

英米における金融市場と実体経済の連関性（その2・完）

須藤 時 仁

目 次

- 一、はじめに
- 二、経済の長期的推移
- 三、仮説の検証

(1) 金融資産残高の対名目GDP比と金融資産の内

訳（以上、本誌第四八巻第一〇号）

(2) 金融資産に占める金融機関の保有比率（以下、
本号）

(3) 政策的背景としての流動性の供給

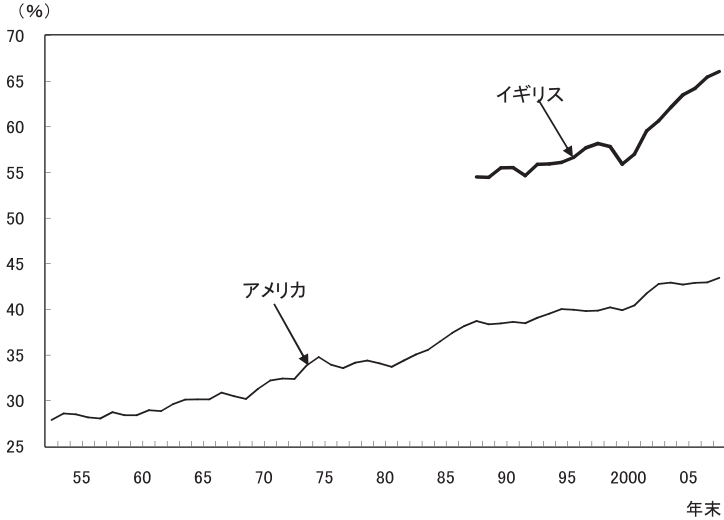
四、まとめ

(2) 金融資産に占める金融機関の保有比率

次に、金融資産に占める金融機関の保有比率について検討する。ここで、金融機関とは資金循環統計で金融セクターに分類される中央銀行を含むすべての金融機関をいう。

まず、金融資産総額に占める金融機関保有額の比率を見ていこう（図表7）。イギリスでは、一九八七年末から九七年末にかけてその比率は緩やかに上昇していった（五四・五%↓五八・二%）。東アジア・ロシア・ブラジルの金融危機の影響からか、九八〜九九年末はその比率が低下したが、

図表7 金融資産総額に占める金融機関保有額の比率



(出所) ONS, *Financial Statistics*、FRB, *Flow of Funds* から作成。

二〇〇〇年代に入ってからは一貫して上昇している。〇二年末には六〇%を越え、〇七年末には約六六%まで上昇している。イギリスにおける比率は後述するアメリカにおけるそれに比べて水準的にかなり高いことが特徴であり、金融市場の状況(金融商品の価格)が金融機関のバランスシートに与える影響が大きく、さらにはバランスシートを通じて実体経済に与える影響が大きいと推測される。

一方、アメリカでもこの比率は基本的に上昇基調にあるが(五二年末二七・九%↓〇七年末四三・五%)、七四〜八〇年末(第一・二次石油危機)、八七〜九一年末(ブラックス・マンデー、S&L破綻)、九四〜九九年末(メキシコ危機、東アジア・ロシア危機)、二〇〇二〜〇七年末(I.Tバブル崩壊、サブプライム問題)といった何らかの市場・経済ショックが生じた後数年は横ばい

で推移するといった特徴がある。水準的には二〇〇〇年末以降四〇％を超えており、イギリスより低位だが、金融市場の状況が金融機関のバランスシートに与える影響が大きくなっている。

こうした、金融資産総額に占める金融機関の保有比率が上昇していることは、金融不安定性を増幅する要因といえよう。

次に、金融機関が保有する金融資産の内訳を先に説明した分類に従って見ていこう。

(i) イギリス

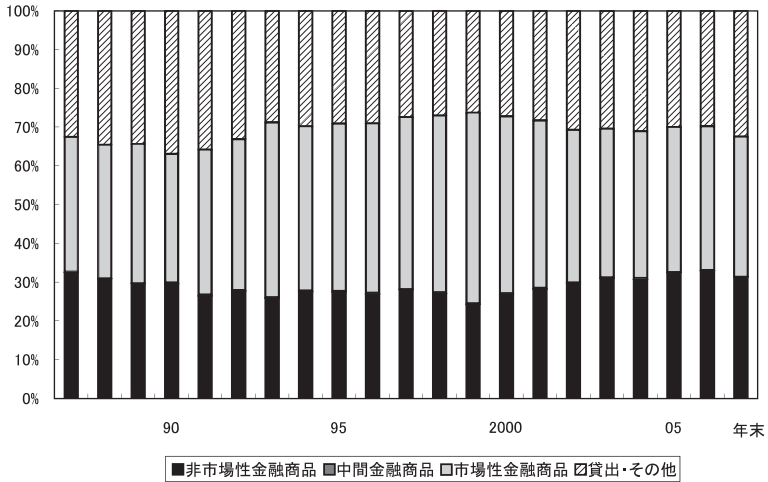
金融商品と貸出等に分けると、八〇年代後半から九〇年代初頭にかけては、貸出等の構成比が三割を越えていたが、その後この比率は低下した（図表8、9）⁽⁵⁾。ITバブル期の九九年末に二六・三％で底を打った後再び上昇している。二〇〇〇年代に入ってからの上昇は住宅投資ブームを反映したものと考えられる。

金融商品の構成比は貸出等のそれと反対の動きをし、概ね六三〜七四％の間で変動している（ITバブル期にかけて上昇したが、二〇〇〇年代に入ってから七〇％前後で安定的）。金融商品の内訳を見ると、中間金融商品（保険・年金）はほとんど保有していない。一方、非市場性金融商品（現預金）の構成比と市場性金融商品のそれとを比べると、一貫して後者の構成比のほうが高く、平均構成比は前者で二九・〇％、後者で四〇・三％である。

さらに市場性の内訳を見ると次のような特徴が見出される。

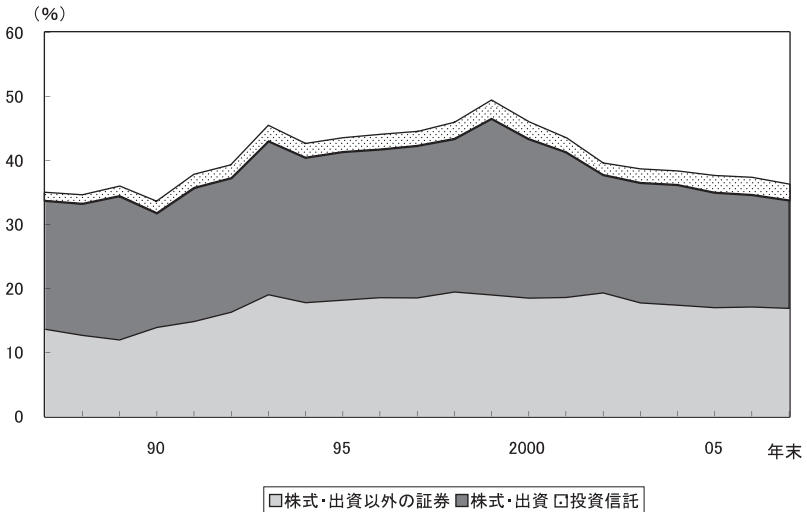
- ・投資信託はほぼ一貫して構成比が上昇している。ただしその水準は低い。
- ・株式の構成比は〇二年末を除き、市場性の内で最大のウエイトを占めている。これは、金融機関のバランスシートが株価の影響を受けやすい

図表8 英金融機関が保有する金融資産の内訳(構成比)



(注) 非市場性金融商品とは現預金、中間金融商品とは保険・年金準備金。
 (出所) ONS, *Financial Statistics* から作成。

図表9 英金融機関が保有する市場性金融商品の内訳(構成比)



(出所) 図表8に同じ。

ことを示している。ただし、二〇〇〇年代に入ってからはその構成比が低下基調にある。

・株式以外の証券の比率は八〇年代後半から九〇年代にかけて上昇基調にあったが、二〇〇〇年代に入ってからには株式と同様に低下基調にある。しかし、特に近年ではその水準は株式の構成比と同水準にあり、決して低くはない。これは、証券化商品などの新しい金融商品に金融機関が投資するようになったことを示しているよう。同時に、そうした金融市場の状況が金融機関により影響を与えるようになっていると推測される。

(ii) アメリカ

次にアメリカの内訳を見てみよう（図表10、11）。アメリカの場合には長期で統計が取れるためまず八〇年代前半以前（五二〜八四年末、以下「前期」と八〇年代後半以降（八五〜〇七年末、

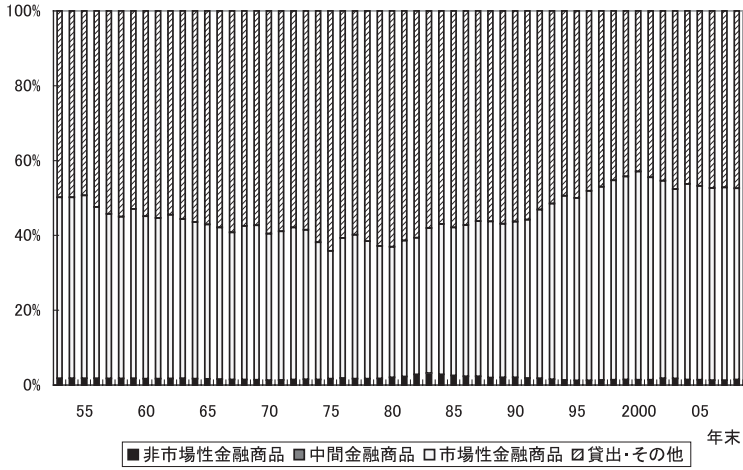
以下「後期」とを比較し、その後に八〇年代後半以降の特徴を見ていこう。

① 前期から後期にかけての変化

金融商品と貸出等とに分けると、貸出等の構成比は七〇年代まではほぼ一貫して上昇し七〇年代後半には平均六一・六％と六〇％を超えたが、八〇年代に入り低下基調に転じた。後期も低下基調が続いたが、九九年末の四二・九％を底に二〇〇〇年代に入ってから四六％前後で安定的に推移している。その結果、貸出等の平均構成比は前期の五七・三％から後期には四九・七％に低下した。一方、金融商品の構成比は貸出等と逆の推移を辿り、平均構成比で四二・七％から五〇・三％に上昇した。

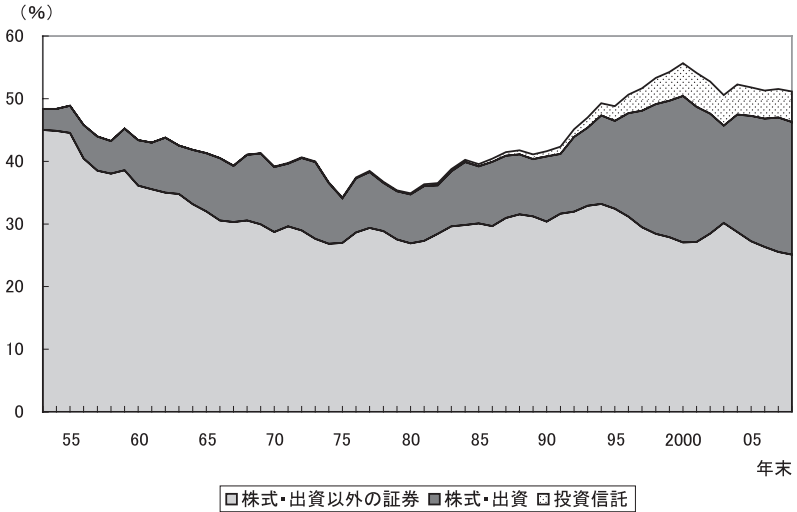
金融商品の内訳を見ると、イギリスの金融機関の場合と同様にアメリカの金融機関も中間金融商品をほとんど保有しておらず、非市場性と市場性

図表10 米金融機関が保有する金融資産の内訳(構成比)



(注)図表8に同じ。
 (出所)FRB, *Flow of Funds*から作成。

図表11 米金融機関が保有する市場性金融商品の内訳(構成比)



(出所)図表10に同じ。

のみである。非市場性の構成比は七〇年代まで一%台で推移していたが、八〇年代に入り二%台へ上昇したため前期の平均は一・九%であった。後期も、八〇年代までは二%台が続いていたが、九〇年代以降は一%台へ低下した。その結果、後期の平均構成比は一・七%と、前期と同水準である。このように非市場性の保有比率が極めて低いことからわかるように、アメリカの金融機関が保有する金融商品のほとんど（九五%以上）は市場性である。したがって、市場性の構成比の推移は金融商品のそれと同じである。平均構成比は前期の四〇・八%から後期は四八・七%に上昇している。

さらに市場性の内訳を検証すると以下のよう整理できる。まず、株式以外の証券は、前期は市場性、つまり金融商品の大部分を占めていたため、金融商品と同じ動きであった。後期は、後述する

ように株式と投資信託の構成比の上昇を受けてその構成比は低下基調で推移し、九〇年代前半までは三〇%台を維持していたが後半以降は二〇%台へ落ちた。この結果、平均構成比で見ると前期の三二・五%から後期には二九・五%に低下したが、それでも大きな比率を維持している。株式の構成比は、八〇年代までは一二%程度（七二年末）が上限であり、前期の平均で八・二%しかなかった。しかし、九〇年代に入り構成比が急速に上昇し、九〇年代後半以降は二〇%前後で推移している結果、後期の平均で見ると一六・一%にまで上昇している。投資信託は、前期においてもその構成比は上昇基調にあったが、水準は一%にも満たなかった。八〇年代後半からその構成比が急速に上昇し、九九年末以降は五%前後で推移している。その結果、平均構成比は前期の〇・一%から後期には三・一%へと、水準的には低いもの

の、急速に構成比を上昇させている。

② 八〇年代後半以降の推移

金融商品と貸出等に分けると、貸出等の構成比は八五年末から九〇年代にかけてほぼ一貫して低下した。八五年末には約五七%を占めていたが、

九〇年代後半には五〇%を割り、九九年末には四二・九%まで低下した。その後、二〇〇〇年代に入ってから住宅投資ブームを反映して上昇基調に転じ四七%前後を維持している。なお、モーゲージ貸出の貸出等に占める割合はほぼ一貫して四〇〜五〇%程度にも上る。また、イギリスの水準と比べると、アメリカの貸出等の構成比はかなり高いことが特徴として挙げられる。

金融商品の構成比は貸出等のそれと反対の動きをし、八〇年代後半から九〇年代にかけてほぼ一貫して上昇しており、九三年末以降五〇%を超えている。ただし、そのトレンドは二〇〇〇年代に

入ってから転換して、五三%前後で頭打ちである。さらに金融商品の内訳の特徴を整理すると以下のようになる。ただし、前述したように、中間金融商品はほとんど保有されていないので、非市場性と市場性のみ説明する。

・非市場性の構成比はほぼ一貫して低下している。九〇年代以降は一ケタ台に落ちた。イギリスではこの構成比が二五〜三〇%を占めていることから、イギリス金融機関と比べてアメリカの金融機関は現預金の保有構成比がかなり低いことが特徴的である。

・市場性の構成比は九〇年代まで上昇基調にあったが、二〇〇〇年代に入って頭打ちとなつている。ただし、水準的には五〇%以上と高い比率を占めている。イギリスの水準が四〇%前後(二〇〇〇年代は三〇%台)であることから、この構成比はアメリカの金融機関のほうが高

い。市場性の内でもっとも顕著な上昇を示しているのが投資信託であり、ほぼ一貫して構成比が上昇し、八五年末の〇・五%から〇七年末には約五%を占めるまでになっている。次いで、株式の構成比も九〇年代に入ってから顕著な上昇を示しており、九六年末以降二〇%前後で推移している。この水準は二〇〇〇年代で比べるとイギリスの水準より高く、アメリカの金融機関のほうが株価の影響を受けやすい体質にあると推測される。一方、株式以外の証券の構成比は低下基調にあるが、市場性金融商品の内では最大のウエイトを占めている。

以上、金融資産総額に占める金融機関保有額の比率とその内訳について英米の状況を分析してきたが、ここで見出された特徴を整理すると次のようになる。

・英米とも、金融資産に占める金融機関の保有比

率が上昇しており、これは金融不安定性を増幅する一因と推測される。特に、イギリスの比率は六〇%を超えており高い。

・金融機関が保有している金融資産の内訳を八〇年代後半以降について整理すると以下のようになろう。金融商品と貸出等とに分けると、イギリスで概ね前者七・後者三の比率であるのに対して、アメリカではほぼ五対五であり、イギリスのほうが金融商品に偏っている。しかし、金融商品の内訳を見ると、イギリスの場合には非市場性金融商品である現預金がその約半分以上を占めるのに対して、アメリカではそれが五%以下でしかない。市場性金融商品の構成比が高いという意味では、アメリカの金融機関のほうがイギリスの金融機関より金融市場の影響を受けやすい体質にあるといえよう。特に、アメリカの金融機関は株式の構成比が急速に高まって

きており、株価の影響を受けやすくなっている。一方、イギリスの金融機関はむしろ株式以外の証券の構成比が上昇・高止まりしており、証券化商品などの新しい金融商品を保有するようになっていいると考えられ、その価格の影響を受けやすくなっていると推測される。

ここまで、八〇年代後半以降において英米両国とも金融資産残高が経済規模に比して大幅に増大してきたこと、さらに金融機関の保有比率が上昇してきていることを示した。これらはいずれも金融取引（さらにいえば資産取引）が活発化していることと同時に、实体经济に対する金融市場の影響が強まっていること、つまり金融不安定性が高まることを示唆するものである。しかしながら、八〇年代後半以降の経済成長率は両国とも驚くほど安定している。この矛盾を解く要因として流動性の潤沢な供給が考えられる。そこで、次にマ

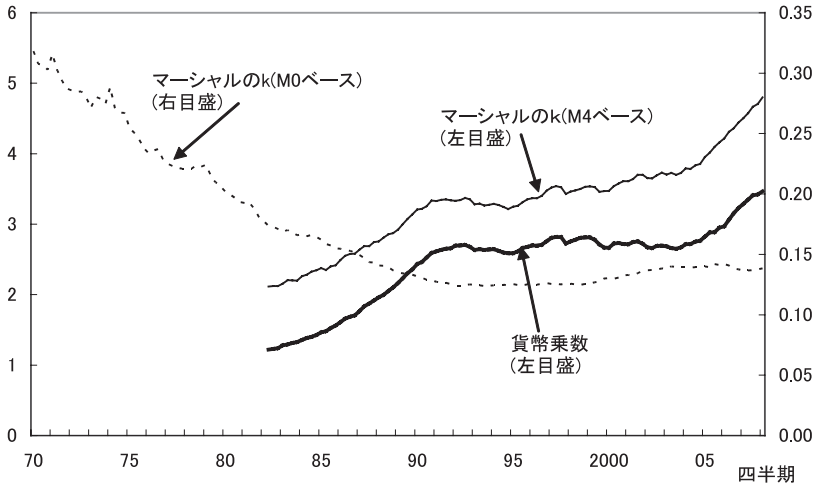
ネーの動向とそれを背後から規定する政策金利の推移を検証しよう。

(3) 政策的背景としての流動性の供給

イギリスでは、M4ベースのマーシャルのkは九〇年代前半に横ばいとなったものの、その時期を除くと八〇年代からほぼ一貫して上昇している(図表12)。特に八〇年代と〇五年以降の上昇が顕著である。この動きは、金融資産総額に占める金融機関保有額の比率の動きと概ね一致している(特に二〇〇〇年代)⁶⁾。

一方、ハイパワード・マネーであるM0(流通現金)ベースでのマーシャルのkを見ると、九〇年代半ばまで低下しその後上昇しているが、その水準は〇・一二四〜〇・三一八と、M4ベースのマーシャルのkに比べてはるかに落ち着いている。そのため、貨幣乗数(M4/M0)は、九〇

図表12 イギリスにおけるマーシャルのkと貨幣乗数

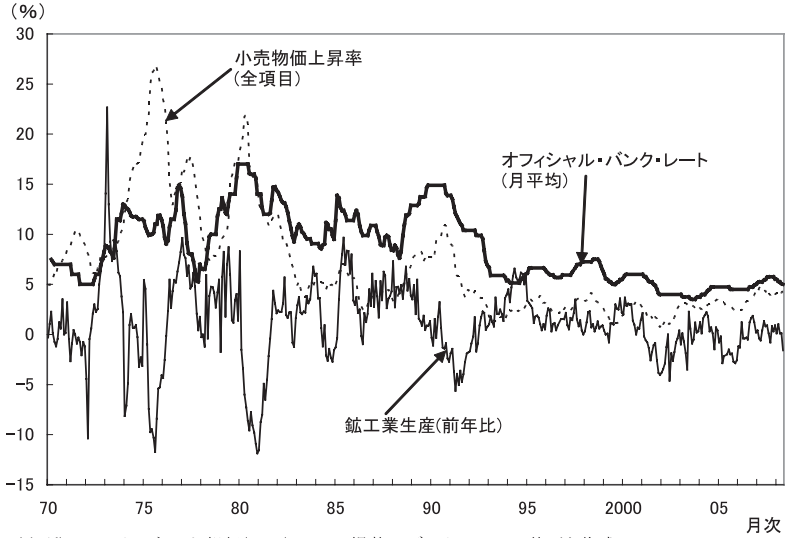


(注)貨幣乗数の単位は「倍」であり、その値は左目盛の数値を10倍する。
 (出所)ONSのHPに掲載のデータベースに基づき作成。

年代から二〇〇〇年代前半まで二六倍前後で横ばいで推移したもののトレンドとしては上昇基調を崩さず、〇七年末には約三四倍まで上昇している。こうしたマネーの膨張が金融資産の増大と、金融機関による金融資産の保有比率の拡大を支え、それがマネーサプライの増加を促すという循環が生じていると考えられる。

このマネーの動きを説明する指標として、ここで政策金利（オフィシャル・バンクレート）、物価指数上昇率、生産指数の前年比を見てみよう（図表13）。ここでは政策金利の動きを月次ベースで細かくフォローするために、物価指標、生産指標とも月次ベースで入手可能な指標を用いた。具体的には、物価指数には小売物価指数へ全項目を、生産指標には鉱工業生産指数を採用し、各々の前年同月比を計算した。まず、政策金利を見ると、八〇年代までは物価上昇率が高かったこと、

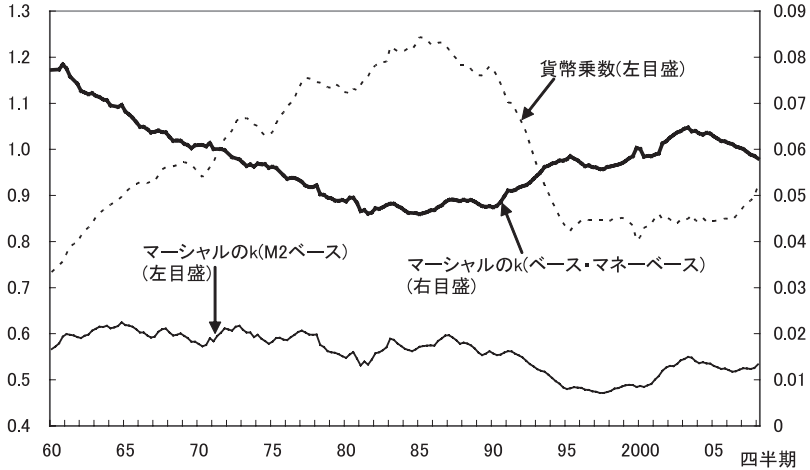
図表13 イギリスにおける生産・物価・金利指標



生産の変動が大きかったことなどから高い水準を維持していたが、九〇年代に入り、物価上昇率、生産の成長率ともに落ち着いてきたため、金利も相対的に低位で安定させている。これが上述のM4の増加と貨幣乗数の上昇、つまりマネーの膨張を下支えすると同時に、潤沢なマネーの存在（金融危機時には十分な流動性を中央銀行が供給する準備があるという心理的な安心感も含めて）が金融市場の不安定性が实体经济に影響を及ぼすことを軽減してきた（つまり实体经济の安定化に寄与してきた）ものと考えられる。

アメリカでは、M2ベースのマーシャルのkは八〇年代前半までは〇・五三〜〇・六二の間で安定的に推移していたが、八七年第一四半期の〇・五九七をピークに九〇年代前半にかけて低下している（図表14）。しかし、九七年第二・三四半期の〇・四七二を底に上昇基調にある。この動き

図表14 アメリカにおけるマーシャルのkと貨幣乗数



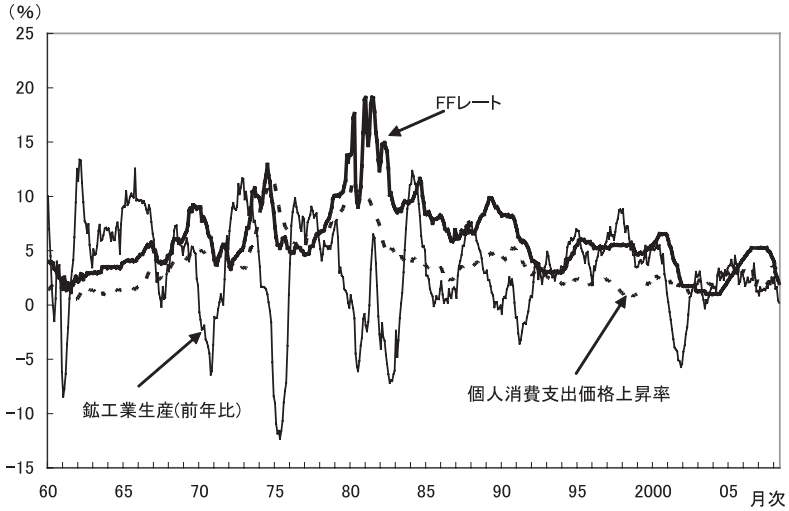
(注)図表12に同じ。
 (出所)FRB、BEAのHPに掲載のデータベースに基づき作成。

は、金融資産総額に占める金融機関保有額の比率が八〇年代後半から九〇年代にかけて横ばいで推移した動きと対応している。さらに、前述した貸出等の構成比が同期間低下した動きとも一致している。

一方、ハイパワード・マネーであるベース・マネーを名目GDPで割ったマーシャルのkの動きを見ると、八〇年代まで低下したが、九〇年代から上昇基調に転じている。ただし、その水準はM2ベースのマーシャルのkに比べてはるかに低い（〇・〇四六〇〇八二）。そのため、貨幣乗数（M2／ベース・マネー）は八〇年代前半まで上昇したが（六〇年末七・六倍→八四年末一二・三倍）、やはり八〇年代後半から九〇年代前半にかけて低下し、その後八・五倍前後で安定的に推移している。

アメリカについてもイギリスの場合と同様に、

図表15 アメリカにおける生産・物価・金利指標



(出所)図表14に同じ。

このマネーの動きを説明する指標として、政策金利（FFレート）、物価指数上昇率、生産指数の前年比を見てみよう（図表15）。物価指数には個人消費支出価格指数（PCE）を用いた。政策金利は、七〇年代から八〇年代前半までは高い物価上昇率と生産指数成長率の変動を受けて、高水準で推移していたが、八〇年代半ば以降のインフレ率と成長率の安定を受けて低下し、九〇年代後半以降は五・五％（九〇年代後半）→一・五％（二〇〇〇年代前半）で相対的に安定した動きとなっている。こうした金利の安定が貨幣乗数の下げ止まりに寄与し、マネーの膨張を再び促したと推測される。しかしながら、マネーの動向と金融資産の増大または金融機関の保有比率の拡大との関係はイギリスにおけるほど明瞭には現れていない。

これは、逆言すれば、潤沢なマネーの存在が金融・経済の安定化にどれほど寄与しているかも不

明瞭ということである。

四、まとめ

英米における経済の長期的推移を検証したところ、両国とも「八〇年代前半以前は資産価格の変動とともに経済成長率、物価上昇率の変動も大きかったが、後半以降は前者の変動は大きいままであるにもかかわらず、後者の変動は極めて安定的である」という特徴が見出された。しかも、この期間も八〇年代末期の資産バブルの崩壊（英）、S & L危機（米）、東アジア・ロシア・ブラジル危機、ITバブル崩壊、サブプライム問題（以上、両国）など幾度となく金融危機を経験しているにもかかわらず、経済成長率は相対的に安定しているのである。本稿（本誌第四八巻第一〇号、本号）では、八〇年代後半以降の状況はどのよう

に説明されるのかという問題意識の下で長期的な観点からファクト・ファインディングを行った。

結論としては、こうした八〇年代後半以降の状況を説明する主因はマネーの膨張であり、これは二面的な効果を及ぼしている。特にイギリスについてはこの二面性が当てはまることを見出された。一面は、マネーの膨張により実体経済に比べて金融資産残高が膨張し、かつ金融資産に占める金融機関の保有比率が上昇するという効果である。総じて、英米の金融機関は株式（や証券化商品）といった市場性金融商品の保有を高めており、これは金融不安定性を増幅するであろう。つまり、経済成長率が落ちているにもかかわらず、金融資産価格の変動率は高いままであり、時として金融危機が発生する要因となってきたと推測される。

マネー膨張のもう一方の側面は流動性の供給

(金融危機には政府・中央銀行が十分な流動性を供給してくれるという「潜在的な安心感」という意味でも)を通じて実体経済の安定に貢献することである。つまり、金融資産価格の変動による経済の不安定性が増しても、高い流動性の供給によりその不安定性の顕在化を防ぎ、さらに顕在化して金融危機となってもその拡大・影響を軽減化するという効果である。これによって、上述した金融不安定性を高めるような現象が生じても経済成長率の変動が安定していると推測される。

しかし、重要なことはマネーの膨張による流動性供給効果があっても、「実体経済に比した金融資産残高の膨張」と「金融資産に占める金融機関の保有比率上昇」の連鎖が続く限り金融不安定性は消えないのであり、金融市場の変動に伴う実体経済の脆弱性は潜在的に高まっているということである。このことは今後の金融政策の重点をどの

ように設定するかにかかわる。これまでは物価安定が金融政策の中心的目的であった。しかし、金融不安定性の要因が高まっている以上、金融市場および経済の安定化、つまり金融危機の回避のためにもマネーの供給は重要である。一方でこれは物価上昇要因となる。こうした物価安定と金融市場・経済の安定というトレード・オフに対してどのように政策を実行(具体的には政策金利を設定)していくべきかが大きな課題となろう。

(注)

- (5) なお、住宅担保貸出の貸出等に占める比率(割合)はほぼ一貫して三分の一度である。
- (6) このマージナルの k の動きは貸出等の構成比上昇の動きとも一致しており、マネーの膨張が資金需要(貸出)に促されていることを示している。

(すどうとときひと・当研究所主任研究員)