

マネーサプライの動向について

企画局 京増絹子・高田英樹

Bank of Japan Review

2006年1月

わが国のマネーサプライ（M2+C D）の伸び率をみると、90年代後半以降、わが国経済が総じて低成長を続け物価も緩やかな下落方向にある中で、名目GDP成長率を上回る相応に高い伸びを示している。この結果、マネーサプライの残高は、経済規模（名目GDP）との対比で極めて高い水準にある。その背景としては、①預金金利の低下余地が次第に乏しくなる中で、預金以外の金融資産の収益率が大幅に低下したため、銀行預金の利回りが相対的に有利になったこと、②そうした状況のもとで、金融不安が相次いで生じたことから、預金保険による全額保護の対象であった銀行預金へのシフトが大規模で発生したこと、などが挙げられる。足許では、景気が回復を続け、金融機関の貸出姿勢は積極化しているものの、金融システムが安定する中、銀行預金から銀行預金以外への資産選択が進みつつある。このため、当面マネーサプライの伸びが高まるとは予想しにくい、その背後にある要因を踏まえると、そうしたマネーサプライの状況は、緩やかな物価上昇や経済の持続的成長と十分両立可能と考えられる。

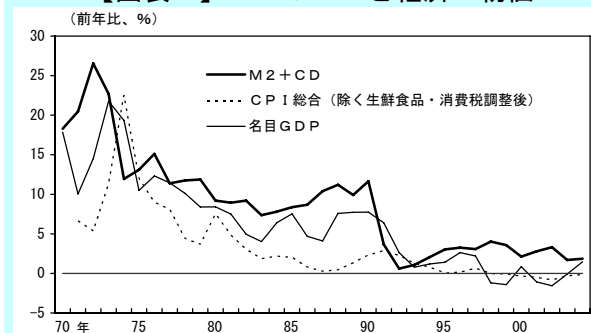
はじめに：近年のマネーサプライの動向の特徴

マネーサプライとは、金融機関や中央政府以外の経済主体、すなわち家計や企業等の「通貨保有主体」が保有する預金や現金などの総計である¹。

代表的なマネーサプライ指標であるM2+C Dについて、70年代以降の動きをみると、経済・物価との関係が徐々に変化していったことがわかる【図表1】。まず、70年代から80年代半ばにかけては、M2+C Dと名目GDP、M2+C Dと消費者物価（CPI）は、タイムラグの長さには差はあるものの、それぞれ似た動きをしており、比較的安定した関係がみられていた。しかし、80年代後半のバブル期以降、M2+C Dと消費者物価の関係は徐々に不安定化しており、例えば、バブル期にはM2+C Dが前年比1割程度増加する中、消費者物価の上昇幅は総じて落ち着いて推移していた。M2+C Dと名目GDPとの関係についても、90年代初までは比較的似た動きを示していたように見えるが、その後は、物価との関係同様、不安定化している。特に90年代後半以

降になると、M2+C Dと名目GDP・消費者物価は逆方向の動きを示すようになっており、この関係は更に不安定なものになっている。

【図表1】M2+C Dと経済・物価

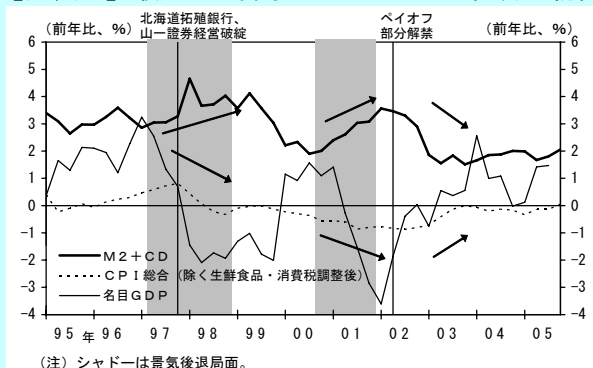


両者の関係がかなり不安定化した90年代後半以降の動きについてみると、以下のような三つの特徴がみられる。

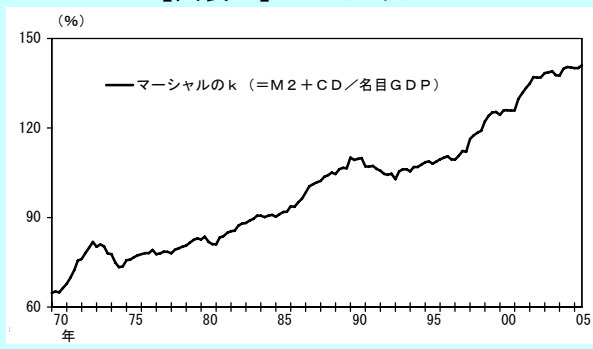
第1に、マネーサプライと経済・物価は、総じて逆方向の動きとなっている【図表2】。第2に、M2+C Dの対名目GDP比率が歴史的にかなり高い水準に達している【図表3】。これら2つの特徴には、これまで、景気が低迷し、物価の下

落基調が続くもとで、マネーサプライが比較的高い伸びを示してきたという事実が反映されている。第3に、今回の景気回復局面をみると、経済活動が上向く中で、マネーサプライの伸びは高まっていないことが挙げられる。

【図表2】最近10年間のM2+CDと経済・物価



【図表3】マーシャルのk



以下では、マネーサプライに影響を与える様々な要因について整理したうえで、こうしたマネーサプライの特徴の背景について説明する。

マネーサプライに影響を与える諸要因

マネーサプライは、企業や家計が通貨、すなわち預金・現金をどの程度保有しようとするかという需要面の動向と、金融機関が銀行貸出などを通じてどの程度与信を行おうとするかという供給面の動向の相互作用によって決まると考えられる²。

まず、需要面についてみると、通貨に対する需要は、①経済取引に伴う需要という側面と、②貯蓄手段としての需要という側面に分けて考えることができる。

経済取引に伴う需要は、主に経済規模によって決まる。例えば、経済の拡大に伴って取引が増加すると、決済の手段である預金・現金への需要が増加し、マネーサプライの伸びを高める方向に働く。

また、通貨には、貯蓄手段としての側面もある。金融資産には、通貨である銀行預金や現金のほか、債券、株式、投資信託など様々な種類のものがある。家計や企業はこれらの金融資産を選択することによって貯蓄を行うが、その際には、各金融資産の「収益性」に加え、「流動性」(換金の容易さ)や「安全性」(元本毀損のリスクの有無等)などの要素も考え合わせて決定している。

他の金融資産と比べた通貨の最大の特徴は、「流動性」である。銀行預金の金利と債券や株式などその他の金融資産の利回りを比較すると、前者の方が低くなっていることが多い。このような両者の「収益性」の格差は、通貨の「流動性」を得ることに対するコストを払っていることと捉えることができる。このため、この格差が縮小するほど、少ないコストで通貨の持つ「流動性」を得られることから、通貨に対する需要が増加する。通貨の「収益性」は、主に短期の預金金利によって決定される。一方、債券や株式など通貨以外の金融資産の「収益性」は、現在から将来にわたる金利や配当、値上がり益などによって決定される。

通貨のもうひとつの特徴は、「安全性」である。現金は、当然のことながら、額面の価値が保証されている。また、銀行預金は、金利環境等にかかわらず、元本額以上での払戻しが約束されているうえ、その一部は預金保険の全額保護の対象となっている³。したがって、表面的な「収益性」が低い場合でも、「安全性」を勘案すると、その面から通貨の保有が選好されることがある。

家計や企業の「流動性」や「安全性」に対する選好は、経済金融情勢によって変化する。例えば、金融システム不安が高まったり、資金調達を巡る懸念が強まったりすると、家計や企業が「流動性」や「安全性」の高い金融資産を多めに持とうとするため、「収益性」に変化がない場合でも、貯蓄手段としての通貨に対する需要が増加することが考えられる。

更に、家計や企業は、預金の保有スタンスを決める際、他の金融資産との間での選択のみではなく、借入等の負債とのバランスについても考慮している。このため、家計や企業の借入や返済に対するスタンスも、預金に対する需要に影響を与えることになる。例えば、企業が自らの債務が過剰と判断する場合には、債務返済に伴いその原資である預金が減少することになり、預金に対する需

要を減少させることになる。

次に、供給面について考える。預金は、金融機関の貸出などの与信を通じて供給される。このため、金融機関の与信行動は預金、すなわちマネーサプライの動向にも影響を与える。このような金融機関の与信による預金の創出は、信用創造と呼ばれる。

金融機関の与信行動の決定要因は複雑であるが、①貸倒れリスク等を勘案した貸出等の運用収益、②預金金利や預金保険料⁴などの銀行の資金調達コスト、③預金調達の容易さなど銀行の資金繰りを巡る環境、④貸倒れリスクなどに対するバッファーである自己資本の状況、等の影響を受けると考えられる。

90年代後半以降のマネーサプライの動向の背景

これらのマネーサプライに影響を与える要因を念頭に、先にあげた90年代後半以降のマネーサプライの特徴点の背景を考えてみよう。

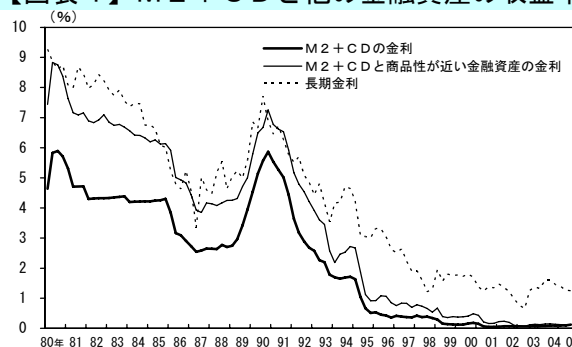
経済活動に比べてマネーサプライが高い伸びを示してきた背景

まず、需要面の要因についてみると、経済取引に伴う通貨需要は、景気低迷のもとで、マネーサプライの伸びを低める方向に働いたと考えられる。また、企業の過剰債務を削減する動きも、資産サイドでの預金の減少に繋がり、マネーサプライの伸びを押し下げた。

一方、貯蓄手段としての銀行預金に対する需要は、90年代後半以降、大幅に増加した。その背景としては、以下の2点が指摘できる。まず、第1に、「収益性」でみた銀行預金の魅力が相対的に増したことが挙げられる。これは、預金金利がゼロ%近くにまで低下したものの、経済活動が一般的に停滞する中で、予想成長率・予想インフレ率とも低下したことから、他の金融資産の収益率は預金金利以上に大きく低下したことによるものである【図表4】。特に、90年代末以降は、緩やかな物価下落が続いていたことから、追加的な金利低下余地が殆どなくなっていた銀行預金は、物価下落の影響を考慮した実質的な「収益性」がより高まっていたと考えられる。第2に、金融不安が相次いで生じたことから、預金保険による全

額保護の対象であり、「流動性」、「安全性」の高い銀行預金へのシフトが大規模に生じたことが挙げられる（前掲図表2）。

【図表4】M2+C Dと他の金融資産の収益率

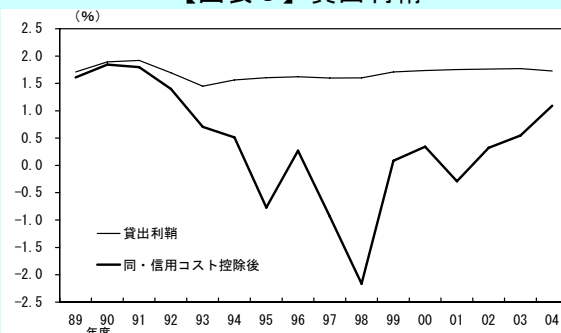


(注) 1. M2+C Dの金利は、M2+C D対象の預金等の金利（現金はゼロ）を、残高をウェイトにして加重平均したもの。
2. M2+C Dと商品性が近い金融資産の金利は、利付金融債5年物応募者利回り、金銭信託5年物、貸付信託5年物、定期郵貯3年以上、MMF、中国ファンド、債券現先3か月物の7つの金利の単純平均。

次に、供給面についてみると、90年代後半以降、銀行の貸出スタンスは、①自己資本の状況の悪化に伴いリスク負担能力が低下したこと、②倒産リスクの高まりに伴う信用リスクの増加から、信用リスクを調整した貸出の収益性が大きく悪化したこと⁵【図表5】などを背景に、消極化した。こうした貸出姿勢の消極化は、借入需要の低迷とも相俟って、信用創造プロセスにマイナスの影響を与え、マネーサプライの伸びを低める方向に働いたと考えられる。

もともと、この時期、金融機関は、金融システム不安のもとで、流動性リスクを意識し、総じて慎重な資金繰り運営を行っており、貸出残高が減少する中でも、家計や企業の預金に対する需要の増加に受動的に依る形で預金の受け入れを継続した。この結果、貸出残高が減少する中で預金残高が増加し、余剰資金が発生したが、これについては安全資産である国債等で運用する行動が広がった。

【図表5】貸出利鞘



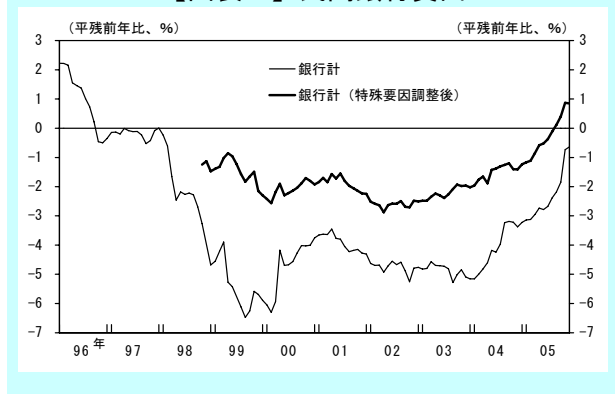
(注) 大手行+地域銀行の合算値。信用コストは、貸出金の償却や引当などの不良債権処理に伴う損失。

以上を踏まえると、この時期には、景気が低迷するも金融機関の貸出姿勢は消極化したものの、金融システム不安などを背景に「流動性」、「安全性」の高い金融資産である預金に対する需要が大幅に増加し、他の金融資産からのシフトがみられたことから、マネーサプライは経済活動に比べて高い伸びを示したものと理解できる。

今回の景気回復局面でマネーサプライの伸びが高まらない背景

まず、需要面をみると、経済取引に伴う通貨需要は、景気回復のもとで、マネーサプライの伸びを高める方向に作用していると考えられる。また、企業による過剰債務の削減の動きが以前ほどはなくなってきていることも、マネーサプライの伸びを高める方向に働いていると考えられる。もっとも、高水準の収益を背景に企業のキャッシュフローは潤沢であることから、企業の借入需要ははっきりとした増加に転じるには至らず、マネーサプライの押し下げ要因から押し上げ要因に明確に変化したとはまだ言えない状況にある【図表6】。

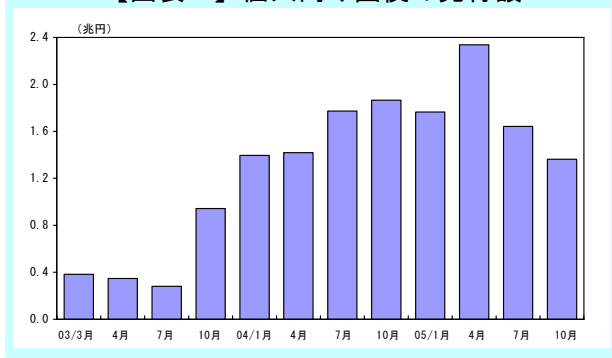
【図表6】民間銀行貸出



一方、貯蓄手段としての通貨に対する需要は鈍化傾向にあり、マネーサプライの伸びを押し下げている。これについては、金融システム不安が落ち着き中、家計や企業の「流動性」、「安全性」に対する選好が大きく後退していることや、預金以外の金融資産の「収益性」が、景気回復が続くもとの、総じて高まる方向にあることが主な要因とみられる。また、預金と同様に「流動性」、「安全性」が高い金融資産で、M2+C Dの定義には含まれていない個人向け国債⁶の発行が開始され、預金からのシフトがみられることも、預金に対す

る需要を減少させる方向に働いている【図表7】。

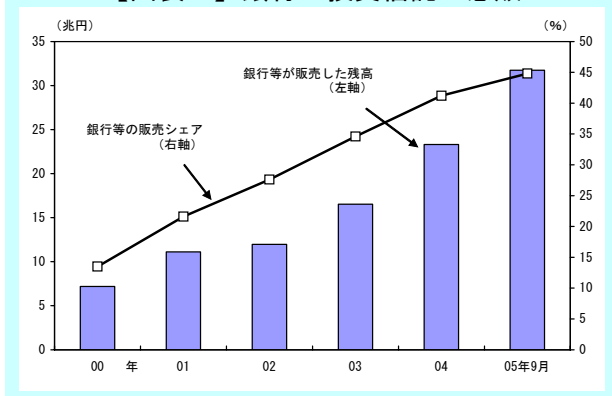
【図表7】個人向け国債の発行額



次に、供給面についてみると、まず、金融機関の与信行動は、自己資本の状況が改善していることや、信用リスクの低下に伴い、信用リスクを勘案した貸出の収益性が改善していること【前掲図表5】を背景に積極化してきている。こうした与信スタンスの積極化などから、これまでみられてきた信用創造プロセスへのマイナスの影響は薄らいできており、マネーサプライの押し下げ寄与も縮小しているとみられる。

この間、銀行は、手数料収入を増やすため、投資信託など預金以外の商品提供に力を入れてきている【図表8】。こうした点からは、マネーサプライの伸びは高まりにくい状況にあると言える。

【図表8】銀行の投資信託の窓販



以上を踏まえると、今回の景気回復局面では、景気が回復するも金融機関の貸出姿勢は積極化し、銀行貸出も改善してきているものの、金融システム不安の後退などに伴い、貯蓄手段としての預金に対する需要が鈍化していることから、マネーサプライの伸びは高まっていないと理解できる。

バランスシート分解でみるマネーサプライ変動の要因

以上で挙げた需要・供給両面における各要因がマネーサプライの増減にどの程度影響したのかを定量的に把握することは難しい。この点、やや異なった観点からマネーサプライの変動要因を定量的に分析する手法として、「バランスシート分解」と呼ばれる方法がある。

この手法によれば、マネーサプライの変動を、①預金と他の金融資産との間のシフトに伴う「資金シフト要因」、②企業の借入動向などを背景にした「資金調達要因」、③ネットでみた財政支出（対民間でみて、財政支出から税収など財政の収入を差し引いたもの）の動向を背景にした「財政要因」等に分解することができる。

これらの要因の影響は、以下のとおり要約できる。90年代後半以降、低成長のもとでの企業の資金需要の伸び悩みや借入金返済の動き、金融機関の貸出姿勢の消極化を背景に「資金調達要因」がマネーサプライの伸びを下押しする一方で、金融システム不安などを背景とする「資金シフト要因」やネット財政支出の拡大に伴う「財政要因」がマネーサプライの伸びを大きく押し上げた。最近では、「資金調達要因」によるマイナス寄与が縮小する一方、「資金シフト要因」や「財政要因」によるマネーサプライの押し上げ幅が縮小してきていることから、マネーサプライの伸びが高まりにくくなっている（詳細はBOX 1 参照）。

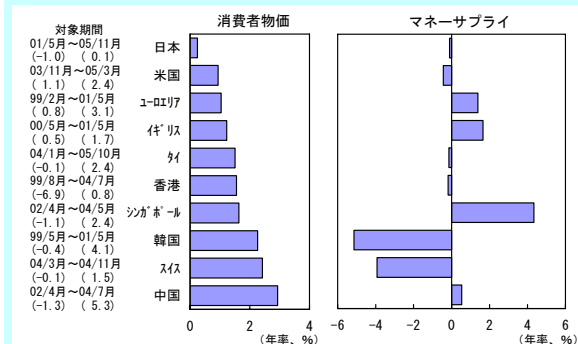
結びにかえて～マネーサプライの先行き～

日本銀行では、05年10月の「経済・物価情勢の展望」（いわゆる「展望レポート」）において、わが国の景気は、今後も緩やかながらも息の長い回復を続けるとの見通しを示している。わが国の景気がこの見通しに沿って展開した場合、マネーサプライに対しては相反する2つの要因が作用する。第1に、景気の回復は家計や企業の借入需要の増加と金融機関の貸出態度の積極化を通じて、マネーサプライの増加要因となる。第2に、金融システムの安定化に加え、債券・投資信託など銀行預金以外の金融資産の収益性が総じて高まる方向にあることは、銀行預金からこれら銀行預金以外の金融資産へのシフトを促す。また、景気拡大に伴う税収増加はネット財政支出の減少

をもたらす。これらは、いずれもマネーサプライの減少要因となる。全体としてみると、近年、名目GDPの伸びに比較してマネーサプライの伸びが高かっただけに、当面マネーサプライの伸びが大きく高まるとは予想しにくい。その背後にある要因を踏まえると、そうしたマネーサプライの状況は、緩やかな物価の上昇や経済の持続的成長と十分両立可能と考えられる。

これまでみてきたように、マネーサプライと経済・物価の関係は希薄化しているようにみえるが、こうした現象はわが国だけでなく、諸外国においても広く観察されている（BOX 2 参照）。因みに、物価の基調変化とマネーサプライの伸び率の関係という観点から、近年における海外諸国の経験を振り返ってみても、物価が下落基調から上昇基調に変化する過程で、マネーサプライの伸び率は高まっているケースもあれば、低下しているケースもあり【図表9】、両者の間に一義的な関係は観察されていない。今後マネーサプライの動向をみる際には、こうしたことにも留意しておく必要があると思われる。

【図表9】物価上昇基調への転換局面
—マネーサプライは増加しているか？—



(注) 1. 消費者物価とマネーサプライについて、最近時において消費者物価前年比伸び率が一番低い時点から、その後の伸び率上昇局面でのピーク迄を対象期間とし、その間の前年比伸び率の上昇幅（年率換算値）を表示。
2. 対象期間の下の（）内は各時点における消費者物価前年比伸び率。

(参考文献)

「金融政策運営に果たすマネーサプライの役割」：日本銀行企画室[2002年12月]（日本銀行調査月報掲載論文）
「マネーサプライ統計の解説」：日本銀行調査統計局刊[2004年6月]

【BOX 1】 バランスシート分解によるマネーサプライの分析

マネーサプライは、家計や企業といった通貨保有主体が保有する金融資産の一部であるため、これが増減する時には家計や企業のバランスシート上で、他の金融資産・金融負債が増減しており、これと関連付けて分析することができる【BOX 1 図表 1】。こうした視点からみると、マネーサプライが増加するのは、①家計や企業の金融資産の総額が増加するケースと、②金融資産の総額は変わらないものの、その中でマネーサプライ対象外の資産から対象資産へのシフトが生じるケースとに分けられる。

このうち、①金融資産の総額が増加するケースは、それに見合った負債面に着目すると、(a)家計や企業の金融負債が増加する場合と、(b)家計や企業のネット金融資産が増加する場合とに分けられる。(a)は、家計や企業が銀行借入や社債の発行等によって資金調達を行う場合であり、「資金調達要因」と整理することができる。これに対し、(b)は、家計や企業が所得を貯蓄に回す場合である。家計や企業が貯蓄を行えば、恒等式の関係として、政府部門・海外部門といった家計や企業以外の主体で投資が行われていることになる。具体的には、財政赤字や経常黒字などの増加を通じて家計や企業の所得が増加し、これが貯蓄されるケースなどが考えられる。これらは、「財政要因」「海外要因」と整理できる。

一方、上記②は、「資金シフト要因」と整理することができる。具体的には、M2 + CD 対象外の資産（投資信託、国債等）からM2 + CD 対象商品（普通預金、定期預金等）へのシフトや、その逆などが考えられる。

このように、「バランスシート分解」では、マネーサプライの増減は、①資金調達要因、②財政要因・海外要因、③資金シフト要因のいずれかに対応することになる⁷。なお、以上の説明からも明らかなように、バランスシート分解は、マネーサプライの増減の背景を恒等式の関係を使って分析するものであり、因果関係を示すものではないことには留意が必要である。

近年のマネーサプライの動向を、「バランスシート分解」によって分析すると、次のような事情が確認できる【BOX 1 図表 2】。

まず、金融システム不安が高まった時期（97 年末～98 年、01 年～02 年）には、「流動性」や「安全性」の高い金融資産として預金・現金への需要が高まったことから、「資金シフト要因」がマネーサプライの伸びを大きく押し上げた。加えて、01 年末には米国のエンロン社破綻に伴うMMFの元本割れなどを背景に、投資信託からの資金シフトが発生したこともマネーサプライの伸びを高める一因となった。一方、最近では、金融システム不安が後退する中で、個人向け国債など他の金融資産へのシフトがみられることもあって、同要因は若干ながらマイナスに働くようになってきている。

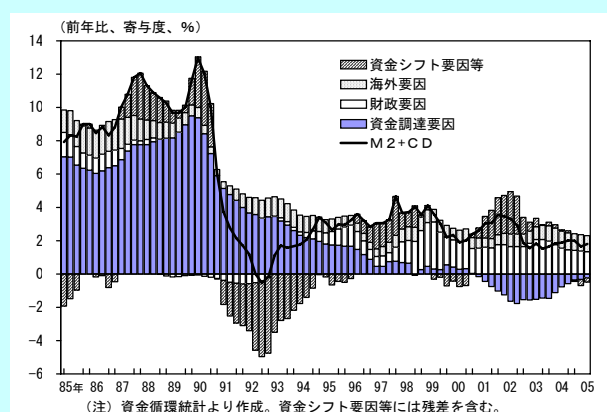
「資金調達要因」は、企業による有利子負債削減の動きを受けて、90 年代末以降、マネーサプライの押し下げに働いてきた。もっとも、足許では、民間銀行貸出が小幅増加に転じたことなどを背景に、マイナス寄与は大幅に縮小している。

この間、「財政要因」は、一貫してマネーサプライの押し上げに働いてきた。特に 98 年頃に大幅な財政出動もあって、マネーサプライの伸びを高める方向に働いた。もっとも、近年では、財政再建の動きが進む中で、財政要因の寄与度は次第に縮小してきている。

【BOX 1 図表 1】 通貨保有主体の金融資産・負債

金融資産	金融負債
M2 + CD の増減	①(a) 借入等の金融負債の増減
②その他の金融資産（国債・株式等）の増減	①(b) ネット金融資産の増減（通貨保有主体の純貯蓄）
	非通貨保有主体の純投資に相当（主に財政赤字・経常黒字）

【BOX 1 図表 2】 M2 + CD の要因分解



【BOX 2】欧米の中央銀行におけるマネーサプライの位置付け

マネーサプライと経済・物価の関係の不安定化は、海外でも観察されている。これについては、各国固有の事情も含め様々な要因が働いているが、共通の背景としては、金融の自由化や金融分野での技術革新などが挙げられる。すなわち、金融自由化や金融革新等が進む下では、流動性が比較的高い新たな金融商品が次々に登場し、マネーサプライ対象資産とそれ以外の資産の間で資金の流出入が生じやすくなる。このようにマネーサプライに影響を及ぼす要因が多様化していく中で、マネーサプライが経済・物価の動向から乖離した動きを示すケースが目立つようになったと考えられる。

現在、米国の連邦準備制度やユーロエリアの欧州中央銀行は、マネーサプライの短期的な動向に特別な位置付けを与えたり、その一定の伸びを実現することを目指すという考え方は採っていない。

米国の連邦準備制度は、93年以降、マネーサプライに特別な位置付けを与えず、一つの「インディケーター」として捉えていくスタンスを明確に示している。また、連邦準備制度にマネーサプライの伸び率の見通し公表を求めていたハンフリー・ホーキンス法が99年末に失効したことも受け、00年6月にマネーサプライの見通しレンジの公表を中止している。

欧州中央銀行は、マネーサプライ等の量的金融指標の分析を情勢分析の「2本柱」(two pillars)の1つと位置付けているが、その分析は「中短期」よりも主に「中長期」的な物価動向のチェックを目的としている。また、マネーサプライ(M3)の伸び率の「参照値」を設定しているが、これについては、「目標値」ではなく中長期的な物価安定と整合的なマネーサプライの伸び率を示したものと位置づけられている。

¹ マネーサプライにどの程度流動性の高い金融資産までを含めるか、などの定義は、国や時代によって様々である。日本銀行が作成しているマネーサプライ指標としては、現金に普通預金などを加えた「M1」、M1にさらに定期預金などを加えた「M2+CD」、M2+CDにさらに郵便貯金や金銭信託などを加えた「M3+CD」などがある。詳細は日本銀行調査統計局[2004]参照。

² マネーサプライは、名称に「サプライ(供給)」を含んでいるものの、供給側の要因のみによって量が決まる訳ではない。なお、海外では、同様の指標を money stock や monetary aggregates と呼ぶケースが多い。

³ 預金保険制度では、96年6月の制度改正で、預金等の全額保護の特例措置が導入された。その後、02年4月には、全額保護の対象が流動性預金(普通預金等)となり、定期性預金等(定期預金、ビッグ、金融債の一部等)については元本1千万円までとその利息が保護の対象となった。05年4月以降は、①流動性預金と定期性預金等を合算して元本1千万円までとその利息、②利息が付かない等の要件を満たす決済用預金の全額が保護の対象となっている。

⁴ 現在の預金保険料率は、決済用預金は0.115%、その他の一般預金等は0.083%となっている。

⁵ 金融機関の貸出行動に影響を与えるのは、厳密に言えば、貸出実行時に金融機関が予想する貸出の限界収益性と考えられるが、図表5では、データの制約から、事後的にみたストックベースの貸出利鞘を示している。

⁶ 個人向け国債には、現在、変動金利型10年物と固定金利型5年物がある。このうち、導入当初から発行されている前者については、①金利は10年固定利付国債の利回りに連動して決まる、②下限金利(0.05%)がある、③発行から1年経過後には中途換金可能、といった商品性がある。

⁷ バランスシート分解についての詳細な説明は、日本銀行企画室[2002]のBOX3を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行企画局 加藤毅(E-mail: takeshi.katou@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。