

90年代におけるわが国資金循環と 金融システムの変化

石 田 定 夫

要 旨

日本銀行調査統計局は1999年7月「金融経済月報」において資金循環改訂統計を発表、90年度に遡る画期的な新データを整えた。この小論は、画期的な改訂統計を利用して、景気低迷下の90年代の資金循環の態様と金融システムの変化を、フローとストック両面にわたり統計的に観察し、それを踏まえて私の提唱する「資金循環の図式論」の観点から、90年代の資金循環の動きを考察し現局面の問題を論述するものである。以下はその主要な論点である。

- (1) 90年代を通じて資金循環は趨勢的に縮小し、その形態も変化した。資金循環縮小の始発点は銀行貸出の減少であり、資金循環バランスの変化の中核は国債の増発と郵便貯金・簡保の著増である。
- (2) 銀行貸出の減少は、景気低迷下の資金需要の低調と、不良債権の累積・銀行の与信能力の低下の需給両面の要因による。
- (3) 大量の国債発行は、低金利・超緩和政策の推進と発達した債券市場を背景に、銀行・機関投資家・公的金融など広範にわたる金融機関によって引き受けられた。金融機関の国債など債券引き受け増加は、貸出の減勢に代わって資金供給の主要な形態となった。
- (4) 銀行貸出の減少、国債の増発は、資金のフロー面では「部門別資金過不足」バランスにおける企業部門の資金不足から資金余剰への変化、政府部門の資金不足の増加にあらわれた。ストック面では企業部門の債務残高（99年度末1,240兆円）の対 GDP 比が10年間で2.62から2.42に低下し、政府部門の債務残高（640兆円）の同比は0.65から1.24に倍増した。
- (5) 家計部門は高水準の資金余剰（貯蓄超過）を続け、99年度末金融資産残高1,390兆円を記録、対 GDP 比は10年前の2.22から2.71に上昇した。その過半は現金・預金750兆円（うち郵便貯金260兆円）、ついで保険・年金が380兆円（うち簡保年金110兆円）、債券投資90兆円、株式投資が120兆円である。

預金では流動性・安全性が選好され流動性預金と郵便貯金が増加した。

- (6) 国内の貯蓄超過は海外への純債権の増加に当てられる。機関投資家・企業の対外証券投資も活発であったが、国内資金の純流出はおもに銀行の対外債務の返済に当てられた。80年代後半のバブル期には資金の対外流出入が両建の形で増加したのに比べて、90年代は様変わりの動きとなった。これはポストバブル期のわが国銀行の対外活動の縮小整理を示すものである。
- (7) 金融システムの構成については、90年代において預金取扱機関とくに銀行のシェアが低下し、機関投資家（保険・年金基金）および公的金融のシェアは上昇した。銀行のシェア低下は、前述の貸出減少、預金の伸び悩みに基づくものであり、公的金融のシェア上昇は、郵便貯金の好伸を背景に民間金融を補完する政府系金融機関の貸出が増大したことを示すものである。

「金融システム」におけるこうした公的金融のシェア上昇は、前述の借り手としての政府部門のシェア上昇とあいまって、長い経済調整過程において生じた資金循環の構造変化であり、資金配分の効率化の見地からみて注目を要する点である。

- (8) 銀行信用が伸び悩まないし収縮するなかで中央銀行信用は国債オペレーションを中心に増大した。これは金融不安・景気低迷下におけるパラドックス現象であるが、日銀が民間の現金需要の増加に応え、金融システムの安定・景気回復に必要な流動性を潤沢に供給する超緩和政策を推進してきたことを示すものである。
- (9) 最後に、「資金循環の図式論」の視点から、銀行貸出の減少と国債の大量発行の問題に論点を絞ってみる。

銀行貸出の減少は、景気低迷下の産業的流通のデフレ的縮小と負の循環（第1過程⇔第2過程）にあったことに関連するが、それはまた、資産市場の悪化（資産デフレ）とも負の循環、つまりそれが不良債権の累積を通じて与信能力の低下となった（第1過程⇔第3・4過程）ことにもよる。こうしてバブル経済の調整のなかで、資金循環の規模は銀行貸出の減少を基軸として趨勢的に縮小してきたのである。

また国債の大量発行が続き、政府部門が企業部門を上回る巨大な借り手になり（第2過程）、国債は大半が広範にわたる金融機関に引き受けられ、「金融システム」において主要な運用資産となった。今後、金融政策と国債管理との関係が重要な問題となろう。

目 次

まえがき

I. フロー計数の観察——景気低迷下の態様

1. 「部門別資金過不足」バランス
2. 国内非金融部門の資金調達と運用
3. 広義金融市場における資金仲介

II. スtock計数の観察(1)——資金循環バランスの変化

1. 金融システムの見取り図
2. 内外経済部門の金融資産負債残高

III. スtock計数の観察(2)——金融システムの変化

1. 金融機関の構成
2. 貸出市場と証券市場
3. 国債残高の保有状況

IV. 「資金循環の図式論」の立場と現局面の問題

1. 「資金循環の図式論」の立場
2. 資金循環バランス現局面の位置づけ

ま え が き

日本銀行調査統計局は長年にわたり資金循環統計の手直しを検討した結果、1999年7月「金融経済統計月報」において改訂統計を発表、ついで2000年3月に過去90年度に遡及するフローとストック両面にわたる時系列統計を仕上げ、現在四半期ベースの統計を公表している¹⁾。

日銀の資金循環統計の改訂は部門と取引項目の分類にわたる20世紀を飾る大規模な作業であり、改訂というよりも新しく創り出された統計といえる。その狙いは、日銀当局の説明では、「国民経済計算SNAとの整合性や国際的な調和を図りつつ、金融経済構造をよりの確に反映させること」にある²⁾。

この小論は、90年代バブル崩壊後の景気低迷下の資金循環の態様と金融システムの変化を、改訂統計のフローとストックの両面にわたって素描し、ついで私が提唱する「資金循環の図式論」の観点から、資金循環バランスと金融システムの変化の現局面の特色について論述するものである。

なお、小論の執筆中に日銀当局による調査論文「資金循環統計からみたわが国金融構造の変

化」の発表に接した³⁾。この小論では日銀論文と記述の重複の回避に配慮したが、結果的に若干の重複が出たことをお断りしたい。

I. フロー計数の観察—— 景気低迷下の態様

1. 「部門別資金過不足」バランス

90年代にはいりバブルが崩壊し、企業投資・家計消費など民間需要は急速に減退した。一方財政支出・純輸出が増加したが、民間需要の縮小を埋めるまでに到らず、景気はほぼ90年代を通じて後退・低迷を続けた。表1「部門別資金過不足」は90年代のこうした景気低迷の状況を集約的に示すものである。

まず企業部門の資金不足（投資超過）の対GDP比率は、投資活動の鎮静化を映じて10年間を通じて漸減傾向（9.0%→2.2%）を示し、97～99年度では資金余剰（貯蓄超過一同比率2.8%）に転じた。半面、政府部門は90年代当初の資金余剰から資金不足に変化し、90年代後半には資金不足の比率は急テンポで上昇した（97～99年度7.7%）。家計部門の資金余剰（貯蓄超過）の比率は年代前半7.8%から後半7.0%

表1 部門別資金過不足-対GDP比-

(単位 %)

	90~91年度	92~94	95~96	97~99
金融機関	0.9	1.7	1.6	0.4
国内非金融	0.9	1.1	0.0	2.0
法人企業	-9.0	-5.2	-2.2	2.8
(民間企業)	(-8.1)	(-3.1)	(-0.1)	(1.8)
(公的企業)	(-0.9)	(-2.2)	(-2.1)	(1.0)
一般政府	2.3	-1.4	-4.6	-7.7
(中央政府)	(-1.4)	(-2.5)	(-4.7)	(-7.0)
(地方公共)	(0.5)	(-0.9)	(-1.5)	(-1.8)
(社会保障基金)	(3.2)	(2.0)	(1.5)	(1.1)
家 計	7.9	7.8	7.1	6.7
民間非営利団体	-0.3	-0.0	-0.2	0.2
海 外	-1.8	-2.8	-1.6	-2.4

〔出所〕日本銀行調査統計局『資金循環統計』。以下同じ。

前後に低下した程度で、おおむね高水準を続けた。この間、わが国の経常収支は大幅な黒字であり、海外部門の2.0%前後の資金不足の状態を続けた。

2. 国内非金融部門の資金調達と運用

表2は、企業・家計・政府などの国内経済部門が借入・起債・増資などによってどれだけ資金を調達し (FRd)、また表3は、同部門が預金・証券投資・保険払込みなどに、どれだけ資金を運用した (FEd) か、それぞれの集計額 (FRd, FEd) の推移を記録したものである。これは各部門の投資活動や貯蓄形態に結びつく国内の資金循環の規模を示すものといえる。その対GDP比率はバブルおよびその残滓の90~91年度には調達・運用ともに19%を記録したが、92年度以降はバブル崩壊とともに低下し、97~99年度には当初のほぼ半分の9~10%台となった。

部門別には企業部門の資金調達額が大幅に収縮し、とくに97~99年度には純減となり、運用額も純減を示した。半面、政府部門の資金調達

表2 国内非金融部門：資金調達

(単位 兆円)

	90~91年度	92~94	95~96	97~99
資金調達額 FRd	188.8	142.4	162.0	93.4
企 業	110.9	47.3	60.9	-69.8
政 府	23.2	63.6	76.3	156.1
家 計	50.8	26.3	26.1	4.4
民間非営利	3.9	5.2	-1.3	2.7
部門内調達	11.3	-1.0	41.1	-52.8
純額 FR'd	177.5	143.4	120.9	146.2
対GDP比(%)	19.2	9.8	11.9	9.4
(項目別)借 入	111.5	108.9	60.4	23.5
(民間金融)	(87.0)	(31.3)	(16.8)	(2.6)
(公的金融)	(23.8)	(62.7)	(27.1)	(36.1)
債券発行	20.7	65.5	59.5	109.8
(国 債)	(10.5)	(35.6)	(38.1)	(95.6)
株式発行	7.9	15.0	11.6	8.4

(注) 計数は期間累計額。以下、表3、4も同じ。

表3 国内非金融部門：資金運用

(単位 兆円)

	90~91年度	92~94	95~96	97~99
資金運用額 FEd	197.1	158.1	162.2	124.9
企 業	27.6	-29.4	38.8	-26.9
政 府	44.7	42.7	29.1	37.1
家 計	124.1	140.7	98.2	108.9
民間非営利	0.7	4.1	-3.9	5.8
部門内運用	21.1	-6.4	21.2	-43.8
純額 FE'd	176.0	164.5	141.0	168.7
対GDP比(%)	19.0	11.2	13.9	10.9
(項目別)現金・預金	71.3	78.7	59.7	103.2
(流動性預金)	(2.9)	(14.5)	(32.5)	(40.9)
(定期性預金)	(50.4)	(25.3)	(-18.2)	(-0.8)
(郵便貯金)	(21.0)	(41.9)	(27.2)	(35.3)
債券投資	8.8	11.6	-4.1	-6.5
株式投資	4.1	10.6	7.6	1.5
保険年金	38.0	69.4	44.5	40.6

額は年々増大し、97~99年度には著増した。他方、国内貯蓄資金形成の主力である家計部門の資金運用額も、バブル崩壊の92年度以降減少したが、貯蓄率が高水準13%でおおむね安定していることもあって、調達額に比べてなだらかな

表4 広義金融市場における資金仲介

(単位 兆円)

	90/91年度	92/94	95/96	97/99		90/91	92/94	95/96	97/99
対内与信 DC	159.0	179.1	123.6	138.6	国内資金 DF	175.6	220.1	139.7	176.2
1 金融機関	128.5	164.6	113.2	130.8	1 金融機関	139.7	170.1	128.2	150.8
貸出	(107.2)	(98.0)	(63.6)	(19.4)	預金	(60.0)	(61.2)	(77.8)	(86.4)
証券投資	(21.3)	(66.6)	(49.6)	(111.4)	保険年金	(38.0)	(69.3)	(44.4)	(40.6)
2 証券投資(直金)	12.9	22.3	3.5	-5.0	2 証券投資(直金)	12.9	22.3	3.5	-5.0
3 海外の対内証投	17.6	-7.8	6.9	12.8	3 対外債権	6.5	10.6	26.6	13.0
対外与信 FC	10.1	14.8	44.5	0.6	<調整>	16.5	17.1	-18.6	17.4
1 金融機関	3.6	4.2	17.9	-12.4	海外資金 FD	-6.5	-26.2	28.4	-37.0
(外準増)	(-0.8)	(3.6)	(8.3)	(10.2)	1 金融機関など	-24.1	-18.4	21.5	-49.8
2 企業など	6.5	10.6	26.6	13.0	2 対内証投	17.6	-7.8	6.9	12.8
合計 FOF	169.1	193.9	168.1	139.2	合計 FOF	169.1	193.9	168.1	139.2

(注) DC domestic credit DF domestic funds
FC foreign credit FD foreign funds

DC+FC=DF+FD=FOF FOF flow of funds
∴DF-DC=FC-FD

動きとなっている。

3. 広義金融市場における資金仲介

表4は、これら国内非金融部門の資金運用と調達、ならびに海外部門との資金の流出入を仲介する「広義金融市場」financial markets——金融機関・証券市場・資金の対外交流——の全体を集計したものである。同表の仕組みについて、左欄(借方)は市場から内外経済への資金供給(与信)を、右欄(貸方)は内外経済から市場への資金吸収(受信)を示す。市場からの内外資金供給(DCとFC)は、前述の国内非金融部門の資金調達FRdと海外部門のそれFReに、また市場の資金吸収額(DFとFD)は、国内非金融部門の資金運用FE_dと海外部門のそれFE_eに、それぞれ対応する。両欄の合計額FOFは経済全体として「貸し＝借り」の関係である。

さて同表を通観して、対内外資金供給の合計額(FOF)は、バブル崩壊後急速に減少し、対GDP比率は90年代当初の18%から年代後半に16%、97～99年度には9%に半減した。対内

資金供給DCの縮小のうち、金融機関貸出が急減したが、債券などの証券投資は増加した。後段の「図式論」で述べるように、「銀行貸出－預金通貨の供給」は資金循環の出発点である。90年代を通じて資金循環の縮小は民間金融貸出の減少に始まったのである。

国内資金DFは前述の国内の貯蓄超過を映じて絶対額において対内与信額DCを上回り、残差は対外与信FCにむけられる。95～96年度には内外流出入が両建てで増加したが、それ以外の時期には対外純与信(FC-FD)は対外債務FD(おもに金融機関債務)の返済にあてられた。これはバブル期のわが国銀行が積極的な対外活動を進めていたのと全く正反対の動きで、対外面での戦線整理を示すものである。

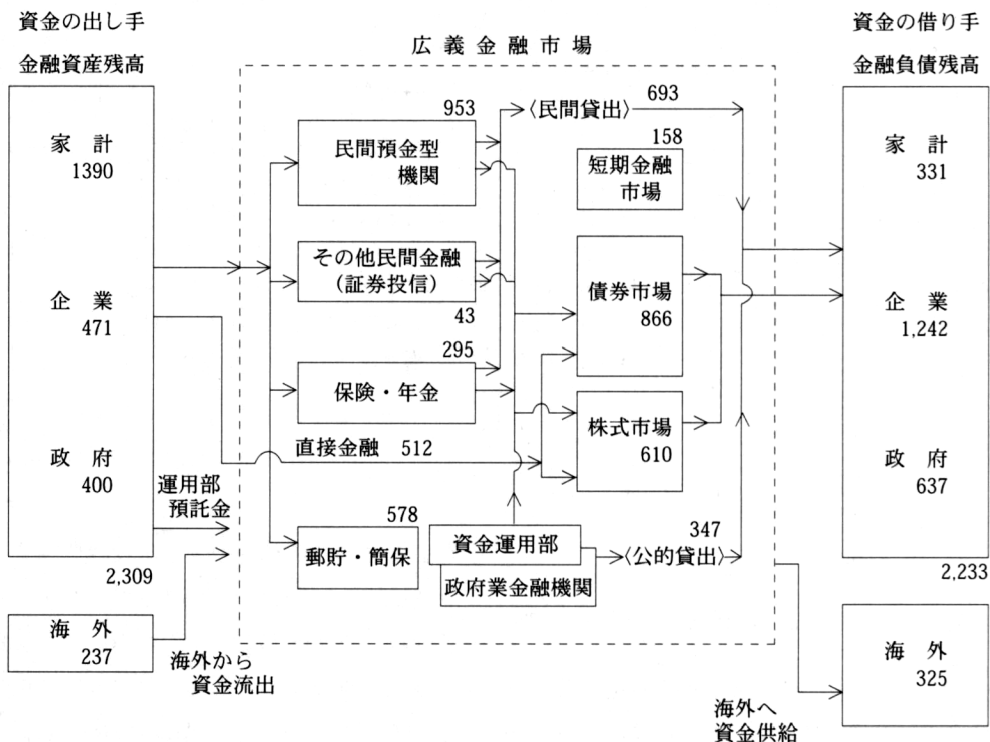
II. ストック計数の観察(1)—— 資金循環バランスの変化

1. 金融システムの見取り図

図1は99年度末残高計数による金融システム

図1 金融システムの見取り図

—99年度末残高(兆円)による—



の見取り図である。同図の左側は資金の「出し手」である国内非金融3部門と海外部門の金融資産残高、右側は資金の「借り手」である同じく内外部門の金融負債残高、その中間に金融機関・証券市場が介在し資金仲介機能を担う「金融システム」を示す。前記表4「広義金融市場における資金仲介」はフロー計数の記録であるが、図1はストック計数である。

ここでいう「金融システム」は「広義金融市場」と同義語である。金融機関は、銀行を中心とする民間預金型金融機関、その他民間仲介機関（投資信託、ノンバンクなど）、保険年金基金、公的金融（郵便貯金・簡保年金を含む）に4分類する。これらの与信形態は貸出および証券投資である。以下、諸計表によって同図を計数的にみよう。

2. 内外経済部門の金融資産負債残高

表5は、資金の出し手である国内非金融部門の金融資産残高表であり、99年度末2,309兆円（部門内取引調整後）、対GDP比4.49である。項目別には現金・預金が993兆円、対GDP比1.93（シェア43%）、債券保有高は189兆円、同比0.37（8%）、株式は322兆円、同比0.63（14%）、保険年金は383兆円、同比0.75（17%）である。部門別には家計部門の残高は1,390兆円、対GDP比2.71（シェア66%）、企業のそれは471兆円、同比0.92（20%）、政府399兆円、同比0.78（17%）である。

90年代を通じて合計残高の対GDP比は上昇（4.03→4.49）した。項目別には現金・預金（1.63→1.93）、とくに流動性預金・郵便貯金

表5 国内非金融部門 金融資産残高

(単位 兆円)

	89年度末(対 GDP 比)		99年度末(対 GDP 比)	
現金・預金	679.9	1.63	992.8	1.93
流動性預金	104.6	0.25	195.3	0.38
定期性預金	373.6	0.90	430.4	0.84
郵便貯金	134.6	0.32	260.0	0.51
資金運用部預託金	91.3	0.22	176.0	0.34
債 券	170.7	0.41	189.1	0.37
国 債	15.6	0.04	30.1	0.06
株式・出資金	316.7	0.76	322.6	0.63
保険・年金基金	191.1	0.46	383.6	0.75
対外債権	67.6	0.16	104.7	0.20
合 計	1,998.3	4.79	2,612.3	5.08
部門内取引	315.8		302.8	
純 計	1,682.4	4.03	2,309.4	4.49
(部門別)家 計	925.6	2.22	1,389.7	2.71
企 業	485.8	1.16	471.0	0.92
政 府	231.1	0.55	399.2	0.78
民間非営利	39.9	0.09	49.4	0.09
(参考)MtCD	472.5	1.13	634.0	1.23

が増加し、保険・年金(0.46→0.75)も増加したが、債券・株式合計の同比は若干低下した(1.17→1.00)。部門別には家計部門が前述の資金余剰の高水準持続を映じて大きく上昇した(2.22→2.71)。

表6は同じく資金の借り手である金融負債残高表であり、99年度末2,233兆円(部門内取引調整後)、対GDP比4.35である。項目別には借入1,062兆円、対GDP比2.07(シェア47%) (うち民間金融借入645兆円、公的金融借入329兆円)、債券発行高599兆円、同比1.17(27%)、株式出資金は511兆円、同比1.00(23%)である。部門別には企業部門が1,242兆円、同比2.42(56%)、政府部門は637兆円、同比1.24(28%)、家計部門は331兆円、同比0.64(15%)である。

90年代を通じて合計残高の対GDP比は上昇した(3.91→4.35)。項目別には借入は保合い(2.04→2.07)、債券発行高は大きく上昇した

表6 国内非金融部門 金融負債残高

(単位 兆円)

	89年度末(対 GDP 比)		99年度末(対 GDP 比)	
借 入	850.8	2.04	1,062.5	2.07
民間金融借入	578.8	1.39	645.3	1.26
公的金融借入	179.5	0.43	329.0	0.64
割賦債務	21.0	0.05	19.0	0.04
債券発行	301.4	0.72	599.0	1.17
国 債	151.3	0.36	371.5	0.72
事 業 債	21.7	0.05	58.8	0.11
株式・出資金	427.0	1.02	511.6	1.00
(株 式)	(377.0)	(0.90)	(423.3)	(0.82)
対外債務	2.7	0.01	3.8	0.01
合 計	1,953.3	4.69	2,533.0	4.93
部門内取引	324.0		299.7	
純 計	1,629.3	3.91	2,233.3	4.35
(部門別)家 計	245.9	0.59	331.1	0.64
企 業	1,095.1	2.62	1,242.2	2.42
政 府	273.3	0.65	636.6	1.24
民間非営利	15.3	0.04	23.3	0.04

(0.72→1.17)。部門別には企業部門の同比が低下(2.62→2.42)、政府のそれが上昇した(0.65→1.24)。この点、前述のフロー面で企業部門の資金不足から資金余剰への変化、政府部門の資金不足の増大を指摘したが、これがストック面では企業・政府両部門の債務残高比率の対照的な変化にあらわれた。

表7は海外部門の残高表であるが、海外部門はわが国経済の対外取引を相手国の立場からみたものである。同部門の99年度末資産(わが国対外債務)残高は237兆円(2兆2,560億ドル)、負債(わが国対外債権)残高は325兆円(3兆900億ドル)、純負債(わが国純債権)残高は87兆円(8,340億ドル)である。90年代を通じてわが国の対外純債権は37兆円増加した。項目別にはわが国の対外証券投資が53兆円増、外貨準備が20兆円増、海外の対日証券投資が70兆円増加したが、わが国銀行勘定の借入等は70兆円純減した。

表 7 海外部門

(単位 兆円)

金融資産残高 (日本の対外債務)			金融負債残高 (日本の対外債権)		
	89年度末	99年度末		89年度末	99年度末
対日預 金	41. 4	5. 8	預 金	20. 0	11. 9
“ 貸 付	108. 9	75. 6	対日借入	93. 2	86. 9
“ 債券投資	41. 9	35. 6	日本の対外直接	14. 7	22. 7
“ 株式投資	24. 5	100. 6	“ 対外証券投資	72. 9	126. 2
その他	18. 6	19. 8	“ 外貨準備	11. 6	31. 5
計	235. 3	237. 4	その他	72. 9	45. 8
			計	285. 3	325. 0
			(差) 負債超過	50. 0	87. 6
			(日本の純債権)	4, 760	8, 340
				(億ドル)	(億ドル)

表 8 金融機関－金融資産残高

(単位 兆円)

Ⅲ. ストック計数の観察(2)――

金融システムの変化

1. 金融機関の構成

表 8 は改訂統計における金融機関部門の内訳部門別の金融資産残高の集計表である。99年度末資産残高は3,093兆円、これに対応する国内非金融部門の負債残高2,233兆円、海外部門のそれ325兆円の合計額を上回る。この差額は金融機関相互間取引の累積による。

資金循環統計において全金融機関は、5内訳部門－①中央銀行、②預金取扱機関（銀行等・郵便貯金・合同運用信託）、③保険・年金基金、④その他仲介機関（証券投信・公的金融など）、⑤非仲介型機関－に分類され、それぞれがさらに小部門に分類される。これは機能分類によるもので、前述の図1にみられる民間金融・公的金融という制度分類によるものではないが、分析目的によって組み替えが可能である。

同表において伝統的な銀行を中心とする預金取扱機関が金融システムの中核を占め、シェアは51%（中央銀行を除く）である。ただ、89年度末の同シェア58%に比べて7%の低下であ

	89年度末		99年度末	
I 預金取扱機関	1,316. 5	58	1,521. 1	51
1 銀行等	1,097. 8	48	1,138. 0	38
(国内銀行)	(789. 5)	(35)	(731. 6)	(24)
2 郵便貯金	142. 6	6	321. 0	11
3 合同運用信託	76. 1	3	62. 0	2
II 保険・年金基金	273. 0	13	450. 1	15
1 保険	221. 5	10	354. 3	12
(民間生保)	(113. 3)	(5)	(156. 4)	(5)
(簡 保)	(45. 6)	(2)	(117. 6)	(4)
2 年金基金	51. 5	2	95. 8	3
III その他仲介機関	677. 1	30	994. 7	33
1 証券投信	52. 9	2	55. 6	2
2 公的金融	350. 0	15	653. 4	22
IV 非仲介型機関	2. 7	0	21. 0	1
V 中央銀行	54. 1	(2)	106. 5	(4)
合 計	2,323. 5	100	3,093. 4	100
(制度ベース)*				
民間金融	1,731. 2	76	1,894. 9	63
公的金融	538. 2	24	1,092. 0	37

(注) *制度ベースの公的金融：郵貯・簡保・公的金融の合計。

民間金融：その残差（中央銀行を除く）。

る。そのうち国内銀行は35%から24%への大幅に低下したが、郵便貯金は逆に6%から11%へと上昇した。半面、保険・年金基金が13%から15%へ、その他仲介機関が同じく30%から33%へと、シェア上昇をみた。その他仲介機関では公的金融（資金運用部と政府系金融機関）が15

%から22%への上昇が目立った。

いま機能ベースから「民間金融・公的金融」の制度ベースに組み替えてみると（表8最下行）、民間金融のシェアは10年間で76%から63%へ低下、公的金融は24%から37%へと上昇した。民間金融のシェア低下は銀行等の貸出の伸び悩みによる。公的金融の上昇は郵便貯金・簡保年金・資金運用部資金の伸長によるものである。

銀行の預貸伸び悩みは、金融不安と景気低迷下において不良債権の整理が十分に進捗しなかったこと、政府系金融機関の貸出増加は、貸出が郵貯の好伸を背景に民間金融の質的補完を越え量的補完にまで進んだことを示すものとみられる。

さらに国内非金融部門の金融負債残高からみて政府部門の借り手としての地位が高まったことをみだが、さらに「金融システム」の資金供給面でも公的金融の比重が増大したことを述べた。このような資金需給の両面にわたる公的部門のシェア上昇は、奥村洋彦教授が鋭く指摘されるように、資金循環構造の大きな歪みが顕在化したことであり、資金配分の効率化の見地からも検討されるべき問題と思われる¹⁾。

2. 貸出市場と証券市場

次に表9において、まず99年度貸出残高は1,056兆円、対GDP比2.06、うち民間金融貸出は693兆円、公的金融貸出は347兆円である。90年代10年間の年率増加率は貸出合計で2.2%、うち民間が0.5%、公的が5.4%と両者間に大きな開きがある。

債券発行残高は99年度末866兆円、対GDP比1.69であり、10年前の89年度末560兆円に比べて年率4.5%の増加である。発行部門の内訳

表9 貸出・債券発行・株式発行の規模

(単位 兆円)

	89年度末(対GDP比)		99年度末(対GDP比)	
I 貸出	846.6	2.03	1,055.8	2.06
民間金融貸出	642.3	1.54	692.6	1.35
公的金融貸出	187.3	0.45	347.2	0.68
割賦債権	17.0	0.04	16.0	0.03
II 債券発行	559.8	1.34	866.5	1.69
国債	151.3	0.36	371.5	0.72
その他公共債	96.2	0.23	177.4	0.35
民間債	312.3	0.75	317.6	0.62
III 株式発行*	573.5	1.38	610.0	1.18
合計	1,979.9	4.75	2,532.3	4.93
(I / 計)	42.7%		41.7%	
(II / 計)	28.3		34.2	
(III / 計)	29.0		24.1	

(注) *株式発行は出資金を含む。

では政府部門が468兆円（シェア54%）、金融部門267兆円（30%）、企業部門130兆円（15%）である。項目別には首位は国債371兆円（対GDP比0.72）で、89年度末の151兆円に比べて年率9.2%の増加である。事業債は59兆円（89年度末22兆円）である。

債券保有部門の内訳は金融機関が74%（うち民間金融44%、公的金融25%、中央銀行6%）、国内非金融部門22%、海外部門4%である。金融機関のうち銀行等のシェアは低下、保険年金基金および公的金融のそれが上昇している（表10参照）。

株式発行残高（出資金を含む）は99年度末610兆円、対GDP比1.18、10年前の573兆円に対して年率増加率は0.6%である。保有部門別では国内非金融部門が全体の53%、322兆円（うち民間企業135兆円、家計117兆円）で、10年前の55%から若干低下し、金融機関はシェア31%、187兆円で、10年前の40%から大幅に低下した。代って海外部門の保有高は100兆円、保有比率が4%から16%に上昇した。この間わが国株価の値頃感から海外筋は買越しとなった

表10 債券・株式の保有部門 (単位 兆円, %)

	債 券				株式・出資			
	89年度末		99年度末		89年度末		99年度末	
1 金融機関	347.2	62%	641.8	74%	232.2	40%	186.8	31%
中央銀行	32.0	6	49.8	6	—	—	—	—
民 間	226.1	40	378.8	44	227.1	39	171.1	28
預 金 型	(151.5)	(27)	(203.2)	(23)	(74.1)	(13)	(61.0)	(10)
保 險 年 金	(38.4)	(7)	(118.6)	(14)	(84.7)	(15)	(71.2)	(12)
投 信	(7.1)	(1)	(23.1)	(3)	(19.6)	(3)	(10.7)	(2)
公 的	89.1	16	213.2	25	5.1	1	15.7	3
2 国内非金融	170.7	31	189.1	22	316.7	55	322.6	53
3 海外	41.9	8	35.6	4	24.5	4	100.6	16
合 計	559.8	100	866.5	100	573.5	100	610.0	100

表11 資金仲介の経路—残高計数からみる

(単位 兆円)

	89年度末		99年度末	
1 金融機関(間接金融)	1,426.0	72%	1,884.4	74%
貸 出	846.6	43	1,055.8	42
債 券	347.2	17	641.8	25
株 式	232.2	12	186.8	7
2 国内非金融(直接金融)	487.4	25	511.7	20
債 券	170.7	9	189.1	7
株 式	316.7	16	322.6	13
3 海外の対内投資	66.4	3	136.2	5
債 券	41.9	2	35.6	1
株 式	24.5	1	100.6	4
合 計	1,979.8	100	2,532.3	100

(表10参照)。

広義金融市場の資金仲介における直接金融・間接金融のストック計数による指標を、貸出・債券・株式投資の合計によって算出すると(表11)、99年度末で金融機関の貸出・証券投資、すなわち「間接金融」の比率は74%、国内非金融部門の証券投資、すなわち「直接金融」の比率は20%、海外部門の対内証券投資の比率は5%となる。「直接金融」の比率は89年度末25%に比べて債券・株式の投資ともに低下した。

3. 国債残高の保有状況

表12によって99年度末国債残高371兆円のう

表12 国債の部門別保有高

(単位 兆円)

	89年度末		99年度末	
金融機関	131.2	87%	319.7	86%
中央銀行	10.6	7	42.1	11
預金取扱機関	52.4	35	96.5	26
(国内銀行)	(31.0)	(23)	(49.4)	(13)
(郵便貯金)	(3.9)	(3)	(28.1)	(8)
保険年金	8.9	6	75.4	20
(民間生保)	(4.5)	(3)	(24.0)	(6)
その他仲介	59.0	40	103.4	28
(証券投信)	(4.0)	(3)	(9.5)	(3)
(公的金融)	(47.5)	(31)	(83.3)	(22)
国内非金融	15.6	10	30.1	8
政 府	5.0	3	10.9	3
(社会保障)	(1.2)	(1)	(10.5)	(3)
企 業	1.1	1	0.4	0
家 計	7.9	5	7.2	2
民間非営利	1.5	1	11.7	3
海 外	4.6	3	21.7	6
合 計	151.3	100	371.5	100
(制度ベース)民間金融	68.8	46	140.2	38
公的金融	51.8	34	137.4	37

ち金融機関の保有高は320兆円、全体の86%を占め、国内非金融部門は30兆円、比率8%、海外部門は22兆円、同6%である。90年代を通じて全金融機関の比率86~87%はほとんど変わっていないが、内訳部門では預金取扱機関が低下

し（35%→26%）、とくに国内銀行の比率低下（23%→13%）が目立ち、他方、保険年金基金のそれが上昇した（6%→20%）。金融機関以外では国内非金融部門の比率が若干低下したが（10%→8%）、海外部門は上昇した（3%→6%）。

次に、制度ベースの中央銀行・民間金融・公的金融の3内訳部門の保有比率をみると、中央銀行は89年度末10兆円、比率7%から99年度末42兆円、同11%に上昇した。民間金融は69兆円から140兆円に増加したが、シェアは46%から38%に低下した。一方、公的金融は52兆円から137兆円に増加、シェアも34%から37%に上昇した。民間金融の国債保有比率の低下は、銀行等が国債を市場（日銀買オペも含む）に売却したことを示し、公的金融のその上昇は郵便貯金の順調な伸長を背景とするものである。

中央銀行の国債保有比率の上昇は、日銀が銀行券需要増加に応えたとともに、金融システムの安定に必要な流動性を供給するために国債オペを通じて多額の中央銀行信用を供与したためである。銀行信用が収縮したのに対して中央銀行信用が増加したが、このパラドックスも金融システム安定への懸念、景気低迷下における所産である。

IV. 「資金循環の図式論」の立場と現局面の問題

1. 「資金循環の図式論」の立場

ここで筆者が提唱する「資金循環の図式論」の立場から現局面の資金循環バランスの問題についてコメントすることにする。

「図式論」についてはすでに本誌においても

再三論じてきたが、必ずしも万人の理解を得ていない憾みもあるので、はじめに「図式論」の骨子を簡潔に説明しよう⁵⁾。

資金循環表は事後的・整合的な集計表であるが、われわれは事後的な資金循環統計から金融経済全体の「姿」をとらえ、その時系列計数から金融のダイナミックな「動き」をよみとらえなければならない。「資金循環の図式論」はまさにこうした金融全体の「姿」とその「動き」の筋道を図式的に理解する金融経済に対する「ヴィジョン」（見方）をいう。

「図式論」において、資金循環の全過程は銀行信用の創造に始まり中央銀行信用の供与で終る次の5過程から成る。その過程で通貨の産業的流通と資金の金融的流通が交錯し、経済全体の営みが進められることになる（表13参照）。

- (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、すなわち金融資産の形成
- (4) 貯蓄資金の再投資、(3)(4)あわせて資金の仲介
- (5) 金融機関相互間の取引および中央銀行の信用供与

資金循環は銀行貸出と預金通貨の供給に始まる（第1過程）。これが企業の投資支出に当てられ、通貨が取引決済に用いられ転々流通している間に、「投資－所得形成－消費・貯蓄」の「所得循環」の過程（第2過程）が進められる。これは通貨の産業的流通の領域であるが、また通貨の産業的流通と資金の金融的流通が交錯する領域でもある。「投資－所得」増加の第2過程で産業的流通の拡大から取引通貨の追加需要が生ずると、「銀行貸出－通貨供給」（第1

過程)にフィードバックする。

経済拡大局面では第1過程と第2過程間の好循環が繰り返し発生、銀行の信用創造活動が活発化し「預貸併進」現象が進むことになる。とくに1960年代の高度成長期では「投資が投資を呼び」産業的流通が急テンポで拡大したため、こうした「第1過程」と「第2過程」の相互作用が加速化した。ところが、本題の90年代低迷経済下では前述のように銀行貸出が趨勢的に減少してきた。これは成長経済とは対照的に、「第1過程」銀行貸出と「第2過程」経済活動が負の相互作用にあることを示すものである。この点は重要であり、再びとりあげよう。

第2過程「所得循環」で生ずる貯蓄資金—ケインズのM₂—は、「第3過程」として銀行・機関投資家・債券市場・株式市場、総合して「広義金融市場」financial markets において種々の金融資産に運用される（ここでケインズ「流動性選好論」が作用する）。

つづく「第4過程」において「広義金融市場」に集積された貯蓄資金が、一部は市場内部を転々回流するが、大部分は金融機関・証券市場を通じて中長期貸出や債券・株式投資に運用される。一方、こうして資金調達をうけた企業は、これを設備資金・運転資金に運用するが、「図式論」からいえば、それが既往の銀行借入（第1過程）の返済に当てられるときは、「第1過程」で創出された短期信用が長期信用に置きかえられることになる。これは投資金融の確定化（consolidation）である。

わが国の貯蓄形態は伝統的に銀行預金とくに定期性預金であった。高度成長期において、また成長減速期においても、個人貯蓄は大部分が銀行預金とくに定期性預金の増加に当てられ、銀行はそれを中長期貸出に運用してきた。「図

式論」からいえば、中長期貸出は前述のように「第1過程」短期信用を長期信用に、投資金融を確定化するものである。この資金仲介の形態は銀行中心の典型的な「預金型間接金融」である。

その後70年代にはいり銀行の国債引き受けが増加したが、銀行の国債運用は定期性預金を見合いとするもので、これも間接金融の一形態—「債券型間接金融」—である。70年代終りから80年代入りには国債の大量発行が続き、流通市場が発達して国債の保有層が引受けシ団の中核である銀行から、シ団外の金融機関に広く広がってきた。しかし国債残高の大半がこうした機関投資家も含む金融機関によって保有されているかぎり、形のうえでは前述の「債券型間接金融」である。個人・企業が市場において直接債券に投資する状況になれば、「債券型直接金融」となる。さきに統計にみたように、債券は金融機関の保有比率が高いが、株式は企業・家計の保有比率が高い。

金融システムにおける「直接金融・間接金融」の問題は、このように債券市場と株式市場を別個にみるか、あるいは両市場を合わせた証券市場の全体でみるか、意見の分かれるところである。債券市場と株式市場は互いに独自の動きを示すときもあるので、こうした場合、両者を別個でみるほうが適切のように思われる。

さて、株式市場では景況感が先取りされて株価が敏感に変動する。80年代後半の円高・低金利時代は株価、それに地価が大幅に上昇し、バブルあるいは資産インフレの発生をみた。株価・地価の上昇は「第1過程」銀行貸出の増加を促し、これによる通貨の追加供給が「第2過程」の産業的流通に流入せずに株式・不動産市場に直接流入し、株価・地価をさらに上昇させ

た。そして、これが銀行貸出の担保価格を高め貸出増加を一段と加速させた。こうして「第1過程」銀行信用と「第3・4過程」資産市場との間にも正の相互作用が働いた。資産市場がブーム化すると、資産市場は銀行の信用創造活動と結びつき、資金循環の動きが実体経済を乖離して著しく肥大化したのである。これがバブル経済あるいは「資産インフレ」の発生とその発展のメカニズムである。

ところが、株価が下落に転じ景況感が悪化すると、これが銀行の与信態度を慎重化させ株式市場に流入する資金量が減少し、株価をさらに押し下げる方向に働いた。つまり、バブルの崩壊、あるいは「資産デフレ」への転化である。90年代のバブル崩壊期には「第1過程」銀行貸出と「第3・4過程」資産市場との関係が、一転して負の循環局面にはいったのである。

ここで「図式論」の「第5過程」の問題にはいる。「第1過程」から「第4過程」までのさまざまな金融的流通の最終的な差額は、銀行の準備ポジションの過不足、あるいは短期金融市場の資金需給の過不足となり、短期市場金利が変動する。市場資金の過不足は中央銀行信用の増減によって調整される。日銀信用の調整には日銀貸出の増減、手形・国債オペレーションなどの諸手段があるが、いずれにせよ、これらは銀行に対して、あるいは市場に対して行われる。これが「第5過程」であり、インターバンク短期金融市場であり、金融政策実施の場である。

「第5過程」は資金循環の終結の領域であるが、同時に、その影響は「図式論」の始発点である「第1過程」の銀行の与信活動に及ぶ。私の「図式論」は「第5過程→第1過程」の政策効果を内包する「継続的」な資金循環の図式で

ある⁶⁾。

この場合、「第5過程→第1過程」への政策効果の波及は、中央銀行の政策スタンス、景気局面、金融情勢によって異なることはいうまでもない。金融不安・景気低迷下の現局面ではその政策効果の波及過程に強い制約条件が働いている。

最後に、資金循環における投資と貯蓄の均等の問題について。

「所得面での投資と貯蓄の均等」は「図式論」の第2過程「産業的流通」あるいは所得循環において生ずる（投資乗数論）。資金循環における「投資・貯蓄の資金仲介」は、第1過程「銀行信用の供与」に始まり、第3・4過程の「広義金融市場」において行われ（投資金融の確定化）、最終的には一部（預金の現金引出分）であるが中央銀行信用によってリファイナンスされることになる。つまり、「投資・貯蓄の金融仲介」は資金循環の総過程、あるいは金融的流通の総過程において行われるといえよう。

2. 資金循環バランス現局面の位置づけ

表13は「図式論」に基づき経済成長・景気・金融局面の違いからみた資金循環バランスの特色、金融システムの類型化をまとめたものである。ここでは紙面の制約上、本題の90年代の問題に絞り、統計的に観察してきた主要な動きを整理し、これらを「図式論」に即して位置づけてみよう。

- (1) 資金循環の規模は90年代を通じて趨勢的に縮小した。これは「第1過程」の金融機関貸出、とくに銀行貸出の減少によって導かれたものである。
- (2) 「第1過程」銀行貸出の減少は、「第2

表13 「資金循環の図式論」による資金循環バランスの類型化

資金循環の5過程	(1) 銀行の信用創造と 預金通貨の供給	(2) 所得循環	(3) 貯蓄形成 (金融資産形成)	(4) 資金の仲介 (長短金融市場)	(5) インターバンク市 場と日銀信用
(I) 成長経済 (50's 後半～60's)	銀行貸出伸長－預金通貨 増 ＜銀行預貸併進＞	(オーバー・ボロウイング) 企業借入増→高投資→ →高所得成長→高貯蓄	銀行定期預金の増加が個 人貯蓄の主要形態	短期借入の長期借入・社 債・増資による固定化－ 投資金融の確定化 (債券市場未発達) 「預貸型間接金融」	市場逼迫－日銀信用増 (オーバー・ローン) －成長通貨の供給－
(II) 減速経済 (デイス・インフレ) (70's 後半～80's 前半)	貸出増勢鈍化 国債引受増	＜貸出増－経済拡大の相互促進作用＞ 企業投資伸縮み 財政支出増 経済成長減速	銀行預金増が主体、同時 に郵貯増加、証券・保険 も漸増（多様化の動き）	間接金融のなかで債券市 場の発達 「債券型間接金融」 (市場発達により国債保 有層のシ団外への拡大)	日銀国債オペ (国債流動化)
(III) バブル経済 (円高・低金利) (80's 後半～90's 入り)	貸出著増	高投資・高輸出→高成長 →高貯蓄	高利回り資産選好の動き	債券・株式市場拡大 (金利自由化・株価上 昇) 内外資金流入出活発	手形・国債オペ (オペ手段多様化)
(IV) ポスト・バブル経済 (デフレ経済)	貸出収縮－預金減 (不良債権累増) 国債引受増 ＜銀行預貸併減＞ ＜貸出減－経済収縮・資産価格下落のデフレ的影響＞	低投資・低消費 財政支出増 (ゼロ・マインナス成長)	現金・流動性預金・郵貯 への選好強まる	銀行の仲介機能低下 公的金融伸長 債券市場拡大	ゼロ金利政策（超低金 利） 日銀信用の拡大 手形・国債オペ活用

過程」経済活動の低迷により資金需要が低調であったこと、また「第3・4過程」資産価格の下落、不良債権の累積により与信能力が低下したこと、この資金需給両面の要因に基づく。そして、「第1過程」銀行貸出の減少は、「第2過程」産業的流通の収縮とのデフレ的な負の循環が働いていただけでなく、「第3・4過程」の資産市場の不振（資産デフレ）との負の循環も働いていたといえる。

(3) 大幅な財政赤字ファイナンスのため国債の大量発行が続いたが、低金利・緩和政策の実施と債券市場の発達を背景に、国債は大部分が銀行・機関投資家・公的金融など幅広く金融機関によって引き受けられた（第4過程）。金融機関の国債など債券投資が増加し、これが貸出の減勢に代って資金供給の主要な形態となった。

(4) 海外部門との資金の流出入について、対外証券投資が活発であったが、国内貯蓄資金の純流出（対外債権の増加）はおもに銀行の対外債務の純返済に当てられた（第4過程）。これは80年代後半には資金の流出入が両建の形で増大したのに比べて、全く逆転した動きである。ポストバブル期のわが国銀行の対外活動の縮小整理をしめすものである。

(5) 国内非金融部門の金融資産の運用面では、企業・家計の流動性・安全性指向から流動性預金と郵便貯金が増加した。保険・年金とくに年金準備金も順調に増加したが、定期性預金は伸び悩んだ（第3過程）。

他方、金融負債面において企業部門の負債残高の相対比（対GDP比）が低下、政

府部門のそれは上昇した。これはフロー面でみた企業部門の資金不足の減少、さらに資金余剰への変化、政府部門の資金不足の増加に照応する動きである（第2・4過程）。

(6) 金融システムの問題として、90年代において預金取扱機関とくに銀行のシェアが低下し、機関投資家（保険・年金基金）および公的金融のシェアは上昇した（第3・4過程）。銀行のシェア低下は上述の貸出減少に基因し、公的金融シェア上昇は郵便貯金の好伸を背景とするものである。

(7) こうした資金の貸し手として公的金融のシェア上昇に加えて、資金の借り手としても政府部門のシェアが上昇した。これは金融不安・景気低迷・低金利のもとで顕在化した資金循環の構造変化であり、資金配分の効率化の見地からも検討されるべき問題点である。

(8) 銀行信用が伸び悩みなし収縮するなかで中央銀行信用は増大した。これは明らかにパラドックス現象であるが、それというのも、日銀が民間の現金需要の増加に応え、金融安定・景気回復に必要な流動性を潤沢に供給する超緩和政策を推進してきたことを示すものである（第5過程）。

しかし、現局面において金融緩和・中央銀行信用の増加は銀行信用の拡大につながっていない。最初に述べたように、企業の資金需要は弱く銀行の与信能力が低下しているため、「第1過程」の銀行貸出は伸び悩んでいるからである。ここに現局面における中央銀行信用－銀行信用間のパラドックスの含意が存する。

以上を要約すると、90年代はバブル崩壊後の

景気後退と低迷の10年間であり、資金循環の規模はこの間趨勢的に縮小し、その態様も著しく変化してきた。

こうした動きはバブル期に肥大化した資金循環の一連の調整過程を示すものであり、なかでもデフレ的な動きの表徴的な指標は、銀行貸出の減少と国債の増発である。

銀行貸出の減少は産業的流通に必要な通貨供給量の収縮となり、経済活動にデフレの影響を与えた。

国債の増発は金融機関の貸出の減勢を補完する資金供給の形態であり、資金の流れの経路に大きな変化をもたらした。国債残高の累増は「金融システム」における国債のウエイト増加となり、資金の借り手としての政府部門の地位を高めることになった。今後国債管理との関係が金融政策の重要なテーマとなろう。

一体、貨幣・金融と実体経済の関係について、いずれが上部構造、いずれが下部構造であるか、それは経済学の古いテーマであった。

「図式論」の視点からいえば、資金循環の動きは実体経済活動の反映であると同時に、資金循環の動きは逆に実体経済に影響を与える。これは通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉の問題であり、両者は相互作用の関係にある。同時に、資金の金融的流通の領域において重要な点は、ストック面（株価・債券価格）のインパクトがフロー面（銀行貸出の増減・資金循環量の増減）に及び、これがまたストック面にフィードバックすることである。資金循環の動きが実体経済活動に作用する場合には、こうした金融面におけるフローとストックにまたがる動きが伴っているのである。

小論では、90年代の長い経済調整過程における資金循環量の縮小と構造変化の諸論点をフ

ローとストックにまたがる「資金循環の図式論」に即して考察してきた。

注

- 1) 日本銀行 [2000 a] [2001]。
- 2) 3) 日本銀行 [2000 b]。
- 4) 奥村 [2001]。
- 5) 石田 [1991] [1993] [1995] [1996] [1999 a] [1999 b]。
- 6) 私の「図式論」に対して、中央銀行の政策効果波及の視点から、「中央銀行信用の供与（ベースマネーの供給）」を第1過程、「銀行信用の供与（マネーの供給）」を第2過程とする「マネタリスト的図式」の思考もありうる。いずれの図式論にしても、資金循環の流れを継続的なものとしてみれば、どこに区切りの水門を置くかということにとどまり、結局、同じことではないかといえるかもしれない。しかし、この図式論によると、コール市場など金融機関相互間の短期金融市場の位置づけの解釈がむずかしくなる。「図式論」はひとつの金融経済観（ヴィジョン）にたつものでなければならない。私の「図式論」は銀行主義（Banking principle）にたつものであり、私は「マネタリスト的図式」に組することはできない。

参考文献

- 日本銀行調査統計局 [2000 a], 『資金循環勘定（年度・暦年計数）9月。
- [2000 b], 「資金循環統計からみたわが国金融構造の変化」『日本銀行調査月報』12月号。
- [2001], 『金融経済統計月報』最新号1月号。
- 石田定夫 [1991], 「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, 3月。
- [1993], 『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, 10月。
- [1995], 「『資金循環の図式論』の拡充—ケインズ体系に即して—」『政経論叢』第63巻第4・5・6合併号, 明治大学, 5月。
- [1996], 「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, '96年12月。

—— [1999 a], 「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－」『証券経済研究』第18号, 日本証券経済研究所, 3月。

—— [1999 b], 「1996～97年度資金循環の態様と特色－「資金循環の図式論」による論点整理

－」『金融構造研究』第21号, 地方銀行協会, 5月。

奥村洋彦 [2001], 「公的金融偏重の資金循環は正しくして金融再生なし」『論争東洋経済01年3月号』東洋経済新報社。

(元明治大学教授)