

# 景気上昇過程における通貨情勢

## 1. はしがき

昨年のがわ国経済は一昨年に引続いて未曾有の好況のうちに推移したが、その内容に立ち入つてみれば、同じ好況といつても事態はかなり変化してきている。すなわち、昨年の下半期以降金融情勢は引締まりに転じており、また実体面についてみて、基礎生産部門におけるあい路面の発生、生産財物価の上昇、輸入の著増など経済基調の変容がようやく目立つてきた。かかる推移からみれば、景気は好況から漸次本格的なブームの段階に移行しつつあるようにも、うかがわれる。

最近の通貨情勢をみるに当つては、このような経済の態様、または景気の局面との関連を充分考慮しなければならない。その意味では、まず通貨情勢がいかに景気の上昇を反映してきているかをみなければならないが、同時にまた、速報的性格をもつ通貨指標の動きを基礎にして、ごく最近の景気の動向がいかなる方向をたどつていくかを考察することも必要であろう。

戦後のインフレーションの跡がほぼ払拭せられた現在では、経済活動において、ビジネス・サイクルといつた循環的な運動が生じてきていると判断され、通貨現象もこれに照応して理解さるべきものと思われる。

## 2. 最近における景気の上昇と通貨量の膨脹

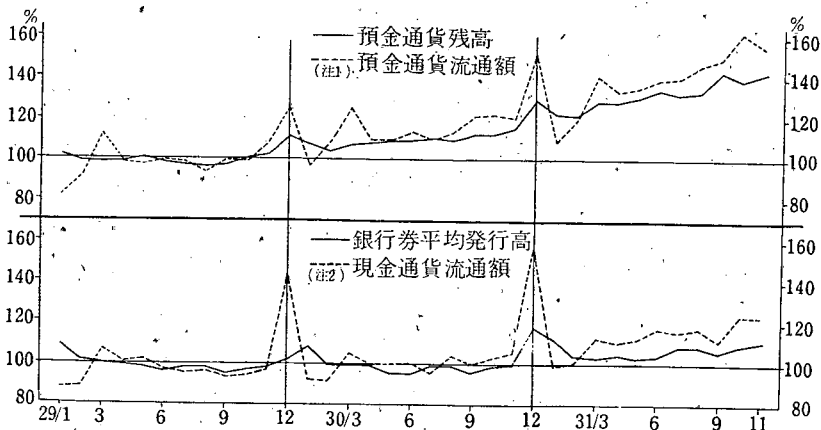
### イ、通貨量の膨脹

まず最近における通貨量の膨脹を、残高および流通量の両面においてたどつてみれば、次のグラフの通りである。ここで預金通貨とは、全国金融機関の当座預金、通知預金、別段預金、普通預金を含む。普通預金を預金通貨のうちに含めることには若干問題もあろうが、わが国における普通預金の実際の態様からみれば、通貨性預金として取扱う方が妥当と思われる。(詳細は調査月報31年1月号参照)。また通貨性預金を当座預金などに限定してみても以下に述べるところとおおむね同

様の関係がうかがわれる。

なお通貨の流通高(支払高)を示すものとして左のグラフに採用した指標は、いずれも問題の多い資料ではあるが(とくに現金通貨流通量)、利用しうる中では最も適当な資料と思われる。預金通貨流通量については手形交換高からこれを求める方法もあるが、結果は大勢的に変らない。

通貨残高と流通残高の推移 (29年平均=100)



(注) 1. (全国銀行月中預金支払額) - (全国銀行月中現金支払額)。  
2. 全国銀行月中現金支払額。

周知のごとくわが国経済は、29年10月頃から輸出増加を起点として拡大に転じ、景気は上昇過程に入ったものと認められるが、当時においては、それ以前のデフレーション状態の基調が影響し、30年6月頃まではいわばデフレ後の小康状態といった段階であつた（第1表参照）。したがって、この間の通貨の動きは、29年9月の底より回復しつつもあまり目立つた膨脹を示さず、とくに残高面においては、季節的変動を除外して考えれば大きな動きはなく、所要通貨量の若干の増加は、前掲グラフにみられるごとく、主として預金通貨の回転率上昇で補われたものとみられる。

30年下半年以降、わが国経済は本格的な好況に向つたが、当初は物価の上昇度合いも軽微であり、また国際収支も好調で、いわゆる数量景気という情勢を現出した。この数量景気は31年春頃まで続いたものと判断されるが、この期間における通貨の動きとしては、取引量の増大を背景として、預金通貨残高が大幅に増加したことが特徴的である。これは、前期においては主として回転率の上昇によつて需要をまかなつてきたのが、回転率の上昇のみでは増大する需要に応じきれず、供給量の増

加を必要としたことを物語っている。輸出の好調により、輸出関連部門を中心に取引が活発化した程度の段階から、積極的な国内投資が抬頭し、生産活動の活況が経済界各部門に浸透するという段階に移つたということも、預金通貨残高の増加事情に数えられよう。

なおこの間、現金通貨量は消費者物価の安定、雇用、所得ならびにこれに基く消費の遅れを反映して増大の速度が鈍く、30年央頃から回転率がやや増大し、かつ残高については30年末に若干の水準上昇をみた程度で、大勢としては平穩に推移した。この結果、後述する預金通貨残高と現金通貨残高とのシェールが現出するに至つたことは注目を要する。

31年春以降わが国経済は新たな段階に入った。物価ことに基礎生産財の価格騰貴は著しく、輸入増大により国際収支の受超額は漸減、金融も6月以降引締まりに転じ、秋口以降は鉄鋼、電力、輸送など基礎部門の生産あい路が問題視されるに至つた。この間通貨量は前期に引続いて膨脹過程をたどり、ことに預金通貨量は、活発な産業投資とこれを支える銀行貸出を反映して、ほぼコンスタントな上昇カーブをみせ最近に至つている。さらにまた、この時期に入つてからは雇用、所得の増加および消費水準の上昇を反映して、現金通貨の増勢も前期に比してかなり顕著になつてきている。

現在までのところ、現金通貨に対する需要増加は回転率の上昇によつてまかなわれる傾向が強いが、それでも現金通貨残高の増勢（1か月平均）は、前期までのほぼ2倍にのぼつており（第2表参照）、しかも最近の雇用、所得ならびに消費水準の上昇、および現金通貨回転率の上昇傾向から推して、今後現金通貨残高の増加は必至であろうとみられる。

以上のごとく、景気の上昇に伴い通貨が増加しているといつても、景気の局面に応じてかなり特色を持つた動きを示しているが、その足どりを一応段階別に取りまとめれば、次表の通りである。

第1表 経済活動の対前年同期比

	鉱工業生産 (経済企画 庁調へ)	卸売物価 (日本銀 行調へ)	雇 用 (労働省 調へ)	消費水準 (経済企画 庁調へ)	消費 者 物 価 (総理府 調へ)
	%	%	%	%	%
29. 9	+ 4.6	- 4.5	+ 2.0	- 1.0	+ 2.7
12	+ 0.2	- 4.6	- 0.2	- 2.0	- 1.4
30. 3	+ 3.6	- 3.8	- 1.5	+ 2.9	- 1.8
6	+ 9.4	- 1.2	- 2.2	+ 4.2	- 1.9
9	+ 14.9	- 0.4	- 1.0	+ 6.2	- 1.8
12	+ 15.2	- 0.1	+ 0.1	+ 11.8	- 0.3
31. 3	+ 11.0	+ 0.5	+ 1.2	+ 7.6	+ 1.5
6	+ 20.5	+ 5.1	+ 3.2	+ 10.1	+ 2.3
9	+ 19.8	+ 7.2	+ 4.1	+ 4.2	+ 1.5
10	+ 21.2	+ 6.6	+ 4.3	+ 6.0	+ 0.8
11	+ 19.9	+ 8.0			+ 1.9
12		+ 8.7			

## 段階別の通貨動向

第2表

(単位億円、カッコ内は1か月平均)

年月末	現金通貨残高 (a) 注1	預金通貨残高 (b) 注2	総合通貨残高 (a)+(b)	現金通貨増減(△)	預金通貨増減(△)	
	%	%	%			
28. 9	4,775(29.9)	11,212(70.1)	15,987(100)			
29. 9	4,718(29.2)	11,424(70.8)	16,142(100)			
第1段階 ( $29\frac{1}{10} \sim 30\%$ )	30. '6	4,904(27.7)	12,770(72.3)	17,674(100)	188(21)	1,338(148)
第2段階 ( $30\frac{1}{4} \sim 31\frac{1}{8}$ )	31. 3	5,209(25.8)	14,962(74.2)	20,171(100)	305(34)	2,192(243)
第3段階 ( $31\frac{1}{4} \sim 31\frac{1}{11}$ )	31. 11	5,761(25.6)	16,739(74.4)	22,500(100)	552(69)	1,777(222)

注 1. (銀行券発行高+補助券発行高)-(金融機関保有現金)

注 2. (全国金融機関の当座預金、通知預金、別段預金、普通預金)-(金融機関保有小切手)

## ロ、通貨流通額と通貨残高

前項からも明らかなごとく、通貨指標は購買力として機能した通貨、すなわち通貨流通額(フロー)と、経済社会の保有量としての通貨、すなわち通貨残高(ストック)との二面からこれをとらえることができ、しかも両者のトレンドはしばしば離反することがある。このような傾向は前掲のグラフにもみられるところである。残高と流通高の離反すなわち通貨回転率の変化は、一般的には経済主体の通貨保有態度の変化に基くと考えられるが、その関係は経済情勢および見通しの変化、資金繰り状況など多くの要因によつて複雑に変化するであろう。したがつて、景気動向と通貨回転率の関係についても、必ずしも一義的に規定しがたい問題があるが、ここでは最近の事実即ちつ、若干の考察を加えることとする。

まず預金通貨についてみれば、最近の景気上昇期においては、まず流通額の増加が残高の増加に先行し、31年春以降は前者が後者を引続き上回っている。これは企業家が取引増大に伴う所要通貨を当初手持預金通貨の引出しによりまかない、これが転々流通し、回転率を上升せしめることによつて経済活動を支えたものと考えられる。しかし、やがて回転率が一定限度に達すれば、預金通貨の増加供給が要求せられ、残高の増加となつて現わ

れている。そして残高が増加した直後は回転率は鈍化し、漸次それが回復するという過程を示すものと考えられる。しかしこういう先後関係をならしてみれば、預金通貨流通額と残高の増加テンポはほぼ同じような推移をたどっている。このことは、わが国企業が恒常的な借入金過重となつていくこと、換言すれば、企業の流動性が極めて低く、資金繰りに弾力が乏しいことと関連があると思われる。

現金通貨についても預金通貨と同様な傾向がみられるが、この場合、回転率の上昇が年末に極めて集中的に現われるという季節性が注目せられよう。総じていえば、預金通貨の回転率はより景気変動的であり、現金通貨の回転率はより季節的である。

なお現金通貨の回転率は、インフレーション時など貨幣減価の恐れある場合には、それによる損失を回避するため、手元現金をすみやかに費消せんとする動きを生じ、その結果、回転率はすう勢的に上昇する。したがつて、現在のところ回転率の変動が季節的要因のみに基いていることは、通貨価値が安定していることを示唆しているものともみられる。

ハ、預金通貨残高増加に対する現金通貨残高増加の遅れ

最近における預金通貨残高と現金通貨残高の推移は、前掲グラフでみた通りである。すなわち、経済が拡大期に当るこの時期において、預金通貨残高の大幅の増加に比べて、現金通貨残高の増加の足どりが一般に遅れる傾向をみせている。この傾向は31年に入つても続いているが、雇用、所得や消費が生産に対して幾分遅れを取り戻していることを映じ、現金通貨の増勢もかなりのテンポとなっている。

預金通貨需要が主として企業の生産活動を反映するのに対して、現金通貨需要は個人の消費活動を中心に動くものであるから、このことは、経済規模の拡大に比して消費が相対的に遅れていることを表わす。この消費の遅れは、企業活動の拡大に比較して、雇用、所得の増加や消費の上昇が伴わないこと、少なくとも時間的に遅れることにより説明され、景気上昇期における一般的傾向とみることができよう。

いずれにせよ、このような現金通貨残高と預金通貨残高の増勢に現われたタイムラグ現象について検討を要するのは、最近の金融情勢、とくに銀行信用の膨脹との関係である。すなわち、かかる現金通貨増勢の遅れが存在したことにより、銀行の信用拡張が容易に行われたことである。

いまもし供給せられた預金通貨の相当な部分が現金通貨に転化していくならば、市中の余裕金はそれだけ減じ、ひいては中央銀行の追加信用に頼らねばならぬ額が増大し、遂には、銀行は預金創造、すなわち貸出の増加を控えざるをえなくなるはずだからである。これは金融の自動調節作用ともいうべきものであるが、最近の拡大期においては、現金通貨残高の増加が預金通貨残高の増加に著しく遅れたため、かかる自動調節機能の働く余地が少なく、この結果、少なくとも31年上半年までは、市中銀行の預金通貨供給が容易に行われた。かような通貨事情は、景気上昇の初期において景気促進的に作用し、後期においては制約的に作用するものといえる。ただし最近においてこの遅れは下記の通り漸次とり戻されつつある状況にある。

第3表 預金通貨残高の増加と現金通貨残高の増加

(対前年同期増加率)

年 月	預 金 通 貨	現 金 通 貨
30. 7~9	14.0%	2.8%
	10~12	4.4
31. 1~3	16.5	5.8
	4~6	9.2
	7~9	11.4
10	23.8	10.6
	11	23.8

### 3. 通貨供給要因の変化

現金通貨と預金通貨を一体としてみた総通貨量の供給要因としては、財政資金の対民間散超額(一般財政と外為会計)と市中金融機関の信用膨脹額、および市中金融機関に対する貯蓄性預金増加額(マイナス要因)の三者を挙げることができる。すなわち、財政資金の散超額と信用膨脹によつて追加供給された資金のうち、現金通貨として流出する部分を除く残高が金融機関預金の増加となるが、そのうち貯蓄性預金の増加となつて固定するものを除く部分が、預金通貨として現金通貨と並んで流通する。いま前項で述べた各段階における通貨供給要因の推移を示せば次の通りである。

#### 総合通貨供給要因

第4表

(単位億円、増減(Δ))

	財政(内外為) (A)	市中貸出 (B)	貯蓄性預金 など (C)	通貨供給量 (A+B-C)
第1段階 (29 $\frac{10}{10}$ ~30%)	2,191(1,306)	3,104	Δ 3,674 Δ 570	1,621
第2段階 (30 $\frac{1}{4}$ ~31 $\frac{1}{4}$ )	2,343(1,384)	4,605	Δ 4,448 157	2,500
第3段階 (31 $\frac{1}{4}$ ~31 $\frac{1}{1}$ )	242( 46)	6,760	Δ 4,673 (注) 2,087	2,329

(注) 11月中の貸出増加額は全国銀行の貸出増のみを算入。

これによれば、景気上昇に転じた当初、すなわち前述の区分にしたがえばデフレ小康期たる第1段階における通貨供給の主因は、輸出超過に基く外為資金の払超によるものであつたことがわかる。外為資金の散超により金融市場と企業金融は潤つ

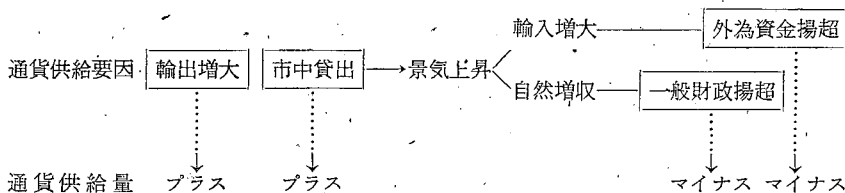
たが、当時においてはまだ設備などにも余裕があり、また、かつての引締政策以来の企業の慎重な投資態度が持続され、企業の資金需要はあまり盛んでなかつたため、市中段階では、貸出増大が貯蓄性預金の増加を下回るという真の意味の預金超過傾向がみられ、この間の通貨供給は、出超に伴う財政資金散超額の8割にとどまつた。

第2の段階においても、通貨供給の主因は依然輸出超過にあつたが、輸出景気の浸透するにつれてようやく投資意欲も盛んとなり、引続く世界景気の好況に、設備の新設を行うものが増加した結果、市中貸出は増加し、前述した意味での預金超過傾向は消滅した。通貨量の増加も財政の散超をやや上回りはじめた。

第3の段階に至るや、通貨供給の主因は明らかに変化した。好況の進展、投資活動の影響の浸透に伴い、輸入需要は増加し、外為資金は通貨供給要因としてはネグリジブルなものとなり、さらにまた、引続く好況による企業収益の激増、一般個

人所得の増加によつて、所得税、法人税を中心とする税の自然増収が大幅に増加し、この結果、一般財政資金の面でも引揚超過の事実がみられるに至つた。このため、財政資金全体としても、食管の散超にもかかわらず、通貨供給に対し中立的要因に転化した。したがつて、この期間における通貨供給の要因は、下表からも明らかなように、もつぱら市中貸出に移行したのである。

ただし、以上の市中貸出、外為資金、一般財政資金の通貨供給の3要因は、いずれも各個別々のものではなく、互に密接な相互関連にあることを忘れてはならない。財政資金の引揚げが貸出の増大要因となる面もあるが、一方では市中貸出を起因として経済が拡大し、その結果財政の揚超が生ずるという面もいなきがたく、三者は有機的な関連を保っている。最近における外為資金および一般財政資金の変調は、海外情勢とか財政政策によつて生じたものではなく、主として国内景況のはね返りであることに注意しなければならない。



#### 4. 金融情勢の逆転と現金需給バランス

以上のような景気局面に伴う通貨の需要および供給事情の変化は、いずれは金融情勢を逆転させずにはおかぬ性質のものであつた。ここでは現金需給バランスという見地から、金融市場が窮迫するに至つた事情を跡づけてみる。

預金通貨の需給は全銀行としてみる限り見合勘定であるから、それ自体金融市場を窮迫させたり、緩和したりする作用はない。したがつて、金融市場の需給を制するものは現金需給にはかならない。

いま本行信用を除外して考えれば、現金の供給は財政資金の散超であり、現金の需要は銀行券の増発高として表わされる。財政資金は現金の形を

とらなくとも、いつでも現金に変えるものであり、銀行券の増発は流通界の現金需要に基くからである。このような観点に立つて、最近における現金の需給バランスをみてみると、次表のごとくとなる。

第5表 現金需給バランス (単位億円)

年度	財政・払超(A)	銀行券増発(B)	(A)-(B)
31 $\frac{3}{4}$	△ 94( 480)	221( 19)	△ 315( 461)
$\frac{3}{4}$	△ 342( 636)	26(△ 28)	△ 368( 664)
$\frac{3}{4}$	1,416(2,824)	1,853(1,440)	△ 437(1,384)

(注) カッコ内は前年同期

このように、現金需給バランスは31年4月以降悪化してきており、その傾向は漸次強まっている。ことに、例年食管会計の大幅散超の結果として、巨額の供給超過となる第3・四半期において需給バ

ランスが需要超過となつたことは特筆に値しよう。またやや長期的にみれば、昭和29~30年度には、外為会計を中心とする財政の大幅散超(1,902億円、2,266億円)に対し、現金需要はさしたることなく(△39億円、440億円)、著しい供給超過であつたが、本年度は急激に逆転しようとしている。

かかるバランスの悪化は、供給面において、輸入増加による外為払超の漸減、自然増収に基く一般財政の揚超が生じ、また需要面において、現金通貨の遅れが漸次取り戻されつつあることの結果であつて、こういう変化の基底にあるものは、引続く景気の好調にほかならない。

現金需給バランスの悪化は、市中の手許が枯渇することを意味するから、中央銀行の借入れに頼らざるをえない。中央銀行の貸出も一つの現金供給には違はなく、これにより現金需給は一応バランスするけれども、しかし中央銀行の貸出はいわゆる last resort であり、一時的のものにとどまるから、実質的にはバランスを意味しない。そのため金融市場は引締まり、短期金利は高騰する。昨年後半から最近にかけて金融が引締まりに転じているのは、このような現金需給バランスの逆転によるものである。

こういう情勢に伴い、前述せる金融の自動調節機能が働き、貸出が抑制されるならば、景気の上昇は歯止めがかかり、ひいては現金需給バランスも回復に向う順序となる。ただしわが国の現状においては、市中銀行において資産の流動性を維持充実する慣習に乏しく、支払準備制度もまだ導入されておらず、さらに中央銀行依存を避ける態勢も整っていないので、この現金需給バランスの悪化が、直ちに銀行の貸出態度、信用のオペラビリティに影響して、金融の自動調節作用をもたらず度合いは比較的少ない。また銀行間の貸出競争によつても、この自動調節作用の発現が妨げられている面もいめない。したがつて、金融市場が引締まつたほどには、企業段階における金融窮迫として反映しないというのが最近までの状況であつたといえよう。

ともあれ最近の金融窮迫の直接の原因は、表面

的にはなるほど財政資金の揚超および銀行券の増加によるものであるが、そのいずれも、前述のごとく、景気の引続く上昇それ自体に伴う自然的な結果にほかならない。今後の銀行貸出が引続き増勢をたどり、さらに景気の上昇を拍車するか、あるいは現金需給バランスの逆転に即応して抑制されてゆくかは、極めて注目に値するところといわねばならない。

## 5. む す び

以上最近の通貨情勢について、景気の上昇ないしは経済の拡大過程に即しつつその推移をみてきたが、そこから結論せられることは、(イ)景気の上昇には通貨量の膨脹が一定のタイムラグをもつて随伴していること。(ロ)景気上昇期には、まず預金通貨流通高が増加するが、当初は回転率の上昇により補われ、やがて残高の増加もこれに伴っていること。(ハ)預金通貨残高の増加に比して現金通貨残高の増加が遅れる事情にあり、このタイムラグの存在によつて預金通貨の創造が容易となつていること。(ニ)この遅れはやがては取り戻される過程に入り、一方景気の上昇に伴う財政資金の揚超転換も加わり、ここにおいて現金需給バランスは必然的に窮迫すること。(ホ)しかしわが国の場合は種々の理由からして、この金融市場の窮迫が直ちに企業段階における金融窮迫となるとは限らないこと、などである。

通貨情勢から判断せられる最近の景気局面はかなり微妙な段階にあるとみられ、今後における銀行貸出の動向、ならびにこれに伴う通貨情勢の推移は注目を要するものがある。なお今後の情勢を通貨調整の見地からみる場合、さらに問題が残っていることも忘れてはならない。第1は新年度予算とともに、景気循環と無関係な現金供給要因の変化が生ずるであろうこと、第2は景気上昇に伴う現金需要の増大は、それが妥当な経済成長に見合うものである限り景気の循環と離れて維持さるべきこと、などであるが、これらについての検討は別の機会に譲ることとする。