

景気低迷・金融不安下の資金循環の諸様相

——1996～97年度の動きを中心に——

石 田 定 夫

要 旨

この小論は、前稿「1994～95年の資金循環の態様と公社債市場」（本誌第4号、96年11月所載）の続論として、景気局面が一段と深刻化し金融不安が強まってきた96～97年度を中心に、90年代の資金循環の態様を統計的に記述し、それを踏まえて「資金循環の図式論」の立場から現局面の特色と問題を位置づけることを目的とするものである。次の諸点は主要な統計的観察点と帰結である。

- (1) まず「部門別資金過不足」バランスによってわが国経済の動きの基本的枠組みをみると、企業投資活動の低調から企業部門は94年度「資金余剰」（投資不足）の部門に変化して以来、その状態が97年度まで4年間続いている。公共部門では財政事情の悪化からその「資金不足」（貯蓄不足）が拡大し、その対GDP比率は97年度6.8%を記録した。これはバブル期89年度の企業部門の同比率に匹敵する数値である。個人部門の「資金余剰」（貯蓄超過）は雇用・所得環境の悪化から伸び悩んでいる。また海外部門の「資金不足」（わが国経常収支黒字）が拡大した。これはわが国経済の黒字体質のうえに、欧米の好景気、国内景気の停滞、円安効果などの循環的要因が重なったことによる。

こうした「部門別資金過不足」バランス、とくに企業部門の「資金余剰」の恒常化と公共部門の「資金不足」の拡大の動きは、今後景気が目立った自律的回復がみられない限り続くものと思われる。

- (2) 企業・個人・公共の国内経済3部門の資金調達・運用額によって資金循環全体の規模をみると、90年代初めのバブル崩壊後の景気後退過程において資金循環の規模は趨勢的に縮小してきた。とくに96～97年度にはそれが一層縮小し、その態様にも著しい変化が生じた。これはバブル発生によって肥大化した資金循環が、バブル崩壊後一連の調整過程をたどってきたうえに、97年度景気局面がさらに深刻化し金融システム不安の影響も重なり、調整の作用が一段と強まったことを示すものである。

- (3) 部門別には企業部門では投資活動の低調を背景に、同部門の資金調達額は96～97年度続けて銀行借入金を中心に収縮した。公共部門では中央・地方を通じて財政事情が悪化し国債等の増発など資金調達額が大幅に増加した。個人部門では現金・預金とくに要求払預金の保有が増加し、信託・保険・証券投資など非流動的資産の保有増加額は伸び悩んだ。これは持続的な低金利のもとで企業・家計の金利選好が後退し、金融不安への対応から流動性選好が高まり、非預金資産から預金へ資金シフトが生じたことを示すものである。
- (4) 「広義金融市場」(金融機関と証券市場)における資金仲介の流れ全体の規模が縮小するなかで、リストラを迫まられている民間金融機関とくに銀行の貸出は純減し、公的金融機関の貸出は民間金融を補完するかたちで増大した。一方、民間・公的金融機関ともに国債等の証券投資は拡大した。
- (5) 通貨供給量 $M_2 + CD$ の伸びは95年度以降年率3%台、景気低迷の実体経済活動(名目成長率+0.2%)に比べてまずまずの伸び率であるが、銀行信用面の対応関係では国債の引受けと外国為替の買入れが大勢を占め、貸出増加は僅かの額にとどまった。また97年度については対企業貸出は純減で $M_2 + CD$ の減少要因であるが、金融債の解約等による資金シフト分が M_2 の増加額に相当含まれている。これは金融不安下のひとつの動きであるが、また前記の企業・家計の流動性選好の高まりを示す一面でもあろう。
- (6) 金融資産負債残高のバランス面では国内経済3部門の金融資産残高の対GDP比率は97年度381%、負債残高の同比率は356%、対外純資産残高の同比率は24%である。90年代を通じた中期的な動きを部門別にみると、企業部門の負債比率の低下、公共部門のその上昇と対照的である。これは長期にわたる景気後退期特有の動きを示すものである。一方、個人部門の金融資産残高は、その増加テンポこそ低下したとはいえ、97年度末残高は1,227兆円、対GDP比率243%である。
- (7) 最後に、「資金循環の図式論」の視点から景気低迷・金融不安下の資金循環の現局面を位置づける。

資金循環の始発点(第1過程)である銀行の与信活動では、対企業貸出が伸び悩み状態で、それを埋める国債投資が増加したものの、続く産業的流通(第2過程)も「マイナス成長」で活力を欠いていた。そのため第1過程と第2過程の間は「銀行貸出減-マイナス経済成長」の負の循環となった。これが資金循環の縮小の源流である。

「広義金融市場」の資金仲介過程(第3・第4過程)において、民間・公的

金融機関の受信面には民間の流動性選好の高まりを映じて流動的預金が増大し、与信面では貸出増よりも国債投資が主体であった。この間、日銀信用が増大し、民間の増大する銀行券需要を充足し、銀行の準備預金需要の増大の資金手当にむけられた（第5過程）。先行き景気回復が望めず、金融不安の根源が払拭されていない現局面では、日銀信用の増加は、銀行信用の次の増加へとつながらなかった（第5過程→第1過程）。

以上、現局面の資金循環の総過程において「銀行信用の収縮、民間の流動性選好の高まり、国債の増発、日銀信用の増加」の4変数が資金循環の動きを特色づける要因としてクローズ・アップしてきた。これらの4変数は、企業の景況感、金融財政政策の推移、金融システムの信認とともに、資金循環の今後の動きを決める重要な要因である。

目 次

I. 景気低迷の深刻化と金融情勢

II. 部門別資金過不足

III. 国内経済部門の資金調達と運用

——企業金融・財政赤字・個人資産形態——

IV. 「広義金融市場」の資金仲介

——金融機関と証券市場——

V. 金融資産負債残高バランス

VI. 現局面の資金循環の特色と問題

——「資金循環の図式論」の視点——

I. 景気低迷の深刻化と金融情勢

小論は、前稿「1994～95年の資金循環の態様と公社債市場」（『証券経済研究』4号、96年11月、所載）の続論として、景気局面が一段と深刻化し金融不安が強まってきた96～97年度に重点を置き、資金循環の態様を統計的に概観し、その特色と問題点を論述するものである。

本論にはいるまえに、1991年度バブル崩壊後のわが国経済金融情勢の推移について素描しておきたい（表1参照）。

90年代のわが国経済は、91年度バブル崩壊の後、92～94年度のゼロ成長を経て95～96年度には3%前後の緩やかな回復にむかったが、97～98年度は一転して2年連続のマイナス成長に

陥った。97年度経済のマイナス成長は、財政面からのデフレ・ギャップが拡大し、さらに大型金融機関の倒産、金融システム不安の発生から企業の投資マインドが悪化し個人の消費態度も一層慎重化したこと、さらに東南アジア諸国の通貨危機の影響が重層的に重なったことによるものである。こうして97年度経済はデフレ・スパイラル的な動きに入ったかにもみられた。その動きは98年度にも続き、2年連続マイナス成長となった。

公定歩合は91年7月第1回引き下げ（6.0%→5.5%）に始まり、その後数回にわたり段階的に引き下げられ、現在99年にいたるまで金融緩和政策が強力かつ持続的に進められてきた。それに伴って長短市場金利が92年以降急速に、しかも大幅に低下してきた。公定歩合は95年9

表1 経済・金融主要指標

年 度	90	91	92	93	94	95	96	97	暦年98 ⁽²⁾
GDP(名目) [兆円]	438.8	463.2	471.9	476.7	478.8	489.7	503.8	505.0	
名 目 %	8.0	5.6	1.9	1.0	0.4	2.3	2.9	0.2	
実 質 %	5.5	2.9	0.4	0.5	0.6	3.0	4.4	-0.4	
設備投資	11.3	2.7	-7.2	-10.4	-2.5	7.4	9.1	0.7	
消費支出	4.3	2.8	1.2	1.7	1.5	3.1	2.8	-1.2	
財政支出	3.4	3.4	8.7	7.0	1.4	5.1	-0.9	-3.5	
国内卸売物価	1.3	0.4	-1.0	-1.8	-1.4	-1.0	-1.5	1.0	-1.5
消費者物価	3.3	2.8	1.6	1.2	0.4	-0.1	0.4	2.0	-0.7
失 業 率	2.1	2.1	2.2	2.6	2.9	3.2	3.3	3.5	4.2
経常収支 [兆円]	5.6	11.3	15.0	14.2	12.4	9.5	7.2	12.9	15.8
銀行貸出 (末残)	5.1	2.9	2.6	...	0.1	1.0	-0.1	0.9	1.0
M ₁ (平残)	3.0	6.5	3.1	3.7	5.5	10.8	12.2	8.7	8.1
M ₂ +CD (")	10.2	2.6	0.1	1.5	2.5	2.9	3.2	3.5	4.0
L (")	8.5	4.8	3.0	3.0	3.5	3.8	3.7	3.4	3.1
銀 行 券 (")	7.1	1.5	2.4	4.2	4.9	6.5	8.7	8.7	9.2
<暦年末> ⁽¹⁾									
公定歩合 (%)	6.0	4.5	3.25	1.75	1.75	0.5	0.5	0.5	0.5
コール (無担保日)	8.34	5.56	3.90	2.43	2.28	0.46	0.44	0.47	0.32
国債利回 (上場)	7.10	5.38	4.51	3.04	4.58	2.90	2.57	1.66	2.01
銀行貸出金利(総合)	7.69	6.98	5.55	4.41	4.04	2.78	2.53	2.36	2.25
日経平均株価(万円)	2.38	2.29	1.69	1.74	1.97	1.98	1.93	1.52	1.38
為替レート(円/弗) (インターバンク直物)	135.40	125.25	124.65	111.89	99.83	102.91	115.98	129.92	115.20
外貨準備 (億ドル)	770	690	686	956	1,228	1,828	2,178	2,208	2,159

(注) (1) 金利・株価・為替レート・外貨準備高は暦年末。
(2) 98年は暦年。98年国債利回りは証券業協会発表の気配値。
〔出所〕日本銀行調査統計局『本邦経済統計年報』『同月報』『統計便覧』(以下略)。

月以降史上最低水準の年利0.5%で現在まで続いており、コールレート（無担保O/N）は94年末2.28%から95年末0.46%、98年末0.32%に低下した。国債利回り（上場指標銘柄）は94年末4.58%から95年末2.90%、97年末1.66%、98年9月末0.76%に低下したが、同12月末には2.013%に、本年にはいり2月上旬2.3%に上昇した。この点は後でとりあげよう。

銀行貸出は94年度以降伸び悩みを続けている。これは、長期にわたる景気後退過程にあって企業の新規資金需要が低調なうえ、銀行は多額の不良債権を抱えて慎重な与信態度をとり、さらに貸出債権の一部回収につとめてきたことによる。マネーサプライ M₂+CD も95年度以

降、年率3%前後の増加率で推移してきている。しかし銀行券あるいは、狭義マネーサプライ M₁といった流動性の高い通貨指標が年率8~9%と高い増加率を示している。これは金融システムへの不安のもとで注目すべき動きであり、この点についても後段でとりあげたい。

以上、90年代の景気後退過程、とくに96~97年度の現局面の経済金融情勢について予備的に概観してきたが、資金循環の主流となるべき銀行貸出は伸び悩みを続けてきた。このことは本論で考察するうえで重要な点である。

Ⅱ. 部門別資金過不足

まず「部門別資金過不足－対 GDP 比率」（表 2）によって、96～97年度における目立った動きを序説的にみると、次の点があげられる。

- ① 企業部門は93年度までの資金不足（投資超過）から94年度に資金余剰（投資不足）に転じ、その後その資金余剰額が増加している。企業部門の資金余剰は、企業の設備投資が沈静化し、それが企業貯蓄を下回った状態であるが、景気低迷下の現局面の「資金余剰」は貯蓄超過というよりは「投資不足」の状態にあるというべきであろう。
- ② 公共部門とくに政府部門の資金不足は93年度以降増大し、とくに95年度と97年度に増大した。公共部門の資金不足の対 GDP 比率は97年度6.8%であり、これは89年度の企業部門の同比率に匹敵する数値であり、主要国（97年米国－0.4%、ドイツ－2.6%、フランス－3.0%、英国－2.0%、OECD 資料）に比べても高く、一般財政の深刻な悪化を示すものである。
- ③ 個人部門の資金余剰（貯蓄超過）の対 GDP 比率は96年度5.7%、97年度6.4%であり、94～95年度（9.1%、6.5%）に比べて低下して

いる。これは所得・雇用環境の悪化を背景に個人所得・貯蓄の伸びが鈍化したことによる。

- ④ 海外部門の資金不足の対 GDP 比率は96年度1.4%から97年度2.4%に上昇した。これはわが国経常収支の黒字増大を意味するが、80年代以来の黒字体質のうえに、欧米の好景気、国内景気の停滞、さらに円安効果などの循環的要因が重なってきたことによるものである。

Ⅲ. 国内経済部門の資金調達と運用

——企業金融・財政赤字・個人資産形態——

- (1) 「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）によって資金循環全体の規模をみると、資金調達・運用額はともに80年代終りには100兆円の台（対 GDP 比率30%）を記録したが、その後90年代にはいり年々縮小してきた。そして、97年度の資金調達額は47兆円（対 GDP 比率9%）、運用額は60兆円（同12%）となり、94～95年度のそれぞれの50兆円、66兆円をも下回った。これはピーク89年度に比べると絶対額においてほぼ半減、対 GDP 比率において3分の1の縮小である。これはバブル期に肥大化したマネーエコ

表 2 部門別資金過不足——対 GDP 比率——

（単位：%）

年 度	90	91	92	93	94	95	96	97
企 業	－8.5	－7.2	－5.2	－3.0	0.9	3.3	3.3	1.2
個 人	8.8	8.5	9.3	10.3	9.1	6.5	5.7	6.4
公 共	0.9	1.1	－1.5	－3.4	－5.5	－7.6	－5.1	－6.8
（政 府）	（1.1）	（2.0）	（0.4）	（－0.5）	（－2.0）	（－4.1）	（－1.6）	（－3.8）
金 融	－0.1	0.2	0.7	－1.0	－1.9	－0.3	－2.5	1.6
海 外	－1.1	－2.6	－3.3	－2.9	－2.6	－1.9	－1.4	－2.4

〔出所〕日本銀行調査統計局「資金循環勘定」（以下同じ）。

表 3 国内経済部門の資金調達 FRd (単位 兆円)

年 度	90	91	92	93	94	95	96	97
FRd	77.5	58.2	52.7	42.4	48.7	52.1	41.6	46.8
(対前年比) %	-40.1	-25.0	-9.5	-19.6	+14.7	+7.0	-20.1	+12.5
(対 GDP 比) %	17.7	12.6	11.2	8.9	10.2	10.7	8.3	9.3

(注) FRd : funds raised, domestic nonfinancial sectors.

表 4 国内経済部門の資金運用 FEd (単位 兆円)

年 度	90	91	92	93	94	95	96	97
FEd	94.5	70.9	65.2	61.2	69.7	63.5	50.9	60.2
(対前年比) %	-30.6	-25.0	-8.0	-6.1	+13.9	-8.9	-19.8	+18.3
(対 GDP 比) %	21.5	15.3	13.8	12.8	14.6	13.0	10.1	11.9

(注) FEd : funds employed, domestic nonfinancial sectors.

ノミーが、バブル崩壊後の長期的な景気後退に対応して調整過程を続けてきており、現局面の資金循環もその延長線上にあることを示すものであろう。

なお各年度ともに資金運用額が資金調達額を上回っている。これはわが国経常収支の黒字を映じて国内経済部門全体が「資金余剰」であることに関連する。

(2) 国内経済部門の資金調達額を部門別に見ると (表 5)、バブル崩壊・景気後退の影響を最も敏感に受けたのは企業部門である。すなわち、企業部門の資金調達額は93年度以降年々減少し、96～97年度には2年連続して純減となった。個人部門の調達額は対前年比減少を続けたが、公共部門のそれは年々増加し、とくに97年度には著増した。その結果、96～97年度には公共部門が全体の資金調達額の大勢を占めることになった。これは1954年資金循環統計が作成されて以来初めての現象である。

資金形態別には、借入金が民間金融機関のそれを中心に減少し、とくに96～97年度には純減を記録した。公的金融機関借入金も93～94年度に比べて95年度以降減勢している。証券発行額は95年度以降国債の増発を中心に増加したが、

表 5 資金調達 FRd の内訳 (単位 兆円)

年 度	93	94	95	96	97
FRd	42.4	48.7	52.1	41.6	46.8
企 業	13.7	6.5	4.5	-1.6	-2.3
個 人	5.4	7.5	8.4	4.3	2.0
公 共	23.3	34.6	39.2	38.9	47.1
借入金	28.0	24.0	18.0	3.7	3.9
民 間	3.8	-0.7	7.4	-10.5	-7.0
公 的	24.1	24.7	10.6	14.2	10.9
証券発行	16.1	25.0	30.9	29.9	36.7
国 債	14.2	14.0	18.7	19.5	26.4
その他公共債	6.6	8.0	9.2	7.5	4.8
事業債	3.7	4.0	3.9	3.4	0.1
株 式	0.9	0.9	0.9	1.9	2.1
外 債	-2.0	-2.5	-1.7	-2.6	-3.5
CP 発行	-1.0	-0.4	-0.6	0.8	4.2
対外借入	-0.6	-0.0	3.7	7.1	2.0

(注) 本表は前掲表 3「国内経済部門の資金調達」の内訳表。

株式・外債の発行は不振に終わった。

このように資金調達面では民間金融機関借入金の減少と国債の増発が突出し、国債時代の再来となった。これらは部門別には企業部門の資金調達減、公共部門の調達増の対照的な動きに集約されることになった。

(3) 次に国内経済部門の資金運用額 (金融資産増加額) を部門別に見ると (表 6)、貯蓄形成の主体である個人部門の96～97年度の額 (年

表6 資金運用 FEd の内訳

(単位 兆円)

年度	93	94	95	96	97
FEd	61.2	69.7	63.5	50.9	60.2
企業	0.9	12.9	14.0	5.1	16.7
個人	50.0	51.3	43.6	31.2	33.4
公共	10.3	5.4	5.8	14.5	10.1
現金・預金	26.9	36.1	34.3	22.7	39.5
現金	1.6	1.9	4.2	2.1	3.8
預金	11.9	20.2	14.3	9.2	20.0
(要求払	(6.0	(4.8	(23.9	(9.3	(11.3
定期性	(7.2	(13.6	(-20.0	(-0.6	(5.4
郵貯	13.4	14.0	15.8	11.4	15.7
信託	5.8	5.0	0.3	4.6	1.1
投信	-0.3	-4.3	1.9	0.2	-5.1
保険	24.0	21.3	20.2	8.1	7.8
(生保	(15.2	(13.0	(12.0	(1.1	(0.1
簡保	(8.8	(8.3	(8.2	(7.0	(7.7
証券	-9.1	2.7	-6.5	-1.8	-6.3
(債券	(-4.5	(5.8	(-3.7	(0.9	(-4.1
株式	(-4.6	(-3.1	(-2.8	(-2.7	(-2.2
CP運用	-0.8	0.9	-1.2	0.9	1.6
運用部預託金	9.5	7.2	4.5	14.9	9.5
政府当預	3.8	-5.2	2.9	-1.9	3.1
対外信用	1.5	5.9	7.1	3.1	9.1

(注) 本表は前掲表4「国内経済部門の資金運用」の内訳表。

率) 30兆円は93~94年度(50兆円)に比べて大幅な減少である。企業部門の資金運用額は96年度5兆円から97年度17兆円に増加した。

資産形態別には現金・預金が96年度23兆円から97年度40兆円に増加した半面、信託・投信・保険・証券投資などが軒並みに伸び悩まないし純減となった。このように97年度の特徴は、現金・預金とくに要求払預金など通貨流動性が大幅に増加した点であり、これが企業・個人両部門の資金運用額増加の主要部分となった。これは金融システム不安のもとで企業・家計が流動性リスク・信用リスクにそなえて流動性選好を高めたことの表われであるといえる。

(4) 「部門別資金過不足」バランスの特色として、企業部門の「資金余剰」の恒常化、公共

部門の「資金不足」の大幅拡大、個人部門の「資金余剰」の伸び悩みを述べたが、ここでは各部門の資金調達・運用の動きとの関係について再説しよう。

企業部門が94年度に資金不足部門から資金余剰部門に変化し、その状態が持続していることの事情として、投資活動の低調から資金調達額が94年度以降急激に減少し、とくに96~97年度は銀行借入などが純減したことに加え、資金運用額が預金を中心に増加したことがあげられる。また公共部門の資金不足の拡大は、もっぱら中央・地方財政の赤字ファイナンスのため国債・地方債等の公共債の発行額が増加したことによる。個人部門では現金・預金の保有額が大幅に増加したが、半面、保険などの非流動的資産の増勢が鈍化し、これが同部門の資金余剰額の伸び悩みに大きく響いたのである。

IV. 「広義金融市場」の資金仲介

——金融機関と証券市場——

(1) ここで「広義金融市場」Financial markets (表7)とは、民間・公的の全金融機関と証券市場を含む全金融機構をさし、表の左側(借方)は資金の供給、右側(貸方)は資金の吸収を記録し、両者のバランス関係を対比したものである。本表の資金の供給・吸収はいずれも対内・対外取引に分けられ、対内取引は前述の国内経済部門の資金調達・運用に対応し、対外取引は国際収支資本勘定の資産増・負債増にそれぞれ対応する。その意味で、「広義金融市場」の貸借両サイドの計数は、開放体制下の投資・貯蓄・経常収支尻を結ぶ金融仲介の経路と形態を示す。

(2) 94年度計数によって表7のしくみの説明

表 7 広義金融市場の資金仲介

(単位 兆円)

年 度	93	94	95	96	97	年 度	93	94	95	96	97
資金供給 FOF	64.9	61.9	86.9	76.8	75.5	資金吸収 FOF	64.9	61.9	86.9	76.8	75.5
(Ⅰ)国内向 DC	54.9	47.6	65.9	52.8	57.4	(Ⅲ)国内資金 DF	68.9	59.9	75.1	59.7	69.5
1 金融機関	57.9	39.5	62.2	34.8	51.0	1 金融機関	69.6	60.2	64.1	48.6	55.8
民間金融	27.5	11.0	29.7	9.8	18.6	民間金融	34.1	35.9	32.7	17.2	19.8
(銀行等)	(19.8)	(0.4)	(20.9)	(10.5)	(17.8)	(△M+CD)	(9.2)	(17.0)	(18.6)	(11.0)	(20.0)
(その他)	(7.7)	(10.6)	(8.8)	(-0.7)	(0.8)	(その他)	(24.9)	(18.9)	(14.1)	(6.2)	(-0.2)
公的金融	30.4	28.5	32.5	25.0	32.4	公的金融	35.5	24.3	31.4	31.4	36.0
2 証券市場	-7.7	5.9	-5.9	7.2	-2.6	<調整>	(5.5)	(-12.1)	(9.8)	(0.8)	(7.2)
3 外資市場	4.7	2.2	9.6	10.9	8.9	2 証券市場	-7.7	5.9	-5.9	7.2	-2.6
(Ⅱ)対外債権 FC	10.0	14.3	21.0	24.0	18.1	3 対外信用	1.5	5.9	7.1	3.1	9.1
1 金融機関	5.5	8.0	7.2	19.1	8.1	(Ⅳ)対外債務 FD	-4.0	2.0	11.8	17.1	6.0
2 その他	1.1	2.5	7.7	2.8	9.2	1 金融機関	-6.8	3.4	1.3	5.7	-3.9
3 外準増	3.4	3.8	6.1	2.1	0.8	2 その他	2.8	-1.4	10.5	11.4	9.9
(注)金融機関貸出	28.0	24.0	18.0	3.7	3.9	(注)(Ⅲ-Ⅰ)	14.0	12.3	9.2	6.9	12.1
”証券投資	29.9	15.5	44.2	31.1	47.1	= (Ⅱ-Ⅳ)					

(注) FOF : flow of funds, DC : domestic credits, DF : domestic funds, FC : foreign claims, FD : foreign debts.

から始めよう。

対内与信 DC 57兆円は、金融機関の貸出・証券投資51兆円（貸出 4 兆円、証券投資47兆円）、すなわち「間接金融」がその主要経路（民間金融19兆円、公的金融32兆円）である。バブル崩壊以降、民間金融機関とくに銀行の貸出が伸び悩み（97年度 7 兆円純減）、それを補完するかたちで公的金融機関貸出が伸長してきた。民間および公的金融機関の証券投資は国債などの債券が大半を占めている。証券市場を通ずる資金供給、すなわち「直接金融」は - 2 兆円と振わないが、海外からの資金の直接流入は 9 兆円を記録した。

国内資金 DF 69兆円の根幹は金融機関の預貯金等56兆円であり、民間金融の預金・信託・投信・保険が20兆円、公的金融の郵貯・簡保・厚生年金預託金等が36兆円である。民間金融の資金吸収は96～97年度続けて公的金融のそれを下回ったが、これは信託・生保等の伸び悩みが大きく響いたためである。

次に対外与信（対外債権増加）FC は18兆円、その内訳は金融機関の債権 8 兆円、企業の対外与信 9 兆円、外貨準備増 1 兆円である。企業の対外与信は企業の対外証券投資・直接投資などであり、上述の国内資金 DF 中の「対外信用」がその資金源となる。

海外資金（対外債務増加）FD は 6 兆円であり、金融機関債務（預金・借入金）は - 4 兆円、企業の対外債務10兆円である。企業の対外債務は海外からの対内証券投資・直接投資などであり、「広義金融市場」を経由して国内企業への信用供与となる。それは上記の対内与信 DC 中の「外資市場」9 兆円として記録される。

「広義金融市場」の対内外資金流入のバランス関係において、国内経済部門からは流入（吸収）超過12兆円、海外部門に対しては流出（供給）超過12兆円である。これは、国内経済の貯蓄超過に応じて、対内的には同部門の資金運用超過（資金余剰）の状態が「広義金融市

表 8 M_2+CD 増減と信用面の対応

(単位 兆円)

年 度	M_2+CD (A)	対外純資産 (B)	国内信用 (C)	対財政 (D)	国 債	対地公 (E)	対民間 (F)	貸 出	その他 (G)	金融債
86～90	190.9	▲17.6	227.5	18.6	16.4	▲0.1	209.0	183.7	▲19.0	▲20.5
91～95	55.2	73.5	38.7	▲6.1	3.5	9.1	35.7	21.6	▲57.0	▲7.0
96～97	31.0	7.6	12.7	13.5	16.2	1.6	▲2.4	▲1.9	10.7	11.2
93	9.2	13.5	8.4	6.1	0.7	2.2	0.1	▲2.5	▲12.7	0.6
94	17.0	0.9	2.9	▲4.6	▲0.9	1.9	5.5	1.3	13.2	0.5
95	18.6	3.8	6.9	▲5.2	2.8	2.2	9.9	6.6	7.9	1.3
96	11.0	▲0.3	11.5	9.7	8.2	1.2	0.6	1.0	▲0.2	1.4
97	20.0	7.9	1.2	3.8	8.0	0.4	▲3.0	▲2.9	10.8	9.8

(注) $A = B + C + G$ $C = D + E + F$ 金融債 ▲印増加, プラス解約。

場」における資金流入超過の源泉となり、対外的には経常収支黒字が資本収支面での貸付超過（外準増を含む）であることを示す。

(3) 表 7 において96～97両年度の金融機関の対内与信86兆円は94～95両年度102兆円に比べてかなりの収縮であり、とくに民間金融機関の与信の減勢が著しい（41兆円→28兆円）。資金形態では貸出（42兆円→8兆円）が収縮し、証券投資（60兆円→78兆円）は国債引受けを中心に逆に増加した。ちなみに証券市場に通じる資金の流れ（直接金融）は、96年度が7兆円にとどまり、97年度は純減となった。前述のように国債発行額は大幅に増加したが、その大部分が民間・公的金融機関によって引き受けられたのである。

他方、金融機関の資金吸収面においても、96～97両年度の104兆円は94～95両年度の124兆円を下回っている。とくに民間金融機関の不振が著しく（69兆円→37兆円）、公的金融機関のそれは郵貯・簡保の堅調を映じてむしろ増加（56兆円→67兆円）した。

とくに民間金融機関の預金等の増加をマネーサプライ M_2+CD と「その他」に分けると、 M_2+CD の増加は94～95両年度の35兆円から96～97両年度の31兆円へと若干収縮したが、

「その他」は33兆円から6兆円へと大幅に減額となった。これは前述のように、ここ数年金融債・投信・生保払込みが解約ないし伸び悩んでいることによるものである。

(4) 表 8 によって「 M_2+CD 増減と信用面の対応」関係をみよう。94～95両年度には M_2+CD 増加は35兆円、これに対応する信用面では銀行組織の対外資産の増加は5兆円、国内信用額10兆円（貸出8兆円、国債2兆円）、その他20兆円（金融債・信託の解約など）であり、96～97両年度には M_2+CD 増加は31兆円、信用面では銀行組織の対外資産増7兆円、国内信用増13兆円（貸出減2兆円、国債16兆円）、その他11兆円（うち金融債解約11兆円）である。

96～97年度の計数について、「国内信用」のうち財政部門への信用供与が民間部門へのそれを大きく上回っており、金融債の解約等の「その他」（11兆円）が「国内信用」（13兆円）にかなり近い大きな額に達している。金融債の解約等の「その他」は新しい銀行信用の追加供与でなく、銀行の預金以外の債務勘定から預金とくに要求払預金勘定へのシフトにとどまるものである点で、現局面において注目を要する動きである。

(5) 次に、表 9 「資金需給実績」によって、

表 9 資金需給実績 (単位 兆円)

年度	銀行券 (B)	財政 (G)				資 金 過不足	日銀信用 (N)					準備預金 (R)
			一般財政	国 債	外 為			貸 出	手形 CP オペ	TB FB オペ	債券オペ	
86～90	▲11.4	0.9	11.5	▲13.9	3.3	▲7.3	9.3	1.0	2.2	▲0.6	6.8	2.0
91～95	▲8.4	▲6.8	31.7	▲49.5	11.0	▲15.2	13.3	▲3.2	0.5	1.3	13.3	▲1.9
96～97	▲6.9	6.4	27.6	▲22.4	6.2	▲0.4	2.6	3.7	▲17.1	0.9	8.8	2.2
95	▲4.0	▲5.6	6.0	▲17.5	5.6	▲9.6	9.1	▲2.9	4.1	1.4	5.1	▲0.5
96	▲3.2	7.7	20.9	▲14.4	0.6	4.5	▲4.4	▲0.4	▲7.7	▲0.8	4.7	0.1
97	▲3.7	▲1.3	6.7	▲9.0	▲0.4	▲5.0	7.1	4.1	▲9.4	1.7	4.1	2.1

(注) (1) (B + G) + N = R
(2) 日銀信用の内訳

(単位 兆円)

	日銀信用									
		貸 出	買入手形	売出手形	買入 CP	TB FB オペ	レポオペ	債券短期 売買	債券オペ	
95	9.1	▲2.9	4.0	▲1.5	1.6	1.4	—	1.4	5.1	
96	▲4.4	▲0.4	▲3.7	▲2.4	▲1.6	▲0.8	—	▲0.1	4.7	
97	7.1	4.1	▲0.1	▲14.6	5.3	1.7	6.8	▲0.3	4.1	
97/10～3	2.1	4.4	0.5	▲18.3	5.3	1.7	6.8	▲1.1	2.7	
98/ 4～9	4.1	▲2.1	▲0.6	7.5	0.3	▲0.6	▲1.9	▲0.9	2.9	

銀行の与信活動のベースと関係する「日銀信用」の増減の推移をみよう。同表は銀行券と財政資金の対民間収支から短期金融市場におけるベースマネーの需給関係をみるもので、銀行券の発行と財政の揚超は金融逼迫要因、銀行券の還収と財政の散超は逆に緩和要因である。これら市場資金の需給過不足に対して「日銀信用」が供与され、量的調整の差は銀行の準備預金の増減となる。

表 9 において86～90年度のバブル期には銀行券は大幅な増発になったが、財政の対民間収支はほぼ中立的であったため、日銀信用の増加はおもに銀行券発行の資金手当にむけられた。91～97年度の7年間も通算すれば、日銀信用の増加は銀行券の増発におおむね見合っている。97年度に限ると、日銀信用の増加7兆円は、銀行券増発3.7兆円、財政資金の引揚げ超による市場資金の不足1.3兆円の補填に当てられ、残りの日銀信用供与2兆円は銀行の準備預金の積み増2.1兆円となった。なお日銀信用増加7兆円

は売出手形14.6兆円を相殺した純額である。売出手形は余資吸収手段として用いられたもので、実質的には利付きの準備預金の積み増しとみることもできる。

V. 金融資産負債残高バランス

(1) これまでは資金循環のフロー（流れ）をみてきたが、ここで転じて金融資産負債残高すなわちストック面をみる。表10は、金融機関・国内経済・海外の3部門システムの97年度末残高バランス表である¹⁾。

国内経済部門は実体経済活動を営む企業・個人・公共3部門を総合したものであり、その資産残高は1,922兆円である。金融機関部門は日本銀行・民間金融機関・公的金融機関の総合勘定であり、その資産残高は1,886兆円である。国内経済と金融機関の両部門残高はほぼ拮抗している。

この両部門を結ぶ「金融仲介」項目は、国内

表10 1997年度末 金融資産負債残高バランス

金 融 機 関				国内経済（企業・個人・公共）（単位 兆円）			
貸 出	1,016	現金・預金	938	現金・預金等	1,612	借 入 金	1,016
（ 民 間	（ 700	信託・投信・保険	498	（ 現金・預金	（ 938	（ 民 間	（ 700
公 的	（ 316	政府預託金等	176	（ 信託・投信・保険	（ 498	公 的	（ 316
証券投資	615	証券発行	151	政府預託金等	（ 176	証券発行	720
（ 債 券	（ 481	（ 債 券	（ 93	証券投資	205	（ 債 券	（ 458
株 式	（ 133	株 式	（ 57	（ 債 券	（ 62	株 式	（ 262
CP 運用	9	対外債務	79	株 式	（ 143	CP 発行	13
対外債権	217	そ の 他	45	CP 運用	4	対外借入	45
外貨準備	29		1,886	対外債権	101	そ の 他	4
	1,886				1,922	〈対外純資産〉	123
							1,922
海 外				（参考）証 券 市 場			
対日債権	227	対日債務	350	（保有）		（発行）	
対金融機関	79	対金融機関	217	金融機関	615	金融機関	151
対日証券投資	96	対日企業借入	101	国内経済	205	（ 債 券	（ 93
対日企業貸付	45	外貨準備	29	（ 公 共	（ 9	株 式	（ 57
〈日本の対外純資産〉	123			（ 企 業	（ 104	国内経済	720
	350		350	個 人	（ 93	（ 債 券	（ 458
				海 外	96	株 式	（ 262
					916	為 券	30
						〈差〉	15
							916

経済の資産として現金・預金・信託・保険など1,612兆円、同負債として借入金1,016兆円および金融機関の証券投資615兆円である。国内経済部門資産残高に対する比率は、預貯金等が84％、借入金が53％、これに金融機関証券投資の比率32％を加えた比率は85％となる。残高ベースでみる金融機関経由の金融仲介のシェア84～85％は、わが国「間接金融」優位の姿を示す数値であるといえよう。

一方、「直接金融」の指標として国内経済部門の証券投資残高は205億円であり、同部門の資産残高1,922兆円に対する比率は11％となる。なお参考表の「証券市場」における証券発行残高916兆円に対して国内経済部門の保有残高は205兆円、全体の22％であり、金融機関の保有比率67％の3分の1である。

わが国の対外資産残高（海外部門の貸方残高）は350兆円、対外負債残高（海外部門の借方残高）は227兆円、したがって対外純資産残高は123兆円である。国内経済部門の資産残高に対する比率では、対外資産残高は18％、対外負債残高は12％、対外純資産残高は6％である²⁾。

このように国内経済部門の資産残高ベースでみた大雑把な尺度であるが、「間接金融」の比率は85％、「直接金融」のそれは11％となり、間接金融のシェアは高い。残りが対外取引関係であり、対外資産残高は18％、対外純資産残高は6％となる。

(2) 次に表11・表12によって国内経済部門の金融資産負債残高の90年度末・95年度末・97年度末の推移を対比してみる。ここでは金融資産

表11 国内経済部門金融負債残高

(単位 兆円)

年 度	90	95	97	
金融機関借入金(X)	862.9	1,009.4	1,016.7	
民間金融	665.8	718.4	700.6	
(銀行借入)	(445.9)	(482.7)	(478.0)	
公的金融	197.1	291.0	316.1	
証券発行(Z)	641.7	701.5	720.6	
FB(為券除く)	7.2	0.6	7.6	
国 債	168.5	228.0	273.9	
地方債・公団債	44.8	75.7	88.1	
事 業 債	39.7	60.5	63.9	
外 債	33.4	26.1	25.4	
株 式	348.0	310.6	261.6	
CP発行	11.2	7.8	12.8	
対外借入	30.5	42.7	45.5	
〈合計〉(B)	1,546.3	1,761.4	1,795.6	
(対GDP比%)	352.4	360.1	355.8	
部門別	〔企 業	961.0	1,007.9	949.5
	個 人	273.2	314.6	320.9
	公 共	312.1	438.9	525.2
	(政 府)	(191.8)	(257.3)	(314.3)
対GDP	〔企 業	219.0	206.0	188.2
	個 人	62.3	64.3	63.6
	公 共	71.1	89.7	104.1
	(政 府)	(43.7)	(52.6)	(62.3)
(%)	〔X/GDP	196.6	206.3	201.5
	Z/GDP	146.2	143.4	142.8

負債残高の対GDP比率でみることにする。

表11において金融負債残高の対GDP比率は90年度352%から95年度360%に上昇したが、97年度356%に低下、7年間通算して若干の上昇(+3.4%)にとどまった。

部門別には企業部門が90年度219%から97年度188%に低下(-30.8%)した半面、公共部門が71%から104%に上昇(+33.0%)した。公共部門の97年度末債務残高はGDPの規模を超過し、この債務比率の上昇が企業部門の比率低下を相殺することになった。

項目別には民間金融機関借入金(-12.9%)、株式(-27.5%)が低下し、公的金融機関借入金(+17.7%)、国債(+15.9%)の上

表12 国内経済部門金融資産残高

(単位 兆円)

年 度	90	95	97	
現金・要求払預金	137. 1	190. 7	217. 1	
定期性預金	424. 9	439. 1	443. 9	
郵便貯金	136. 3	213. 4	240. 5	
外貨預金CD	25. 1	32. 4	36. 5	
〈小計〉	〈723. 4〉	〈875. 7〉	〈938. 1〉	
信託・投信	147. 3	172. 1	172. 8	
債券・CP	66. 1	64. 5	66. 0	
生保・簡保	199. 5	309. 5	325. 4	
株 式	235. 3	196. 2	143. 2	
政府預託金等	100. 5	150. 5	176. 1	
対 外 信 用	63. 0	59. 5	101. 3	
〈合計〉A	〈1, 535. 2〉	〈1, 828. 1〉	〈1, 922. 9〉	
(対 GDP 比%)	349. 9	373. 7	381. 1	
部門別	企 業	456. 1	453. 2	479. 8
	個 人	941. 7	1, 182. 9	1, 227. 1
	公 共	137. 4	191. 9	216. 1
対 GDP 比 (%)	企 業	103. 9	92. 6	95. 1
	個 人	214. 6	241. 8	243. 2
	公 共	31. 3	39. 2	42. 8
(参考) M ₁ 末残	124. 6	174. 6	198. 0	
M ₂ +CD	504. 9	560. 1	589. 8	
L (推計)	936. 9	1, 112. 3	1, 176. 9	
対 GDP 比 (%)	M ₁	28. 4	35. 7	39. 2
	M ₂ +CD	115. 0	114. 5	116. 9
	L	213. 5	227. 4	232. 2

昇が目立ち、その他公共債(+7.3%)も上昇した。

表12の金融資産残高の対GDP比率は90年度350%から95年度374%に、97年度381%に上昇し、7年間通算で+31.2%となった。

部門別には企業部門が7年間で104%から95%に低下(-8.8%)したが、個人部門は215%から243%(97年度末1,227兆円)に(+28.6%)、公共部門も31%から43%(+11.5%)に上昇した。

項目別には現金・預金、とくに要求払預金が増加し、M₁(末残)の対GDP比率は28%から39%に上昇(+10.8%)したが、定期性預金は伸び悩み(97%→88%→88%)、M₂+CD

表13 金融機関預貸証バランス対 GDP 比

(単位 %)

(Ⅰ) 合計残高	年度 90	95	97
全金融機関	350.6	369.5	374.0
〈兆円〉	〈1,539〉	〈1,807〉	〈1,886〉
日本銀行	9.2	10.4	14.1
民間金融	274.4	262.9	258.0
公的金融	72.1	98.1	106.6
調整	▲4.8	▲1.9	▲4.4
(Ⅱ) 与信残高	年度 90	95	97
全金融機関	304.1	325.7	323.3
貸出金	196.6	206.3	201.5
証券投資	107.5	119.4	121.8
(国債)	(32.4)	(44.0)	(51.2)
民間金融	229.8	225.9	213.2
貸出金	151.7	146.8	138.8
証券投資	78.1	79.1	74.4
(国債)	(16.1)	(22.4)	(24.5)
公的金融	68.4	92.4	99.9
貸出金	44.9	59.5	62.6
証券投資	23.5	32.9	37.3
(国債)	(14.5)	(17.8)	(21.9)
(Ⅲ) 受信残高	年度 90	95	97
全金融機関	285.7	327.4	336.1
預貯金	157.4	170.7	176.7
信託・投信保険	79.1	98.5	98.8
民間金融	211.0	226.1	223.0
預金	128.2	128.7	131.0
公的金融	69.2	95.3	105.9
郵貯	31.1	43.6	47.7

(注)

(Ⅰ) 合計残高：表8金融機関部門計数

(Ⅱ) 与信残高：貸出金・証券投資

(Ⅲ) 受信残高：

民間金融 預金・信託・投信・保険・金融債

公的金融 郵貯・簡保・公庫債・資金運用部預託金

(末残)の比率は115%から117%へのわずかな上昇(+1.9%)にとどまった。これに対し、郵便貯金は31%から48%に好伸(+16.6%)、それが大きく響いてL(広義流動性)の比率は213%から232%へ上昇(+18.7%)した。このほか非流動的資産として保険(+29.0%)、株式(-25.2%)、資金運用部預託金(+11.0%)、対外信用(+5.7%)などがある。保険の比率上昇は個人部門、資金運用部預託金の

表14 国債部門別保有残高

(単位 兆円)

年 度	90	95	97
日本銀行	7.7	18.6	24.1
民間金融	70.8	109.6	123.6
銀行等	47.8	47.7	49.4
(銀行)	(33.1)	(28.3)	(33.3)
信託勘定	11.5	21.6	22.0
投信	4.0	3.8	3.1
保険会社	5.7	31.9	32.9
証券会社	1.5	4.4	6.4
公的金融	63.8	87.1	110.8
金融(計)	142.4	215.3	258.6
民間・海外	26.1	12.7	15.3
(うち個人)	(12.6)	(3.7)	(5.1)
発行残高	168.5	228.0	273.9

それは公共部門のそれぞれの保有比率の上昇に寄与することになった。

97年度対外資産残高は350兆円、同純資産残高は123兆円であることは前に述べたが、前者の対GDP比率は90年度60%、95年度58%、97年度69%、後者の同比率はそれぞれ10%、16%、24%となる。とくに対外純資産残高の比率が年を追って上昇しており、これはわが国経常収支黒字が定着しているためである。

(3) 転じて、資金の貸し手である金融機関部門の預貸証バランスの動きについてみよう(表13参照)。

まず金融機関全体の資産残高の対GDP比率は、90年度351%、95年度369%、97年度374%となだらかに上昇している。そのうち貸出金の比率(97年度201%)自体は証券投資の比率(122%)よりももちろん高いが、7年間の上昇幅は証券投資(+14.3%)が貸出金(+4.9%)をはるかに上回っている。これは民間・公的金融の両内訳部門ともに大量国債の大手引受け先であることに関連する(表14参照)。

民間金融・公的金融の内訳部門別には、貸出

表15 日本銀行主要勘定 (単位 兆円)

年 月	90/12	95/12	97/ 9	12	98/ 3	6	9	12
(資 産)								
買 入 手 形	6.9	10.4	4.7	9.5	10.6	3.6	10.3	13.7
保 管 国 債	—	—	—	2.3	6.1	2.4	4.4	5.0
国 債	31.5	37.5	45.6	47.3	52.8	55.6	48.9	52.0
(政府短期証券)	(22.5)	(16.3)	(21.2)	(19.2)	(27.6)	(30.6)	(22.5)	(23.4)
貸 出	6.3	2.4	0.8	4.6	5.2	3.1	3.1	1.8
預金保険機構貸付金	—	—	0.3	0.3	1.7	2.0	1.0	8.0
外 国 為 替	3.0	2.5	3.3	3.3	3.3	3.1	3.6	3.4
国債借入担保金	—	—	—	2.5	6.8	2.7	5.0	5.5
(負 債)								
発 行 銀 行 券	39.8	46.2	44.5	54.6	49.0	49.7	48.6	55.8
当 座 預 金	4.9	3.3	3.9	3.5	5.8	4.0	5.7	4.3
政 府 預 金	0.5	0.3	0.6	0.5	4.9	0.5	0.6	0.5
売 出 手 形	—	—	2.0	5.1	20.3	13.0	12.8	19.5
借 入 国 債	—	—	—	2.3	6.1	2.4	4.4	5.0
〈その他共計〉	49.1	54.3	56.5	71.4	91.5	75.4	78.4	91.2

プラス証券投資残高の比率は民間金融が若干低下（90年度230%→97年度213%）したが、公的金融のそれは大きく上昇（68%→100%）した。受信面でも民間金融の比率は90～95年度では若干上昇したが、96～97年度に低下した（211%→226%→223%）。公的金融の比率は7年間を通じて上昇（69%→95%→106%）した。金融不安のもとで民間金融と公的金融の間には資金供給・吸収の両面において明暗の差がはっきりと現われている。

(4) 表13において日本銀行の対 GDP 比率は90年度 9 %から97年度14%に上昇している³⁾。そこで表15によって日銀主要勘定の動きをみてみよう。

98年12月末合計残高は91兆円、そのおもな資産科目は国債が首位で52兆円（うち政府短期証券23兆円）、ついで買入手形13兆円、預金保険機構貸付金 8 兆円、国債借入担保金 5 兆円、保管国債 5 兆円であり、貸出金は1.8兆円である。負債科目の首位はもちろん発行銀行券55兆円、ついで売出手形19兆円が注目され、以下、

借入国債 5 兆円、当座預金（準備預金） 4 兆円の順位である⁴⁾。

98年12月末合計残高は97年12月比で20兆円の大幅増加（97年間増加10兆円）となった。勘定科目別には資産サイドでは国債4.7兆円増（うち政府短期証券4.2兆円増）、買入手形4.2兆円増、国債借入担保金3.0兆円増、保管国債2.7兆円増、預金保険機構貸付金7.7兆円増、貸出金2.8兆円減、負債サイドでは発行銀行券1.2兆円増、売出手形14.4兆円増、借入国債2.7兆円増、当座預金0.8兆円増などがそのおもなものである。97年に大幅に増加（4.0兆円）した発行銀行券は、98年には金融システム問題の落着きから増勢一服したが、余資吸収手段として売出手形が大幅に増加した。

ともかく、この1年間、銀行券需要の増加は前年に比べて小幅になったが、日銀は手形オペ・国債オペ・レポオペ・貸出などの諸手段によって、市場金利低目誘導と金利システムの安定確保のために金融市場に多額の流動性を供給してきたといえよう。

VI. 現局面の資金循環の 特色と問題

——「資金循環の図式論」の視点——

(1) 以上、90年代とくに96～97年度を中心に資金循環計数を検討してきた。90年代初めのバブル崩壊とその後の景気後退によって資金循環は一連の調整過程を続けてきた。この調整過程は、金融面の縮小と実体経済活動の鈍化との作用・反作用の相互関係によって進められた。そして、96～97年度には景気局面がさらに深刻化し、金融不安の影響も加わり、資金循環にも次のようないくつかの注目すべき動きが観察された。

① 企業部門は94年度以降、資金不足（投資超過）の部門ではなく、資金余剰（投資不足）の状態が恒常化し、半面、公共部門の資金不足（貯蓄不足）が拡大した。また個人部門の資金余剰（貯蓄超過）は伸び悩みの状態である。

② そうした状態のもとで、資金循環全体の規模は90年代を通じて趨勢的に縮小しており、とくに96～97年度にはいっそう縮小し、その態様にも目立った変化が生じている。

③ そのおもな変化は信用面では銀行貸出の減少、国債発行の増大、企業・家計の金融資産面では現金・預金の保有増加、非流動的資産の伸び悩みである。その結果、97年度末公共部門の債務残高は525兆円、GDPの規模を上回った。

④ 「広義金融市場」における資金仲介の流れ全体の規模は縮小した。なかでも、民間金融機関とくに銀行の貸出が純減し、これが資金仲介全体の減勢の主因となった。半面、公的

金融機関の貸出は増加し、民間・公的金融機関ともに国債等の証券投資が拡大した。

⑤ この間日銀勘定残高は増大、発行銀行券残高の増加とほぼ見合って日銀信用とくに国債（FBを含む）残高が増大した。98年は日本銀行は景気回復と金融システム安定確保のために市場金利低目誘導政策を探り、金融市場に必要な流動性を潤沢に供給してきた。

(2) ここで筆者が提唱する「資金循環の図式論」の観点から、現局面の資金循環の態様を解釈し小論の「むすび」としよう。「図式論」自体については前稿等で繰り返しふれたので、ここでは簡単な説明にとどめたい⁵⁾。

資金循環の総過程は通貨の産業的流通と資金の金融的流通から成るが、これは次の5過程に分けてみることができる。

(1) 銀行の短期信用の供与と預金通貨の供給

(2) 「投資－所得－消費・貯蓄」の所得循環の過程

(3) 貯蓄資金の運用、金融資産の形成

(4) 貯蓄資金の再投資（投資金融の確定化）、(3)(4)合わせて資金仲介

(5) 銀行間短期金融市場と中央銀行の金融調整

実際には、こうした資金循環の流れ（フロー）が数限りなく同時併行的に進行しており、現実の資金循環バランスは経済全体としての集計量である。筆者の提唱する「図式論」は、資金循環のバランス計数から資金循環全体の「姿」とその「動き」の筋道をとらえる基本的ヴィジョンにかかわる、ひとつの金融経済の基本的な考え方である。

(3) 「図式論」が描く資金循環のヴィジョンは、典型的には通貨・信用面では銀行の信用創

造活動が、生産・所得面では企業の投資活動がそれぞれ先行する「ケインズ・シュンペーター的」な成長経済型の資金循環である。

そこで、初めに1960年代の高度成長期の資金循環の図式を簡単に述べよう。

資金循環の始発点は銀行の対企業貸出であり、これによって企業の設備投資資金がまかなわれた（第1過程）。これが産業的流通に支出され、「高投資－高成長」の過程が進められ、巨額の個人貯蓄が形成される（第2過程）。個人貯蓄の大部分は銀行預金とくに定期性預金の増加にむけられた（第3過程）。すなわち、銀行勘定では貸出によって創出された企業の要求払預金が個人の定期性預金にシフトする。この場合、定期性預金を見合いに長期貸出がおこなわれ、それが初めの短期貸出に置き換えられると、投資金融が長期信用によって確定化（consolidation）されることになる（第4過程⁶⁾。

こうして高度成長期の資金循環は、銀行信用の拡大がその起点となり主軸となっており、預貸併進と経済拡大が好循環的に作用することによって、その規模を拡大してきた。そして、企業部門の増大する資金不足（投資超過）と個人部門の巨額な資金余剰（貯蓄超過）は、おもに銀行貸出－預金の「間接金融」機構によって仲介されてきた。その間、民間の現金需要の増大はおもに日銀貸出によってまかなわれ、銀行の「オーバーローン」現象が顕在化した（第5過程）。

(4) 70年代および80年代前半を越えて80年代後半の「プラザ合意」以降における円高・低金利政策時代に移ろう。この時期は銀行貸出の増大と株式市場の盛行が併進するかたちで資金循環は急速に拡大した。

円高下の低金利政策の進展過程において、銀行貸出による通貨の造出分が資金循環拡大の主軸となり、経済拡大にともなう取引決済の増加に吸収された。同時に、多額の創出通貨が巨額の貯蓄資金とともに、活気づいた証券市場や不動産市場に流入した。株価・地価は上昇し、これが銀行借入の担保価格を高め、さらに貸出増加につながった。66年代の高度成長期における「預貸併進」現象は、第1過程と第2過程の往復作用で進められたが、バブル期の「預貸併進」は、むしろ第1過程と第4過程の往復作用によって進められた点に特色がみられる。こうして資金循環全体の規模は、銀行貸出（第1過程）と経済拡大（第2過程）の相互作用のみならず、資産価格の上昇（第3・4過程）との相互作用によっても限りなく拡大した。これが実体経済に比べてマネーエコノミーが肥大化したメカニズムであり、「資産インフレ」あるいは「バブル発生」の実態である。

90年代初めにバブルは崩壊、株価・地価は下落し、「資産インフレ」は「資産デフレ」に一転した。景気も後退局面にはいり、金融機関には巨額の不良債権が発生し、金融不安に発展した。そして不良債権処理が遅れて、これがまた景気低迷の長期化、株式市場不振の深刻化をきたした。こうして景気低迷・金融不安のもとで金融経済は調整過程を続け、資金循環の規模は縮小してきたが、96～97年度にはこうした動きが一段と強まったのである。

「図式論」の視点から、これら現局面の資金循環の縮小の態様をどのようにとらえることができるか。これが次の問題である。

(5) 資金循環の始発点（第1過程）の「銀行信用の供与」において、銀行の対企業貸出は伸び悩まないし収縮すら示したが、半面、国債の

引き受けは増大し、また外国為替の買取りも増加した（前掲表8）。これは、景気低迷下の部門別資金過不足バランスにおいて、企業部門は「資金余剰」部門となり、公共部門および海外部門の「資金不足」が拡大したことに照応するものである。銀行の国債引き受けは、国債発行代り金が政府の追加財源となり、これに基づいて財政支出がおこなわれると、その分は民間への通貨の供給（銀行預金の増加）となる。また銀行の外国為替の買取りは外貨債権見合いに円貨（通貨）の供給となる。

実体経済活動面（第2過程）では、財政支出や純輸出の増加は企業投資とともに生産－所得循環における乗数的拡大の流れの始発点となる。しかし97年度の場合、純輸出は増加したが、財政支出の規模は前年に比べ縮小したうえ、企業の投資活動は大幅に低下し、個人の消費支出も低調であった。そのため経済は自律的に拡大する活力を欠き、マイナス成長に終わった。資金循環の始発点（第1過程）ともいうべき銀行の与信活動が「貸し渋り」状態にあり、それに続く産業的流通（第2過程）がこのように活力を欠く状態であったため、両者の間はデフレ的な負の循環「貸出減少－マイナス成長」となった。それは、前述の経済成長期においてみられた拡大的な循環「預貸併進－経済成長」とは全く対照的なメカニズムのものである。

次に所得循環を経て形成された貯蓄資金は、「広義金融市場」において預金・保険・証券投資などに運用される（第3過程）。しかし景気・金融不安の現局面では、企業・家計は流動性リスク・信用リスクにそなえて現金・預金の流動的な資産の保有選好を高め、半面、信託・保険・証券投資などの非流動的な資産の保有増加を極力押えてきた。すなわち、貯蓄資金の資産

形態としてはより流動的な資産（預金）に多くの資金が運用されることになった。

「金融仲介」過程において、民間・公的金融機関に集積された貯蓄資金——それは流動的な資産形態を中心とするが——は、信用リスクをかかえた対企業貸出よりも、信用リスクの小さい国債への投資に、より多額運用された（第4過程）。こうして経済全体としての「金融仲介」バランスは、金融機関の国債投資・対企業貸出が高度成長期のように定期性預金の増加によって確定化された関係ではなく、おもに流動的な預金を見合いとしている点に特色がみられる⁷⁾。

このように銀行信用の収縮を中心に資金循環は縮小したが、その間日銀は国債オペ・手形オペ等を通じて市場資金（ベース・マネー）を潤沢に供給してきた（第5過程）。日銀信用は、民間の銀行券の需要増大への対応と、金融システムの安定確保とに必要な資金手当を満たすためにおこなわれた。日銀信用は銀行の与信活動の拡大に寄与することにはならなかったが、経済の流動性水準を高めたことは否めない。

(6) 日本銀行は低金利政策を採用し金融緩和を進めており、日銀勘定（日銀信用）は増加した。ところが、前述の銀行信用の収縮と日銀信用の拡大は一見パラドックスのようにみられるが、この点について、マネーサプライとくに M_1 の高い伸長にもふれる必要がある。

銀行信用の収縮（貸し渋り）と通貨量の増加の間にギャップが感じられるが、これは、 M_2 + CD 増加の一部には金融債・信託の解約分が含まれ、 M_1 の増加には定期性預金の解約（現金引出や要求払預金へのシフト）が含まれているためである。これは繰り返し説明したように、金融システム不安のもとで家計・企業が通

貸あるいは流動的な資産の保有選好を強めたことによるものであり、日銀信用増加の相当部分がこうした銀行券増発のために当てられたのである。

ケインズの「流動性のわな」(liquidity trap)という用語がある。ケインズによれば、市場筋において債券価格の上昇がほぼピーク(利回り低下がボトム)に達したと予想されると、今後は債券価格の低下(利回りの上昇)によるキャピタル・ロス発生の可能性が強くなるとみられ、市場筋は債券買入れを手控え流動性の保有を選好することになる。その状態ではかりに通貨の供給が増加しても、いわゆる不活動残高(ケインズの M_2)の増加となるだけで、債券利回りの低下には作用しないであろう。これがケインズのいう「流動性のわな」の状態である。

ところで、97年から98年秋にかけて日銀の短期利率低目誘導政策の影響をうけて、国債利回りは97年前半の2.5%から低下し同年後半には2%を割り、98年秋には0.8%の超低金利水準を記録した。こうした超低金利と高い流動性水準がかなり長い期間持続し、いわば硬直的な状態をさして、わが国経済は「流動性のわな」に陥ったといわれた。

しかし、その後年末にかけ国債増発の情報が伝わると、市場筋に金利先高観が生じ、国債利回りは年末には1.88%、本年2月上旬2.3%にまで上昇した。これはケインズ理論によって解釈すると、流動性選好関数の上昇によるものとみられる。

ケインズによれば、市場筋に予想の変化が生ずると流動性選好関数に不連続な変化をきたし、長期利率は不連続に変化する⁸⁾。すなわち、通貨量(ケインズの M_2)に変化がなくて

も、流動性選好関数がシフトすることによって長期利率は変化する。94年以降の国債利回りの低下は、通貨供給量が増加したことにもよるが、むしろ日銀の超低金利政策によって市場の強気相場観が支配的になり、流動性選好関数がたえず下方にシフトしたためであろう。また98年末から本年にはいり国債利回りが反発したのは、国債大量発行時代の再来に対して市場に警戒感が胎動し、流動性選好関数が逆に上方にシフトしたためとみられる。

長短金融市場をめぐる内外の環境はきわめて流動的である。とりわけ今後の財政事情を考えると、国債大量発行の状態は避けられず、債券市場は今後も変動を繰り返すものとみられる。一方、現在の景気低迷・金融不安のもとで「最終の貸し手」としての日本銀行が担う金融調整・流動性の供給の役割が重要であることはいうまでもない。

ともあれ、銀行信用の収縮、いわゆる「貸し渋り」と「流動性のわな」あるいは民間の高流動性選好は、現在の景気低迷と金融不安の双生児である。その意味で、銀行の「貸し渋り」と「流動性のわな」の双生児と並んで「国債の増発」と「日銀信用の増加」の4変数は、今後における企業の景況感(ケインズの「資本の限界効率」に近い概念)、金融財政政策の推移、金融システムの信認の帰趨とともに、資金循環の今後の動きを決める重要な要因である。

[追 記]

99年2月12日(金)、日本銀行は政策委員会政策決定会合において、公定歩合年利0.5%据え置いたまま短期金利の誘導水準を年利0.25%前後から0.15%前後に引き下げ、一段の金融緩和に踏み切ることを決定した。

報道によると、政府は日銀に対して国債利

回りの低下のために国債の買い切りオペの増額を要望したと伝えられていた。日銀はこれを拒否し、短期金利の引き下げを通じて長期金利の引き下げをはかることにしたのである。これは中央銀行として正統的な政策操作である。

中央銀行は伝統的に、短期証券オペを弾力的・機動的に運営して市場資金を調整、短期金利をコントロールし、長期金利に対しては長短市場内の金利裁定を通じて間接的に影響を及ぼすことを狙いとしてきた。これに対して、長期債オペは長期債券の価格、すなわち債券利回り（長期金利）を直接変動させることができる。さらに長期債オペは市場筋の期待を変化させ流動性選好関数自体に影響を及ぼし、この面からも長期金利を変化させる。その場合、債券市場の層の厚さにもよるが、時には長期利率に不規則な変化が生ずるおそれがある。また、長期債オペが常態化すると、——政府は中央銀行に対してそういう要望を抱きがちとみられるが——国債価格支持につながる懸念が多分にある。それは中央銀行の新発債直接引き受けと事実上差異がなくなるからである。中央銀行が伝統的に短期金融市場の調整を通じて短期金利をコントロールしてきたのは、こうした長年の経験からの貴重な行動基準であるというべきであろう⁹⁾。

注

- 1) 表7「広義金融市場」と表10「残高バランス表」は、資金循環3部門システムのフローとストックの対応関係にあるが、正確にいうと、部門勘定の組み立てについて前者は機能ベース、後者は制度ベースである点で異なる。表7「広義金融市場」は金融機関のほか証券市場（直接金融）と海外との資金の流出入、すなわち資金の金融的流通の全部を含むが、表8の「金融機関」は日本銀行・民間金融機関・公的金融機関の総合勘定である。「証券市場」は参考として設けた。
- 2) 対外取引の比率は金融機関経由分を含む。間接金融・直接金融・対外取引の合計が100%を越すのは、この重

複分があるためである。

- 3) 表13において民間金融とくに銀行の比率低下に対して日銀の比率上昇の傾向は、「貨幣乗数」の趨勢的低下を思わせる。事実、 $M_2 + CD$ のマネタリーベース（銀行券発行高+準備預金残高）に対する比率（貨幣乗数）は、90年代を通じて低下している。

歴 年	90	95	96	97
マネタリーベース (B) (平残調整済)	41.5	49.0	52.5	57.5
$M + CD$ (M) (平残)	483.1	535.9	552.6	569.5
M/B	11.64	10.94	10.53	9.90

- 4) 日銀は97年11月、新しい信用供与方式としてレボ・オペ（金銭を担保とする国債の借入）を実施した。この方式では国債の貸借は「保管国債」（資産科目）と「借入国債」（負債科目）の見合い科目に、資金の授受は「国債借入担保金」（資産科目）と「当座預金」（負債科目）に、それぞれふたつの取引として重複して記録される。レボ・オペ取引が重複して記録されることも、日銀勘定残高増加の一因である。
- 5) 石田 [3] [4] [5] [6]。
- 6) 投資金融の確定化の最も典型的な型は、まず銀行の短期貸出によって投資計画が実施され、投資活動が進むにつれて、企業は社債・株式を発行しその代り金によって当初の短期借入を返済する、というプロセスである。これは銀行・投資銀行ないし機関投資家・証券市場間の長短金融分離の問題である。60年代高度成長期の銀行中心の「間接金融」機構はわが国の歴史的な特色である。
- 7) これは銀行勘定においては「貸出・国債投資-要求払預金」の貸借バランスとなる。前述60年代高度成長期と異なり、受信面は定期性預金ではなく要求払預金である。銀行勘定の貸借バランスは期間対応の原則から外れて安定性を欠くおそれがあるが、預金残高が一定水準を維持している限り、銀行経営として準備不足となることはない。
- 8) [9] ケインズ原著、198頁、邦訳195頁。
「(中央銀行または政府の政策に関する) 期待の改訂を引き起こす情報の変化による流動性関数それ自身の変化は、しばしば不連続であって、したがって利子率にそれに対応した不連続な変化を引き起こすであろう。」
- 9) 石田 [8]。

参 考 文 献

- [1] 日本銀行調査統計局「資金循環勘定」『経済統計年報平成9年』1998年3月、『経済統計月報』シリーズ（最近版は99年1月号、No. 622）。
- [2] ———, 「1996年の資金循環」『日本銀行月報』1997年7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] ———, 「資金循環の体系化に関する一考察——その試論的考察」『明治大学社会科学研究紀要』第29巻第2号, 1991年3月。
- [5] ———, 「『資金循環の図式論』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。
- [6] ———, 「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合併号, 1996年12月。
- [7] ———, 「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——」日本証券経済研究所『証券経済研究』第4号, 1996年11月。
- [8] ———, 「資金循環論についてのひとつのケインズの解釈——鬼頭仁三郎著『貨幣と利子の動態』を中心に——」明治大学前掲誌第58巻第1・2号, 1989年8月。
- [9] J. M. Keynes, General Theory of Employment, Interest and Money, 1936 邦訳塩野谷裕一。

(元明治大学政経学部教授)