

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 ($M_2 + CD$ 平残、前年比) は 56 年秋口から 57 年春にかけて +10% 台のかなり高い伸びを示したが、その後漸次鈍化し、最近では +8% 前後のテンポで推移している。この間、「マーシャルの K」 ($M_2 + CD$ / 名目総需要 + 中間取引高) は高水準を維持しているが、ここへきて幾分落ち着き気配もうかがわれる。
2. こうした最近のマネーサプライの増勢鈍化は、地方交付金等財政支払いの後ズレなど特殊要因による面もあるが、基本的には①輸出不振を背景とした実体経済活動の停滞を映じ通貨に対する取引需要が低迷を続けていること、および②個人部門を中心に銀行預金からいわゆる高利回り金融資産 (新型の信託、金融債、投資信託等) への資金シフトが活発化していること、などによりもたらされたものである。なお、最近におけるこのような資金シフトは、近年の金利選好の高まりという底流を背景に、規制金利と自由金利が併存するなかで、国債の大量発行が続き長期金利高留まり現象が強まっているという現在の金融の基本問題と深くかかわっていることはいうまでもない。最近のマネーサプライの実勢を判断するにあたっては、こうした資金シフトの対象のかなりの部分が比較的流動化の容易な信託、金融債によって占められていることを念頭に置く必要がある。
3. 最近のマネーサプライは、こうした点を彼此勘案しても実勢として増勢が鈍化しつつあるようにはうかがわれ、目先の景気、物価等の動き、さらには歳出抑制を主体とした財政運営、あるいは市中金融機関の融資態度などをもあわせ考えると、マネーサプライは当面落ち着いた推移をたどるものと見込まれる。しかし、マネーサプライの伸びが名目取引高の伸びを上回っている状況には変りなく、今後の景気回復に十分なマネーが供給されていると判断される。

〔目 次〕

はじめに

1. マネーサプライの推移

(55～56年初の推移)

(56年春～57年初の推移)

(57年春から最近にかけての動向)

2. 最近のマネーサプライ動向にみられる特徴点

(各種マネーサプライ指標の動向)

(通貨需要面からのチェック)

(高利回り金融資産への資金シフト状況)

3. 当面のマネーサプライ水準の評価

(マーシャルのKの動向)

(市中金融の動向)

(当面のマネーサプライ水準の評価)

はじめに

現在、日本銀行は金融政策の運営にあたり、マネーサプライの動向に特別の注意を払いつつその適正な管理に努めている。マネーサプライの適正な管理が、物価の安定およびこれを基盤とした経済の持続的拡大を確保するうえで不可欠なことは多言を要すまい。

本稿は、近年におけるマネーサプライの推移を概観したうえで最近の特徴点を整理・分析するとともに、当面のマネーサプライ水準について若干の評価を試みたものである。

1. マネーサプライの推移

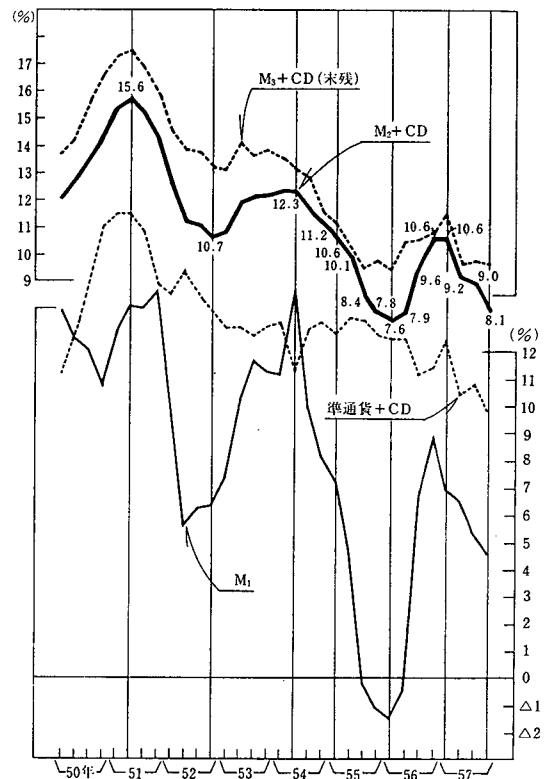
まずマネーサプライの動きをやや中期的に概観してみよう。

(55～56年初の推移)

マネーサプライの伸び率($M_2 + CD$ 平残^(注1)、前年比)は、第2次石油危機の発生を契機とする金融引締め政策の展開を背景に54年央頃を境に漸次低下傾向をたどった。こうした傾向は金融引締めが解除された55年夏以降も続き、56年前半にかけて伸び率は7%台にまで低下した(ボトムは56年1～3月+7.6%、第1図)。このように55年夏以降もマネーサプライの伸びが低下を続けたのは、主として①石油価格上昇のデフレーションパクトが顕現化するにつれ実体経済活動が停滞色を強め、通

貨に対する取引需要が減退したこと(第1表)、②金融引締めの解除等を背景に金利先安観が台頭し、資金運用面において長期固定金利資産(郵便

〔第1図〕

マネーサプライ指標の推移
(平残ベース前年比)(注) 1. M_1 = 現金通貨 + 預金通貨(全銀、相銀、信金、農中、商中の要求払預金)2. $M_2 + CD = M_1 +$ 準通貨(上記金融機関の定期性預金) + CD3. $M_3 + CD = M_2 + CD +$ 郵便局、農・協協、信組、労金の預貯金 + 信託元本(金銭信託・貸付信託)

貯金、長期債)へのシフトが生じたこと、によるものである。特に郵便貯金は、グリーンカード問題の喧伝も加わり、銀行預金が伸び悩むなかで顕著な増加を示した。ちなみにこの時期の動きを $M_2 + CD$ や郵便貯金、債券等各種金融資産の前年比増加額構成比の変化によってみると、55年後半には郵便貯金や債券等のシェアが大幅に上昇する一方で、 $M_2 + CD$ のシェアは大きく低下しており、かなりの規模の郵貯・債券シフトが生じたことを裏付けている(第2図)。

(56年春～57年初の推移)

その後56年春頃からマネーサプライの伸び率は徐々に回復に転じ、56年10～12月および57年1～3月には+10%台に乗せた。この時期におけるマネーサプライの伸び率上昇の背景としては、まず①金融緩和の進展を映し金利が着実に低下するなかで、経済活動が緩やかながらも回復傾向をたどり、通貨に対する取引需要が持直し気味に推移したことが挙げられよう(前出第1表)。また②金利

先安観の後退や新型期日指定定期預金の発売等もあって、郵便貯金、債券等へのシフトは56年に入るとほぼ一巡し、この面からのマネー押下げ要因はおおむね解消した。このほか、③同年秋口にかけて長期金利先高観が台頭し、9～10月には借急ぎの動きがみられたが、これもマネーサプライを一時的に押し上げる要因として作用したものとみられる(注2)。

(57年春から最近にかけての動向)

しかし、マネーサプライの伸び率は57年4～6月に再び+9%台に鈍化し、その後徐々に増勢歩調を緩め、最近では+8%前後とおおむね56年頃のテンポで推移している。こうしたマネーサプライの増勢鈍化は次の事情からもたらされたものである。①56年秋以降の輸出不振を契機とする生産・在庫の調整過程が漸次実体経済活動の伸びを鈍化させ、通貨に対する取引需要の停滞をもたらしていること、②金融市場の季節的な調節のため日本銀行が数次にわたって売却した政府短期証券

(注1) 日本銀行では狭義の M_1 (現金+要求払預金)から広義の $M_3 + CD$ ($M_2 + CD$ +郵貯等)等に至るまでの種々の範囲の通貨について、必要に応じ法人・個人等保有者別に、常時動向をトレースしているが、その中でも M_2 (M_1 +定期性預金)+ CD の動きを特に注視している。これは、現在の決済手段や比較的近い将来に決済手段に転化され易い定期性預金等までを含めた $M_2 + CD$ が、 M_1 (現在の決済手段のみに限定)や $M_3 + CD$ 等(個人貯蓄との関係が強い郵貯等も含むため取引インディケーターとしての性格が弱い)に比べ実体経済(特に物価)との関係が密接なこと、かつ金利操作などによる日本銀行のコントローラビリティが高いこと等の点で、相対的に望ましい特性を持つと判断しているためである。なお、 $M_3 + CD$ 等については平残統計がないほか、速報性に欠ける等統計データ面の制約も存在する。

(注2) 商法改正による資本金組入れ比率変更の実施(57年10月)を控え、夏場に時価発行増資が急増しその発行代金が預金として滞留したことも一時的にマネーサプライの増加に寄与。

各種マネーサプライ指標とデフレーター、金利等との関係

	実体経済との関係		コントローラビリティ
	取引高との時差相関	デフレーターとの時差相関	手形レートとの相関度(△逆相関)
M_1	0.63(3)	0.63(4)	△ 0.27
$M_2 + CD$	0.72(4)	0.76(6)	△ 0.36
$M_3 + CD$	0.72(4)	0.75(6)	△ 0.31
$M_3 + CD$ +金融債・国債 +投資信託	0.73(4)	0.73(6)	△ 0.34
準通貨	0.74	0.81	△ 0.31
郵便貯金	0.44	0.42	0.13
金融債・国債 +投資信託	0.18	0.0	△ 0.18

(注) 1. 相関係数については、各種マネーサプライ指標は前期比、手形レート(2ヵ月)は当期のレベルを使用。
2. 時差相関係数はいずれも前年比により算出。()内はマネーの先行期数を示す(いずれもピーク時の値)。
3. 計測期間は45/1～57/Ⅲ。
4. マネーサプライ指標はいずれも平残ベース(平残統計のないものは前当月末平均を代用)。
5. デフレーターは総取引高(総需要+中間取引高)のデフレーター。

(第1表)

マネーサプライと名目取引高の伸び率比較

(前年比%)

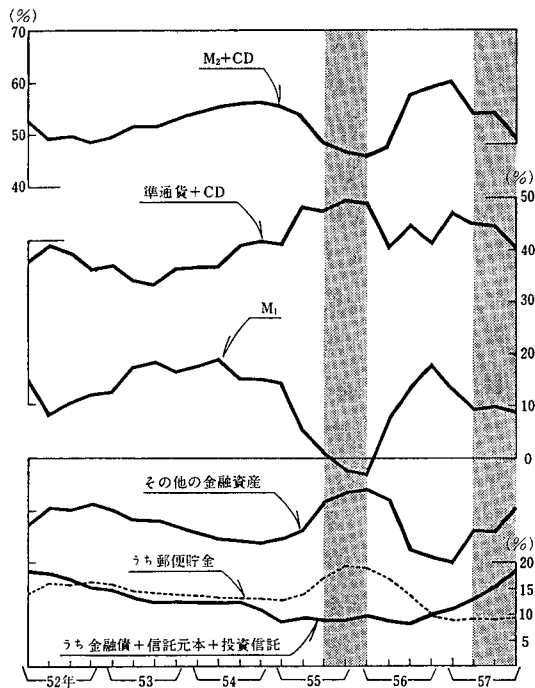
	M ₂ +CD 平 残	取 引 高 (名目総需 要+中間取 引高)	名 目	
			名 目 総 需 要	中 間 取 引 高
54年 1～3月	12.3	9.3	9.3	10.7
4～6〃	12.3	11.4	11.1	12.4
7～9〃	11.7	13.9	12.5	16.8
10～12〃	11.2	16.2	12.2	20.9
55年 1～3月	10.6	17.2	12.3	24.8
4～6〃	10.1	15.8	11.8	22.9
7～9〃	8.4	11.3	9.5	13.5
10～12〃	7.8	8.6	7.8	9.7
56年 1～3月	7.6	4.6	7.3	1.1
4～6〃	7.9	2.6	6.2	△ 2.6
7～9〃	9.6	5.5	6.9	3.2
10～12〃	10.6	5.3	5.8	4.2
57年 1～3月	10.6	4.4	5.7	2.6
4～6〃	9.2	4.0	5.5	1.9
7～9〃	9.0	3.8	4.8	2.2
(見込み)				
10～12〃	8.1	3.5	5.5	0.5
(見通し)				
58年 1～3月	7 台	4.5	4.5	4.0

- (注) 1. 中間取引高は鉱工業出荷指数(内需、通産省試算)×卸売物価指数(国内工業製品)に基準時点(昭和50年)の金額を乗じて算出。
2. 本稿では取引高の指標として名目総需要(名目GNP+名目輸入等)に中間取引高を加算したものを使用しているが、それは次のような理由による。
中間取引高と総需要とは、①まず量的な面で、在庫調整局面等において屢々異なった動きを示す一方、②デフレクターの面で、総需要デフレクターの場合、内容の大半を最終需要財(サービスを含む)が占める関係上、中間財価格に比べ、変動がどうしても遅れ、かつ小幅にとどまる傾向がある、等の違いが存在するが、マネーサプライとの関係で意味があるのは明らかにこうした中間取引も含めた取引高全体と考えられる。
なお、取引高としてはこのほかさらに既存資産(土地、債券、株等)の取引も対象に加えることが考えられるが、こうした取引については正確な統計が少なく、またデータのあるものは速報性に劣るため、実用に適さない。
3. 57年10～12月は一部推計(以下同じ)。

(TB、以下同じ)が事業法人等により保有され、これが結果的にマネーサプライの平残を押下げる方向に作用したこと、③新型の金融商品(注3)が発売され、その後時の経過とともにこうした商品の

〔第2図〕

各種金融資産の増加額構成比推移



- (注) 1. M₂+CD+法・個人保有金融債・国債+投資信託の前年同期比増加額構成比を图示。
2. 平残ベース、平残統計のないものについては前当月末平均値を使用。
3. その他の金融資産は、全体からM₂+CDの増加額構成比を差し引いたもの。
4. 郵便貯金は一部推計。

利回り優位性に対する認識が強まりつつあったところへ、秋口に長期金利が引上げられ銀行預金との利回り格差が一段と拡大するなどの事情が重なり、銀行預金からこれら金融商品への資金シフトの動きが活発化したこと(第2表)などである。なお、こうした資金シフトは、各種金融資産の前年比増加額構成比において57年春以降M₂+CDのシェアが低下している一方、信託元本、金融債、投資信託等のシェアがかなりのテンポで上昇していることから明らかである(前出第2図)。

マネーサプライの先行きは、今後の景気、金利、さらには金融機関の貸出態度等の動向が絡み、も

(注3) 例えば、収益満期受取型貸付信託(56年6月発売)、利子一括支払型金融債(56年11月発売)、無分配型国債ファンド(57年7月発売)等が挙げられる。

とより流動的であるが、現時点で判断する限り实体经济活動にしばらくは目立った回復が見込み難い一方、預金から高利回り資産への資金シフトの動きは今後も底流として続くとみられるため、当

面はおおむね現状程度の伸びで推移するものと思われる。

以上のマネーサプライの足取りを金融機関の信用面の対応関係からとらえ直しておこう(第3

(第2表)

各種金融資産の利回り比較

(表面利回り、%)

	定期預金 (最長期)		定額郵便貯金 (最長期)		利付金融債 (5年)		信託元本 (貸付信託、5年)		〔参考〕 現先レート (3か月)
		複利		複利		複利		複利	
55年3月末	7.25		7.25	10.38	7.9		8.62		12.7
4	8.0		8.0	11.91	8.6		↓		12.124
12	7.25		7.25	10.38	7.9		7.92		9.425
56年4月末	6.5		6.5	8.96	↓		↓		6.764
5					7.6		7.62		7.487
6		(期日指定 定期、3年) 6.93			↓		↓	(ビッグ) 9.07	7.230
11					8.0	(ワイド) 9.60	8.02	9.63	7.216
57年1月末	6.0	6.37	6.0	8.06	7.7	9.18	7.72	9.21	6.379
4					7.5	8.90	7.52	8.93	6.672
9					8.0	9.60	8.02	9.63	7.047
12					7.7	9.18	↓	↓	6.795
58年1月末					7.5	8.90	7.72	9.21	6.515

(注) 1. 「ビッグ」の複利計算利回りは5年後の予想配当率、「ワイド」は5年後の確定利回り。

2. 定期預金(最長期)は56年5月以前は2年定期、6月以降は期日指定定期。

3. 定額郵便貯金(最長期)は、3年以上の定額貯金の利回り。

(第3表)

マネーサプライ(M₂+CD)と信用面の対応

(前年比寄与度ベース・%)

	M ₂ +CD 平 残	寄 与 度 (末残期中平均ベース)					
		対外資産 (短期)	財政部門 向け信用	うち日本銀行 保有国債	民間向け 信用	うち貸 出	そ の 他
55年1~3月	10.6	△ 2.1	2.9	△ 0.1	9.1	8.3	0.2
4~6〃	10.1	△ 2.4	2.6	1.0	9.3	8.5	△ 0.3
7~9〃	8.4	△ 2.0	1.5	0.4	8.5	7.9	△ 0.6
10~12〃	7.8	△ 1.2	1.2	0.3	8.2	7.6	△ 0.8
56年1~3月	7.6	△ 0.5	1.5	1.0	7.8	7.2	△ 1.6
4~6〃	7.9	0.2	2.5	0.9	7.1	6.5	△ 1.8
7~9〃	9.6	0.0	3.2	1.3	7.9	7.2	△ 1.1
10~12〃	10.6	△ 0.1	2.9	1.7	8.4	7.7	△ 0.6
57年1~3月	10.6	△ 0.7	2.9	1.0	9.4	8.7	△ 0.1
4~6〃	9.2	△ 0.8	2.2	0.6	8.8	8.2	△ 0.7
7~9〃	9.0	△ 0.9	2.0	0.1	9.0	8.5	△ 1.2
10~12〃	8.1	△ 0.7	1.3	0.5	8.8	8.4	△ 1.3

(注) 寄与度は月末休日要因調整後。

表)。まず、56年春頃までのマネーサプライ伸び率低下は55年央まで続けられた金融引締めの影響から民間向け信用の寄与度が低下を続けたことが主因である。その後57年春にかけてのマネーサプライ伸び率上昇については、金融緩和の進展に伴い民間向け信用の寄与度が漸次緩やかに上昇に転じたこと、および税収不足等を背景にTBの日本銀行引受けが累増し、財政部門向け信用の寄与度が目立って上昇したこと(第3図)、などが対応している。最近の増勢鈍化については、金融緩和の浸透を映じ、民間向け信用の寄与度は高水準を持続している一方、①財政部門向け信用の寄与度が日本銀行によるTBの市中売却ならびに都銀等民間金融機関による国債の市中売却の増嵩等に伴い低下傾向をたどっていること(同上図)、②その他項目の寄与度が預金から信託・金融債等への資金シフトを映じてマイナス幅を拡大していること、などが見合っている。

2. 最近のマネーサプライ動向にみられる特徴点

(各種マネーサプライ指標の動向)

以上、 $M_2 + CD$ 指標により最近2～3年のマネーサプライの足取りを振り返ってきたが、他のマネーサプライ指標も基本的には同じような軌跡を描いている(第4表)。すなわち、各マネーサプライ指標とも55年中漸次伸び率が低下したあと、56年中は逆に期を逐って伸び率が上昇し、57年に入ってから再び伸び率が低下傾向をたどるというパターンを示している。このようなマネーサプライの振れは、基本的には55年夏以降金融が漸次緩和色を強めるなかで、実体経済が55年度初から56年央頃まで調整過程をたどったのち、一旦回復傾向を示したものの、輸出急減を契機に再調整を余儀なくされるなどかなりの振れを示したことを反映したものと考えられる。

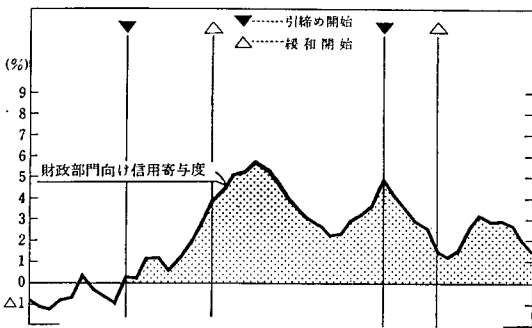
もっとも、57年初以降の動きをやや仔細にみると各マネーサプライ指標とも輸出不振等を背景とする実体経済活動の停滞を映じ、増勢鈍化の傾向をたどっていることは確かであるが、鈍化の度合は $M_2 + CD$ が最も大きく、次いで M_1 、 $M_3 + CD$ 等の順になっている(57/1～3月から10～12月にかけての伸び率低下幅は $M_2 + CD$ 指標が2.5%ポイント、 M_1 が2.1%ポイント、 $M_3 + CD$ 1.5%ポイント、最も広義の「 $M_3 + CD + 金融債・国債 + 投資信託$ 」1.0%ポイント—第4表)。こうした増勢鈍化テンポの相違は郵貯シフトの盛行した55年にもみられたことであるが、今回の局面ではこれが信託・金融債・投資信託あるいはTB等市場性短期金融資産へのシフトの貌をとっている点が特色といえよう。

(通貨需要面からのチェック)

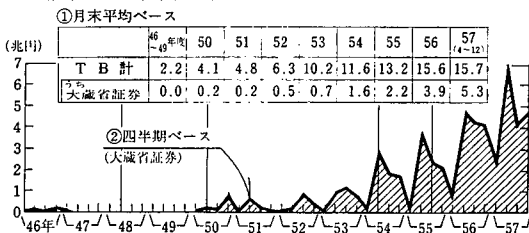
次に最近のマネーサプライの変動を通貨の保有動機との関連で整理してみよう。これをある程度計量的に明らかにするには通貨需要関数を手掛り

〔第3図〕

財政部門向け信用のマネーサプライに対する寄与度



(参考) TB発行残高の推移



(注) TBは大蔵省証券、食糧証券および外国為替資金証券の合計。

(第4表)

各種マネーサプライ指標の推移

(平減ベース、前年同期比%、カッコ内は当該期間中の伸び率変化幅%ポイント)

	M ₁	M ₂ +CD	M ₃ +CD	M ₃ +CD+金融債 +国債+投資信託	準通貨+CD	郵便貯金	信託元本	金融債+ 投資信託	市場性 短期金融資産
55年1~3月	7.2	10.6	11.7	12.2	12.6	16.0	11.3	5.4	69.3
4~6月	4.7	10.1	11.3	11.8	13.2	15.2	10.9	4.2	82.2
7~9月	△0.2 (▲8.7)	8.4 (▲3.0)	10.1 (▲2.0)	10.9 (▲1.8)	13.1 (▲0.2)	16.4 (+2.2)	9.3 (▲3.8)	5.8 (+1.7)	51.0 (▲43.5)
10~12月	△1.1	7.8	9.8	10.6	12.6	18.7	8.0	5.7	34.1
56年1~3月	△1.5	7.6	9.7	10.4	12.4	18.2	7.5	7.1	25.8
4~6月	△0.4	7.9	9.8	10.7	12.4	19.2	7.4	7.8	8.2
7~9月	6.5 (+8.3)	9.6 (+3.0)	10.8 (+1.2)	11.0 (+0.8)	11.1 (0)	16.8 (▲5.3)	8.1 (+2.1)	5.5 (+1.6)	0.5 (▲16.9)
10~12月	8.9	10.6	10.9	11.2	11.4	13.9	8.3	6.0	16.0
57年1~3月	6.8	10.6	10.9	11.2	12.4	12.9	9.6	8.7	8.9
4~6月	6.5	9.2	9.9	10.6	10.4	12.3	10.1	8.6	41.2
7~9月	5.3 (▲2.1)	9.0 (▲2.5)	9.8 (▲1.5)	10.5 (▲1.0)	10.8 (▲2.8)	12.3 (▲0.4)	10.8 (+3.3)	11.8 (+6.1)	39.4 (+9.2)
10~12月	4.7	8.1	9.4	10.2	9.6	12.5	12.9	14.8	18.1
最近時(57/12月)の残高	兆円 80.1	248.3	397.5	435.5	168.1	75.0	27.1	27.2	8.0

- (注) 1. 金融債、国債、投資信託(マネーサプライベース)は一部推計。
 2. 平残のない項目は、前当期末平均を使用。
 3. 市場性短期金融資産はCD、事業法人買現先、日本銀行が売却したTB、中期国債ファンドの計。

にする必要がある。通貨需要関数の定式化・計測には種々のアプローチがあり得るが、ここではごく大抵的な要因分解を行うことを目的として、「M₂+CD」を「名目取引高」(取引動機)、「個人貯蓄」および「銀行預金と他の競合金融資産との裁定関係」(資産動機)の3つの要因で説明する比較的簡単な回帰式を使用することとする。これによると1~3月から10~12月にかけての前年比伸び率の低下幅2.5%ポイントのうち「実体経済の影響」が1.0%ポイントの一方、「その他シフト等の影響」は1.5%ポイントとの結果が得られる(第5表)。「その他シフト等の影響」には地方交付税交付金の支給時期の後ずれなどのいわば一時的要因(注4)も響いているが、大半は預金からの資

金シフトによるものであり、最近のマネーサプライの増勢鈍化にしめる資金シフトの影響の大きさを物語っているといえよう。この点は55~56年初に生じたマネーサプライの増勢鈍化が実体経済活動の下振れを主因とするものであったのとは対照的である。

このように、M₂+CDでみた最近のマネーサプライの増勢鈍化は、他のマネーサプライ指標の動きとの比較、あるいは通貨需要関数による分析などからみてかなりの部分が準通貨を中心とした資金シフトによりもたらされていることが分る。そこで以下ではこの点を個人、法人別にわけてやや詳しくみることにしよう。

(注4) このほか統計上の特殊要因としては、56年6月に新設された期日指定定期預金の利子支払いが従来の2年定期とは異なり中間払いがなく、満期時に一括支払われる扱いであり、その分当面のマネーサプライの伸びを抑えていることが挙げられる。

(第5表)

マネーサプライの変動要因

(平残前年比%、寄与度ベース%ポイント)

	55年1～3月 →56年1～3月	56年1～3月 →57年1～3月	57年1～3月 →57年10～12月 (見込み)
M ₂ + C D 前年比	10.6→7.6	7.6→10.6	10.6→8.1
同 変 化 幅	△ 3.0	+ 3.0	△ 2.5
実体経済活動の影響	△ 2.0	+ 0.5	△ 1.0
その他の影響 (定額郵便貯金ないし高利回り商品へのシフトが主体)	△ 1.0	+ 2.5	△ 1.5

〔要因分解には次式を使用〕

$$\begin{aligned}
 (M_2 + CD < \text{前期比増加額} >) &= 0.40 \times (\text{名目総需要} + \text{中間取引高} < \text{前期比増加額} >) \\
 &\quad (5.6) \\
 &\quad + 0.60 \times (\text{個人貯蓄}) \\
 &\quad (14.5) \\
 &\quad + 115.58 \times (\text{金利裁定}) + 433.42 \times (\text{金利裁定}) \\
 &\quad (1.9) \qquad (3.1) \\
 &\quad \underbrace{\quad}_{40 \text{年代}} \quad \underbrace{\quad}_{50 \text{年代}} \\
 &\quad + 394.40 \times (\text{利付金融債上場利回り}) \text{の上昇・低下幅} \\
 &\quad (2.0)
 \end{aligned}$$

実体経済活動の影響

その他(シフト等)の影響

R²=0.809
S.E=5,676億円
D.W=0.96
計測期間=43/Ⅰ～57/Ⅲ

(注) 金利裁定は(定期預金金利<3ヵ月>-現先レート<3ヵ月>……法人関係)と(最長期定期預金金利-預金総合商品利回り……個人関係)を預金ウエイトにより合成。なお預金総合商品利回りとしては56/1～3月以前は郵貯定額貯金金利、56/4～6月～56/10～12月は郵貯定額貯金金利と新型貸付信託金利の加重平均値、57/1～3月以降は新型貸付信託金利を使用。

(第6表)

部門別マネーサプライの推移

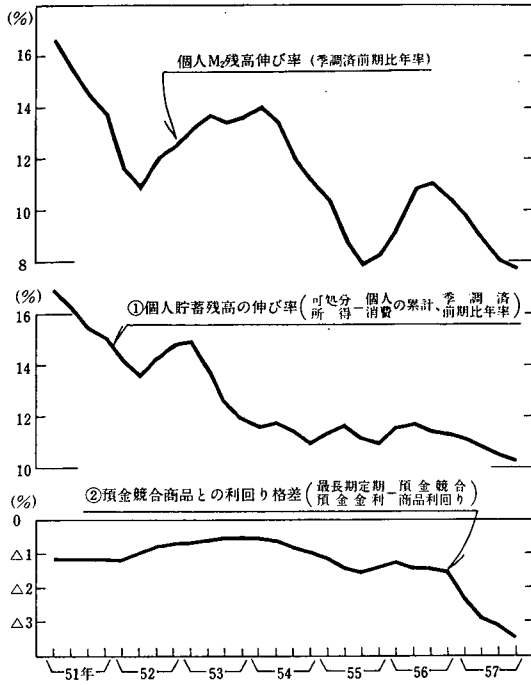
(平残ベース、前年同期比%)

	個人M ₂	個人M ₂		法人M ₂ +CD	法人M ₂ +CD	
		預金通貨	準通貨		預金通貨	準通貨+CD
55年1～3月	11.7	7.9	13.2	6.9	1.8	10.7
4～6〃	10.4	1.4	13.4	7.2	0.6	12.5
7～9〃	9.3	△ 2.0	13.1	5.9	△ 2.6	12.2
10～12〃	8.8	△ 4.7	13.3	6.2	△ 2.2	12.4
56年1～3月	8.2	△ 6.0	13.0	6.4	△ 1.0	11.5
4～6〃	9.0	△ 2.1	13.1	7.2	2.9	10.3
7～9〃	10.0	4.1	12.3	9.1	8.6	9.4
10～12〃	10.3	8.5	11.4	11.0	11.7	10.6
57年1～3月	10.7	7.8	12.2	12.2	13.0	12.5
4～6〃	10.0	8.8	10.7	9.8	7.6	11.2
7～9〃	9.2	6.7	10.1	9.5	4.1	12.9
10～12〃	8.7	7.3	9.2	8.6	4.4	11.3
最近時(57年12月)の高	145.8	22.3	104.3	92.4	35.4	57.0

(注) 1. 前当月末平均を使用。
2. 個人M₂は現金通貨を含む。法人預金通貨は月末休日要因を調整後。

〔第4図〕

個人部門マネーサプライの動向(平残ベース)

(1) 個人部門M₂の変動要因

(注) 1. 預金競争商品利回りには56/1～3月以前は郵貯定期貯金金利、56/4～6月～56/10～12月は郵貯定期貯金金利と新型貸付信託金利の加重平均値、57/1～3月以降は新型貸付信託金利を使用。

(2) 個人部門金融資産の推移

	(前年同期比、%)			
	個人M ₂ +郵便貯金+農漁協等預貯金+信託元本+金融債+国債+投資信託	個人M ₂	郵便貯金+農漁協等預貯金+信託元本+金融債+国債+投資信託	うち信託元本+金融債+投資信託
55年1～3月	13.1	11.7	14.3	8.3
4～6〃	12.5	10.4	14.1	7.4
7～9〃	12.1	9.3	14.5	7.5
10～12〃	12.0	8.8	14.6	6.8
56年1～3月	11.6	8.2	14.4	7.3
4～6〃	12.0	9.0	14.4	7.6
7～9〃	11.5	10.0	12.7	6.8
10～12〃	11.2	10.3	11.9	7.2
57年1～3月	11.4	10.7	12.0	9.1
4～6〃	11.0	10.0	11.7	9.4
7～9〃	10.9	9.2	12.2	11.3
10～12〃	11.2	8.7	12.9	13.8

(注) 2. 平残統計のないものについては、前当月末平均を使用。

3. 個人貯蓄、郵便貯金は一部推計。

4. 信託元本、金融債、国債、投資信託等は一部法人保有分を含む。

(高利回り金融資産への資金シフト状況)

まず、個人部門のマネーサプライ(M₂ベース)をみると、ウェイトの大きい準通貨の伸びが漸次低下し、最近では前年比+10%台を割込んでいる(第6表)。個人部門の保有するM₂残高は、個人企業保有のM₁残高を除いた大半が資産動機に基づく保有と考えられる。その源泉は個人貯蓄であるが、最近の個人貯蓄残高の足取りをみると、所得伸び悩みを反映して増勢は鈍化しているが、そのテンポは比較的緩やかである(第4図(1))。このため個人の金融資産残高は全体としては引続きかなりの伸びを示している(第4図(2))。一方、預金競争商品としての信託、金融債、投資信託の伸びは大幅に上昇している。このことは、個人部門がこのところ金融資産全体の伸びを保ちつつ、資産

の中味を預金から利回りのより有利な金融商品へシフトさせていることを示している。

次に法人部門のマネーサプライ(M₂+CDベース)をみると、準通貨+CDの伸びはおおむね横ばい圏内で推移している反面、預金通貨の伸びが低下している。こうした預金通貨の増勢鈍化は基本的には実体経済活動の停滞を映じて通貨に対する取引需要が低迷を続けていることを反映したものであるが、このほか、市場性短期金融資産へのシフトが続いていることも影響している。法人部門はこれまでに、準通貨でシフト可能な部分についてはCD、現先等へのシフトを積極的に進めており、現在は預金通貨からのシフトが主体で規模はさほど大きくないが、それでもシフトがなお着実に続いていることは同部門における手許流動性

($M_2 + CD$)に現先および日本銀行売却TBを加えたもの残高の変化等によってもうかがわれる。すなわち法人部門の手許流動性は取引高との対比でみて55年央以降ほぼ一貫して上昇傾向をたどり、最近では50年代のピークである53年末の水準に接近している(第5図(1))が、その内訳をみると M_1 のウェイトは引き続き低下している一方、市場性短期金融資産(CD、現先およびTB)はかなりのテンポで増加傾向をたどっており、最近では法人の手許流動性全体の7~8%(53年当時は4%)を占めるに至っている(第5図(2))。これはいうまでもなく、これら市場性短期金融資産が流動化が容易であり、かつ利回りが銀行預金に比べ恒常的に有利であるという事情を反映したものである(前掲第2表)。

最後に以上のような資金シフトの規模について大雑把にその目途をつけてみよう。

まず一つの手掛りとして先述の金融資産の増加額構成比の変化に着目して、仮りにこの期間中の $M_2 + CD$ のウェイトを不変とした場合の $M_2 + CD$ 残高と現実の同残高の差を資金シフト分と仮定すると、個人部門を主体に2兆円強のシフトが生じたとの計算になる。

次に、上述の通貨需要関数をもとに、「その他シフト等の影響」から地方交付税の支給ずれ込み等特殊な要因による部分を除去すると資金シフトは2~2.5兆円程度との結果が一応得られる。

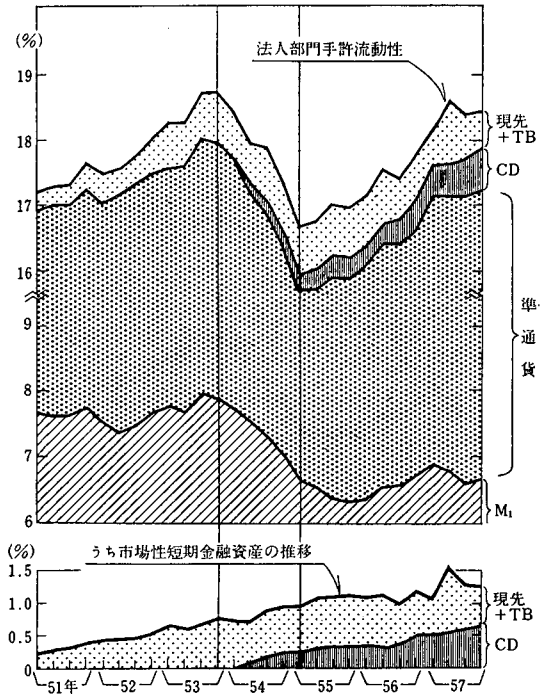
こうした2つのアプローチから得られる試算結果から、57年1~3月から10~12月にかけての資金シフトの規模は大雑把にみて2兆円強程度と推定されるが、これは同期間中のマネーサプライの低下幅(2.5%ポイント—うち地方交付金ずれ込み等の寄与度0.5%ポイント)のうち1%ポイント程度に相当する。

以上みたようなマネーと他の金融資産との間の資金シフトは、基本的には経済主体の金利選好の

〔第5図〕

法人部門マネーサプライの動向
(季調済平残ベース)

(1) 法人部門手許流動性の推移(対取引高比率)



(2) 法人の手許流動性残高の推移

	53/ 10~ 12月	54/ 10~ 12月	55/ 10~ 12月	56/ 10~ 12月	57/ 4~ 6月	10~ 12月
法人 $M_2 + CD$ + 現先+TB ①	兆円 68.8	74.1	78.8	86.9	91.2	93.6
うち M_1 ②	29.2	30.1	29.5	32.9	34.4	34.4
CD+現先 +TB ③	2.8	4.1	5.1	5.7	7.4	6.1
うち現先+TB	2.8	3.1	3.5	3.3	4.9	2.8
CD	—	1.0	1.6	2.4	2.5	3.3
②/①	% 42.4	40.6	37.4	37.9	37.7	36.8
③/①	4.1	5.5	6.5	6.6	8.1	6.5

(注) 平残統計のない項目は前当月末平均を使用。

強まりという底流を背景とし、規制金利と自由金利とが併存するなかで、国債の大量発行等による長期金利の高どまり傾向によって拍車をかけられたものである。今後もこうしたシフト現象は種々

のかたちをとりながら益々活発化することも予想され、こうした状況下マネーサプライを適切に管理するためには、金融資産間の諸々の資金移動を絶えず注視し、その影響度を十分把握することが肝要となる。

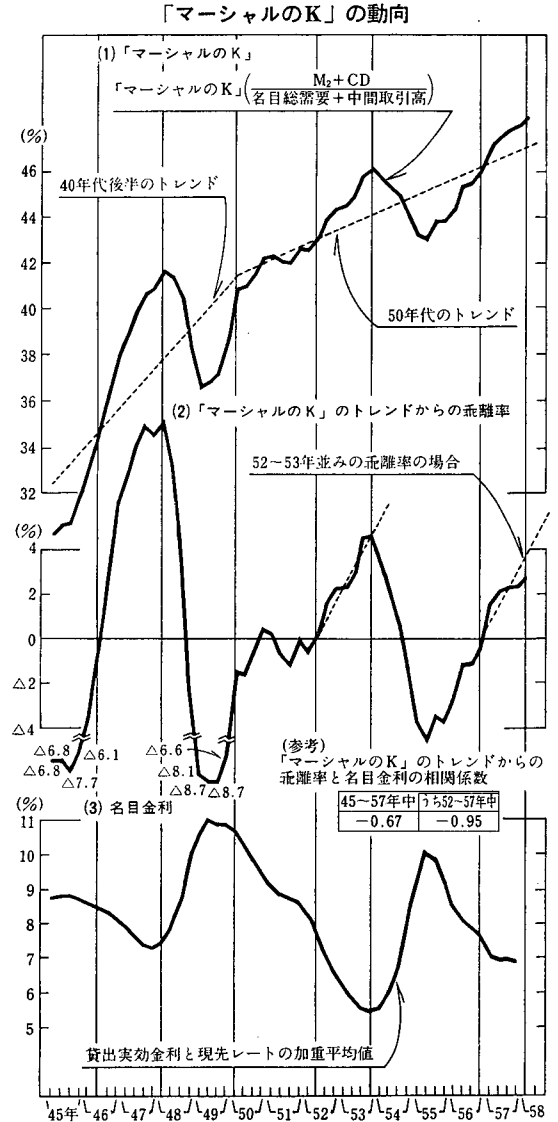
3. 当面のマネーサプライ水準の評価

以上の諸点をも踏まえつつ、当面のマネーサプライ水準の評価を試みてみよう。

(マーシャルのKの動向)

マネーサプライの変動が多様な経路を経て中長期的に物価や実質GNP等に影響を及ぼすことは、昭和40年代後半に生じたいわゆる過剰流動性を背景とするインフレ高進という経験、あるいは時系列分析の応用を含め近年各方面で活発に進められている実証分析の諸結果などにに基づき、経験的事実として広く受け入れられている。一方、实体经济活動の振れがマネー・ストックに短期的な変動をもたらすことも屢々経験するところである。このようにマネーと实体经济が密接な関係にある以上、マネーサプライ水準の評価を試みる場合、単にその伸びを機械的に判断するのでは余り意味がなく、实体经济活動との相対的な関係において適否を判断していくことが肝要である。その代表的、かつ簡明な指標の一つが「マーシャルのK」である。これは通貨残高($M_2 + CD$)を名目取引高(例えば、名目総需要+中間取引高)で除した比率であり、経済全体の流動性水準を实体经济情勢との関係において判断する1つの有力な手掛りとなりうるものである。さて、「マーシャルのK」には第6図(1)に示されているように明確な上昇トレンドが存在している。これは主として、趨勢的な増加を示している個人の金融資産蓄積の大半が定期性預金の形態をとっていることを反映したものであり(第7図)、マネーサプライ水準の評価にあたっては、こうした趨勢要因を勘案する

〔第6図〕



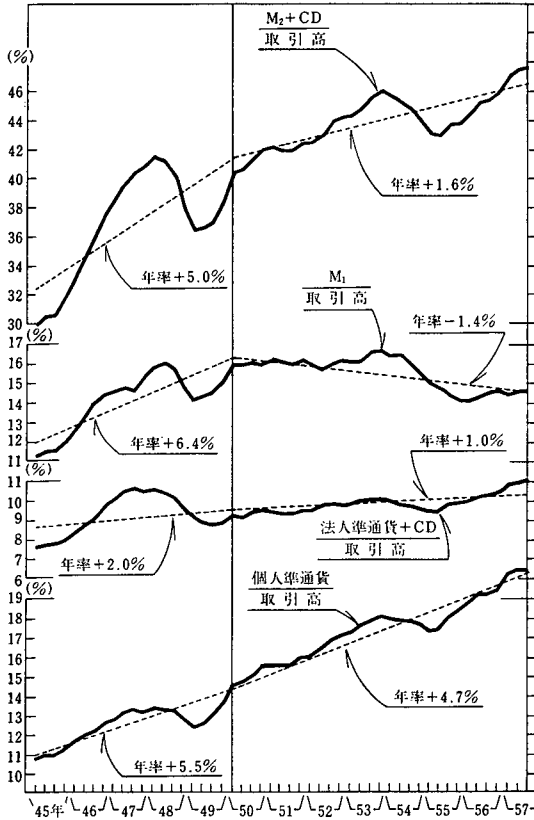
(注) 1. 「マーシャルのK」は季節調整済み。
2. 58年1~3月は見通し。

必要がある。

そこで「マーシャルのK」がこの上昇トレンド線から乖離する度合と金利水準とを対比させると、両者の間にはある程度安定した逆相関関係が認められる(第6図(2)、(3))。これについては一応次のように説明することが可能であろう。すなわち、まず「マーシャルのK」の動きは現実に保有されている通貨残高全体の変動から名目取引高の

〔第7図〕

種類別、部門別「マーシャルのK」の推移



(注) 1. 季節調整済み。
2. M_2+CD 、 M_1 は平残、法人・個人準通貨は末残ベース。

変動に基づく部分を控除したものと考えられる。一方、「マーシャルのK」のトレンド線からの乖離率の変動は、「マーシャルのK」の変動からさらに個人貯蓄の増加に基づく部分を控除したものにおおむね対応している。従って、「マーシャルのK」の乖離率の動きは現実には保有されている通貨残高の変動のうち取引高ないし(貯蓄を規定する)所得の変動に基づく部分を捨棄したものを示すとみなし得る訳である。一般に通貨需要要因は取引高・所得要因と金利要因に大別されるが、「マーシャルのK」の乖離率が、以上のような性格をもって

いる以上、金利水準との間に逆相関関係が認められるのは当然といえよう。この意味で、「マーシャルのK」の乖離率は金融の繁閑をマクロ的に示す一つの有力な指標とみなすことができる。

以上の点を念頭に置きつつ、「マーシャルのK」およびそのトレンド線からの乖離率の推移をみると、54年から55年にかけて一旦大きくトレンド線を割込んで低下したが、その後徐々に上昇に転じ、56年10～12月にはおおむねトレンド線上に回復した。57年に入ってからでは実体経済活動が停滞を続けるなかで「マーシャルのK」の上方乖離幅は拡大傾向をたどった。もっとも最近2～3四半期は資金シフトの影響もあって上方乖離テンポは一頃に比べて緩やかになってきており、このところ前回金融緩和局面にあたる52～53年当時(注5)の乖離度合を下回る状況が続いている(第6図(2))。

以上、マネーサプライの最近の状況について「マーシャルのK」を中心に分析したが、こうした手法は経済変動の中でマネーサプライを実体経済等のマクロ指標とあわせて斉合的に分析していく上で大きな利点をもっている。反面、現実の複雑多岐にわたる金融現象を単純、画一化し過ぎる嫌いがあるほか、最新のデータでさえ入手にタイムラグを伴うため、現時点で生じている微妙な変化を迅速に把えることができないなどの欠点があることもまた事実である。そこでマネーサプライの変動に直接的につながるとみられる金融機関の融資態度や企業の資金需要動向等を極力実情に即して把握し、そうした欠点を補っていく必要がある。

(市中金融の動向)

そこで最近の市中金融機関の融資態度をみる

(注5) 52～53年当時は、①その後53～54年にかけてなだらかな景気回復がみられるなかで、物価が落ち着き傾向を続けたこと、②「マーシャルのK」の上方乖離に示されるような金融緩和現象が続いた後、54年に入ってオイルショックによる強いインフレ圧力に対して急拠引締めが実施され比較的早期に所期の効果を挙げ得たこと等からみて、当時のマネーサプライの伸びには行過ぎはなかったものと判断される。

と、かなり長期にわたって金融緩和が続いていることもあり、やや仔細にみればこのところ部分的ながら銀行間の貸出競争がある程度強まる方向にあることは否定出来ないが、大勢としては採算やポジションを重視する姿勢が維持されている。一方、企業の資金需要は、一部に輸出不振や収益悪化等に伴う後向き需資も散見されるが、こうした企業においても極力手許余資の取崩し等で対応し、金利負担軽減のため借入抑制の姿勢は引続き根強いことから、総じてみればこれまでの落ち着いた基調に大きな変化はないものと判断される。

(当面のマネーサプライ水準の評価)

最近のマネーサプライ伸び率は10～12月+8.1%、1～3月(見通し)+7%台と一頃に比べやや鈍化している。この間、「マーシャルのK」は、引続きトレンド線から上方に乖離しているが、上方乖離の度合はここへきて52～53年の金融緩和時を下回るなど幾分落ち着いた気味である。こうした状況下、企業金融の動向も大勢落ち着いた基調を維持しているとみられる。

最近のマネーサプライの増勢鈍化は上述のとおり

り主として実体経済の停滞と個人部門を主体とした銀行預金から高利回り金融資産への資金シフトによりもたらされているが、資金シフトを反映した鈍化については、そうしたシフトの対象のかなりの部分が流動化の容易な信託と金融債(注6)とで占められていることを念頭に置く必要がある(注7)。なお、企業部門の資金シフトは今回は小規模なものにとどまっているが、市場性短期金融資産が近年趨勢的に蓄積されずでにかなり高水準に達していることに注目しておく必要があることはいうまでもない(前掲第5図)。

最近のマネーサプライは、こうした点を彼此勘案しても実勢として増勢が鈍化しつつあるようにはうかがわれ、目先の景気、物価等の動き、さらには歳出抑制を主体とした財政運営、あるいは市中金融機関の融資態度などをもあわせ考えると、マネーサプライは当面落ち着いた推移をたどるものと見込まれる(注8)。しかし、マネーサプライの伸びが名目取引高の伸びを上回っている状況には変わりなく、今後の景気回復に十分なマネーが供給されていると判断される。

(注6) 信託(ビッグ)は1年経過後および金融債(ワイド)は募集期間終了後にいずれも元本・額面に経過収益・利子および手数料を加減のうえ換金可能。ただし、投資信託(ジャンボ)は原則として中途解約不能で流動化の途は閉ざされている。

(注7) こうした資金シフトの動きが M_2+CD の足どりに影響を与えていることは確かであるが、前にみたように(注1参照)、 M_2+CD のマネーサプライの中心指標としての相対的優位性はなお保たれていると思われる。

(注8) マネーサプライの水準を評価する場合、やや中期的視点から実体経済とのバランスを点検しておくことも欠かせない。これには様々なアプローチがありうるが、例えば西独などでは先行き1年間のマネーサプライ伸び率にターゲットを設定する際、潜在成長率に予想される稼働率の上昇率および避けがたい物価上昇率を加えて中期的な名目取引高の伸び率を算出し、これに回転率の変化などを勘案したうえで、マネーサプライ伸び率のいわば「あるべき姿」を割出し、さらにこれに一定の幅をもたせるというアプローチをとっている。今、これと類似の考え方を日本にあてはめてみよう。潜在成長率については、ここではとりあえず中期的な成長率といった程度の意味で最近3年間の実質GNPの年平均成長率(56～58年度、57、58年度は政府見通し)を考え、これに対応する名目GNP成長率(5.5%程度)を名目取引高の伸びとみなして、これに「マーシャルのK」のトレンド上昇率を加算するとおよそ7%程度となる。勿論これは一つのチェックにすぎないが、この点からみる限り、最近のマネーサプライの動きは、中期的に望ましいとみられる線に近づきつつあるとの評価も一応可能である。