

資金循環からみた各国金融構造の比較

は し が き

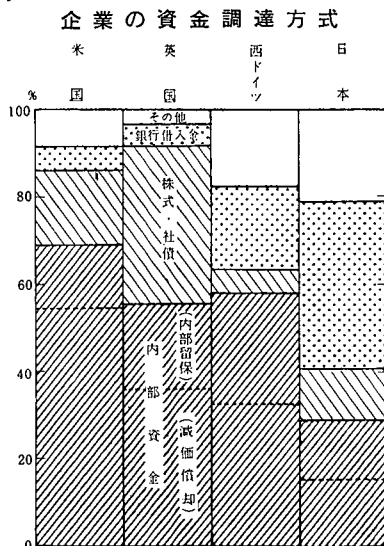
最近各国において、資金循環分析が新しい金融分析の手段としてしだいに発達しつつあるが、これは貨幣金融面から国民経済の仕組みと動きを部門的に分析研究することを目的とするものである。本稿では、最近5ヵ年間に於ける各国の資金循環統計をもととし、欧米主要国とわが国の金融構造を比較検討したいと思う。ただ資料の制約上対比できる国の数も少なく、また制度的な構造の相違からその比較も大まかなものとならざるをえないが、この概観を通じてわが国金融構造の特徴をはあくする一手段としたい。

1. 企業部門の金融構造

(1) 企業の資金調達方式

まず企業の資金調達方式から分析を始める。企業はその事業を運営するのに必要な資金を種々の形態で調達するが、まず減価償却、利益金留保によってまかなう。しかし通常はこうした内部資金

〔第1図〕



(注) 米国および日本：1956～60年平均。英国：1957～60年平均。西ドイツ：1958～60年平均。
その他には企業信用、銀行以外借入金、外資などを含む。
英国は財務統計、その他は資金循環統計による。

の蓄積だけではまかないきれないので、足りない部分は銀行その他の金融機関からの借入や株式・社債の発行によって調達しなければならない。このような資金不足の調達のパターンは、金融構造により、また景気局面のいかんによって著しく異なっている。

第1図は、若干の国における主要企業の資金調達方式の内訳(最近数年間平均)を図示したものである。まず内部資金(内部留保と減価償却の合計)の占める比率は米国が圧倒的に大きく約70%に達しているが、英国・西ドイツも60%弱であり、いずれも所要資金の半ば以上を内部資金でまかなっている。これに対しわが国では内部資金の占める比率は所要資金の3分の1強にすぎない。このように内部資金の全資金中における比重が小さいのが特徴的であるが、これは実体面における投資拡大のテンポに比較して企業内部における資金面の蓄積が遅れていることを示している。こうしてわが国企業において、大幅な資金不足の傾向が恒常的にあらわれる点に注目を要する。

次に外部調達資金の内訳をみると、わが国では銀行借入金の比重が所要資金のほぼ40%を占めている。株式・社債による資金調達は10%強にとどまり、そのうえ、この中には銀行その他金融機関による社債の買入れも含まれ、實際上銀行に対する依存度は諸外国に比して著しく高い。もっともこの点西ドイツは比較的わが国に似通っており、借入金の比重がわが国に次いで高く、反面株式・社債による資金調達は5%程度にとどまっている。しかし、その株式・社債による資金調達の比率は、英国では36%、米国では17%といずれもきわめて高いが、これは両国における資本市場の発達を物語るものであろう。

外部資金の調達にあたって、株式・社債の発行によるか、あるいは銀行からの借入金にまつかは、資本市場の発達の度合という問題のほかに、資金コスト、税法上の取扱など、企業の経理上の事由も少なくない。しかしいずれにしても、わが

国企業のように銀行借入金に対する依存度が大きい国は諸外国にその類例をみない。こうした銀行依存の強い状態は、必然的に特定の銀行と特定の企業との関係を格別密接なものにするが、この点はよく過剰投資を誘発する危険が大きいとして指摘されているところである。

(2) 企業の金融資産と流動性

次に企業の金融資産面の構成からその流動性を比較してみよう。いま企業の流動資産の残高を銀行借入金との比率でみると、通貨および準通貨の銀行借入金に対する比率は英国の場合が最も高く、米国がこれに次ぐが、いずれも100%以上の流動性の準備を持っている。これに対して、西ドイツおよびわが国の場合にはいずれも40%以内である。このことは、わが国の企業が手いっぱいの資金繰りの状態にあることを示している。次に第2次的流動資産としての有価証券類と銀行借入金の比率をみると、米国の場合は70%以上を占めており、英国でも45%に達している。しかし、わが国の企業の場合その比率は10%にも満たない状態である。しかも米国の場合には、その保有有価証券の大部分が政府短期証券その他の流動性の高い証券であるのに対して、わが国企業の有価証券の中には、取引関係会社の有価証券も相当に含まれており、流動性は必ずしも高くない。

(第1表)

法人企業流動資産残高構成比および
流動資産対銀行借入金比

(1960年末)

区 分		残高構成比	対銀行借入金比
		%	%
米 国	通 貨	58.1	} 110.0
	準 通 貨	2.6	
	有 価 証 券	39.2	
英 国	通 貨	} 78.1	} 162.0
	準 通 貨		
	有 価 証 券		
西 ド イ ツ	現 金	} —	} 39.3
	預 金		
日 本	通 貨	34.1	} 36.6
	準 通 貨	47.0	
	有 価 証 券	18.9	

2. 個人部門の金融構造

(1) 個人部門の資金運用

資金循環分析の観点から個人部門のパターンをみると、企業部門が通常資金不足を示すのに対して、個人部門は常に資金余剰を示すところにその特徴がある。そのため企業の場合には資金調達の仕事方を問題にしたが、個人部門については、その余剰資金の運用方法が重要な問題である。

第2表は欧米諸国およびわが国の個人部門の金融投資を示したものである。各国の経済事情によってその動きはまちまちであるが、わが国の場合には貯蓄性預金のウェイトが大きいのが特徴的である。すなわち過去5ヵ年間に於いてその比率はおおむね50%以上となっており、このような例は西ドイツを除いてはみられない。さらにこれに保険・信託などを加えたいわゆる間接投資の比率は80%をこえる年が多く、反面、株式・社債などの直接投資の占めるウェイトは20%内外にとどまっている。

(第2表)

個人部門の金融的投資

区 分	1956年	1957年	1958年	1959年	1960年	
	%	%	%	%	%	
米 国	貯蓄性預金	35	44	50	30	49
	保 険・信 託	37	34	37	32	43
	株 式・社 債・国 債	28	22	13	38	8
西 ド イ ツ	貯蓄性預金	72	73	74	71	71
	保 険・信 託	18	15	13	14	15
	株 式・社 債・国 債	10	12	13	15	15
フ ラ ン ス	貯蓄性預金	28	27	39	51	36
	保 険・信 託	5	8	8	9	8
	株 式・社 債・国 債	67	65	53	40	56
日 本	貯蓄性預金	59	57	57	54	48
	保 険・信 託	24	22	25	29	26
	株 式・社 債・国 債	17	21	18	17	26

さらに諸外国における動きをみると、西ドイツでは貯蓄性預金のウェイトが大きいのが特徴的だが、これは貯蓄機関が発達していることにも原因している。これに対して保険・信託の比率はむしろわが国のほうが大きい。フランスでは、貯蓄性預金の比重が小さく、それに反して株式・社債・国債の比率が

大きい、この中で国債の占める比率がかなり高いことに注意しなければならない。

米国における個人の金融的投資の特徴は、保険・信託のウェイトが他の国に比較して高いことであるが、貯蓄性預金および株式・社債などの比率は年によってまちまちである。これは、成熟した米国経済にあっては、各種の金融的投資手段が発達しており、景気の局面、その他の経済的諸要因に対応して、個人が金融および資本市場において適宜その金融的投資形態を決定できることを示している。

こうした個人部門の資金運用にあたって、個人が収益性を犠牲にして流動性を求めるか、反対に流動性を手放して収益性を求めるかは、景気の局面、金利の動向などに対応して個人が先行きをいかにみるかに関連する。しかしこれには、より基本的な問題として市場の整備・発達の度合など制度的な事情によるところが大きい、この点では先に述べた米国の場合に比べてわが国の立ち遅れが明瞭である。さらにまたこうした資金の運用形態は個人部門の所得水準ないし貯蓄の大きさに影響される。とくにわが国1人当りの所得水準は米国の約8分の1、英国の3分の1程度にとどまり、欧米主要国に比べて相対的に低い。わが国個人の貯蓄形態が主として銀行の貯蓄性預金であるのは、歴史的に金融機関が優遇されてきたという事情のほか、こうした所得水準の低さにも原因があると思われる。

(2) 個人部門の金融資産・負債のウェイト

以上と関連して個人部門の金融資産・負債を、国民経済各部門の総金融資産・負債に対するウェイトとしてみておく必要がある。経済の成長に伴って個人の所得水準が増大すれば、通常限界貯蓄性向は高まる。これを金融面についてみると、個人部門の保有する金融資産比率は相対的に高まることになる。また消費者信用も増大するので金融負債のウェイトも増大するのが普通である。第3表は、米国とわが国につき個人部門の金融資産・負債を国内各部門の総金融資産・負債に対して比較したものである。この表によれば、通貨の比重はあまり相違がないが、貯蓄性預金・信託・保険および有価証券のウェイトについては、米国の個

人部門がはるかに高く、借入金などの負債に至っては、わが国の個人部門の約2倍の比率となっている。

(第3表)

個人部門のウェイト

(1960年末残高による)

区分	米 国		日 本		
	十億ドル	%	十億円	%	
資 産	通 貨	81	36.2	3,076	36.6
	貯蓄性預金 信託・保険	388	49.6	6,871	41.9
	有 価 証 券	453	36.9	2,308	24.4
	その他資産	37	6.2	487	1.9
負 債	借 入 金	73	31.7	2,493	14.4
	その他負債	136	10.3	1,677	5.0

3. 金融機関部門の金融構造

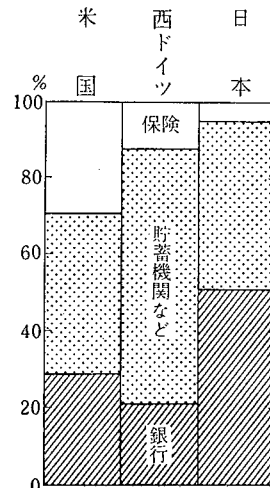
(1) 商業銀行のウェイト

金融機関の役割は、経済における資金の需給を調整し、日々の取引決済に必要な通貨を供給する点にある。しかし一口に金融機関といっても、商業銀行をはじめとして、貯蓄銀行・生命保険会社など各種の金融機関があるので、まずこれらの構成関係を国際的に比較することが必要であろう。いま各種金融機関の貸出および証券投資の合計額について商業銀行のウェイトをみると、米国では30%弱、西ドイツでは20%強であるのに対して、

[第2図]

金融機関中における銀行のウェイト

—1960年中の貸出・証券投資の合計額による—



わが国では50%をこえており、銀行のウェイトはきわめて大きい。

米国において商業銀行の比重が相対的に低いのは、論者が指摘するように、経済の発展に伴って貯蓄金融機関、生命保険会社などの各種の金融機関(non-bank financial intermediaries)が急速に発達してきたためである。また西ドイツでも同様に商業銀行の比重が低いのは、貯蓄金庫(Sparkassen)、信用組合(Kreditgenossenschaften)などの貯蓄金融機関の発達が進んでいるからである。ところが、わが国では明治の初葉近代銀行制度が導入されて以来、商業銀行は貯蓄銀行的な業務をも営んできたため、銀行は金融機構の中で圧倒的な比重を占めているのである。前述のように、間接金融ないし間接投資のウェイトが大きい点がわが国の特徴であるが、この中でも銀行の比重がとくに大きい点にまず注目を要するであろう。

(2) 商業銀行の金融資産構成

資金循環の観点からみた金融機関の機能は、個

人の貯蓄預金を企業の投資資金にふり向ける点にあるが、この場合銀行は、単に貯蓄性預金を企業に貸し付けるだけでなく、信用創造の手段によって企業に対して通貨を供給する。しかし銀行の信用創造にもおのずから一定の限界があり、それを規定するのは理論的にはその流動性であるといえる。そうした意味合いから銀行の流動性の状態は企業の資金調達に対しても大きな影響を及ぼすわけである。

銀行の保有する資産を、その種類別に図表に示すと、第3図のとおりである。まず金融資産のうち現金準備の占める割合は、英国が最も大きい。次に第2次の流動資産としての有価証券をこれに加えると、米国、英国がほぼ全金融資産の40%を占めて最も大きく、イタリア、西ドイツがこれに次ぎ、わが国の銀行は最も流動性が低い。しかもその有価証券の流動性の実情をみると、米国、英国の場合は国債ことに政府短期証券の比重が比較的大きく、またフランスの場合にも、総金融資産に対する流動資産の比率はわが国と同程度であるが、その中には国債など流動性の高い有価証券が相当に含まれている。

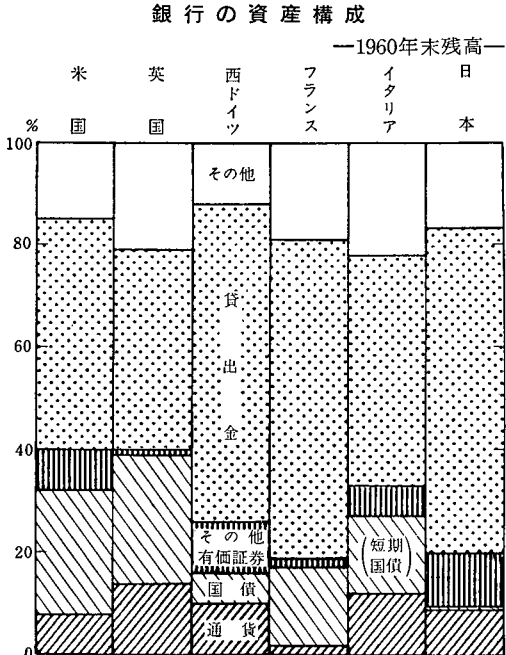
わが国銀行の金融資産の大部分を占めるものは貸出金であって、その比率は64%と主要国中で最も大きい。逆に貸出金比率の最も小さいのは米国(45%)、英国(40%)であって、いずれもわが国の比率の3分の2程度にしかすぎない。

以上のことから、わが国の銀行の流動性がいかに低いかということを理解できる。また銀行の金融資産中有価証券の占める比率は最近徐々に上昇しているが、そのほぼ半分は株式・社債であり、わが国銀行の金融資産の大部分が企業に対する信用供与であるという大勢には変化はないと思われる。

(3) 通貨のウェイト

通貨供給高と国民総生産との比率は、通常「マーシャルのK」と呼ばれるが、これは流通速度の逆数でもある。もっとも「マーシャルのK」を各国別にそのまま比較することには若干問題がある。わが国の通貨供給高には、個人の要求払預金が含まれているが、この中には貯蓄性預金の性格のものも相当あると思われるのはその一例であ

〔第3図〕



(注) 銀行の範囲。

米国：商業銀行。

英国：ロンドン手形交換所加盟銀行。

西ドイツ：商業銀行。

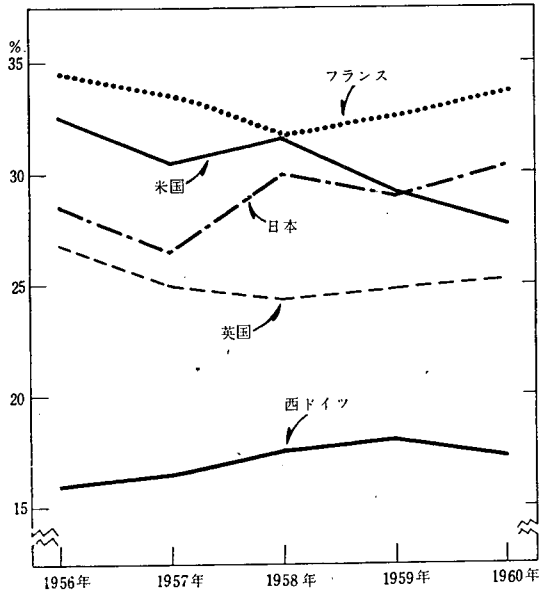
フランス：本国の商業銀行。

イタリア：5 大公法銀行、3 大商業銀行、普通銀行、協同組合銀行、貯蓄銀行および抵当銀行からなる365行。

る。しかしここではそうした統計上の問題をい
 ちおう無視して、欧米諸国およびわが国についてみ
 たものが第4図である。

〔第4図〕

マ ー シ ャ ル の K

$$\left(\frac{\text{通貨供給高}}{\text{国民総生産}} \right)$$


これによって過去5年間における「マーシャル
 のK」をみると、その動きはまちまちである。英
 国、西ドイツ、フランスではいずれもそれぞれ比
 較的安定した動きを示しているが、米国およびわ
 が国ではやや特殊の変化をみせている。まず米国
 ではこの比率はここ3か年間は減少傾向にある
 が、これは、この間の国民総生産の伸びの割に通
 貨供給高が増大しなかったこと、つまり取引決済
 の増大が通貨供給高の増大よりもむしろその流通
 速度の上昇によってカバーされたことを示してい
 る。わが国の場合、1957年において「マーシャルの
 K」が低下したのは、金融引締めにより通貨量の
 増大が抑制されたためである。その後のわが国に
 おける「マーシャルのK」は比較的安定している。

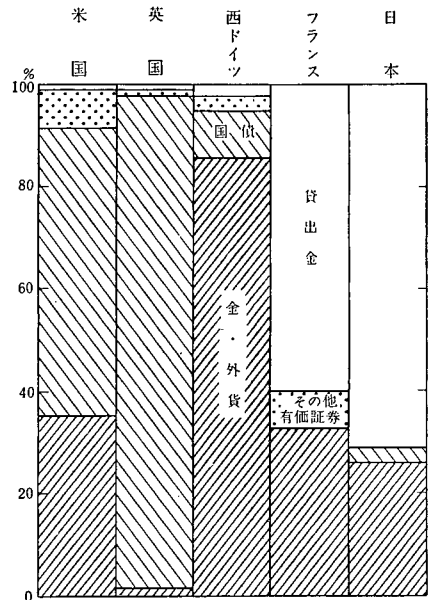
(4) 中央銀行の金融資産構成

このような商業銀行を中心とする市中金融部門
 の実体は、当然のことながらその上部構造である
 中央銀行の資産構成にもあらわれる。第5図は最

近の5か国の中央銀行の主要資産構成比率を示し
 たものである。まず英蘭銀行ではその資産のほと
 んどすべてが国債などの証券であり、貸出金は1
 %ほどにとどまっている。米国連邦準備銀行にお
 いても、国債の占める比率が半ば以上を占め、こ
 れに35%に及ぶ金および金証券を加えると、総金
 融資産の92%にも達している。このことは、対市
 中銀行貸出が1%にも達していないことを意味
 し、市中銀行の中央銀行依存度がいかに低くかつ
 例外的なものであるかを示している。

〔第5図〕

中央銀行の主要資産構成比率



(注) フランスは1961年7月末現在、その他は8月末現在。
 フランスの貸出金は政府貸上金を含む。

西ドイツでは、ブンデスバンクの金および外貨
 資産保有高のウェイトは金融資産のうち86%と圧
 倒的に大きく、同国の対外ポジションの好調さを
 あらわしている。この反面、国債の占める比率は
 9%と低く、貸出金の比重も2%にとどまっている。
 ところが日本銀行の場合、最も大きいウェイトを
 占めるのは貸出金の72%であり、わが国にお
 けるオーバー・ローンの現状が最も端的にあらわ
 れている。金および外貨資産の占める比率は26%
 であるが、このウェイトは引き続き外貨流出のた
 めさらに減少し、その代わりに貸出金の比重がい
 っそう伸びている。

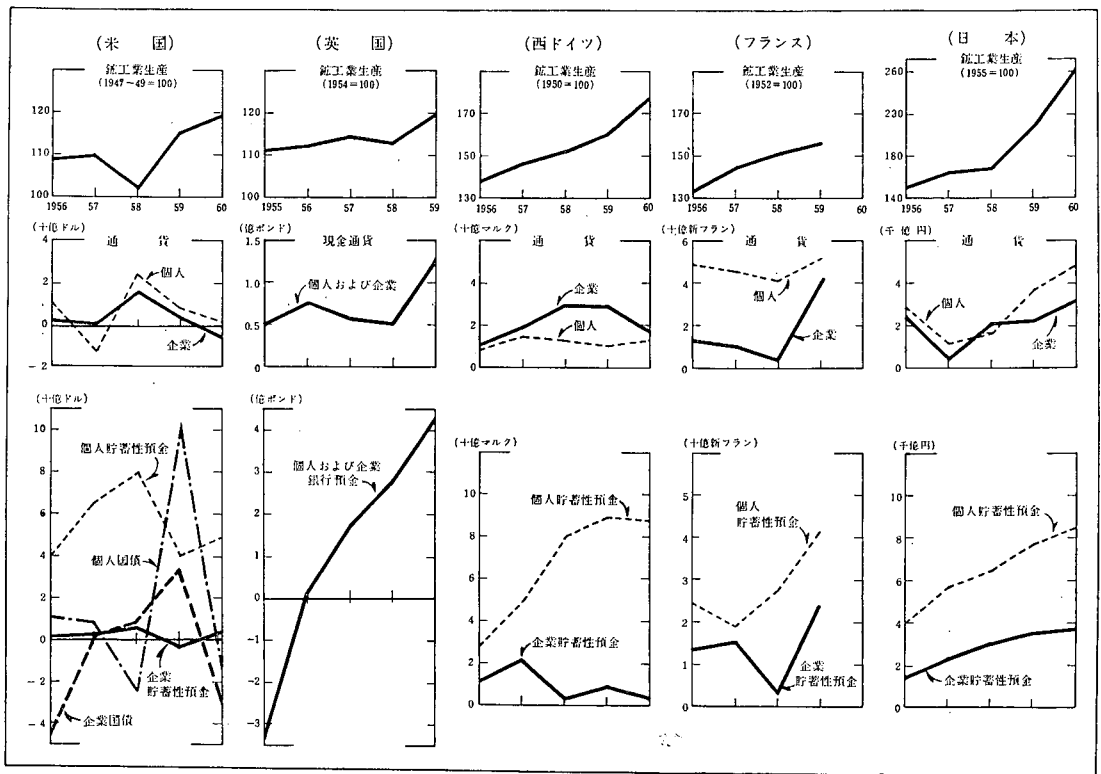
4. 景気変動と流動性

以上、各国経済についてその金融構造を部門別に比較してきたが、次に景気変動の諸局面に対応して、これらの金融の仕組みがいかに変化するかをみてみよう。金融構造の変化のうち、景気変動に最も直接に結びついて変化する要因は、各部門の流動性であると考えられるので、ここでは主として流動性の増減と景気変動の関係をみることにする。景気変動の指標としては、鉱工業生産指数

をとり、個人部門および企業部門の流動性の指標としては、通貨および貯蓄性預金をとることとしたほか、米国の場合には、国債が第2次的流動資産として重要な意義をもっているので、その動向をも合わせてみることにした。景気変動の指標として国民総生産をとらなかったのは、国民総生産は不景気のときでもあまり低下せず、したがってその動きは景気変動の姿を必ずしも端的に示すものではないと考えたからである。

〔第6図〕

景気変動と流動性



(1) 米 国

まず米国の推移をみると、1958年にはいって景気が下降するや、企業部門・個人部門ともに大幅に流動性は増加した。ことに個人部門の通貨の増加率は企業部門のそれを上回ったが、これは企業部門にあっては、景気後退につれて実物投資が減少し、流動性の増加分の一部が企業の負債の返済

にあてられたからである。次に1958年中の貯蓄性預金の動きをみると、個人部門の貯蓄性預金は相当の伸長を示しているが、これは同年中における国債の減少のはね返りがかなり含まれているものと考えられている。また景気後退期の1958年には、景気調整政策の一環として大量の政府証券が発行されたが、これは大部分が銀行部門によって

購入された。その後1959年にはいって米国経済が持ち直してくるにしたがって、企業部門の銀行に対する資金需要が増大したために、これらの政府証券は銀行から個人部門などに対して売却された。このように個人・企業・銀行などの諸部門の portfolio selection がきわめて柔軟性をもっており、とくに政府短期証券が市場を通して売買されて通貨流動性のクッションとしての働きを示しているのも、米国の金融資産構造の特徴である。

(2) 英国・西ドイツ・フランス

ここ数年間の鉱工業生産は、1958年の英国を例外に上昇しており、景気は上昇局面を示している。通貨からみた流動性もこれに応じて増大しているが、1960年の西ドイツではとくに企業部門の通貨の増勢が鈍化したのは、金融引締めの影響によるものである。また西ドイツの個人部門の貯蓄性預金はしだいにその増勢を減じてはいるが、米国の場合にみられたような激しい動きはみられない。これは西ドイツにおいては、社債・株式などの有価証券に対する投資機会が市場の未発達などの要因のため少なく、間接投資のウェイトが大きいからであろう。これに反して直接投資のウェイトの比較的大きいフランスでは、個人の貯蓄性預金の増加率は相当に大幅な振幅を示している。

(3) 日本

まず通貨増加率についてみると、1957年には金融引締めの影響を受けて著しく低下したが、その後はほぼ着実に伸びている。これは経済の成長にほぼ平行して通貨供給量がふえていることを示している。また貯蓄性預金の増加額は、個人・企業ともに景気動向のいかんにかかわらずきわめてなだらかな上昇カーブを示しているが、とくに企業の貯蓄性預金がこのような傾向を示すことは、他国ではみられない現象である。これはわが国の企業の資金調達外部資金とくに間接金融によって主としてまかなわれており、企業の貯蓄性預金は、米国的な第2次的流動資産としての性格よりも、銀行借入金のいわば見合としての性格が強いことが原因であろうと考えられる。

5. わが国金融構造の特質

いままで資金循環の接近によって、各国の部門

別金融構造およびその景気変動の各局面に対応する変化を比較検討してきたが、最後に以上の対比によって明らかにされたわが国金融構造の特質を概説しておきたい。

第1にわが国金融構造の特徴としてあげられるのは、よくいわれることだが、間接金融方式が個人部門の資金余剰と企業部門の資金不足とを結びつける主要なチャンネルになっている点である。こうした間接金融の優位は、戦後の特色ではない。明治初期からわが国の経済発展が銀行の信用創造を主軸として推し進められてきたことや、戦前資本市場が投機的色彩の強いものであったこと、さらには戦時中の銀行を中心とした産業資金の供給方式などにもうかがわれるように、これは戦前からのものである。この間接金融方式が戦後も継承されたのは、敗戦によって資本市場が壊滅的打撃を受けたため、企業の資本蓄積をはかるに上回る資金需要があげて銀行借入に向かったことによる。その後企業自身の貯蓄(減価償却および利益留保)はしだいに増大し、企業貯蓄のGNPに対する比率は国際的にみれば決して低いものではなかったが、企業の投資意欲はあい変わらずきわめて旺盛であるため、依然として企業の外部資金依存の傾向は改まっていない。そのため銀行と企業との間にいわゆるゆ着関係を生じ、これが銀行の信用創造機能と結びついて投資の行過ぎを生じやすい基礎を提供している。さらに、間接金融方式の優位については、個人部門の所得水準が比較的低いという点をも合わせて考える必要がある。零細な資金の運用方式としては、貯蓄性預金による方法が最も便利であることはいうまでもないが、こうした所得水準の低さが個人貯蓄の流れを、直接資本市場へでなく、銀行へ向かわせる強い要因ともなっている。

第2に、こうした間接金融方式優位のパターンについて、銀行のウェイトがとくに大きいことが、わが国金融構造の特徴となっている。これはわが国の銀行がその発足以来商業銀行としての役割のほか貯蓄銀行的な性格をもっており、ことに戦前では郵便貯金制度を除いては、専門的な貯蓄金融機関が発達していなかったという制度的な事情も大きく響いている。

第3に、わが国金融構造の特質としては、その流動性が各部門とも低水準にあることをあげねばならない。ことに民間部門の有価証券保有高のウェイトはきわめて小さく、そのうえ確定利付債券市場の発達が遅れているために、その流動性は主として通貨ないし準通貨の形態で保有されている。わが国の「マーシャルのK」が国際的にみて比較的大きいことも一つにはこうした事情によるものと思われる。

ことに銀行の流動性が相対的に低いことは、その金融資産構成が貸出にかたよっており、第2次の流動資産としての有価証券の比率が小さいことにあらわれているが、オーバー・ローンを招来する結果となっている。そして、それは銀行経営上いわゆるサウンド・バンキングでなくなり、金融政策上は“流動性”を通ずる弾力的な金融政策の実施を困難ならしめている。

(出 所)

○米 国

Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Bulletin, August 1961."

○英 国

Bank of England, "Quarterly Bulletin, December 1960." "Report for the Year Ended 29th February 1960." Her Majesty's Stationary Office, "Monthly Digest of Statistics."

The Economist (ただし第1図)

○西 ドイツ

Deutsche Bundesbank, "Monatsberichte."

Statistisches Bundesamt, "Wirtschaft and Statistik."

○フ ランス

Banque de France, "Compte Rendu des Opérations."

Ministère des Finances et des Affaires Économiques, "Les Comptes de la Nation."

○イ タリア

Banca d'Italia "Report for the Year 1960."

○日 本

日本銀行調査局「昭和29～34年間年別および昭和34年間四半期別マネーフロー分析表」、「最近の資金循環と金融構造——昭和35年の資金循環表を中心として」。