

# 1994～95年の資金循環の態様と公社債市場

—平成不況・低金利下の金融情勢のなかで—

石田 定夫

## 要 旨

本稿は、1990年代前半とくに94～95年のわが国資金循環の動きを述べ、それをうけて「広義金融市場」全体のなかで貸出市場と公社債市場の位置づけと問題について考察するものである。

94～95年の資金循環の動きについては、バブル崩壊後の景気調整過程が長期化し金融緩和・低金利の浸透した情勢のもとで、次のような注目すべき点がみられる。

- (1) 企業部門は94年にそれまでの資金不足（投資超過）から資金余剰（投資不足）に転じ、しかも95年にはその資金余剰額が増大した半面、公共部門の資金不足（貯蓄不足）の規模が引き続き拡大した。それは従来のパターンとは様変わりした状況である。
- (2) 国内経済（企業・個人・公共）部門の「広義金融市場」からの資金調達・資金運用額によって資金循環の規模をみると、90～93年間連続して資金循環の規模は対前年比縮小したが、94～95年にはその縮小の動きが一巡し、それぞれ前年に比べて増加した。資金調達面では、資金余剰部門となった企業部門の低調な資金需要のもとで金融機関貸出は伸び悩み、それとは反対に公共部門の資金不足の拡大を映して国債を中心に公社債の発行が増加した。資金運用面では、95年には現金・要求払預金・郵便貯金が増加し、保険・簡保年金も堅調であったが、定期性預金は減少し信託は微増にとどまった。
- (3) 「広義金融市場」においては、90年代にはいり銀行を中心とする民間金融部門の貸出は伸び悩み、公的金融部門の貸出が伸長したため、公的金融のシェアが民間金融のそれを上回った。これは金融システム本来の姿からみれば正常な形態ではない。しかし95年には市中貸出金利が低下し財投金利を下回ったので、公的金融の貸出から民間金融の貸出へのシフトが生じ、公的金融の貸出が前年に比べて減少した。こうして民間金融と公的金融のバランス関係に変化が

あらわれ、公的金融部門では多額の余資が生じ、資金運用部によって日銀から国債の買入れ運用にあてられた。

(4) 94~95年の「広義金融市場」をめぐる資金循環の規模は、その対GDP比率でみると、景気拡大期の87~88年に比べてその半分ほどに縮小した。その内容では金融機関貸出の比率が1/3以下に減少しているが、金融機関の債券投資の比率はむしろ若干増加している。資金循環統計における「金融の債券化」の現象である。またマネーサプライ $M_2+CD$ 増加の比率もこの間1/3程の大幅な低下を示した。われわれの「図式論」の立場からいえば、資金循環の始発点である「銀行信用一通貨供給」の動きが低調であったことこそ、实体经济活動と資金循環が相互に関連して併行的に拡大する過程へと発展しなかったことを表象するものである。ただ、通貨・流動性の残高水準は依然として高く、それが活動化されて決済需要の相当部分をまかなっていたものともみられる。

(5) 95年の資金循環は94年に比べて拡大した。これは金融緩和が一段と浸透し、95年後半以降景気がいくぶん回復にむかったことを映するものであろう。

目次

- I. 景気調整の長期化と金融緩和・低金利の浸透
  - 1. フロー・ベース
- II. 1994~95年の資金循環の動向
  - 2. ストック・ベース
- III. 貸出市場と公社債市場
  - 「広義金融市場」の問題として—
  - 1. 資金の調達サイド
  - 2. 資金の運用サイド
  - 3. 民間企業 vs 公的金融
  - 4. 公社債の部門別保有の状況
- IV. 通貨・流動性の動き
  - その高い残高水準と低い増加率—
- V. 1994~95年「広義金融市場」の「図式論」的解釈
  - 1. 「図式論」の立場
  - 2. 「広義金融市場」再説
  - 3. 「広義金融市場」の変動
    - 87~88年と94~95年の比較—
  - 4. 94年~95年の資金循環の位置づけ

I. 景気調整の長期化と金融緩和・低金利の浸透

1990年代のわが国経済はバブルの崩壊と長期化した景気調整過程を経験し、92~95年(暦年)の4年間はゼロ成長に近い状態を続けてきた。96年にはいり「景気は緩やかに回復してい

る」とみられるが、これはこれまでの財政面からの挺子入れと金融緩和・金利低下の効果が徐々に浸透してきたことによるものであろう。90年代前半の経済・金融の動きの特色は、バブル崩壊をうけて「景気調整の長期化と金融緩和・低金利の浸透」ということに要約できよう。本論にはいるまえに、これら経済・金融の動きについて若干補説することにする(表1参

表1 主要金融経済指標

(単位 %)

暦年	1985	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96/9	
A 公定歩合	5.0	3.0	2.5	2.5	4.25	6.0	4.5	3.25	1.75	1.75	0.50	0.50	A
B コールレート(有担翌日物)	7.87	4.43	4.0	4.12	6.5	8.25	5.5	3.84	2.37	2.21	0.40	0.46	B
C 国債利回(上場指標)	5.55	5.26	4.51	4.75	5.72	7.1	5.38	4.51	3.04	4.58	2.905	2.81	C
D 銀行貸出金利(全銀,総合)	6.46	5.50	4.93	4.93	5.78	7.69	6.98	5.55	4.14	4.04	2.78	*2.64	D
E 銀行貸出(前年比)	12.0	12.1	12.6	10.2	10.8	7.5	4.1	2.4	1.3	0.1	1.3	*1.7	E
F $M_1$ 平残(%)	5.0	6.9	10.5	8.4	4.1	2.6	5.2	4.5	3.0	5.4	8.2	*14.7	F
G $M_2+CD$ "(%)	8.4	8.7	10.4	11.2	9.9	11.7	3.6	0.6	1.1	2.1	3.2	*3.7	G
H 広義L "(%)	9.4	9.5	10.1	9.8	9.4	9.6	5.3	3.5	2.9	3.3	3.9	*4.1	H
I 国債残高(兆円)	135	144	152	157	160	166	172	179	187	204	221	233	I
J 対GDP比	42.1	42.9	43.4	42.0	40.0	38.7	37.4	37.9	39.3	42.6	460	—	J
K 日経平均株価(1,000円)	13.1	18.7	21.5	30.1	38.9	23.8	22.9	16.9	17.4	19.7	19.8	21.5	K
L 為替相場(円/\$)	200.60	160.10	122.00	125.90	143.40	135.40	125.25	124.65	111.89	99.83	102.91	111.44	L
M GDP 名目成長率	6.6	4.7	4.3	6.9	7.0	7.5	6.7	2.8	0.8	6.8	0.3	—	M
N 実質 "	4.4	2.9	4.2	6.2	4.8	5.1	4.0	1.1	0.1	0.5	0.9	—	N
O 卸売物価(国内)	-0.8	-4.7	-3.1	-0.5	1.9	1.5	1.0	-0.9	-1.5	-1.7	-0.8	*-1.0	O
P 消費者物価(全国)	2.0	0.6	0.1	0.7	2.3	3.1	3.3	1.6	1.3	0.7	-0.1	*0.0	P
Q 経常収支(兆円)	12.0	14.2	12.2	10.1	8.7	6.5	9.2	14.2	14.7	13.3	10.4	*3.6	Q
R 外貨準備金(億ドル)	265	422	815	977	849	770	690	687	956	1,228	1,828	2,150	R

(注) A~D, K, L: 年末計数, L: 為替相場(年末, インターバンク, 米ドル直物)。Q: 経常収支(改訂国際収支統計)。\*印は96/9以外(6・7・8月)。  
〔出所〕 日本銀行『経済統計年報』1995年。

照)。金融政策は91年7月の公定歩合の引下げ(年利6.0%→5.5%)によって引締めから再緩和に転換した。その後、公定歩合はさらに数回にわたり段階的に引き下げられ、93年2月に年利2.5%、同9月に1.75%、95年4月に1.0%、そして同年9月に0.5%と史上最低水準に引き下げられた。それにともなって長短市場金利は91年以降急速に低下した。93~94年コールレートは2%台、国債利回りは3~4%台となった。95年にコールレートは0.4%台と公定歩合をさらに下回り、国債利回りは3%を割った。銀行貸出金利(総合)も93~94年の4%台から95年には3%を下回り2.78%を記録した。

銀行貸出およびマネーサプライ( $M_2+CD$ )は91年以降、急速に増勢鈍化し、残高対前年増加率ではマネーサプライは92年に、貸出は94年

にいずれもほぼゼロ%となった。95年になって銀行貸出・マネーサプライともによやく持ち直した。しかし、90年代の前半銀行貸出・マネーサプライが4~5年間にわたり伸び悩んだことは、前述の経済のゼロ成長の持続とともに、これまでわが国経済が経験もなかったことである。

物価は、数年来の景気調整のもとで弱含みないし落ち着いた状態を続けている。為替相場は91~92年には1ドル=120円台、93年110円台に推移してきた。そして94年には100円を割り、95年春から夏には80円台の異常な円高となり、景気情勢に影響を与えた。秋ころから円相場は100円台に戻り、96年にはいり円安に動き9月末110円台となった(9月末111円44銭)。

株価(日経平均)は92~93年には1万7,000円を割る低迷を続けた。94年半ばに2万円に戻

したが、再び下落し95年前半には一時1万5,000円を割った。しかし、景気の回復の兆しとともに、株価はひとりの底値を脱却し年末にむかい回復し1万9,800円で越年、96年前半は2万円ないし2万1千円台を一進一退、NY市場の活況とは対照的に先行き展望に欠ける状態である(9月末2万1,556円)。

このように現在の景気局面は数年来にわたる調整過程からようやく脱出し回復過程にはいったところである。しかし半面、この間の地価・株価の下落によって金融機関には巨額の不良債権が発生し、また数次にわたる財政面から景気振興措置のため財政事情が悪化しており、その後遺症が問題とされている。

本稿の主題である90年代の資金循環の側面についても、長期化した景気調整と金融緩和・低金利下において、(1)銀行貸出・通貨供給量の伸び悩み、(2)企業の借入需要の低調と国債など公共債発行額の増加、(3)金融仲介過程における民間金融と公的金融のバランス関係、(4)対外経常黒字のリサイクリング(資本収支)の形態の変化などの動きがあげられる。さらに、最近95年の資金循環のなかにも新しい変化が生じてきたことも見逃しえない。

本稿は、こうした90年代前半とくに94~95年における資金循環の態様、とくに貸出市場と公社債市場の関係を統計的にとらえ、長期化した

表2 部門別資金過不足 一対 GDP 比率%

暦年	1989	90	91	92	93	94	95
企業	-6.8	-9.1	-6.9	-6.3	-3.3	0.6	2.6
個人	9.2	9.9	8.3	10.0	10.2	8.9	7.8
公共	0.6	0.8	0.8	-1.2	-3.3	-5.5	-6.8
(政府)	(0.4)	(0.6)	(1.5)	(0.7)	(-0.7)	(-1.6)	(-3.4)
(公団地公)	(0.2)	(0.2)	(-0.7)	(-1.9)	(-2.6)	(-3.9)	(-3.4)
金融	-1.0	-0.4	-0.1	0.6	-0.4	-1.2	-1.4
海外	-2.0	-1.2	-2.1	-3.2	-3.1	-2.8	-2.1

(出所) 日本銀行調査統計局「資金循環勘定」(以下同じ)。

景気調整下の資金循環の特色の一面について筆者の「図式論」の立場から考察するものである。以下、まず(Ⅱ)94~95年における資金循環のおもな動きについて概観し、(Ⅲ)こうした資金循環の「場」を下敷にして「広義金融市場」の動きをとりあげ、貸出市場と公社債市場の諸側面の観察を通して最近における金融仲介の形態の変化をみる。ついで、(Ⅳ)通貨・流動性の増加と残高の動きから、現状は低い増加率であるが高い残高水準である点を指摘する。最後に、(Ⅴ)「図式論」の視点から「広義金融市場」を組み直し、バブル発生時の87~88年と崩壊後の94~95年の状況を比較し現局面の特色を考える<sup>2)</sup>。

なお本稿は前著『日本経済の資金循環』(1993年10月)、前稿「今回の景気拡大・調整局面における資金循環の変動—1986~93年の動きについて—」(『証券研究』vol. 111, 95年11月)の研究の延長である。

## Ⅱ. 1994~95年の資金循環の動向

まず90年代前半の資金循環の変動の状況を概観し、とくに94~95年の動きに注目しよう。

(1)「部門別資金過不足一対 GDP 比率」(表2)において、企業部門は94年に資金不足から資金余剰に転じ、95年にはその余剰額が増

加した。企業部門の資金余剰は、企業の設備投資活動が沈静化し、企業投資が企業貯蓄、いわゆるキャッシュフロー以下にとどまったことを示すものである。半面、公共部門とくに政府部門の資金不足は93年ころから増加し、94~95年も続いて増大した。公共部門の資金不足の95年対 GDP 比率は6.8%に達し、企業部門の資金不足の89~91年当時の規模におおむね匹敵するものであり、とくに政府部門のそれが95年に3.4%と拡大したことは深刻な財政赤字の様相を示すものとして注目される。

また、海外部門の資金不足がわが国経常収支の黒字幅の縮小を映して92年をピークに低下し、とくに94~95年には続けて低下の傾向が目立った。これは円高の影響、わが国産業構造の調整を背景に輸出の伸び悩み、輸入の増大など貿易黒字の縮小がその主因である。

(2)「国内経済部門の資金調達」(表3)、「国内

経済部門の資金運用」(表4)によって資金循環の規模の動きをみると、資金調達額・運用額ともに80年代終りから90年には100兆円の大台(対 GDP 比調達25%、運用27%)を記録したが、その後年々縮小し、93年には調達額は45兆円(対 GDP 比10%)、運用額は57兆円(同12%)となり、ピーク時89年前者114兆円、対 GDP 比29%、後者128兆円、同32%の半分以下に減少した。94~95年には両者の縮小の動きがとまり、それぞれ前年比で増加に転じ、95年の調達額は54兆円(同11%)、運用額は69兆円(同14%)となった。

94~95年における資金調達額の回復は部門別には公共部門とくに政府の調達額の増加によるもので、企業部門のそれは94~95年には92~93年に比べてむしろ減少している。資金形態別には金融機関借入金は減少し、公社債とくに国債発行増加が著しい。資金運用面では現金・要求払預金および郵便貯金が伸長

表3 国内経済部門の資金調達 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95	95年末残高
<部門別>								
企業	73.0	66.7	38.3	27.3	17.2	4.7	11.2	777.3
個人	32.0	25.8	13.7	7.3	5.8	7.3	9.3	314.2
公共	9.3	12.8	8.8	17.7	22.3	34.7	33.7	450.2
(政府)	(5.0)	(7.8)	(3.8)	(9.8)	(9.4)	(18.6)	(18.1)	(273.4)
<形態別>								
借入金	77.4	73.0	47.6	35.2	32.6	25.1	19.6	1,009.5
(民間金融)	(65.5)	(60.3)	(33.7)	(16.4)	(9.8)	(0.3)	(6.7)	(722.1)
(公的金融)	(11.9)	(12.7)	(13.9)	(18.7)	(22.8)	(24.8)	(12.9)	(287.4)
証券発行	29.4	22.7	16.6	17.6	14.9	26.2	25.2	471.1
(債券)	(6.1)	(11.1)	(12.2)	(14.0)	(19.0)	(28.3)	(29.7)	(353.8)
(株式)	(10.1)	(4.4)	(1.3)	(0.5)	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(68.7)
(外債)	(9.6)	(3.8)	(6.7)	(0.8)	(-3.3)	(-1.5)	(-1.6)	(23.4)
CP発行	3.8	2.7	-3.4	-0.2	-1.2	-1.3	0.7	10.4
対外借入	3.8	6.9	-0.1	-0.3	-0.9	-3.3	8.8	50.7
合計	114.4	105.3	60.8	52.3	45.3	46.8	54.2	1,541.7
前年比(%)	37.5	-7.9	-42.3	-13.9	-13.4	3.1	15.9	—
対 GDP 比(%)	28.6	24.8	13.2	11.3	9.7	9.8	11.3	320.8

表4 国内経済部門の資金運用 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95	95年末残高
<部門別>								
企業	39.6	22.1	1.8	0.9	1.3	7.9	16.3	438.7
個人	78.6	74.7	56.8	53.0	48.6	49.4	47.9	1,184.3
公共	10.5	17.0	13.9	10.2	7.1	8.3	5.1	182.8
<形態別>								
現金・要求払預金	4.7	4.6	12.3	5.8	9.7	6.7	21.9	188.1
民間定期性預金	49.8	36.8	5.9	2.9	7.9	13.1	-4.8	458.2
郵便貯金	9.0	0.8	18.7	14.7	13.8	13.8	16.0	210.7
外貨預金・CD	3.4	1.8	1.1	-3.9	-2.5	-1.7	2.7	18.0
<小計>	<66.9>	<44.1>	<38.0>	<19.4>	<28.9>	<31.8>	<35.9>	<875.0>
信託	14.0	9.4	6.7	10.3	5.4	5.2	1.0	133.7
保険	25.3	22.4	19.1	21.1	23.4	21.6	20.0	299.4
証券投資	0.1	16.9	-2.8	-2.9	-11.6	-1.4	-3.6	246.7
(債券)	(0.9)	(11.7)	(0.1)	(-5.6)	(-4.1)	(0.0)	(-1.1)	(60.6)
(株式)	(2.1)	(5.3)	(-4.0)	(-0.9)	(-3.9)	(-4.5)	(-1.7)	(186.1)
投資信託	2.1	-2.5	-4.5	3.5	2.5	-5.7	1.8	41.5
CP運用	1.0	2.3	-0.9	-0.3	-1.7	0.4	-0.9	1.6
運用部預託金	8.7	10.1	10.6	9.9	9.9	7.8	7.7	146.9
対外信用	10.4	11.2	6.4	3.0	0.2	5.9	7.6	60.9
合計	128.7	113.8	72.5	64.1	57.0	65.6	69.4	1,805.7
前年比(%)	21.3	-11.6	-36.2	-11.7	-11.1	15.1	5.8	-
対GDP比(%)	32.2	26.8	16.1	13.8	12.2	13.7	14.4	375.7
<経路別>								
① 民間金融	94.5	67.4	35.0	32.4	37.9	30.6	33.7	1,050.0
② 公的金融	22.5	16.0	34.9	31.8	32.2	30.1	32.6	446.5
③ 証券投資	1.1	19.2	-3.7	-3.2	-13.3	-1.0	-4.5	248.3
④ 対外信用	10.4	11.2	6.4	3.0	0.2	5.9	7.6	60.9

(注) 経路別は筆者の推計による。証券投資には金融債とCPを含む。

し、民間金融機関定期性預金および信託が減少した。

(3) わが国国際収支については、80年代には経常収支の黒字が資本収支とくに民間長期資本の純貸付によって海外に還流されてきた。「海外部門との資金の流れ」(表5)によると、90年代には民間長期資本の純流出が減少し、経常黒字のリサイクルは91~93年にはおもに銀行の短期債務の純返済のかたちでおこなわれた。94~95年には内外資金の流出入、とくに対外対内証券投資が再び増加し、また

95年には企業の対外借入(ユーロ円インパクトローン)が増加した。この結果、国際収支の旧タームでいえば、わが国の基礎的収支、総合収支は90年まではともに赤字であったが、91年以降一転して黒字を記録し、その動きは94~95年も続いた。

こうして海外との資本の流出入については、バブル崩壊の91~93年には銀行の対外短期純債務残高の縮小がとくに目立ったが、94~95年には銀行の短期資金取引は落ち着き、証券市場における対外債券投資、対内株式投

表5 海外部門との資金の流れ (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95
経常収支黒字(A)	7.8	5.2	9.8	14.9	14.6	13.2	10.3
対外債権増(B)	42.4	17.5	10.5	0.7	7.7	13.3	25.8
長期資本 (対外証券)	26.7 (15.8)	17.7 (5.8)	16.3 (10.0)	7.3 (4.3)	8.1 (5.6)	11.1 (8.4)	11.6 (8.5)
銀行短期債権	19.1	8.0	-5.2	-6.4	-3.0	2.6	9.0
外準増減	-1.8	-1.2	-1.1	0.0	2.9	2.8	5.5
対外債務増(C)	34.6	12.3	0.7	-14.2	-6.9	0.1	15.5
長期資本 (対内証券)	14.3 (11.1)	11.0 (4.7)	21.3 (14.9)	3.8 (1.8)	-0.5 (-0.7)	3.2 (6.9)	3.9 (5.2)
短期資本(純)	3.0	-5.0	-2.8	-2.2	-1.6	-2.9	11.6
銀行短期債務	20.3	6.3	-17.8	-15.9	-4.8	-0.2	1.1
差(B-C)	7.8	5.2	9.8	14.9	14.6	13.2	10.3
(参考) 長期資本収支	-12.4	-6.6	5.0	-3.5	-8.6	-7.9	-7.7
基礎的収支	-4.6	-1.4	14.8	11.4	6.0	5.3	2.6
総合収支	-4.7	-1.4	10.2	9.3	4.4	2.6	11.1
(銀行短期)	(-1.2)	(1.7)	(12.6)	(9.4)	(1.8)	(2.8)	(10.3)

(注) 本表は日銀調査原資料に旧国際収支フォームに従って組み直したものの。

表6 広義金融市場の資金供給 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95
対内与信	117.2	104.7	59.8	54.6	53.3	50.9	66.2
金融機関	102.8	79.6	49.4	57.9	66.3	45.5	52.2
貸出	77.4	73.0	47.6	35.2	32.6	25.1	19.6
(民間金融)	(66.5)	(60.3)	(33.7)	(16.5)	(9.8)	(0.3)	(6.7)
(公的金融)	(11.9)	(12.7)	(13.9)	(18.7)	(22.8)	(24.9)	(12.9)
証券投資	22.6	6.3	4.2	22.6	33.1	22.0	31.2
CP	2.8	0.3	-2.4	0.1	0.6	-1.5	1.4
証券市場	0.5	14.0	-4.8	-4.7	-11.5	1.8	-0.2
外資市場	13.9	11.1	15.2	1.4	-1.5	3.6	14.2
対外与信	42.5	17.5	10.5	0.7	7.7	13.3	25.8
金融機関	35.4	9.0	4.4	-2.4	4.9	7.6	12.3
その他	8.9	9.7	7.2	3.1	-0.1	3.0	7.9
外準増減	-1.8	-1.2	-1.1	-0.0	2.9	2.8	5.5
合計	159.7	122.2	70.3	55.3	61.0	64.3	92.0
前年比(%)	19.8	-23.5	-42.5	-21.4	10.3	5.4	43.1
対GDP比(%)	39.9	28.4	15.3	11.7	12.8	13.4	19.1

資の動きが回復してきた。外貨準備高は90~92年に減少、93~95年には増加した。

(4) 全金融機関・証券市場を含む「広義金融市場」(表6)について、94年には民間金融部

門の貸出は伸び悩み、公的金融部門の貸出は引き続き増大した。ところが、95年には民間金融部門の貸出が持ち直し、海外からの資金の借入れが増加した半面、公的金融部門の貸

出は対前年比半減し証券投資が増加した。95年の国内経済部門への資金供給は、結局、民間金融部門の貸出の回復、公的金融部門の証券投資増加と海外からの借入（円インバ）増加を主因に94年に比べて増加した。

海外部門への資金供給も、前述のように94～95年に増加した。この結果、内外部門への資金供給の合計額は92年のボトム55兆円から93～94年には60兆円台に若干増加したあと95年には92兆円に増加した。

### Ⅲ. 貸出市場 vs 公社債市場

——「広義金融市場」の問題として——

以上みてきた1990年代前半の資金循環の動きを踏まえたうえで、次に「広義金融市場」をめぐる資金循環のなかで貸出市場と公社債市場の問題を位置づけてみよう。

#### 1. 資金の調達サイド

前掲表3において、国内経済部門全体の金融機関借入増加は1990年の73兆円から91年48兆円、92～93年には30兆円台、94年25兆円、95年

20兆円弱と減少した。とくに民間金融機関借入金伸び悩みが著しく、90年の60兆円から92～93年には10兆円前後に、ボトム94年には3,000億円に縮小したあと、95年は7兆円弱に回復した。これに対して、公的金融機関借入金は90～91年の13兆円から93～94年には20兆円台に乗せ、前記民間金融機関からの借入増加を大きく上回った。しかし95年は13兆円と94年に比べほぼ半減したが、それでも民間金融の7兆円を上回っている。

一方、証券発行額は90年の23兆円から91～93年には15～17兆円に減少したが、94～95年には25～26兆円に増加した。91～93年の減少はおもに株式・外債の発行不振によるものであるが、債券の発行額は90～92年には10兆円台、93年に19兆円、94～95年には30兆円弱に増加した。債券の内訳では（表7）、公共債の発行が国債を中心に増加し、95年には27兆円を記録したが、民間債では金融債の不振のなかで事業債発行は3～4兆円台を続けた。

金融機関借入金とくに民間金融借入金と証券発行（とくに債券発行）を対比すると、90年には前者73兆円（うち民間金融60兆円）、後者23兆円

表7 公社債純発行額 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95	95年末残高
公 共 債	5.4	8.6	9.1	11.1	15.7	25.6	27.5	314.6
国 債	3.4	6.1	6.0	6.9	8.4	16.5	17.3	221.5
地 方 債	-0.4	-0.3	0.2	0.9	3.3	5.2	6.0	34.9
公 団 債	1.6	2.1	2.2	2.5	2.9	2.5	3.1	38.0
公 庫 債	0.8	0.7	0.7	0.7	1.2	1.4	1.1	20.0
民 間 債	6.0	11.7	9.8	8.8	3.9	4.1	1.6	137.9
金 融 債	4.5	8.8	6.0	5.2	-0.6	0.0	-1.7	76.7
事 業 債	1.5	2.9	3.8	3.6	4.5	4.1	3.3	61.2
外 債	9.6	3.8	6.7	0.8	-3.4	-1.4	-1.6	26.2
合 計	20.9	24.1	25.7	20.7	16.2	28.3	27.5	478.7
(参考) 株 式	15.0	6.2	1.4	0.6	1.3	1.4	0.7	86.6

（うち債券11兆円）であったが、93年には前者33兆円（民間金融10兆円）、後者15兆円（債券19兆円）となった。そして94年には前者25兆円（民間金融0.3兆円）、後者26兆円（債券28兆円）と逆転し、さらに95年には前者20兆円（民間金融7兆円）、後者25兆円（債券30兆円）となった。このように金融仲介の主要形態は、従来は量的にも質的にも民間金融機関貸出金であったが、90年代にはより長期化した景気後退のもとで民間金融機関貸出金が国債を中心とする債券発行に主流の位置を譲るかたちになった。

#### 2. 資金の運用サイド

次に国内経済部門の資金運用面（表4）において、その中心は伝統的に金融機関預金、とくに民間金融機関定期性預金であったが、70年代後半以降、郵便貯金の増勢がしだいに高まってきた。預金以外では91年以降、民間生保・簡保年金・資金運用部預託金が着実に伸びている。信託・投資信託・対外信用は年によって動きが大きい。

表4<経路別>の計数は、これら運用資産をその経路別に、①民間金融資金（預金・信託・投信・生保）、②公的金融資金（郵便貯金・簡保年金・資金運用部預託金）、③証券市場、④対外信用に再分類・整理したものである。民間金融資金は定期性預金の伸び悩みが響き、90年の67兆円から91年以降30兆円台に大きく減少した。これに対して公的金融資金は郵便貯金の好伸、簡保年金・運用部預託金の堅調に支えられて90年の16兆から91年以降は30兆円台に増加し、民間金融資金に匹敵する規模になった。これは次にみる民間・公的金融部門の資金供給（与信）の動きにつながる。

なお、①民間金融資金では生保・信託の一

部、②公的金融資金では簡保年金・資金運用部預託金（厚生年金・国民年金資金）は、私的・公的年金関係の資金である。これらの積立増加のための資金フローは年々かなりの額（日銀調査によると94年16兆円、95年14兆円）に達し、しかも銀行預金が金融・景気情勢の影響を敏感にうけるのに対して、これら年金関係資金の動きは堅調に推移している。

#### 3. 民間金融 vs 公的金融

上述の資金の調達サイドと運用サイドを仲介する「広義金融市場」に視点を移し、民間金融部門と公的金融部門の預貸証状況と、その対比を通じて貸出市場と公社債市場を位置づけてみよう。

まず民間金融部門において（表8）、貸出は前述のように91年以降段階的な増勢鈍化の状態に推移してきた。しかし95年の貸出は、市中金利と財投金利が逆転し公的金融からのシフト分もあって、若干持ち直した。証券投資については、株式投資は89年までは活発であったが、90年以降株式市況の不振から純減し、あるいは低調になった。債券投資も90～91年には市況悪化から純減となったが、92年以降は市況の回復とともに持ち直した。

受信面では、預金が前述貸出の伸び悩みに照応して増勢不振を続けたが、95年には貸出の回復とともに増加した。金融債・信託・投信も伸び悩んだなかで、生保払込み資金は比較的確実に増加している。

対外債権・債務については、91～93年に対外債務の返済、95年には対外債権の増加が目立っている。前者は銀行が80年代にユーロ市場から取り入れた借入金の返済につとめたためであり、後者は銀行が海外支店へ短期資金を送金し

表8 民間金融部門 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95	95年末残高
貸出	65.5	60.3	33.7	16.5	9.9	0.3	6.7	722.1
証券投資	25.4	5.1	-1.3	9.5	27.2	19.3	16.6	354.3
債券	-0.3	-1.9	-0.7	13.6	17.5	15.9	16.7	220.4
(国債)	(-1.3)	(-3.8)	(-2.4)	( 9.0)	( 9.7)	( 10.3)	( 9.0)	( 106.4)
株式	25.1	5.9	1.1	-5.7	5.7	7.0	-1.2	123.6
CP運用	2.8	0.4	-2.4	0.1	0.5	-1.4	0.6	8.0
対外債権	33.3	6.9	2.1	-4.6	3.3	6.0	11.7	165.1
<与信計>A	127.0	72.7	32.1	21.5	40.9	24.2	35.6	1,249.5
預金	51.6	43.8	18.6	6.0	15.4	12.5	20.5	629.8
信託	14.0	9.4	6.6	10.4	5.4	5.2	1.0	133.7
保険	20.4	17.2	13.5	13.9	14.9	13.1	11.0	210.5
金融債	4.4	8.8	6.0	5.2	6.2	0.0	-1.7	76.7
投資信託	2.9	-2.0	-5.6	4.0	5.5	-8.3	3.4	51.4
CP発行	-	-	-	-	0.1	0.1	-0.1	0.1
対外債務	20.8	0.4	-16.9	-16.0	-4.1	0.1	0.7	71.3
<受信計>B	114.1	77.7	22.2	23.5	43.4	22.7	34.8	1,174.0
差(B-A)	-12.9	5.0	-9.9	2.0	2.5	-1.5	-0.8	-75.5
日銀信用増減(-)	5.6	-1.8	12.9	-0.4	-6.0	2.3	9.3	*11.9

(注) コールマネー(ローン)、売渡手形(買入手形)、その他項目などを除く。\*日銀借入金、売渡手形残高の計。

表9 銀行の預貸証バランス (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95	95年末残高
貸出	38.4	30.3	19.5	10.9	6.7	2.3	6.5	478.0
証券投資	12.1	7.2	0.2	-0.5	2.7	1.5	-0.5	107.7
債券	5.8	-0.3	-1.3	-1.2	0.9	-1.1	-2.3	60.9
株式	6.2	6.4	2.4	0.4	0.8	3.6	2.4	43.9
CP運用	2.0	-1.4	-0.1	0.1	-0.9	0.4	1.5	3.9
対外債権	19.8	3.2	-4.8	-6.3	-0.6	1.4	7.8	...
<与信計>A	72.3	39.3	14.8	4.2	7.9	5.6	15.3	694.4
預金	40.9	31.3	1.0	-6.9	9.2	9.2	20.8	451.7
金融債	3.1	6.8	3.2	3.3	-1.3	0.3	-1.9	53.7
対外債務	18.5	-1.2	-15.0	-17.2	-4.3	1.6	-4.3	...
<受信計>B	62.5	36.9	-10.8	-20.8	3.6	11.1	14.6	505.4
差(B-A)	-9.8	-2.4	-25.6	-25.0	-4.3	5.5	-0.7	189.0
コール手形市場純取入	10.6	-1.5	10.1	11.9	-2.1	-3.7	1.3	*54.5
資金ポジション残高	-42.6	-40.2	-55.3	-65.1	-61.8	-57.9	-55.6	
(うち都市銀行)	(-28.5)	(-27.9)	(-41.7)	(-54.3)	(-51.3)	(-46.8)	(-44.8)	
同上対実質預金比(%)	-9.9	-8.6	-12.0	-14.7	-13.9	-12.8	-11.8	
(うち都市銀行)	(-13.2)	(-11.8)	(-18.6)	(-25.9)	( 24.9)	(-22.3)	(-20.6)	

(注) \*コール・手形市場純取入・日銀借入金・金融機関借入金残高の合計。

(出所) 資金ポジション残高は日銀調査統計局『統計便覧』による。

算出は(コールレート+買入手形+金融機関貸付金)-(コールマネー+売渡手形+借入金)。

表10 公的金融部門 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95	95年末残高
貸出	11.9	12.7	13.9	18.7	22.8	24.8	12.9	287.5
証券投資	12.0	2.1	18.3	12.3	4.7	7.2	14.9	155.1
政府短期証券	0.0	0.0	-0.0	2.4	-0.2	0.2	3.3	3.7
債券	12.0	2.1	18.4	12.0	5.0	7.1	11.6	151.2
(国債)	( 6.4)	(-3.0)	( 10.6)	( 3.9)	( 1.0)	( 0.5)	( 6.5)	( 81.5)
対外債権	2.1	2.5	2.0	2.2	1.5	1.6	0.6	20.0
<与信計>A	26.0	17.3	34.2	33.2	29.0	33.6	28.4	462.6
郵便貯金	9.0	0.6	18.7	15.2	13.8	13.8	16.1	211.7
簡保年金	4.8	5.2	5.6	7.2	8.5	8.5	9.0	88.9
運用部預託金	8.7	10.1	10.1	10.5	9.9	7.8	7.7	146.9
公庫債	0.8	0.7	0.7	0.7	1.2	1.4	1.1	20.2
対外債務	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	2.1
<受信計>B	23.5	16.9	35.5	33.8	33.7	31.6	34.0	469.8
差(B-A)	-2.5	-0.4	1.3	0.6	4.7	-2.0	5.6	7.2

(注) その他項目は除く。

たものである。なお、それはインパクトローンとしてわが国企業の借入れとして国内部門に還流した(この点後述する)。

民間金融部門全体の内外両部門に対する与信と受信の差額(表8 B-A)をみると、91年と94~95年は不足、90年と92~93年は余剰であり、これらの資金過不足は日銀信用の増減によって調整されてきた。

民間金融部門の中核である銀行についてみると(表9)、貸出・証券投資・預金・対外債権債務は、上述の民間金融部門全体のそれよりも一層鋭角的な動きを示している。とくに91~92年における銀行の預貸証ポジションの悪化は巨額に達した。ちなみに、92年末の資金ポジション残高はマイナス65兆円を記録した。95年末はマイナス55兆円、この3年間に10兆円の改善をみたわけである。

次に公的金融部門について(表10)、貸出・証券投資はいずれも民間金融部門とまったく対照的な動きをみせてきた。貸出は92~94年に増大し95年に減少した。証券(債券)投資は90年

の微増、91年の増大のあと、92~94年には縮小し95年に再び増大した。90年の低調は郵便貯金が銀行預金に資金シフトして財投計画が財源難になったためであり、93~94年の債券投資一服は、貸出の伸長による資金繰り上の問題である。95年には反対に債券投資が増加した。それは貸出増加が前年に比べ半減し、その余資運用分(運用部の日銀から国債の買入れ)も含んでいるためである。

公的金融部門の資金流入面では、すでに述べたように郵便貯金・簡保年金が好調に伸びており、社会保険の資金など資金運用部預託金の順調な流入も加わり、逐年30兆円台で推移してきた。公的金融部門全体の資金収支バランスでは93年と95年に巨額の資金余剰が生じた(表10 B-A参照)。

#### 4. 公社債の部門別保有の状況

表11により「公社債部門別保有増減」の状況をまとめてみよう。

民間金融部門は1990~91年には純減、92~95



表11 公社債部門別保有増減 (単位 兆円)

暦年	1989	90	91	92	93	94	95
日本銀行	-2.6	4.5	-2.8	2.1	3.8	2.4	6.8
民間金融	0.3	-1.9	-0.7	13.6	17.5	15.9	16.7
銀行等 (銀行)	4.8 ( 5.8)	-1.6 (-0.3)	-4.1 (-1.3)	3.8 (-1.2)	3.5 ( 0.9)	1.1 (-1.1)	-1.3 (-2.3)
信託勘定	-0.2	1.5	1.1	1.4	3.3	2.9	1.4
投資信託	-4.9	-1.4	-1.5	3.6	3.0	-1.5	2.9
保険会社	0.3	0.1	2.4	4.9	6.5	10.8	11.6
証券会社	0.2	-0.2	1.4	-0.1	1.2	2.6	2.1
公的金融	12.0	2.1	18.4	12.0	5.0	7.1	11.6
金融部門(計)	9.7	4.7	14.9	27.7	26.3	25.4	35.1
政府公共	0.0	1.3	-0.8	-1.5	0.5	0.5	-1.0
民間	0.9	10.3	0.9	-2.8	-4.4	-0.4	-0.1
海外	-0.3	2.3	2.3	-0.3	-0.0	0.1	2.1
合計	10.3	18.6	17.3	23.1	22.4	25.6	36.1
(参考)純発行	11.3	20.4	18.9	19.9	19.6	29.7	28.8
国債流通利回り	5.72	7.10	5.38	4.51	3.04	4.58	2.905
” 応募者利回り	5.306	6.799	5.836	4.763	3.469	4.550	2.907

年には10兆円台後半の純増となった。公的金融部門は90年と93～94年には微増にとどまったが、91～92年および95年には10兆円台の純増となった。

民間金融部門の業態別には、92～93年銀行等の債券投資が3兆円台となっているが、これはおもに中小企業・農林金融機関の参加によるもので、銀行自体は90年以降を通じて純減ないし微増にとどまった。また92～93年に保険会社、投資信託の債券投資も増加し、とくに保険会社は94～95年には10兆円台となった。しかし中小企業・農林金融機関、投資信託は再び抑制的になった。

ここで保険会社の動きにふれると、88～90年には生保資金の好伸を背景に貸付金・株式投資・対外証券投資などが増加した。90年以降まず対外証券投資が、92年以降株式投資が、そして93年以降貸付金がそれぞれ目立って増勢鈍化し、92年ころからそれに替わることかたで債券投

資が増加した。

表11において内外部門の保有増加合計額と純発行額を比べると、89～91年と94年には純発行額が保有増加額を上回り、92～93年と95年には反対に保有増加額が純発行額を上回っている。いま国債の流通利回りと応募者利回りを対比すると、89～90年には国債流通利回りが上昇し応募者利回りを上回り、91年以降には流通利回りが低下、反対に応募者利回りを下回った。債券純保有増加額と純発行額に差額がみられる背景には、この間にこうした債券市場の変化、流通価格の変化が生じたことがあげられよう。

表12により「公社債部門別保有残高」をみると、95年末民間金融部門が220兆円、全体の47%、公的金融部門が150兆円、全体の32%であり、日本銀行の保有21兆円(4.5%)を含めると、金融部門全体で390兆円、全体の84%を占めている。民間金融部門のうち国内銀行が60兆円(13%)、保険会社が56兆円(12%)、信託勘

表12 公社債部門別保有残高 (単位 兆円)

暦年末	85年末	90年末	95年末	%	(参考)株式95年末	%
日本銀行	6.0	9.0	21.3	4.5	—	—
民間金融	120.9	157.3	220.4	47.0	123.5	35.8
銀行等 (銀行)	76.6 ( 39.4)	97.8 ( 65.9)	100.8 ( 60.9)	21.5 ( 13.5)	45.9 ( 43.9)	13.3 ( 12.7)
信託勘定	17.2	24.1	34.2	7.3	27.3	7.9
保険会社	12.5	19.6	55.9	11.9	37.4	10.8
投資信託	12.5	12.6	19.1	4.0	8.0	2.3
証券会社	1.3	2.1	9.3	2.0	4.9	1.4
公的金融	56.5	97.2	151.2	32.2	0.2	0
金融部門(計)	183.4	263.5	393.0	83.7	123.7	35.8
政府公共	1.3	2.5	0.1	0	1.8	0.5
民間	57.3	57.0	57.2	12.2	184.4	53.4
海外	…	14.0	19.1	4.1	35.5	10.3
合計	242.0	337.1	469.4	100.0	345.4	100.0
発行残高(A)	253.8	335.3	452.4		86.6	
(参考)貸出残高(B)	536.7	849.3	1,009.5		1,009.5	
民間金融	395.3	655.1	722.1		722.1	
公的金融	141.4	194.2	287.4		287.4	
(A/B)%	47.3	39.5	44.8		8.6	

定が34兆円(7%)、投資信託が19兆円(4%)である。

なお参考までに株式の部門別保有高をみると、95年末民間金融部門が123兆円、全体の36%、うち銀行44兆円(13%)、信託勘定27兆円(8%)、保険会社37兆円(11%)に対して、民間部門が184兆円、全体の53%、海外部門が35兆円、同10%を占めている。すなわち、公社債の保有は民間・公的金融機関に偏っているのに比べて、株式の保有は民間部門が過半を占めており、債券と株式とでは保有構造に大きな差異がある。

95年末の金融機関貸出金残高は1,009兆円(うち民間金融722兆円、公的金融287兆円)に対して、公社債発行残高は452兆円、貸出残高の45%である。ちなみに85年末の同比率は47%、90年末の39%であり、80年代後半に貸出が大幅に伸長したあと、90年代前半には貸出が伸

び悩み、半面、公社債発行が増加した過程がとらえられよう。

#### IV. 通貨・流動性の動き

——その高い残高水準と低い増加率——

##### 1. フロー・ベース

最初に述べたように、マネーサプライ  $M_2 + CD$  は90年までは年平均10%以上の伸長を続けてきたが、91年以降、増加率が急速に低下した。94～95年には若干持ち直し、95年の対前年比は3.2%となった。広義流動性  $L (M_2 + CD)$  のほかに郵便貯金・信託元本・債券も含む)も、 $M_2 + CD$  とほぼ同様に91年以降伸び率の低下を続けている。しかし狭義マネーサプライ  $M_1$  (現金通貨・要求払預金) は、94～95年に増勢を高め、95年秋以降は2桁となり、95年平

表13 M<sub>2</sub>+CD 増減と信用面の対応 (単位 兆円)

暦年	M <sub>2</sub> +CD 増減M	対外資産 F	国内信用 D	対民間 (貸出)			その他 E	金融債	金融機関 預金
				対財政 (国債)	対地公	対民間 (貸出)			
1981~85	105.9	-7.0	129.7	14.1 (9.6)	-0.2	115.6 (109.7)	-16.8 (-13.5)	(-6.9)	
86~90	190.0	-20.8	229.5	23.4 (19.0)	0.2	205.9 (181.2)	-18.7 (-21.6)	(-3.1)	
91~95	54.3	45.6	57.4	-7.5 (1.6)	8.6	56.3 (43.3)	-48.6 (-6.9)	(-23.8)	
91	11.4	12.6	17.5	-10.5 (-9.5)	0.2	27.7 (24.0)	-18.7 (-6.5)	(-1.4)	
92	-0.9	10.2	18.1	4.2 (7.3)	1.0	12.9 (11.5)	-29.2 (-4.0)	(-3.3)	
93	11.3	6.7	15.6	8.6 (4.7)	2.5	4.5 (2.9)	-11.0 (1.5)	(-13.1)	
94	14.6	4.1	-2.1	-6.2 (-2.2)	2.4	1.8 (-1.8)	12.6 (0.5)	(4.0)	
95	17.9	11.9	8.3	-3.5 (1.4)	2.4	9.4 (6.6)	-2.3 (1.7)	(-10.0)	

(注) ΔM=ΔF+ΔD-ΔE。その他の金融債(発行額)・金融機関の増加がマイナスとなる。  
(出所) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』

表14 資金需給実績 - 金融市場の繁閑と日銀信用の増減 - (単位 兆円)

暦年	銀行券 (B)	財政 (G)	一般 財政			資金 過不足 (B+G)*	日銀 信用 (N)	貸出			準備 預金 (R)	
			国債	外為	手形 オペ			債券 短期	債券 オペ			
1981~85	-6.1	-0.8	45.6	-43.1	-3.3	-6.0	6.0	2.1	2.1	0.0	1.8	0.0
86~90	-14.3	4.5	13.4	-12.4	3.5	-7.2	9.4	1.6	1.6	0.0	6.5	2.2
91~95	-6.4	-18.6	25.1	-52.4	8.7	-19.7	18.1	-3.5	3.5	3.6	12.5	-1.6
91	-0.1	-19.2	-8.7	-10.3	-0.2	-14.0	12.9	4.0	3.9	1.7	2.3	-1.1
92	0.9	-1.3	3.3	-3.9	-0.7	-0.5	-0.4	-3.0	2.2	-0.6	2.7	-0.9
93	-2.6	8.5	12.2	-6.3	2.6	5.9	-6.0	-1.1	-4.5	-0.9	1.9	-0.1
94	-1.3	-1.0	11.7	-15.4	2.2	-2.3	2.3	-0.1	-1.3	-0.1	1.4	0.0
95	-3.4	-5.5	6.2	-16.4	4.8	-8.8	9.3	-3.6	2.4	3.3	4.1	0.5

(注) (B+G)+N=R \*その他も含む。  
(B)銀行券(-)発行超, (G)財政資金(-)対民間揚超, (B+G)(-)金融市場の逼迫,  
(N)日銀信用(-)減少, (R)準備預金(-)取崩し。  
(出所) 前掲表13と同じ

均対前年比8.2%は88年ごろに匹敵する異常な増加率となった。これは超低金利の状態が長期化すると、通貨保有の機会費用が低下し、取引的動機のみならず予備的動機による通貨需要も高い流動性のM<sub>1</sub>によって満たされることを示すものであろう。

表13「M<sub>2</sub>+CD 増減と信用面の対応」によると、80年代ではM<sub>2</sub>+CDの増加は「国内信用」の増加とくに対民間貸出の増加によるものであった。ところが、91~95年には「国内信用」増加が大幅に縮小し、「対外純資産」が増加した。この5年間のM<sub>2</sub>+CD増加に対する

寄与率は、対外純資産増加45%、国内信用増加55%である。国内信用の増加の寄与率が予想以上に低いのは、繰返し述べたように銀行の対民間貸出の低調に加えて、対財政部門への信用供与が財政資金の対民間揚超によって純減となったことも響いている。また「対外純資産」の増加は、外貨準備の増加と為銀の短期対外純資産の増加がそのおもな内容である。前述のように為銀は短期対外債務(おもにユーロ借入れ)の返済によってその短期対外ポジションの改善をはかった。また95年の対外純資産の増加には前述のように為銀の海外支店への短資の送

表15 国内経済部門の金融資産保有残高 (単位 兆円)

暦年末	1985	90	95
現金	22.5	35.8	44.7
要求払預金	77.5	96.9	143.4
定期性預金	256.5	433.2	458.2
郵便貯金	100.7	133.7	210.7
外貨預金	23.8	12.1	8.5
C D	8.7	10.2	11.2
(小計)	489.7	722.0	876.7
信託	50.4	105.1	133.7
投資信託	17.5	43.9	51.4
債券	60.0	61.0	57.3
C P	—	5.1	1.6
(計) L	617.6	937.2	1,120.7
民間生保	60.7	144.2	210.5
簡保年金	28.0	49.9	88.9
株式	112.0	205.2	186.1
運用部預託金	60.7	101.1	146.9
対外信用	...	68.0	60.9
合計	878.3	1,505.6	1,814.0
M <sub>1</sub> (末残)	89.0	119.6	171.5
M <sub>2</sub> +CD(〃)	314.9	505.0	559.3
L	617.6	937.2	1,120.7
国内金融資産A (対外信用を除く)	878.3	1,437.6	1,753.1
GDP	320.4	430.0	480.7
M <sub>1</sub> /GDP	27.8	26.0	35.7
M <sub>2</sub> +CD/GDP	98.3	117.4	116.4
L/GDP	192.8	218.0	233.1
A/GDP	274.1	334.3	364.7

(注) L(広義流動性): 筆者推計値(末残)。  
(日銀発表計数(平残)と異なる)

金が含まれる。なお80年代には銀行組織の「対外純資産」が減少を記録しているが、これは長期資本収支赤字(純貸付)が経常収支黒字を上回り、基礎的収支の赤字が為銀の短期借入れによってファイナンスされてきたことを示すものであった。

表14「資金需給実績」は、短期金融市場におけるベースマネーの需給と日銀信用増減の推移を示すものである。94~95年には銀行券の需要が増加し、財政資金の民間からの多額の引揚げ超過も加わって市場資金は不足し、日銀信用の多額の注入(94年2兆円、95年9兆円)によって調整された。銀行券の増発については前述した。財政資金の対民間引揚げ超過は、外為会計の払い超にもかかわらず、おもに公的金融部門の巨額の余裕資金の発生にもとづくものである。80年代後半の経済拡大期には銀行券の増発は多額に上ったが、財政資金は外為会計の払い超も含めて対民間払い超となり、市場資金の不足は一部相殺された。その結果、86~90年の銀行券増発14兆円に対し日銀信用の増加は9兆円にとどまった。ところが、91~95年間は銀行券増発が6兆円、日銀信用の増加が18兆円に達したことは、きわめて対照的である。

## 2. ストック・ベース

表15「国内経済部門の金融資産保有残高」によって通貨を含む流動性の供給残高の最近の動向をみてみよう。

M<sub>2</sub>+CD 残高(末残)の対GDP比率は90年末の117%から95年の116%へとほとんど変わっていない。M<sub>2</sub>+CDの伸び悩み(91~95年平均残年率増加率+2.1%、末残同+2.3%)は、銀行貸出しの低い伸びによるが、それもGDPの低成長(91~95年年率2.2%)に照応

するものであった。ただ、M<sub>1</sub>残高(末残)の対GDP比率はこの間26%から36%に大幅に上昇した。それはすでにふれたが、低金利が長期化したため、金利面の魅力の乏しい定期性預金よりも、流動的な要求払預金への選好が強まり、前者から後者への預金シフトが活発化してきたことを示すものである。

M<sub>2</sub>+CDのほかに郵便貯金・信託元本・債券類を含む広義流動性L(末残・推計)の対GDP比率は、90年末の218%から95年末233%に15ポイント高まった。これは、おもに郵便貯



金の好伸(年率増加率+9.5%)によるものである。また広義流動性L<sub>1</sub>に含まれていない生命保険・簡保年金・株式(時価評価)・政府預託金(社会保険資金積立残高)を加えた、国内経済部門(企業・個人・公共部門)による国内金融資産保有高合計の対GDP比率は90年末の334%から95年末の365%へ30ポイント大幅に上昇した。これはこの間における生保・簡保(残高年率増加率+9.0%)・政府預託金(同+8.0%)の増大によるものである。

以上のように、通貨・流動性残高の増加率は94~95年にいくぶん持ち直したものの、90年代前半を通じて低い伸び率にとどまっている。しかし対GDP比率でみた通貨・流動性水準は、広義・狭義いずれでみても高い状態にあるといえる。前述の95年M<sub>2</sub>+CDの対GDP比率116%は前回ピーク時90年の水準を持続したものであり、広義流動性の同比率233%は90年(218%)を上回っている。

このように90年代における通貨・流動性の動きは、低い増加率と高い残高水準にあると特色づけることができよう。最近景気はようやく回復過程にむいてきたかにみられるが、経済活動は大勢としてはまだ低い水準に推移してきた。その点、取引決済のための通貨需要(ケインズのL<sub>1</sub>)は強いものではなく、豊富な通貨・流動性残高は大部分が不活動残高(ケインズのL<sub>2</sub>)であるとみられる。

## V. 1994~95年「広義金融市場」の「図式論」的解釈

### 1. 「図式論」の立場

最後に「資金循環の図式論」の視点から1994

~95年の資金循環の態様を位置づけてみよう。

筆者が提唱する「図式論」については、すでに前稿で説明してきたが、行論の順序として簡単にふれておこう<sup>9)</sup>。

資金の金融的流通と通貨の産業的流通の総過程は、(1)銀行信用の供与一通貨の供給、(2)投資支出にはじまる所得循環(投資乗数の過程)、(3)貯蓄資金の形成、(4)貯蓄資金の運用((3)(4)「広義金融市場」の金融仲介過程)、(5)銀行間短期金融市場および中央銀行の金融調整、の5過程に分けることができる。通貨の産業的流通は(2)所得循環の過程のみであり、その他の4過程はすべて資金の金融的流通である。

さてこの「図式論」が描く資金循環は、典型的には投資先行一信用創造先行の成長経済型のそれである。しかし本稿が対象とする90年代前半とくに94~95年経済は長期化した景気調整期であり、ほぼゼロ成長の停滞経済である。筆者は前稿において「図式論」によって景気調整下の資金循環(観察期間93年まで)の態様について、大要次のようなひとつの解釈を試みた<sup>4)</sup>。

90~93年における銀行貸出の伸び悩みは、バブル崩壊後における企業の借入需要の低調と銀行の貸出態度の慎重化の両面の要因によるが、いずれにせよ、これは第1過程の「銀行の信用供与-預金通貨の供給」機能の低下を意味する。さらに企業は財務リストラのため預金減少と借入金返済によって両建て取引の整理・解消につとめた。これは銀行信用の創造でなく信用の消滅であり、預金通貨の供給でなく減少となる。そして企業のなかには、銀行借入れに依存せず手持ち流動性を取り崩す動きが広まった。流動性の取り崩しが保有する長短期債券の市場売却によっておこなわれ、支出に当てられるときは、「図式論」的には(4)金融的流通の資金が

(2)産業的流通に注入され、不活動通貨残高の一部が活動化されることになる。この場合、全体としての通貨量は変わらないが、前述のように定期性預金の一部が要求払預金に振り替わり、取引決済がおこなわれることになる。この場合、通貨の流通速度は上昇する。

ところで95年には、90~93年ごろ目立った銀行貸出と預金の両建的な解消・整理の動きはさすがに一巡し、景気の回復にともなってマネーサプライは緩やかであるが増加してきた。また金融緩和・低金利下において、前述のように定期性預金から要求払預金への資金シフト、民間金融と公的金融のバランス、金融機関貸出の伸び悩みと公社債の発行増加、国内金融と国際金融の関係などについて、新しい動きがあらわれてきた。ここではこのような資金循環の動きを

「広義金融市場」の問題としてとらえ、「図式論」の視点から論点を整理してみよう<sup>5)</sup>。

### 2. 「広義金融市場」再説

表16は前掲表6の1994~95年計数を「図式論」的な角度から組み直し、景気拡大局面の87~88年の計数と対比したものである。あらかじめ表の構成と計数について簡単に説明しておく。

① 本表でいう「広義金融市場」とは、金融機関・証券市場を含む全金融機構をさし、本表はその資金の供給(流出)と受入(流入)のバランス関係を対比したものである。「広義金融市場」の資金供給(借方)と受入(貸方)は、国内・海外両部門の資金の調達と運用(前掲表3・4・5)にそれぞれ対応す

表16 広義金融市場の資金フロー・バランス

(単位 兆円)

与信(借方)	景気拡大		景気調整		受信(貸方)	景気拡大		景気調整	
	1987	88	94	95		1987	88	94	95
(I)銀行信用					(I)M <sub>2</sub> +CD増減ΔM	37.0	38.9	14.6	17.9
対外純資産	(-3.0)	(-1.7)	( 4.1)	( 11.9)	(その他)	(-0.9)	( 7.1)	(-12.6)	( 2.3)
国内信用	39.1	47.7	-2.1	8.3	その他民間金融	45.3	46.6	9.5	20.1
その他民間金融	46.1	38.0	20.3	15.6	(小計)民間金融	82.3	85.5	24.1	38.0
(小計)民間金融	85.2	85.7	18.2	23.9	公的金融	19.0	20.7	31.5	33.9
公的金融	17.5	18.4	32.0	27.8	(調整)	(-5.8)	(-8.5)	( 0.9)	(-2.8)
(調整)	(-14.3)	(-14.0)	(-4.7)	( 0.5)	○(計)金融機関	95.5	97.7	56.5	69.1
○(計)金融機関	88.4	90.2	45.5	52.2	{ 預貯金	48.3	53.0	31.8	35.9
{ 貸出	59.5	58.4	25.1	19.6	{ 信託・保険等	38.2	42.1	34.6	28.7
{ 証券投資	27.3	25.9	22.0	31.2	○証券市場	-0.5	-2.8	1.8	-0.2
{ (債券)	( 10.0)	( 11.4)	( 15.9)	( 16.7)	○対外信用	8.1	8.0	5.9	7.6
○証券市場	-0.5	-2.8	1.8	-0.2	(計)国内資金ΔSF	103.1	102.9	64.2	76.5
○外資市場	2.7	5.5	3.6	14.2	(II)対外債務増ΔFD	28.7	30.3	0.1	15.5
(計)国内部門向けΔDC	90.6	92.8	50.9	66.2	うち企業等の借入	( 2.7)	( 5.5)	( 3.6)	( 14.2)
(II)対外債権増ΔFC	41.2	40.4	13.3	25.8	(計)資金供給 FOF	131.8	133.2	64.3	92.0
うち通貨増減見合	(-3.0)	( 1.7)	( 4.1)	( 11.9)	(参考) GDP	349.8	374.0	479.1	480.7
企業の対外信用	( 8.1)	( 8.0)	( 5.9)	( 7.6)	投資 I	99.8	113.5	137.5	137.6
(計)資金受入 FOF	131.8	133.2	64.3	92.0	貯蓄 S	110.8	122.0	147.5	144.8
(参考) GDP	349.8	374.0	479.1	480.7					
投資 I	99.8	113.5	137.5	137.6					
貯蓄 S	110.8	122.0	147.5	144.8					

(注) 表6の計数をベースに表5・8・10・13の計数を加えて作成。

る。この点、本表は経済全体の投資と貯蓄を結ぶ「広義金融市場」の金融仲介の経路を示す。

② 本表の項目は、(I) 国内部門向けと(II) 海外部門向けに、さらに(I)は銀行信用・通貨増減と、銀行組織以外の民間金融・公的金融・証券市場(直接金融)・外資市場ないし対外信用の諸項目に小分類される。金融機関の資金供給(間接金融)には貸出と証券投資の内訳項目がある。

(II) 海外部門向けは対外債権増減(借方)と対外債務増減(貸方)の表示項目のもとで、前者はわが国資本収支における本邦資本、つまり長短期資本の貸付(外貨準備増減を含む)、後者は外国資本、つまり長短期資本の借入れを示す(前掲表5参照)。

③ 「図式論」第1過程の銀行組織の与信活動による通貨の供給の計数は、「マネーサプライ  $M_2 + CD$  増減とその信用面の対応」(表13)による。信用面(借方)の対応資産は、対外純資産の増減と国内信用供与である。この通貨の供給増加(貸方)は第2過程の産業的流通(所得循環)に流入する。預金通貨が産業的流通において取引決済に用いられている間、預金は当事者間の口座間で振り替えられて移動しているが、現金引出を別として銀行組織全体として預金は歩留っている。

④ 第3過程の貯蓄資金の形成と第4過程のその運用は、「広義金融市場」の金融仲介の経路を記録するもので、その主要部分は民間金融・公的金融両部門における受信面(貸方)と与信面(借方)の計数にあらわれる。受信面の各種金融資産(信託・保険・郵便貯金など)は、第1過程の通貨とくに  $M_1$  が第2過程の所得循環を経て貯蓄資金として形成され

たものである。証券市場は企業・個人のいわゆる「直接金融」である。外資市場(与信欄)と対外信用(受信欄)は、海外部門と国内経済部門との資金の流出入(国内金融機関を経由しない)を記録する項目である。この点は次に説明する。

⑤ II「対外債権・債務増減」は前掲「海外部門との資金の流れ」(表5)による。対外債権の増加のうち外貨準備の増加と銀行の短期対外純債権の増加は、上述(I)国内部門向け取引の  $M_2 + CD$  増減の対応項目「対外純資産の増減」であり、第1過程の銀行信用と並ぶ通貨増減要因である。集計には重複の調整が必要である。

また、前述④金融仲介における受信欄「対外信用」はわが国企業の対外投資(例えば対外証券投資・直接投資)であり、与信欄「外資市場」は海外からわが国企業等に対する投資(対内証券投資・借款・直接投資)である。前者については、わが国企業の「対外信用」(貸方)は(II)「対外債権の増加」(借方)の該当項目に貸借対応し、後者については、「外資市場」を通ずる国内部門向け資金供給(借方)は(II)「対外債務の増加」(貸方)の該当項目に貸借対応する。念のために、これは(I)民間金融部門の貸出(借方)と預金(貸方)の貸借対応の関係と全く同様に「貸借平衡の原理」にたつものであって、重複の記録ではない。

### 3. 「広義金融市場」の変動

——87~88年と94~95年の比較——

表16の95年計数によって「広義金融市場」をめぐる資金循環を素描することからはじめよう。

「市場」の国内経済部門に対する資金供給は66兆円、資金受入は76兆円、海外部門に対する資金供給は26兆円、資金流入は16兆円である。対内外両部門との市場資金の流出入を相殺すると、国内資金の純流入10兆円が海外部門に対する純流出10兆円に当てられた関係になる。これは国内部門の貯蓄超過の資金が市場機構を通じて経常収支の黒字の還流として海外部門に供給されることを示すものである。

国内経済部門への資金供給の根幹は金融機関の与信である。部門別には民間金融24兆円(銀行組織8兆円、銀行以外16兆円)、公的金融28兆円であり、与信形態別には貸出20兆円、証券投資31兆円(うち債券投資17兆円)である。一方、資金受入面では、 $M_2 + CD$  増加18兆円、その他民間金融資金20兆円( $M_2 + CD$  を含む民間金融合計38兆円)、公的金融34兆円である。与信面で銀行を含む民間金融のシェアが公的金融を下回っているのは、貸出の伸びがまだ本格的に持ち直っていないためである。与信形態として民間金融・公的金融両部門ともに、証

券投資が貸出を大きく上回っており、しかも証券投資の大部分が債券投資である。これは資金循環における「証券化」現象であり、「債券化」現象でもある。

それでは、こうした95年「広義金融市場」をめぐる資金循環の規模・構成は、80年代後半に比べてどのように変貌したであろうか。ここでは94~95年とバブル発生時の87~88年の主要計数について、それぞれの対GDP比率の変化をみることにする(表17参照)。

まずGDP(名目)に対する貯蓄率は87~88年の32%から94~95年30%に、投資率は同じく30%から28%に、いずれも2%ほど低下した。資金循環の規模の変化はこれに比べてきわめて大きい。次の6系列でみよう。

① 資金循環合計の対GDP比率(FOF/GDP)は、87~88年の36~38%から94~95年には13~19%へと半分以上の大幅な低下となった。

② 「市場」から国内部門への資金供給の対GDP比率( $\Delta DC/GDP$ )は、25~26%か

表17 広義金融市場の資金フロー・バランス

(付表—比率%)

与信(借方)	景気拡大		景気調整		受信(貸方)	景気拡大		景気調整	
	1987	88	94	95		1987	88	94	95
FOF/GDP (%)	37.7	35.6	13.4	19.1	FOF/GDP (%)	37.7	35.6	13.4	19.1
(I) $\Delta DC/GDP$	25.9	24.8	10.6	13.8	(I) $\Delta SF/GDP$	29.5	27.5	13.4	15.9
うち金融機関経由	25.3	24.1	9.5	10.9	$\Delta M/GDP$	10.6	10.4	3.0	3.7
民間金融	24.4	22.9	3.8	5.0	うち金融機関経由	27.3	26.1	11.8	14.4
公的金融	5.0	4.9	6.7	5.8	民間金融	23.5	22.9	5.0	7.9
貸出	17.1	15.6	5.2	4.1	公的金融	5.4	5.5	6.6	7.1
証券投資	7.8	6.9	4.6	6.5	預貯金	13.8	14.2	6.6	7.5
(債券)	( 2.9)	( 3.0)	( 3.3)	( 3.5)	信託保険等	10.9	11.3	7.2	6.0
(II) $\Delta FC/GDP$	11.8	10.8	2.8	5.3	(II) $FD/GDP$	8.2	8.1	0.0	3.2
( $\Delta FC - \Delta FD$ )/GDP	( 3.6)	( 2.7)	( 2.8)	( 2.1)					
(参考) $\Delta DC/I$	90.8	81.8	37.0	48.1	$\Delta SF/S$	93.1	84.3	43.6	52.7
I/GDP	28.5	30.3	28.7	28.6	S/GDP	31.7	32.6	30.8	30.1

(注) FOF/GDP=(I) $\Delta DC/GDP + \Delta FC/GDP$   
 FOF/GDP=(I) $\Delta SF/GDP + \Delta FD/GDP$   
 $(\Delta SF - \Delta DC)/GDP = (\Delta FC - \Delta FD)/GDP$

ら11~14%に半分に低下した。また「市場」への国内資金の流入の対GDP比率( $\Delta SF/GDP$ )は、28~30%から13~16%に同じように半分に低下した。また対内資金供給( $\Delta DC$ )、国内資金流入( $\Delta SF$ )について、それぞれ国内投資・国内貯蓄に対する比率をみると、前者の比率( $\Delta DC/I$ )は80~90%から37~48%に、後者の比率( $\Delta SF/S$ )も84~93%から44~53%に、いずれも大きく低下した。

③ 国内部門に対する資金供給の形態として、景気拡大局面の87~88年には金融機関貸出が絶対額において圧倒的に大きく、景気調整局面のとくに95年には反対に債券発行が増大し貸出増加を上回った。ちなみに、金融機関貸出の対GDP比率は87~88年の16~17%から94~95年の4~5%に1/3以下に大きく低下した。金融機関の証券投資の比率は87~88年の7~8%から94~95年の5~6%に若干低下したが、87~88年には多額の株式投資が含まれており、債券投資についてみれば3%から3%強に上昇し、上記貸出の比率4~5%にせまっている。また、「間接金融」(金融機関経由分)の経路として、87~88年には民間金融部門が与信・受信両面において圧倒的に大きく、94~95年には反対に公的金融部門が総じて民間金融部門を上回っている。

④ 対外債権増加の対GDP比率( $\Delta FC/GDP$ )はその間11%から3~5%に低下、対外債務増加の同比率( $\Delta FD/GDP$ )も8%からゼロないし3%に大きく低下した。その結果、対外純債権増加( $\Delta FC-\Delta FD$ )の同比率は3%前後から2%台に僅かではあるが低下した。

⑤ 「広義金融市場」の内外両部門に対する資

金の流出入の関係を集約すると、国内経済部門に対しては資金流入超( $\Delta SF-\Delta DC$ )、海外部門に対しては、上記のとおり資金流出超( $\Delta FC-\Delta FD$ )であり、両者は均等する。その対GDP比率は、前述のようにこの7年間に3%前後から2%台に低下した。これはすでに述べたように、わが国経常収支の黒字あるいは経済全体の貯蓄超過が対GDP比率において縮小したことによるものである。

⑥  $M_2+CD$ 増減の対GDP比率も、87~88年の10%から94~95年の3%台へと1/3ほど大きく低下した。

#### 4. 94~95年の資金循環の位置づけ

以上、資金循環6系列の対GDP比率の比較を通じて、94~95年の資金循環の相対的規模は、この7年間の経済情勢の激変にともなって、ほとんど例外なく半分ほどに縮小したことが明らかになった。それでは、こうした資金循環の量的縮小は、その内容に一体どのような変化をもたらしたか、またそれはどのように意味づけられるべきであろうか。

さて、ここで用いた資金循環の対GDP比率( $FOF/GDP$ )は、通貨の産業的流通の代理変数としてGDPをとり、それに対する資金の金融的流通の相対的規模を示す数値である。この比率が高いことは、企業の金融機関や資本市場からの資金調達が多額であり、それに見合っ企業・個人の通貨その他流動性の保有高も多額に上っている状態を意味する。景気拡大期には企業の投資活動は旺盛であり、資金需要はきわめて強い。それに応える銀行貸出の拡大テンポも高く、通貨供給量の増加率も大きい。景気調整期には反対に企業の投資活動は沈静化して

おり、したがって資金需要は弱い。銀行の与信活動も一般に慎重であり、資金運用において債券投資が選ばれることになる。その点、資金循環の対GDP比率( $FOF/GDP$ )が87~88年に高く、94~95年に低いのは当然のことである。過去のケースにおいても、87~88年の比率35%はニクソン・ショック一過剰流動性時代71~75年平均の30%を上回る高い数値であり、94~95年の13~19%は50年代後半以降の40年間余の資金循環統計において前例のない低い数値である。このように88年の36%と95年の19%の比較は、両極端な高比率と低比率の比較であるといえよう。

もっとも、 $FOF/GDP$ を $\Delta DC/GDP$ と $\Delta FC/GDP$ とに分けると、71~75年の $\Delta DC/GDP$ は28%、 $\Delta FC/GDP$ は2%にとどまり、87~88年はそれぞれ25~26%、11~12%である。対内与信の比率( $\Delta DC/GDP$ )に限ってみれば、87~88年の25~26%は71~75年のそれに及ばなかったが、対外与信の比率( $\Delta FC/GDP$ )は金融のグローバル化が進んだ87~88年には11~12%と著しく高まった。これが87~88年の $FOF/GDP$ 全体の数値を大きく押し上げる一因であった。

それはともかく、金融緩和一景気拡大期には企業の投資活動は活発であり、銀行貸出は増大する。「図式論」的にいえば、「銀行信用一通貨供給」の流れの拡大と「投資一所得一消費・貯蓄」の流れがかみ合い、「広義金融市場」では大量の貯蓄資金が流入しそれが投資に運用され、投資資金に定着化していく。こうして資金循環の拡大と景気上昇が併進し、資金循環の対GDP比率(あるいは国内信用増加の対GDP比率)が高まるのである。

ただ、前稿でも述べたが、バブル時代には財

テク(キャピタル・ゲインを見込む株式・土地購入)のための金融機関借入れ、さらに株価上昇を背景とするエクイティ・ファイナンスが盛行を極めた。マネーサプライの増勢は高まり、「広義金融市場」をめぐる資金循環は急テンポで拡大した。この場合、「銀行信用一通貨供給」の増加の相当部分が実体経済活動に直接関与せず、資産市場の取引決済に用いられたため、資金循環の対GDP比率はその分だけ積み上げられ高くなろう。87~88年はバブル発生の前哨期(89年がバブルのピーク時)であったが、その資金循環の同比率が高まった一因として、こうした動きが活発であったことは否定できない。

ところが、94~95年の資金循環はまさにその正反対の状況にあった。バブル崩壊後の91~93年には景気調整の過程が進み、93年末に底入れとなったものの、その後94~95年も景気回復への足取りは重く調整過程が続いた。企業は好転しない景況感のもとで銀行借入れによって業量の拡大をはかることにきわめて慎重であり、投資支出をキャッシュ・フローの範囲内に抑制し、あるいは銀行借入れに依存することもなく、手持ち流動性の取崩しによって繰り回しをつけてきたとみられる。とくに95年には定期性預金から要求払預金への資金シフトが活発化(したがって $M_1$ が増加)したのは、その背景には前述のように低金利のもとで通貨保有の機会コストが低下したことがあげられるが、そのほか、こうした不活動残高の活動化の動きが広まってきたことも否めないであろう。その反面、財政面からの挺子入れによって政府部門の資金調達が増加し、国債の発行額が著増した。こうして94~95年の資金循環の特色は、銀行貸出の伸び悩みと国債の増発に求められるが、な

んといっても、「図式論」第1過程である「銀行貸出—通貨供給」の動きに活気が乏しく、これが第2過程以下の産業的流通と金融的流通の併行的拡大につながらなかった発端であるといえよう。

最後に、94年から95年への資金循環の変化にふれよう。

資金循環の規模は、バブル崩壊の影響によって90～93年には続けて前年比縮小したが、94年には前年比減少から増加に転じ、95年には前年に続いて、しかもより大幅な増加となった。これまでの記述では94～95年を一括して87～88年と対比してきたが、94年と95年には微妙な変化がみられる。

資金循環の対GDP比率は94年13%から95年には19%に上昇した。内訳では対内与信の同比率が11%から14%に、対外与信のそれが3%から5%に、また  $M_2 + CD$  増加の同比率も3.0%から3.7%にわずかであるが、それぞれ上昇した。このような資金循環の規模の持直しには、95年に公定歩合が2回にわたり引き下げられ(94/9 1.75%→95/4 1.0%→95/9 0.5%)、金融緩和・超低金利の効果が一段と浸透し、景気も若干回復の兆しをみせはじめたことによるものであろう。

現在、景気は緩やかに回復にむかっているが、本格的な回復の足取りとはいえない。今後の資金循環の動向については、まずこうした景気(実体経済活動)の推移によるところが大きいが、金融面プロパーでは国債増発による債券市場の影響に加えて、バブル崩壊の後遺症である金融機関・企業における巨額の不良債権の処

理の問題も関連するであろう。

注

- 1) 松下日本銀行総裁講演, 文献〔1〕。
- 2) 本稿の執筆にあたり筆者は日本銀行調査統計局作成にかかる資金循環統計(資金循環勘定・同応用表)に全面的に負い、最近の調査論文「平成7年(1995年)の資金循環」に多くの教示を受けた。経済統計課長菅野雅明氏ならびに同課スタッフに感謝したい。文献〔2〕。
- 3) 石田〔4〕,〔6〕。
- 4) 石田〔5〕,〔6〕。
- 5) 石田〔7〕。

### 参考文献

- 〔1〕 松下康雄「中央銀行の役割について」(総裁講演),『日本銀行月報』1996年7月号。
- 〔2〕 日本銀行調査統計局「平成7年(1995年)の資金循環」,同上月報同月号。
- 〔3〕 石田定夫『日本経済の資金循環—国際化・自由化・金融政策』東洋経済新報社,1993年10月。
- 〔4〕 —,「資金循環分析の体系化に関する一考察—その試論的構想—」,『明治大学社会科学研究所紀要』第29巻第2号,1991年3月。
- 〔5〕 —,「今回の景気拡大・調整局面における資金循環の変動—1986～93年間の動きについて—」,『証券研究』vol111,1995年5月。
- 〔6〕 —,「資金循環論の拡充—ケインズ体系に即して」,明治大学『政経論叢』第63巻第4・5・6合併号,1995年5月。
- 〔7〕 —,「資金循環論をめぐる若干の問題点—小著『日本経済の資金循環』に対する批判に答えて—」,前掲誌第65巻第1・2号,1996年12月(現在印刷中)。
- 〔8〕 —,「財政・金融と資金循環」前掲誌第65巻第3・4号,1996年12月(現在印刷中)。

(明治大学講師)