

## Ⅱ レポート

### 最近のマネーサプライ動向について

経済調査部 松本 信哉

最近のマネーサプライの動向をみると、金融緩和が1985年以降に一段と加速する中で、1987年から急速に伸び率が高まった。1988年前半から増加テンポが鈍化してきているものの、依然として経済成長のテンポを大幅に上回る伸びとなっている。本稿の目的は、こうしたマネーサプライの最近の高い伸びをもたらしている主因を、貨幣需要の決定要因に従い明らかにすることにある。

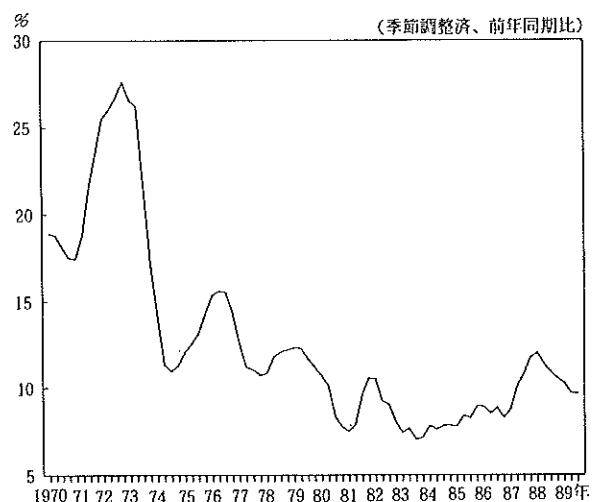
#### 1. はじめに

まず始めに、最近のマネーサプライ動向について、残高増加率、マーシャルのK、及び通貨流通速度の面から整理してみたい。

##### A) M2 + CD増加率は鈍化しつつも上昇傾向

マネーサプライの中心的な指標となっているM2 + CD（平均残高、季節調整済）の前年比推移をみたものが図-1である。1970年以降1983年にかけて上下動を繰り返しながらも、増加テンポは鈍化傾向の推移を辿った。その後、増加テンポは1986年末にかけて緩やかに上昇し、1987年から1988年始めにかけての急速な加速の後鈍化したものの、緩やかな上昇傾向を辿っている。

図-1 最近のマネーサプライ（M2 + CD）の動向



B) マーシャルのKは急上昇、通貨流通速度は急速に低下

次にマネーサプライの動向を経済規模と比較してみたい。マネーサプライを名目総需要と対比したマーシャルのKとそのトレンド線の推移をみたものが図-2である。1986年1~3月期からトレンド線を上回り、1988年半ばからは横這いの動きとなっている。1985年秋以降の円高を契機とした金融緩和の加速の中、経済規模を上回るテンポでマネーの拡大が続いていたことが示される。またマネーサプライの流通速度の推移をみると(図-3)、1986年1~3月期からトレンド線を下回り始め、1988年10~12月期まで低下速度の加速が続いた後、ようやく横這いの推移を見せ始めている。通貨流通速度はマーシャルのKの裏返しであることから、金融緩和の加速の中で通貨流通速度は急速に低下したものとみられる。また、通貨流通速度の低下は通貨の不活動残高の増加であることから、通貨流通速度が急速に低下しトレンド線を大幅に下回る水準にあることは、将来実体経済に向かうマネーが潜在的に滞留している可能性のあることを示している。

図-2 最近のマーシャルのKの推移

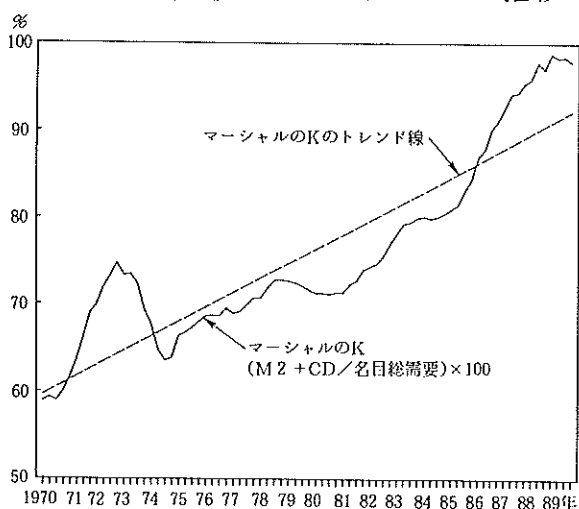
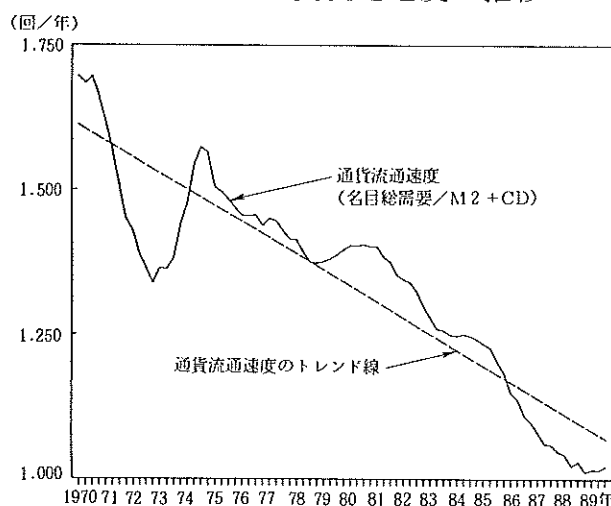


図-3 通貨流通速度の推移



以上にみたように最近のマネーサプライ動向は、①増加テンポが低下傾向から上昇傾向に移行し②経済規模と比較してマネーサプライの拡大は大きく③マネーの潜在的な滞留の可能性がある、といった特徴がみられる。

2. マネーサプライの構成通貨と信用面での対応

さて次に最近のマネーサプライの動向を、その供給面からみた統計である「構成通貨別M2+CD」及び「M2+CD増減に対する信用面での対応」のM2+CD増加率に対する寄与度の観点から考察してみたい。

A) 個人を中心とした準通貨+CDが大きく寄与

最近のマネーサプライ(M2+CD、末残、季節調整前)の構成通貨別増加寄与度

の推移をみたものが図-4である。1986年1～3月期から1986年末まではM1（現金通貨+預金通貨）が、その後は準通貨+CDが、M2+CDの増加に大きく寄与している。次に、個人・法人M2+CDと主体別にM2+CDを分けて、それらのM2+CD全体に対する増加寄与度を示したものが図-5である。図が示すようにM2+CDの増加は、1986年7～9月期までは個人・法人M2+CDの増加が共に寄与し、その後1988年7～9月期までは個人M2+CD増加の寄与が低下する一方で再び法人M2+CD増加が寄与した。1988年10～12月期からは、法人M2+CDは急速に寄与度を低下させる一方で、個人M2+CDの寄与度が反転上昇している。

図-4 構成通貨別寄与度

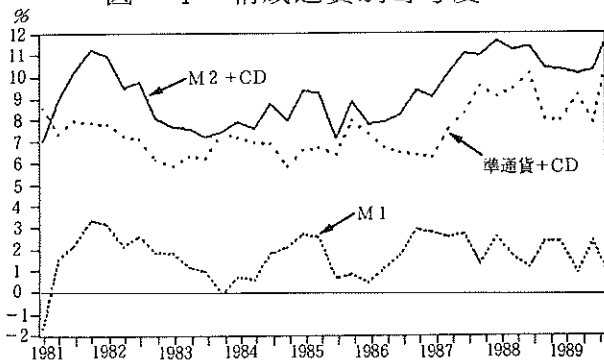
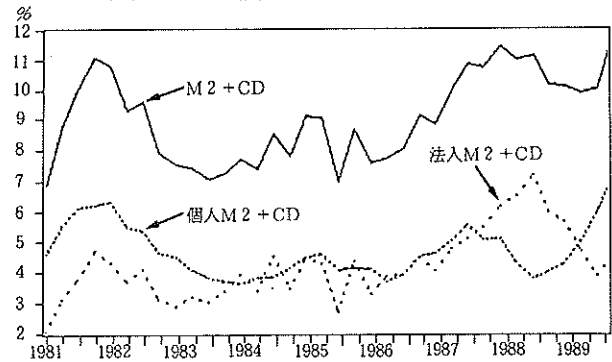


図-5 個人・法人別寄与度

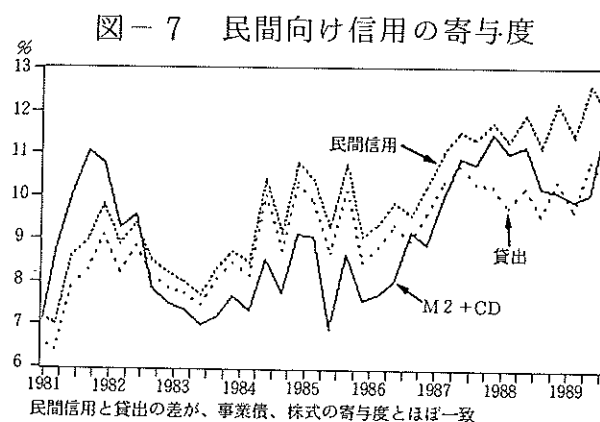
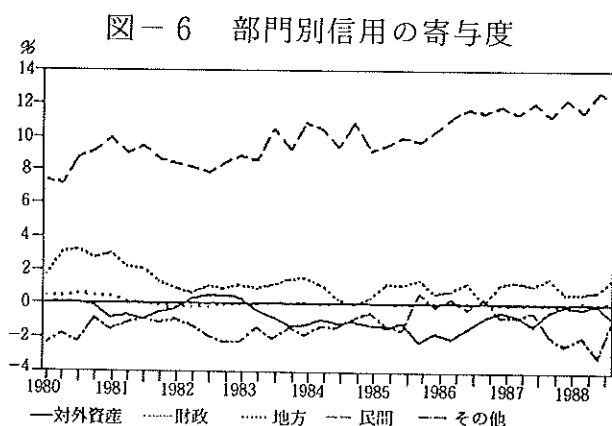


こうした動きの背景には、MMCや大口定期預金など定期性預金金利の自由化があるものと思われる。1985年以降金融自由化の進展の中で、金利の自由化もその焦点となっていた。MMC、大口定期預金金利などはM2+CD統計の準通貨にあたり、MMC、大口定期預金金利などの導入・最低預け入れ単位の引き下げなど金利の自由化は、非金融機関部門の資産選択に影響を及ぼし、準通貨+CDの増加に寄与したものと考えられる。こうした金利の自由化は構成通貨間の資金シフトを生じさせたとの見方もあるが、M2+CD全体が増加していることから構成通貨間の資金シフトだけでは説明できず、新たに他の資産からのシフトにより通貨需要が生じた可能性がある。また金融緩和が加速する中で、株式、債券、不動産など資産取引が活発化した結果、それらに伴う通貨需要を生んだ可能性も考えられる。

#### B) 金融機関による民間向け貸出と事業債・株式保有の増加が大きく寄与

M2+CD（対象金融機関の負債）の増減を、その信用面（対象金融機関の資産）の増減からみたものが図-6である。図からも明らかなように、財政向け信用が徐々に低下する中で、民間向け信用の寄与が高まっている。民間向け信用の寄与度の内訳をみると（図-7）、その大宗を占める貸出が1987年4～6月期までM2+CD増加に寄与していたことに加えて、1987年7～9月期以降は金融機関による事業債・株式の保有の寄与度が拡大している。こうした動きは、株価上昇を背景として製造業を中

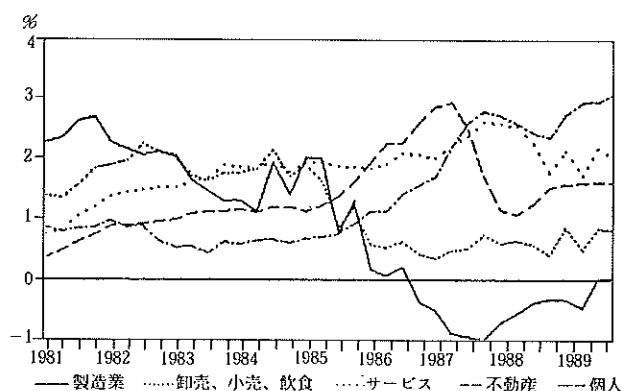
心として企業の資金調達が間接金融から直接金融に移行する中、対象金融機関が事業債・株式など市場で資産運用（信用供与）を活発化させる形で、事業債・株式の保有を増加させた結果であるとみられる。



### C) 業種別ではサービス・不動産・個人が大きく寄与

次に民間向け貸出の動向について、全国銀行銀行勘定における業種別貸出動向の増加寄与度（図-8）をみると、1985年前後を境に大きな変化があることがわかる。すなわち、1985年から1987年半ばにかけては、製造業の寄与度が大幅に低下しマイナスに転じる一方で、サービス業が安定した高い寄与度を示し、不動産業、個人の順に増加寄与度を高めている。1987年後半からは、不動産業が寄与度を低下させる中でサービス業と個人が高い寄与度を維持している。以上のように最近の貸出増加はその主要な業種が製造業からサービス業・不動産業・個人にシフトした結果であるが、こうした動きの背景には、①製造業において資金調達手段が間接金融から直接金融にシフトする中で借入需要が減退したこと、②経済のサービス化が進展したことにより非製造業において借入需要が増加したこと、また③首都圏を中心として地価が高騰する中で土地取引が活発化したことにより借入需要が増加したことなどが考えられる。

図-8 業種別貸出増加寄与度



これまでにみたように、M2 + CD増加率の高まりの中で、①構成通貨面では個人・法人を中心とした準通貨 + CDの増加②信用面では民間向け貸出と事業債・株式保有の増加があり、とりわけ③貸出増加の中心が製造業からサービス業・不動産業・個人の3業種向けにシフトしたこと、などがその供給面での特徴として挙げられる。こうした特徴は、以下で分析するように円高を契機とした景気鈍化から実体経済取引に伴う通貨需要が減退する一方で、金融緩和の加速から金利が低下するにつれ通貨保有の機会費用も低下したことによる通貨需要が増加し、また株式、債券、不動産など資産取引の活発化したことによる通貨需要の増加があった可能性を示すと解釈されよう。また1988年からは景気が回復するに伴って、製造業・非製造業と経済全体にわたり実体経済取引が増加したことから、金利上昇による機会費用の上昇や株式、債券、不動産など資産取引の減少があったにもかかわらず、通貨需要が増加したものと考えられる。

### 3. 通貨需要関数の推計と要因分解

次に、このようなマネーサプライの増加について通貨需要面から考察してみたい。始めに通貨需要の決定要因について簡潔に整理した後、それらを説明変数とする通貨需要関数を推計し、各要因の寄与度の変化をみることにより最近のマネーサプライ増加の主因を考察してみたい。

#### A) 通貨需要の決定要因

最近のマネーサプライの増加は、①景気回復に伴う実体経済取引の拡大、②金利低下による通貨保有の機会費用の低下、③株式、債券、不動産など資産取引の活発化、などが通貨需要の増加に影響した結果であると考えられる。

##### ①景気回復に伴う実体経済取引の拡大

プラザ合意以降の円高を契機として調整局面に入った国内景気は、1987年から回復局面となり、石油危機以後では最長の景気拡大を続けている。こうした付加価値の増加に伴う実体経済取引の拡大は、通貨需要の増加に影響したものとみられる。

##### ②金利低下による通貨保有の機会費用の低下

円高の進展による消費下落、海外金利低下、1986年1月以降通算して5回にわたる2.5%の公定歩合の引下げなどをうけて、通貨と代替しうる金融資産である国債や金融債などの利回り水準は大きく低下した。この結果、通貨保有コストである機会費用も大きく低下し、非金融機関部門において通貨需要を上昇させたとみられる。

##### ③資産取引の活発化

1986年以降、株式、債券、不動産などの資産取引が急速に拡大した。こうした取引自体は付加価値を生じないためGNPの増加には寄与しないものの、資産取引の活発

化はある程度の割合で少なからず通貨需要を上昇させた可能性がある。

## B) 通貨需要関数の推計結果とその寄与度

上記の各要因を代理するとみられる経済・金融指標を説明変数とし、1980年1～3月期から1989年7～9月期までを推計期間として通貨需要関数（マネーサプライ残高＝M2+CD）の推計を試みた。その結果を前年同期比で示したものが図-9であるが、推計値は実績値をある程度説明しているとみることができる。次に各要因のM2+CD増加に対する寄与度を要因分解したものが図-10である。

図-9 M2+CDの実績値と推計値

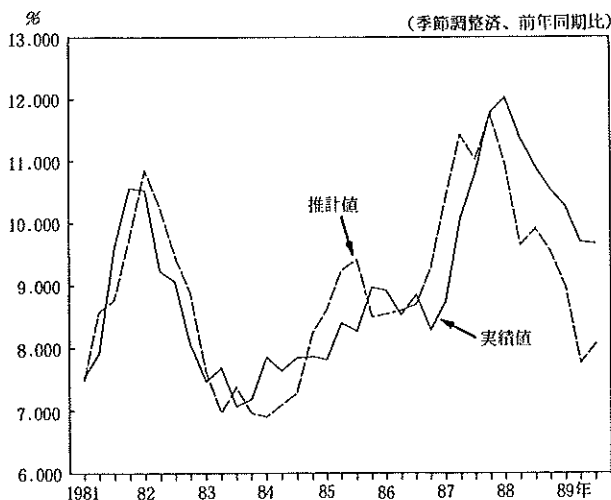
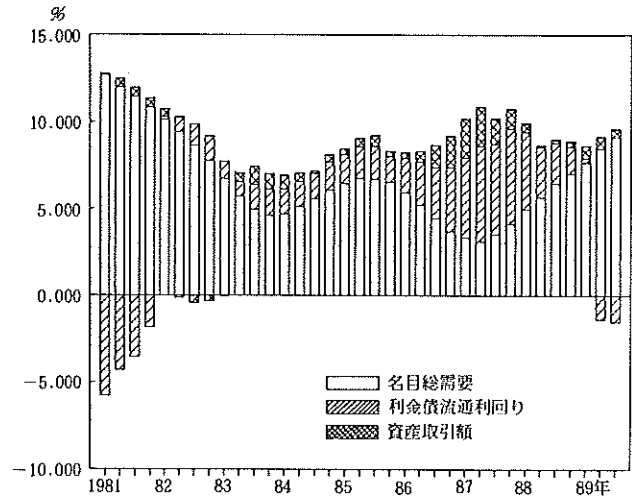


図-10 各説明変数の増加寄与度



この図からも明らかなように、マネーサプライ増加の要因について1986年と1988年に変化が見受けられる。すなわち1986年までは実体経済要因の寄与度が高かったものの円高不況の進展から徐々に低下し、代わって不況対策としての金融緩和の加速に伴い金利要因の寄与度が高まった。また金利低下に伴い株式、債券、不動産などの取引が活発化し資産取引要因は緩やかに上昇し、マネーサプライの増加の下支えとしての役割を果たしたものとみられる。1987年からは、実体経済要因の寄与度が再び高まり、金利要因と資産取引の寄与度は低下している。こうしたことから、1986年から1987年初めまでは、金融緩和の加速による金利低下により通貨の機会費用が低下したこと、株式、債券、不動産などでの資産取引が活発化したこと、また1987年からは景気回復に伴う実体経済取引の活発化が、通貨需要を増加させたものと考えられる。（図-9において1987年以降の実績値が推計値を上回っている。仮に推計結果が正しいとすれば、その解釈は①通貨需要を上回る通貨が供給された②他の要因により通貨需要が押し上げられていると2通りの可能性が考えられる。）

次に、M2+CDを個人と法人の主体別に分類して考えてみたい。まず個人M2+CDを①個人所得増減、②資産取引増減、③金利変動に影響されると考えて推計し、

加えて1989年6月から小口MMCが導入された点を考慮し、1988年4～6月期以降に小口MMCダミー変数を入れたところ、推計結果は向上した。その結果を前年同期比で示したものが図-11である。推計値は、推計期間の後半部分についてはある程度説明しているともみることが可能と考えられる（金利要因は統計的に有意な結果が得られないため説明変数から除いている。推計期間の前半部分については余り精度がよくないことは考慮しておく必要がある）。個人M2+CDに対する増加寄与度をみたものが図-12であるが、円高不況の進展に伴い1988年まで所得増加の寄与度は緩やかに低下した一方で、株式、債券、不動産など資産取引の寄与度が急激に高まり、その後は景気回復に伴う所得増加が寄与度を高めている。このことから個人の通貨需要増加は、1986年からは株式市場の活況による個人投資家の増加による資産取引要因が、1988年からは景気回復による所得増加の要因が主因となった可能性があることが指摘できよう。

図-11 個人M2+CDの実績値と推計値

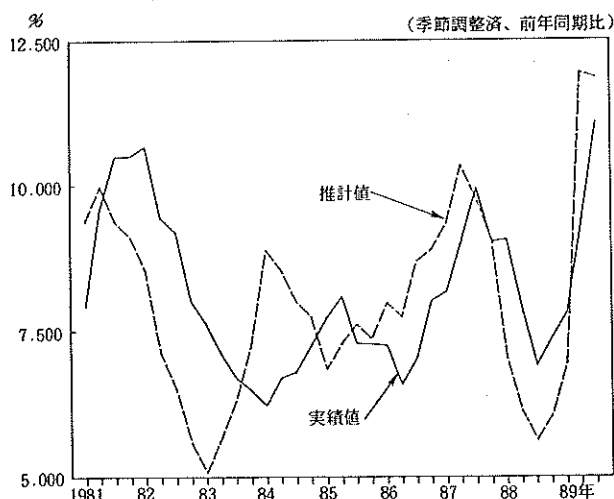
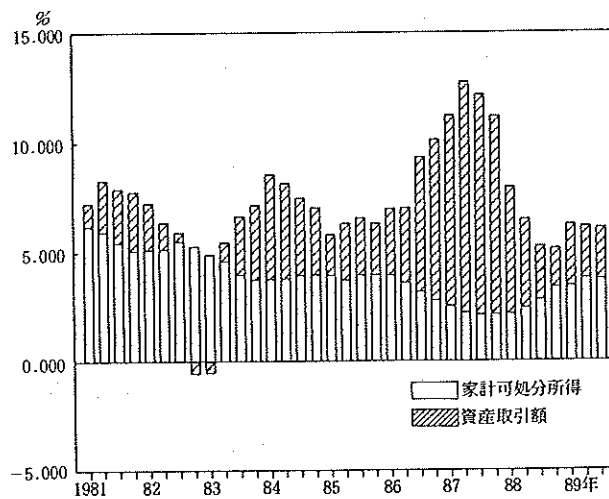


図-12 各説明変数の増加寄与度



さて次に法人M2+CDについて、①実体経済取引増減②金利変動③資産取引増減に影響されていると考え、推計した結果を前年同期比で示したものが図-13である。推計値はある程度説明力のあることが示される。法人M2+CD増加に対する寄与度をみたものが図-14であるが、M2+CD全体と同じ傾向がみられる。すなわち、1986年までは実体経済取引要因の寄与度が高かったが、円高不況の中で1987年にかけて金利要因、資産取引要因が寄与度を高め、その後は景気回復に伴い再び実体経済取引要因が寄与度を高めている。このことから法人における通貨需要の増加は、1986年から1987年にかけては金融緩和の加速に伴う金利低下、株式や債券、不動産などでの資産取引の活発化、1987年からは実体経済の回復に主因があったことが指摘できる。

図-13 法人M2 + CDの実績値と推計値

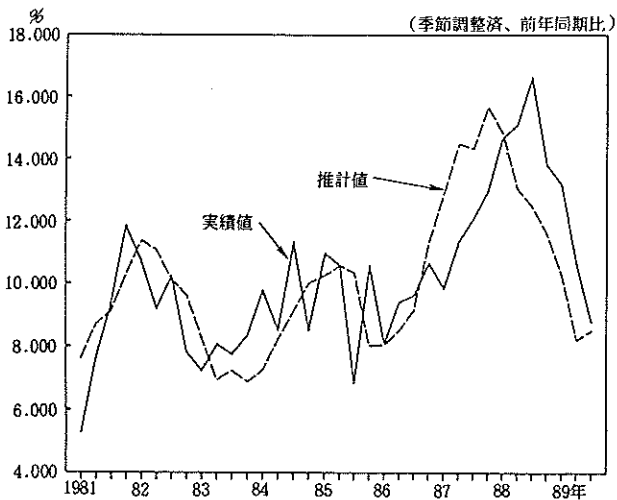
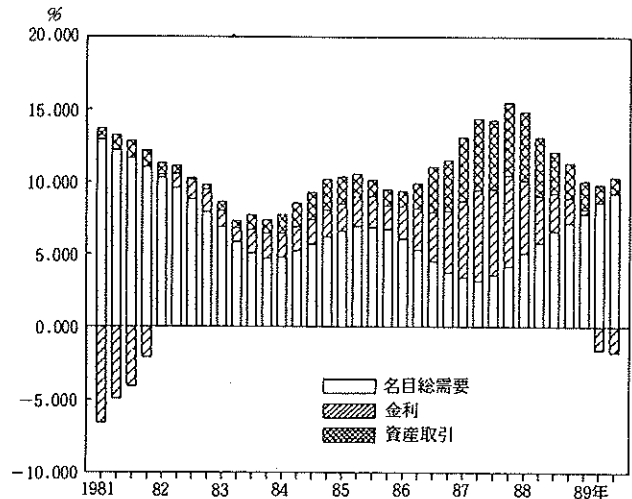


図-14 各説明変数の寄与度



(終わりに)

最近のマネーサプライの増加は、機会費用の低下、資産取引の活発化、景気回復による実体経済取引の活発化に支えられていたとみられる。ただし、実績値が推計値を上回る形での乖離がみられることから、上記の3要因以外に通貨需要を増加させる要因があったことも考えられる。その1つとして、金融自由化の進展が指摘されているところでもあるが、この点については今後の研究課題としたい。

(備考) 説明変数と推計式について

通貨需要関数を推計するために本稿において用いた説明変数は、①実体経済取引の代理変数として名目総需要(名目GNP+名目輸入等)を、②通貨保有コストを示す代理変数として利付金融債流通利回りを、また③資産取引の代理変数として株式売買代金と非金融機関部門の公社債購入純増額を採用している。各説明変数は、過去のデータが通貨需要に影響を及ぼしていると考えて、過去のデータにウェイトをつけて合成することにより、推計式の推計を試みた。推計結果は次の通りである。

<M2 + CD全体>

$$\begin{aligned} \log(M2 + CD) = & \\ & -0.6027065 + 1.240371 \times \sum_0^{11} W_t \times \log(\text{名目総需要})_{-t} \\ & \quad (-3.02) \quad (64.4) \\ & -0.3024504 \times \sum_0^7 \log(\text{利金債流通利回り})_{-t} / 8 \\ & \quad (-13.6) \\ & + 0.01730753 \times \sum_0^3 \log(\text{株式売買代金} + \text{非金融機関公社債購入純増額})_{-t} / 4 \\ & \quad (2.17) \end{aligned}$$

決定係数=0.9993      自由度修正済決定係数=0.9992

ダービン・ワトソン比=0.516      標準誤差=0.00068305



<個人M2 + CD>

$$\begin{aligned} \log(\text{個人M2 + CD}) = & \\ & -4.354025 + 1.337705 \times \sum_0^{11} \log(\text{家計可処分所得})_t \\ & \quad (-5.61) \quad (18.3) \\ & + 0.09732920 \times \sum_0^5 \log(\text{株式売買代金} + \text{非金融機関個人公社債購入純増額})_t / 6 \\ & \quad (9.04) \\ & + 0.04501167 \times (\text{小口MMC導入ダミー}) \\ & \quad (2.55) \end{aligned}$$

決定係数 = 0.9906      自由度修正済決定係数 = 0.9898

ダービン・ワトソン比 = 2.10      標準誤差 = 0.021906

<法人M2 + CD>

$$\begin{aligned} \log(\text{法人M2 + CD}) = & \\ & -2.311171 + 1.262416 \sum_0^{11} W_t \times \log(\text{名目総需要})_t \\ & \quad (-6.07) \quad (32.0) \\ & - 0.3441913 \times \sum_0^7 \log(\text{利金債流通利回り})_t / 8 \\ & \quad (-6.64) \\ & + 0.05743238 \times \sum_0^7 \log(\text{株式売買代金} + \text{非金融機関法人公社債購入純増額})_t / 8 \\ & \quad (2.96) \\ & - 0.01455133 \times (\text{大口定期預金導入ダミー}) \\ & \quad (-1.64) \end{aligned}$$

決定係数 = 0.9981      自由度修正済決定係数 = 0.9979

ダービン・ワトソン比 = 1.09      標準誤差 = 0.012675

各期のウェイトは以下の通りである

t	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
W <sub>t</sub>	0.15	0.14	0.13	0.12	0.10	0.09	0.08	0.06	0.05	0.04	0.03	0.01

(注) 個人M2 + CD = 現金通貨 + 個人預金通貨 + 個人準通貨  
 法人M2 + CD = M2 + CD - 個人M2 + CD  
 (個人、法人M2 + CDはデータ作成後、季節調整を実施した。)  
 (資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」「国民所得統計速報」  
 日本銀行「経済統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」