

コロナ禍における銀行券の動向

企画局 吉澤謙人、前橋昂平、柳原弘明、門川洋一
 発券局 稲田将一

Bank of Japan Review

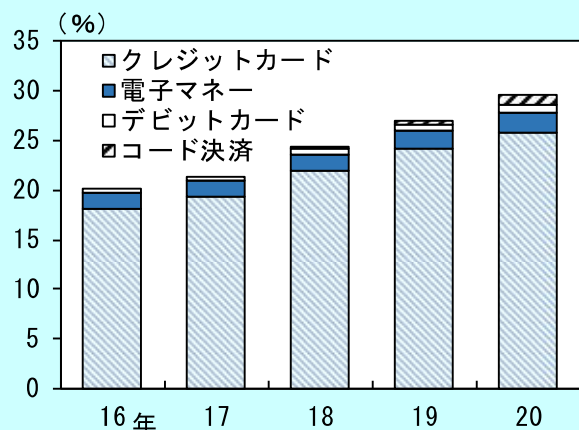
2021年12月

近年、クレジットカード決済の拡がりなどから現金決済の機会が減少する一方、銀行券発行残高が増加する「銀行券のパラドックス」と呼ばれる現象が、グローバルに観察されている。背景として、低金利環境による現金保有の機会費用の低下や、経済の不確実性の高まりを受けた予備的需要の強まりなど、取引動機以外での銀行券へのニーズの高まりが指摘されている。コロナ禍では、このパラドックスが更に強まった。すなわち、景気の悪化や、「巣ごもり消費」によるEコマースの拡大により、現金決済の機会は一段と減少したが、銀行券発行残高は増加した。実証分析によれば、公衆衛生上の措置は銀行券発行残高を有意に押し上げたほか、その効果は昨春の感染症拡大直後が最大で、その後は縮小した。感染症に伴う不確実性の高まりを受けた予備的な現金保有ニーズが、銀行券の動向に影響したとみられる。

はじめに

わが国では、近年、クレジットカードや電子マネーによる決済が拡がり、現金決済の機会が減少しているが、銀行券発行残高¹は趨勢的に増加している（図表1、2）。このように、キャッシュレス化の進展により現金²決済の機会が減少しているにもかかわらず、銀行券発行残高が増加する現象は、「銀行券のパラドックス」と呼ばれており、同様の傾向は、わが国のみならず米国やユーロ圏においても観察されている。2020年の春先から本格化した新型コロナウイルス感染症の拡大後は、グ

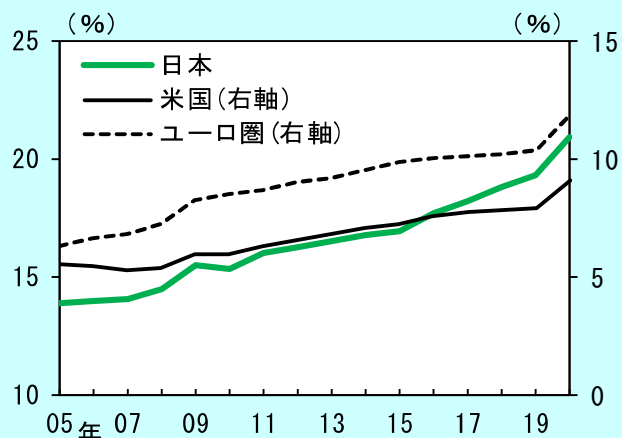
【図表1】キャッシュレス決済の推移



(注) 民間最終消費支出に占める決済額の割合。

(出所) 日本クレジット協会、キャッシュレス推進協議会、日本銀行、内閣府

【図表2】銀行券発行残高対GDP比の推移



(出所) 日本銀行、内閣府、FRB、BEA、ECB、Eurostat

ローバルに、このパラドックスが一段と強まった³。すなわち、公衆衛生上の措置の強化などにより経済活動は大きく落ち込んだほか、「巣ごもり消費」によるEコマースの拡大などに伴いキャッシュレス化が更に進展し、現金決済の機会ははっきりと減少したが、銀行券発行残高は大幅に増加した。

そこで、本稿では、「銀行券のパラドックス」について、その背景を先行研究のサーベイなどに基づきやや長い目で概観したあと、特に、感染症拡大以降のわが国の状況に焦点をあてて、銀行券の支払い・受入れに関するデータも用いながら、最

近の特徴を整理した。ただし、感染症やその経済への影響は現在進行中の事象であり、本稿の分析結果については幅をもって解釈する必要がある。

「銀行券のパラドックス」の背景

（銀行券需要の変動要因）

銀行券に対する需要は、経済活動に起因した支払いや受取りによる「取引需要」と、それ以外の「非取引需要」に大別できる⁴。このうち、取引需要については、基本的には景気循環に連動して変動するが、キャッシュレス決済が拡大していることは、銀行券の取引需要を下押ししていると考えられる。

一方、近年、銀行券発行残高の押上げに作用しているとされる非取引需要の背後には、①機会費用の低下、②予備的需要の高まり、③構造的要因、などがある。①機会費用の低下は、銀行券を保有することの機会費用、すなわち、銀行等から現金を引き出して保有することにより失われる利子収入が、世界的な低金利環境のもとで低下していることを指す⁵。②予備的需要の高まりは、特に、金融危機などの際に観察される現象であるが、将来の経済情勢や金融システムに対する不確実性が高まると、不測の事態に備えて、銀行券を手もとに保有しておくニーズが高まることを指す。③構造的要因については、その国の政治・経済システムへの信頼性や人口構成、ATMの普及度合い、治安などが挙げられる。このうち、人口構成を具体例に挙げると、高齢者は相対的に現金嗜好が強いため、高齢者比率の高さは、マクロでみた銀行券発行残高の押上げに寄与すると考えられる。

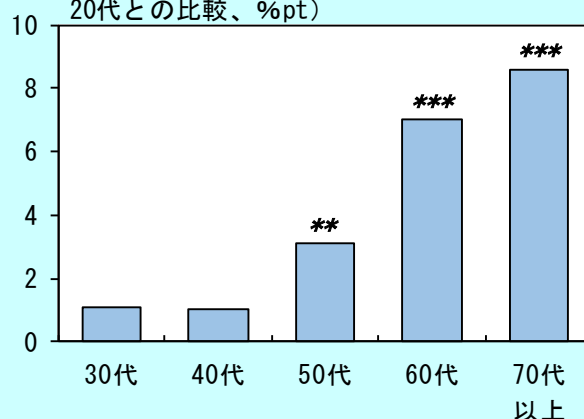
このような銀行券需要の変動要因と「銀行券のパラドックス」の関係を整理した先行研究をみると、Williams (2012)⁶では、グローバル金融危機以降の主要中央銀行の金融緩和などを背景とする低金利環境の継続が、米国における「パラドックス」の主な要因であると指摘しているほか、Bank of England (2020)⁷も、グローバル金融危機による不確実性の高まりを背景とした予備的需要の高まりや、低金利環境の継続に伴う機会費用低下を「パラドックス」の理由に挙げている。また、大谷・鈴木 (2008)⁸は、わが国の銀行券発行残高の高止まりには、高齢者の銀行券保有に対する選好の強さが背景にあると指摘している。

（わが国における高齢者比率の高さの影響）

ここでは、わが国において、高齢者比率の高さと銀行券需要の関係を改めて検証するため、日本銀行が実施している「生活意識に関するアンケート調査」を用いて実証分析を行った。同調査には、「平均的にみて財布にはどれくらい現金を入れていることが多いですか⁹」との質問項目があり、これに対する回答と回答者の年齢の関係を、年収など他の属性情報をコントロールしたうえで推計した。図表3は、ある回答者が財布に3万円以上の現金を入れていると答える確率について、20代と比較した場合の差を示している。これによると、30代や40代の確率は、20代と統計的に有意な差が無い一方、50代、60代、70代以上では有意に確率が高まっているほか、その差が年齢とともに大きくなっていることが確認できる¹⁰。

【図表3】年齢と現金保有の関係

（財布に3万円以上の現金を入れている確率、20代との比較、%pt）



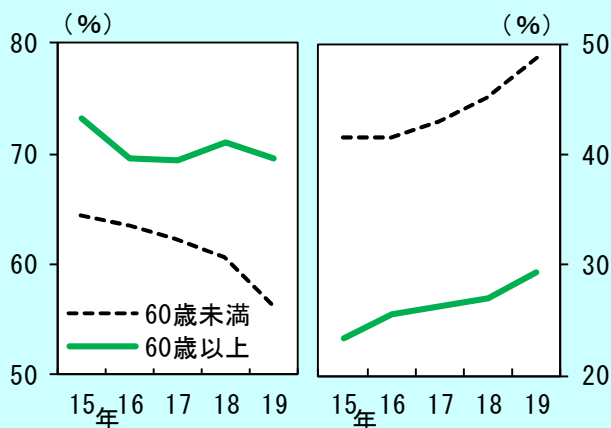
（注）被説明変数には、平均的に財布に入れている現金に関する質問項目、説明変数には、回答者の年齢・性別・職業・世帯年収・世帯構成・地域を用いて順序プロビットモデルにて推計。推計に用いたデータの調査時点は2021/3月。***、**はそれぞれ1%、5%の水準で有意であることを示す。

（出所）日本銀行

この結果は、現在の高齢者は相対的に現金嗜好が強いことを示唆しており、高齢者比率の高さが、わが国の銀行券発行残高の押上げにも寄与しているとの見方をサポートするものである¹¹。もともと、近年は、高齢者の間でも、日常的な決済手段としてクレジットカード等のキャッシュレス決済が普及している（図表4）。また、長い目でみて、キャッシュレス決済に慣れ親しんだ世代が高齢になる時点では、現在の高齢者ほどには銀行券を嗜好しない可能性がある。したがって、高齢者

比率の高さそのものは、わが国の銀行券発行残高を今後とも押し上げる要因とは言い切れない点には、留意が必要である。

【図表4】年齢別にみた主な決済手段
 <現金> <クレジットカード>



(注) 日常的な支払に用いる主な決済手段について、現金、クレジットカード、電子マネー（デビットカードを含む）、その他の4つの選択肢から2つまでの複数回答で調査したもの。60歳以上（未満）の回答割合は、年齢階層別の回答を、回答者の年齢構成比で加重平均したもの。

(出所) 金融広報中央委員会

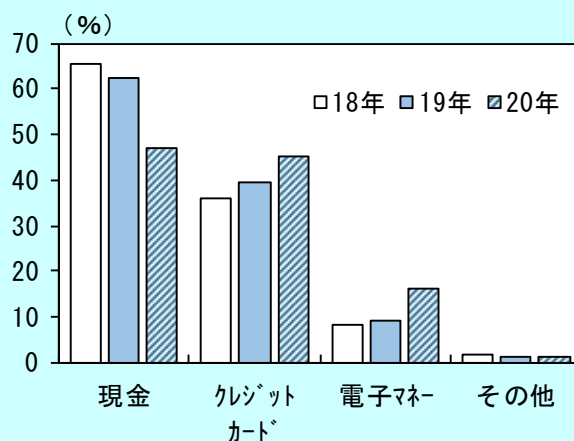
コロナ禍での動き：「パラドックス」の拡大

(コロナ禍での変化)

以下では、感染症拡大以降の銀行券の動向やその背後にある要因を整理する。コロナ禍での経済活動を振り返ると、外出自粛や営業時間の短縮要請などから、外出などの対面型サービスを中心に個人消費は大きく減少した。この間、日常的な決済手段についてのアンケート調査をみると、2020年は、現金を主な決済手段と回答した人の割合が大きく低下した一方、「巣ごもり消費」によるEコマースの拡大に、政府・事業者によるポイント還元等も後押しとなり、クレジットカードや電子マネーを選ぶ人の割合が上昇し、キャッシュレス決済は一段と普及した(図表5)。このような経済活動の落ち込みとキャッシュレス決済の拡大により、決済手段としての現金の利用機会は大きく減少したとみられる(取引需要の減少)。もっとも、銀行券発行残高の前年比をみると、感染拡大が本格化した2020年3月以降、日本のみならず海外でも急速に伸びを高め(図表6)、結果的に「銀行券のパラドックス」は一段と拡大した。例えば、米国では、決済手段としての現金の利用が低下したにも関わらず、銀行券発行残高はコロナ禍以降

急速に増加した(Coyle et al. [2021a])。

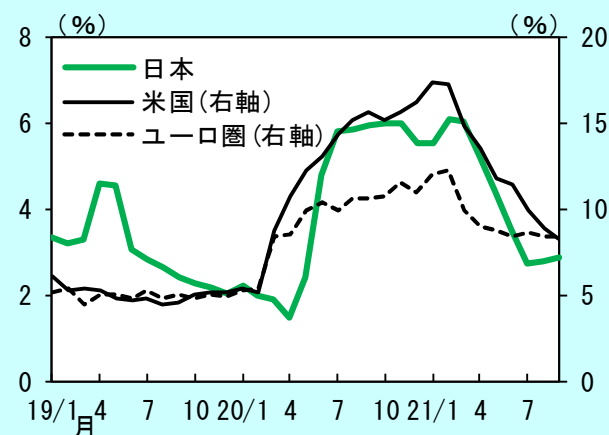
【図表5】日常的な支払に用いる主な決済手段



(注) 調査・回答方法は図表4と同じ。2020年の調査期間は8/7日～9/15日。

(出所) 金融広報中央委員会

【図表6】銀行券発行残高前年比



(出所) 日本銀行、FRB、ECB

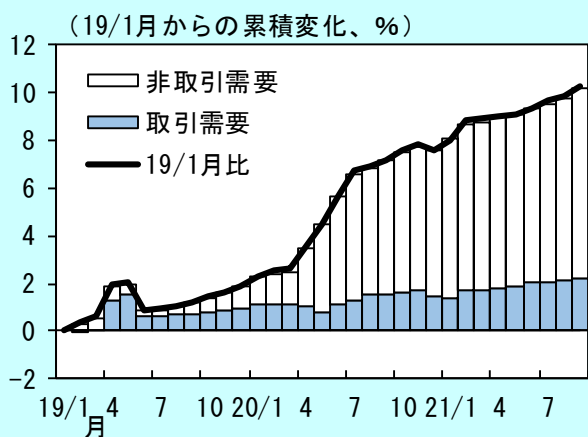
(コロナ禍での「パラドックス」拡大の背景)

コロナ禍を契機とした「銀行券のパラドックス」拡大の背景について、海外の先行研究は、非取引需要のうち特に予備的需要の増加を指摘している。Bank of England (2020)では、ロックダウンに伴う消費機会の減少から、現金決済の機会は落ち込んだ一方、コロナ禍という不確実性が高い事態に対して、人々は銀行券を予備的に多めに保有したと論じている。また、Coyle et al. (2021b)¹²では、FRBが実施する家計を対象としたサーベイ調査の結果を用いて、米国では、感染症という不確実性の増大に直面した人々が、手もとの現金を積み増したことが、銀行券発行残高を増加させたことを報告している。

以上の先行研究も参考に、わが国の銀行券発行

残高の変動要因を、千円札と一万円札の動きの違いに着目した手法¹³を用いて、取引需要と非取引需要に分解した(図表7)¹⁴。これによると、取引需要は、1回目の緊急事態宣言が発出された2020年春や2回目の同宣言が発出された2021年初に落ち込んだ一方、感染症拡大以降の銀行券発行残高増加の殆どは、非取引需要により説明されることがわかる。わが国でも、海外と同様、消費の落ち込み¹⁵や、キャッシュレス決済の更なる普及により、現金決済の機会は減少したとみられるが、コロナ禍というこれまで経験のない不確実性の高い事象に直面した人々が、予備的に銀行券の保有を増やしたことで「銀行券のパラドックス」が拡大したと考えられる。

【図表7】銀行券発行残高の需要要因別分解



(出所) 日本銀行

公衆衛生上の措置と銀行券

世界中で導入された公衆衛生上の措置は、人々の生活や経済活動に大きな影響を及ぼした。本節では、こうした公衆衛生上の措置が銀行券発行残高に及ぼした影響を、定量的な分析も行いつつ整理する。まず、これまで論じてきた取引需要と非取引需要に基づいて考察すると、一方では、公衆衛生上の措置に伴う経済活動の落ち込みは、銀行券発行残高の下押しに作用したとみられる(取引需要の減少)。他方、過去に経験のない公衆衛生上の措置が社会経済活動にどのような影響を及ぼすのか、それがいつまで続くのか、また特に厳しいロックダウンが導入された国々では外出制限により現金の引き出し機会が制限されないかなど、様々な経路で不確実性が高まったが、これらは銀行券を予備的に保有する動きを後押しした

と考えられる(非取引需要の増加)。以下では、こうした影響を、国内外のデータを用いて定量的に検証することを試みる。

(銀行券発行残高への影響：国際的視点)

最初に、日米ユーロ圏の3か国・地域のパネルデータを用いて、公衆衛生上の措置が銀行券発行残高に与えた影響を概観する。具体的には、銀行券発行残高に、①公衆衛生上の措置(オックスフォード大学が算出する厳格化指数¹⁶)と②経済活動の状況(サービス業PMI¹⁷)が与える影響を推計した(図表8)。これをみると、厳格化指数の係数は有意に正となっており、経済活動の状態をコントロールしたうえでも、公衆衛生上の措置が厳しくなると銀行券発行残高の伸び率が高まる、との結果が得られた。この結果の解釈として、第1に、公衆衛生上の措置の導入により将来への不確実性が高まると、人々が予備的に銀行券を保有する誘因が高まることが考えられる。第2に、米国やユーロ圏ではより強力な公衆衛生上の措置が導入され、銀行に行く頻度を落とさざるを得なかったため、一回あたりの現金引き出し額を増やす行動がとられやすかったと考えられる¹⁸。第3に、上記のような、家計・企業による銀行券の引き出しが増えたとの要因に加えて、家計・企業による銀行券の預け入れが減ったとの要因も、銀行券発行残高の押上げに寄与したと推察される。すなわち、外出制限の影響から、企業等が現金での売上

【図表8】パネル分析：国際的視点

説明変数:	被説明変数	
	銀行券発行残高(前年比)	
厳格化指数(前年差)	0.054	***
	(0.010)	
サービス業PMI(前年差)	0.029	***
	(0.006)	
サンプル数	57	
修正決定係数	0.959	

(注) 日米ユーロ圏の3か国・地域を対象に固定効果モデルを用いて推計。サービス業PMIは、水準に変換したものの前年差を使用。日本のサービス業PMIは、auじぶん銀行日本サービス業PMI事業活動指数。***は、1%の水準で有意であることを示す。括弧内は標準誤差。推計期間は2020/1月~2021/7月。

(出所) IHS Markit (© and database right IHS Markit Ltd 2021. All rights reserved.)、Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, University of Oxford、FRB、ECB、日本銀行

をスムーズに預け入れることが難しくなったということが考えられる。ただし、こうした点は、米欧の銀行券に関するデータ制約から、銀行券の支払いと受入れを分けて推計できないため、明らかではない。

（銀行券受払高への影響：わが国の動向）

次に、日本銀行本支店における銀行券受払高のデータを用いて、わが国において、公衆衛生上の措置が銀行券の流通動向に及ぼした影響を定量的に分析する。この手法は、日本銀行から金融機関への銀行券の支払いと金融機関から日本銀行への銀行券の受入れを分けて扱えるため、銀行券の発行残高を被説明変数とした前段の推計に比べ、より詳細な分析が可能である¹⁹。

まず、携帯電話の位置情報データに基づき Mizuno et al. (2021)²⁰が算出している「自粛率」（外出の自粛度合いを表す指標）を用いて、これが銀行券の支払高・受入高に与えた影響を推計した（図表 9）。推計にあたっては、景況感²¹や特別定額給付金の支給時期をコントロールしている²²。結果をみると、自粛率の高まりは、支払高の押上げと受入高の押下げに有意に寄与していることが確認された。すなわち、公衆衛生上の措置により自粛率が高まると、予備的需要の増加を踏まえた金融機関の要請に応えるかたちで、日本銀行から金融機関への支払いが押上げられたとともに、実際に個人等が銀行券を多めに保有したことで、金融機関から日本銀行への受入れが押下げられたと考えられる²³。

次に、緊急事態宣言の影響を確認するため、自粛率に代わって、第1回～第3回の同宣言の時期を考慮したダミー変数を説明変数に加え、それらと銀行券受払高の関係を推計した（図表 10）。その結果、第1回の宣言時は、自粛率を使った推計と同様、支払高を押し上げ、受入高を押し下げる関係が観察された。もともと、第2回の宣言時には、係数の大きさ（絶対値）が第1回よりも縮小し、第3回では係数が有意でなくなった²⁴。本推計結果は、第1回の宣言時には、不確実性が非常に高く、予備的動機から銀行券を手もとに多く保有するニーズが高まったが、時間の経過につれて、人々の間で緊急事態宣言に対する理解が徐々に進み、不確実性が低下したことで、予備的需要が

【図表 9】 パネル分析：わが国の動向①

説明変数:	被説明変数	
	支払高 (前年比)	受入高 (前年比)
自粛率 (前年差)	0.320 ** (0.122)	-0.961 *** (0.126)
景気の現状判断DI (前年差)	0.002 *** (0.000)	0.008 *** (0.002)
特別定額 給付金ダミー	0.287 *** (0.044)	0.127 *** (0.021)
サンプル数	154	154
修正決定係数	0.219	0.511

(注) 固定効果モデルを用いて推計。景気の現状判断 DI には、内閣府「景気ウォッチャー調査」の「景気の現状判断（水準）」を使用し、支払高に対しては1期先行、受入高に対しては1期遅延させている。特別定額給付金ダミーは給付が本格化した2020/6-7月を1としたもの。***、**はそれぞれ1%、5%の水準で有意であることを示す。括弧内は標準誤差。推計期間は2020/1月～2021/3月。

(出所) 内閣府、日本銀行、Mizuno et al. (2021)
<http://research.nii.ac.jp/~mizuno/>

【図表 10】 パネル分析：わが国の動向②

説明変数:	被説明変数	
	支払高 (前年比)	受入高 (前年比)
第1回 宣言ダミー	0.081 * (0.038)	-0.172 *** (0.031)
第2回 宣言ダミー	0.001 (0.033)	-0.056 ** (0.023)
第3回 宣言ダミー	-0.107 (0.063)	-0.040 (0.043)
景気の現状判断DI (前年差)	0.001 ** (0.000)	0.009 *** (0.002)
特別定額 給付金ダミー	0.308 *** (0.038)	0.118 *** (0.025)
サンプル数	187	187
修正決定係数	0.174	0.555

(注) 固定効果モデルを用いて推計。景気の現状判断 DI・特別定額給付金ダミーは図表 9 の推計と同一。宣言ダミーは期間中（第1回：2020/4-5月、第2回：2021/1-3月、第3回：2021/4-6月）に、緊急事態宣言が発出された都道府県を含む地域で1をとるもの。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。括弧内は標準誤差。推計期間は2020/1月～2021/6月。

(出所) 内閣府、日本銀行

次第に低下したものと推察される。

おわりに

本稿は、わが国における銀行券の動向について、「銀行券のパラドックス」の観点から、特にコロナ禍の動向に着目した考察・分析を行った。

コロナ禍以前からみられている「銀行券のパラドックス」の背景には、グローバルに、キャッシュレス化の進展などにより取引需要は下押しされてきた一方、低金利環境の継続や不確実性の高まりなどに伴う予備的需要の高まりなどから非取引需要が増加していたことがある。また、わが国では、キャッシュレス決済に対して他の世代よりも消極的な高齢者の比率が高いことも、当該パラドックスに寄与している可能性が高い。「銀行券のパラドックス」は、コロナ禍を契機に拡大した。背景としては、経済の落ち込みや、「巣ごもり消費」を背景にキャッシュレス化が一段と進展し、現金決済の機会が更に減少した一方で、感染症というきわめて不確実性の高い状況が、予備的需要を高め、銀行券発行残高の増加に繋がったことが

指摘できる。実証分析の結果は、感染拡大に伴う外出自粛の動きや公衆衛生上の措置の導入が、銀行券の支払高の押上げと受入高の押下げの双方の経路で、銀行券発行残高を増加させたことを示唆している。

銀行券は人々の生活と密接に関わっており、その動向は、景気の変動はもとより、本稿で分析した先行きの不確実性に対する認識の変化などにも大きく左右される。日本銀行としては、そうした銀行券の動向を引き続き丁寧に把握し、今後とも、銀行券の円滑な供給に努めていく考えである。

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等に関しましては、日本銀行企画局政策企画課（代表 03-3279-1111）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、<https://www.boj.or.jp>で入手できます。

¹ 銀行券発行残高とは、日本銀行から金融機関への銀行券の支払いから日本銀行による金融機関からの受入れをネットアウトした、市中（金融機関と個人等の非金融機関）で保有されている銀行券の残高を指す。

² 本稿において、「現金」は銀行券と貨幣の両方を含む。なお、わが国で流通する「現金」のうち、金額ベースでみて約95%を銀行券が占めている（2020年末時点）。

³ 例えば、米国についてはO'Brien, S. (2021), "Consumer Payments and the COVID-19 Pandemic: Findings from the April 2021 Supplemental Survey," FEDNOTES, Federal Reserve Bank of San Francisco や Coyle, K., Kim, L., and O'Brien, S. (2021a), "2021 Findings from the Diary of Consumer Payment Choice," FEDNOTES, Federal Reserve Bank of San Francisco、欧州についてはZamora-Pérez, A. (2021) "The Paradox of Banknotes: Understanding the Demand for Cash beyond Transactional Use," ECB Economic Bulletin, Issue 2/2021などを参照。

⁴ 齋藤・高田（2004）は、銀行券への需要は、①取引需要、②銀行券保有の機会費用、③金融システムの安定性、④銀行券の引き出し・預け入れのコスト等により左右されると指摘しており、②～④は、以下で論じるように、「非取引需要」と整理できる。詳細は、齋藤克仁、高田英樹（2004）、「銀行券発行残高の伸び率低下の背景」、日銀レビュー、2004-J-5を参照。

⁵ 低金利環境と表裏の関係であるが、低インフレ環境では、銀行券を引き出してから消費するまでの間の物価上昇により生じる現金の実質的な価値の低下も限定的となるため、機会費用の低下に繋がる。

⁶ Williams, J. (2012), "Cash Is Dead! Long Live Cash!" Federal Reserve

Bank of San Francisco 2012 Annual Report.

⁷ Bank of England (2020), "Cash in the Time of Covid," Quarterly Bulletin 2020 Q4, Bank of England.

⁸ 大谷聡、鈴木高志（2008）、「銀行券・流動性預金の高止まりについて」、日銀レビュー、2008-J-9

⁹ 2021年4月7日公表「生活意識に関するアンケート調査」（第85回）の設問23を参照。回答は、①1千円未満、②1千円以上～2千円未満、③2千円以上～5千円未満、④5千円以上～1万円未満、⑤1万円以上～2万円未満、⑥2万円以上～3万円未満、⑦3万円以上～5万円未満、⑧5万円以上、の8つから選択する形式。

¹⁰ 本質問項目は、2021年3月調査から新設されたものであり、調査回数が限定的であることから、推計結果の安定性には留意する必要がある。直近の2021年9月調査のデータを用いると、50代の確率は、20代より高いものの統計的に有意ではなくなった一方、60代と70代以上の確率は、引き続き有意に高いことが確認された。

¹¹ この推計結果には、特定の年齢にみられる特徴（年齢効果）、特定の世代に固有の特徴（コーホート効果）、ある年にみられる特徴（時代効果）が混在している。今回の結果は、例えば、キャッシュレス決済に慣れ親しんだ現在の20代が、40年後に60代になった時点でも、同様の結果になることは意味しない。

¹² Coyle, K., Kim, L., and O'Brien, S. (2021b), "Consumer Payments and the COVID-19 Pandemic: The Second Supplement to the 2020 Findings from the Diary of Consumer Payment Choice," FEDNOTES, Federal Reserve Bank of San Francisco.

¹³ 千円札の発行残高と一万円札の発行残高のトレンドの違いを利用した「券種別銀行券アプローチ」により、銀行券発行残高を

取引需要と非取引需要に分解している。すなわち、千円札はすべて取引需要で保有されると仮定する。また、取引需要として保有される一万円札の伸び率は、千円札の伸び率に、千円札と一万円札の過去平均的な伸び率の差を加えたものとする。そのうえで、実際の一万円札の発行残高からこの取引需要を控除したものを非取引需要とする。詳細は、大谷・鈴木（2008）を参照。

¹⁴ 2019年春の取引需要の増加は、改元に伴う10連休の影響とみられる。

¹⁵ コロナ禍での消費機会逸失による可処分所得の積み上がりは「強制貯蓄」と呼ばれる（詳細は、「ワクチンの普及と個人消費の先行きについての考え方」、2021年4月展望レポートBOX3を参照）。このメカニズムは、銀行券発行残高の増加に寄与したと考えられる。特に、感染症拡大当初は、家計がもともと消費するために引き出していた現金が実際には消費されずに滞留したことで、銀行券発行残高の押し上げに寄与したとみられる。

¹⁶ Hale, T., Angrist, N., Goldszmidt, R., Kira, B., Petherick, A., Phillips, T., Webster, S., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Majumdar, S., and Tatlow, H. (2021), “A Global Panel Database of Pandemic Policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker),” *Nature Human Behaviour*, <https://doi.org/10.1038/s41562-021-01079-8>.

¹⁷ 製造業は非製造業に比べ取引において現金の利用が限定的と考えられるため、サービス業PMIを用いた。ただし、複合PMIを用いた場合でも、同様の推計結果を得ている。

¹⁸ 2020年4月の厳格化指数をみると、わが国の45.7に対し、米国では72.7、ユーロ圏では83.4となっている。

¹⁹ 厳密には、ここで利用したデータは、前段で指摘したような、金融機関と企業等の受払を捉えたものではない。もっとも、この

間、日本銀行と金融機関の銀行券の受払には目立った滞りはなく、本データは、金融機関と企業等の受払を相応に近似できていると考えられる。

²⁰ Mizuno, T., Ohnishi, T., and Watanabe, T. (2021), “Visualizing Social and Behavior Change due to the Outbreak of COVID-19 using Mobile Phone Location Data,” *New Generation Computing*, <https://doi.org/10.1007/s00354-021-00139-x>.

²¹ 具体的には、景気ウォッチャー調査における「景気の現状判断DI」を用いている。景気ウォッチャー調査の調査客体の構成比（2021年10月調査時点）は、小売関連が39.8%、飲食関連が5.1%、サービス関連が19.6%、住宅関連が4.1%、製造業経営者・従業員が9.3%、非製造業経営者・従業員が11.8%、雇用関連が10.0%、その他が0.3%となっており、非製造業従事者のウエイトが高い。

²² 特別定額給付金ダミーの係数が有意となっていることは、給付金の支給が銀行券需要の増加に寄与したことを示唆する。実際、この前後での銀行券発行残高は、まず、金融機関保有分が増加し、給付の進捗につれて個人や企業などの非金融機関保有分が増加する姿となっている。

²³ 銀行券発行残高の約9割は個人や企業などの非金融機関が保有しており、ここでの銀行券の増減の主因は、個人や企業の行動に起因するとして差し支えないと考えられる。

²⁴ 本推計は、宣言ダミーと景況感DIを説明変数に加えている。したがって、宣言ダミーの係数は、宣言が経済に与える影響をコントロールしたうえで、宣言そのものが銀行券の受払に与える影響を抽出したものと解釈される（宣言が経済に与えた影響を推計したものではない）。