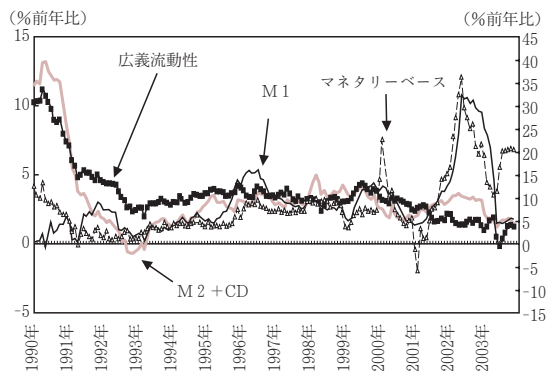


国内経済

# 低迷が続くマネーサプライ

図表1. マネー関連統計の推移



(資料) 日本銀行

## 伸び率が縮小し始めるマネーサプライ

日本銀行が大胆な量的緩和を続けているにもかかわらず、最近マネーサプライの伸び率が再び鈍化し始めている。代表的なマネーサプライ指標であるM2+CDは10月に前年比+1.5%となり、8月(同+2.0%)をピークに伸び率を鈍化させつつある。また、季節調整後の前月比(年率換算)は1.2%と6ヶ月ぶりの減少に転じているが、9月分が同横ばいであったことを考慮すると、マネーサプライの頭打ち感が強まっている。

マネーサプライの内訳を見ると、現金が前年

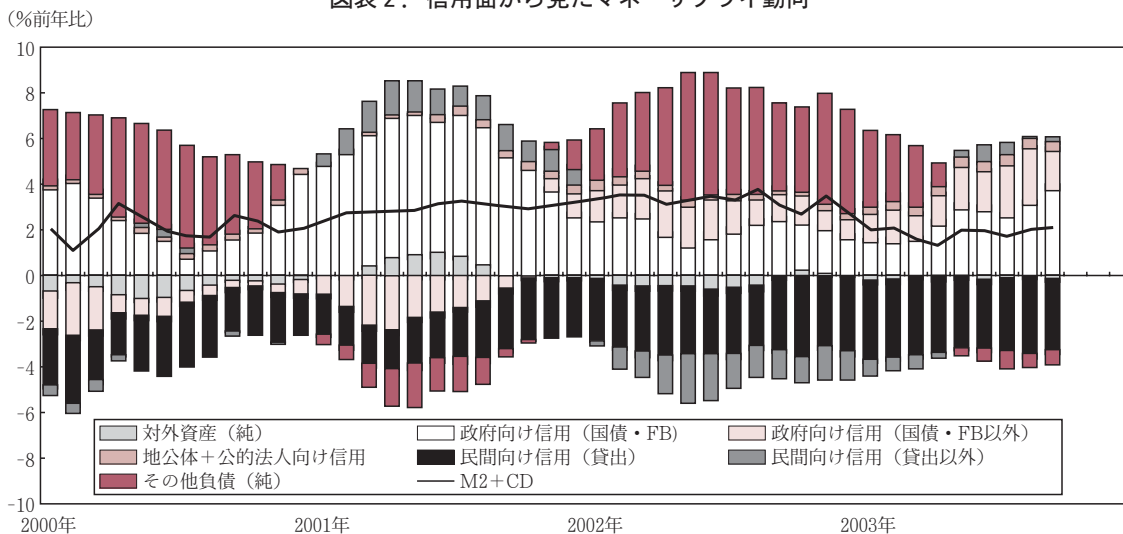
比+4.4%、預金が同+5.9%であり、流動性の高い資産の伸びは比較的高めである。一方で、準通貨(定期性預金)は同1.4%と、再び減少率が拡大する方向にある。寄与度は小さいが、CD(譲渡性預金)も同16.6%と大幅なマイナスとなっている。

これに対して、M2+CDに郵便貯金や国債などを加えた広義流動性は前年比+1.3%と、一見するとM2+CDよりも更に低い伸びである。ただし、この数字には2002年度末に廃止された簡易保険福祉事業団の保有していた金銭信託の取扱変更の影響が含まれているため、その影響を除去したベースで見ると、同+3.8%と伸び率がかなり回復している。広義流動性の内訳を要因分解してみると、国債・FBや債券現先・現金担保付債券貸借が伸び率上昇に大きく貢献している。

## 政府向け信用が下支え

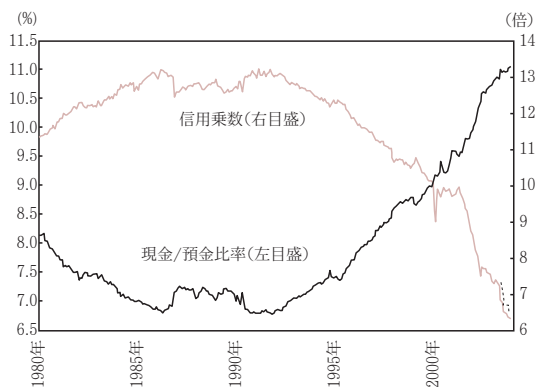
次に、マネタリーサーベイを利用して、マネーサプライ(M2+CD)を信用面から要因分解してみよう(なお、本統計は月末残高が掲載されているため、前月値と平均することで近似的な月中平均残高とし、それを使用している)。

図表2. 信用面から見たマネーサプライ動向



資料 日本銀行資料より農中総研作成

図表3. 信用乗数と現金/預金比率の推移



(資料)日本銀行 (注)貨幣乗数の点線部分は日本郵政公社要因を除いたベース

図表2によると、民間金融機関の本業とも言うべき民間貸出が大きく減少を続ける中で、銀行の政府向け信用(国債・FB、貸出とも)の増加がそのマイナスを補って余りあるほどの役割を果たしている姿が浮かび上がる。前述のマネーサプライ動向とあわせて最近のマネー動向を叙述すると、「デフレが持続する状況下で、民間非金融部門は現金や普通預金といった流動性の高い資産保有志向を強め、一方でこうした集まった預金を銀行では公的部門向けに資金還流している」となる。

なお、貸出、事業債・株式以外の形態での民

間向け信用(具体的にはCP保有や現先・現金担保付債券貸借取引)については寄与度自体小さいものの、マネーサプライの伸びを下支えていることも判明する。

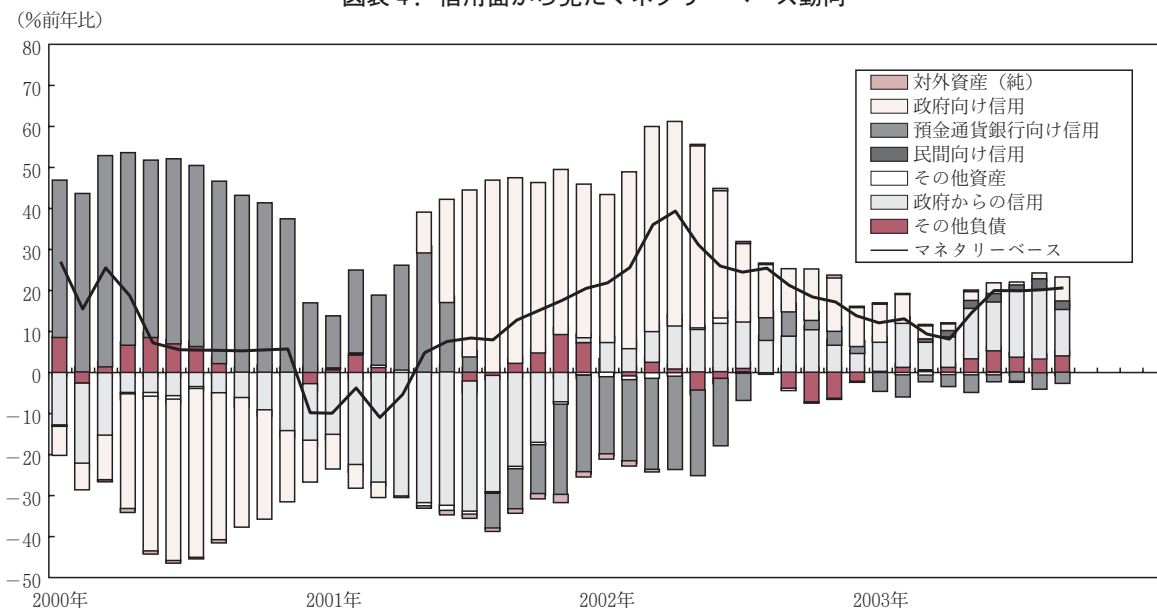
### マネタリーベースは高い伸びだが・・・

2001年3月以降、日本銀行はそれまでの政策金利目標を設定した政策運営から、日銀当座預金残高を政策目標とした量的緩和政策に転換した。それ以降、デフレが長期化する様相を示していることを反映して、量的目標は逐次引き上げられたことに加え、相対的に魅力度の増した現金(日銀券)保有志向の強まりもあり、マネタリーベース(日銀券+準備預金)は極めて高い伸びを続けている。

なお、信用面からマネタリーベースを見ると、政府からの信用という負債項目の減少の影響が伸びを下支えている格好になっている。特に2003年度に入ってから、政府に対して行った売現先取引の残高が縮小したことの影響が大きく出ているようだ(図表4)。

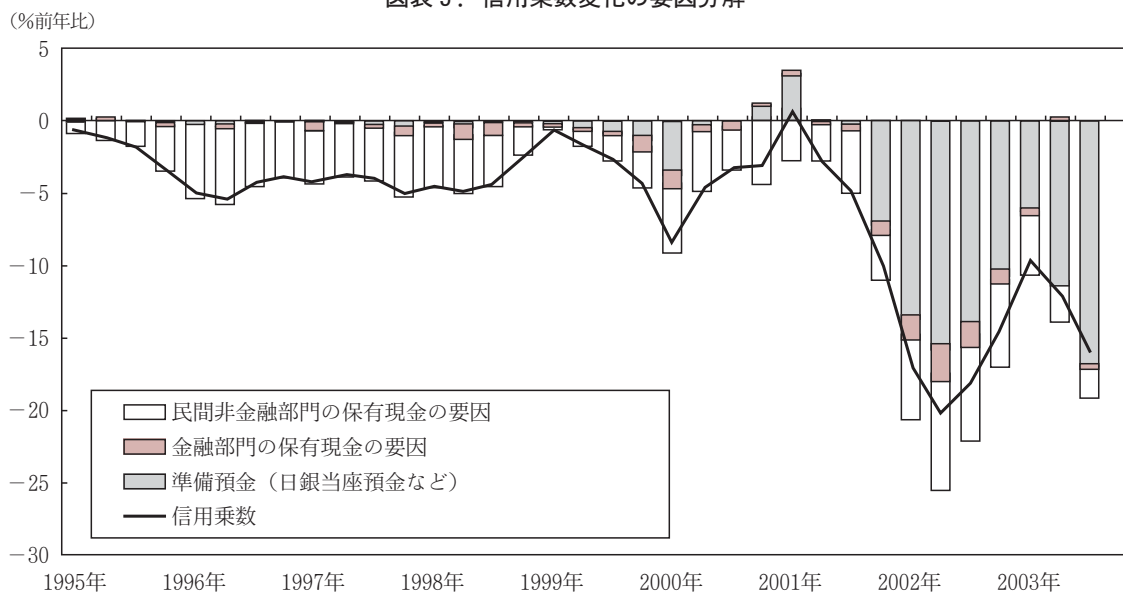
伝統的な金融論の教科書的な説明(信用乗数アプローチ)を念頭におけば、通常の経済環境下で日銀が追加的に信用供給を行った場合、金融機関はそれを当座預金にそのまま置いておく

図表4. 信用面から見たマネタリーベース動向



(資料)日本銀行資料より農中総研作成

図表5. 信用乗数変化の要因分解



(資料) 日本銀行資料より農中総研作成

よりは収益面で有利な貸出や有価証券投資を増やすことが予想され、結果としてマネーサプライは増加するはずである。しかし、冒頭で述べたとおり、これまでのところ上述したプロセスが現実となっている様子はない。マネタリーベースが大幅に増加しているのに対して、マネーサプライとの橋渡しになっているはずの信用乗数が大きく低下し続けているからである(図表3)。

この信用乗数はマネーサプライをマネタリーベースで除したものであるが、信用乗数の変化は以下に示すとおり、準備預金の変化、金融機関保有現金の変化、現預金比率の変化、に分解することができる。

$$\text{信用乗数} = \text{マネーサプライ} / \text{マネタリーベース} \dots\dots$$

$$\text{マネーサプライ} = \text{現金 (金融部門保有を含まず)} + \text{預金} \dots\dots$$

$$\text{マネタリーベース} = \text{現金 (金融部門保有を含む)} + \text{準備預金} \dots\dots$$

式に、式、式を代入すると、信用乗数は、 $(1 + \text{民間非金融部門の現預金比率}) / (\text{民間非金融部門保有現金} / \text{預金比率} + \text{金融部門保有現金} / \text{預金比率} + \text{準備預金} / \text{預金比率})$  で除したものとなる。この要因分解を行ったものを図表5で示している。これによれば、1995年以降民間非金融部門の現金保有志向が継続的に信用乗数の低下に寄与してきたことがわかる。更に、

2001年以降は日銀の量的緩和政策そのものが信用乗数押し下げに大きな役割を果たしている。

もちろん、だからといって金融緩和を逆戻りさせればよい、というわけではないだろう。いかにすれば現行の金融緩和がマクロ経済に波及するかという視点で考える必要がある。

### デフレ脱却と金融不安解消はセットで

なお、マネーサプライと名目GDPとをつなげる貨幣の流通速度(もしくはその逆数のマーシャルのk)の動向も確認すると、流通速度の低下基調が続いており、つまりはマネーが滞留し、大規模な過剰流動性(経済規模に対してマネーの量が多い状態)が発生していることがわかる。

代表的なマネーサプライであるM2+CDが金融機関の負債項目で構成されている以上、マネーサプライが増加するためには、同時に金融機関が貸出や有価証券保有を増加していく必要があるが、世界的に見て極めて低いとされる資本効率を引き上げる動きが強い中で、リスク資産が増加していくことを期待できる状況にはない。せいぜい、金融機関の現金保有やリスクフリーの国債保有が増加するのが関の山である。しかし、こうした資産を更に増加させるにしてもリスク管理の面からは限度があるし、そのこと自体マクロ経済への波及効果も乏しい。

また、貨幣の流通速度の低下は、金融システム不安とも絡んでくる問題と思われる。流通速度の低下は、それだけマネーが滞留することを意味しているが、最も流動性の高い現金保有志向の裏側には、デフレ進行で現金の相対的な魅力が増した他に、金融機関（特に銀行）に対する信認度が落ちていることとも関係があると思われる。実際に、銀行業相対株価と流通速度はほぼ平行に変動しており（図表6）、こうした金融システムへの不安感が現金保有という形で表れている可能性が強い。

福井総裁が2003年3月に就任して以来、矢継ぎ早に金融緩和策を採用してきているが、今後ともこうした姿勢は続けていかざるをえないだろう。しかし、量的緩和だけで目下の経済問題が自然にすべて解決するとは考えづらい。同時

に、メガバンクだけに留まらず、日本の金融システム全体を立て直すことが現状の金融緩和をマクロ経済全体に波及させ、デフレ脱却に役立つ可能性が強い。なお、金融システム不安の根幹には実質的な自己資本不足の問題があり、それに対する抜本的対応が必要であることは言うまでもない。

また、そもそも銀行業のマクロ経済上の役割は大きくないため、金融システムとデフレは関係が薄い（つまり、金融システムを立て直すこととデフレ克服は別問題という意見）という指摘もあるが、金融システムを健全化させることで民間非金融部門の現金保有志向を修正するには少なからぬメリットがあるものとする。

（南 武志）

図表6. 貨幣の流通速度と銀行業株価

