

デフレ経済と資金循環

——その態様と問題点——

石 田 定 夫

要 旨

この小論は、前稿「90年代におけるわが国資金循環と金融システムの変化」（本誌30号01年3月）に続き、その後発表の統計データによって、現下デフレ局面の資金循環の態様と問題点について考察するものである。以下はその主要論点である。

- (1) 資金循環の規模は90年代を通じて景気低迷に沿って趨勢的に縮小してきたが、最近数年間は経済のデフレ化を映じて、さらに縮小の動きが強まったようである。資金循環の縮小はもっぱら銀行貸出の減少によるものであり、この点は前稿で指摘した。
- (2) 国内非金融部門（企業・政府・家計）の資金調達（フロー）面では、金融機関借入の減少に代って国債発行が著増し、「国債新時代」と呼ぶにふさわしい状況となった。部門別には企業の資金調達は4年連続純減しており、政府は経済全体の資金量の100%以上を調達吸収してきた。
- (3) 国内非金融部門の資金運用（フロー）面では、現金預金の増加が主体であるが、00～01年はペイオフ対策等から定期性預金・郵便貯金から流動性預金へのシフトが目立ち、保険年金の払込みも若干減少した。証券投資は総じて低調であるが、01年には国債運用が増加した。
- (4) マネーサプライ統計によれば、最近数年間の $M_2 + CD$ の増加は年率2～3%で、おもに銀行の国債引き受けと対外資産の増加によって賄われた。銀行貸出は純減し、むしろ通貨供給の減少要因となった。およそ経済活動に必要な預金通貨の供給は、銀行の対企業貸出によって行われるのが通常の姿であり、それがおもに銀行の国債引き受けによって行われて、貸出が純減した状況はデフレ局面の特異な動きというほかない。
- (5) こうしたデフレ経済の様相は最近4年間（98－01年）「部門別資金過不足」バランスの動きに集約してみられる。企業部門の資金余剰、政府部門の

資金不足がともに増加の方向にあり、家計部門の資金余剰は減少の傾向にある。これはそれぞれ企業投資活動の沈静、財政赤字の拡大、家計貯蓄の伸び悩みを示すものである。この間、海外部門の資金不足（わが国経常収支黒字）の対 GDP 比は2%の水準を保っている。

- (6) 資金循環フロー面の縮小を映じて、90年代の金融ストック増加率はきわめて低く、国内非金融部門の金融資産残高は年率2.2%、金融負債残高は1.9%（名目 GDP1.3%）にとどまった。90年代はバブル期を含む80年代の急膨脹（金融資産11.8%、金融負債9.5%、名目 GDP5.9%）に対する調整期であったといえよう。主要項目では現金預金保有残高3.3%（80年代8.8%）、民間金融借入残高-1.3%（同9.8%）、国債発行残高10.1%（同9.2%）である。
- (7) 最後に「資金循環の図式論」の視点からみると、銀行貸出の減少（第1過程）を主軸に資金循環の規模が縮小したなかで、大量発行の国債は金融超緩和のもとで金融機関を中心に経済全体にわたり、ともかくも引き受けられ消化されてきた。日銀のゼロ（低）金利・量的緩和政策（第5過程）の効果は、銀行貸出（第1過程）、景気回復（第2過程）には現われていないが、国債市場（第3・第4過程）に対しては市場関係者の心理に微妙な影響を与え、これまで国債の需給均衡の持続、国債価格の安定に寄与してきたとみられる。「国債新時代」に入り市場の動向が注目され、今後は国債管理が重要性を増すことになろう。国債の問題も資金循環のフローとストックが交錯するその全領域において検討されるべきであると思われる。

目 次

まえがき

I. 90年代資金循環の特色——前稿の要旨——

II. 資金循環フロー統計にみるデフレ局面

1. 資金循環規模の縮小と形態の変化
2. 金融機関の動向

III. 資金循環ストック統計にみるデフレ局面

1. 内外経済の金融バランス
2. 金融システムの変化

IV. 「国債新時代」における資金循環バランス

まえがき

前稿「90年代におけるわが国資金循環と金融システムの変化」は、日本銀行調査統計局作成

の改訂資金循環統計（1990－99年度）に基づき、いわゆる「失われた10年」の資金循環の主要な動きを概観し若干の考察を加えたものであった（本誌30号、01年3月）。その後1年経過し、2000年度および2001暦年（速報）の統計

が発表された¹⁾。本稿は前稿の論点を踏まえ、新しい統計データを織り込み、最近数年間のデフレ経済における資金循環の態様と問題点を考察するものである。

前稿において90年代資金循環の特色としていくつかの論点を指摘した。本稿の論述においても前稿の論旨を継承し、まずⅠで前稿の論点を要約し本論稿の出発点とする。つづいてⅡとⅢで新しい統計データによって、現下デフレ局面の資金循環の態様をフローとストック両面について改めて観察する。最後にⅣで私の提唱する「資金循環の図式論」の観点から、国債の大量発行をめぐる資金循環バランスについての問題点を検討することにする。

Ⅰ. 90年代資金循環の特色

——前稿の要旨——

- (1) 資金循環の規模は国内非金融部門（企業・政府・家計）の資金調達の集計額で計ることができるが、その対 GDP 比率は90年代10年間の景気低迷の長期化を反映して趨勢的に縮小し（90-91年度17.8%→99-00年度11.1%）、その形態も著しく変化した。資金循環の縮小の始発点は銀行貸出・預金の減少であるが、半面、国債が増発され郵便貯金・簡易保険が増加した。資金循環の規模縮小と形態の変化とは無関係ではない。
- (2) 銀行貸出の減少は、景気低迷下の企業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・公的金融など金融機関を中

心に広範にわた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、貸出に代って資金供給の主要な手段になった。

- (4) 銀行貸出の減少、国債の増発は、「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大に端的に示された。ストック面では企業部門の債務残高（2000年度末1,170兆円）の対 GDP 比が10年間で低下し（2.78→2.28）、政府部門の債務残高（690兆円）の同比は倍増した（0.63→1.34）。
- (5) 家計部門の資金余剰はこの間減少し、その対 GDP 比も低下した（90-91年度8.5%→99-00年度5.4%）。ストック面では2000年度末家計の金融資産残高は1,420兆円を記録、対 GDP 比は10年間に上昇した（2.33→2.76）。項目別にはその過半は現金・預金750兆円（うち郵便貯金250兆円）、ついで保険・年金400兆円（うち簡易保険120兆円）、債券投資90兆円、株式・出資金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) わが国の対外経常収支は年々黒字を続けた。黒字（すなわち国内の貯蓄超過）は海外への純債権の増加に当てられるが、問題は対外純債権増加の内容についてである。機関投資家の対外証券投資は活発であったが、銀行の対外債務の返済も相当な額に達した。80年代後半のバブル期には内外資金の流出入が証券投資や銀行勘定において両建の形で増加したのに比べて、90年代はとくに銀行の対外勘定について80年代と様变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・年金基金等）および公的金融のシェアが上昇した。

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90年代半ば過ぎまで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、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、問題点の1つである。

- (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」の視点からの論点整理として、資金循環の規模の縮小は銀行貸出の減少を基軸として生じた。これは景気低迷の長期化に伴う産業的流通の縮小と負の循環関係にあるためであり、さらに資産市場の悪化・不良債権の累積に伴う与信能力の低下との負の循環関係が重なったことによるものである。

(注) 前稿は90-99年度の時系列年数に基づく作業であったが、上記「要旨」の記述には00年度の計数まで延長した。これによる前稿の論旨を修正する必要はなかった。

Ⅱ. 資金循環フロー統計にみるデフレ局面

1. 資金循環規模の縮小と形態の変化

資金循環のデフレ的な特色は、90年代を通じてみられたその規模縮小の動きが最近数年間に強まった点である。資金循環の規模は多角的にとらえられるが、前稿においても国内非金融部門（企業・政府・家計）の資金調達額 FRd、ないしその対応関係の同部門の資金運用額 FEd でとらえてきた。そして、それぞれの対 GDP 比率は経済変動過程における資金循環の動きを集約的に示す指標といえる。

表1において、FRd/GDP はバブル期90-91年度の18%からデフレ局面に入る99-00年度には11%に低下、FEd/GDP も20%から13%に低下した。暦年ベース00-01年では両比率は7~8%に低下している（表2, 3）。ちなみに、景気拡大期の両比率は、改訂前の旧統計であるが、80年代前半は20~22%、同後半は24~28%であった²⁾。

FRd を部門別にみると（表2）、企業部門とくに民間企業が99年から続けて純減したが、政府部門は50兆円を持続、ただ01年には40兆円に縮小した。項目別には借入金とくに民間金融借入が99年から純減を続けた。公的金融借入も00年には減勢に転じ、01年には純減となった。他方、国債発行は年間30兆円台を持続した。しかし国債増発による政府部門の資金調達の増加は企業部門のその減少をカバーするものではなく、結局、資金調達全体 FRd の減勢は企業部門の民間金融機関からの借入の純額が大きく響いたことによるものであった。

表1 国内非金融部門：資金調達・運用(90-00年度)
——その対 GDP 比率——

(単位 兆円・%)

年 度	90-91	92-94	95-96	97-98	99-00
資金調達額 FRd	164.8	147.5	117.3	76.0	114.1
FRd/GDP(%)	17.8	10.1	11.5	7.4	11.1
資金運用額 FEd	180.9	174.5	138.6	77.5	133.6
FEd/GDP(%)	19.6	11.9	13.6	7.5	13.0

(注) 計数は期間累計額。

FRd, FEd はともに部門内取引調整後の計数, 表2・表3も同じ。

〔出所〕日本銀行調査統計局作成「資金循環統計」。以下同じ。

次に FEd について(表3), 主体である家計部門のほか企業・政府も00-01年には縮小している。企業部門の資金運用額の減勢はおもに預金の減少であり, 上述の民間金融借入の減少と見合い関係のものである。家計部門のそれは所得・雇用環境の悪化を背景とする, まさにデフレ局面の現象である。項目別には主要資産は預金であるが, そのうち定期性預金の純減, 流動性預金の増加が目立つ。これはいうまでもなくペイオフ対策による預金シフトであるが, そのほか郵便貯金の減少は満期到来分の影響もある。

資金循環統計では各部門の資金の調達と運用の差額は「資金過不足」として示される(表4)。企業・家計両部門は98-01年を通じて資金余剰(資金運用超過), 政府・海外両部門は逆に資金不足(資金調達超過)である。かつて経済成長局面では企業部門は旺盛な投資活動のファイナンスのため大幅な資金不足部門であった。最近のデフレ局面では投資活動の沈静, 資金調達額の減少にともなって企業部門は資金余剰部門に転じ, しかも不況の深刻化により資金余剰の対 GDP 比率が上昇した。また家計部門は貯蓄形成の主体であり, 景気拡大期も後退期も同じく恒常的に資金余剰部門

表2 国内非金融部門：資金調達 (98~01暦年)
(単位 兆円)

暦 年	98	99	00	01
資金調達 FRd	44.3	47.2	47.9	34.2
企 業	-9.4	-9.4	-2.2	-5.7
(民間企業)	(4.6)	(-13.9)	(-7.5)	(-8.8)
政 府	55.9	56.2	51.7	38.7
(中央政府)	(44.4)	(53.2)	(45.3)	(28.9)
家 計	-1.9	1.0	-2.8	1.0
民間非営利	-0.4	-0.6	1.3	0.1
借 入	15.7	-9.1	-7.5	-8.8
(民間借入)	(7.2)	(-26.3)	(-11.5)	(-7.2)
(公的借入)	(8.3)	(16.7)	(4.8)	(-1.6)
債 券	38.3	45.0	38.9	31.0
(国 債)	(35.6)	(36.6)	(38.3)	(26.5)
株式出資金	3.2	11.1	10.1	6.6
FRd/GDP(%)	8.6	9.2	9.3	6.8

(注) 計数は部門内取引調整後。表3も同じ。

表3 国内非金融部門：資金運用 (98-01暦年)
(単位 兆円)

暦 年	98	99	00	01
資金運用 FEd	36.1	68.9	44.1	38.9
企 業	-7.8	21.1	5.8	11.6
(民間企業)	(-6.2)	(-20.3)	(4.6)	(10.6)
政 府	12.1	17.4	16.3	7.3
家 計	34.2	29.8	26.1	19.3
民間非営利	-2.5	6.7	-4.1	0.4
現金・預金	34.0	35.3	11.4	6.5
(流動性預金)	(8.5)	(17.3)	(10.8)	(30.5)
(定期性預金)	(9.1)	(-0.5)	(-6.2)	(-19.5)
(郵便貯金)	(14.1)	(7.7)	(-5.1)	(-14.1)
債券運用	2.4	-2.2	4.2	15.6
(国 債)	(6.2)	(1.9)	(-1.4)	(12.5)
株式出資金	1.4	2.5	5.1	4.1
保険年金	12.4	13.0	12.5	9.6
(参考)M ₂ +CD	21.5	16.5	11.8	21.8
FEd/GDP(%)	7.0	13.4	8.6	7.7

であったが, 2001年には個人所得・貯蓄の伸び悩みを背景に資金余剰の対 GDP 比率は低下した。

上述の銀行貸出(企業の借入)の減少と国債発行の増加の背景には, こうした企業・家計・政府各部門の「資金過不足」バランスの変化がみられる。これは経済デフレの深刻化を示す一面でもあり, 注目される点である。

表 4 部門別資金過不足 (98-01暦年)
——対 GDP 比率 (%)——

暦 年	98	99	00	01
金融機関	3.3	-1.6	2.9	0.6
国内非金融	-0.6	3.8	-0.6	1.3
企 業	2.4	5.4	1.6	3.9
(民 間)	(-1.2)	(6.0)	(2.5)	(4.3)
(公 的)	(3.6)	(-0.6)	(-0.8)	(-0.4)
政 府	-10.1	-7.8	-6.9	-6.4
(中央政府)	(-9.2)	(-8.1)	(-7.1)	(-5.0)
家 計	7.4	5.9	5.7	3.6
民間非営利	-0.3	0.3	-1.0	0.2
海 外	-2.6	-2.2	-2.3	-2.0

2. 金融機関の動向

国内非金融部門の資金の調達・運用の対応関係において、①企業部門の民間金融借入と預金
が平行して減少していること、②金融機関借入
の減少に代わって国債発行が増大し、企業・家
計部門の資金運用面では現金預金の増加がその
主な動きであったことが、現局面の特色点で
あった。

金融機関サイドにおいてみると、①は金融機
関とくに銀行の行動にかかわる問題である。ま
た②は国債発行の大部分が銀行など各種の金融
機関によって引き受けられ、企業・家計部門の
預金・保険年金などの間接金融資産がそれぞれ
金融機関の見合い原資となった。

金融機関の中核である国内銀行について (表
5)、与信面では貸出残高は99年以降3年連続
純減し、債券運用残高は逆に増加したが、01年
には日銀の買オペに应じ多額の国債を売却し
た。受信面では預金全体としては伸び悩みであ
るが、定期性預金から流動性預金への預け替え
が目立った。

保険・年金基金は、年々の保険料・年金払込
みの資金流入を原資として国債を中心に債券の
運用に当てており、既往の貸出残高は純減して

表 5 国内銀行：資金貸借バランス
(単位 兆円)

暦 年	99年	00年	01年	01年末残高
貸 出	-30.2	-5.4	-2.4	469.7
債券運用	25.7	13.3	-9.7	112.1
(国 債)	(12.3)	(7.1)	(-10.1)	(44.3)
計 (A)	-4.5	7.9	-12.1	581.8
預 金	6.0	-2.7	7.8	529.9
(流動性預金)	(26.5)	(-2.1)	(28.9)	(194.5)
(定期性預金)	(-11.3)	(-4.4)	(-25.2)	(274.2)
債券発行	2.3	-2.9	-3.7	37.1
(金融債)	(-0.7)	(-6.6)	(-4.5)	(24.6)
計 (B)	8.3	-5.6	4.1	567.0
差 (B-A)	12.8	-13.5	16.2	△14.8
コール取引(純)	9.7	0.3	3.7	△9.0 ¹⁾
現先 “ (純)	12.1	-3.2	-10.4	△20.7
日銀借入	0	-1.2	-0.1	△0.3
日銀当座預金	13.1	-12.2	2.5	7.6

(注) 1) コール・現先取引純残高△印は借入超の表示。

表 6 公的金融：資金貸借バランス
(単位 兆円)

暦 年	99年	00年	01年	01年末残高
公的貸出	25.3	0.8	-10.0	512.3
債券運用	-0.1	-3.3	-6.2	89.8
(国 債)	(1.9)	(-1.2)	(-4.6)	(76.3)
計 (A)	25.2	-2.5	-16.2	602.1
財政融資預託金 ¹⁾	7.8	-5.3	-47.2	385.2
債券発行	0.6	1.5	33.9	67.8
(財融債)	(-)	(-)	(32.4)	(34.7)
計 (B)	8.4	-3.8	-13.3	453.0
差 (B-A)	-16.8	-1.3	2.9	△149.1
郵便貯金	7.7	-5.1	-14.1	240.5
簡易保険	4.4	4.8	4.7	123.4
財政融資預託金 ²⁾	3.2	-8.8	-36.5	224.6

(注) 1) 「財政融資資金」への預託金は、郵貯・簡保から
の預託金 (2) のほか、「社会保障基金」(政府部
門の内訳部門) 等からの預託金から成る。

いる。

公的金融部門は郵便貯金制度からの財政融資
資金預託金 (以前は資金運用部預託金) と財融
債・政府関係機関債の発行によって貸付資金を
形成する。00-01年は郵貯は不振、財政融資資
金預託金は逆に払出超となり、公的貸出・債券
運用残高は純減となった (表 6)。従来の財政
投融資による公的貸出は90年代前半は郵貯の好

表7 M₂+CD 増減と信用面の対応 (98～01暦年)

(単位 兆円)

暦 年	98年	99年	00年	01年	01年末残高
M ₂ +CD 増減	21.5	16.5	11.8	21.8	671.6 ²⁾
(1) 対外資産	-10.0	1.4	11.8	10.3	66.9
(2) 国内信用	10.8	21.6	18.8	11.9	744.7
対財政	9.5	33.0	30.7	31.3	180.4
(国債)	(7.8)	(34.7)	(29.7)	(24.0)	(166.7)
対地公	1.7	1.0	-0.4	1.0	25.3
対民間	-0.4	-12.4	-11.5	-20.4	539.0
(貸出)	(-0.6)	(-12.0)	(-11.1)	(-17.0)	(488.2)
(事業債・株式)	(0.2)	(-0.5)	(-0.4)	(-3.4)	(50.8)
(3) その他 ¹⁾	20.6	-6.5	-18.8	-0.4	△140.0
(参考) M ₂ +CD 平 残対前年比(%)	4.0	3.6	2.1	2.8	

(注) 1) M₂+CD 増減=対外資産+国内信用+その他

その他=金融債・信託勘定借・金融機関預金増減など。

2) 01年末残高は「マネタリー・サーベイ」統計による。

伸を背景に順調に拡大したが、後半には財投改革によりその様相を一変したようである。

さて表7はマネーサプライM₂+CD の増減と信用面の対応を記録したもので、統計の対象金融機関は発券銀行の日本銀行と銀行等の預金取扱機関である。資金循環統計は民間・公的の全金融機関を対象としているのに対して、マネーサプライ統計表がカバーするのは全金融機関の半分(約50%)程度である。

表7によると、99～01年3年間累計でM₂+CD 増加額は50兆円、年率増加率は2～3%である。信用面では銀行の対外資産は23兆円、対政府信用は95兆円(うち国債は88兆円)増加したが、対民間信用は44兆円(うち貸出は40兆円)減少した。つまり、M₂+CD 増加の経路として銀行の対外資産と国債引き受けは増加したが、対民間貸出は減少した。これは次のように説明できる。

輸出(銀行の外国為替の買取り)や財政(国債の引き受け)による民間部門への資金の流れは銀行預金の増加となるが、民間企業は流入した資金の相当の額を既往借入残高の返済に当て

たのである。これは、輸出・財政両部門からの資金流入が潤沢であったことに加えて、企業の財務リストラの努力もあるが、最も重要な点は、設備投資活動が活発でなく新規資金需要が強くなかったことを意味するものであろう。

Ⅲ. 資金循環ストック統計にみるデフレ局面

1. 内外経済の金融バランス

表8は国内非金融部門の金融資産残高表で前述の資金運用のストック計数を、表9は同じく金融負債残高表で同様に資金調達ストック計数をそれぞれ示す。

表8において、2001年末金融資産残高は2,310兆円、対GDP比は4.59である。項目別には現金・預金1,010兆円(対GDP比2.02)がその4割以上を占めており、うち流動性預金

表8 国内非金融部門：金融資産残高

(単位 兆円)

	1990年度末		2001暦年末	
現金・預金	717.2	1.59 ²⁾	1,015.8	2.02 ²⁾
現金	32.6	0.07	66.0	0.13
流動性預金	107.0	0.24	239.1	0.47
民間定期預金	405.2	0.90	417.1	0.83
郵便貯金	136.3	0.30	240.5	0.48
財融資産預託金	96.7	0.21	160.1	0.32
債券類	178.8	0.40	196.9	0.39
(国債)	(16.3)	(0.04)	(37.7)	(0.07)
株式・出資金	433.6	0.96	279.2	0.55
(株式)	(241.9)	(0.54)	(138.2)	(0.27)
保険年金	218.8	0.49	407.8	0.81
対外債権	74.8	0.17	121.1	0.24
合 計	2,234.9	4.96	2,586.6	5.13
純 計 ¹⁾	1,887.2	4.19	2,310.8	4.59
(部門別)家計	1,048.4	2.33	1,420.4	2.82
企業	557.1	1.24	448.6	0.89
政府	241.9	0.54	399.6	0.79
(参考)M ₂ +CD 末残	504.9	1.12	671.6	1.33

(注) 1) 統計は部門内取引を控除した計数。

2) 対GDP比率。

表9 国内非金融部門：金融負債残高

(単位 兆円)

	1990年度末		2001暦年末	
借入	922.4	2.05 ²⁾	1,022.0	2.03 ²⁾
民間金融借入	637.9	1.42	616.5	1.22
公的金融借入	190.6	0.42	329.4	0.65
割賦借入	21.9	0.05	20.9	0.04
債券発行	307.8	0.68	649.4	1.29
国債	156.5	0.35	418.5	0.89
その他公共債	57.5	0.13	161.2	0.32
事業債	23.8	0.05	56.8	0.11
株式・出資金	521.7	1.16	391.2	0.78
(株 式)	(336.8)	(0.75)	(267.0)	(0.53)
対外債務	4.5	0.01	42.3	0.08
合 計	2,179.5	4.89	2,404.1	4.77
純 計 ¹⁾	1,825.0	4.05	2,131.7	4.23
(部門別)企業	1,252.1	2.78	1,088.2	2.16
政府	283.4	0.63	694.7	1.38
家計	273.9	0.61	331.2	0.66

(注) 1) 統計は部門内取引を控除した計数。

2) 対 GDP 比率。

240兆円、定期性預金420兆円、現金66兆円である。預金以外では保険年金が410兆円、債券保有は200兆円、株式・出資金は280兆円である。部門別には家計部門の保有残高は1,420兆円(対 GDP 比2.82)、企業部門は450兆円(同比0.89)、両部門で全体の8割を占める。

次に表9において、同年末金融負債残高は2,130兆円、対 GDP 比は4.23である。項目別には借入残高1,020兆円(同比2.03)が全体の48%を占め、うち民間金融借入は610兆円、公的金融借入は330兆円である。債券発行残高は650兆円(同比1.29)、うち国債は420兆円(同比0.83)、株式・出資金は390兆円(同比0.78)である。部門別には企業部門が1,090兆円(同比2.16)で全体の50%を占め、政府部門は690兆円(同比1.38)、家計部門は330兆円(同比0.66)である。

さきに90年代の資金循環の特色として、90年代を通じてその規模が縮小したことを指摘したが、この点は、ストック面でも国内非金融部門

の金融資産負債残高の増加率が大きく低下したことにあらわれている。年度ベース統計であるが、90年代10年間の年率増加率は金融資産は2.2%、金融負債が1.9%であり、いずれも名目 GDP 成長率1.3%を上回ったものの、80年代の資産増加率11.8%、負債増加率9.5%に比べて著しく低下している³⁾。

資産項目で比較的高い増加率は流動性預金(7.2%)、郵便貯金(5.3%)、保険年金(6.3%)である。定期性預金は低金利とペイオフ対策から不振(0.4%)、債券運用も同じく低調(0.4%)であり、株式運用は値下りから減価(10年間-33%)した。

なおマネーサプライ統計M₂+CDの増加率は2.6%で、もちろん80年代の9.2%に比べて著しく低下したが、前記金融資産全体の増加率2.2%を若干ながら上回っている。

負債項目では国債(増加率10.1%)を中心に債券発行残高が増大(8.0%)、公的金融借入も増加(8.0%)したが、主要項目である民間金融借入は減少(-1.3%)、株式・出資金も値下り減資から減少(-1.2%)した。いうまでもなく、前記資産サイドのM₂+CD残高の増加率の低下は、負債サイドの民間金融借入残高の減少に照応するものである。

次に表10は海外部門の残高表で、わが国の立場からみれば対外資産負債残高表である。2001年末わが国対外資産残高は373兆円、負債残高は216兆円、差し引き純資産残高は157兆円、対 GDP 比0.31である。90年度末の対外資産残高は283兆円、負債残高は231兆円、純資産残高は52兆円、対 GDP 比は0.12である。この10年間を通じて、対外資産残高は90兆円増加、対外負債残高は逆に15兆円の減少、差し引き純資産残高は105兆円(同+0.18%)増加した。項目別

表10 わが国対外資産負債残高

(単位 兆円)

	1990年度末		2001暦年末	
対外資産	283.2	0.63 ¹⁾	373.0	0.74 ¹⁾
預 金	15.9	0.04	11.7	0.02
貸 出	94.2	0.21	89.2	0.18
直接投資	18.4	0.04	30.7	0.06
証券投資	72.9	0.16	201.5	0.40
その他	72.2	0.16	△12.9	△0.02
外貨準備高	9.6	0.02	52.8	0.10
対外負債	231.5	0.51	216.2	0.43
預 金	36.5	0.08	8.0	0.01
対外借入	111.2	0.25	79.8	0.16
債 券	42.0	0.09	36.0	0.07
株 式	22.3	0.05	58.0	0.12
その他	19.4	0.04	34.3	0.07
(差)対外純資産	51.8	0.12	156.8	0.31

(注) 1) 対 GDP 比率。

には資産では対外証券投資(128兆円増)と外貨準備高(43兆円)の増加が目立ち、負債では海外の対日証券投資が増加(30兆円)したが、わが国銀行勘定の対外債務の減少(59兆円)が目立った。

ちなみに、わが国対外資産負債残高バランスで資産超過(対 GDP 比0.31)であることは、前述の国内非金融部門の残高バランスで資産超過(同比0.36)であることと概念的に照応するものである。わが国の対外経常収支は年々恒常的に黒字を続けており、対外純資産残高の増加につながったのである。

2. 金融システムの変化

表11は資金循環統計における金融機関の内訳部門(機能分類)別の金融資産残高表である。金融機関の中核は、伝統的な国内銀行などの「預金取扱機関」(2001年末50%)であるが、そのシェアは90年代を通じて低下した(56%→50%)。それは国内銀行の低下(33%→24%)によるもので、郵便貯金は若干上昇した(6%→10%)。半面、保険・年金基金(12%→15

表11 金融機関の構成

—金融資産残高による—

(単位 兆円)

	1990年度末		2001暦年末	
I 預金取扱機関	1,356.8	56	1,508.9	50
1 銀行等 (国内銀行)	1,118.6 (790.8)	46 (33)	1,167.3 (739.5)	38 (24)
2 郵便貯金	150.3	6	300.2	10
3 合同運用信託	87.9	4	41.4	1
II 保険年金基金	286.4	12	450.7	15
1 保険 (民間生保) (簡易保険)	233.6 (117.9) (51.2)	10 (5) (2)	360.3 (154.9) (125.7)	12 (5) (4)
2 年金基金	52.8	2	90.4	3
III その他仲介機関	706.2	29	948.4	31
1 証券投信	46.7	2	51.8	2
2 公的金融	378.0	16	637.1	21
IV 非仲介型機関	3.2	0	20.5	1
V 中央銀行	54.0	2	122.9	4
合 計	2,406.6	100	3,051.3	100
(制度ベース)				
民間金融	1,760.3	73	1,842.5	60
公的金融	592.2	25	1,085.9	36

%), その他仲介機関(29%→31%)が上昇した。前者では簡易保険(2%→4%), 後者では公的金融(16%→21%)の上昇が目目される。公的金融は90年代前半までは伸びたが、最近は伸びが鈍化している。

同表の最下段「民間金融・公的金融」は、上記の機能ベースから制度ベースに組み替えたもので、民間金融のシェアは73%から60%に、公的金融は25%から36%にそれぞれ大きく上下し、中央銀行も2%から4%に高まった。民間金融のシェア低下は、上述の国内銀行の貸出純減・預金の伸び悩みが大きく響いたものである。公的金融の拡大は、郵貯・簡保の好伸を背景に、民間金融の伸び悩みを量的補完にまで進んだ政府系金融機関の貸出増加によるものである。

表12は広義金融市場の資金仲介3経路の規模を、金融機関貸出と証券投資の合計残高によってとらえたものである。

表12 資金仲介の経路——与信残高

(単位 兆円)

	1990年度末		2001暦年末	
1 金融機関(間接金融)	1,479.9	69	1,886.8	77
① 貸出	916.8	42	1,035.9	42
② 債券	358.1	17	707.0	29
③ 株式	205.0	10	143.9	6
① 民間金融	1,142.6	53	1,214.9	49
② 公的金融	306.5	14	596.4	24
2 国内非金融(直金)	612.4	28	476.1	19
債券	178.8	8	196.9	8
株式	433.6	20	279.2	11
3 海外の対日証券投資	64.3	3	94.0	4
債券	42.0	2	36.0	1
株式	22.3	1	58.0	2
合計	2,156.6	100	2,456.9	100

繰り返し述べたように、90年代を通じて民間金融機関の貸出残高が減少したが、間接金融全体のシェアは上昇(69%→77%)した。公的金融の上昇(14%→24%)が民間金融の低下(53%→49%)を上回ったためである。

直接金融のシェアは低下した(28%→19%)。これは株価下落・低迷によるもので、株式保有比率の高い企業・家計など非金融部門にその影響が強くあらわれた。海外の対日証券投資は株式投資を中心に若干伸長した。

90年代の国債残高の年率増加率は前述のように10.1%ときわめて高く、貸出残高の1.2%と比べて対照的である。問題は、かくも大量に発行された国債がどこで引き受けられ吸収されたかである。表13は国債の部門別保有高の統計である。

2001年末の国債残高は453兆円(01年度から発行開始の財融債34.7兆円が加わる)であり、そのうち金融機関保有分は390兆円、全体の87%を占め、国内非金融部門は38兆円、比率8%、海外部門は22兆円、同5%である。金融機関全体の保有比率は10年前と大差はないが、内訳部門では国内銀行を主とする民間

表13 国債の部門別保有高

(単位 兆円)

	1990年度末		2000年度末		2001暦年末	
1 金融機関	135.8	87	364.0	89	392.9	87
中央銀行	10.7	7	48.8	12	67.3	15
民間	68.6	44	174.9	43	165.6	37
預金型機関	48.8	31	92.7	23	77.3	17
保険年金	7.6	5	52.0	13	57.7	13
投信	3.6	2	12.0	3	9.0	2
公的	56.5	36	140.3	34	160.0	35
郵便貯金	5.3	3	26.8	6	44.9	10
財融資々金 ¹⁾	48.9	31	77.3	19	72.7	16
2 国内非金融	16.3	10	23.5	6	37.7	8
(家計)	(7.6)	(5)	(10.1)	(2)	(11.5)	(2)
3 海外	4.5	3	21.3	4	22.6	5
合計	156.5	100	408.7	100	453.2 ²⁾	100

(注) 1) 00年度まで資金運用部資金、01年度から財政融資資金。

2) 01年度から財融債が加わる。国債418.5兆円、財融債34.7兆円。

の預金取扱機関の比率が大きく低下(31%→17%)し、半面、保険年金基金が上昇(5%→13%)した。

この間、中央銀行は買オペにより大量の国債を市場から買入れ、2001年末国債残高は67兆円、全体の比率は15%(90年度末7%、95年度末11%)に達した。買オペの相手方はおもに国内銀行であるから、銀行の保有高のかんりの分が日銀保有の増加にシフトしたとみられる。日銀と民間預金型機関の合計で10年間のシェアの変化をみると、それもいくぶん低下している。その変化は保険年金基金等の機関投資家や海外など保有層が若干拡大したことによるものであろう。

このように国内銀行など民間の預金型金融機関の国債保有比率は低下したが、保有残高の絶対額は年々増大しており、これが貸出残高の伸び悩みをカバーしている。これが前述のように、マネーサプライ $M_2 + CD$ 増加の見合い資産(信用面の対応)の変化となっているのである。

IV. 「国債新時代」における 資金循環バランス

以上の論述において、現下デフレ局面の資金循環の特色として、資金循環の規模縮小の動きが最近数年間強まってきたこと、その始発点は銀行貸出が減少したことにあり、他方大量の国債発行が始まり、資金循環の形態に著しい変化が生じたことを指摘した。

まず銀行貸出が数年続いて減少したことは、戦後わが国経済において未経験の現象である。これはデフレ下で企業の資金需要がきわめて弱いこと、銀行は巨額の不良債権の処理をかかえ与信能力が低下していること、この需給両面の要因による。

「資金循環の図式論」の立場からいえば、前稿でもとりあげたが⁴⁾、銀行貸出の減少（第1過程）は、デフレ下の産業的流通の縮小（第2過程）と負の循環関係にあること、さらに地価・株価下落など資産市場の変動（第3・第4過程）、それに基づく不良債権の累積処理と負の循環関係にあることにもよる。このように銀行貸出の不振は、フローとストックの二重の負の循環関係の制約をうけており、デフレ問題のきびしさがうかがわれる。

次に国債大量発行の問題であるが、日銀の低（ゼロ）金利・量的緩和政策の影響と発達した債券市場を背景に、国債は金融機関を中心におおむね順調に消化されてきた。そして金融機関の国債引き受けは、伸び悩みの貸出に代って資金供給の主要手段になった。

「図式論」の観点からは、金融機関を銀行などの信用創造機関と機関投資家などの信用仲介機関に区分することが望ましい。銀行の国債引

き受けは貸出と同じく「第1過程」の与信活動（信用創造）であるが、その他機関投資家の国債引き受けは個人消化と同じく「第3・第4過程」債券市場における貯蓄資金の運用・配分（信用仲介）の動きと位置づけることができる。しかし国債がいずれの金融機関の引き受けあるいは個人消化によるにしても、国債代り金は政府の財源となる。そして、財政支出が行われると、「第2過程」産業的流通において民間の所得・貯蓄が形成される。

つづく「第3・第4過程」は各種金融機関・証券市場が活動する場であり、貯蓄資金の運用とその投資々金への配分が行われる。債券市場はここに位置づけられる。国債について機関投資家の引き受けや個人消化はこの「第3・第4過程」において行われる。国債代り金は前述のように銀行の引き受け分（第1過程）とともに政府の財源となり「第2過程」に支出される。

問題は「第5過程」中央銀行の金融調整の位置づけと効果についてであり、国債買オペレーションがここで登場する。国債買オペは中央銀行による国債の流動化（monetization）を意味する。

ところで、さきの表7でみたように、最近数年間の $M_2 + CD$ 増加は、銀行の企業への貸出ではなく、国債引き受けを主軸とする財政資金の支払と輸出代金の支払（銀行の外国為替の買取り）によるものであった。企業部門の設備投資活動が低調で借入需要は弱く、売上げ代金として流入した資金の相当額は既往借入の返済に当てられた。つまり、貸出残高は減少し、通貨供給の減少要因となった。デフレ局面の深刻さを示す一側面である。

このことは、前掲表4の「部門別資金過不足」バランスにおいて企業部門が本格的な「資

表14 中央銀行－マネタリーベースと見合い資産残高
(単位 兆円)

暦年末	98	99	00	01
銀行券発行高	55.9	65.4	63.4	69.0
貨幣流通高	4.1	4.2	4.2	4.3
日銀当座預金	4.4	23.4	6.8	15.6
(計)マネタリーベース	64.4	93.0	74.4	88.9
日銀貸出	9.9	4.0	0.8	0.8
手形・現先(純計)	△11.9	34.2	30.4	17.0
国債	52.0	69.2	56.3	75.6
(FB)	(23.5)	(23.4)	(16.1)	(8.0)
(国債)	(28.5)	(45.8)	(40.2)	(67.6)
外国為替	3.4	3.7	3.7	3.6
(注) 政府預金	0.5	5.9	9.4	6.0

金余剰部門になった半面、政府・海外両部門の「資金不足」が高水準を持続していることに集約して示されている。

思えば、60年代の高度成長期の資金循環は、現下デフレ局面とまさに正反対の動きであった。企業部門は旺盛な投資活動を映じて大幅な「資金不足」であり、それを賄う銀行貸出の増大が資金循環拡大の主軸となった。政府部門はおおむね中立的であり、60年代後半に国債発行が始まったが、それも現時点からみれば発行額は小規模なものであった。こうして60年代は実体経済活動も資金循環の規模も、ともに急テンポで拡大し、完全雇用が達成された、よき時代ではあった。しかし企業はオーバーボロウイング(借入過剰)、銀行はオーバーローン(貸出過多)、日銀貸出は恒常的に増大し、企業金融・金融市場は、ともに逼迫化していた。

ここで「第5過程」中央銀行の金融政策の問題に戻ろう。現下のデフレ局面に対処して日銀は2001年3月以来、日銀当座預金という資金の量(マネタリーベース)を目標とする新しい金融政策運営の枠組みを採用し、「内外の中央銀行の歴史に例のない思い切った金融緩和を継続」⁹⁾してきている。その過程で日銀は国債の

買オペ増額をコミットし、マネタリーベースの供給増加をはかってきた(表14)。この量的緩和措置については、「第1過程」銀行貸出増加への効果を期待する見方もきかれるが、実際、金融緩和の効果はほとんどみられず、したがって「第2過程」の実体経済活動における景気・物価の回復への影響はまだ現われていない。これはたんに「タイムラグ」の問題ではなく、構造問題を含むからである。

ただ、緩和政策による大量の流動性供給の影響は、「第4過程」債券市場参加者の心理状態に微妙に及び、その効果は「国債価格の安定－国債低利回りの持続」として現われている。日本経済に対する海外筋の評価、財政再建の見通し、国債価格付け変更など問題材料が山積しているなかで、国債市場の需給バランスが回りなりにも保たれてきたが、これは巨額の中央銀行信用に支えられてきたためとみられよう。これは形をかえた国債価格支持といえなくもない。

このように現下デフレ局面では中央銀行信用と銀行信用の間、あるいはマネタリーベースとマネーサプライの間には大きなギャップがあり、そこに一部関係者に焦りもみられるが、半面、国債市場の需給バランスはこれまでかなりの期間にわたって保たれてきた。これは現下デフレに特有な現象であり、中央銀行信用をめぐる liquidity trap(流動性の罠)の日本版といえるであろう。

以上、現下デフレ局面の資金循環の問題について銀行貸出の減勢と国債の増加を中心に検討してきた。このほか本稿ではふれることができなかったが、株式市場とくに株価の変動の資金循環への影響も重要な論点である。高度成長期には経済の拡大と資金循環の拡大とくに銀行貸出の増大がテーマとなり、フロー面の動きに主

たる関心がむけられた。本題であるデフレ局面の資金循環の縮小と形態の変化の考察においては、銀行貸出の減少のフロー面とともに債券・株式市場のストック面の動きがクローズアップしてきた。「国債新時代」を迎え、今後は国債残高の累積と国債価格の変動が株価の変動とともに重要性を増してくる。これら国債・株式価格の変動が資金循環バランスにどのような動きを引き起こすか、そして実体経済にどのような影響を及ぼすか。これは資金循環のフローとストックの両面にまたがる問題であり、今後さらに検討すべき研究テーマである。

注

- 1) 日本銀行調査統計局 [2001] 9月, [2002] 3月。
- 2) 石田 [1993] 10月, 67-70頁。
- 3) 石田 [1993] 10月, 103-105頁。ただし計算修正。
- 4) 石田 [2001] 3月。
- 5) 日本銀行 [2002] 4月。

[後記]

本稿校正中に資金循環統計2001暦年(確定), 2001年度(速報)が発表されたが(金融経済統計月報6月号), 本稿はこれら最新のデータを採用していない。

参 考 文 献

- 日本銀行調査統計局 [2001], 『資金循環勘定1990-2000年度, 1998-2000暦年』 9月
- [2002], 『金融経済統計月報』 3月 特別掲載「資金循環統計」
- 日本銀行 [2002], 『日本銀行調査月報』 2002年4月号 所載「通貨及び金融の調節に関する報告書」概要説明
- 石田定夫 [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
- [2001], 「90年代におけるわが国資金循環と金融システムの変化」『証券経済研究』 第30号, 日本証券経済研究所, 3月

(元明治大学教授)