

マネー・サプライと金融政策

小野寺 万寿郎

- 目 次
- 一 序 論
- 二 マネー・サプライの動向 (昭和40~63年)
- 三 高度成長期の金融政策と諸条件の変化
- 四 金融政策変容の吟味
- 五 結 論

一 序 論

日本経済は昭和48年に発生した第一次石油危機を契機として、高度成長経済から低成長経済へと顕著な変化を遂げ、一方、金融構造⁽¹⁾も、急激な変を示した実態経済の影響を受けるとともに、ほぼ同時に進行した金融の国際化・自由化並びにこれらと密接に関連する金融革新の影響を受けて急激な変化を示している。

経済構造の変化に伴う金融構造の変化は、金融政策運営に具体的な変更をもたらしたが、特に、中間目標における「市中銀行貸出額 (あるいは、増加額)」から「 $M_2 + CD$ 残高」への変更が注目に値するところである。

他方、M. Friedman 等の実証的、理論的業績⁽²⁾を中心に1960年代に復活し、1970年代を通じて進展したマネタリズムの基本的主張は、“総支出、したがって、物価の最も重要な決定要因はマネー・サプライである”というものであり、わが国の金融政策運営の根底にある理念と軌を一にするものである。

このような金融政策の変容並びにマネタリズムに直面して、J. W. Angell が彼の著書『The Behavior of Money』、1936の中でおこなっている、「貨幣の性格、貨幣量並びに貨幣の構成に変動を与える要因、貨幣

と経済生活におけるその他要因との関連を知らずして、一国のマネー・サプライをコントロールせんとすることは、明らかに無益であり、かつ多分危険である⁽³⁾という警告、なかにつく、彼が1890～1934年におけるマネー・サプライと経済諸量との関連についての実証的研究からえた「預金通貨及び現金通貨は、通常、その他の経済活動の諸量 (National Income, Wholesale and Retail Price, Factory Payrolls 等) と共にか或は、それらの変動の後に変動するに過ぎない⁽⁴⁾」という結論を、改めて想起するものである⁽⁵⁾。

本稿は、上記の対称的な二つの主張に近接するためのワン・ステップとして、昭和40～63年に至るマネー・サプライ構成要因の量的変化並びにマネーサプライ構成の変化を詳細に検討すると同時に、その間における経済構造並びに金融構造の変化を考察することによって、金融政策変容の実態を明白にし、さらに、その正当性について吟味せんとするものである。

二 マネー・サプライの動向(昭和40～63年)

1) $M_2 + CD$ 構成要因および $M_2 + CD$ の推移

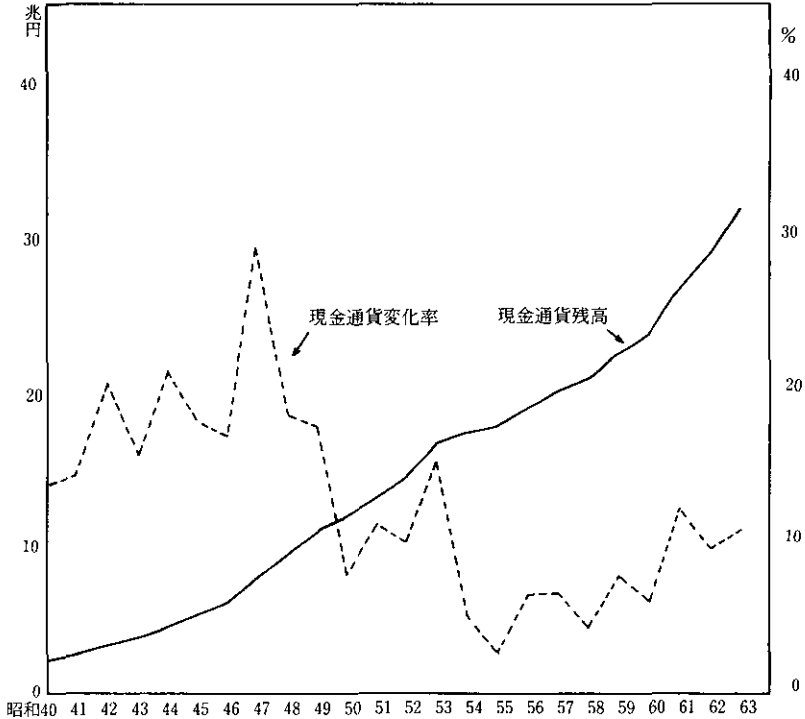
A) 現金通貨

先ず、残高は昭和40年の2兆2642億円(指数=100)から昭和63年の31兆5214億円(指数=1,392.2)へと、図1に示されているように、一貫して、増加傾向を辿っている。

次に、変化率の推移をみると、概して昭和50年を境として左側が高い増加率、右側が低い増加率を示していることが図1に表現されている。変化率を統計数値によってみると、低成長経済移行後の昭和50～63年平均値は9.3%とほぼ半減している。

最後に、第1表および図2を用いて、過去24年間の現金通貨(日本銀行券)増減の態様を概観すると、昭和46年の円切上げの予測による大量の短期資本の流入という異状事態を捨象しても、高度成長期においては、概して、外為収支および日銀の対民間収支を通ずる供給が主要ルートであり、低成長経済(大量の国債を抱いた経済)移行後においては、大勢

図1 現金通貨残高及び変化率の推移



日銀「経済統計」より作成

として、財政の対民間収支が主要ルートに転じている。しかしながら、昭和60年代に入ると昭和40年代の相様（現金通貨供給における外為収支・日銀の対民間収支主導型）を再現している。

したがって、現金通貨は内外経済の変化によって増減の態様をかえるけれども、現金通貨供給それ自体に本質的変化があるとは認められない。

B) 預金通貨

残高は昭和40年の8兆232億円（指数=100）から昭和63年の80兆3226億円（指数=1,001.1）へ増加しているが、その間に、図3に示されているように昭和55年（対前年比、△3.6%）、昭和58年（対前年比、△1.5%）と二度にわたって減少を示している。

次いで、変化率は現金通貨と同様、高度成長期の高い増加率から低成

第1表 日本銀行券増減要因構成比の推移

単位、億円、%

項目 年次	銀行券		財政対民間収支		外為収支		日銀対民間信用		その他	
	増加額	%	増加額	%	増加額	%	増加額	%	増加額	%
昭40	2,619	100.0	2,342	88.4	230	8.7	535	20.2	△ 458	△ 17.3
41	3,496	100.0	△ 710	△ 20.3	△ 367	△ 10.5	5,590	159.9	△ 1,017	△ 29.1
42	4,981	100.0	△ 613	△ 12.3	△ 421	△ 8.5	8,008	160.8	△ 1,993	△ 40.0
43	6,304	100.0	△ 794	△ 12.6	3,008	47.7	5,127	81.3	△ 1,037	△ 16.4
44	7,694	100.0	△ 4,064	△ 52.8	3,494	45.4	8,854	115.1	△ 590	△ 7.7
45	7,447	100.0	△ 9,331	△ 125.3	4,466	60.0	13,352	179.3	△ 1,040	△ 14.0
46	8,517	100.0	△20,066	△ 235.4	43,998	516.6	△19,196	△225.4	3,781	44.3
47	19,030	100.0	△18,498	△ 97.2	17,397	91.4	22,223	116.8	△ 2,092	△ 11.0
48	17,884	100.0	△ 4,384	△ 24.5	△18,840	△105.4	57,204	319.9	△16,096	△ 90.0
49	15,687	100.0	13,369	85.2	△ 3,784	△ 24.1	16,440	104.8	△10,338	△ 65.9
50	9,493	100.0	31,288	319.0	△ 6,278	△ 66.1	△12,078	△127.2	△ 2,439	△ 25.7
51	14,029	100.0	△18,573	△ 11.2	7,734	55.1	12,125	86.4	△ 4,257	△ 30.3
52	14,180	100.0	△18,005	△ 127.0	16,568	116.8	18,697	131.9	△ 3,080	△ 21.2
53	22,713	100.0	△18,067	△ 83.9	32,369	142.5	15,214	67.0	△ 5,803	△ 25.6
54	13,593	100.0	38,184	280.9	△29,645	△218.1	7,823	57.6	△ 2,769	△ 20.0
55	2,786	100.0	18,833	676.0	609	21.8	2,911	104.6	△19,567	△702.4
56	8,905	100.0	49,493	488.4	△ 183	△ 2.1	△35,551	△399.2	△ 1,146	12.9
57	11,883	100.0	19,625	165.1	△22,379	△188.3	16,280	137.0	△ 1,643	△ 13.8
58	10,400	100.0	△14,103	△ 135.6	△ 634	△ 6.1	24,241	233.1	896	8.6
59	19,899	100.0	11,193	56.3	△ 2,284	△ 11.5	6,170	31.0	4,820	24.2
60	10,184	100.0	△34,890	△ 342.6	△ 7,931	△ 77.9	49,008	481.2	3,997	39.3
61	14,106	100.0	△25,536	△ 181.0	△21,155	150.0	20,572	145.8	△ 2,085	14.8
62	23,019	100.0	△51,308	△ 229.9	54,273	235.8	10,596	46.0	9,458	△ 41.1
63	36,315	100.0	△ 1,955	△ 6.2	8,042	25.7	25,713	82.1	△ 485	△ 1.6

日本銀行「経済統計」より作成

長期の低い増加率へと推移しているが、統計数値を用いてやや詳細にみると、昭和40～47年平均は19.0%でM₂+CD構成要因中最高の伸び率であり、昭和48～63年平均は7.3%でM₂+CD構成要因中最低の伸び率で

図2 日本銀行券の増減要因構成比の推移

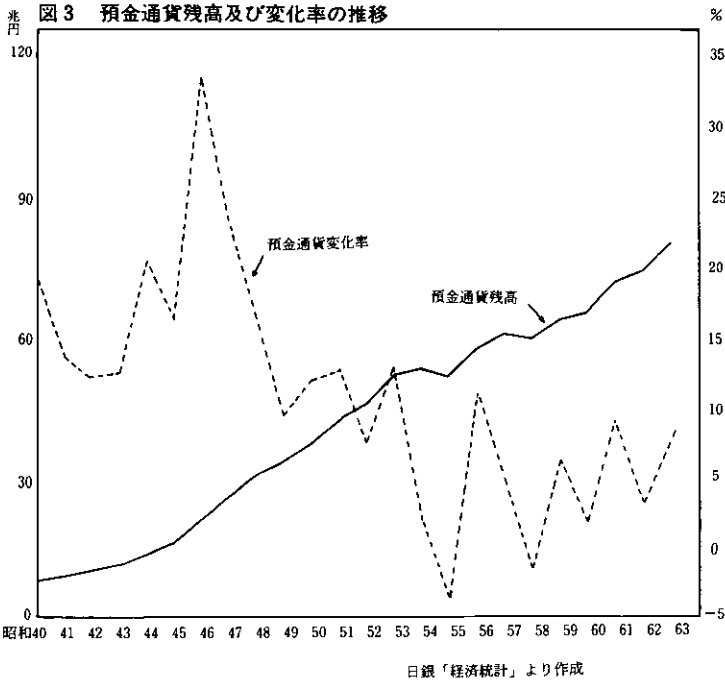
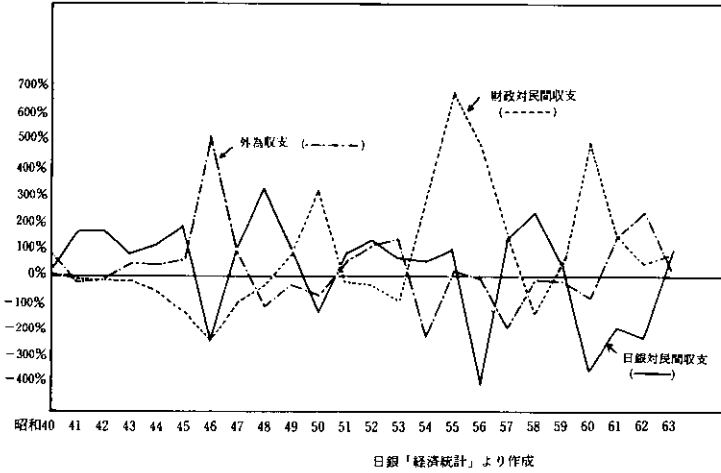
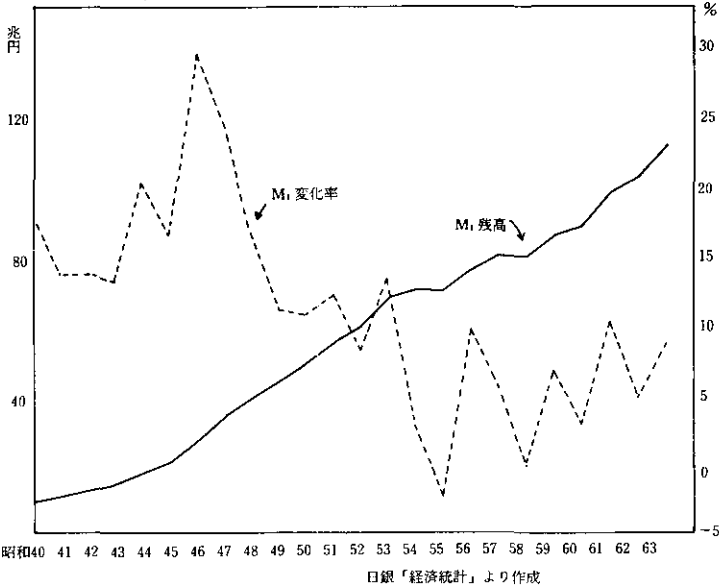


図4 M₁残高及び変化率の推移



ある。

図3は、預金通貨の変化率の激変を端的に表現している。

C) M₁ (現金通貨+預金通貨)

残高は昭和40年の10兆2,874億円 (指数=100) から昭和63年の111兆8,440億円 (指数=1,087.2) へ増加しているが、図4に示されているように、預金通貨の減少を反映して、昭和55年(対前年比、△ 2.0%)、昭和58年(対前年比、△ 0.1%)と二度減少している。

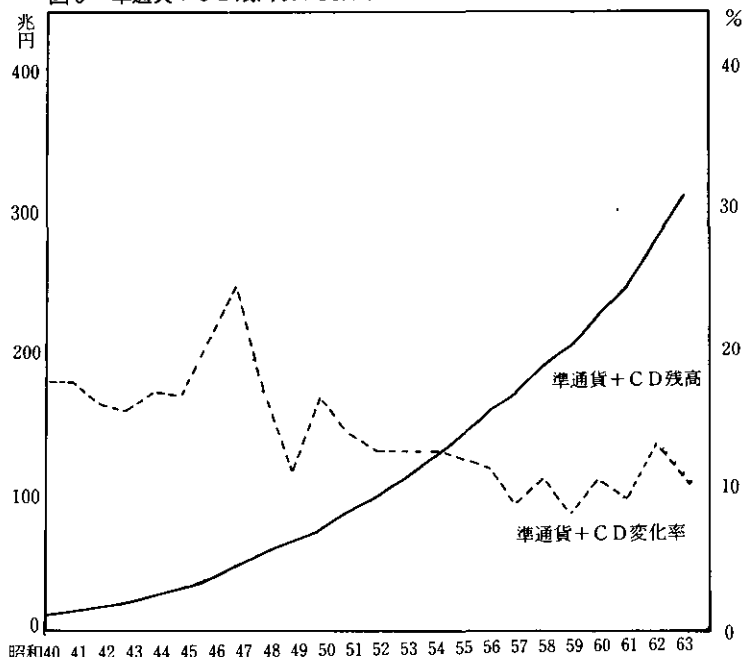
また、変化率は、図4に示されているように、構成比の高い預金通貨の変化率と、ほぼ同様な推移を示している。

D) 準通貨+C D

残高は昭和40年の15兆1,070億円 (指数=100) から昭和63年の307兆8,883億円 (指数=2,038.1) へと、指数において、他要因に比べて、最大の伸びを示している。

また、変化率は昭和40~47年平均18.5% (M₂+C D構成要因中最低)、昭和48~63年平均12.1% (M₂+C D構成要因中最高) である。な

図5 準通貨+CD残高及び変化率の推移



日銀「経済統計」より作成

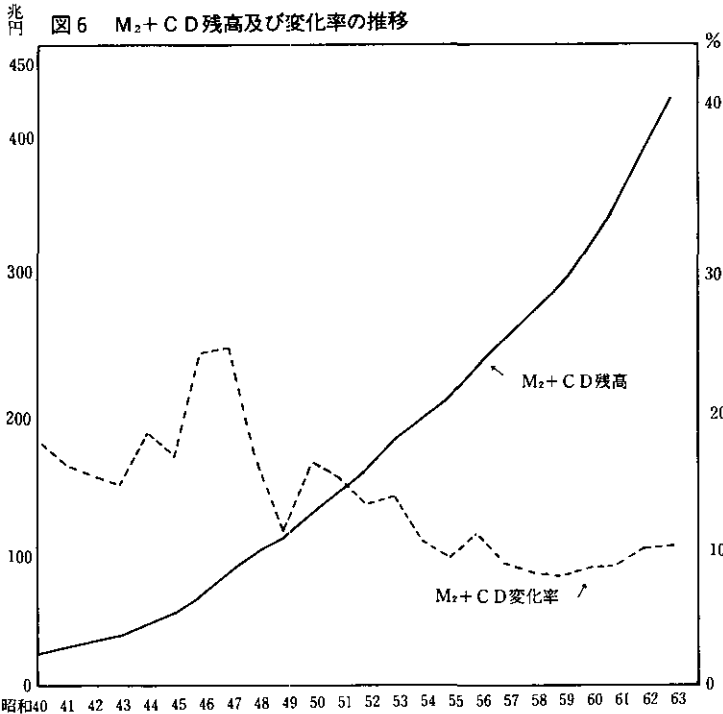
お、考察期間（昭和40～63年）平均増加率は14.2%で $M_2 + CD$ 構成要因中最高の増加率を示している。

E) $M_2 + CD$

残高は昭和40年の25兆3,944億円（指数=100）から昭和63年の419兆7,323億円（指数=1,652.9）へ増加しているが、図6にみられるように、最も高に構成比をもつ準通貨+CDと同型の推移を示している。

また、変化率は昭和40～47年平均18.6%、昭和48～63年平均11.4%となっている。

最後に、通貨当局勘定と預金通貨銀行勘定を統合した Monetary Survey より作成した第2表 ($M_2 + CD$ の増減構造)と Monetary Survey の主要構成要因の推移を図表化した図7を用いて、過去24年間の $M_2 + CD$ 増加の動向を考察する。



先ず、「対外資産」は高度成長期には、概して、増加額、それ故構成比においてもプラス基調であるが、低成長期に入ってから、昭和51～53年及び58年を除いてマイナス基調を持續している。

次に、「民間向け信用」及び「政府向け信用」についてみると、高度成長期には、「民間向け信用」＝高増加額・高構成比、「政府向け信用」＝低増加額・低構成比、低成長期移行後昭和50年代中頃迄の時期には、相対的視点でみて、「民間向け信用」＝低増加額・低構成比、「政府向け信用」＝高増加額・高構成比となっているが、昭和50年代後半以降の時期には、高度成長期にみられた、両者の相対的關係が再現している。

以上、 $M_2 + CD$ の増減構造について概観したが、日銀券の考察でえたと同一の根據により、 $M_2 + CD$ の供給構造それ自体に本質的変化が生じたとは認めたい。

マネー・サプライと金融政策

第2表 M₂+C Dの増減構造

単位：億円，%

項目 年次	M ₂ +C D		対 外 資 産		政府向け信用		民間向け信用		そ の 他	
	増加額	構成比	増加額	構成比	増加額	構成比	増加額	構成比	増加額	構成比
昭40	38,719	100.0	1,488	3.8	5,216	13.5	36,016	98.0	△ 4,001	△10.3
41	41,283	100.0	1,225	3.0	9,350	22.6	44,430	107.6	△13,722	△33.2
42	45,750	100.0	△ 2,145	△ 4.7	9,560	20.9	50,804	111.0	△12,469	△27.2
43	50,561	100.0	4,027	8.0	9,442	18.6	49,082	97.1	△11,990	△23.7
44	72,460	100.0	8,022	11.1	6,584	9.1	71,775	99.0	△13,921	△19.2
45	78,375	100.0	3,994	5.1	3,848	4.9	85,909	109.6	△15,376	△10.2
46	131,609	100.0	29,414	22.3	△ 535	△ 0.4	127,375	96.8	△24,645	△18.7
47	166,423	100.0	15,579	9.4	12,511	7.5	178,072	107.0	△29,739	△23.9
48	141,480	100.0	△27,649	△19.5	1,446	1.0	160,830	113.7	6,853	4.5
49	113,058	100.0	△19,806	△17.5	38,130	33.7	128,712	113.8	△33,978	△30.0
50	158,361	100.0	△ 8,241	△ 5.2	73,537	46.4	139,187	87.9	△46,122	△29.1
51	169,183	100.0	9,007	5.3	54,565	32.2	149,962	88.7	△44,351	△26.2
52	157,844	100.0	23,848	15.1	51,269	32.5	127,398	80.7	△44,671	△28.3
53	206,870	100.0	4,959	2.4	96,310	46.5	159,645	77.2	△54,044	△26.1
54	162,928	100.0	△40,809	△25.1	41,168	25.3	137,511	84.4	25,058	15.4
55	139,730	100.0	△19,474	△13.9	38,928	27.8	155,235	111.1	△34,959	△25.0
56	230,558	100.0	△ 3,169	△ 1.3	61,080	26.5	188,212	81.6	△15,565	△ 6.8
57	184,244	100.0	△13,350	△ 7.3	27,561	15.0	198,812	117.9	△28,779	△15.6
58	182,267	100.0	11,373	6.2	13,301	7.3	209,781	115.1	△52,188	△28.6
59	210,214	100.0	△34,849	△16.6	37,983	18.1	246,682	117.3	△39,602	△18.8
60	252,246	100.0	△30,379	△12.0	△ 5,410	△ 2.1	311,366	123.4	△23,431	△ 9.3
61	289,487	100.0	△71,873	△24.8	41,453	14.3	302,276	104.4	17,631	6.1
62	369,798	100.0	△29,959	△ 8.1	1,228	0.3	389,664	105.4	8,865	2.4
63	388,650	100.0	△17,345	△ 4.5	52,654	13.6	424,300	109.2	△70,959	△18.3

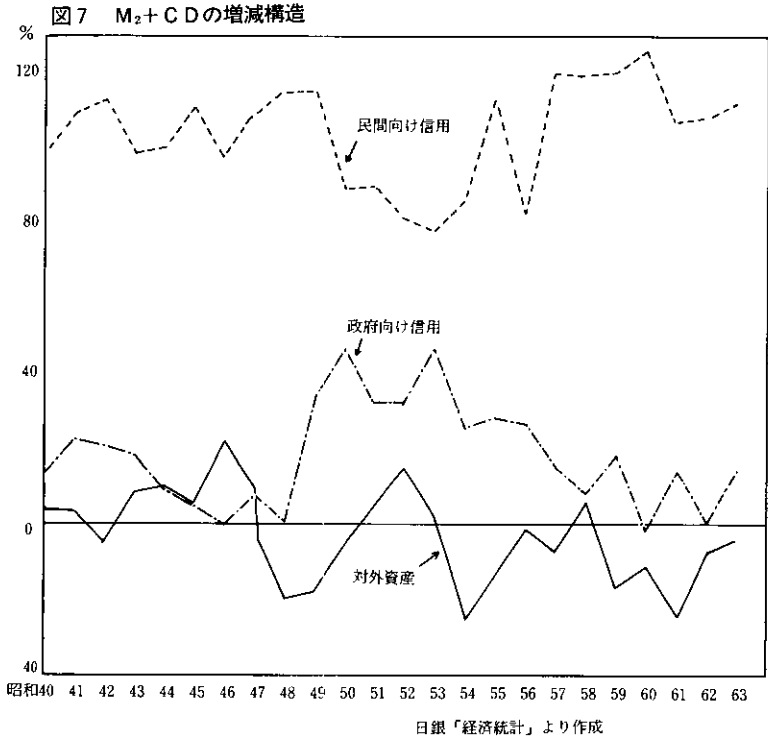
日本銀行「経済統計」より作成

2) M₂+C D構成要因の相対的關係の推移⁽⁶⁾

A) 現金預貸と預金通貨(現金保有率)

両者の残高の平均増加率は、既にみたように、昭和40～47年には、現金通貨、18.7%、預金通貨19%で大差がないが、昭和48～63年には、前者9.3%、後7.2%と相当な差を生じている。その結果、第3表並びに図8に示されているように、現金保有率の顕著な上昇がみられる。

なお、現金保有率の推移については、第3表に示されているように、

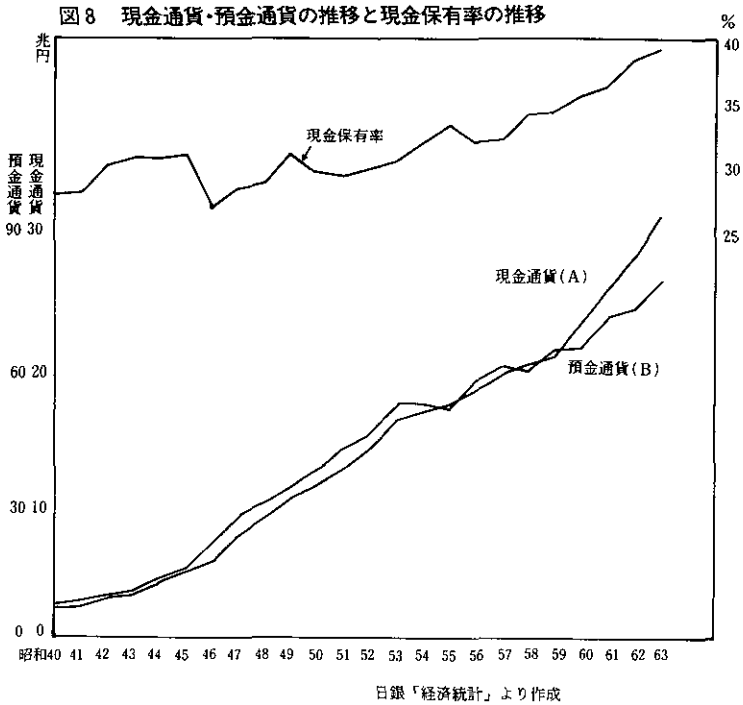


第3表 現金通貨(A)と預金通貨(B)の比率の推移

%, 倍

項目 \ 年	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51
$\frac{A}{B}$	28.2	28.4	30.4	31.0	30.9	31.3	27.4	28.7	29.2	31.5	30.0	29.7
$\frac{B}{A}$	3.54	3.53	3.29	3.22	3.23	3.19	3.65	3.48	3.42	3.13	3.31	3.37
項目 \ 年	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63
$\frac{A}{B}$	30.3	30.9	32.2	33.5	32.1	32.4	34.2	32.9	34.4	36.4	38.4	39.2
$\frac{B}{A}$	3.30	3.24	3.11	2.98	3.12	3.09	2.93	3.04	2.80	2.75	2.60	2.55
40~63平均	$\frac{A}{B}$	31.9	$\frac{B}{A}$	3.17	日銀「経済統計」より作成							
40~47平均	$\frac{A}{B}$	29.5	$\frac{B}{A}$	3.40								
48~63平均	$\frac{A}{B}$	33.1	$\frac{B}{A}$	3.05								

マネー・サプライと金融政策

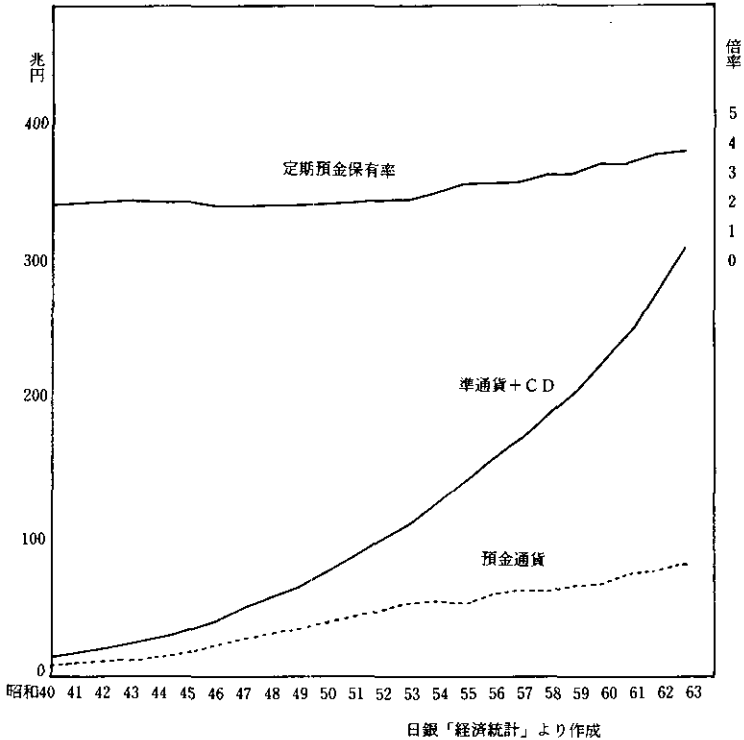


第4表 預金通貨(B)と準通貨+C D (E)の比率の推移

%, 倍

項目	年	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51
$\frac{E}{B}$		1.88	1.95	2.02	2.08	2.01	2.02	1.83	1.85	1.86	1.89	1.96	1.99
$\frac{B}{E}$		53.1	51.3	49.5	48.2	49.7	49.5	54.7	54.2	53.9	53.0	50.9	50.3
項目	年	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63
$\frac{E}{B}$		2.08	2.08	2.34	2.68	2.69	2.77	3.12	3.16	3.43	3.41	3.74	3.83
$\frac{B}{E}$		48.0	48.0	42.7	37.4	37.2	36.0	32.1	31.6	29.2	29.3	26.8	26.1
40~63平均	$\frac{E}{B}$	2.44	$\frac{B}{E}$	43.4									
40~47平均	$\frac{E}{B}$	1.96	$\frac{B}{E}$	51.3									
48~63平均	$\frac{E}{B}$	2.69	$\frac{B}{E}$	39.5									

図9 預金通貨・準通貨+CD残高と定期性預金保有率の推移



昭和40～47年平均29.5から昭和48～63年平均33.1%に上昇しているが、昭和50年代後半以降上昇傾向が加速されている有様が、特に、図8にあらわれている。

B) 預金通貨と準通貨+CD (定期性預金保有率)

既に述べたところであるが、残高の平均増加率は、昭和40～47年、預金通貨19.0%、準通貨+CD18.5%とほとんど差はないが、昭和48～63年には、預金通貨7.2%、準通貨+CD12.1%と著しい差を生じている。図9下段の両曲線の推移は如実にそれを表現している。

また、両者の残高の推移を反映して、定期性預金保有率において、昭和40～47年の平均値1.96倍(196%)から昭和48～63年の2.69倍(269%)

マネー・サプライと金融政策

第5表 M₂+C Dにおける構成比の推移(残高)

億円, %

項目 年次	M ₂ +C D		現金通貨 (A)		預金通貨 (B)		M ₁ (A+B)		準通貨+C D	
	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比
昭和40	253,944	100.0	22,642	8.9	80,232	31.6	102,874	40.5	151,070	59.5
41	295,227	100.0	25,890	8.8	91,272	30.9	117,162	39.7	178,065	60.3
42	340,977	100.0	31,136	9.1	102,552	30.1	133,688	39.2	207,289	60.8
43	391,538	100.0	35,947	9.2	115,603	29.5	151,550	38.7	239,988	61.3
44	463,998	100.0	43,191	9.3	139,634	30.1	182,825	39.4	281,173	60.6
45	542,373	100.0	50,978	9.4	162,617	30.0	213,595	39.4	328,778	60.6
46	673,982	100.0	59,577	8.9	217,354	32.2	276,931	41.1	397,051	58.4
47	840,405	100.0	77,061	9.2	268,200	31.9	345,261	41.1	495,144	58.9
48	981,885	100.0	91,133	9.3	311,982	31.8	403,115	41.1	578,770	58.9
49	1,094,943	100.0	107,309	9.8	342,203	31.3	449,512	41.1	645,431	58.9
50	1,253,304	100.0	115,786	9.3	383,701	30.6	499,487	39.9	753,817	60.1
51	1,422,487	100.0	128,581	9.0	433,210	30.5	561,791	39.5	760,696	60.5
52	1,580,331	100.0	141,224	9.0	466,643	29.5	607,867	38.5	972,464	61.5
53	1,787,201	100.0	162,590	9.1	526,699	29.5	689,289	38.6	1,097,912	61.4
54	1,950,129	100.0	170,519	8.7	539,682	27.7	710,201	36.4	1,239,928	63.6
55	2,089,859	100.0	174,753	8.4	520,974	24.9	695,727	33.3	1,394,132	66.7
56	2,320,417	100.0	185,840	8.0	579,230	25.0	765,070	33.0	1,555,319	67.0
57	2,504,661	100.0	197,757	7.9	611,238	24.4	808,955	32.3	1,695,666	67.7
58	2,686,928	100.0	205,751	7.7	602,267	22.4	808,018	30.1	1,878,910	69.9
59	2,897,142	100.0	221,136	7.6	642,607	22.2	863,743	29.8	2,033,394	70.2
60	3,149,388	100.0	234,068	7.4	655,727	20.8	889,795	28.3	2,259,593	71.7
61	3,438,875	100.0	261,980	7.6	720,164	21.0	982,144	28.6	2,456,731	71.4
62	3,808,673	100.0	285,826	7.6	743,901	19.5	1,029,727	27.0	2,778,946	73.0
63	4,197,323	100.0	315,214	7.6	803,226	19.1	1,118,440	26.6	3,078,883	73.4

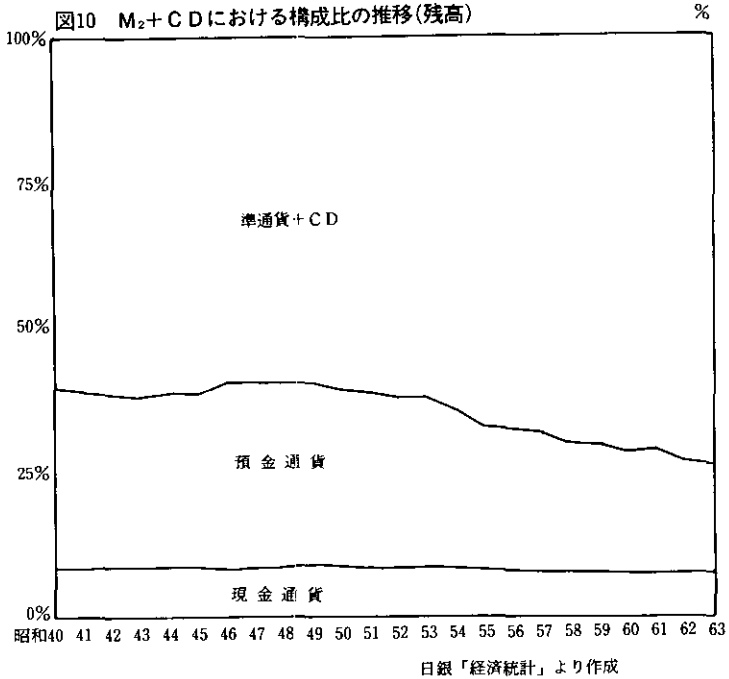
日本銀行「経済統計」より作成

へ注目すべき上昇を示していることは第4表より明らかである。(ただ、図9上段のグラフの目盛は倍率を採ったので、一見して、急上昇しているようには映らない)

なお、昭和50年代後半以降、定期性預金保有率の上昇傾向が、現金保有率のそれよりも、より顕著に、加速されている事実は注目に値する。

3) M₂+C Dにおける構成比の推移

最後に、第5表及び図10を用いて、M₂+C Dを構成する、現金通貨、預金通貨、M₁及び準通貨+C Dの構成比の推移を考察する。



① 現金通貨, 全期間平均8.38%, 昭和40~47年平均9.10%, 昭和48~63年平均8.62%とわずかに構成比の低下がみられるが, 比較的安定した推移を示している。

② 預金通貨, 全期間平均 27.35%, 昭和40~47年平均30.79%, 昭和48~63年平均 25.64%, さらに, 昭和50年代後半以降(昭和55~63年平均) 22.1%と激しい低落傾向をみせている。

③ M_1 , 全期間平均35.94, 昭和40~47年平均39.88, 昭和48~63年平均33.97%と, 当然のことであるが, 預金通貨とほぼ同様に推移している。

④ 準通貨 + CD, 全期間平均 64.03%, 昭和40~47年平均60.11%, 昭和48~63年平均 65.99%, さらに, 昭和50年代後半以降(昭和55~63年平均) 70.11%と預金通貨と対称的な激しい増加傾向を示している。

マネー・サプライと金融政策

第6表 M₂+CDにおける構成比の推移(増加額)

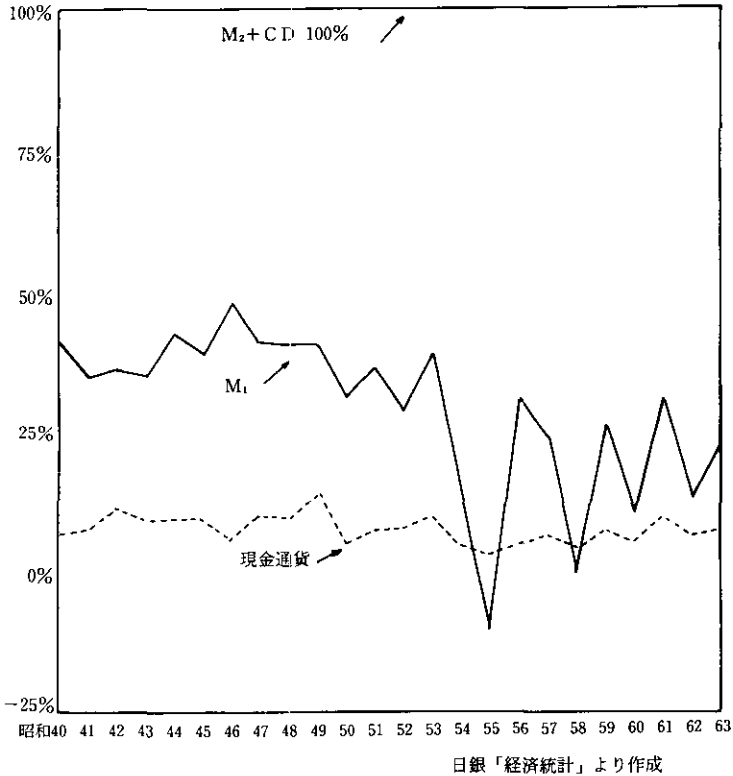
億円：%

項目 年次	M ₂ +CD		現金通貨(A)		預金通貨(B)		M ₁ (A+B)		準通貨+CD	
	増減額	構成比	増減額	構成比	増減額	構成比	増減額	構成比	増減額	構成比
昭40	88,719	100.0	2,770	7.2	13,060	33.7	15,830	40.9	22,889	59.1
41	41,283	100.0	3,248	7.9	11,040	26.7	14,288	34.6	26,995	65.4
42	45,750	100.0	5,246	11.5	11,280	24.6	16,526	36.1	29,224	63.9
43	50,561	100.0	4,811	8.5	13,051	25.8	17,862	35.3	32,699	64.7
44	72,460	100.0	7,244	9.9	24,031	33.1	31,275	43.2	41,185	56.8
45	78,375	100.0	7,787	9.9	22,983	29.4	30,770	39.3	47,605	60.7
46	131,609	100.0	8,599	6.5	54,737	41.5	63,336	48.1	68,273	51.9
47	166,423	100.0	17,484	10.5	50,846	30.6	68,330	41.1	98,093	58.9
48	141,480	100.0	14,072	10.0	43,782	30.9	57,854	40.9	83,626	59.1
49	113,058	100.0	16,176	14.3	30,221	26.7	46,397	41.0	66,661	59.0
50	158,361	100.0	8,477	5.4	41,498	26.2	49,975	31.6	108,386	68.4
51	169,183	100.0	12,795	7.6	49,509	29.2	62,304	36.8	106,879	63.2
52	157,844	100.0	12,643	8.0	33,433	21.2	46,076	29.2	111,768	70.8
53	206,870	100.0	21,366	10.3	60,056	29.1	81,422	39.4	125,448	60.6
54	162,928	100.0	7,929	4.9	12,983	7.9	20,912	12.8	142,016	87.2
55	139,730	100.0	4,234	3.0	△18,708	△13.4	△14,474	△10.4	154,204	110.4
56	230,558	100.0	11,087	4.8	58,256	25.3	69,343	30.1	161,215	69.9
57	184,244	100.0	11,917	6.5	32,008	17.3	43,885	23.8	140,318	76.2
58	182,267	100.0	7,894	4.4	△8,971	△4.9	△937	△0.5	183,245	100.5
59	210,214	100.0	15,385	7.3	40,340	19.2	55,725	26.5	154,489	73.5
60	252,246	100.0	12,932	5.1	13,120	5.2	26,052	10.3	226,194	89.7
61	289,487	100.0	27,912	9.6	64,437	22.3	92,349	31.9	197,138	68.1
62	369,798	100.0	23,846	6.5	23,737	6.4	47,583	12.9	322,214	87.1
63	388,650	100.0	29,388	7.6	59,325	15.2	88,713	22.8	299,938	77.2

日本銀行「経済統計」より作成

以上、残高の側面からみたが、増加額の側面からみると、第6表及び図11(特に、図11)が鮮明に示しているように、預金通貨(準通貨+CD)は、昭和54年以降、激しい変動を繰返しながらその構成比を低下(上昇)させていることがわかる。

図11 M₂+C Dにおける構成比の推移(増加額)



三 高度成長期の金融政策と諸条件の変化

1) 高度成長期における金融政策

わが国における高度成長期の金融政策は、基本的には、〔I〕政策手段＝公定歩合操作、公開市場操作(債券売買操作)、支払準備率操作及び窓口指導(貸出増加額規制)、〔II〕中間目標の操作変数＝インターバンク・マーケット・レート、〔III〕中間目標＝市中貸出増加額規制、〔IV〕最終目標＝経済成長(完全雇用)、物価安定、国際収支安定という枠組のもとに運用されてきた。

金融政策の波及過程を例示すると次のようになる。

① 不況対策（経済成長策）

④ 公定歩合引下げ→⑧ 市中銀行の支払準備調達難度の引下による
インターバンク・マーケット・レイトの低下→③ 市中銀行の信用創造
のアヴィラビリテイの高揚による貸出額の増大→⑩ 民間企業の外部資
金借入増による設備投資の増大→⑤ 総需要の増大による景気回復、拡
大→⑥ 経済成長の実現。

② 景気抑制策（物価安定・国際収支均衡化対策。）

④ 公定歩合の引上げ→⑧ 市中銀行の支払準備調達難度の高揚によ
るインターバンク・マーケット・レイトの上昇→③ 市中銀行の信用創
造のアヴィラビリテイの低下による貸出額の減少→⑩ 民間企業の外部
資金借入減による設備投資の減退→⑤ 総需要の減少による景気の抑制
→⑥ 物価安定・国際収支均衡の実現。

2) 高度成長期の金融政策の有効性を支えた条件

概して、高度成長下における金融政策は有効にその機能を発揮してき
たと思われるが、その有効性を支えた環境・条件を指摘するとなると、
極めて多岐にわたるので容易なことではない。したがって、叙述のこの
段階では先に例示した金融政策手段から中間目標を経て最終目標に至る
過程に密接に係ると思われる、以下の四つの条件に限定し、考察する。

条件 I 市中銀行の日銀及びインターバンク・マネーマーケットに対
する依存度が高く、かつ、民間企業の対市中銀行借入依存度が
高かったこと。

市中銀行の中核をなす都市銀行を例にとってみて、日銀依存度（日銀
借入／預金）、インターバンク・マネーマーケット依存度（コール・マネ
ー／預金）の双方が高率であったこと、当時、オール・ローンと呼ば
れた状態、即ち、金融制度調査会の表現に従えば、「銀行の通常のな与信
超過とこれが主として日本銀行からの借入に依存している現象」が恒常
化していたことが条件 I 前段の根拠を、また、企業サイドからみて、高
度成長期においては、経営規模拡大のテンポが資本蓄積のテンポよりも

急速であったために、資本構成において自己資本不足、他人資本過多という、所謂、オーバー・ボロウイングの状態が恒常化していたということが条件Ⅰ後段の根拠を端的に示している。

条件Ⅱ 民間企業の高い対市中銀行借入依存度を充足する金融システム（間接金融優位のシステム）が存在したこと。

資金過剰部門である家計は、諸般の事情から、貯蓄の形態として収益性よりも安全性を指向して、社債、株式よりも預金を選択したこと、資金不足部門である企業は、証券市場の未発達、税制による制約等によって資金調達の大部分（80～90%）を金融機関からの借入に依存せざるをえなかったこと、さらに、金融仲介機関としての市中銀行もシェア競争の渦中であって、日銀借入、コール・マネーに依存しつつ積極的に貸出活動を実行したこと。以上の状況下で、間接金融方式の優位性が形成され、定着していた。

条件Ⅲ 民間企業が代替的な国外金融市場をもたなかったこと。

周知のように、高度成長期に当る時期には外国為替及び外国貿易管理法（「原則禁止」「例外自由」が法の精神）によって、海外金融市場からのローン（長期のインパクト・ローン等）のとり入れ、あるいは、起債等による資金の調達に厳しく規制されており、したがって、民間企業に金融引締めによる資金の逼迫が生じても引締め効果を減殺するに足る資金を海外金融市場から調達することは不可能であった。

条件Ⅳ 市中貸出し金利の硬直性とインターバンク・マーケット・レイトの伸縮性が併存していたこと。

市中貸出し金利は臨時金利調整法によって、その上限が規制されていたので、公定歩合の変更に対して敏感に反応しえなかったのに対して、インターバンク・マーケット・レイト（例えばコール・レート）は公定歩合の変更に対して極めて敏感な反応を示した。例えば、金融引締め期に公

定歩合が引上げられた場合、市中貸出金利に比較してコール・レートは異状な上昇を示した。したがって、市中金融仲介機関は準備金の充足を躊躇せざるをえなくなり、結局、貸出しを抑制せざるをえなかったということである。

3) 金融政策の有効性を支えた条件の変化

先に指摘したように、金融政策の有効性を支える条件(あるいは環境)は多岐にわたるが、本稿の目的にしたがって、先ず、叙述の流れにそって、四つの条件の変化の有無について考察し、次いで、マネー・サプライ⁽⁸⁾変化の核心に触れることにしたい。

〔I〕 市中銀行の日銀及びインターバンク・マーケット依存度と民間企業の対市中銀行依存度の変化。

① 市中銀行の日銀及びインターバンク・マネーマーケット依存度の変化

先ず、第7表を用いて市中銀行(中核である都市銀行を例にとる)の対日銀依存度(日銀借入/預金)についてみると、高度成長期に当たる昭和40~47年平均7.1%から低成長経済移行後の昭和48~63年平均2.7%へと著しい低下がみられる。一方、市中銀行の対インターバンク・マネーマーケット依存度(コール・マネー/預金)についてみると、低成長経済への移行期(昭和50年代前半)に著しく低下したが、昭和50年代後半以降日銀依存度の低下を補完するかたちで上昇傾向を示している。なお、日銀依存度の低下に導かれて両者の平均値の合計は昭和40~47年

第7表 都市銀行借入依存度の推移

(%)

年	40~44 平均	45~49 平均	50~54 平均	55~59 平均	60~63 平均	40~47 平均	48~63 平均
日銀借入 預金 A	8.3	4.6	2.6	1.9	3.0	7.1	2.7
コール・マネー 預金 B	6.6	4.7	3.9	6.2	6.7	6.1	5.3
A + B	14.9	9.3	6.5	8.1	9.7	13.2	8.0

日銀「経済統計」より作成

の13.2%から昭和48～63年の8.0へと5.2%低下しているの、条件Ⅰの前段部分については、変化しているとするべきであろう。

しかしながら、市中銀行の日銀借入・コールマネー依存度に関連するオーバー・ローンの指標である預⁽⁹⁾資率についてみると、第8表に示されているように観察期間後期の方が上昇している。

第8表 都市銀行預貸率の推移 %

年	40～44 平均	45～49 平均	50～54 平均	55～59 平均	60～63 平均	40～47 平均	48～63 平均
預 貸 率	105.0	103.1	105.0	101.8	113.0	103.4	106.2

日銀「経済統計」より作成

② 民間企業の対市中銀行依存度の変化

民間企業の外部資金借入依存度の動向は民間企業の手元流動性、自己資本比率(狭義または広義)、資産運用の状況等さまざまな側面からとらえるが、ここでは先に示した条件Ⅰ後段の論拠(民間企業の高借入依存度をオーバー・ボロウイングとしてとらえた)にしたがって、資金調達に占める他人資金の比率を指標としてみると、第9表に示されているように「主要企業」についてみる限り、昭和41～47年平均の59.4%から昭和48～63年平均の35.9%へと顕著な低下を示しており、民間企業の借入依存度に変化がみられる。

第9表 主要企業の資金調達に占める他人資金の割合 %

項目	年												
	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52
他人資金 資金調達		53.1	67.1	58.3	59.3	61.2	64.2	52.8	61.0	66.6	65.9	57.0	55.3
	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	41～47 平均	48～62 平均	
他人資金 資金調達	29.3	68.7	45.0	51.4	29.2	28.3	40.2	-36.4	-13.8	41.4	59.4	35.9	

(注) 金融・保険業を除く資本金10億円
以上の上場会社

日銀「経済統計」より作成

〔II〕 間接金融優位のシステムの変化

間接金融優位のシステムの全貌を把握するためには、最終的資金金融である家計の資産選択の状況、資金仲介機関としての銀行のビヘービアも考察の対象としなければならないが、ここでは、最終的資金需要者である法人企業の資金調達の内容をその集約的表現として述べるにとどめる。

第10表は法人企業の資金調達額に占める借入金(間接金融方式による資金調達)の割合の推移を示したものであるが、昭和40～47年平均86.4% (78.3%) から昭和48～62年平均82.8% (74.1%) へと低下しているのて、間接金融優位のシステムは変化しつつあるといえることができる。

第10表 法人企業の資金調達額(A)に占める借入金額(B)の割合

年	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52
項目													
B	88.9	90.2	84.6	85.4	85.5	84.2	83.4	89.1	88.9	82.1	87.5	86.7	89.8
A	(80.4)	(79.4)	(75.4)	(75.0)	(77.3)	(77.0)	(77.7)	(84.4)	(80.4)	(72.7)	(76.1)	(77.2)	(77.4)
年													
項目	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	40～47 平均	86.4 (78.3)	
B	77.8	75.8	83.8	89.1	84.6	86.0	83.8	80.1	80.3	65.0			
A	(67.5)	(61.3)	(73.2)	(76.8)	(74.7)	(79.0)	(78.5)	(77.2)	(78.7)	(60.4)	48～62 平均	82.8 (74.1)	

()内は借入金中民間金融機関分

日銀「資金循環応用表」より作成

〔III〕 民間企業の外資調達難易度の変化

高度成長期に当る時期には、外国為替及び外国貿易管理法(「原則禁止」「例外自由」が法の精神)によって民間企業による外資の導入が厳しく規制されてきたが、金融の国際化の進展、金融の国際化、自由化に促された制度の改正、特に、昭和55年12月の「新外為法」(法の精神は「原則自由」,「例外禁止」)の施行によって、原則的には、自由となった。

第11表は、法人企業部門の借入金に占める対外資金依存度の推移を示したものであるが、対外資金の内訳を外貨債+対外借入等とみた場合、昭和60年代に入ってからの急増のみが際立っている。しかし、外貨債のみに限定した場合、昭和50年代は着実な増加傾向を示し、昭和60年代に入って、急増している。

第11表 法人企業部門の対外資金依存度の推移 %

年 項目	40 ~ 44 平 均	45 ~ 49 平 均	50 ~ 54 平 均	55 ~ 59 平 均	60 ~ 62 平 均
$\frac{A+B}{C}$	4.20 (0.32)	5.81 ($\Delta 0.03$)	4.20 (2.11)	4.20 (4.35)	16.09 (11.08)

A, 対外借入等

日銀「資金循環応用表」より作成

B, 外貨債

C, 法人企業部門借入金

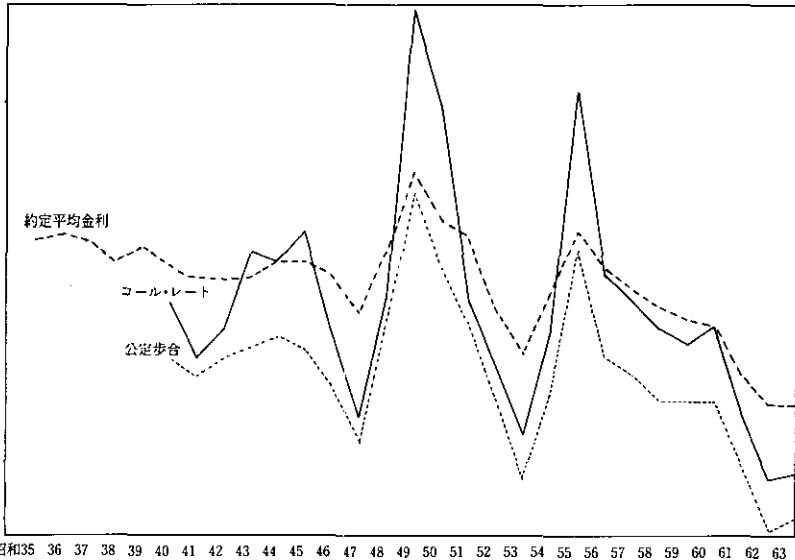
()内は $\frac{B}{C}$

〔IV〕 市中貸出金利の硬直性の変化

経済構造の変化に伴ふ人為的低金利政策の放棄、金融の自由化・国際化を背景とする各種規制の撤廃ないし緩和によって、市中貸出金利の弾力化も急速に進展している。

図12は、公定歩合、コール・レートと比較して、貸出金利の推移を示

% 図12 公定歩合、コール・レート、貸出金利の推移



コール・レート = 無条件物(中心レート)平均
貸 出 金 利 = 全国銀行貸出約定平均金利

日本「経済統計」より作成

第12表 公定歩合、コール・レート、貸出金利の変化率 %

年月	項目	公定歩合	コール・レート	貸出金利
45 10		4.00	6.06	3.07(+)
46 1		4.17	6.45	0.30
46 5		4.35	10.34	0.76
46 7		4.55	3.85	0.59
46 12		9.52	20.00	2.19
50 10		13.33	21.29	2.23
52 3		7.69	9.71	7.79
52 4		16.66	14.56	2.38
52 9		15.00	16.27	10.10
53 3		17.65	15.75	7.13
61 1		10.00	9.56	7.51
61 3		11.11	18.65	4.63
61 4		12.50	10.41	2.32
61 11		14.29	0.74	7.97
62 2		16.67	7.85	3.98
45. 10～ 46. 12平均		5.32	9.34	1.38
50. 10～ 53. 3平均		14.07	15.52	5.93
61. 1～ 62. 2平均		12.91	9.44	5.28

日銀「経済統計」より作成

コール・レート＝無条件物(中心レート)平均

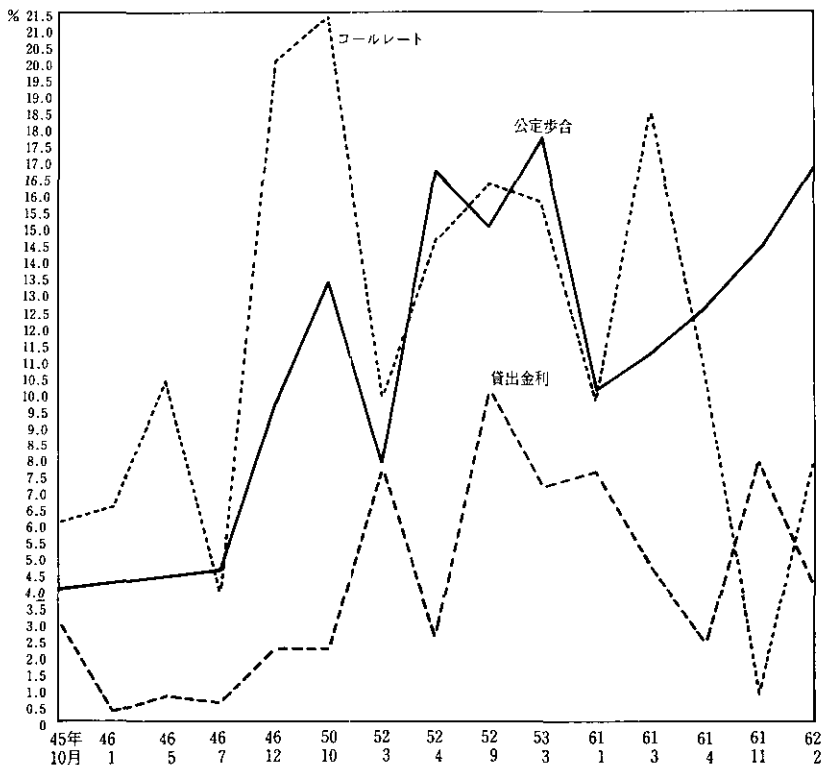
貸出金利＝全国銀行貸出約定平均金利

したものであるが、昭和40年代後半から、かなり弾力的推移をみせている。

第12表及び図13は、公定歩合変更時(コール・レートと貸出金利は1ヶ月後)の対前期(直前の公定歩合変更の年月)変化率を示したものである。貸出金利のコール・レート(公定歩合)弾力性の推移をみるために、昭和40年代(昭和45年10月～46年12月)、昭和50年代(昭和50年10月～53年3月)、昭和60年代(昭和61年1月～62年2月)とそれぞれ公定歩合の変更が連続した三つの時期を採っている。

同表によっても、昭和40年代後半以降、貸出金利の伸縮性の拡大が進展していることが把握できるが、同表の数値を用いて貸出金利のコール・

図13 公定歩合・コール・レート・貸出金利の変化率



日銀「経済統計」より作成

レート並びに公定歩合弾力性を算定してみると、貸出金利の変化率／コール・レートの変化率は、昭和45年10月～昭和46年12月平均5.31%，昭和50年10月～昭和53年3月平均42.91%，昭和61年1月～昭和62年2月平均54.90%，貸出金利の変化率／公定歩合の変化率は、昭和45年10月～昭和46年12月平均5.80%，昭和50年10月～昭和53年3月平均35.89%，昭和61年1月～昭和62年2月平均43.00%と、双方に、一貫した上昇傾向がみられる。

[V] マネー・サプライの変化

第13, 14表に示したように、 $M_2 + CD$ の単独構成要因 (M_1 を除く、 C, D_1, D_2)中、 D_2 (準通貨+ CD)は平均増加率、したがって、増加倍率(昭和40年残高に対する昭和63年残高の倍率)において最も高い伸びをみせ、その結果、 $M_2 + CD$ 構成比において、後期の平均構成比は前期の平均構成比にくらべて5.7%の伸びを示している。

これに対して、 D_1 (預金通貨)は平均増加率、したがって、増加倍率において最低にとどまり、その結果、 $M_2 + CD$ 構成比において、対前期 $\Delta 5.1\%$ と、 D_2 と対称的な傾向を示している。

両者の中間的動きを示した C (現金通貨)は、構成比において対前期 $\Delta 0.8\%$ と安定的推移をみせている。

第13表 $M_2 + CD$ 構成要因の平均増加率と増加倍率

項目	平均増加率(%)	増加倍率(倍)
C	12.4	13.9
D_1	11.1	10.0
M_1	11.5	10.9
D_2	14.2	20.4
$M_2 + CD$	13.8	16.5

C = 現金通貨
 D_1 = 預金通貨
 $M_1 = C + D_1$
 $D_2 =$ 準通貨 + CD

増加倍率：昭和40年 = 1 日銀「経済統計」より作成

第14表 $M_2 + CD$ 構成比の変化

%

項目	年	40~47(前期) 平均(A)	48~63(後期) 平均(B)	40~63 平均
$\frac{C}{M_2 + CD}$		9.1	8.3($\Delta 0.8$)	8.6
$\frac{D_1}{M_2 + CD}$		30.8	25.7($\Delta 5.1$)	27.4
$\frac{M_1}{M_2 + CD}$		39.9	34.0($\Delta 5.9$)	36.0
$\frac{D_2}{M_2 + CD}$		60.1	66.0($\Delta 5.9$)	64.0

()内は $B - A$

日銀「経済統計」より作成

以上、過去24年間において、マネー・サプライそれ自体に生じた変化についてみたが、最後に、国民総支出を「尺度」として、マネー・サプライにおける変化の実態を明らかにしたい。

第15表 $M_2 + CD$ ・構成要因の対GNE比率の変化 %

年 項目	40～47 平均 (A)	48～62 平均 (B)	40～62 平 均
$\frac{C}{GNE}$	6.9	7.5(0.6)	7.3
$\frac{D_1}{GNE}$	23.4	23.1(△ 0.3)	23.2
$\frac{M_1}{GNE}$	30.3	30.6(0.3)	30.5
$\frac{D_2}{GNE}$	45.5	59.3(13.8)	54.5
$\frac{M_2 + CD}{GNE}$	76.0	90.0(14.0)	85.1

GNE = 名目国民総支出、
()内はB - A

日銀「経済統計」及び経企庁「国民
経済計算年報」より作成

第15表は $M_2 + CD$ 及び $M_2 + CD$ 構成要因の対名目国民総支出比の推移を示したものである。

現金通貨は昭和40年～47年平均6.9%から昭和48年～62年平均7.5%へ0.6%上昇している。

預金通貨は昭和40年～47年平均23.4%から昭和48年～62年平均23.1%へとほとんど変化を示していない。

M_1 は構成比の大きな部分を占める預金通貨の動向を反映して、ほとんど変化していない。

準通貨 + CDは昭和40年～47年平均45.5%から昭和48年～62年平均59.3%へと13.8%の上昇を示している。

$M_2 + CD$ は60%強の構成比を占める準通貨 + CDの動向を反映して、昭和40～47年平均76.0%から昭和48年～62年平均90.0%へ14.0%上昇している。

以上の考察からえた結論は、名目国民総生産を経済規模を表現する指標とみるならば、通貨($M_1 = C + D_1$)は実体経済の規模の変化と、ほとんど、同一のペースで変化しているということ、一方、定期性預金(D_2)は経済構造の変貌に伴う金融資産の蓄積(あるいは、堆積)によって、実体経済の拡大より早いペースで増大しているということである。

したがって、マネー・サプライにおける基本的変化は、⁽¹⁰⁾①準通貨 + C

Dの対 $M_2 + CD$ 並びに対名目国民総生産比の上昇傾向が、昭和50年代に入って現れ、昭和50年代後半以降、一段とその傾向を強めているということであり、②準通貨の動向を反映して、 $M_2 + CD$ にも、対GNE比における、同様の増勢傾向がみられるということである。

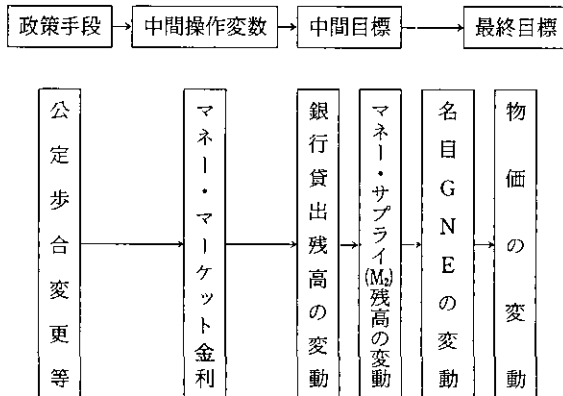
四 金融政策変容の吟味

1) 金融政策の変容とその根拠

① 金融政策の変容

金融政策変容の具体的内容を明白に把握するためには政策当局である日本銀行の態度表明を知ることが肝要であろう。

日本銀行は『調査月報』（昭和50年、7月号）の「日本におけるマネー・サプライの重要性について」というタイトルの巻頭論文の中で、「政策効果波及経路のフローチャート」を示しているが、それと三)の1)で示した高度成長期における金融政策の波及経路と対比する意味で概略を示すと次の通りである。



両者を対比して、基本的相違（金融政策の変容）は上記のフローチャートの中間目標に「マネー・サプライ（ M_2 ）残高の変動」が明確に位置づけられたという点である。なお、最終目標を「物価の変動」のみに限定していることについては捨象する。

② 金融政策変容の根拠

先ず、日本銀行は先の巻頭論文〔要旨〕において、「日本では、マネー・サプライと経済活動との間に、統計上かなりの相関関係が認められ、とくに M_2 残高が変動すると、数四半期後の物価も同じ方向へ変動するという共変関係は、30年代～40年代を通じて観察される。このように両者の関係が密接なのは、 M_2 残高によって代表される民間部門（銀行を除く）の手元流動性の変化が、多様な経路を通じて物価に響いているためである。」中略「今後、物価の安定を確保しつつ、適切な経済の発展を図っていくためには、金融政策運営上、マネー・サプライの動向に十分な注意を払い、その行き過ぎを防いでいくことが大切である。」と述べている。要するに、以上の叙述及び政策効果波及経路のフロー・チャートによれば、過去20年間に及ぶ観察によれば、特に物価と M_2 残高（現在の表現を用いれば、 $M_2 + CD$ ）との間には、統計上かなりの相関関係が認められるので、今後、金融政策の最終目標である物価の安定を確保するために、 M_2 残高を金融政策の中間目標に据え、その適正水準の維持を図っていくということである。

以上が政策当局による金融政策変容の根拠であるが、当局者としての慎重さと論文発表の時期（日本経済の転換期にあたり今後の展開が不明確な時期）によって十分に理解できない側面があるので、日本銀行が上記論文を発表してから10年後に当論文を敷衍しておられる鈴木淑夫氏（日本銀行金融研究所長）の叙述を借りて、金融政策変容の根拠を明らかにしたい。鈴木氏は『金融自由化と金融政策』（昭和60年3月発行、東洋経済新報社）の4、「金融政策の効果波及経路」の二、「政策効果波及経路の変化」の「高度成長期メカニズムの役割後退」において次の様に述べておられる。「第一に、企業の国内銀行借入依存度の低下と流動性の上昇に伴い、国内銀行貸出の量的変動は企業投資に対して以前ほど強い影響を及ぼさなくなった。第二に、総需要に占める企業投資の比重の低下に伴い、企業投資の変動は総需要ひいては物価に対し、以前ほど決定的な影響を及ぼさなくなった。

このことを別の角度からみると、マネー・サプライの供給に占める貸出の比重が低下し、代わって公共債、なかんずく国債の比重が上昇したため、貸出の量的変動のマネー・サプライに対する影響力が低下したの

だといえる。したがって、民間支出活動に対する政策効果を示す量的金融指標は、従来のような銀行貸出増加額よりも民間経済主体一般が保有するマネー・ストックの方が適切になってきた。日本銀行が1975年以降中間目標としてマネー・サプライを重視するようになったのはそのためである」と。

以上については、三、の3)で取りあげた、所謂、「諸条件の変化」の本質を考察した後に検討することにしたい。

2) 「貸出残高」重視を支えた条件の変化に対する解釈

第16表は高度成長期の所謂、中間目標として、市中貸出残高(あるいは、増加額)を重視する金融政策の有効性を支えていた条件(ただし〔V〕は参考資料)の変化を、昭和40~47年平均と昭和48~63年平均を比較する方式で、量的変化で表現したものである。一覽して、大勢としては条件が変化しつつあることは否定しえない。しかしながら、諸指標にみられる変化が、どの程度、政策の有効性にとって否定的意味をもつかを確認するためには、個々の指標の変化をより詳細に検討する必要がある。したがって、先ず、諸項目毎に変化の実態を分析し、次いで、総体的にみた変化の実像に迫りたい。

第16表 高度成長期の金融政策の有効性を支えていた条件の変化

	項 目	主 要 指 標	40~47	48~63 (62)	備 考
〔I〕	銀行の対日銀依存度 (銀行の対マネー・マーケット依存度)	日銀借入 預 金	7.1% (6.1)	2.7% (5.3)	()内は <u>コール・マネー</u> 預 金
	企業の対市中銀依存度	他人資金 資金調達	59.4%	55.9%	調査対象は原則として金融・保 険業を除く資本金10億円以上の 上場会社
〔II〕	間 接 金 融 方 式	借 入 金 資金調達	86.4% (78.3)	82.8% (74.1)	()内は民間金融機関から の借入分
〔III〕	企業の対外資金依存度	対外借入等+外貨債 借 入 金	3.52% (0.15)	6.41% (4.30)	()内は <u>外貨債</u> 借入金
〔IV〕	貸出金利の硬直性	貸出金利変化率 コール・レート変化率	30.3%	44.7%	
〔V〕	マ ネ ー ・ サ プ ラ イ	準通貨+CD 名目国民総支出	45.5%	59.3%	

日銀「経済統計」及び経企庁「国民経済計算年報」より作成

〔I〕 (前段) 銀行の対日銀・マネー・マーケット依存度

両者合計(日銀借入+コール・マネー/預金)は13.2%から8.0%へ低下しているが、前述の第9表によれば、これは昭和40年代前半が異状に高く、昭和50年代前半が低位を示した結果であり、さらに、昭和50年代後以降上昇傾向を示し、昭和40年代後半とほぼ同水準に戻っている。(両者合計、昭和45~49年平均9.3%、昭和59~63年平均9.1%)

また、昭和63年12月末の都銀の「銀行勘定」によれば、日銀借入金、5.6兆円、コール・マネー、12.4兆円、(売渡手形、13.6兆円)で、両者に対する依存度は10.4%(18.3%)となっている。

したがって、実体経済の状況によって、銀行の対日銀・マネー・マーケット依存度は変化するけれども、依存体質そのものは不変であるとするべきである。

〔I〕 (後段) 民間企業の対市中銀行依存度

確かに、資本金10億円以上の上場会社(金融・保険業を除く)に限ってみれば、資金調達に占める自己資金の割合($1 - \text{他人資金} / \text{資金調達}$)は、昭和40~47年平均の約4割から、昭和48~63年平均の6割強に上昇している。

しかしながら、同一調査対象の手元流動性(現金・預金残高/月平均売上高)は、昭和45~49年平均1.10%、昭和50~54年平均0.94%、昭和55~59年平均0.77%、昭和60~62年平均1.00%と、昭和60年代に入って昭和40年代後半の水準に近づきつつあるが、昭和50年代は低下傾向を辿っているし、さらに、対象を中小企(都銀を例にとっても、昭和63年12月末において、貸出残高、中小企業97.5兆円、資本金10億円以上の法人33.5兆円)にまで拡大して、民間企業全般の銀行に対する依存度をみた場合、政策効果を否定する変化が生じたとは考えられない。

〔II〕 間接金融優位の構造

間接金融方式優位の構造に変化をもたらす最も有力な要因は、最終的資金の供給である個人部門の金融資産選択に対する態度の変化であるが、個人部門の保有資産増加額に占める有価証券増加額の割合は、昭和40~47年平均10.8%から昭和48~62年平均12.3%へと、特に、昭和57~62

年平均は、金利自由化時代に対応した利殖志向の高揚によって15.4%へと上昇傾向を示している。この様な個人部門の金融資産選択の変化を反映して、企業部門の資金調達に占める借入金の比重も低下しつつあり、したがって、間接金融優位の構造は変化の兆をみせている。しかしながら、今日、なお、企業が資金の過半を借入金に依存しているいじよう、間接金融優位の構造が崩壊したとはいえない。

〔Ⅲ〕 企業の対外資金依存度

金融の国際化・自由化を背景とする金融構造（特に、制度的構造＝法制的、行政的、社会的慣行）の変化によって、企業の対外資金依存度（対外借入等＋外貸債／借入金）は、昭和40～47年平均3.52%から昭和48～62年平均6.41%へと上昇しているし、外貸債に限定すれば着実な増加傾向を示している。

しかしながら、外資導入の可能性の拡大が金融逼迫期に直面して、政策効果を決定的に弱める程に、代替性を発揮しうるか、甚々、疑問である。

〔Ⅵ〕 市中貸出金の硬直性

貸出金利のコール・レート弾性は昭和40～47年平均30.3%から昭和48～62年平均44.7%へと上昇しているし、近年、その傾向を強めていることも、また、事実である。したがって、このような貸出金利の伸縮性の増大は、以前よりも、政策効果を後退させることになるであろう。

しかしながら、二つの弾性値（貸出金利の変化率／公定歩合の変化率、及び貸出金利の変化率／コール・レートの変化率）が1より小であるということは政策効果を否定しえない根拠となりうる。

〔Ⅴ〕 マネー・サプライ

二、及び三、3）で詳細に考察したように、準通貨＋CDの対名目国民総支比が、昭和40～47年平均45.5%から昭和48～63年平均59.3%へと急上昇し、近年、更に、この傾向が顕著になっていることがマネー・サプライ変化の核心である。

以上、金融政策の有効性を支えていた条件の変化を、5項目（〔Ⅴ〕は

参考資料) に関して検討した。総体的にみれば、経済・金融構造の変化によって、政策効果を後退させる傾向が進展しつつあることは否定しえない。

しかしながら、諸項目に、金融政策の効果を決定的に否定するような変化が確認されなかったので、政策運営の基本的枠組は、従前通り、存続しうる余地を残しているとみるべきである。

3) $M_2 + CD$ 重視の金融政策の吟味

① 中間目標の変更について

先述のように、中間目標として、銀行貸出増加額よりも $M_2 + CD$ 残高を適切視する根拠は、第一点、国内銀行貸出の量的変動の企業投資に対する影響力の後退、第二点、企業投資の変動の総重要一物価に対する影響力の後退であり、第一の根拠を裏づける金融システムの変化は、「企業の国内銀行借入依存度の低下」と「流動性の上昇」第二の根拠を裏づけるそれは「総需要に占める企業投資の比重の低下」であった。

まず、「企業の国内銀行借入依存度の低下」については、第13表(法人企業部門の対外資金依存度の推移)及び第11表(主要企業の資金調達に占める他人資金の割合)でみたように、企業の国内銀行借入依存度の低下、そのこと自体に反論の余地はない。

「流動性の上昇」については、第17表が示すように、流動性を企業の手元流動性の三つの指標で示す限りにおいて、反論の余地はある。

「総需要に占める企業投資の比重の低下」については、確かに、民間投資/名目国民総支出は昭和40~47年平均24.55%から昭和48~62年平

第17表 企業の手元流動性の推移

項目	年度				
	40~44 平均	45~49 平均	50~54 平均	55~59 平均	60~62 平均
現預金 月平均売上高	1.08	1.10	0.94	0.77	1.00
総預金 借入金	60.3	58.1	56.1	60.6	65.0
定期性預金 総預金	40.4	41.1	40.2	37.9	37.5

日銀「経済統計」及び「資金循環応用表」より作成

均21.95%へ低下しているのので、そのこと自体については否定しえない。ただ、企業投資の対国民総支出比を実質でみると、23.00%から23.03へ微少ながら上昇しているのので、消費財価格に対する企業投資関連財価格の相対上昇が起これば事態は変化する可能をもっている。

最後に、主たる論点である上記の内容（金融システム変化に関する説明）を角度をかえて表現されている部分に解りたい。

主旨を再述すると、「マナー・サプライの供給経路に占める貸出の比重が低下し、貸出の量的変動のマナー・サプライに対する影響力が低下した。」したがって、「民間支出活動に対する政策効果を示す量的金融指標は、銀行貸出増加額よりも $M_2 + CD$ 残高の方が適切になってきた。」ということである。

先ず、マナー・サプライの供給経路に占める貸出の比重の低下については、既に、二)の1)のE)を述べたところであるが、さらに、第18表（民間向け信用の対 $M_2 + CD$ 比の推移）を用いて述べるならば、民間向け信用残高/ $M_2 + CD$ 残高は昭和40～47年平均96.8%から95.0%へ、僅かながら、低下している。これは昭和50年代前半における平均増加額が低位に止まった結果として、昭和50年代後半の残高構成比が大きく下落したことによるものであり、増加額の構成比の推移でみるならば、昭和50年代後半以降は昭和40年代前半を大きく凌いでいる。

第18表 民間向け信用(貸出)の $M_2 + CD$ 構成比の推移 %

項目	年	40～44	45～49	50～54	55～59	60～63	40～47	48～63
	平均	平均	平均	平均	平均	平均	平均	平均
民間向け信用 $M_2 + CD$		96.6	98.5	95.0	92.2	96.0	96.8	95.0
項目	年	40～44	45～49	50～54	55～59	60～63	40～47	48～63
	平均	平均	平均	平均	平均	平均	平均	平均
民間向け信用 $M_2 + CD$		93.1	104.5	79.5	101.1	101.0	96.0	95.5

上段は残高、下段は増加額

日銀「経済統計」より作成

次いで、民間支出活動に対する政策効果を示す量的金融指標の選択(貸出増加額か $M_2 + CD$ 残高の選択)については、貸出増加額の場合、貸出増→企業投資増→総支出増→供給との関係におい物価へ影響という過程

第19表 民間向け信用(貸出)の対GNE比率の推移

%

項目	年	40~44	45~49	50~54	55~59	60~62	40~47	48~62
		平均	平均	平均	平均	平均	平均	平均
民間向け信用 GNE		70.9	79.6	79.8	84.2	99.0	73.6	85.4
項目	年	40~44	45~49	50~54	55~59	60~62	40~47	48~62
		平均	平均	平均	平均	平均	平均	平均
民間向け信用 GNE		74.8	101.2	78.3	128.3	195.5	93.1	117.0

上段は残高,

日銀「経済統計」及び経企庁「国民経済計算年報」より作成

下段は増加額

第20表 $\frac{\Delta M_1}{M_1}$ と $\frac{\Delta K}{K} + \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y}$ の推移

単位:%

項目 年次	実質成長率 (A)	デフレーター変 化率 (B)	マーシャル のKの変化 率 (C)	(A)+(B)+(C)	M ₁ の変化率
	昭 41	11.1	5.1	-2.94	13.26
42	10.7	6.2	-2.69	14.21	14.1
43	12.8	5.3	-4.15	13.95	13.4
44	12.0	5.0	1.81	18.81	20.6
45	7.6	7.7	0.71	16.01	16.8
46	5.0	5.6	17.61	28.21	29.7
47	9.2	5.6	7.19	21.99	24.7
48	4.5	12.9	-3.63	13.77	16.8
49	- 0.4	20.8	-5.80	14.60	11.5
50	3.9	7.7	0.92	12.52	11.1
51	4.6	7.2	0.00	11.80	12.5
52	5.3	5.8	-2.44	8.66	8.2
53	5.2	4.8	3.13	13.13	13.4
54	5.3	3.0	-4.55	3.75	3.0
55	4.0	3.8	-9.84	- 2.04	- 2.0
56	3.3	3.2	3.87	10.37	10.0
57	3.2	1.9	0.68	5.78	5.7
58	3.7	0.8	-4.38	0.12	- 0.1
59	5.1	1.3	0.35	6.75	6.9
60	4.4	1.4	-2.81	2.99	3.0
61	2.6	1.9	5.78	10.28	10.4

日銀「経済統計」, 経企庁「国民経済計算年報」より作成

を論理的に説明しようが、 $M_2 + CD$ の場合(それ自体のコントロールの面は問わない)、 $M_2 + CD$ 残高増が総支出、したがって、物価にどのようなメカニズムを通じて影響を及ぼすのか、前者に較べると、明確性に欠ける。

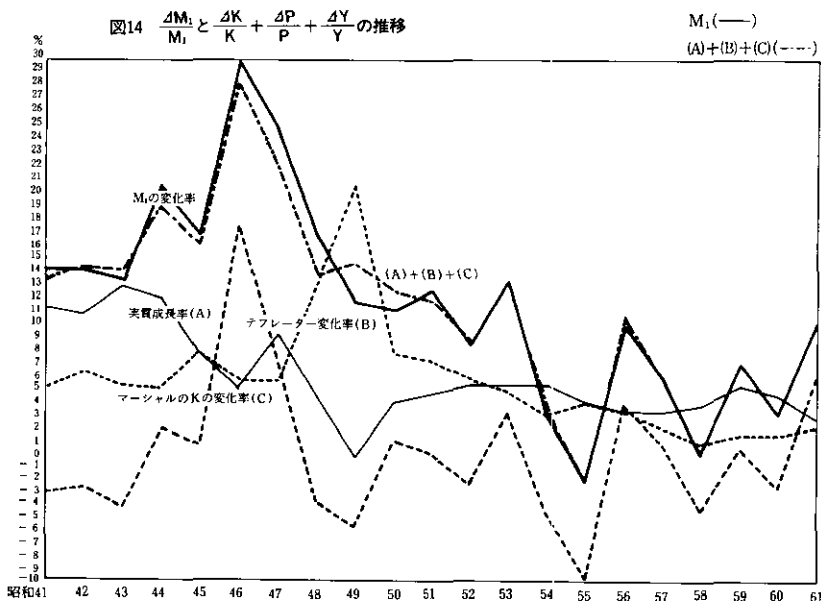
最後に、支出の範疇を企業投資から民間支出活動に拡大されている点については、第19表によって、民間向け信用の対国民総支出比の急上昇傾向を示すにとどめる。

② $M_2 + CD$ 残高重視について

金融政策に係る側面に限定したとしても、マネー・サプライの内容をどのように規定するかは必ずしも簡単な問題ではない。

政策当局は金融政策の量的指標として、 $M_2 + CD$ 残高を採用することを表明している。

金融システムの発達による定期性預金の通貨代替性の増大、あるいは、今日の定期性預金の絶対的・相対的増加による経済・金融活動に与える



日銀「経済統計」、経企庁「国民経済計算年報」より作成

第21表 $\frac{\Delta(M_2+CD)}{M_2+CD}$ と $\frac{\Delta K}{K} + \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y}$ の推移

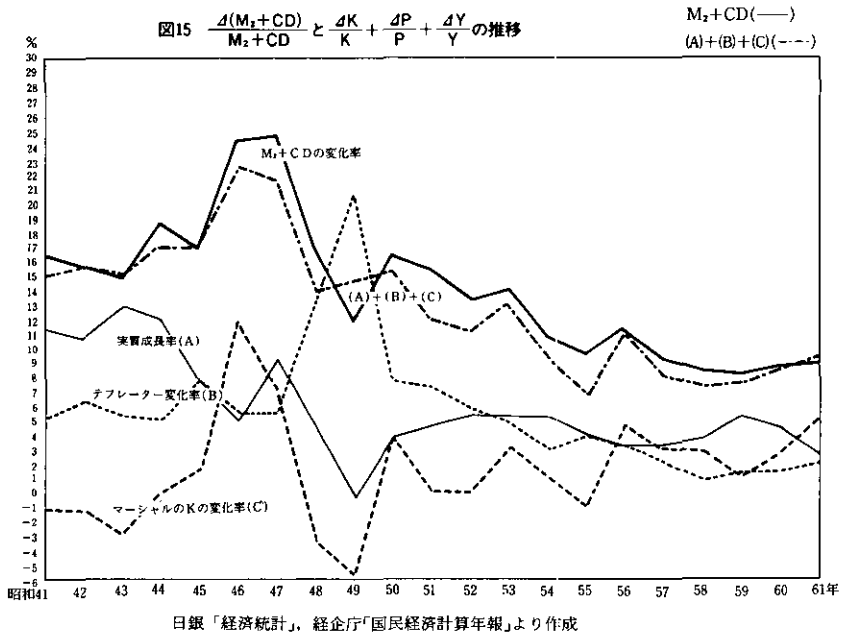
単位：%

項目 年次	実質成長率 (A)	デフレーター変 化率 (B)	マーシャル のKの变化 率 (C)	(A)+(B)+(C)	M ₂ +CDの 変化率
昭 41	11.1	5.1	- 1.19	15.01	16.3
42	10.7	6.2	- 1.34	15.56	15.5
43	12.8	5.3	- 3.00	15.10	14.8
44	12.0	5.0	0.00	17.00	18.5
45	7.6	7.7	1.68	16.90	16.9
46	5.0	5.6	11.97	22.57	24.3
47	9.2	5.6	7.00	21.80	24.7
48	4.5	12.9	- 3.33	14.07	16.8
49	- 0.4	20.8	- 5.82	14.58	11.5
50	3.9	7.7	3.78	15.38	16.5
51	4.6	7.2	0.10	11.90	15.4
52	5.3	5.8	0.00	11.10	13.4
53	5.2	4.8	3.01	13.01	14.0
54	5.3	3.0	1.05	9.35	10.8
55	4.0	3.8	- 1.16	6.64	9.5
56	3.3	3.2	4.56	11.06	11.2
57	3.2	1.9	2.91	8.01	9.1
58	3.7	0.8	2.83	7.33	8.3
59	5.1	1.3	1.06	7.46	8.1
60	4.4	1.4	2.62	8.42	8.6
61	2.6	1.9	4.79	9.29	8.8

日銀「経済統計」、経企庁「国民経済計算年報」より作成

影響力の増大をみると、金融政策の目標、あるいは、対象として定期性預金、それ故、マネー・サプライ全体 (M₂+CD) を重要視すること自体に異議はない。

しかしながら、国民所得 (あるいは、国民総生産) の循環過程とのかかわりで金融政策を考える場合には、基本的には通貨 (M₁) を選択すべきであると考えへる。何故ならば、經常取引のために必要な貨幣 (M₁) は経済体系の一般的活動と貨幣所得の結果として生じ、結果的には、貨幣数量 (M₁) × 所得速度 = 実質国民所得 × 物価水準という形でバランスすべきものだからである。



最後に、以上述べたことを裏付けるために、現金残高方程式($M = KPY$)に基づいて、 K 、 P 、 Y の変化率の和と M_1 (第20表、図14)と M_2+CD (第21表、図15)の変化率との対応関係を示した。

五 むすび

(I) マネー・サプライの動向について

- ① 通貨 (M_1) は実体経済の変化とほぼ、同一のペースで変化している。(三の3)の第15表、四の3)の第20表・図14)
- ② M_2+CD は実体経済の規模の拡大より速いペースで増大している。(三の3)の第15表、四の3)の第21表・図15) それは、専ら、準通貨+ CD の動向の結果である。

〔II〕 その他の四条件について

従来の金融政策の中間目標（銀行貸出額）に変更を迫るような決定的な変化は認められない。

〔III〕 マネー・サプライ重視について

- ① もし、マネー・サプライが政策目標として問はれるならば、マネー・サプライの全体 ($M_2 + CD$) を対象とすべきである。
- ② しかし、実体経済に、直接的にかかわる指標としては $M_2 + CD$ よりも M_1 を選択すべきである。(論理的にそうあるべきであるし、また、図14の、所謂、安定成長期の両曲線の形状それを示唆していると思う。)
- ③ 準通貨 + CD の動向 (急速な増加傾向の影響) をコントロールするには、一般的量的統制手段のみでは到底不可能である。(例えば、株式取引は実体経済の動向から遊離した動きを示している。) 今後、準通貨 + CD が経済を攪乱する可能性がさらに増大すると思われるが、それが現実化した場合には、選択的統制手段の強化、更に、視野を拡大すれば、制度的コントロールの強化が要請されるであろう。

〔注〕

- (1) 金融構造は、①金融方式あるいは資金調達構造、②制度的構造 (法制的、行政的、社会慣行的なもの) の総体、③市場機能形態に関する構造等からなるが、本稿の内容はそれらの総てにかかわるものである。
- (2) 実証的業績としては、M.Friedman and A.J.Schwartz, A Monetary History of the United States 1867~1960, 1963. を、理論的業績としては、M.Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, NBER, New York, 1971. を想定している。
- (3) J.W.Angell, The Behavior of Money, 1936. chapter I
- (4) OP cit
- (5) 『統制手段としての貨幣』北星論集, 4, 1967, で J.W.Angell の実証的研究を考察している。
- (6) $M_2 + CD$ 構成要因間の関係を現金保有率 (あるいは信用拡張係数) と定期預金保有率の二つに限定した理由は、両者とも特にマネー・サ

プライの増減に密接に係る比率と考えたからである。前者は $D = (1/\alpha + \beta)C$ 、(D=預金通貨, α =銀行を除く民間部門の現金保有率, β =銀行部門の支払準備率, c=現金通貨) という関係式に、また後者は、 $D = (1/e_1 + d_1 + e_2 d_2)C$ (e_1 =銀行を除く民間部門の現金保有率, e_2 =定期性預金保有率, d_1 =銀行の要求払預金に対する支払準備率, d_2 =銀行の定期性預金に対する支払準備率, D=預金通貨) という関係式に位置を占めている。

- (7) 家計部門の貯蓄動機は、一方において、医療、土地、教育、福祉等に対応し、他方で、わが国特有の社会慣習に対応するものである。したがって、収益性指向よりも安全性指向に適合するものである。
- (8) 昭和50年頃からマネー・サプライを金融政策において重視する考え方が説得力を強化している現実、なかんづく、日本銀行の表明（後述の「日本におけるマネー・サプライの必要性について」『調査月報』昭和50年7月号）を考慮し、また、本稿の目的に添って、「四つの条件」の変化と合せてマネー・サプライの変化の実態を検討することにした。
- (9) 預貸率の算定式中、オーバー・ローンとの関連で最も適当と思われる広義の算定方式（有価証券+貸出/預金）を採用した。
- (10) 本論では、マネー・サプライにおける変化として、昭和50年代以降の準通貨+CDの急速な増加傾向のみを強調したが、より厳密にみた場合、現金通貨が、対名目国民総支出比において、昭和40~47年平均6.9%から昭和48~62年平均7.5%と0.6%上率していることを留意すべきである。

預金通貨に対する現金通貨の増加傾向（現金保有率の上昇傾向）は、預金通貨と比較して、現金通貨の流通速度（ないし、効率）を高める金融革新が遅れていることのあらわれであるように思われる。