



# 経済点描

June 2002-02

## わが国の間接金融中心の金融構造は変化したのか？

経済統計課・越智 誠

わが国の金融構造に関する特徴のひとつとして、銀行など金融機関を経由して資金が流れる、いわゆる間接金融が中心となっている点が指摘されてきた。もっとも、過去10年程度といった長い目で見ると、こうした傾向に変化の兆しも窺われる。実際、企業や政府など国内非金融部門の資金調達に占めるウェイトの変化をみると（図1）、依然米国に比して高い水準にあるものの、借入が低下する一方で証券が上昇しており、確かに**直接金融が拡大している**ように見える。

一方、これを資金の供給主体である家計側からみると、全く異なる姿が浮かび上がる（図2）。1990年度末と2001年度末における家計の金融資産を比較すると、元々米国に比して著しく高かった現金・預金のウェイトがさらに高まったほか、保険・年金準備金<sup>1)</sup>のウェイトも上昇した。これに対し、証券のウェイトは大幅に低下している。言うまでもなく預金や保険・年金の資金はそれぞれ銀行等や保険会社など金融機関に払い込まれるものであり、家計の金融資産という観点からはむしろ**間接金融が拡大している**ように窺われる。

近年、わが国では、このように一見矛盾する二つの事象が同時に生じているが、こ

れはどのように解釈すれば良いのであろうか。そこで、以下では、資金の流れの変化という切り口からこの謎に迫ってみたい。

### 【資金需要の主体は企業から政府へ】

まず、1つめの変化は、資金需要主体が企業<sup>2)</sup>から政府に大きくシフトしたことである（図3-1）。1990年代以降の低成長経済の下では、企業の資金需要が停滞する一方で、積極的な財政政策等を背景として政府の資金需要は大きく増加した。ところで、企業は借入、政府は証券（公共債<sup>3)</sup>）が主要な資金調達手段である。このため、こうした資金需要主体のシフトは、国内非金融部門全体では、必然的に借入・証券へのシフトを伴うことになる。これが、図1のような事象が生じたことの最大の要因であると考えられる。換言すれば、直接金融が拡大しているように見えていたのは、主に証券発行により資金を調達する政府の資金需要が相対的に増大したことに起因するものなのである<sup>4)</sup>。

### 【金融機関による公共債の消化】

それでは、こうした公共債による資金需要の増加と上述の間接金融の拡大はどのように両立するのであろうか。この謎を解く

鍵は金融機関による公共債投資の増加にある。

図3 - 2に示すように、国内非金融部門の資金調達全体に占める証券のウェイトは過去10年程度の間大きく上昇しているが、その大半は金融機関が保有する公共債によってもたらされている。つまり、大きな資金の流れとしては、**家計が金融機関に資金を預け、金融機関はこの資金によって公共債を購入することで、政府の資金需要が満たされていったもの**と考えられる。

なお、この関連で注目されるのは公的金融機関<sup>5)</sup>の動向である。図1に示したとおり、家計の金融資産では、過去10年程度の間現金・預金や保険・年金準備金のウェイトが高まっているが、なかでも郵便貯金や簡易保険の上昇が目立っている(家計の金融資産に占める郵便貯金・簡保のウェイト:1990年度17.9% 2001年度25.7%)。また、図4をみると、公的金融機関は貸出のシェアを高めているほか、証券投資についてもそのシェアを大きく上昇させている(金融機関による資金仲介に占める公的金融機関の証券投資シェア:1990年度9.9% 2001年度18.4%)。このように、公的金融機関は、資金調達・運用の両面において過去10年程度の間シェアを拡大させている。

### 【まとめ】

以上みてきたように、1990年度以降のやや長い期間で見ると、わが国では、

**資金需要の主体が企業から政府にシフト  
その結果、証券、特に公共債による資金  
調達ウェイトが上昇  
もっとも、(家計から資金を受入れた)金  
融機関が中心となってこれを保有  
その過程では公的金融機関のウェイトが**

### 上昇

といった変化がみられた。

また、最近の変化を確認するために昨年度中における資金フローを見ても(図5)

- ・家計の資金運用面では、定額貯金の大量満期到来や一部MMFの元本割れ等を背景として郵便貯金や投資信託から資金が流出する一方で、現金・預金(郵貯以外)に資金が集まった
- ・資金調達面では、引き続き政府が資金を調達した一方、企業は既往の調達分を返済した
- ・資金調達のルートとしては引き続き金融機関による資金仲介が最大で、なおかつその中心は政府発行の公共債の保有増であること
- ・金融機関による資金仲介の内訳をみると、民間金融機関経由が大幅なマイナスとなる一方、公的金融機関経由が大幅なプラスを記録<sup>6)</sup>

となっており、基本的には ~ で示された趨勢に大きな変化はなかったように窺われる。

一般的に“直接金融”“間接金融”という言葉は必ずしも一意的に用いられているわけではないが、仮に「金融機関を経由した金融仲介」を間接金融と捉えるのであれば、これまでのところわが国の間接金融を中心とする金融構造に大きな変化はないと言えるよう。

この点を確認するための統計としては、日本銀行調査統計局が作成している資金循環統計の参考表である「非金融部門の資金調達内訳表」<sup>7)</sup>が有用である。この参考表では、資金調達構造に関するデータがコンパクトに集約されており、図1、3 - 1、3 - 2、4、5の ~ は、この参考表を用

いている。また、この参考表を使えば、企業の株式・出資金形態での資金調達がどのような主体からの資金供給によって賄われているか、言い換えれば、いわゆるリスクマネーの供給主体は誰かといった分析も可能である<sup>8)</sup>。このように、分析目的に応じて、資金循環統計本体のみならず、この参考表を利用することは有益であろう。

1) 保険・年金準備金の保険は、積立型商品のみを対象としており、掛捨て型商品は含んでいない。また、年金は、個人年金や企業年金を対象としており、公的年金は含んでいない。

2) 本稿の「企業」、「政府」という語は、それぞれ、資金循環統計における「非金融法人企業」、「一般政府」(中央政府、地方公共団体、社会保障基金からなる)に該当。なお、資金循環統計の用語については「資金循環統計の解説」(日本銀行調査統計局、2002年1月)を参照。

3) 公共債とは、政府短期証券、国債・財融債、地方債、政府関係機関債のことを指す。

4) わが国最大の資金需要主体である企業の1990～2001年度間の資金調達額(フロー)をみると、借入が63兆円に対して証券は103兆円に達している。このように企業部門だけに限ってみても証券形態での調達へのシフトは進んでいるものと考えられるが、本文中でも指摘したように企業の資金調達が相対的に減少していることもあって、国内非金融部門全体に対する影響は小さいのが実態である。

5) 本稿では、中央銀行、郵便貯金、民間生・損保以外の保険(簡保等) 財政融資資金、政府系金融機関(国際協力銀行、日本政策投資銀行、各金融公庫等)を公的金融機関としている。なお、こうした定義は、

資金循環統計における「公的金融機関」の定義とは若干異なっている。

6) 日本銀行では、一段の金融緩和へ向けて2001年度中に国債・短期国債買入オペなどを拡大した。この点を資金循環統計で確認すると、2001年度中に日本銀行保有の国債・財融債等は38兆円増加している。ところで、日本銀行が民間金融機関を対象として国債買入オペなどを実施した場合、資金循環統計では、一旦、中央銀行保有国債の増加・民間金融機関保有国債の減少として記録される。無論、自らのポートフォリオを再構築するために、オペを落札した民間金融機関が事後的に国債を改めて購入することが考えられる。このため、最終的に上記の38兆円全額が民間金融機関保有国債の減少として記録されたとは限らないが、図5において民間金融機関と(日本銀行を含む)公的金融機関が際立った対照をなしている背景として、こうした日本銀行の国債買入オペなどの影響が考えられる点には留意が必要である。

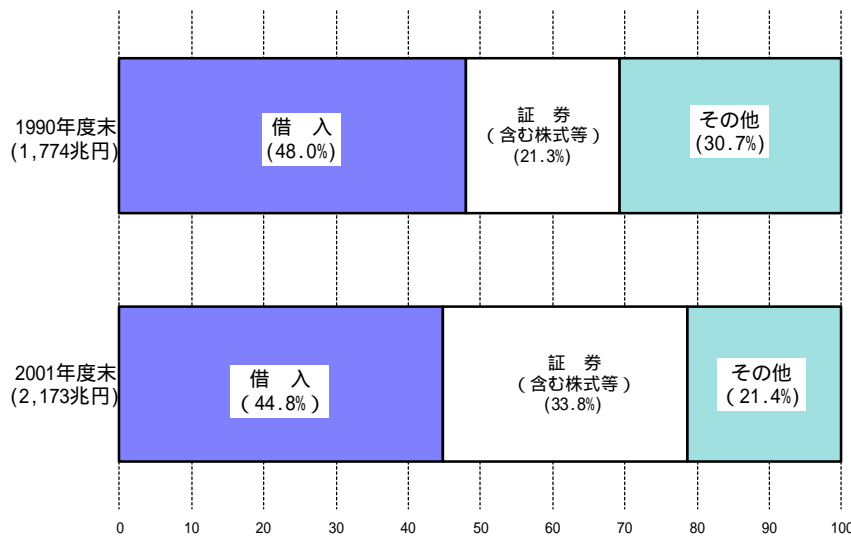
7) 資金の最終的な取り手である国内非金融部門(企業、政府、家計など)および海外部門の資金調達が、どのようなルートを通じて行われたかという観点から資金循環統計を再編成した参考表。詳しくは、「資金循環統計『非金融部門の資金調達内訳表』の解説」(日本銀行調査統計局、2002年3月)を参照。

8) 図2では、家計の金融資産に占める株式・出資金のウェイトを把握できるが、この参考表では、(資金需要主体である)国内非金融部門の株式・出資金全体に対する各資金供給主体のウェイトを把握することができる。因みに、詳細は割愛するが、本文と同様に1990年度と2001年度を比較すると、企業、金融機関、家計がその地位を後退させる一方、政府や海外がこれにとって替わっている。金融仲介機能の低下や企業間の株式持ち合いの解消といった議論に絡めて、新たなリスクマネーの供給主体として家計に期待する声は少なくないが、過去の推移を見る限り実態は逆に動いている。

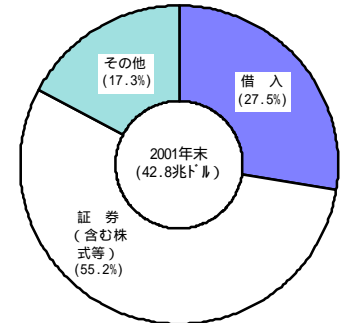
経済点描は、景気動向や中期的な経済テーマ、あるいは経済指標統計に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行調査統計局が編集・発行しています。ただし、レポートで示された意見や解釈に当たる部分は、執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容などに関するご意見や質問などは、日本銀行調査統計局経済統計課の越智(Email: makoto.ochi@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、経済点描は日本銀行のホームページ(<http://www.boj.or.jp>)でも入手できます。

(図1) 国内非金融部門の資金調達残高の構成

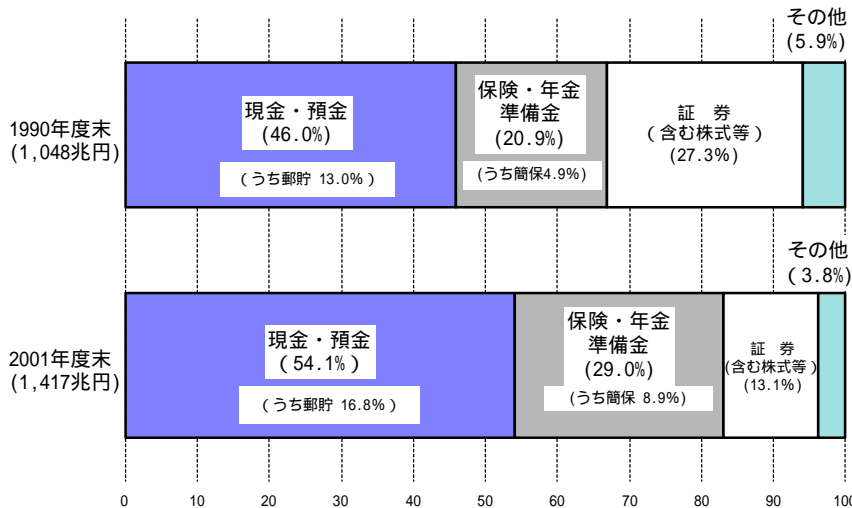


(参考) 米国の国内非金融部門の資金調達残高

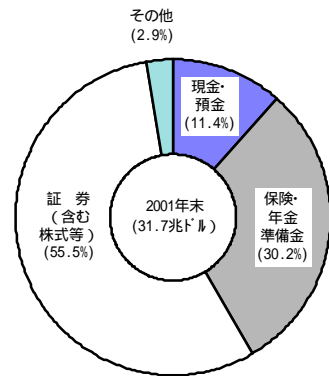


(資金調達残高に占める割合 %)

(図2) 家計金融資産の構成

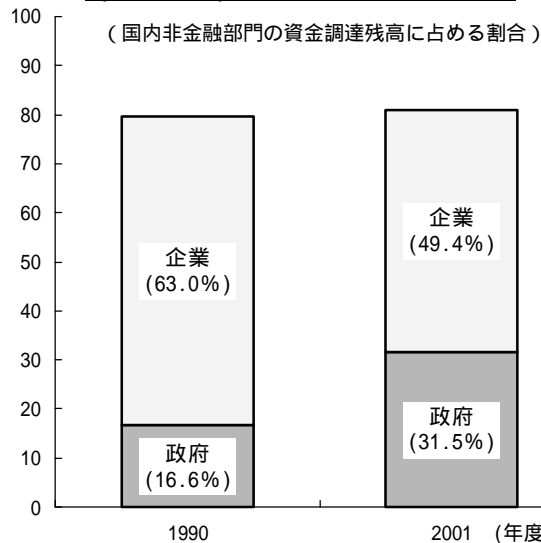


(参考) 米国の家計金融資産

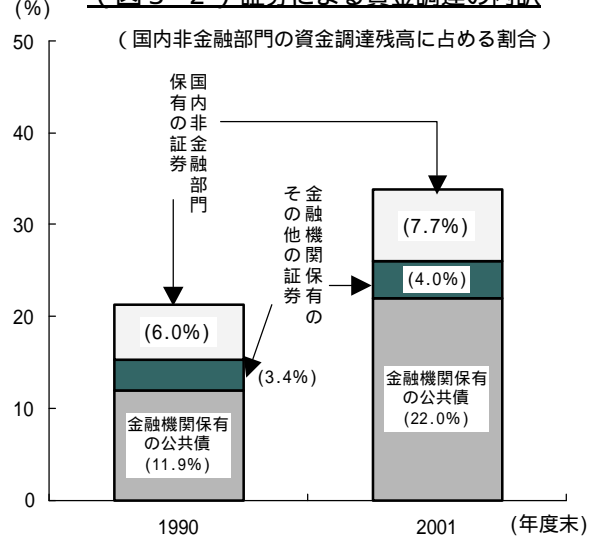


(金融資産合計に占める割合 %)

(図3-1) 政府、企業の資金調達

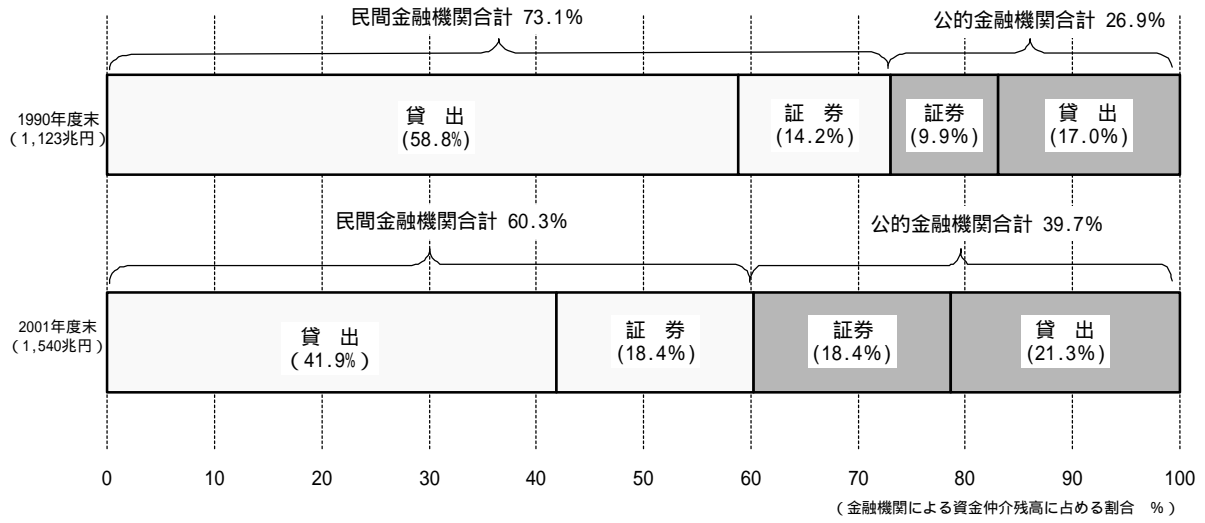


(図3-2) 証券による資金調達の内訳

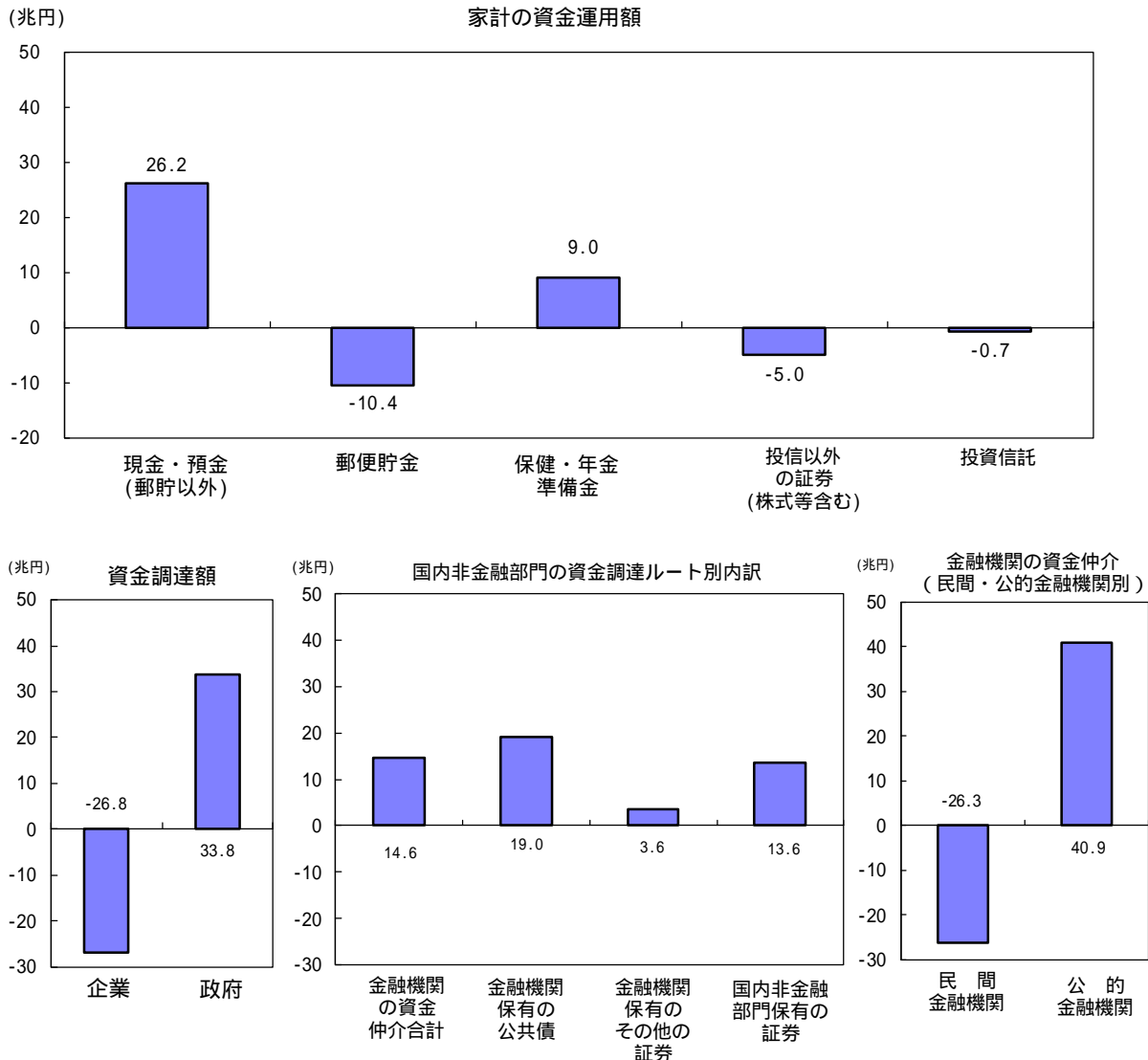


(資料) 日本銀行「資金循環統計」、FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」

(図4) 金融機関による資金仲介の内訳(民間・公的金融機関別)



(図5) 2001年度中の動き(フロー計数)



(資料) 日本銀行「資金循環統計」