

資料

マネーサプライ統計とその変動の分析手法

はじめに

マネーサプライ指標の変動を多面的に分析するためには、所得や金利等マクロの経済変数とマネーサプライの関係（例えば通貨需要関数や時差相関係数等による分析）に加え、通貨を保有する法・個人や通貨を発行する金融機関のバランスシート（以下、B/Sと表記）の動きを理解することが必要である。すなわち、こうしたB/Sの動向を分析することにより、マクロ変数を用いた分析ではみることのできない各経済主体の資産・負債選択行動とマネーサプライとの関係を明らかにすることができる。

本稿は、日本銀行が毎月公表しているマネーサプライ統計の見方や、資金循環勘定とマネーサプライの関係等についてのより深い理解に資することを目的として、マネーサプライ統計とB/Sを用いたマネーサプライ変動の分析手法（B/Sアプローチ）について解説を加えたものである。以下では、まず、主要なマネーサプライ指標の定義を確認した後、B/Sアプローチを理解するうえでの基礎となる資金循環勘定のフレームワークを概説する。次に「通貨保有主体」および「通貨発行銀行」のB/Sアプローチの考え方を解説し、「マネタリーサーベイ」「マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）増減と信用面の対応」といった各種マネーサプライ分析統計の構造とその見方についても解説を加える。最後

に各種統計の相互関係や統合的な利用方法等を総括する。

1. 通貨保有主体、通貨の範囲と通貨発行主体

「B/Sアプローチ」によるマネーサプライ変動の分析を理解するうえでは、まずマネーサプライとは何かを改めて明らかにしておく必要がある。マネーサプライは「民間非金融部門（通貨保有主体）が保有する通貨量」と定義されるが、主要マネーサプライ指標が対象とする通貨の範囲とその発行主体、および通貨保有主体を要約すると、以下のとおりである。

（1）主要マネーサプライ指標が対象とする通貨の範囲とその発行主体

M_1 および $M_2 + CD$ は、通貨発行銀行（日本銀行＋預金通貨銀行＜Deposit Money Banks＞）の債務の中で、通貨保有主体（後述）が保有する以下の現・預金の集計量である（通貨発行・保有主体と M_1 、 $M_2 + CD$ の関係については後掲図表1を参照）。

$$M_1 = \text{現金通貨} + \text{預金通貨}$$

$$M_2 + CD = M_1 + \text{準通貨} + CD \text{（譲渡性預金）}$$

現金通貨 = 銀行券発行高 + 貨幣 （硬貨）流通高 - 通貨 発行銀行保有現金
--

預金通貨＝要求払（当座、普通、通知、別段、納税準備、貯蓄）預金－通貨発行銀行保有小切手・手形
 準通貨＝定期性預金＋非居住者円預金＋外貨預金

なお貨幣（硬貨）は、厳密には通貨発行銀行の債務ではなく、中央政府の負債であるが、銀行券同様に日本銀行が発行したものとみなして、現金通貨の一部として M_1 および $M_2 + CD$ に含めている。

預金通貨銀行とは、全国銀行銀行勘定、信用金庫、農林中央金庫、商工組合中央金庫、および銀行・証券会社の信託子会社等（平成5年10月以降業務を開始した普通・信託銀行）の銀行勘定の合計である。一方、マネーサプライ統計における通貨発行銀行以外の金融機関は「その他金融機関」＜Other Financial Institutions＞と定義される。

「その他金融機関」

＝「その他民間金融機関」（全国銀行信託勘定、全国信用金庫連合会、信用組合、全国信用協同組合連合会、労働金庫、労働金庫連合会、信用農業協同組合連合会、農業協同組合、信用漁業協同組

合連合会、漁業協同組合、外銀在日支店、外銀系信託銀行、保険会社、信託子会社信託勘定）＋「公的金融機関」（日本開発銀行、日本輸出入銀行、公庫、郵便貯金・簡易生命保険特別会計、資金運用部＜なお、海外経済協力基金を除く＞）

また、通貨発行銀行に含まれるのは、上記預金通貨銀行の国内店一般勘定のみであり、海外店勘定やJOM（東京オフショア市場）勘定は除かれる。


広義流動性については、以下のように $M_2 + CD$ に郵便貯金や債券、信託元本を加えた金融商品の集計として定義されており、 M_1 や $M_2 + CD$ のようにある特定の通貨発行主体が発行する通貨という概念では捉えられない（注1）。

広義流動性＝ $M_2 + CD$ ＋郵便局、農業協同組合・漁業協同組合、信用組合、労働金庫の預貯金および CD ＋全国銀行信託勘定および信託子会社の金銭信託・貸付信託元本＋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

（注1）広義流動性は、通貨保有主体の保有する比較的流動性の高い各種金融資産のうち、月次ベースで計数入手が可能なものを集計した指標であり、金融資産間の資金シフトによる変動を吸収し得るという特性がある。なお、広義流動性の中には、信用組合等の預金のように $M_2 + CD$ に含まれる金融資産に極めて近い性質を持っているが、データの速報性等の点から $M_2 + CD$ には含まれていない金融資産や、MMFのように流動性の高い金融資産も含まれている。

(図表1) マネーサプライ (M_1 、 M_2+CD) の範囲
(発行主体と保有主体による整理)

		＜ 発 行 主 体 ＞						
		金 融 機 関						
		国 内					海 外	
		通 貨 発 行 銀 行			そ の 他 金 融 機 関			
		日 本 銀 行	預 金 通 貨 銀 行					
		現 金 通 貨	預 金 通 貨	準 通 貨 + CD	民 間	公 的		
保有主体	国内	法・個人	証券会社等					
			海外経済協力基金					
			その他					
			公団・地方公共団体					
			中央政府					
		金融機関	通貨発行銀行					
			その他金融機関					
	海外	法・個人						
		地方政府						
		中央政府・国際機関						
金融機関								

(注) 1.  M_1

 M_2+CD

2. 現金通貨については、本来、中央政府とその他金融機関、海外の中央政府・国際機関、海外の金融機関の保有する分を控除するべきであるが、資料の制約上、これらの保有分も含まれている。

(2) 通貨保有主体の定義

通貨保有主体は、一般法人、個人、公団・地方公共団体の3部門（民間非金融部門）であり、金融機関（その他金融機関を含む）および中央政府（海外の中央政府・国際機関を含む）は通貨保有主体から除かれる（注2）。

ここで、マネーサプライ統計における国内預金保有者各部門の範囲をまとめると以下のとおりである。

①金融機関の範囲

日本銀行、銀行（外銀在日支店、外銀系信託銀行を含む）、信用金庫および同連合会、

(注2) 準通貨には、非居住者円預金、非居住者保有外貨預金が含まれており、その意味では、金融機関および中央政府を除く非居住者も通貨保有主体に含まれる。ただし、 M_2+CD に占めるウエイトは極めて小さい（1995年1月末で0.2%）。

労働金庫および同連合会、農業協同組合および同連合会、漁業協同組合および同連合会、農林中央金庫、信用組合および同連合会、商工組合中央金庫、保険会社ならびに公的金融機関（日本開発銀行、日本輸出入銀行、公庫および郵便貯金・簡易生命保険特別会計、資金運用部（注3））。

②中央政府の範囲

国の一般会計・特別会計（資金運用部、郵便貯金・簡易生命保険特別会計を除く）。

③公団・地方公共団体の範囲

地方公共団体、地方公営企業（地方公営企業法の適用を受けるもの）および13公団（具体的な公団名については図表2参照）。

④法人の範囲

法人には、一般事業法人に加え、以下が含まれる。

基金（海外経済協力基金等）、証券金融会社、証券会社、証券投資信託委託会社、短資業者、住宅金融会社、信用保証協会、手形交換所、貸金業者、質屋、事業協同組合、森林組合、預金保険機

構、事業団、営団、特殊法人、公立施設、地方公共団体外郭団体（地方公社）等。

⑤個人の範囲

消費者、個人企業、農林漁業者、非営利団体。

マネーサプライ統計における預金通貨・準通貨・CDは、通貨発行銀行への預金のうち上記①・②の保有する預金を控除して計上されている（注4）。

ただし、証券会社、証券金融会社、短資会社等、一般的には金融機関と考えられているが上記の「金融機関」の定義範囲に含まれないものについては、一般法人に含まれる（したがって、これらが保有する預金はマネーサプライに含まれる）ことには留意が必要である。ここで、証券会社が一般法人に分類される理由は、証券会社はブローキングを中心とした業務を営んでおり、金融仲介を行っていない（資産の変換は行わない）と考えられるためである。なお、保険会社は、保険料を法・個人から債務として受け入れ、貸出等を実行しており、銀行の金融仲介に近い業務を行っていることから、金融機関に含まれている。

（注3）実際には資金運用部の預金通貨銀行に対する預金は存在しない。

（注4）個人保有分、法人保有分といった通貨の保有主体別分割は、資料の制約から平残については行われていない。未残では預金通貨・準通貨につき保有主体別の分割を行っており、日本銀行『経済統計月報』で法・個人保有分を掲載している。その際、以下のような取り扱いが行われている。

①個人預金は個人名義で預金されたものを対象とし、個人企業等も企業名で預金すれば一般法人に分類される。

②現金通貨・CDについては保有者の区別をしていない。

なお、現金通貨については、本来、上で述べた通貨保有主体の保有分に限定すべきであるが、銀行券・貨幣の保有額を保有者別に分類することはM₂+CDの公表時点では不可能である。したがって、通貨発行銀行保有分のみが控除される扱いになっており、中央政府やその他金融機関、非居住者が保有する分も統計上は現金通貨に算入されている。

(図表2)

資金循環勘定の部門構成

部 門	内訳部門	内 訳 小 部 門	部 門 の 範 囲
金 融	日本銀行	—	日本銀行（貨幣流通高を含む）
	民 間 金融機関	全国銀行等	全国銀行（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行協会加盟行<89年4～6月>、長期信用銀行、信託銀行）および信託子会社の銀行勘定
		銀行等	中小企業金融機関
		農 林 水 産 金 融 機 関	農林中央金庫、信用農業協同組合連合会、農業協同組合、信用漁業協同組合連合会、漁業協同組合
		在 日 外 銀	外銀在日支店、外銀系信託銀行の銀行勘定
		信 託	全国銀行、信託子会社および外銀系信託銀行（87年1～3月）の信託勘定（証券投資信託を含む）
		投 資 信 託	信託勘定のうち証券投資信託（株式投信、公社債投信）
		保 險	生命保険会社、外国生命保険会社（86年7～9月）、損害保険会社、全国共済農業協同組合連合会、都道府県共済農業協同組合連合会
		証 券 会 社	証券会社、外国証券会社（87年10～12月）
		そ の 他	短資会社、証券金融会社、住宅金融会社<いわゆる住専>（74年1～3月）、預金保険機構（74年1～3月）、農水産業協同組合貯金保険機構（74年1～3月）
	公 的 金融機関	郵便貯金・簡保	郵便貯金資金、簡易生命保険資金
		資 金 運 用 部	資金運用部資金（産業投資特別会計等の貸出金を含む）
		政府金融機関	日本開発銀行、日本輸出入銀行、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、国民金融公庫、北海道東北開発公庫、住宅金融公庫、中小企業信用保険公庫、公営企業金融公庫、医療金融公庫*、環境衛生金融公庫、沖縄振興開発金融公庫、海外経済協力基金 *84年12月末の社会福祉・医療事業団への統合に伴い85年1～3月以降は法人企業部門。
中 央 政 府	—	—	一般会計、外国為替資金、食糧管理など上記以外の特別会計
公 団 お よ び 地方公共団体	—	—	日本道路公団、首都高速道路公団、石油公団、船舶整備公団、水資源開発公団、阪神高速道路公団、日本鉄道建設公団、新東京国際空港公団、住宅・都市整備公団、農用地整備公団、森林開発公団、地域振興整備公団、本州四国連絡橋公団（13公団） （注）日本国有鉄道（87年4～6月）、日本電信電話公社（85年4～6月）、日本専売公社（85年4～6月）は民営化以降は法人企業部門。 地方公共団体
法 人 企 業	—	—	金融機関以外の法人企業、事業法人など（政府出資の各種事業団、日本原子力研究所・帝都高速度交通営団・電源開発（株）など政府出資の特殊法人、住宅供給公社など地方公共団体出資の法人を含む。リース、貸金業者を含む）
個 人	—	—	消費者、個人企業、農林漁業者、非営利団体
海 外	—	—	わが国の対外取引の相手先となる海外の金融機関、政府、法人企業、個人および国際機関（いわゆる非居住者）

(注) 1. () 内および< >内の時期は計数の算入を開始した時期を示す。

2. 信託子会社は93年10月以降に業務を開始した信託銀行を指す。

2. B/Sアプローチによるマネーサプライの変動の分析とは

マネーサプライは、概念上、通貨発行金融機関のB/Sの負債側、通貨保有主体のB/Sの資産側に同額が計上されている。したがって、それぞれの部門のB/Sについて「金融資産＝金融負債＋純金融資産（定義は後述）」という事後的恒等関係を用いれば、通貨発行金融機関の場合、

「マネーサプライ＝金融資産－マネーサプライ以外の金融負債－純金融資産」、

通貨保有主体の場合、

「マネーサプライ＝金融負債＋純金融資産－マネーサプライ以外の金融資産」、

という関係がそれぞれ導出されることになる。この恒等関係からマネーサプライの変動を通貨発行金融機関あるいは通貨保有主体のB/S項目の変動に分解することが可能であり、こうした手法に基づいてマネーサプライの変動を分析するのがB/Sアプローチである。B/Sアプローチの利点は、マネーサプライの変動にどの経済主体の資産・負債選択行動が関係しているのかを描写できることである。

もっとも、B/Sアプローチは、あくまでも事後的な恒等式による分解であり、通貨需要を変動させる要因と現実のマネーサプライの変動の間の因果関係を必ずしも示しているわけではない。したがってこのアプローチでは、金利や所得といったマクロの経済変数の変化がマネーサプライに及ぼす影響を明示的に扱うことができない。以下では、こうしたB/Sアプローチの手法、結果の解釈、および分析方法の限界を説明する。

3. 資金循環勘定のフレームワークとB/Sアプローチの基礎

通貨保有主体のB/Sアプローチが資金循環勘定における「法人」「個人」「公団・地方公共団体」の3部門の統合B/Sを土台に構築されていることから、B/Sアプローチからマネーサプライの変動を分析するには、まず資金循環勘定（Flow of Funds Accounts）のフレームワークを理解しておくことが肝要である。ここでは、資金循環勘定の構成、金融資産負債残高表および金融取引表の読み方を概説する。

（1）資金循環勘定とは

資金循環勘定は、預金・貸出、有価証券の発行・償還あるいは売買等といった金融取引の動きを経済部門別にまとめ、通貨・信用量のフローの動きとその残高（ストック）を、経済部門間の相互取引として鳥瞰^{ちようかん}できるようにしたものである（部門構成については前掲図表2参照）。資金循環勘定は、期中の資金（通貨・信用量）のフローを示す「金融取引表」と、期末の残高を示す「金融資産負債残高表」から構成されている。

（2）経済部門別B/Sと金融資産負債残高表

各経済部門のB/Sを実物資産を含む国民経済計算のベースでみると、資産側には金融資産および実物資産、負債側には金融負債および正味資産が計上される（図表3）。「実物資産」は、機械設備、土地、建物、在庫等の評価額合計であるが、「正味資産」は実物資産と金融資産の合計から金融負債を控除したバランス項目である。したがって、次の恒等関係が常に成立する。

金融資産＋実物資産＝金融負債＋正味資産

各経済部門のB/S全体のうち、金融資産・負債の部分のみを取り出したのが、資金循環勘定における金融資産負債残高表である。ここでは、金融資産・負債のみでは貸借がバランスしないことから、金融資産と負債の差額を「純金融資産」として負債側に計上している（注5）。「金融資産+実物資産=金融負債+正味資産」という上記の恒等関係を用いれば、

$$\text{金融資産} - \text{金融負債}$$

$$= \text{純金融資産}$$

$$= \text{正味資産} - \text{実物資産} \cdots \textcircled{1}$$

であり、純金融資産は正味資産と実物資産の差額として理解することができる。

（3）金融取引表と資金過不足

ストックとしての金融資産負債残高表を期中フローの概念で捉え直したのが、金融取引表である。①式をフローのベースで考えると、

$$\text{純金融資産増減}$$

$$= \text{正味資産増減} - \text{実物資産増減}$$

となるが、実物資産の増加は「投資」として捉えられる一方、正味資産の増加は「貯蓄」であると考えられる。したがって、

$$\text{純金融資産増減} = \text{貯蓄} - \text{投資}$$

と表すことができる。ここで、フローベースの概念として金融資産増加額を資金運用、金融負債増加額を資金調達と定義すれば、

（図表3） 金融資産負債残高表と金融取引表

金融資産増減=金融負債増減+資金過不足			
[ストック]	[資産負債残高表] (国民経済計算)		[金融資産負債残高表] (資金循環勘定)
	金融資産	金融負債	金融資産
		正味資産	純金融資産
[フロー]	実物資産		
	[金融取引表] (資金循環勘定)		
	金融資産増減	金融負債増減	金融負債増減 (=資金調達)
		正味資産増減 (=貯蓄)	資金過不足(注)
	実物資産増減 (=投資)		

(注) (+)…資金余剰
(-)…資金不足

（注5）純金融資産は日本銀行が作成・公表している資金循環勘定においては、「金融資産負債残高表」における「差額」という項目にはほぼ相当する。ただし、厳密には同項目は統計上のバランス項目であるため、その他金融資産等も含まれている。

純金融資産増減

$$= \text{金融資産増減} - \text{金融負債増減}$$

であるから、

$$\text{純金融資産増減} = \text{資金運用} - \text{資金調達}$$

となる。そこで、資金運用と調達の差額を資金過不足と定義（期中における運用が調達を上回る場合、その差額を資金余剰、調達が運用を上回る場合、その差額を資金不足）すれば、

純金融資産増減

$$= \text{資金過不足} (\equiv \text{資金運用} - \text{資金調達})$$

と表されることになり、以上から、

$$\text{資金過不足} = \text{貯蓄投資差額} (\equiv \text{貯蓄} - \text{投資})$$

という関係、すなわち「各経済主体の資金過不足額は、その主体の貯蓄投資差額に等しい」という重要な概念が得られる。

(4) 経済全体での資金過不足

経済主体を金融部門、個人、法人等に分割すれば、各経済主体ごとに上記金融取引表を記述することが可能となる（図表4）。もっとも、金融資産の裏側には必ず取引相手方における金融負債が存在していることから、海外部門を含む経済全体では、資金運用総額が資金調達総額に必ず等しくなる。換言すれば、経済全体でみた場合に資金過不足はゼロとなる（同様に貯蓄投資差額の経済全体での集計値もゼロとなる）。したがって、

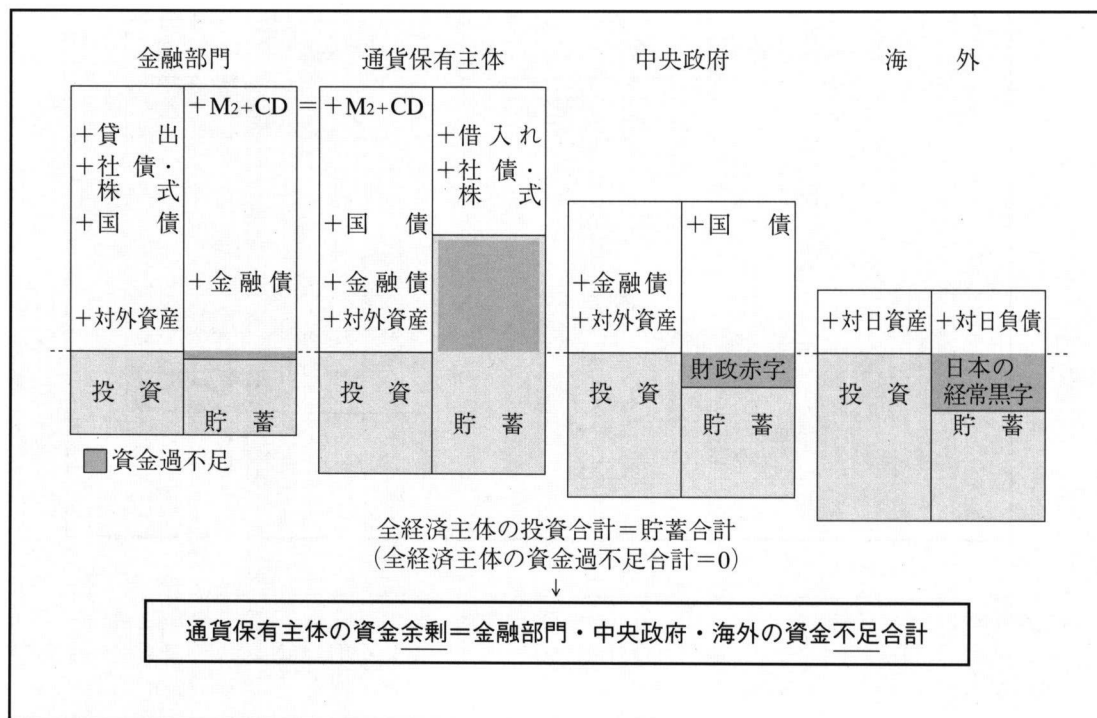
$$\text{ある経済主体の資金過不足}$$

$$= \Delta \text{他の経済主体の資金過不足合計}$$

との関係が導出でき、これから、例えば、通貨保有主体の資金余剰は金融・中央政府・海外部門の資金不足の合計として捉えられることになる。

(図表4)

各経済主体間のB/Sの連関
(概念図<フローベース>)

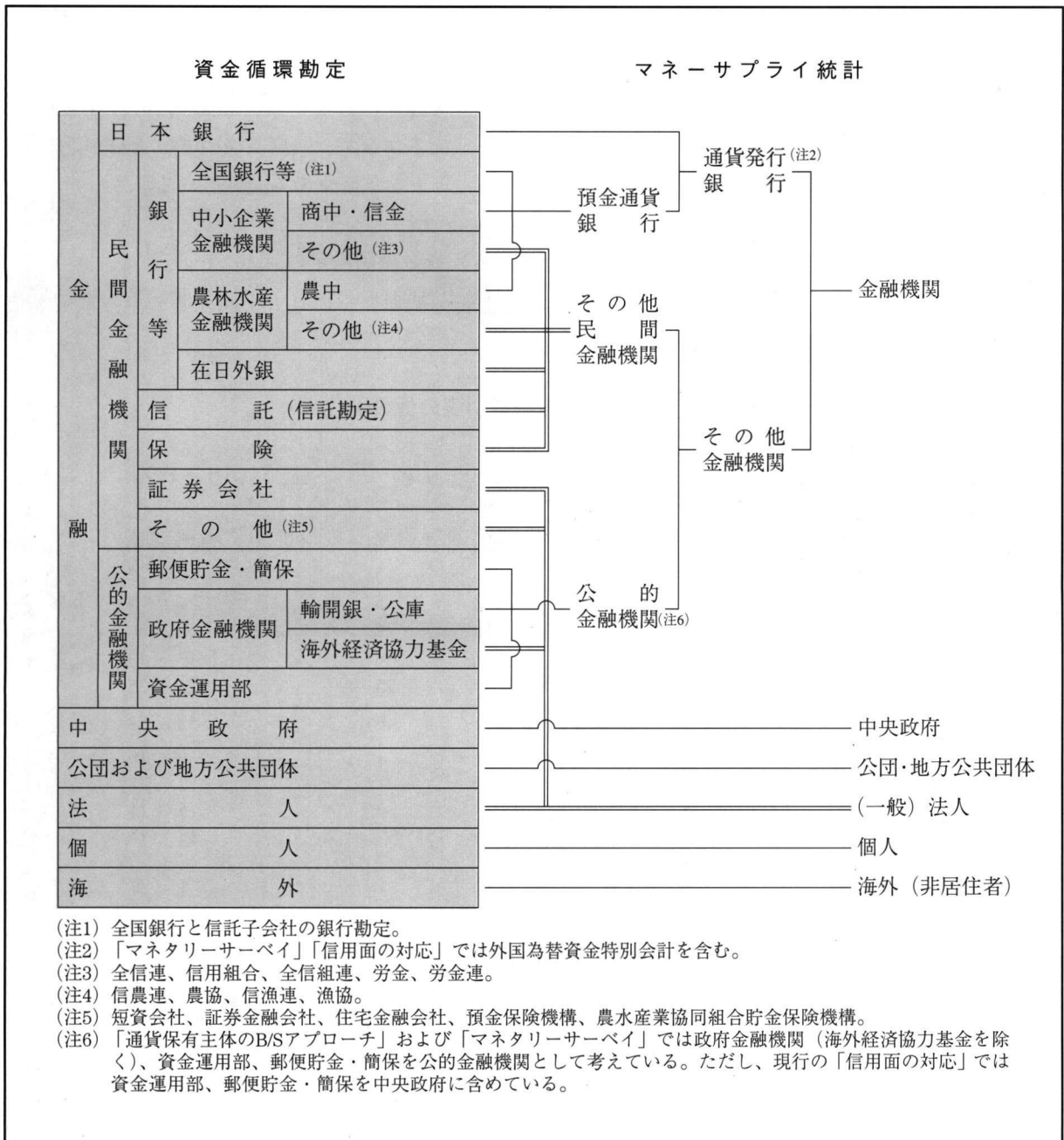


(5) 資金循環勘定における部門構成

資金循環勘定では、国民経済全体を6部門（金融、中央政府、公団・地方公共団体、法人企業、個人、海外）に大別している。この部門分

割は、国民経済計算やマネーサプライ統計における部門分割と若干異なる点がある（図表5）。ここでは、特にマネーサプライ統計との差異のみられる民間・公的金融機関、法人企業を中心

(図表5) 資金循環勘定とマネーサプライ統計
(部門分割対照表)



にポイントをまとめておく。なお、日本銀行、中央政府、公団・地方公共団体、個人についてはマネーサプライ統計と同じ概念で分類されている。

①金融部門

金融部門は日本銀行、民間金融機関部門、公的金融機関部門から構成される。民間金融機関部門は、通貨発行銀行、その他民間金融機関に加えマネーサプライ統計では一般法人に分類される証券会社・証券金融会社・短資会社・住宅金融会社等を含む。公的金融機関部門は、郵便貯金・簡易生命保険、資金運用部、政府金融機関のほか、マネーサプライ統計では一般法人に分類される海外経済協力基金を含む。

②法人企業部門

事業法人、特殊法人、地方公社から成るが、マネーサプライ統計上の法人とは、証券会社、海外経済協力基金等（資金循環勘定では金融部門に分類）を含まない点が異なる。

③海外部門

海外の金融機関、政府、法人企業、個人および国際機関から成り、マネーサプライ統計の海外と一致。金融取引表には必ず記載されるが、残高については資料が乏しく、年末と年度末のみ記載される。

(6) 資金循環勘定の見方

資金循環勘定の見方を図表6の金融取引表仮

(図表6) 資金循環勘定・金融取引表の仮設例

	金 融		中央政府		公 団 ・ 地 公 体		法 人		個 人		海 外		合 計	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
現 金 通 貨		3							3				3	3
預 金 通 貨		4			1		△ 2		5				4	4
準通貨+CD		60			5		18		37				60	60
信 託		13					7		6				13	13
保 険		25							25				25	25
有 価 証 券	35	15		10 △ 3	2	7	26	6		8			53	53
国 債 ・ F B	7			10			1		1				9	10
地 方 債	2				2								2	2
金 融 債	12	14							2				14	14
社 債	10						5	15					15	15
株 式 債	4			△ 3			1	3	2				4	3
投 信 債		1							1				1	1
外 債							8			8			8	8
貸 出 金	89				1		52		36				89	89
運用部預託金		9	9										9	9
対外債権債務 ^(注)	14	3					4			2	17		20	20
そ の 他	3	9			1		10			4	2	3	16	16
資金過不足		0		△ 1		1	△ 34		42		△ 8		0	0
合 計	141	141	9	9	4	4	44	44	82	82	12	12	292	292

(注) 外債による調達を除く。

設例に基づいて解説しよう。この仮設例は、ある一定期間中に行われた金融取引を各部門別に示したものである。

- ① 法人部門は、金融部門からの借入れ52と社債・株式・外債の発行26によって78の資金を調達し、これにより、資金不足（投資超過）34を賄ったうえ、残りを預金・CDおよび信託・有価証券等で運用している。
- ② 個人部門は、資金余剰（貯蓄超過）42と金融機関借入金36等をもとに現・預金45（現金通貨3＋預金通貨5＋準通貨・CD37）、信託6、保険25、有価証券6に運用。
- ③ 中央政府部門は国債発行10で調達した資金をもとに資金不足（投資超過）＜＝財政赤字＞1を賄ったうえ、運用部に9預託している。
- ④ 公団・地方公共団体部門は地方債発行2と金融機関借入れ1で資金を調達し、保有株式の売却分3を加えて預金6に運用している。
- ⑤ 海外部門は資金不足（投資超過）8を「その他対外債務」（本邦国内部門による証券投資、直接投資等）により調達。

- ⑥ 金融部門は主に個人部門を中心とした資金余剰（貯蓄超過）部門から預貯金を吸収するとともに、法人企業部門等の資金不足（投資超過）部門への貸出・有価証券投資を行っている。

次に各取引項目ごとにそのバランスをみると、基本的に「ある部門の金融資産増＝他部門の金融負債増（例：金融部門の貸出増＝非金融部門の借入増）」であるから、各部門の金融資産側に計上されている計数の合計は各部門の金融負債側に計上されている計数の合計に等しい。したがって、全部門「合計」の欄では各取引項目ごとに原則として資産増・負債増がバランスしている（注6）。なお、各部門の資金過不足の合計はゼロである。

このように、「金融取引表」を横方向（部門別）にみていくと、当該期間中における部門間の資金移動が分かり、縦方向（項目ごと）にみれば、各部門の当該期間中における資金調達・運用動向が明らかになる。

4. 通貨保有主体のB/Sアプローチ

本アプローチは、 $M_2 + CD$ が通貨保有主体の金融資産の一形態であることに注目し、 $M_2 + CD$ の増減を通貨保有主体のB/S上の他の項目の増減と関連付けるものである。

（注6）ただし株式・国債については、部門ごと、かつ資産側と負債側で評価方法が異なることから、「合計」欄の資産増と負債増がバランスしない。すなわち、取引表の資産側では、非金融部門については、株式が取引額、国債が額面増減額で計上されている一方、金融部門については、株式・国債ともに個々の金融機関のB/Sから集計された簿価の変化額で計上されている。簿価の変化額は株式取引額や国債額面増減額とは一般的に異なるが、金融部門全体での株式取引額・国債額面増減額は他部門同様に推計可能である。そこで金融部門保有の株式・国債について簿価の変化額との乖離を「その他」項目で調整し、金融部門の資金過不足には評価方法の違いが影響しないように配慮されている。

(1) 通貨保有主体の統合B/S

分析に当たっては、まず通貨保有主体を「国内の法人・個人・地方公共団体」に絞り、資金循環勘定ベースでその統合B/Sを作成する(注7)。ただし、ここでの統合B/S上の「現金通貨+要求払預金+定期性預金+譲渡性預金+非居住者円預金・外貨預金」の計数はマネーサプライ統計上の通貨発行銀行以外の金融機関への預金も含むことになり、 $M_2 + CD$ とは乖離する。そこで、

①上記現・預金計からマネーサプライ統計上の $M_2 + CD$ (末残)を差し引き、残差を「その他預金」として計上するとともに、

②マネーサプライ統計上の $M_2 + CD$ (末残)を統合B/S上に計上する、

ことによって、 $M_2 + CD$ の変動の分析が可能になる。

通貨保有主体のB/Sからマネーサプライ増減を分析するに当たっては、前述の金融取引表における恒等式から出発するのが適当である。

すなわち、

通貨保有主体の金融資産増減

=金融負債増減+純金融資産増減

一方、その資産側については、

通貨保有主体の金融資産増減

=マネーサプライ増減+マネーサプライ以外の金融資産増減

と分解することが可能であり、したがって、

マネーサプライ増減

=金融負債増減+純金融資産増減-

マネーサプライ以外の金融資産増減

との関係が得られる。ここで、通貨保有主体の純金融資産増は、

通貨保有主体の純金融資産増

≡通貨保有主体の資金余剰

=通貨保有主体以外の部門の資金不足計

=中央政府+海外部門+金融部門の資金不足計

と表され、中央政府の資金不足は財政赤字(注8)、

(注7) 法人の範囲は、本来はマネーサプライ統計同様に証券会社等も含むべきであるが、資料の制約等から不可能であるため、ここでは便宜上資金循環勘定における部門分割に従い、これらを含まないものとしている。

(注8) 中央政府部門は税収・社会保障負担(家計からの年金・医療保険料の受取)・財産所得受取・その他の移転項目のネット受取と国債の発行等(資金調達)を財源とし、消費・社会保障給付(年金・医療保険の家計への支払)・財産所得支払(国債利払い等)・投資を賄い、預金や資金運用部預託金の積み上げ等(資金運用)を行う。

ここで「税収・社会保障負担・財産所得受取・その他の移転項目のネット受取」と「消費・社会保障給付・財産所得支払」の差額が貯蓄に対応するので、先の「貯蓄投資差額=資金過不足」が成立する。また、「税収・社会保障負担・財産所得受取・その他の移転項目の受取」は政府収入であり、「消費・社会保障給付・財産所得支払・その他の移転項目の支払」に投資を加えたものは政府支出である。政府収入から政府支出を控除したものは、財政収支であり、

財政収支≡政府収入-政府支出=貯蓄-投資≡貯蓄投資差額=資金過不足

したがって、概念上は

貯蓄投資差額=財政収支=資金過不足

である(もし財政収支が赤字であるならば、財政赤字=資金不足)。

海外部門の資金不足は日本の経常黒字（注9）であるから、

通貨保有主体の純金融資産増

= 財政赤字 + 経常黒字 + 金融部門資金不足

となる。したがって、

マネーサプライ増

= 金融負債増 - マネーサプライ以外の金融資産増 + 財政赤字 + 経常黒字 + 金融部門資金不足

との分解が可能となる。ここで、通貨保有主体の金融負債としては、民間金融機関借入金、公的金融機関借入金、有価証券（事業債・外債・株式・地方債）・CP発行等による調達が増加される。一方、マネーサプライを $M_2 + CD$ とした場合、マネーサプライ以外の金融資産としては、国債・投資信託受益証券等の広義流動性内金融資産、株式・保険等の広義流動性外金融資産等が増加される。したがって、 $M_2 + CD$ の増加は、通貨保有主体による

- ・ 民間ないし公的金融機関からの借入れ増加
- ・ 有価証券・CPによる調達増加
- ・ $M_2 + CD$ 対象外金融資産への運用減少

ないしは

- ・ 他部門の資金不足（財政赤字、経常黒字、金融部門資金不足）

のいずれかを伴っていることになる。こうした整理に基づいて作成した通貨保有主体の統合B/Sは図表7に示されている。また、後掲図表8は $M_2 + CD$ の四半期末残前年比を、実際にこうしたB/S上の各項目の寄与度に分解して示したものである。

（図表7） 通貨保有主体の統合B/S
（フローベースの項目分類）

$M_2 + CD$	民間金融機関借入金
その他預貯金	公的金融機関借入金
信託	有価証券（含む株式）
有価証券	C P
国債	その他
株式等	資金余剰
C P	中央政府部門資金不足
保険	金融部門
その他	海外部門

（注9）国際収支表における日本の長・短期対外投資および金融勘定における為銀対外資産・外貨準備高の増加は、海外部門にとっては金融負債の増加となる一方、日本への長・短期外資流入は海外部門にとって金融資産の増加となる。したがって、海外部門の資金過不足（海外部門の貯蓄投資差額）は、

海外部門の資金過不足

= 対日資産純増 - 対日負債純増

= 日本の国際収支表上の金融勘定を含む長・短期資本収支（対外負債純増 - 対外資産純増）

= △日本の国際収支表上の経常収支

すなわち、

海外部門の資金不足 = 日本の国際収支表上の経常黒字である。

(図表8) 通貨保有主体のB/Sアプローチによる
マネーサプライ (M₂+CD) 増減の寄与度分解

(M₂+CD四半期末残前年比に対する寄与度)

(単位 %、%ポイント)

		1993年7～9月	10～12月	94/1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
M ₂ +CD（末残）		2.5	2.2	1.8	1.8	2.0	2.8
<その他金融資産>							
M ₂ +CD 以外の 金融資産増減	その他預貯金	△4.0	△3.4	△3.4	△3.5	△3.1	△3.3
	信 託	△1.3	△1.0	△1.1	△0.4	△1.0	△1.0
	有価証券（含む株式）	1.0	1.1	1.2	1.2	1.9	1.9
	C P	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1	△0.1
	保 険	△4.4	△4.5	△4.7	△4.5	△4.5	△4.1
	その他共計	△9.1	△8.9	△8.9	△8.5	△9.4	△8.9
<負債・資金余剰>							
金融負債 増減	借入金	6.5	5.8	4.9	3.6	4.3	4.0
	うち 民間金融機関	2.4	1.9	0.7	0.1	0.3	0.0
	公的金融機関	4.1	3.9	4.1	3.5	4.0	4.0
	有価証券（含む株式）	1.9	1.6	1.8	2.2	2.1	2.2
	C P	△0.1	△0.2	△0.2	△0.3	△0.2	△0.2
	合 計	8.3	7.2	6.5	5.6	6.1	6.0
	資金余剰	3.3	3.8	4.2	4.7	5.4	5.7
	中央政府資金過(△)不足	0.5	0.6	0.5	0.7	1.1	1.4
	海 外	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5
	金 融	△0.3	0.3	1.0	1.3	1.6	1.8

(注) 94年10~12月を例にとればマネーサプライ (M₂+CD) 末残前年比を以下のように寄与度分解。

$$\begin{aligned} \text{「M}_2\text{+CD増減」} &= \text{「金融負債増減」} + \text{「資金余剰」} - \text{「M}_2\text{+CD以外の金融資産増減」} \\ 2.8 (\%) & \quad 6.0 \quad 5.7 \quad \Delta 8.9 \end{aligned}$$

(2) 通貨保有主体のB/Sアプローチの特徴、留意点

本アプローチは、マネーサプライの増減を通貨保有主体の保有するその他の金融資産の増減、通貨保有主体の金融負債の増減、他の経済部門の資金過不足によって説明しようとするものである。したがって、例えば、通貨発行銀行以外

の金融機関（その他金融機関）の貸出や減税といった通貨保有主体への直接的な資金の流れや、通貨保有主体による金融資産の運用シフト等がM₂+CDに与える影響を明示的に把握することができる。

もっとも、資金循環勘定での分析は四半期末残に対象が限られるほか、資金循環勘定の計数

公表は $M_2 + CD$ 末残の計数公表に比しても約4か月遅れる。さらに、資金循環勘定自体にもかなりの推計部分が含まれているうえ、マネーサプライ統計との部門分割の相違から生じる歪みもあって、主要な金融取引・資金過不足項目以外の「その他」の部分の変動がかなり大きくなる場合がある。この場合、資金循環勘定を用いた四半期末残計数の分析においても $M_2 + CD$ の増減を説明することが困難になることは否めない。

5. 通貨発行銀行のB/Sアプローチ

本アプローチは、 $M_2 + CD$ が通貨発行銀行の金融負債の一形態であることに注目し、 $M_2 + CD$ の増減を通貨発行銀行のB/S上の他の項目の増減と関連付けるもので、分析統計として公表されている「信用面の対応」もこのアプローチに含まれる。なお、資金循環勘定に基づいて分析しようとする場合、金融部門の内訳部門を統合し通貨発行銀行の統合B/Sを作成することは、マネーサプライ統計の部門分割との相違（前掲図表5）から困難であるため、通貨発行銀行のB/Sアプローチは「マネタリーサーベイ統計」に基づいて行われる。

（1）通貨発行銀行の統合B/Sとマネタリーサーベイ統計

通貨発行銀行のB/Sを統合（重複勘定を相殺）し、資産・負債別にその主要項目を概念的に示すと図表9のようになる。日本銀行『経済統計月報』の「4. マネタリーサーベイ」に掲載されているマネタリーサーベイ統計は、IMFにおいて採用している通貨金融統計方式に基づき、この統合B/Sを具体的に記述したもの

（図表9） 通貨発行銀行の統合B/S

対 外 資 産 （ 純 ）	マネーサプライ ($M_2 + CD$)
国 内 信 用	現 金 通 ・ 貨 (銀 行 券) (貨 幣) (通貨発行銀行保有現金(Δ))
政 府 向 け 信 用 (国 債) (公 社 ・ 公 団 ・ 公 庫 債) (政 府 預 金 等 (Δ))	預 金 通 貨 (一 般 法 人 要 求 払 預 金) (個 人 〳) (地 公 体 〳)
地 方 公 共 団 体 向 け 信 用 (貸 出) (地 方 債)	準 通 貨 (一 般 法 人 定 期 性 預 金) (個 人 〳) (地 公 体 〳) (非 住 居 者 円 ・ 外 貨 預 金)
民 間 向 け 信 用 (貸 出) (事 業 債 ・ 株 式)	譲 渡 性 預 金 (一 般 法 人 譲 渡 性 預 金) (個 人 〳) (地 公 体 〳)
そ の 他	そ の 他 金 融 債 信 託 勘 定 借 金 融 機 関 預 金 (純) そ の 他
(相 殺 勘 定) 日 銀 預 け 金 日 銀 貸 出 コ ー ル ロ ー ン 通 貨 発 行 銀 行 預 け 金 等	準 備 預 金 日 銀 借 入 れ コ ー ル マ ネ ー 通 貨 発 行 銀 行 預 金 等

（注） Δ 印は控除項目。

である。

すなわち、マネタリーサーベイ統計とは、通貨当局（日本銀行＋外国為替資金特別会計）と預金通貨銀行の諸勘定を統合（金融機関相互間の重複勘定を相殺）・調整（勘定科目を合算、分割）した金融資産負債残高表である。その資産側には、国内部門向け信用供与（貸出および有価証券）および対外短期純資産を計上し、負債側には、現金通貨、預金通貨、準通貨+CDに加え、純金融資産を含むその他純負債を計上している。同統計の利用に当たっては、以下の点に留意する必要がある。

① マネーサプライ統計は、JOM勘定分を除いた国内店一般勘定ベースで集計されているが、マネタリーサーベイでは対外純資産について国内店一般勘定ベースではなく、国際収支表によって算出していること。

② 外国為替資金特別会計は「円貨を供給し、外貨準備の一部を保有する点で中央銀行と同様の機能を負っている」との解釈から、マネタリーサーベイ統計では通貨当局に含まれていること。

③ マネタリーサーベイ上の対外資産・負債の項目には短期分のみが計上されていること（長期資産・負債については公表統計が存在しない）。

(2) マネーサプライ ($M_2 + CD$) 増減と信用面の対応（「信用面の対応」）

「信用面の対応」とは、マネタリーサーベイ統計を基礎にして、通貨発行銀行（外国為替資金特別会計を含む、以下本章では同じ）の負債である $M_2 + CD$ の増減とその資産勘定項目の増減（対非金融部門信用供与の変動）等を対応させて示したものである（具体例については日本銀行『経済統計月報』の「3. マネーサプライ ($M_2 + CD$) 増減と信用面の対応」を参照）。

実際の資金循環勘定には存在しないが、通貨発行銀行に関する金融取引表を考えると、

$$\text{通貨発行銀行の金融負債増減} + \text{純金融資産増減} = \text{金融資産増減}$$

および、

通貨発行銀行の金融負債増減

$$= \text{マネーサプライ増減} + \text{その他金融負債増減}$$

という恒等関係が得られる。したがって、マネーサプライの増減は、

マネーサプライ増減

$$= \text{金融資産増減} - (\text{その他金融負債増減} + \text{純金融資産増減})$$

と表される。ここで、通貨発行銀行の金融資産には国内向けの信用供与（「国内信用」）と海外向けの信用供与（対外債権）、その他の金融資産（通貨発行銀行の保有する「信託・投信等」等）に分類できる。また、通貨発行銀行のその他金融負債としては金融債、信託勘定借、金融機関預金（注10）、海外からの信用供与（対外債務）、およびそれら以外の金融負債がある。

そこで「信用面の対応」では、以下のような修正・再集計をマネタリーサーベイに施したうえで、 $M_2 + CD$ の増減と通貨発行銀行の B/S 項目の増減との対応関係が示されている。

① 対外短期債権と対外短期債務はネットアウトし、「対外資産」（正確には対外短期純資産）として資産側に計上。

② 「その他金融資産」と「その他金融負債（対外短期債務を除く）」、純金融資産増減（＝資金過不足）を「その他」項目として集計。

③ マネタリーサーベイでは「その他金融機関」として扱っている資金運用部および郵便貯金・簡易生命保険特別会計を政府に含める。

（注10）金融機関預金は「その他金融機関」からのネット預金を計上。

したがって、「信用面の対応」では、マネーサプライの増減が、

$$\begin{aligned} & \text{マネーサプライ (M}_2 + \text{CD) の増減} \\ &= \text{「国内信用」の増減} + \text{「対外資産」} \\ & \quad \text{の増減} + \text{「その他」の増減} \end{aligned}$$

として捉えられることになり、 $M_2 + \text{CD}$ の増減額と各項目増減額との対応が示されているほか、 $M_2 + \text{CD}$ 末残前年比に対する寄与度ベースでも以下のように表示されている。

$M_2 + \text{CD}$ 末残前年比

$$= \text{「国内信用」の寄与度} + \text{「対外資産」の寄与度} + \text{「その他」の寄与度}$$

ここで、

国内信用

$$= \text{民間向け信用} + \text{地方公共団体向け信用} + \text{財政部門向け信用}$$

であるから、例えば、 $M_2 + \text{CD}$ の増加は、通貨発行銀行による

- ・通貨保有主体向けの貸出・有価証券投資による信用供与の増加
- ・財政部門向けの国債保有等を通じた信用供与の増加
- ・対外短期純資産の増加
- ・「その他」資産（ネットベース）項目の増加

のいずれかを伴っていることになる。

(3) 通貨発行銀行のB/Sアプローチの特徴と留意点

本アプローチの根底には、通貨の増減を、通貨発行銀行の資産・負債選択行動とそれを通じた信用創造に結び付ける考え方があり、直観的には理解を得やすい。

ただし、本アプローチのみでは、通貨発行銀行以外の与信行動が実質的にマネーサプライの

変動を引き起こしているようなケース（「その他金融機関」の貸出等）を明示的に扱うことはできない。さらには、通貨保有主体の資産選択に伴うマネーサプライとそれ以外の金融資産間の資金シフトの影響が明示的に現れない、といった限界もある。

また、現行統計の「対外資産」には、対外長期純資産に関する公表統計が存在しないため、対外短期純資産のみが計上されている。この結果、現行のマネタリーサーベイ、「信用面の対応」上の通貨発行銀行の「対外資産」は、実際のB/Sの該当する勘定項目を積み上げたものとなり乖離する。

なお、こうした乖離は「その他」項目に含まれることとなるが、「その他」項目にはこのほか、コール資金のネット調達超、累積資金過不足、誤差等も含まれており、その金額も大きい。したがって、「その他」項目の変動が主因となってマネーサプライの増減が生ずる場合、結果としてその説明が困難になる場合もある。

6. B/Sアプローチの利用方法

通貨発行銀行のB/Sアプローチ、通貨保有主体のB/Sアプローチともに、概念上は資金循環勘定の一部を切り出したものに過ぎない。したがって、通貨発行銀行ないし通貨保有主体の資金運用・調達、資金過不足の変化をみるだけでなく、 $M_2 + \text{CD}$ の増減の背後にある金融取引・部門別資金過不足の変化といった資金フローの変化全体を把握するためには個々のB/Sをみるだけでなく、資金循環勘定全体のフレームワークから考えなくてはならない。

こうした考え方に基づき、前掲図表6の金融取引表の仮設例を $M_2 + \text{CD}$ の分析用に概念的に組み替えたのが後掲図表10である。もっとも

(図表10) マネーサプライ変動分析用金融取引表の仮設例

	通貨発行銀行		その他の金融機関		中央政府		通貨保有主体		海外		合計	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
現金通貨		3					3				3	3
預金通貨		3		1			4				4	4
準通貨 + CD		55		5			60				60	60
信託				13			13				13	13
保険				25			25				25	25
有価証券	7	14	28	1	10	10	28	8			53	53
国債・FB	3		4		10	2					9	10
地方債	2						2				2	2
金融債		14	12				2				14	14
社債	1		9				5	15			15	15
株式	1		3					3			4	3
投信				1			1				1	1
外債								8	8		8	8
貸出	60		29				89				89	89
運用部預託金				9	9						9	9
対外債権債務	12	1	2	2			4		2	17	20	20
その他	2	6	1	3			11	4	2	3	16	16
資金過不足		△ 1		1	△ 1		9		△ 8		0	0
合計	81	81	60	60	9	9	130	130	12	12	292	292

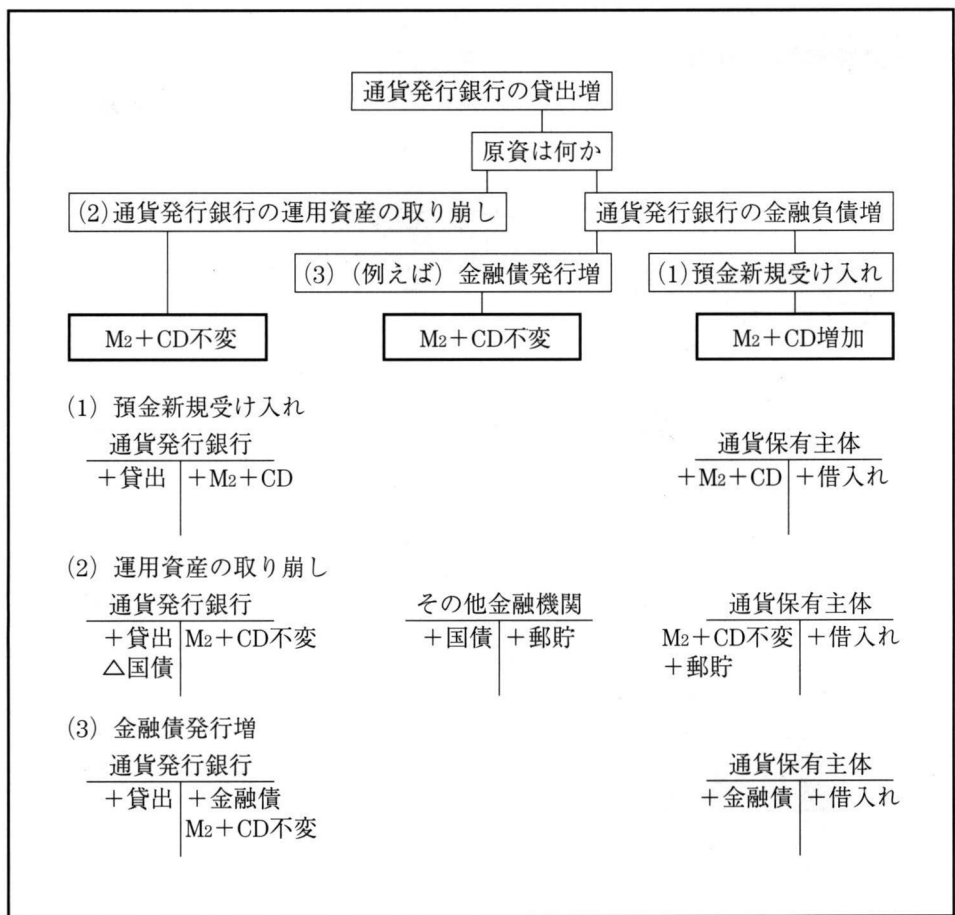
- (注) 1. 〇はM₂+CD増減。
 2. 前掲図表6の資金循環勘定・金融取引表をベースに①「金融」部門を「通貨発行銀行」と「その他の金融機関」に分割し、②「法人」「個人」「公団・地方公共団体」の3部門を「通貨保有主体」に統合して作成。ただし、実際の資金循環勘定では①の分割は不可能である。
 3. 対外債権債務からは外債による調達を除く。

既に述べたように、金融部門に関するデータの制約から、実際にこうした組み替えを行うことは困難である。また、仮にこのようにM₂+CDの変動分析用に金融取引表を組み替えたとしても、ある金融取引の増減、ないしある部門での資金余剰（不足）の発生が他の取引項目に及ぼす効果は数多く存在し得ることに変わりはない。換言すれば、ある金融取引等がM₂+CDの増減と対応するかは、取引の相手方や前提条件に依存することになる。

例えば、銀行貸出の増加がM₂+CDの増加

と対応するとは限らない。銀行貸出の増加がM₂+CDの増加と対応するのは、通貨保有主体が銀行借入れの増加で手当てした資金をM₂+CDとして保有している場合である（図表11中の（1））。しかし、この資金を通貨保有主体が郵便貯金等として保有した場合はM₂+CDの増加と対応しなくなる。この場合、通貨発行銀行のB/Sの負債側が不変であるとすれば、貸出の増加は通貨発行銀行の既存運用資産の取り崩しによってなされていることになり、例えば通貨発行銀行が国債を売却し、その他金

(図表11) 銀行貸出の増加と $M_2 + CD$ の増減



融機関がそれを保有するような形でバランスすることが考えられる (図表11中の (2))。また、通貨保有主体が金融債を保有した場合は、通貨発行銀行のB/S上で貸出増と負債側の金融債発行が見合う形でバランスし得るが、この場合も $M_2 + CD$ の増加には対応しない (図表11中の (3))。このように銀行貸出の増加がマネーサプライの増加と常に対応する必要はなく、逆に銀行貸出が増加しなくても、マネーサプライは増加し得る。

次に財政赤字と $M_2 + CD$ の増加との対応を

考えよう。財政赤字は中央政府部門の資金不足であり、金融・海外部門の資金過不足をゼロとすれば、通貨保有主体の資金余剰に見合うことになる。これは通貨保有主体のB/Sの金融負債が不変とすれば、 $M_2 + CD$ を含む金融資産の増加に見合うはずである。一方、財政赤字がそれに見合う国債の増加に結び付くとなると、財政赤字分の国債を誰が保有するかによって、 $M_2 + CD$ への影響は異なる。この点は「通貨保有主体のB/S」のみでは分からないため、通貨発行銀行やその他金融機関のB/Sをあわ

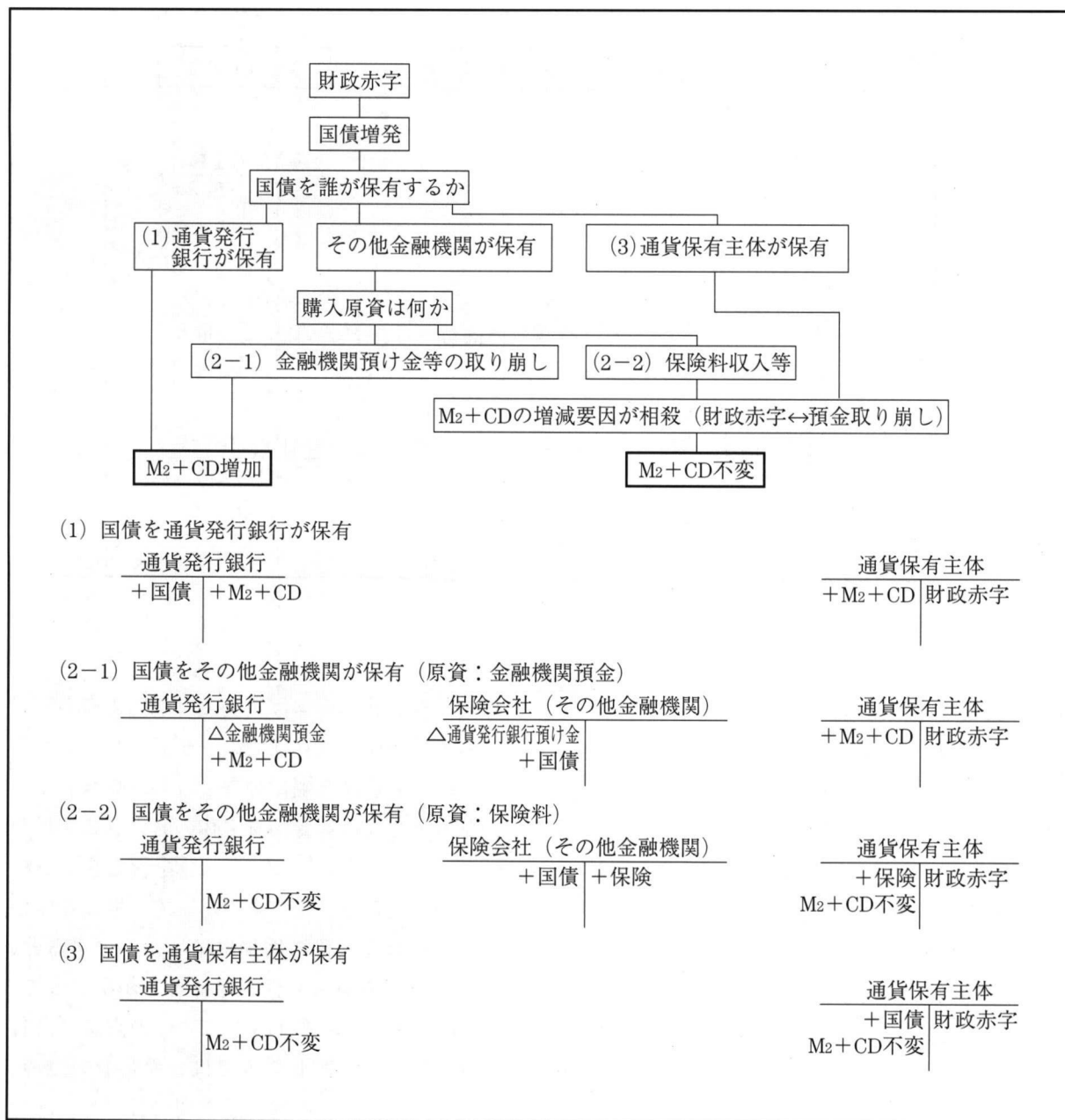
せて考える必要がある。

- (1) 財政赤字分の国債を通貨発行銀行が保有し、かつ通貨保有主体は財政赤字分だけ $M_2 + CD$ の保有を増加させた場合、通

貨発行銀行の B / S 上では国債の増加と $M_2 + CD$ の増加がバランスする。したがって、この場合財政赤字は $M_2 + CD$ の増加と対応する (図表12中の (1))。

(図表12)

財政赤字と $M_2 + CD$ の増減



(2-1) 財政赤字分の国債を保険会社（その他金融機関に含まれる）が保有する場合、保険会社の国債保有増が通貨発行銀行に預けている預金（金融機関預金）の取り崩しでファイナンスされれば、通貨発行銀行のB/S上でその他金融機関からの金融機関預金が減少する。通貨保有主体のB/S上では財政赤字分の資金余剰と $M_2 + CD$ の増加がバランスし、通貨発行銀行のB/S上での $M_2 + CD$ の増加は金融機関預金の減少とバランスする。したがって、 $M_2 + CD$ の増加と対応する（図表12中の（2-1））。

(2-2) 上のケースで保険料の増加が国債保有に見合うならば、通貨発行銀行のB/Sには変化が生じず、通貨保有主体のB/S上で財政赤字分の資金余剰と保険料支払いの増加がバランスする。したがって、 $M_2 + CD$ の増加には対応しない（図表12中の（2-2））。

(3) 財政赤字分の国債を通貨保有主体が保有した場合、通貨保有主体のB/S上で財政赤字分の資金余剰と国債保有の増加がバランスする。したがって、 $M_2 + CD$ の増加とは対応しない（図表12中の（3））。

このように、ある金融取引の増減、ないしある部門での資金余剰（不足）の発生が $M_2 + CD$ の変動と対応するか否かは簡単には分からない。しかし、これまでに説明してきた資金循環勘定のフレームワークとB/Sアプローチの考え方を念頭に置きつつ、通貨保有主体のB/Sアプローチと、マネタリーサーベイ統計等を用いた

通貨発行銀行のB/Sアプローチを組み合わせることによって、情報不足で不明な点についてもかなりの程度推察することができる。平成6年中の $M_2 + CD$ の動向をこうした複眼的なアプローチで解釈した分析が本誌「平成6年の資金循環」に掲載されているので、具体例としてはそちらを参照されたい。

おわりに

以上、マネーサプライ変動分析に用いられるB/Sアプローチについて解説してきた。最後に本アプローチの限界および利用上の留意点として、以下の点を指摘しておく。

(1) B/Sアプローチでは通貨保有主体や通貨発行銀行の資産・負債選択行動とマネーサプライとの関係を明らかにすることができる。もっとも、B/Sアプローチでもマネーサプライの変動を説明し尽くすことはできない。すなわち、通貨発行銀行や通貨保有主体の統合B/Sを組んだ場合に生じる言わばバランス項目としての「その他」（入手可能な情報からは説明のつかない部分）の変動がかなり大きく、それが現実のマネーサプライの変動のかかなりの部分と対応する場合もある。

(2) B/Sアプローチは、マネーサプライの増減をそれ以外の金融・経済取引の動きに対応させて観察可能であるというメリットがある一方、取引間の「紐付き」関係を示しているわけではない。したがって、B/Sを読む際には機械的解釈を避け、入手可能な様々な情報を活用しつつ、複数の主体のB/Sを補完的に用いることが重要である。例えば、MMFが減少して $M_2 + CD$ が増

加しているような場合、通貨保有主体のB/S上では、「 $M_2 + CD$ 以外の金融資産」のマイナスの寄与度幅が縮小することになるが、これは現実には解約されたMMF資金が $M_2 + CD$ 対象通貨に流入したことを意味するとは限らない。

(3) B/Sアプローチでは、恒等関係に基づき、マネーサプライ変動に対応するB/S項目の変動が示されるが、こうしたB/Sアプローチによるマネーサプライの変動分

析からは、前述のとおり、通貨需要の変動をもたらす要因（所得、金利等）と結果として観察されるマネーサプライの変動の間の因果関係に関する情報が必ずしも得られるわけではない。このため、金融政策運営という観点からは、通貨需要関数等によるマクロの分析を併用してマネーサプライの変動をみていく必要がある。

（調査統計局）