

資金循環表にみる 90 年代の金融構造

青 山 浩一郎

The Financial Structure in the 1990s in Terms of the Flow of Funds Accounts

Koichiro Aoyama

日本銀行が9月に発表した新しい資金循環表にもとづいて、我が国の90年代の金融構造を分析した。ガーレー・ショウが提唱し、我が国でも定着した直接・間接金融論をあてはめると、この10年間、表面的にはますます間接金融優位がすすんだことになる。

しかし、国債によるファイナンスを直接金融とかがえると、90年代の金融構造はドラスティックに変化した。

それを含めて、企業は資金余剰主体に転じ、家計はおずおずと安全資産だけを積み上げ、金融機関の資産・負債が変化するなど、実物経済の激変がマネタリーエコノミーに投影されている。

資金循環表にあらわれた、このような異常な現象を改善することが、次ぎの10年間の課題である。

それは巨大な国債と郵便貯金のソフトランディングでもある。

その道筋はまだみえないが、証券投資分野に、小さな数字ではあるが、注目すべき現象があらわれている。

This paper analyzes Japan's financial structure in the 1990s on the basis of the flow of funds accounts released by the Bank of Japan in September. The analysis finds that indirect finance has gained greater prevalence on the surface during the past decade, in terms of the theory as to direct and indirect finance that was proposed by Gurley, Shaw and has come to stay in Japan.

If financing by means of government bonds is taken as direct finance, Japan's financial structure has gone through drastic changes during this decade. Consequently, the monetary economy reflects dramatic changes in the real economic sector. Indeed, nonfinancial corporation have begun to focus on financial surplus, while household have hesitatingly accumulated nonrisk assets, causing meaningful changes in the assets and liabilities held by financial institutions.

One of the challenges for the coming decade is how to rectify this extraordinary development that has appeared in the flow of fund accounts. It is in essence the question of soft landing of huge amounts of government bonds and postal savings. How to achieve this still remains unclear, but there has emerged a notable, though numerically modest as yet, phenomenon in securities investment area.

直接金融・間接金融、本源的証券・間接証券、資金余剰・資金不足、金融資産・金融負債、資金運用部・郵便貯金、リスクアセット・ノーリスクアセット

Direct finance • Indirect finance, Primary securities • Indirect securities, Financial surplus • Financial deficit, Financial assets • Financial liabilities, Trust Fund Bureau • Postal savings, Risk assets • Non risk assets

(原稿受領日 2000. 10. 12)

I はじめに

1 ガーレー、ショウの研究動機

40年まえに John G. Gurley と Edward S. Shaw がかの古典的著作「MONEY IN A THEORY OF FINANCE」をあらわした動機は何であったか、ショウは序論でこう書いている。^{(1) (2)}

「次の二つの密接に関連している事柄を考察したことが、われわれをこの研究に引き込んだ。第一はレイモンド・W. ゴールドスミスの貯蓄と金融仲介機関の研究、ミルトン・フリードマンの National Bureau of Economic Research における貨幣についての研究、および連邦準備制度の資金循環および銀行統計についての研究計画などの研究を含めてなされていた、もしくはなされる見込みであった、金融上のデータの時系列の大がかりな改良と拡張である。このように豊富な経験上の資料はめったに手に入れることができないものであり、このようなデータを検討して米国の金融上の発展について、できるなら何か新しい解釈を試みたいという気持が、われわれに抑えきれないほど強くなった。

第二にわれわれの興味をそのようにそそった金融上のデータを利用するためには、われわれの分析上の道具が不適當であることに気がついた。たとえば、連邦準備制度の手の込んだ資金循環表またはゴールドスミスの負債・金融資産および金融機関の成長についてのすぐれたくわしい説明—これらはすべて常に感謝すべきかつ、感嘆すべき実証的作業であるが—をわれわれがじっと眺めるだけであって、成長課程および循環的变化を理解するためにこのようなデータからいかなる経験上の教訓が引き出されるかを知らずにいることは残念なことである。』⁽²⁾

ショウとその弟子であるガーレーはどんなデータをみたのだろうか。この書物では著者たちが

ことわっているように、まったく統計が取り扱われなかった。統計数字をあらわす図表はひとつもない。「まず理論を展開し、その後でデータに戻るやりかたのほうが適切であることがはっきりした」からである。^(2, p 11)

それにもかかわらず、二人がはじめてみたある統計を見た興奮を、上記の研究動機から推察することができる。その統計は米国ではじめてつくられた資金循環表である。

いまは多くの先進国が作成している資金循環表は、米国の連邦準備制度理事会の委託をうけ、コーブランドが1952年に研究成果をまとめて発表した。資金循環分析の沿革については、帳南「資金循環分析の理論と応用」にくわしい。⁽⁶⁾ コーブランドの研究にもとずき合衆国連銀は55年に Flow of Funds 統計の1939—54年分を発表し、59年には1896—1955年まで統計が遡及されていた。

ガーレー・ショウがみた「連銀の手の込んだ資金循環表」はこれであろう。

一方 ゴールドスミスは、米国の金融構造の変化を長期統計の分析から究明しようと、1955年から論文を次々に発表していた。ガーレー、ショウはそれに刺激をうけていたのであろう。

ゴールドスミスの研究の日本への紹介は川口弘が早い。⁽⁸⁾

ガーレーの別の論文の邦訳は水野正一・山下邦男のものがあり、そこでは後で引用するように実証データが豊富に登場する。⁽⁷⁾

ガーレー・ショウの仮説は60年代の後半までに我が国でもとりあげられ、その後も研究は多くの論者にひきつがれた。そして金融仲介の機能や、直接金融か間接金融の区分は金融論のメイ

ンテーマの一つとして定着した。

我が国でも、このテーマを議論する場合、実証データは米国より一足おくれて作成された日本銀行の資金循環表が中心である。金融市場全体を鳥瞰する統計はほかにないし、そのことによってガーレー・ショウと同じ手法をつかって、我が国の金融構造を分析でき、国際比較が可能である。

2 この論文の執筆動機

日本銀行は1958年以降、資金循環統計を作成し54年からの時系列データがそろっていたが、昨99年7月に統計が大幅に改定された。⁽⁹⁾

経済主体をあらわす「部門」が従来の21部門から46部門にふえた。業態別分類から規制緩和を反映して機能別に分類があらためられた。

市場で取引される金融商品をあらわす「取引項目」も40項目から51項目にふえた。新しくうまれた金融商品がとりあげられている。また、資産・負債の時価評価を採用したり、他の重要統計との整合性がはかられるなど、改善点が多い。

筆者は昨年「教材としての資金循環表の研究」⁽⁵⁾と題して、本誌に小論を発表したが、その当時のデータは97年12月末（フローは98年1－3月）以降のみであった。

その後、日本銀行は1990年までへとデータを遡及して本年3月に発表した。

さらに9月21日には、オンラインで3月に発表した遡及データをまた訂正をしている。それに先だって8月には資金循環表の作成方法について公表している。半年後に遡及データの修正をしたことには、首をかしげたいが、昨年7月の改定以来、資金循環統計は使いやすくなり、作成方法、作成課程の透明性もたかまり、統計と

してより優れたものになっている⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾。

本稿では、2000年9月に発表になった新ベースの資金循環表にもとづいて90年以降のデータを分析することによって、この10年間のわが国の金融構造について、私見を述べてみたい。

{この論文は10月14日が閉めきりである、9月29日にペーパーで入手できたばかりの統計を分析するには時間が足りないが、新鮮な素材を前にしてエキサイティングである。}

この論文の執筆動機は、おこがましくも40年前のガーレー・ショウとよく似ている。

まず、10年分の統計を一度に見る興奮がある。そして新ベースの統計でも、先輩たちが論じてきた我が国の金融構造に関する通説が、最近の10年間についても適用されるかどうかを知りたい。それ以上に、バブル・ポストバブル、空白の10年間、など様々にいわれている我が国の90年以降の金融構造を、鳥瞰図により眺めて見たいというものである。

この論文では、最初にガーレー・ショウやゴールドスミスの先駆的業績を紹介し、ついで我が国での「間接金融優位」の通説が確立し、最近にいたるまで継承されてきたことを述べている。それは、各時代の代表的な研究者の業績を紹介することによって行われる。

次に、新ベースの資金循環統計にもとづいて、ファクト・ファイディングにつとめる。

80年代までと、大きくかわった点を発見しようとするものである。90年代、我が国の実物経済におこった未曾有の現象が、金融市場という鏡にどう投影されているか、楽しみである。

そして最後に、まだ大きな傾向ではないが、最

近の資金循環表にあらわれた注目すべき現象について、将来展望の意味で私見をのべようとするものである。

Ⅱ 米国での先駆的研究

1 ガーレー・ショウの貢献

ガーレー・ショウの仮説は次のように展開されている。

(1) 直接金融と間接金融

金融仲介を「直接金融」と「間接金融」の二つに分類した。「資金不足主体」である企業の発行する債券、株式などの「本源的証券」を、家計など「資金余剰主体」が購入するのは直接金融である。{| }は重要な用語 初出|

本源的証券の例として次のものがでてくる。株式、債券、未払い勘定account payable、銀行から借入れた短期企業負債、消費者負債、抵当証券mortgages、連邦、州および地方の政府負債、外国証券などである。

ガーレー・ショウは叙述の最初の段階で、直接金融は何ら仲介者がなく、家計など資金余剰主体が、資金不足主体から本源的証券を直接購入するモデルをかんがえた。

実際には直接金融の仲介者はむかしから存在しており、証券会社の業務がそれである。

これに対して企業が発行する借入れ証書などの本源的証券を、「金融仲介機関」が獲得する（例えば銀行が企業に融資することによって）一方、預金証書、信託受益証券などの「間接証券」を発行して資金余剰主体から資金調達するのが、間接金融である。

間接証券の例として 通貨currency 要求払い預金 demand deposits 定期預金 time deposits

などがあげられている。

金融仲介機関は借り手の発行する本源的証券から利子収入を得る。そこから、費用として間接証券に支払う利子とすべての管理経費を差引いた分が、利益となる。

むかしからこれは銀行の典型的な業務である。

(2) 金融仲介発達の順序

ガーレー、ショウはまず中央銀行も民間銀行も存在せず、政府の貨幣局、銀行局といったものがその役割をはたし、金融市場には直接金融しかない（これも金融仲介機関がない）モデルから議論をはじめめる。もちろん海外を考えない経済である。

ここでは家計、企業、政府しかない。この単純な金融制度は実質生産物の成長に適さない。なぜなら貯蓄を刺激する金融資産の品ぞろえ、投資に資金を配分する金融市場の装置がない。そこでできることは、政府と企業の共同事業を形成するか、富くじで資金をあつめるか、民間にたいする政府からの移転支出（貨幣あるいは有形資産）ぐらいである。

次の段階は企業が本源的証券（優良で同質的な永久債券）を発行する。これを個人が手に入れば直接金融だが、政府の銀行局（民間銀行はまだない）が手に入れば間接金融である。そのような「間接金融市場」が発達すると、資金不足と資金余剰の仲介を効率的にし、経済は成長することを論じている。

ここで重要なのは、本源的証券が貸出証書であろうと、（いまでは証券会社が扱っている）国債や社債であろうと株式であろうと、金融機関が取得すれば間接金融である。

ガーレー・ショウは最後のモデルとして、これまで政府にまかせていた機能を独立させ、「中央

銀行」と「民間金融機関」を登場させる。そこで金融市場ははじめて現実の姿と似てくる。本源的証券は最初は企業の発行する永久債だけであったが、やがて消費者負債、政府負債、外国証券などと多様化する。多様化の理由はこうである。市場の構成者はいまや現代とおなじように5部門である。(金融機関、消費者、「非金融法人企業」、中央および地方政府、外国)

本源的証券はいまや消費者負債、政府負債、商業負債など、異なった経済主体である発行者のニーズにしたがって、別々の商品が生まれ、長期、短期の区別もでてくる。

一方 家計を代表とする資金運用サイドでは、資産規模が大きくなるにつれて、投資対象を多様化させることによってリスクの分散をはかることができる。

本源的証券と同様に間接証券も多様化する。

まず、二つにわけると「貨幣性」と「非貨幣性」である。

貨幣性には支払い手段currency, 要求払い預金、定期預金がふくまれ、非貨幣性には信託受益証券、保険証券など種類が急増している。この区別をわかりやすく解釈すると、前者は決済システムの管理にかかわっている預金取扱い金融機関の業務であり、後者は「その他の金融機関」の業務である。

「非貨幣性金融仲介機関」の例は、政府機関としては連邦土地銀行、郵便貯金、政府の保険・年金、などがあり、民間機関としては相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合、ミューチュアルファンド、民間生保、信用組合などである。

間接金融は貨幣性商品をあつかう商業銀行の業務であったが、そこへ非貨幣性商品をあつかう、のちの世でいう「non banking financial institution」がいちじろしく進出してきた。

ガーレー・ショウの時代にはやくも、後のノン

バンクの活躍、伝統的な銀行の地位低下の萌芽がみられていたのは、今にしてみれば大変おもしろい。

ガーレー・ショウのこのような段階的叙述から、私が読みとったことは次の点である。

- 1) 金融仲介機能は貯蓄余剰主体と不足主体との間の資金仲介である。
- 2) それは直接金融と間接金融にわけられる。
- 3) 本源的証券の種類をとわず、それが金融機関に渡れば間接金融である。
- 4) 原始的な直接金融に加えて、間接金融の発達が経済成長に貢献した。
- 5) その後、直接金融も間接金融も多様化した。
- 6) やがて伝統的な銀行にかわって、預金取扱い機関でない金融機関の役割が高まった。

2 ガーレーの実証分析

ガーレー・ショウは、その著 MONEY IN A THEORY OF FINANCEでは、なんの実証データも示していない。わずかに「実質国民所得に対する実質貨幣残高の割合 (the proportion of real money balances to real national income) はアメリカにおいて19世紀を通じて増大し、ついで1900年代の初期からのち一つのplateauをめぐって上下するようになった。言いかえれば貨幣(要求払い預金と通貨)の所得速度は低下し、その後明らかにむしろ安定して上下に移動した。」と述べその理由を説明している。^{(1, p 177) (2, p 165)}

しかしながら、その前にガーレーが単独名で1960年に発表した論文では、ふんだんに図表を使って、米国の47年から58年の金融構造を分析している⁽⁷⁾。

そこでは、アメリカの実質貨幣残高にあたる概

念を定義し、そのGNPにたいする比率を揭示している。

具体的には「貨幣およびその密接な代替物」を流動資産と表現し、39年から58年までの流動資産額を集計し、対 GNP 比率を計算している。その比率は39年の106%から42年の88%へ低下したが、それから急速に上昇した。46年には123%に達した。戦時中に過剰流動性が拡大したからである。しかしまたこの比率は90%台に低下し、長期間では安定的なレベルを保っている。^(7, p 126)

なお、流動資産の中で合衆国政府貯蓄債券のウェイトが大戦中からたかまり、有期預金と同じ規模になっていたが、戦後10年をへて減額にむかっている。

のちに述べる我が国の国債の最近の状況を連想させられる。

なお、ガーレーは直接金融と間接金融の比率も記述している。「1947－58年の間にほぼ4000億ドルの本源的証券が発行された。金融仲介機関による本源的証券の純購入高は発行高総額の半分よりやや少なく、その他の貸し手による購入額は半分よりやや多かった」。^(7, p 165)

ガーレーの定義によれば、「金融仲介機関」による金融仲介が間接金融であり、「その他の貸し手」(企業、消費者、販売金融会社、政府信託基金、民間の信託基金など) による金融仲介が直接金融である。

ガーレー・ショウの定義による直接・間接金融比率は47対53である。この比率は景気の回復期34対66、好況期45対55、後退期67対33と、局面によって変わっている。

それにしても、あとで述べる我が国とくらべて、この頃の米国の直接金融の比率は著しく高い。

また、金融仲介機関を「貨幣組織」(連邦準備銀

行、商業銀行)と「非貨幣的仲介機関」(生命保険会社、相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合、郵便局、信用組合など)と二分した。後者による本源的証券の購入額が傾向として前者を上回っていることも示している。つまり間接金融の中でいわゆるノンバンクのシェアがあがってきていることを強調している。^(7, p 167)

そして、この間接金融内部の2者の扱いシェアを決定する要因は、一つはGNP成長率であり、もう一つは本源的証券発行高に占める民間長期債の構成割合だと立証している。

3 ゴールドスミスの実証分析

ガーレー・ショウがみたゴールドスミスの実証分析で重要なものは、金融連関比率 financial interrelations ratio である。この言葉を川口弘は金融的相互関連比率と訳し、金融関連比率という言葉もつかわれる。那須正彦の用語にここではしたがう。⁽¹²⁾

ゴールドスミスの金融連関比率の定義はこうである。

The ratio of the value of all financial assets (or liabilities and equities) outstanding at a given date to the value of tangible assets, a figure that measures the relative size of a country's financial superstructure.^(3, p 42)

$$\begin{aligned} \text{川口弘はこれを} & \quad (\text{国民資産} / \text{国富}) - 1 \\ & = (\text{国民資産} - \text{国富}) / \text{国富} \\ & = \{(\text{有形資産} + \text{無形資産}) \\ & \quad - \text{有形資産}\} / \text{有形資産} \\ & = \text{無形資産} / \text{有形資産} \end{aligned}$$

と日本語では解釈している。単純化すれば1国の有形資産と無形資産の割合であり、この比率がたかくなるほど、有形資産が自己資本でなく外部資金でまかなわれているわけで、金融市場

が発達しているといえる。間接金融市場の発達を示唆する指標である。

ゴールドスミスはまず米国でこの金融連関比率を計測し、1900年の0.8から1920－30年の1.2台まで上昇し、その後は大戦中の異常な期間をのぞいて、また下降したことを提示している。川口弘がそれを紹介している。^(8, p 233)

その後、ゴールドスミスはこの比率を使うことによって、国の経済規模や物価水準や為替レートに関係なく、金融構造の国際比較ができるとして、米国、日本、インドの金融構造の比較を発表した。^(3, p 50) 別に、日本だけについての実証研究も残している。⁽⁴⁾

それによれば3カ国の金融連関比率は異なった歩みを示してきたが、20世紀になってそれぞれ上昇し、しかしあるレベルでピークアウトしている。それは経済の成長の結果、分母である実物資産の蓄積も進むからであろう。

Ⅲ 我が国での議論の展開

1 金融機関の証券市場に対する優位

ガーレー・ショウの仮説やゴールドスミスの実証は、いちはやく我が国に受け入れられた。1960年代の後半には、はやくも幾人かの論者がガーレー・ショウのような分析を我が国に適用した研究を発表した。

その結果、我が国では戦後からごく最近まで一貫して、金融仲介においては直接金融にたいして間接金融のウエイトが高いことは定説となってきた。

「我国金融機関の証券市場に対する優越」を最初

に唱えたのは吉野俊彦である。⁽¹⁵⁾⁽¹⁶⁾

吉野俊彦は52年に発表した「我国金融制度の研究」⁽¹⁵⁾で、我が国金融機関の証券市場にたいする優越をとらえた。のちにそれを敷衍して「わが国の金融制度と金融政策」⁽¹⁶⁾にまとめている。

それによれば、こうした結論は資金循環勘定などの緻密な実証分析から導かれたものとは思えない。吉野俊彦は我が国金融制度の三つの特色の筆頭に「金融機関の証券市場に対する優越」をあげ、わが国の金融機関が、本来証券市場の行うべき任務までも現実におこなっている。換言すれば兼営銀行主義です。」と述べている。「その理由は明治維新以来の我が国は資本の自発的な蓄積の余裕がなかった。そこで政府は国立銀行を各地で作って、発券機能をあたえ、その銀行券発行によって企業に運転資金、設備資金を供給した。企業も単独の信用で金融機関に依存しないで証券市場から資金を調達することは、財閥系の特殊な企業でなければ不可能だった。その後、個人の貯蓄はふえたが、証券市場は投機のものであり、税制上 預金の利子を株式配当より優遇してきた」

「戦後、GHQは証券市場振興策をとる。1)財閥の株式放出、2)銀行借り入れ返済のため増資の推進、3)証券取引法65条により、銀行の株式・社債の引き受け禁止、4)独禁法により金融機関の特定事業会社に対する持ち株比率を制限、5)株式配当課税の是正などである。

一方、それに反対の動きがその後あらわれた。

1)復興金庫を設立して企業に長期資金を貸し出し、2)長期信用銀行を設立、銀行も債券を発行、3)独禁法を緩和、金融機関の持ち株制限を5%から10%に緩和 4)開銀、輸銀など特殊銀行の設立 5)株式配当課税の逆戻り

などである。」証券市場の振興は実現しなかった。

このように 吉野俊彦の議論は我が国が銀行中心の金融制度をつくってきたことをのべている。資金余剰部門である家計の貯蓄水準が低い段階で、日本が工業化をすすめるために、そして戦後は壊滅した家計貯蓄の中で復興をすすめるため、我が国は銀行それも官主導により、資金を供給せざるを得なかった、またそれはベストの選択であった。これはのちに40年以上のちに様が変わりに修正される。

吉野俊彦の議論には重要な論点がある。米国と日本の金融・資本市場の制度のちがいである。ガーレー、ショウが対象とした時期の米国は、銀行と証券の業務兼営を禁ずるグラスステイガル法がきびしく守られていた。したがって、本源的証券のなかで銀行など金融機関はなにを仲介し、証券会社などその他の機関は何を仲介するかは、明確であった。

しかし吉野俊彦が述べた日本の戦前のように、あるいは現在の米国、日本のように、銀行と証券の業務規制が緩和され兼営がおこなわれると、銀行の資金仲介が間接金融であるとは、単純にはいえなくなる。

ガーレー、ショウとは違う直接金融・間接金融の定義が必要なことを、吉野俊彦の議論は示唆している。

2 間接金融優位は日本だけでない

川口弘は吉野俊彦とちがって実証にもとずいて日本の金融構造を分析し、間接金融優位は日本だけではないと主張した。^(8, p 293)

川口弘はこの書でコーブランドが1952年に研究を発表した、米国のマネーフロー表のヒナ型を掲載して、資金循環表の作成方法を解説している。

同時に、60－64年平均で日、米、英、西独、仏の5ヵ国を比較し、内部金融と外部金融を合計した全体の資金調達に占める借入金の比率は日本が圧倒的に高いことを日銀統計によって示している。そこで 川口弘も我が国の金融構造の特色の筆頭に「間接金融の優位」をあげていた。

ただし、川口弘の議論は間接金融の優位は、日本だけの特徴とはかならずしもいえないとしている。日本以外の「4ヵ国はフローとしての法人企業資金調達における、内部金融比重が高いから、資金調達総額における借入金比重が相対的に低く現れるけれども、外部金融だけを取りあげて見れば、その中で間接金融比重はかなり高くなりうるのである」

内部金融の比率は日本が38%に対して他の国は50－70%台と高い。このころ企業の内部留保力では日本がまだ見劣りしていた。

ここでの直接あるいは間接金融比率は、外部金融にしめるそれぞれの比率である。それなら米国は別として、他の3ヵ国の間接金融比率はみな高いではないか。米31%を例外として 英58% 西独73% 仏77% 日本70%である。

ここで注目すべきは、直接金融・間接金融の定義がガーレー・ショウとはちがうことである。川口弘は外部金融を借入れ金と証券等(事業債、株式、その他)に分け、全体にしめる借入れ金の比率を間接金融比率とした。

川口弘もことわっているが、証券による資金調達がそのまま直接金融を意味するものではない。欧州では国債はもとより、株式や事業債などの企業証券も消化先は、主として銀行などの金融機関であり、最終的貸手である個人や企業とは限らない。

そこで補完として、最大の資金供給主体である個人がどれだけ有価証券を保有しているかを注

目している。

現在のような日銀の資金循環表があれば、家計の資産運用を分析して、間接金融優位かどうかを論ずることができる、その手法である。

川口は、吉野のように日本の金融機関の制度的特色にはふれていない。間接金融優位は財政資金と消費者信用が拡大した先進国の共通の傾向だとしている。

一方、資金供給側である個人部門の金融投資構成をみると、60-64年のフローベースでは日本の有価証券比率が他の4ヵ国にくらべても高く、直接金融化が拡大している。この期間の分析は貴重である。この時期の日本は岩戸景気、「証券よこんにちは」の時期から40年不況直前までの証券投資が活況を呈した期間であったためだ。直接金融がつかのま拡大するきざしがあった。⁽¹⁷⁾しかしながら、その頃でもストックベースでは家計の金融資産運用の直接金融比率は日米で歴然たる差がでている。

3 定着した間接金融優位論

川口弘が対象とした期間は後からふり返ると例外だった。その直後、40年の証券不況を境に日本経済の高度成長がはじまる。日本の金融構造にかんして間接金融優位は定説となった。

鈴木淑夫は金融構造の四つの特色として、オーバーローン、オーバーボロイング、資金偏在、間接金融をあげた。⁽¹⁸⁾

吉野俊彦、川口弘とちがって間接金融の優位は4番目にさがり、叙述は簡単だが、70年代なかごろには、我が国での間接金融優位は定説となってきた。

鈴木淑夫の論証は、非金融部門の資金調達にふれることなく、個人部門の金融資産残高の70年

末での国際比較をしている。^(18, p 19)

そこで述べていることは、個人部門金融資産のうち間接金融関連の比率は日本が87%でもっともたかく、そのうち保険・年金をのぞく銀行部門があつかう比率だけでも米国28%、西独66%にくらべて日本は74%と高い。日本の間接金融優位は金融仲介業一般の優位ではなく、銀行部門優位としてとらえている。

この立論は企業の資金調達統計をしめさず、個人金融資産の1時点の表だけだから、説得性にかけるが、当時はこれは数字で証明するまでもなく当たり前の事実として受けとめられていた。理由は鈴木淑夫がここで指摘したように「証券市場の未発達、その背後には輸出・投資リード型の高度成長、人為的低金利政策、および非国際化」がある。

なお鈴木淑夫は、今後の展望では公共部門と海外部門への資金の流れは、一部は公共債や外債の消化という形をとろう。そのかぎりでは、「間接金融の優位」は多かれ少なかれ後退し、直接金融のウエイトが相対的に高まる可能性が強い。これと裏腹に個人部門の貯蓄運用形態も、従来の預金中心から、証券保有、あるいは年金、信託など機関投資家に対する請求権などの比重が高まり、多様化する可能性を秘めている。一方企業部門は、従来のほとんど唯一の借り手としての地位から、相対的に借り手としての比重を下げて行く課程で外部資金への依存度は低下し、多かれ少なかれ、オーバーボロイングは後退することになるだろう。^(18, p 290)と述べ、4つの特色のうち、「間接金融の優位」と「オーバーボロイング」は後退し、「オーバー・ローン」と「資金偏在」は残ると展望している。

4 高度成長期の金融構造

我が国の資金循環から金融構造を深く研究して

きたのは那須正彦である。

那須正彦によれば鈴木淑夫が4つの特色として整理したのは、その前に日本銀行金融研究所での業績の延長線上のものとしている。^(12, p 33)

鈴木淑夫がもちろん関わった「我が国の金融制度」はちかごろ版があらたまっていないが、こう記述している。⁽¹⁹⁾

「高度成長時代における金融構造面の特色のうち、間接金融の優位とは、企業金融上、銀行等の金融仲介機関を経由する資金供給が圧倒的なシェアを占めていたことをいう。

実際、わが国の高度成長期には、間接金融がほぼ一貫して9割前後と直接金融を凌駕するとともに、民間金融機関からの資金調達のウエイトが6割を超えていた」^(19, p 33)

この表現では間接金融の定義は銀行等の金融仲介機関を経由する分のものである。

ただしここでは実証データは企業の資金調達も家計の資産運用もなにもない。

ただ4つの経済主体の資金余剰・不足の対GDP比率のグラフをしめすのみである。

間接金融優位の適格な実証は那須正彦を待たねばならなかった。

那須正彦は資金循環表の解釈から、従来の定説を証明した。^(12, p 51)

日本銀行が発表していた広義金融市場を通ずる資金供給表に修正を加え、投資信託は間接金融として分析した。期間は昭和40年から60年度までをみている。

それによると 外部調達にしめる金融機関（これを間接金融比率とする）信託・保険をいれると90%前後、それをのぞいても70—80%ときわめて高い水準が続いてきた。

この直接・間接金融の定義はガーレー、ショウとおなじ考え方である。

那須正彦のようなアプローチから、我が国の金融構造の特色として間接金融の優位をあげるのは定説となったきた。「我が国の銀行」⁽²⁰⁾の叙述は典型的な例である。

「直接金融と間接金融の割合は、資金循環勘定に基づいて作成される「広義金融市場における資金仲介」の表によってみることができる。わが国では先進諸外国に比べて間接金融の割合が高いことが特徴であり、昭和40年代-50年代には間接金融が約90%を占めていた。国債の大量発行や内外における企業のエクイティ調達ブームを受けて、直接金融のシェアが高まる傾向がみられたが、最近では再び間接金融のシェアが上昇している」^(20, p 16)

以上 我が国での研究をなるべく直接的に紹介して、意見をのべてきたが、それを通じて筆者が理解したのは次の点である。

- 1) 我が国では金融機関の証券市場にたいする優位が戦前からつづいてきた。家計の貯蓄残高が乏しい段階で工業化を推進するため、官主導で銀行を設立して産業資金を供給せざるをえなかった。金融機関[銀行]が本来は証券会社がなすべき業務もおこなっていた。
- 2) 戦後、銀行と証券の業務分野は米国同様分離されたが、証券市場は未熟で成長資金は銀行貸出中心にまかなわれた。直接金融に対して間接金融の比率が高い状況が続いた。
- 3) 直接金融・間接金融の定義をガーレー・ショウと違って、仲介機関が銀行であろうと、証券による資金調達は直接金融とすると、1960年代の後半は我が国で直接金融の比率がたかまった。

4) しかし、その後に証券不況もあり、このような定義においても我が国は、間接金融の比率が圧倒的に高い状況が続いた。80年代の後半、証券市場の活況があったが、銀行業務もそれ以上に拡大し、これまでの流れはかわらなかった。

5) 間接金融の優位は企業に対する最終的貸手である、家計の資金運用にも一貫して表れている。

それでは90年代はこの傾向が続いているのか、変化したのかが注目される。

Ⅳ 90年代の金融構造

1 この10年間の資金フロー

日本銀行は99年7月に資金循環表作成基準の改定を行った。

それに先だって調査統計局は自らが発表するすべての統計について、統計は発表するがそれを解釈したり評価することはやめてしまった⁽¹³⁾。「中央銀行の統計作成部署として、政策判断に関わりなく、中立的な立場で臨むことが重要であり」「新たに公表された統計の解釈やそれらを踏まえた金融経済情勢に関する判断については、政策委員会の金融政策決定会合での議論を踏まえて公表している金融経済月報や総裁記者会見の場を通じて公表することが、もっとも透明性が高く、責任ある対応であると考えている」からだ。ところが、毎月発表される「金融経済月報」に資金循環表のことが取り上げられたことはない。したがって、日本銀行による最後のコメントは「96年の資金循環」である。⁽¹⁴⁾

(注)このような発表をしていた日本銀行は11月14日、「資金循環統計からみた我が国の金融構造」というレポートを発表した。

そこで、すぐれた分析のあと、90年代の金融構造の特色を4点に要約している。

- 1) 投資主体が民間企業部門から公的部門にシフトした
- 2) 家計の資産選択はリスク回避的
- 3) 間接金融のなかで公的部門の役割がたかまった
- 4) 投信、債券流動化など新たな金融仲介ルートは拡大していない

その時点で本稿は脱稿しており、日銀のこのレポートは本稿になんら影響していない。

そこで筆者は新ベースでさかのぼれる限度である90年以降の資金循環表にもとずいて、最近10年間の我が国の金融構造を考察してみたい。ただし、筆者は部外者なので、日銀の発表した資金循環勘定の解釈にさいして相当な困難が生ずる。まずデータの組替えはほとんどできない。不十分な場合もあるが、発表された資金循環表かぎりの分析にとどまる。

統計の解釈についてまちがっていることもある。しかし、もともと資金循環表は、日本銀行がさまざまな条件を設定して作成した、推計データであり、日本の金融市場の鳥瞰図であるから、瑣末は無視して大勢の把握をつとめたい。

まず国内非金融部門(法人、一般政府、家計、対家計民間非営利団体)の各年度の資金調達をながめてみる。(表1)

この表から観察できることは次の点である。

(1) 資金調達規模の縮小

国内非金融部門の資金調達は90年をピークに著しいスケールダウンをした。95-96年に一度回復したものの、その後また落ち込み91-99年の平均では年間資金調達額が50兆円にとどまる。

これは旧ベースの統計だが 86－90 年の平均 90 兆円からは様変わりである。

資金需要サイド

その理由はなかでも民間非金融法人の資金調達の減少による。常に資金不足主体であるべき民間非金融法人は 91 年度以降、調達額を減らし 92、97－98、99 年にはついに資金調達額がマイナスつまり手元流動性の取崩しや借入金の返済を行った。民間非金融法人は 80 年代後半に金融機関からの借入金をあとからいえば過剰に増大させ、大規模エクイティ・ファイナンスもおこなった。それが余剰資金としてたまっていたのに加え、投資意欲の減退という要因が重なった。(表 2)

もう一つ需要サイドで顕著な特色は一般政府の資金調達である。資金調達総額は 92 年に 10 兆円を越えた後、次々と大台を更新し、99 年には 63 兆円に達した。いわずとした国債の増発である。国債による資金調達は 90 年代はじめの年間 5 兆円規模から、最近の 40 兆円規模に拡大した。ポストバブルの 10 年間の不況対策、金融システム維持につかわれた資金がこれである。(表 3)

なおこの稿ではなぜバブルが崩壊したか、不況が長引いたかを追求するものではない。この 10 年間におこった資金需給のファクトを確認するのが主な目的であり、ファクトをもたらしただけの要因を厳密に立証しようとするものではない。

資金供給サイド

資金調達を減少させた民間非金融法人は、民間金融機関からの借り入れを抑制した。90 年の規模 38 兆円にたいして、92 年以降は毎年一ケタ以下におち、ついに 99 年には 10 兆円のマイナスである。民間非金融法人の資金需要が減退したことに加えて、不良債権をかかえてさらなるリス

クをおそれて、民間非金融機関によるいわゆる貸渋りがおこった。これらがあいまって借入れが大幅に削減された。(表 2)

それ以上におおきいのは、金融機関に依存しないファイナンスの毎年の変化である。

民間非金融法人の資金調達にふくまれている計数として大きなものに、非金融部門貸出（法人企業の取引先、子会社・関連会社に対する貸出金、地方公共団体の制度融資など）と企業間信用がある。これを広義の企業間信用とすると、金額は年によって激しく変動したが、残高トータルとしては後述のように 10 年間では顕著な減少をみた。民間非金融法人はこの間、受信超過を 20 兆円縮小させたのである。

民間非金融法人に対する資金供給では株式発行による資金調達も低迷した。事業債は一定の規模を保ったが居住者による外債の発行は 92 年以降、毎年マイナスをつづけている。

国債の発行はだれがファイナンスしたか。国内非金融法人ではない。ほとんどが民間および公的金融機関の保有である。

以上の概観はこれから、ストック統計や細目統計により繰り返し論じられる特色である。

(2) 有価証券の比率

日銀はかつて広義金融市場における資金調達という統計を発表していた。それは国内非金融機関向けの資金仲介を国内金融機関、国内証券市場、外資市場に 3 分したものだ。

これまでの論者が、直接金融・間接金融を論じてきたのは、おもにこの表にもとづいている。国内金融機関が仲介した分が間接金融で、本源的証券として貸出金のほか有価証券、CP もはい

る。国内証券市場が仲介したものが直接金融、外資市場は論者によってどちらかに入れられる。

いまは、その統計を日銀が発表していないが、金融機関のうち貨幣的金融機関(預金取扱機関、銀行等、郵便貯金など)の資金運用実績から推定すれば、90年代もこの定義では間接金融比率は圧倒的に高い。その意味で、ガーレー・ショウの定義にもとずけば、90年代、新ベースの日銀統計でも我が国は間接金融のシェアが圧倒的に高いといえる。80年代までとかわっていない。

そこで 直接金融、間接金融の区分をもうひとつの定義にもとずいて考えてみる。

本源的証券を銀行の貸出と有価証券にわけると。貸出によるものを間接金融とする。

有価証券によるものを直接金融とする。有価証券による資金調達がすべて証券会社により仲介されてはいない。むしろ、国債が典型的だが、金融機関(銀行)が保有したままである。この定義ともう一つの定義との差は、現代の我が国ではいちじるしく大きい。

まず次のような統計処理をおこなった。

非金融法人の資金調達には、前述のように非金融法人内部の資金調度をふくんでいる。それをのぞいて、貸出、株式以外の証券、株式・出資金の3項目だけを合計する。これを国内非金融部門のネットの資金調達とみなす。それはかつて日銀が発表していた、「広義金融市場における国内非金融部門向け資金仲介」と本源的証券の内容はなるべくおなじにしたが、意味はまったくちがう。どの機関が金融仲介したかは、この統計ではわからない。(表4)

くりかえすが、最大の問題は国債は有価証券で

あっても金融仲介は銀行がやっているから、ガーレー・ショウの定義では間接金融だが、ここでの定義では直接金融になる。

この定義にしたがって、表4から直接金融、間接金融の比率を試算してみた。するとおどろくべき数字が出現した。

90年以降の(貸出し、株式以外の証券、株式・出資金)合計にしめる貸出しの比率を間接金融比率とすると、その数字は、83、73、67、58、47、48、43、28、4、11%と劇的に低下している。株式や民間の債券市場が活発になったわけではない。国債の大量発行が原因である。

国債によるファイナンスを直接金融とみるか、間接金融とみるかはこれまでも論争があった。

私見はこうである。

国債によるファイナンスは直接金融である。そうみなすことで現代の問題がうきばりにできる。国債という本源的証券が、資金余剰主体をふくむ非金融部門にゆかず、金融機関が保有していることをもって、間接金融とみなすのは現代の業務構造からみて不合理である。

たしかにガーレー・ショウの定義では、金融仲介機関{連銀、商業銀行、生保、相互保険銀行、貯蓄貸し付け組合、郵便局、信用組合}とその他の貸手{企業、消費者、販売金融会社、政府信託基金、金融機関の信託基金}にわけ、本源的証券のうち金融仲介機関が購入したのが間接金融であり、その他の貸手が仲介したのが直接金融であった。

ここで金融機関がどんな機能をはたしているかが問題だ。それは国により時代によりちがう。業務分野の規制がかわるし、新商品、新顧客が輩出する。

なにより、銀行にはすくなくとも二つの部門があり、伝統的な貸出業務ではない、金融仲介をしないアセットマネジメント部門がある。その資金源泉は自己資金であったり、年金、信託など顧客勘定であったり、種々である。その部門が国債を有利な投資対象と判断して投資したのなら、ガーレー・ショウの分類では、その業務は信託業務や資金運用業務とおなじであり、「その他の貸手」であり、直接金融である。

我が国では、政府の国債大量発行の一方で、銀行の資金仲介部門の活動が低下したので、資金運用部分に回す金がふえた。預金金利もさがったので、低い利回りの国債でも採算にあった。だから金融機関の資金運用部門が大量に国債をかえたのだ。

こうかんがえたほうがわかりやすい。

我が国は国債の増発によって、新局面に入った。それはガーレー・ショウが対象とした、米国の戦後と似ている。それは米国では間接金融拡大であった。米国は国債問題をうまく処理できた。我が国は、従来の延長である間接金融と認識するのでなく、直接金融とみとめることにより、国債の問題、とくに流通市場の整備を真剣にかんがえるべきである。

たとえば東京三菱銀行でも 国債残高は 1 年間に 2 兆 2425 億円から 3 兆 6624 億円に増加した。ただならぬ数字であり、遠からず株式保有高と逆転すると思われる。

2 ストック分析でのフォロー

(1) 企業間信用の縮小

90 年代におこった資金取引の変動の結果、民間非金融法人の金融資産・負債に注目すべき変化が生じた。99 年度末と 89 年度末と比較する。(表 5)

民間非金融法人の 99 年度末の金融資産残高は 712 兆円と 10 年前より 32 兆円 4.7% 減少した。減少要因として、この表に現れないものが大きい。それは広義の企業間信用である。

それは資産の部にも負債の部にも関係する。

この(表 5)で各項目の集計と全体が一致しない。項目で省略してあるのが「貸出のうち非金融部門貸出金、現先・債券貸借取引、預け金、企業間・貿易信用、未収・未払い金その他対外債権債務、その他」であり、この中で大きいのは非金融部門貸出金と企業間・貿易信用の 2 項目である。

89 年度末	資産	非金融部門貸出金	175,596 億円	99 年度末	270,444 億円
		企業間・貿易信用	2,609,506		2,384,399
		計	2,785,102		2,654,843
89 年度末	負債	非金融部門貸出金	446,427	99 年度末	369,735
		企業間・貿易信用	2,101,510		1,841,498
		計	2,547,937		2,211,233

この 2 項目を広義の企業間信用とすると、10 年間に

資産として 4.7% 13 兆円減

負債として 13.3% 33 兆円減

差引き 受信超過が 20 兆円縮小している。

わがくにの企業金融の特色として、企業間信用があるが、この 10 年間に顕著な縮小をみた。

95 年から減少がはやまった。企業は資金余剰なら企業間信用を縮小するのが常だが、今回制度改革があり、ネットイング、マルチネットイングを採用するなどの影響もでたのであろう。

(2) 保有株式の減少

資産の部で目立つのは株式・出資金の減少である。そのうち株式は 89 年度末の 150 兆円が 99 年度末には 120 兆円に 30 兆円減少した。新株発行が低調であったことに加え、株価の値下がりを反映した。株価がボトムをつけた 97-98 年には

80兆円割れにまでおち込んだ。

金融機関の保有株式も記すと89年度末 224兆円が99年度末174兆円と50兆円の減少である。金融機関と民間非金融法人との株式持合い解消の動きが反映されている。

注目されるのは、かわって海外部門の株式保有が89年度末22兆円から、99年度末97兆円へと4倍になったことだ。上場会社の株式取得だけでなく、海外からわが国への直接投資もこの中にふくまれる。一方わが国による外国証券の保有は89年度、民間非金融法人14兆円、金融機関52兆円が、99年度末にはそれぞれ17兆円、12兆円へと激減している。

直接投資はわが国から海外にたいして、民間非金融法人と金融機関の合計で14.6兆円が22.7兆円に増加したにすぎない。この10年間、外国勢の日本株取得が顕著だったといえる。

株式の発行サイドをみる。

民間非金融法人の株式発行残高は	89年度末	376兆円	99年度末	423兆円
金融機関		135兆円		72兆円
	計	511兆円	計	495兆円

この統計には取引所に上場したり、店頭市場に公開している株式だけでなく、非上場の株式もふくまれる。その意味で貴重な統計だが、10年間の日本経済の低迷を端的にあらわしている。

民間非金融法人の資金運用では、個々の商品でも特色がある。譲渡性預金の定着、外貨預金の減少、定期性預金の減少、などである。国債、地方債、政府関係機関債など、これだけ金あまりとはいえ、資金運用の対象にはなっていない。

(3) 銀行借入れの減少

金融負債残高は128兆円と10年間でわずか4.6%の増加、この中で前述の広義の企業間信用が33

兆円減少している。

借入れは10年通算ではめだたないが、フロー統計でもみたように90年代半ばと比べると顕著に減少した。その結果、民間金融機関からの借り入れはピーク92年度末の432兆円から99年度末には377兆円へ55兆円も減少した。企業間信用とあわせて企業活動の沈滞を物語る。

資金調達手段として、事業債が定着した反面、居住者外債の残高は89年度末の34兆円から99年度末には7兆円にまで減少した。主力である円建て外債が、97年のアジア金融危機による資金需要の減少の影響をうけた。また日本の金融システム不安から格付けもさがり、起債意欲が減退したことも記憶にあたらしい。

V 家計の金融資産残高

1 家計金融資産

日本銀行の作成基準改定の結果いちばん使いやすくなったのは家計部門の統計である。

新ベースではそれまで一緒になっていた対家計民間非営利団体が分離された。個人という部門の名前を家計とあらためたのも妥当である。

よく我が国は「個人金融資産が1300兆円もある豊かな国」といわれるが、それはこの統計からきており、またこうした表現ほどミスリーディングする言葉もすくない。

(1) ふえつづけた家計金融資産

99年度末の家計金融資産残高は1,389兆円であり、89年度末の925兆円の1.5倍である。この10年間少ない年で3%前後、多い年は6%前後、家計の金融資産が増加してきたわけで、これは驚くべきことである。〔表6〕

この10年間で、日本の名目GDPはわずか1.21倍、

雇用者所得は 1.29 倍、完全失業率は 2.2% から 4.7% に高まった。株式、投資信託など家計の保有する金融資産の値下がりも大きかった。その中で家計の金融資産がこのような増加をみせたのである。

家計は景気が低迷し、雇用不安があればあるほど、ますます消費をきりつめたのであろう。総務庁による家計調査をみても家計の平均消費性向は 10 年間、70% 台の後半から、70% 台の前半へと一貫して低下している。

80 年代に活況であった不動産投資は、実需としての住宅投資は好調であったが、それ以外は大きく落ち込み、かわって金融資産の保有を増やした面もある。

株価は値下がりするし、預金金利はきわめて低かったので、郵便貯金のような例外はあるが、家計金融資産の増加は主に保有金融資産の増殖によってなされたのではなく、毎期の収入のなかから貯蓄をすることによってまかなわれたのである。

(2) 負債の増加はおだやか

家計には負債もある。家計金融資産 1,389 兆円というのは豊かさをしめす数字としては不十分で、大切なのは資産から負債を差引いた家計のネットの金融資産である。この伸びも高い。

10 年間で家計の負債は 297 兆円から 392 兆円へ 1.32 倍であり、資産の伸びを下回った。その結果、家計のネットの金融資産は 628 兆円から 996 兆円へと、1.58 倍となった。

今後は表現するなら、我が国は「家計の純金融資産が 1000 兆円になんなんとする大国」というほうが正確でよい。

全国の所帯数を 4700 万として割算すると、家計の金融資産はグロスで一所帯あたり 2,956 万円、ネットでは 2,120 万円である。^[21]

「貯蓄と消費に関する世論調査」によれば平成 12 年 6 - 7 月現在、我が国の単身所帯をのぞく一所帯あたり貯蓄額は平均 1,448 万円、中央値で 950 万円である。

どちらの数字をとっても資金循環表の家計金融資産の数字とは隔たりがある。それは貯蓄統計には現金が入らない。現金は支払い、決済資金であり貯蓄とはみなさないからだ。また企業年金信託、企業年金保険も給与から天引きされ、一般には貯蓄という認識がないから除外されている。

また資金循環表の家計には個人企業がふくまれ、その営業上の資産、負債もふくまれてしまっている。このような違いを承知しないと、正確にはつかえない指標である。

したがって、家計金融資産の数字の使いかたは慎重でありたいが、10 年間に家計の純金融資産が 1.58 倍もふえたことは特筆に価する。

家計の負債は低金利と減税によって住宅融資が増加したものの、消費者信用の総額は 91 年以降は横ばいである。

家計は冬にそなえて懸命に薪をはこんでいたのである。

(3) リスクアセットは少ない

資金循環表から家計の資産運用を分析した論者は多いが、比較的あたらしいものとしては村本孜、小川一夫、北坂真一⁽²²⁾⁽²³⁾がある。これらは運用資産を分類して、家計の資産運用は安全性志向がきわめてつよいことを立証してきた。

それでは最新のデータではどうだろうか。

家計の運用資産を 3 種類に分類する。(表 7)

ノーリスク資産＝現金、預金

ローリスク資産＝債券

ハイリスク資産＝外貨預金、投資信託、株式

年度		90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
ノーリスク	%	56.7	73.2	22.6	55.5	63.7	53.1	62.6	70.7	74.5	74.6
ローリスク	%	45.6	39.6	79.1	45.1	43.9	35.9	37.7	33.8	19.2	18.8
ハイリスク	%	- 2.3	- 12.8	- 1.7	- 0.6	- 7.6	11.0	- 0.3	- 4.5	6.3	6.6

資金運用額に占めるの3種の資産の比率は上記のようである。

結果は歴然とハイリスク拒否である。

それどころか国債大量発行と事業債の発行規模拡大にもかかわらず、債券投資の絶対額も激減し、ノーリスクの現金、預金の保有に一段とシフトした。

その結果、残高でみると現預金は89年度末449兆円が99年度747兆円へと増加、家計金融資産全体にたいしても48.5%から53.8%へ比率が高まった。

10年間に1.5倍になった家計金融資産、こんなにふえたのも将来への不安から自己防衛をいそいだからだ。当然ふえた資産の行く先は完全な安全志向であり、いまは殖えなくてもよい、減らすだけは御免だというのであった。

(4) 巨大な郵便貯金

家計の保有資産の最大のものは定期預金だが、その中で郵便局の定額預金は巨大である。

日銀は資金循環表の参考統計として金融機関別預金残高を発表している。(表8)

それによると99年度末の郵便貯金残高は259兆円と預金合計の36%を占める。国内銀行の預金291兆円を凌駕する勢いである。

我が国の家計の金融資産運用は戦後50年以上、一貫してリスクアセットを避けて、元本確保の安全志向であった。そのため定期預金の家計の最大の運用資産であったが、なかでも郵便貯金のシェアは高かった。ある時期まではマル優の

ような税制措置が郵便貯金に有利にはたらいたが、それがなくなった90年代も郵便貯金の巨大さがかわらないことは象徴的である。

民間金融機関がいくつか破綻し、元本の安全のために家計は郵便貯金を選択したのである。

99年度から10年定額貯金の満期償還が大量である。これも郵便貯金側の残留率目標70%は下まわったものの、いまのところ50%は再預入としてとどまっている。

Ⅵ 実物経済と金融経済

1 金融連関比率

金融資産の変動というまでもなく実物資産の変動を反映している。ただ現代では、実物資産の移動をともしない金融資産の変動は多い。

そこで、古典的なゴールドスミスの分析にならって、わが国での最近の金融構造の1面をながめてみる。(表9)

12表は金融連関比率の推移である。

国民経済計算から毎年の金融資産と有形資産を抜き出し、その割合を比較したものである。

それによると、金融連関比率は90年代にいちじるしく高まっている。

この比率は60年代までさかのぼってみたが、感慨ひとしおなのは金融資産も有形資産も40年前はいかにも小さな規模であった。あらためて日本経済の成長のあとが実感できる。

金融連関比率はながい間、1.0を越えたり越えなかったりしてきたが、この水準から離れたのは

80年の後半からである。この頃、ゴールドスミスが米国の大戦後で分析したように、わが国は実物経済を上回る金融経済の拡大を経験した。それは企業の財テクという言葉の流行がしめすように、本業への実物資産の投資を上回る、金融資産の運用ブームによってであった。

90年代に入って、破綻が明らかになる。しかし金融連関比率は90年代になってますますたかまり、最新のデータでは1.4という水準に達する。これは金融資産運用の高度化などですまされるものではなく、実物資産の価値減耗が影響している。12表がしめしているように、ピーク91年度末の有形資産は347兆円であったが、直近98年度では307兆円と12%も減少している。企業の新規設備投資の低調もさりながら、不動産価格の値下がり大きな理由である。

ただ、分母の有形資産の減少だけに金融連関比率の上昇を理由づけると、本質を見失ってしまう。さまざまな規制緩和があり、金融ビジネスで新商品の輩出、あたらしい金融技術の開発があり、金融資産が実物資産に対してシェアをひろげる条件が豊富であったし、それはまだつづいている。ゴールドスミスが分析した米国の大戦後もそうであったが、金融ビッグバンをおこなったわが国はそれに数段まさる、金融ビジネス拡大期といえよう。

2 資金バランス

すべての経済主体は資金余剰主体か資金不足主体にわけられる。家計は資金余剰であり、企業は資金不足が正常だ。90年代の姿はどうであったか。(表10)

資金過不足の対GDP比率をみる。この10年間でいかに異常であったかがわかる。

本来、資金不足主体であるべき非金融法人企業

の資金不足が毎年減少してゆき、ついに98、99年度には資金余剰主体に変化してしまった。

一般政府は90年代後半から資金不足主体に転換した。それも年を追って資金不足の程度が拡大している。家計の資金余剰はかわらない。対GDP 8 % 前後の高い率を維持している。

フローでは最近、家計の資金余剰がおおきくても一般政府の資金不足と同じにすぎない。過去の蓄積が家計にはあるが、あらためて財政赤字の深刻さをおもいおこしてしまう数字である。

海外部門の資金不足つまり、日本の経常収支黒字は対GDP比率で2 %前後と安定的である。80年代とちがってこの程度なら、対外経済摩擦が決定的とはならない。これは90年代にはいつての数すくない経済安定化要因にカウントできる。

このように主要経済主体の資金過不足をみても、90年代のわが国では異様なことが進行してきたことが読み取れる。

Ⅶ むすびにかえて

1 異様な資金循環構造

90年代の資金循環表を以上のように分析してみると、あらためて我が国の資金循環構造が、この10年間で異様な姿にかわったことに息をのむ思いである。あたかも雪崩れか台風か地震が荒れ狂ったあとの惨状をみたようだといえ、誇張にすぎるのだろうか。

- (1) 民間非金融法人企業は在庫投資や設備投資を抑制した。80年代に活発に行った不動産投資から撤退し、金融資産の運用をひかえた。その結果、資産・負債の拡大がとまり、負債では企業間信用の削減と銀行借入れの圧縮がすすんだ。これは企業の財務構造の健全化で

あり、のぞましいことである。しかしながら、本来は資金不足経済主体であるべき我が国の民間非金融法人の資金バランスが余剰へと転換したことは異常な姿である。

- (2) 家計は金融資産の蓄積につとめた。景気の長期低迷がつづき所得上昇にあかるい展望がみられず、失業率が上昇するなかで消費をひかえ実物資産への投資を抑制した。株式など手持ちの金融資産の値下がりを見て、家計の資産配分はますます安全志向がつよまり、現預金での金融資産積増しにはげんだ。
- (3) 政府部門は大幅な資金不足経済主体に転じた。景気のコテコテ入れ、金融システムと保全のため大量の国債を発行したからだ。その国債は家計、企業のような最終投資家には消化されずに、民間金融機関と資金運用部の保有にとどまっている。
- (4) 金融部門は資金バランスはかわらないが、それぞれの資産、負債の内容が変化した。資産の中には貸出し債権の不良化が進行し、今後にも処理の負担がのこる。また資産にしめる国債の割合が大きくなった。負債の部では民間金融機関にたいして、郵便貯金の巨大さがめだってきた。
- (5) 海外の資金バランスはGDP比では安定しており、国際収支の対外摩擦はマクロとしてはおさまっていた。個別の資産運用では外国勢の進出がめだつ。とくに株式では証券投資も我が国への直接投資も海外部門はポジションを急増させてきている。

2 実物経済低迷を反映

こうなったのは、バブル以降の実物経済の状況

を反映したものである。

金融経済と実物経済の関係は金融連関比率に集約されている。

- (1) この10数年をふりかえると、実物経済の変化の起動力は金融経済であった。80年代の金融の量的緩和と低金利によって、あらゆる投資が刺激されバブルがおこった⁽¹⁷⁾。
- (2) 90年代になって、一転した金融引締めで不動産や株式など資産価格のはげしい下落があり、金融機関は巨額の不良債権をかかえた。そのような金融システムでは、実物経済にたいして十分な資金供給ができない。だから政府が資金を供給した。
- (3) 金融経済の変化は実物経済の低成長という結果をもたらす。それが短期間なら、実物経済にたいして規模の大きい金融経済の姿がそれほど変わりはない。しかし、10年間も投資の沈滞、経済の停滞がつづくと、金融経済の姿が一変する。

以上の経路で資金循環表にいろいろ注目すべきファクトがあらわれた。これが90年代の総決算、まがうことなきバランスシートである。

資金循環構造にあらわれた異常なところを正常化することが、次の10年間の課題である。

3 個別の市場ははげしく変わっている

今回の分析では、我が国の金融構造の特色であった間接金融優位がまだ続いているかどうか、大きなテーマであった。

- (1) 結論はオーソドックスな定義にもとづけば、90年代もかわらない。それどころか国内非金融部門の資金調達には証券市場の仲介シェアが

さがり、国内金融機関のウエイトが高まった。だから間接金融比率はたかまった。家計の金融資産運用でも、リスクアセットは避けられ間接金融の比率はたかまった。

(2) しかし、国債による資金調達を間接金融とみなすのは疑問である。民間銀行と資金運用部がほとんどの国債を引き受けているが、タテマエはみずからのソロバンによって有利な資金運用をしているのであって、直接金融である。しかし、いかにもいびつな市場である。今後に大きな問題をのこしている。

(3) いまでは、間接金融か直接金融かを区別することに大きな意味がなくなってしまった。ひとつは業務規制がかわり、銀行と証券のビジネス領域に区別が少なくなったことである。さらに債権証券化の活発化がある。間接金融によって獲得した本源的証券である貸出し証券も債権の証券化によって、事実上転売できる。これと証券会社による資金仲介との区別

はむつかしい。ガーレー・ショウの仮説は50年にわたって、金融論において大きな貢献をしてきたが、実体の金融ビジネスが変化したので、普遍的に通用しなくなった。

(4) 資金循環表では大きな数字になっていないが、個別の金融商品では注目すべき動きがでている。株式市場における新規上場・公開の増加、投資信託の動向、外貨預金や外国債券・株式への関心、各種の証券化商品の誕生など、おおくの例がある。

5年後、10年後の資金循環表に、家計の金融資産運用にしめる証券の比率がたかまるとすれば、このような新しい動きによる。

(5) ただ大きくなりすぎたものは市場で消化しにくい。何百兆円という巨大な単一資産、負債の新しいマーケットは簡単には創造できない。既存の市場の中でうまく適応させるほかない。その意味で国債と郵便貯金の動向が今後の資金循環表をどうかえてゆくか、ひきつづいて注目してゆきたい。

表 1 国内非金融部門の資金運用・調達額

(単位 億円< ¥100 million >)

	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
資金運用合計										
現金・預金	1,312,271	659,179	311,546	594,272	676,285	994,256	628,368	263,523	110,561	873,893
流動性預金	373,476	339,961	208,009	307,178	271,968	403,848	192,590	345,300	296,613	390,375
定期性預金	24,491	4,850	40,986	54,697	49,120	238,639	85,620	106,672	125,724	175,955
譲渡性預金	332,756	380,947	201,004	192,162	279,414	-52,873	143,160	142,831	166,182	36,347
外貨預金	8,986	-23,033	3,040	-15,616	15,040	118,813	1,165	30,220	15,856	2,074
政府預金	40,591	-26,800	-53,824	19,963	-35,780	20,261	-41,551	4,070	-4,150	9,643
資金運用部預託金	-35,254	5,722	7,217	38,099	-55,564	36,683	-18,295	23,784	-29,284	110,068
株式以外の証券	90,084	93,939	102,096	88,773	76,738	91,139	79,675	86,111	70,634	67,507
政府短期証券	104,110	-15,919	79,245	-36,313	73,534	-49,819	8,987	-104,585	-5,248	45,260
国債	7,917	14,835	12,247	-39,580	37,670	2,518	16,144	-4,764	-22,138	-29,442
地方債	21,933	-25,493	11,897	-24,908	56,171	-4,303	37,605	-25,090	36,254	28,079
政府関係機関債	-3,621	3,385	5,606	6,278	6,246	5,573	-7,274	23,072	-1,964	-7,382
金融債	11,905	-24,302	1,156	-975	110	5,841	3,107	6,876	-8,832	3,235
事業債	68,467	20,746	-8,333	12,986	18,262	-34,536	-11,596	-21,578	-45,606	-12,898
CP	3,930	2,024	9,421	6,487	12,325	6,113	14,478	22,862	-4,503	14,723
投資信託受益証券	-3,209	-1,456	-9,494	-8,080	5,290	-6,332	5,895	-15,321	24,108	5,432
信託受益権	-32,816	-34,098	33,098	9,001	-41,421	11,099	2,743	-46,020	37,224	68,839
株式・出資金	15,862	32,654	33,952	8,848	-12,127	-32,737	-50,643	-89,728	-31,255	-21,707
うち株式	41,672	-779	49,656	12,010	43,682	23,124	52,764	37,670	-9,666	-12,909
保険・年金準備金	5,584	-37,679	6,710	-36,272	-6,987	-22,555	-4,395	-943	-8,665	-16,322
保険準備金	202,013	177,837	234,014	244,935	214,827	258,743	185,597	144,898	126,442	135,601
年金準備金	139,886	103,120	159,693	163,665	138,538	157,418	106,237	64,011	56,964	41,359
年金準備金	62,127	74,717	74,321	81,270	76,289	101,325	79,360	80,887	69,478	94,242
資金調達合計	1,332,989	555,210	308,270	497,321	619,467	930,218	690,237	275,553	21,164	637,899
貸出										
民間金融機関貸出	730,982	384,426	441,589	363,377	291,129	330,580	274,465	159,405	9,947	65,553
公的金融機関貸出金	594,872	274,946	185,918	91,772	34,864	143,463	24,837	107,157	65,119	-146,382
割賦債権	111,717	125,731	150,853	242,687	232,603	103,124	168,459	110,380	66,101	185,747
株式以外の証券	17,803	-4,837	-2,379	-5,615	-334	-13,022	-1,766	8,495	-1,130	-7,802
政府短期証券	96,334	110,659	162,130	222,636	270,626	323,607	271,551	351,749	255,596	489,530
国債	-20,630	-8,990	6,260	-5,490	11,190	60,220	12,770	66,270	-74,870	144,143
地方債	54,492	51,099	72,479	142,304	142,289	186,110	194,870	264,447	368,332	323,934
政府関係機関債	-2,924	4,496	17,135	39,330	51,433	62,236	39,527	48,304	43,176	30,534
事業債	24,396	-1,751	38,165	35,693	36,127	28,292	25,243	-24,819	-86,762	-11,439
居住者発行外債	20,090	30,795	43,353	45,550	39,462	36,843	40,156	29,812	28,302	12,195
CP	41,739	50,011	-16,039	-24,581	-6,225	-43,874	-49,450	-54,427	-23,794	-14,206
株式・出資金	-20,829	-15,001	777	-10,170	-3,650	-6,220	8,435	22,162	1,212	4,369
資金循環表 < 7 >	47,653	30,644	55,074	38,192	57,009	32,725	83,602	42,830	-13,440	53,607

表 2 民間非金融法人企業の資金運用・調達額

(単位 億円< ¥100 million>)

	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
資金運用合計										
現金・預金	368,980	-74,994	-290,175	-97,743	68,205	252,049	132,898	-332,177	-119,795	170,241
流動性預金	21,292	-44,561	-21,444	-4,011	-2,926	73,942	-51,091	-41,024	55,229	-11,403
定期性預金	35,533	-10,413	30,214	16,931	1,469	82,871	-5,707	-319	54,903	58,890
譲渡性預金	-74,468	19,671	-18,874	-31,077	18,954	-147,773	-19,441	-100,243	-1,260	-43,572
外貨預金	11,522	-21,602	8,070	-12,495	8,649	119,046	4,614	36,711	10,769	4,994
株式以外の証券	42,544	-26,405	-47,259	14,703	-42,075	-3,935	-33,484	5,652	452	-5,237
株式調達合計	1,953	-11,811	-31,737	4,434	36,587	-34,095	28,752	3,056	75,020	73,644
政府短期証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
国債	-421	-1,573	-3,423	1,464	-558	1,148	12,696	-16,807	-542	1,153
地方債	-1,481	467	849	1,081	1,224	1,022	-3,114	-1,496	-365	-790
政府関係機関債	7,271	-11,123	-5,870	3,936	-924	-1,276	422	4,898	-3,961	221
金融債	43,706	-11,986	-42,927	5,366	15,378	-4,001	5,424	3,753	-13,835	-7,606
事業債	-1,856	-256	2,051	2,728	3,260	3,591	4,650	4,124	-2,273	6,583
CP	-3,222	-1,453	-9,479	-8,103	5,281	-6,330	5,895	-15,370	23,941	5,614
投資信託受益証券	10,014	27,698	31,703	8,428	12,422	-40,914	379	-17,489	16,808	39,693
信託受益権	-57,450	-12,387	248	-7,677	4,289	12,258	0	-3,743	42,418	28,759
株式・出資金	1,732	-24,829	-13,906	-30,297	-12,340	-19,794	8,715	-8,026	-16,375	-17,948
うち株式	-8,186	-26,711	-13,619	-34,087	-14,841	-19,023	-5,299	-4,685	-3,340	-10,945
対外直接投資	48,468	32,659	27,532	18,370	17,023	16,730	15,789	32,851	21,513	20,770
対外証券投資	4,132	28,204	-9,256	24,833	16,076	33,552	47,672	50,610	32,259	139,776
資金調達合計	749,929	289,203	-10,317	23,271	115,836	201,075	197,768	-279,738	-231,837	-48,029
貸出	408,906	203,187	156,748	83,163	61,218	99,953	91,742	-28,527	-33,875	-99,854
民間金融機関貸出	384,453	197,041	74,535	7,296	15,330	2,578	-413	44,423	9,056	-103,427
公的金融機関貸出金	25,238	29,806	23,956	62,618	23,642	-3,700	-1,541	-274	18,871	-7,761
非金融部門貸出金	-17,710	-17,365	61,604	17,999	21,925	109,679	93,918	-80,535	-59,578	15,145
割賦債権	16,079	-5,934	-2,973	-4,781	-79	-8,654	-616	8,846	-2,064	-4,002
株式以外の証券	40,330	66,504	28,527	12,224	31,272	-12,207	4,884	-7,917	6,293	1,536
政府関係機関債	51	1,896	1,117	1,808	2,182	1,761	5,983	-5,000	-50	-418
事業債	20,090	30,795	43,353	45,550	39,462	36,843	40,156	29,812	28,302	12,195
居住者発行外債	41,018	48,814	-16,720	-24,964	-6,722	-44,591	-49,690	-54,891	-23,171	-14,610
CP	-20,829	-15,001	777	-10,170	-3,650	-6,220	8,435	22,162	1,212	4,369
株式・出資金	30,185	19,828	21,037	11,547	20,350	4,121	48,641	15,554	-16,637	43,096
資金循環表 <21>										

表 3 一般政府の資金運用・調達額

(単位 億円< ¥100 million >)

	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
資金運用合計										
現金・預金	258,905	187,850	178,035	145,827	104,277	247,106	44,401	186,401	-51,418	235,530
流動性預金	11,406	31,584	-7,308	45,082	-60,663	43,882	-42,756	12,101	-39,476	121,462
定期性預金	-2,183	2,737	1,569	5,938	-6,439	10,817	-2,710	-7,404	12,316	11,200
譲渡性預金	42,159	23,264	-6,788	-1,299	-12,510	-21,595	-3,842	-878	-17,665	1,305
外貨預金	6,586	-222	-5,298	-3,711	6,443	-2,508	-3,426	-7,145	5,824	-3,514
政府預金	88	70	-4,012	6,052	7,425	20,471	-14,462	3,748	-10,665	2,414
資金運用部預託金	-36,254	5,722	7,217	38,099	-55,564	36,683	-18,295	23,784	-29,284	110,068
貸出	107,714	93,908	101,184	88,931	75,007	91,127	77,941	93,323	70,873	69,077
非金融部門貸出金	17,644	32,293	21,189	21,203	7,458	717	-18,240	33,289	-93,596	43,938
株式以外の証券	18,197	31,293	20,895	19,339	9,251	655	-16,391	28,197	-91,304	-5,837
政府短期証券	15,203	12,218	37,305	-16,515	56,393	2,842	22,189	16,737	-13,617	-21,528
国債	7,877	14,875	12,247	-39,580	37,515	2,673	16,144	-4,764	-22,138	-29,442
地方債	8,426	-11,755	4,261	3,840	19,246	-1,210	3,167	2,783	11,476	6,361
政府関係機関債	849	1,818	2,470	2,396	1,961	1,696	885	6,079	243	-252
金融債	-4,515	3,253	2,488	3,277	-199	8,444	1,623	-1,765	1,424	2,136
事業債	-1,796	1,985	2,433	3,636	403	-3,429	-1,003	274	-3,089	5,732
株式・出資金	8,373	2,284	3,753	-681	3,801	-3,463	2,277	11,615	164	-1,579
資金調達合計	38,561	23,909	49,882	38,750	49,015	40,298	38,787	27,328	45,774	16,842
貸出	168,625	63,041	106,938	235,857	293,358	459,670	303,098	442,731	487,954	630,307
民間金融機関貸出	37,100	34,905	65,264	69,773	99,204	97,847	93,387	58,195	142,737	98,253
公的金融機関貸出金	5,929	804	7,349	9,357	6,665	10,773	4,250	15,510	69,574	-37,809
非金融部門貸出金	30,809	33,336	55,398	58,432	92,345	87,057	89,072	48,148	73,104	135,926
株式以外の証券	362	765	2,517	1,984	194	17	65	-5,463	59	136
政府短期証券	32,140	47,995	95,040	172,349	199,807	299,763	243,236	378,194	334,214	495,572
国債	-20,630	-8,990	6,260	-5,490	11,190	60,220	12,770	66,270	-74,870	144,143
地方債	54,492	51,099	72,479	142,304	142,289	186,110	194,870	264,447	368,332	323,934
政府関係機関債	-2,551	3,923	14,948	34,311	44,870	52,064	35,169	46,770	41,532	27,813
株式・出資金	108	1,270	1,069	1,171	1,297	820	519	243	-1349	-133
資金循環表 < 3 >	3,895	3,250	4,100	5,933	4,134	5,633	4,608	3,958	6,411	4,969

表 4 国内非金融部門の資金調達

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
資金調達計	1,332,989	555,210	308,270	497,321	619,467	930,218	690,237	275,553	21,164	637,899
貸出	730,982	384,426	441,589	363,377	291,129	330,580	274,465	159,405	9,947	65,553
うち民間金融機関	594,872	274,946	185,918	91,772	34,864	143,463	24,837	107,157	65,119	-146,382
公的金融機関	111,717	125,731	150,853	242,687	232,603	103,124	168,459	110,380	66,101	185,747
株式以外の証券	96,334	110,659	162,130	222,636	270,626	323,607	271,551	351,749	255,596	489,530
うち国債	54,492	51,099	72,479	142,304	142,289	186,110	194,870	264,447	368,332	323,934
地方債	-2,924	4,496	17,135	39,330	51,433	62,236	39,527	48,304	43,176	30,534
事業債	20,090	30,795	43,353	45,550	39,462	36,843	40,156	29,812	28,302	12,195
CP	-20,829	-15,001	777	-10,170	-3,650	-6,220	8,435	22,162	1,212	4,369
居住者発行外債	41,739	50,011	-16,039	-24,581	-6,225	-43,874	-49,450	-54,427	-23,794	-14,206
株式・出資金	47,653	30,644	55,074	38,192	57,009	32,725	83,602	42,830	-13,440	53,607
資金調達に占める貸出	730,982	384,426	441,589	363,377	291,129	330,580	274,465	159,405	9,947	65,553
比率	83.5	73.1	67	58.2	47	48.1	43.5	28.7	3.9	10.7
株式以外の証券	96,334	110,659	162,130	222,636	270,626	323,607	271,551	351,749	255,596	489,530
株式出資金	47,653	30,644	55,074	38,192	57,009	32,725	83,602	42,830	-13,440	53,607
3 項目計	874,969	525,729	658,793	624,205	618,764	686,912	629,618	553,984	252,103	608,590

資金循環表より作成

表 5 民間非金融法人企業の金融資産・負債残高

	1989FY	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
金融資産残高合計	7,447,006	7,746,690	7,206,576	6,846,760	6,982,316	6,730,440	7,352,513	7,053,827	6,728,338	6,612,555	7,128,926
現金・預金	1,679,075	1,700,367	1,655,806	1,634,362	1,630,351	1,627,425	1,701,367	1,650,276	1,609,252	1,664,481	1,653,078
流動性預金	365,837	401,370	390,957	421,171	438,102	439,571	522,442	516,735	516,416	571,319	630,209
定期性預金	968,501	894,033	913,704	894,830	863,753	882,707	734,934	715,493	615,250	613,990	570,418
外貨預金	81,671	93,193	71,591	79,661	67,166	75,815	194,861	199,475	236,186	246,955	251,949
	136,044	178,588	152,183	104,924	119,627	77,552	73,617	40,133	45,785	46,237	41,000
株式以外の証券	302,027	293,370	232,783	199,379	201,949	235,061	203,109	231,757	233,093	308,022	379,157
政府短期証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
国債	8,378	8,205	7,136	3,850	5,500	4,950	6,254	20,685	1,783	1,139	2,347
地方債	3,915	2,607	3,184	4,193	5,331	6,662	7,793	4,708	3,083	2,610	1,729
政府関係機関債	11,559	18,715	8,371	2,647	6,930	6,000	4,674	5,248	10,760	6,219	6,280
金融債	51,493	96,527	89,450	45,815	51,772	67,133	62,307	66,728	70,003	55,898	48,839
事業債	2,553	782	558	2,746	5,713	9,355	13,278	18,585	22,814	19,786	26,832
CP	53,976	50,754	49,301	39,822	31,719	37,000	30,670	36,565	21,195	45,136	50,750
投資信託受益証券	47,291	44,976	17,564	47,728	52,872	61,345	22,852	21,557	4,331	22,863	59,233
信託受益権	101,388	43,938	31,551	31,799	24,122	28,411	40,669	40,669	36,926	79,344	108,103
株式・出資金	1,588,210	1,471,066	1,071,097	1,057,124	1,182,497	1,006,050	1,222,275	1,027,483	917,849	937,881	1,347,128
うち株式	1,509,737	1,383,621	974,167	959,914	1,076,159	892,720	1,104,038	897,698	781,365	797,072	1,203,109
対外直接投資	82,798	120,931	135,179	137,425	119,226	117,019	133,315	173,828	264,362	223,900	169,598
対外証券投資	144,674	109,662	102,468	66,126	5,020	3,007	42,653	231,084	307,272	267,061	315,702
金融負債残高合計	12,298,463	12,615,531	12,042,674	11,781,592	12,063,446	11,733,188	12,613,449	12,207,875	11,745,553	11,583,734	12,872,174
貸出	4,629,713	5,038,421	5,241,711	5,226,203	5,248,803	5,304,466	5,363,868	5,279,252	5,256,438	4,988,955	4,792,722
民間金融機関貸出	3,703,005	4,084,387	4,270,658	4,328,913	4,304,167	4,271,798	4,169,641	4,105,699	4,070,783	3,942,821	3,777,218
公的金融機関貸出金	294,543	319,759	349,543	373,477	436,073	459,671	455,873	454,280	453,953	472,520	464,179
非金融部門貸出金	446,427	431,612	425,142	330,792	320,292	384,405	558,366	539,507	544,077	388,213	369,735
御賦債権	185,437	201,516	195,582	192,609	187,828	187,749	179,095	178,479	187,325	185,261	181,259
株式以外の証券	709,051	710,713	771,417	772,314	751,816	756,056	788,662	836,194	833,971	812,248	802,781
政府関係機関債	11,455	11,693	14,032	15,848	18,213	20,750	22,911	30,094	24,610	24,163	23,030
事業債	217,421	237,976	278,502	338,547	333,022	442,455	483,115	533,776	558,768	573,518	588,090
居住者発行外債	347,246	348,944	381,784	320,043	252,875	208,795	204,800	186,053	142,160	104,922	77,647
CP	132,929	112,100	97,099	97,876	87,706	84,056	77,836	86,271	108,433	109,645	114,014
株式・出資金	4,041,254	3,640,546	2,810,431	2,803,226	3,131,950	2,745,916	3,407,583	3,111,536	2,909,223	3,191,708	4,657,620
金融資産・負債差額	-4,851,457	-4,868,841	-4,836,098	-4,934,832	-5,081,130	-5,002,748	-5,260,936	-5,154,048	-5,017,215	-4,926,179	-5,743,248

資金循環表 <21>

表 6 家計の金融資産・負債残高

(単位 億円< ¥100 million >)

	1989FY	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
金融資産残高合計	9,256,520	9,795,116	10,154,022	10,546,892	11,146,822	11,503,420	12,180,647	12,553,270	12,875,240	13,246,092	13,897,885
現金・預金	4,492,979	4,822,112	5,175,204	5,407,928	5,672,720	6,007,086	6,296,278	6,583,897	6,940,381	7,230,619	7,479,177
流動性預金	559,070	546,218	559,248	572,001	605,004	662,913	801,968	902,827	1,013,749	1,074,546	1,170,503
定期性預金	3,729,366	4,078,101	4,417,442	4,636,629	4,860,318	5,129,228	5,254,370	5,418,252	5,650,512	5,842,866	5,925,944
譲渡性預金	11,114	1,355	769	199	157	49	1,323	1,482	1,433	1,251	2,184
外貨預金	12,900	13,378	13,001	10,456	9,514	8,529	12,026	18,545	12,942	18,838	31,079
株式以外の証券	1,053,914	1,133,640	1,157,071	1,212,986	1,208,825	1,150,322	1,137,858	1,134,022	1,005,368	931,789	923,972
国債	78,832	79,610	79,021	71,188	65,878	77,829	77,651	84,150	88,405	79,371	71,829
地方債	4,395	4,079	4,553	5,597	6,631	7,699	8,873	9,593	10,837	11,032	11,513
政府関係機関債	8,177	7,112	6,866	20,647	6,434	9,261	9,905	10,643	7,006	6,223	6,039
金融債	68,727	111,477	129,246	161,919	164,271	165,903	124,500	175,631	160,341	151,903	145,322
事業債	1,256	1,493	1,939	2,559	2,911	3,288	3,869	4,426	5,272	6,260	6,865
投資信託受益証券	361,874	318,272	282,374	272,804	278,077	221,425	292,045	282,179	248,595	262,827	319,171
信託受益権	498,441	571,297	616,021	647,126	657,651	643,610	602,615	552,404	470,076	400,831	353,529
株式・出資金	1,227,651	1,102,534	873,683	897,003	988,264	875,596	1,035,681	912,876	858,017	903,210	1,167,528
うち株式	1,076,305	960,835	702,520	715,662	787,504	662,837	819,282	699,669	622,422	672,320	924,683
保険・年金準備金	1,911,009	2,113,022	2,290,859	2,524,873	2,769,808	2,984,635	3,243,378	3,428,975	3,573,873	3,700,315	3,853,916
保険準備金	1,393,586	1,533,472	1,636,592	1,796,285	1,959,950	2,098,488	2,255,906	2,362,143	2,426,154	2,483,118	2,524,477
年金準備金	517,423	579,550	654,267	728,588	809,858	886,147	987,472	1,066,832	1,147,719	1,217,197	1,311,439
対外証券投資	43,335	39,048	36,488	26,953	15,668	14,799	23,046	40,629	38,264	38,653	39,243
金融負債残高合計	2,973,467	3,364,022	3,524,391	3,542,102	3,759,305	3,825,013	4,040,412	3,934,263	3,929,503	3,963,268	3,929,925
民間金融機関貸出	1,819,539	2,010,997	2,074,432	2,146,129	2,199,529	2,202,549	2,290,988	2,272,168	2,278,715	2,285,255	2,277,611
住宅貸付	594,348	653,396	693,817	713,068	726,541	744,624	837,967	893,560	952,566	995,564	1,047,746
消費者信用	282,803	347,949	374,099	382,754	373,775	366,998	365,555	373,781	376,751	370,105	374,277
公的金融機関貸出金	493,327	524,915	585,296	631,209	714,998	802,884	799,432	856,087	885,652	886,117	908,156
うち住宅貸付	396,578	437,586	469,866	512,226	579,976	665,445	664,492	723,678	751,478	745,099	763,970
金融資産・負債差額	6,283,053	6,431,094	6,629,631	7,004,790	7,387,517	7,678,407	8,140,235	8,619,007	8,945,737	9,282,824	9,967,960

資金循環表 < 4 >

表 7 家計の資産運用

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
資産運用合計	679,078	561,715	382,762	522,662	500,524	489,877	491,602	394,778	309,593	384,280
ローリスク	312,752	228,592	297,583	238,199	218,686	180,673	193,689	50,404	43,703	76,213
国債	-1,265	-5,396	-10,926	-5,969	10,472	-691	4,519	3,110	-6,504	-4,996
地方債	-449	298	828	975	960	1055	298	1059	436	615
政府機関債	-1,253	-523	12,927	-13,812	2,558	492	467	-3,283	-608	-7
金融債	40,611	11,267	29,177	1,257	3,608	-38,461	52,560	-13,886	-7,886	-8,252
事業債	239	358	494	288	302	530	459	834	1,068	554
信託受益権	72,856	44,724	31,105	10,525	-14,041	-40,995	-50,211	-82,328	-69,245	-47,302
保険・年金	202,013	177,837	234,014	244,935	214,827	258,743	185,597	144,898	126,442	135,601
ハイリスク	-17,675	-71,829	-6,684	-2,110	-36,627	49,216	3,898	-40,884	21,601	66,184
外貨預金	478	-377	-2,545	-942	-985	3,497	6,519	-5,603	5,896	12,241
株式	11,118	-18,810	7,539	-7,078	-579	-1,193	-1,646	2,480	-9,535	864
投資信託	-38,119	-61,978	-17,994	-7,743	-47,263	43,333	-2,890	-32,922	15,356	24,709
対外証券投資	8,848	9,336	6,316	13,653	12,200	3,579	1,915	-4,839	9,884	28,370
ノーマリスク	56.6	72	24	54.9	63.7	73.2	59.9	97.6	79	63
ローリスク	46	40.7	77.7	45.5	43.6	36.8	39.4	12.7	14.1	19.8
ハイリスク	-2.6	-12.7	-1.7	-0.4	-7.3	-10	0.7	-10.3	6.9	17.2

資金循環表より作成

表 8 家計の金融機関別預金残高

	1989FY	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1999/Q1	2000/Q1
合計	4,290,472	4,626,389	4,978,702	5,208,916	5,464,793	5,791,775	6,054,628	6,319,488	6,660,246	6,918,064	7,107,742
国内銀行	1,779,493	1,975,399	2,055,885	2,083,642	2,150,608	2,271,010	2,369,671	2,498,973	2,654,540	2,775,538	2,860,200
農漁協	458,629	502,745	543,053	563,924	583,563	602,304	601,865	602,634	608,176	611,804	630,265
信用金庫	507,204	562,648	592,858	619,070	643,305	679,284	694,041	713,789	735,170	752,643	768,246
信用組合	139,052	157,494	161,650	167,796	173,765	180,412	168,901	166,349	163,197	154,380	147,271
労働金庫	64,408	69,387	73,917	78,681	83,710	88,791	92,178	95,618	100,919	105,410	109,857
郵便貯金	1,341,686	1,358,716	1,551,339	1,695,803	1,829,842	1,969,974	2,127,972	2,242,125	2,398,244	2,518,289	2,591,903

資金循環表 参考統計 < 4 >

表 9 金融連関比率

年度	金融資産 (A)	有形資産 (B)	倍 (C)
59	39,556	49,575	0.798
60	48,121	59,718	0.8
61	60,739	72,544	0.83
62	72,503	83,854	0.86
63	89,631	93,638	0.95
64	105,659	108,211	0.97
65	122,850	118,719	1.03
66	143,118	137,530	1.04
67	169,522	164,172	1.03
68	196,991	197,574	0.99
69	258,363	241,045	1.07
70	295,788	294,784	1
71	352,595	349,849	1
72	463,701	469,108	0.98
73	558,191	620,063	0.9
74	617,935	682,969	0.9
75	701,376	737,424	0.95
76	815,975	811,957	1
77	905,180	876,735	1.03
78	1,051,082	980,815	1.07

A ÷ B = C

(単位 10億円)

年度	金融資産 (A)	有形資産 (B)	倍 (C)
79	1,175,348	1,160,107	1.01
80	1,305,708	1,336,823	0.97
81	1,444,793	1,473,575	0.98
82	1,565,345	1,565,530	0.99
83	1,733,468	1,623,371	1.06
84	1,919,649	1,697,371	1.13
85	2,131,549	1,804,568	1.18
86	2,452,772	2,081,070	1.17
87	2,799,023	2,540,129	1.1
88	3,231,012	2,763,129	1.16
89	3,706,071	3,152,070	1.17
90	3,663,418	3,473,167	1.09
91	3,802,728	3,360,057	1.13
92	3,721,667	3,183,423	1.16
93	3,852,582	3,151,583	1.22
94	4,017,664	3,139,830	1.27
95	4,171,017	3,118,492	1.33
96	4,272,980	3,100,345	1.37
97	4,302,249	3,139,440	1.37
98	4,334,171	3,072,823	1.41

国民経済計算年報より作成 (平成12年度)

表10 各部門の資金過不足<Y>

	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
金融機関	75,058	7,439	145,372	43,333	65,570	27,945	130,611	135,230	41,428	-119,252
国内非金融部門	-20,718	103,969	3,276	96,951	56,818	64,038	-61,869	-12,030	89,397	235,994
非金融法人企業	-422,161	-410,949	-384,822	-236,890	-145,446	-56,671	-165,123	-135,571	347,637	216,990
民間非金融法人企業	-380,949	-364,197	-279,858	-121,014	-47,631	50,974	-64,870	-52,439	112,042	218,270
公的非金融法人企業	-41,212	-46,752	-104,964	-115,876	-97,815	-107,645	-100,253	-83,132	235,595	-1,280
一般政府	90,280	124,809	71,097	-90,030	-189,081	-212,564	-258,697	-256,330	-539,372	-394,777
中央政府	-83,772	-48,850	-21,295	-142,836	-209,259	-177,255	-296,129	-242,666	-477,419	-371,447
地方公共団体	34,752	13,641	-25,789	-41,726	-62,862	-81,562	-68,124	-110,092	-100,043	-61,705
社会保障基金	139,300	160,018	118,181	94,532	83,040	46,263	105,556	96,428	38,090	38,375
家計	331,372	401,510	341,465	409,607	391,107	315,075	405,421	352,502	313,165	377,799
対家計民間非営利団体	-20,209	-11,401	-24,464	14,264	238	18,198	-43,470	27,369	-32,033	35,982
海外	-54,340	-111,408	-148,648	-140,284	-122,388	-91,983	-68,742	-123,200	-130,825	-116,742

資金過不足の対名目GDP比率 (Y/nominalGDP)

	1990FY	1991FY	1992FY	1993FY	1994FY	1995FY	1996FY	1997FY	1998FY	1999FY
金融機関	1.7	0.2	3.1	0.9	1.4	0.6	2.6	2.7	0.8	-2.4
国内非金融部門	-0.5	2.2	0.1	2.0	1.2	1.3	-1.2	-0.2	1.8	4.8
非金融法人企業	-9.6	-8.9	-8.2	-5.0	-3.0	-1.2	-3.3	-2.7	7.0	4.4
民間非金融法人企業	-8.7	-7.9	-5.9	-2.5	-1.0	1.0	-1.3	-1.0	2.3	4.4
公的非金融法人企業	-0.9	-1.0	-2.2	-2.4	-2.0	-2.2	-2.0	-1.6	4.7	0.0
一般政府	2.1	2.7	1.5	-1.9	-3.9	-4.3	-5.1	-5.1	-10.8	-8.0
中央政府	-1.9	-1.1	-0.5	-3.0	-4.4	-3.6	-5.9	-4.8	-9.6	-7.5
地方公共団体	0.8	0.3	-0.5	-0.9	-1.3	-1.7	-1.4	-2.2	-2.0	-1.2
社会保障基金	3.2	3.6	2.5	2.0	1.7	0.9	2.1	1.9	0.8	0.8
家計	7.6	8.7	7.2	8.6	8.2	6.4	8.0	7.0	6.3	7.7
対家計民間非営利団体	-0.5	-0.2	-0.5	0.3	0.0	0.4	-0.9	0.5	-0.6	0.7
海外	-1.2	-2.4	-3.2	-2.9	-2.6	-1.9	-1.4	-2.4	-2.6	-2.4

資金循環表

引用文献

- (1) 「Money in a Theory of Finance」 John G Gurley & Edward S Shaw The Brookings Institution 1960
- (2) 「貨幣と金融」 桜井欣一郎 訳 至誠堂 1967. 10
- (3) 「The Financial Development of India, Japan, and the United States」 Raymond W. Goldsmith Yale University Press 1983
- (4) 「The Financial Development of Japan, 1868-1977」 Raymond W. Goldsmith Yale University Press 1983
- (5) 「教材としての資金循環表の研究」 青山浩一郎 多摩大学研究紀要 2000. 3
- (6) 「資金循環分析の理論と応用」 帳南 ミネルヴァ書房 1996. 10
- (7) 「現代の金融理論 I」 水野正一・山下邦男 監訳 勁草書房 1965. 4 J.G.Gurley (Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy) 1960
- (8) 「金融論」 川口弘 筑間書房 1966. 8
- (9) 「資金循環統計の解説」 日本銀行調査統計局 1999. 6
- (10) 「資金循環統計の作成方法」 同上 2000. 8
- (11) 「資金循環勘定 年度・暦年計数」 同上 2000. 9. 21
- (12) 「現代日本の金融構造」 那須正彦 東洋経済 1987. 5
- (13) 「調査統計局における統計整備に関する基本的な考え方とこれまでの取り組み」 日本銀行調査月報 99. 8 p 121
- (14) 「1996 年の資金循環」 日本銀行調査統計局 1997. 7. 8
- (15) 「我国金融制度の研究」 吉野俊彦 実業の日本 1952. 1
- (16) 「わが国の金融制度と金融政策」 吉野俊彦 至誠堂 1963. 4 10 版
- (17) 「米国と比較しての日本経済の興隆と成熟」 青山浩一郎 TAMA UNIVERSITY JOURNAL 97.1
- (18) 「現代日本金融論」 鈴木淑夫 東洋経済 1974. 9
- (19) 「新版 わが国の金融制度」 日本銀行金融研究所 1997. 4
- (20) 「図説 わが国の銀行」 財経詳報社 1996. 11
- (21) 「貯蓄と消費に関する世論調査」 平成12年 貯蓄広報委員会 2000. 9. 8
- (22) 「日本人の金融資産選択」 村本孜 編著 東洋経済 1998. 3
- (23) 「資産市場と景気変動」 小川一夫、北坂真一 日本経済新聞社 1998. 4
- (24) 「所得循環と資金循環」 貞木展生 日本経済評論社 1997. 6

著者プロフィール

1959 年 名古屋大学経済学部卒業
野村総合研究所および野村投資信託代表取締役を経て、96 年 7 月から多摩大学経営情報学部教授
日本証券アナリスト協会理事
金融経済学会、証券経済学会