	( -6) 0.94	( -5) 0.94	( -5) 0.90	( -5) 0.94	( -5) 0.93	( -5) 0.95
名目GNP	( -4) 0.85	( -5) 0.93	( -4) 0.91	( -4) 0.91	( -4) 0.94	( -3) 0.93	( -4) 0.89
株 価	( +2) 0.83	( +1) 0.84	( +1) 0.67	( +1) 0.85	( +2) 0.78	( +2) 0.74	( +2) 0.72
地 価	( -2) 0.79	( -2) 0.86	( -2) 0.81	( -2) 0.89	( -2) 0.83	( -2) 0.75	( -2) 0.75

(2) 計測期間：1980 / 1-3～91 / 10-12

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub> +CD	M <sub>3</sub> +CD	広義流動性	全銀貸出	主要金融機関貸出	最広義信用集計量
W P I	( -11) 0.67	( -10) 0.67	( -4) 0.57	( -3) 0.35	( -13) 0.37	( -3) 0.54	( -3) 0.60
C P I	( -12) 0.61	( -12) 0.72	( -8) 0.65	( -5) 0.51	( -14) 0.31	( -8) 0.67	( -4) 0.77
GNPデフレーター	( -12) 0.39	( -9) 0.50	( -10) 0.58	( -3) 0.37	( -11) -0.03	( -8) 0.67	( -4) 0.63
名目GNP	( -10) 0.68	( -3) 0.30	( -3) 0.28	( -2) 0.24	( -11) 0.54	( -1) 0.48	( -3) 0.41
株 価	( -2) 0.41	( +3) 0.80	( +3) 0.64	( +2) 0.61	( +3) 0.83	( +4) 0.59	( +2) 0.25
地 価	( -6) 0.60	( 0) 0.76	( 0) 0.59	( 0) 0.35	( -2) 0.64	( 0) 0.65	( 0) 0.15

(注) M<sub>1</sub> =現金通貨+預金通貨

M<sub>2</sub> + CD=M<sub>1</sub>+準通貨+譲渡性預金

M<sub>3</sub> + CD=M<sub>2</sub>+CD+郵便局の貯金および農漁協、信組、労金の預貯金(譲渡性預金を含む)

+全国銀行信託勘定の信託元本(金銭信託・貸付信託)

広義流動性=M<sub>3</sub>+CD+債券現先+金融債+国債+投資信託+金銭信託以外の金銭の信託+外債

主要金融機関貸出=全銀貸出+信金貸出+農商中等貸出+外銀貸出+政府系金融機関貸出+その他貸出

最広義信用集計量=資金循環勘定残高表の法人企業部門、個人部門および公共部門の資金調達残高

\*1 農(商)中+信農(漁)協

\*2 輸・開銀+住宅公庫+北東公庫+公営公庫+中小公庫+国民公庫+農林漁業公庫

\*3 生保+損保+信組+労金

( ) 内はリード期間。マイナスは通貨・信用集計量が先行。

(注16) 前年比伸び率のほか、①水準、②水準前期差、についても同様の分析を行ったが、指標水準についてはトレンド要素が強すぎ、意味のある結果が得られなかった。水準前期差については、80年代のM<sub>2</sub>+CDのパフォーマンスの低下が前年比よりもマイルドとなるものの、指標によっては70年代の相関係数が負になるなど、全体として必ずしも納得のいく結果が得られなかった。

る可能性が高い。この間、 $M_1$ 等狭義の指標についてもインフレ関連指標に対する先行性の低下という点ではほぼ同様の傾向にある。これに対し、広義流動性については80年代の相関係数低下は著しいものの、先行性は2～5四半期とリーズナブルなものとなっている。一方、信用集計量については最広義信用集計量（国内非金融部門金融負債）（注17）のみが80年代もリーズナブルな先行性と相対的に高い相関を保っている。ただし、その先行性の由来についてはあまり明らかでないという問題がある。なお、株価・地価に対しては、 $M_2+CD$ が同時ないし遅行指標として相対的に高い相関を維持している。

#### （分散分解と転換点分析）

次にVARモデルを用いた分散分解を行ってみた（注18）。この分析でも、80年代には $M_2+CD$ の実体経済に対する先行性はかなり低下しているのに対し、広義流動性、最広義

信用集計量は一応リーズナブルな先行性を保っている（後掲図表22）（注19）。

また、通貨・信用集計量のインフレ先行指標性という観点からは上述のような定量的関係の分析以外にも、各種集計量とインフレ関連指標の転換点（ピーク・ボトム）のみに着目する定性的アプローチが考えられる。この観点から主要な通貨・信用集計量と名目GNPの前年比を対比してみると（後掲図表23）、 $M_2+CD$ については80年代に入って先行性が失われ、名目GNPとの同時性が高まっている。広義流動性もほぼ同様の傾向にあるが、全体に動きが滑らかで、循環的振幅が小さく転換点があまり明確でない場合もある。最広義信用集計量は70年代のみならず、80年代についても転換点の先行性を維持しているように見える。

むろん、80年代後半についてはプラザ合意後の急激な円高や大幅な原油安による輸入物価の下落が極めて強い物価低下圧力として作用しており（注20）、仮にその当時の通貨・信用

（注17）ここでは資金循環勘定残高表の法人企業部門、個人部門、公共部門の国内資金調達残高を最広義信用集計量と定義。これは国内非金融部門の金融負債とみることができる。

（注18）VAR（Vector Auto-Regression <ベクトル自己回帰>）モデルとは、モデル内の全変数の過去の値を用いて当期の各変数値を説明する統計的モデルであり、モデル内のすべての変数の情報を利用する点で、時差相関分析より総合的な手法といえる。分散分解とは、VARモデルを用いて、ある変数の変動を要因分解してパーセント表示したものである。

（注19）ただし計測期間によって分散分解の結果はかなり変わりえて、計測結果は必ずしも安定的ではない。

（注20）プラザ合意後の円高や原油安が物価に与えた定量的影響については産業連関表を用いた試算があるが、その影響は下表のとおり極めて大きい。詳細については西川広親「1980年代のわが国の物価動向について－産業連関表によるコスト構造からの分析」、日本銀行金融研究所『金融研究』第9巻第2号、1990年参照。

#### 物価の理論値と実績値の比較

（1985～88年、変化率）

（単位 %）

	実績値	理論値	原油価格 （寄与度）	為替相場 （寄与度）
投入物価	-16.4	-15.0	- 6.1	-12.7
産出物価	- 9.1	- 9.8	- 3.4	- 7.4
消費者物価	1.4	- 4.0	- 1.4	- 4.2

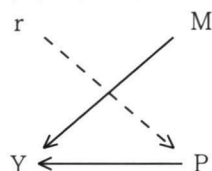
(図表22)

## VARモデルによる計測結果

計測期間 前半：1972/1-3~84/10-12、後半：1980/1-3~91/10-12  
 変数 r：CDレート（3か月物）<79年第2四半期以前は債券現先レートで接続>  
 M：M<sub>2</sub>+CD（前年比）  
 L：広義流動性（前年比）  
 C：最広義信用集計量（前年比）  
 P：GNPデフレーター（前年比）  
 Y：実質GNP（前年比）  
 F検定結果 5%有意水準：———、\*\*\*  
 10%有意水準：———、\*\*  
 20%有意水準：-----、\* （矢印の方向は、先行・遅行関係を示す）  
 分散分解の結果は20期先

(1) 計測期間：前半、変数：P、Y、M、r

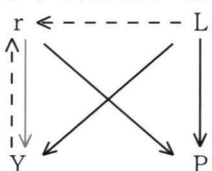
(単位 %)



被説明変数	説明変数			
	P	Y	M	r
P	34***	13	46	7 *
Y	12***	34 *	26***	29
M	4	12	69***	15
r	3	11	11	75***

(2) 計測期間：前半、変数：P、Y、L、r

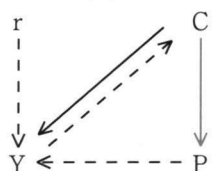
(単位 %)



被説明変数	説明変数			
	P	Y	L	r
P	14***	11	55***	20***
Y	3	38 *	47***	12 **
L	1	12	73***	14
r	7	28 *	17 *	49***

(3) 計測期間：前半、変数：P、Y、C、r

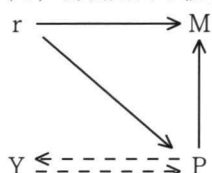
(単位 %)



被説明変数	説明変数			
	P	Y	C	r
P	15***	15	60 **	10
Y	7 *	32***	23***	38 *
C	2	11 *	84***	4
r	5	14	15	66***

(4) 計測期間：後半、変数：P、Y、M、r

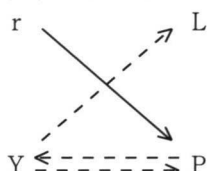
(単位 %)



被説明変数	説明変数			
	P	Y	M	r
P	28***	5 *	16	51***
Y	16 *	47***	23	15
M	26***	10	58***	6***
r	21	4	24	52***

(5) 計測期間：後半、変数：P、Y、L、r

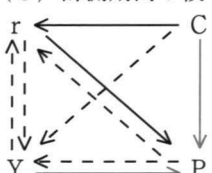
(単位 %)



被説明変数	説明変数			
	P	Y	L	r
P	14***	8 *	50	29***
Y	8 *	49***	30	13
L	2	15 *	79***	4
r	4	6	53	36***

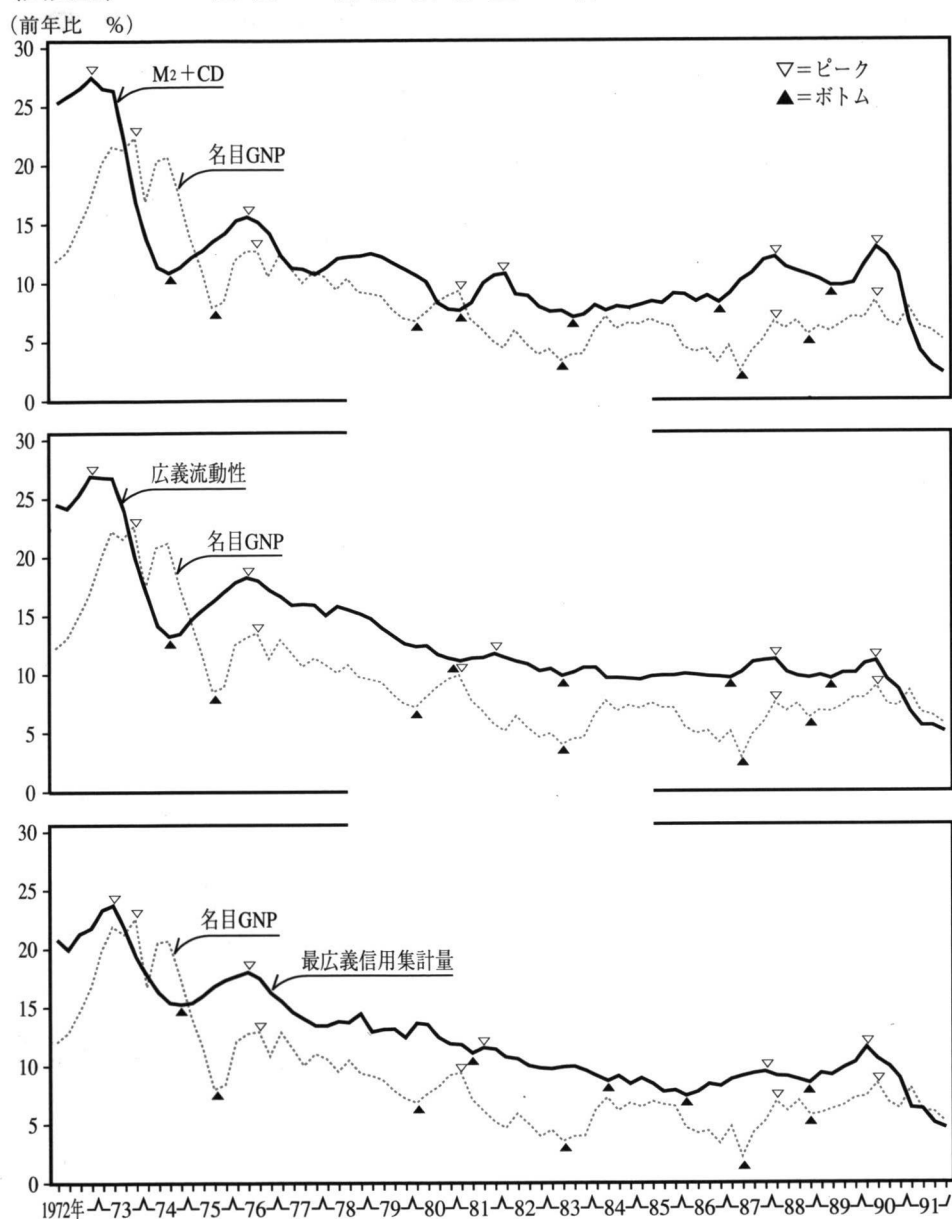
(6) 計測期間：後半、変数：P、Y、C、r

(単位 %)



被説明変数	説明変数			
	P	Y	C	r
P	15***	6 **	55 **	24***
Y	7 *	38***	38 *	16 *
C	3	2	86***	10
r	5 *	2 *	60***	33***

(図表23) 通貨・信用集計量と名目GNPの推移



(注) 最広義信用集計量の83年中の前年比は推計値（「資金循環勘定」の算出方法変更により計数が不連続であるため）。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

集計量の高い伸びが非貿易財価格や資産価格に対し強い上昇圧力をもたらしたとしても、貿易財の価格低下がこれを相殺しえたと考えられるため、単相関による単純な時差相関分析や、金利、物価、実質GNP、通貨ないし信用集計量のみの極めて限られた変数からなるVARモデルによる分析等によって直ちに指

標としての優劣を決定づけうるわけではない。また、プラザ合意後の急激な円高や原油安による大幅な交易条件の変化が極めて異例の実物的ショックであったとみれば、この面からも調整過程を経ればM2+CDの物価関連指標に対する指標性がある程度回復してくる可能性も存在するといえよう。



### (3) マネー等のコントローラビリティ

マネーが単なる総合判断のための一指標という位置づけを超えて、とくに注目されるひとつの理由は、1970年以降多くの国で中央銀行がマネーのコントロールを通じて实体经济に影響を与えるというスタンスをとり、マネーを中間目標として位置づけてきたからにはかならない。具体的には、まず、ブンデスバンクが1974年末に先行き1年間における中央銀行通貨残高伸び率の目標値を公表したのを皮切りに1975年には米国、カナダ、1976年にはイギリス、フランスといった順に、欧米主要国中央銀行が相次いでマネーサプライの目標値（ないし目標レンジ）を公表したり、マネーサプライ抑制方針を発表したりしている（注21）。このような指標としてマネー等をとらえる場合には、中央銀行による政策的なコントローラビリティが問題になる。日本銀行も75年に「日本におけるマネー・サプライの重要性について」と題する論文を調査月報に公表した。もとより、日本銀行はマネーを中間目標として位置づけたことはないが、

歴史的にみたマネーとインフレ率との関連の強さ等にかんがみ、1970年代後半以降、 $M_2+CD$ の見通しを公表するなどその動向にはとくに注意を払ってきている。

### （金利自由化とマネーのコントローラビリティ）

本稿で取扱っている広義の通貨量は、基本的には民間非金融部門の資産選択行動の一環としての通貨需要と金融部門の通貨供給行動を反映して均衡で決定される。その際、需要側の決定要因としては、①所得ないし資産総額、②通貨とそれ以外の資産の収益率格差（マネー保有の機会費用）、等が重要であり、供給側の決定要因としては、マネー創出の中核をなす貸出の収益率、代替的な運用利回り、資金調達コスト等が重要であると考えられる。

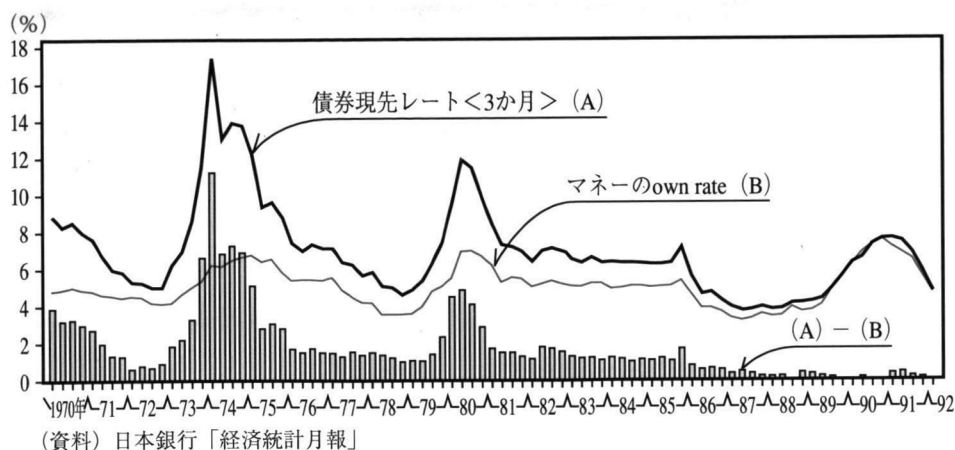
中央銀行の金融政策は長い目でみれば、所得ないし資産価格を通じて通貨量に影響を与えうるほか、即効性の高いルートとして短期金融市場金利の誘導を通じて金利面から通貨需要、供給の双方に直接影響を与えるルートがあると考えられる（注22）。

（注21）ただし、80年代に入ると、各国で通貨の流通速度が不安定化し、上記の諸国はいずれもマネーサプライの定義や中間目標の見直しを迫られることになった。80年代における欧米主要国の金融政策目標の変遷については日本銀行調査月報平成2年4月号「欧米主要国におけるマネーサプライ」参照。

（注22）このほか、日本銀行が各種オペによって資金を直接市中に供給することにより、量的ルートからマネーサプライを増加させることができるのではないかと、という議論がされることがあるが、これは日本の金融システムからみて正しい理解とは言い難い。

日本銀行がオペ等によって市中に資金を供給した場合、これは銀行券として引出され市中で保有されるか、銀行に準備預金として保有されるかのいずれかである。このうち銀行券に対する需要は、生活・取引需要や行楽需要等の構造的、循環的および季節的等の諸ファクターに依存しており、日本銀行がオペによって資金を供給したからといって銀行券の需要には影響を与えない。したがって、オペによって供給された資金は銀行の準備預金として積上がることになるが、ある月の法定準備預金は前月の銀行預金水準によって先決されており、かつ準備預金保有には機会コストがかかるので、銀行には法定準備以上の準備（超過準備）を持つインセンティブは存在しない。無理に超過準備を持たせようとしても、銀行部門が全体として短期金融市場でこれを運用しようとする結果、短期金融市場金利が大幅に下がることになる。したがって、日本銀行がオペによって、ハイパワードマネーの量を増加させ、金利政策と別ルートでマネーサプライをコントロールするというメカニズムは成り立たない。

(図表24) マネー保有の機会費用（短期市場金利との関係）



しかし、 $M_2+CD$ 対象資産の金利を加重和してマネーの保有利回り（own rate）とし、代替的な運用金利として、短期金融市場金利（債券現先3か月レート）を考え、両者の差から $M_2+CD$ 保有の機会費用を試算してみると（図表24）、70年代については、金融政策スタンスを反映して $M_2+CD$ 保有の機会費用が大きく変化しているのに対し、80年代（とくに後半）には、金融政策運営スタンスのいかに問わず、 $M_2+CD$ 保有の機会費用は小さくかつ安定的になっていることがみてとれる。このことは、金利コントロールを通ずる $M_2+CD$ コントロールの即効性が低下していることを意味する。

（イールド構造を通じる影響）

ただし、 $M_2+CD$ 対象資産の平均的残存期間はラフに試算すると最長1年程度であると推測されるため（注23）、 $M_2+CD$ 保有に伴う利回りは達観すれば短期金利と平行に動くはずである。したがって、その意味では長期金利が $M_2+CD$ 保有の機会費用であると見ることもできる。実際、マネー保有の機会費用として長期金利と短期金利の双方を明示的に考慮した通貨需要関数について、パラメーターが可変であると仮定して逐時的な計測を行うと、長期金利との対比でみた機会費用パラメーター（注24）がこのところ大きくなっているこ

（注23）定期性預金について預金者別預金統計等をもとに満期の加重平均を算出。ここで、最長1年程度と考えたのは、試算にあたって、残存期間は短いと思われるもののその長さを正確に知ることの困難な要求払預金を除外したからである。

（注24）ただし、この計測では富効果を捨象しているなどの問題もあるため、定式化の変更によって異なる結果がでる可能性があり、結果については幅を持つてみる必要がある。また、長短金融市場の裁定が完全であれば、長期金利は期待短期金利にリスク・プレミアムを加えたものとなっているはずであり、長短金利差がそのまま機会費用となっているわけではない。

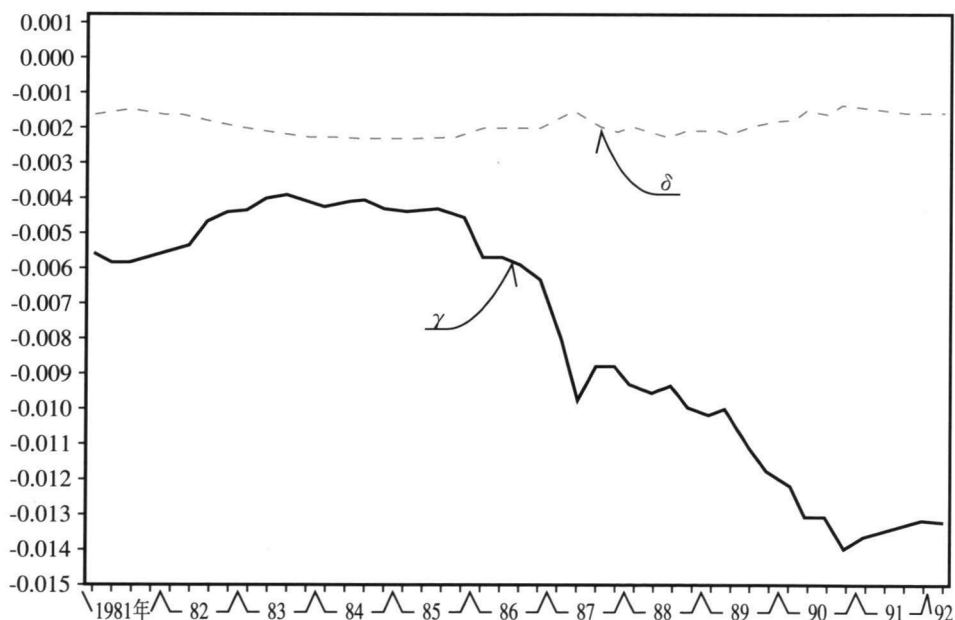
とがみてとれる（図表25）。

このように長期金利とM<sub>2</sub>+CD保有利回りとの差が機会費用であるとした場合、相対的な短期金利高（逆イールド）のときは、M<sub>2</sub>+CDに対する需要が増え、相対的な長期金利高（順イールド）のときは、M<sub>2</sub>+CDに対する需要が減少することになる。一方、通貨供給サイドについてみると、銀行部門は短期で資金を調達して長期で運用するという資産変成（maturity transformation）機能を果たしているのが通常であるから、金利期間構造の逆イールド化は銀行の貸出利鞘を薄くし、

貸出意欲を弱める効果を持つ。このように、金融引締めによる金利構造の逆イールド化は通貨需要と通貨供給に逆方向の影響を与える。金融緩和の場合も同様である。したがって、金融政策が金利期間構造の変化を通じて通貨量に与える効果は定性的にも不確定ということになる。

もっとも、より長い目でみれば、上述のように、金利引下げは实体经济をより活発化させることを通じて所得を増加させたり、資産価格を上昇させることにより、通貨保有意欲を高めうると予想されるため、中央銀行がこ

（図表25） カルマンフィルターによる通貨需要関数の計測



（推計式）  $\log M/P = \alpha_t + \beta_t \log Y/P + \gamma_t \text{Sp}_1 + \delta_t \text{Sp}_2$

M : M<sub>2</sub>+CD

Y : 名目GNP

P : GNPデフレーター

Sp<sub>1</sub> : 金融債利回り - マネーの own rate

Sp<sub>2</sub> : 債券現先レート（3 か月物） - マネーの own rate

計測期間：70/1 - 3～92/1 - 3、初期値設定期間：70/1 - 3～79/10 - 12

うしたルートを通じて通貨量をコントロールすることは可能と考えられる。広義流動性、最広義信用集計量についてもこの点は同様であるが、コントロールに即効性を持たせることは極めて難しいことが予想される。これらの点を考えると、通貨・信用集計量に対し中間目標的位置づけを与えるのはコントローラビリティの即効性という観点からは難しくなっているように思われる。

むしろ、このことは、必ずしも金融政策の有効性が低下していることを意味するものではない。コール・手形レート等短期金融市場金利を起点とする日本銀行の金融政策が最終目標である物価等に影響を及ぼす主要な効果波及経路には大別すると2つのルートがあると考えられる。すなわち、①マネー・信用供給量等量的な変数の変化が、企業・家計の支出行動に影響を与えるルート、②金利の変動が企業・家計の支出行動に直接影響を与えたり、債券、株式、土地等の資産価格変動による効果を通じて企業・家計の支出活動に影響を与えるルート（実体経済への富効果）、の2つである。前述のマネーに対するコントローラビリティの即効性低下は①のルートを弱めるものの、第2のルートである金利の直接効果については、経済のストック化が進むとともに金融の自由化によって企業の資金運用・調達自由度が拡大するにつれ、企業の在庫投資、設備投資といった投資行動の収益

率と金融資産での運用レートとの裁定は強まってきているため、強化されてきていると考えられる。同様のことは個人の耐久消費財購入・住宅取得についてもある程度あてはまるであろう。また、金利変動による富効果の実体経済に対する影響は、これまでのところあまり大きくなかったと考えられるが<sup>(注25)</sup>、将来的には大きくなる方向にあると予想される。なお、上記2つのルートのほか、理論的には為替レートを通じた金融政策の効果波及ルートが存在しうる。このルートについては、金利とりわけ短期金利が為替レートに与える影響は経済状況や市場参加者の予想に依存するため、大きな不確実性を伴うものの、他の事情にして等しければ、金利の引上げは為替レートの自国通貨高をもたらし、物価の低下等をもたらしと考えられ、わが国の開放度が高まったことに伴い、こうした効果の影響も強まってきていると考えられる。

このように、金融政策の最終目標に対する有効性は金利の直接効果を軸としてむしろ高まる方向にあると推測される。実際、前述の分析（前掲図表22）によれば、80年代以降は、 $M_2+CD$ の物価に対する説明力が低下しているのに対し短期金利の物価に対する説明力は上昇していることがみてとれる。したがってマネーのコントローラビリティの即効性低下はトランсмисシオン・メカニズムの変化を反映しているに過ぎない。

(注25) 日本銀行月報平成4年6月号「平成3年度の金融および経済の動向」参照。

#### (4) 速報性

通貨・信用集計量を金融政策判断のよりどころとして機動的に活用していくためには、速報性が不可欠である。この点、広義流動性は、推計部分こそ多いものの、ほぼ $M_2+CD$ に準ずる速報性を有している一方、実体経済との関係において現在のところもっとも安定的な統計的先行性を維持している最広義信用集計量計数の入手にはかなりのラグ(約半年)が伴うという難点が存在する。この点を勘案すると、速報性のある各種通貨集計量指標を、最広義信用集計量などの信用集計量で補完するといったかたちで、量的指標を総合的に見ていくという方向が最も望ましいように思われる。

おわりに

以上みたように、近年におけるマネーサプライ( $M_2+CD$ )の大幅な変動は、基本的には景気循環、資産価格変動、金利自由化の進展の下での金融機関行動の変化、郵貯等への資金シフト、といった諸要因で一応説明可能である。とくに最近の $M_2+CD$ の低い伸びは資産価格下落に伴うマイナスの富効果や取引額の減少が主因であり、その意味でそれ以前の高い伸びの反動ないし巻き戻しという色彩が濃く、その残高水準に対する判断からしても、フローの実体経済活動を制約するものと

はなっていない。見方を変えれば、金融機関の融資態度慎重化が企業活動を大きく制約しているのではないかと懸念はこれまでのところ当を得たものではない。このことは、貸出金利の低下テンポ、金融機関の貸出態度判断D.I.、企業の資金繰り判断D.I.、手元流動性水準のいずれからもうかがわれる。なお、郵貯への資金シフトも統計的には $M_2+CD$ を低下させるものの、このこと自体によって金融逼迫をもたらす可能性は小さいとみられる。

こうした状況の下では、マネーサプライ( $M_2+CD$ )の前年比伸び率のみを物価・景気情勢の先行指標としてとくに重視していくのは不適當になってきていると考えられる。現状では、① $M_2+CD$ と同等の優れた速報性を有し、資金シフトの影響を受けにくい広義流動性や信用集計量等その他の通貨・信用集計量を $M_2+CD$ と合わせてみていくこと(注26)、また、②マネー等をみる際には、前年比伸び率だけでなく、流通速度等残高水準の判断も十分に行っていくこと、が必要とされているといえよう。

ただし、1980年代後半以降のマネーとフローの実体経済関連指標の統計的関係の希薄化には、80年代央の円高・原油安に伴う極めて大きな交易条件の変化というリアル・ショックが一因となっているほか、資産価格の極めて大幅な変動等に伴うマネーの膨張・収縮が異

(注26) このほか、マネーの本質を取引媒体としてとらえる立場からは、本稿で主として扱ってきた広義のマネーだけでなく $M_1$ 動向も重要と考えられる。しかし、 $M_1$ については、金融革新や資金シフトの影響等による攪乱の影響を強く受けており、当面、これを重視することは適當ではない。

---

例なものであったことが寄与していることを考えると、各種通貨集計量とフローの物価指標との大幅な乖離は極めてまれな一時的現象である可能性も考えられる。この場合、資産価格の落ち着きは金利自由化の完了と相まって、各種通貨集計量前年比とフローの実体経済指標前年比の関連性をいずれ回復させるとも考えられる。このことを逆にいえば、マネーと実体経済活動の関係が長期的にみて安定的なものであるとすれば、資産価格・取引にかかわる調整過程が終了したとみられる段階では、再び前年比伸び率に目配りする必要がでてくる可能性があることを意味しているともいえるであろう。

すなわち、各種の通貨集計量や貸出の伸びが、資産価格・取引の調整過程を超え、長期にわたって実体経済の伸びに比べ低位にとどまり続ける場合には、金融機関の貸出態度慎重化や景気調整の長期化を反映している蓋然性が高い。また、資産価格が下落する過程において金融機関の不良資産が増加していることに加え、株価動向によってはBIS規制の影響もありうる。

これらの点にかんがみ、日本銀行は引続き通貨集計量を含む経済諸指標全般の動きに注意を払い、経済諸情勢の変化に対し機動的に対応していく方針である。

(調査統計局)