

Title	日本の金融連関の解剖(1)
Sub Title	An anatomy of the Japanese intersectoral financial relations, 1953-87 (1)
Author	浜田, 文雅
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1989
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.82, No.1 (1989. 4) ,p.20- 36
JaLC DOI	10.14991/001.19890401-0020
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19890401-0020

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

日本の金融連関の解剖(1)

浜田文雅

目次

1. はじめに
2. 金融連関の解剖学
3. 金融資産の蓄積
4. 法人企業の金融資産負債構成
5. 個人の金融資産負債構成
6. 政府の負債構成

1 はじめに

戦後における日本の金融は実に目まぐるしい変転を見せてきた。それは、高度成長期における金融的資金の慢性的な需要超過、第一次石油危機を挟んでの過剰流動性、低成長期に入ってから金融投資の拡大、そしてこの数年間における金融の技術革新・証券化・自由化・国際化へと進み、今や金融の時代の様相を呈するほどに変わったのである。

日本の金融に関する研究もこれにともなって極めて盛んになり、日本金融のメカニズムの解明は現代経済学の一つの中心課題になったと言っても過言ではなからう。当然のことながら日本の金融データはこれらの研究において欠くことのできないevidenceを供給する素材として利用されている。

しかし、日本の金融の全体像を可能なかぎり簡潔かつ明解に把える作業は、筆者の知るかぎり、あまり見当たらないように思われる。筆者の言う「簡潔かつ明解に」とは、局所的にはなく、日本の内部における金融的な相互のつながりの全体図、つまり大袈裟に言えば日本金融の解剖図を描いてその特徴を把握することである。言うまでもなく、このようなことは極めて至難の業であり、到底一研究者が為しうることはないようにも思われる。けれども、たとえ不完全ではあっても、これなくして日本金融の分析の視点を適切に定めることはできないはずである。

理想はともかくとして、現実には為し得ることは、資金循環勘定のデータを利用して、日本経済における金融的資金の流れと金融的な債権債務の関係における特徴を明らかにすることであろう。浜田(1971)は1953~69年の期間におけるこのような試みはある程度は行っている。しかし、その後⁽¹⁾においてもこの種の包括的な解剖学的試みはほとんど進んでいないようである。

注(1) 那須(1987)は部分的にこの種の研究を行ったが、包括的なものではない。また、少し異なった視点からの分析は、木村・蠟山(1985)でおこなわれている。

この小論は、浜田（1971）で果せなかった日本の金融のマクロ的な解剖図を描き、その特徴を明らかにするための研究の第一回目の中間報告である。第2節では、日本の金融的構造をストックの面から観察することを基礎づけるための理論的視点について簡単に述べ、第3節では金融資産の蓄積のマクロ的な様相を観察し、第4および5節では法人企業および個人部門の金融資産負債残高構成の推移の特徴を明らかにする。第6節では政府部門の負債構成の推移の特徴を明らかにする。以上の観察・分析によって、つぎのことが明らかにされた。すなわち、

- 1) 第一次石油危機以前の民間経済では金融資産の蓄積速度は高い（年率約20パーセント）。
- 2) 第一次石油危機以後では、一時的に蓄積速度が落ちるけれども、再び加速をはじめる。
- 3) 法人企業の蓄積速度は、売上債権を除くと際立って加速している。
- 4) 個人部門（含、個人企業）の蓄積速度は80年代前半まで低下し、その後は明らかに加速している。
- 5) 第一次石油危機以降、実物経済の活動とは直接結びつかない金融資産の割合が法人企業で増加している。
- 6) 法人企業、個人の金融資産負債構成の推移を見る限り、日本金融の間接金融システム優位はほとんど変わっていない。
- 7) 間接金融優位の中で、中央政府は国債等の直接証券の発行により、法人企業は市中金融機関借入金による資金調達に依存し、資金調達の手段としての際立った相違を示している。

2 金融連関の解剖学

研究・分析の対象が実体として存在する場合、まずその実体を可能なかぎりシステムティックな方法で観察し、十分な知識と認識をもってからそのメカニズムの解明に着手するのが科学的な方法である。J. R. Hicks（1942）は、現実のマクロ経済の分析をおこなうとき、まずその経済の解剖が必要であることを主張し、「社会会計」の分析枠組を提示した。ヒックスは、マクロ経済の解剖学がその生理学の前に必要であることをはじめて提唱したのである。

Copeland（1952）以来、マクロ経済の内部における金融的な相互依存性は資金循環勘定によってもっともシステムティックに把握できるとされてきた。ここでは、金融取引表などのフローの観察をおこなう前に、マクロ経済内部の各部門間における金融的な債権・債務関係がどのようになっているか、どの部門とどの部門の結びつきが強いのか、また結びつきはどのような形態のものかを明らかにしなければならないと考えられる。

このことは、日本の金融の規模と構造を各部門の資産選択行動と債務管理行動の面から観察することを意味している。周知のように、資産選択理論はストック配分の理論であり、債務管理理論もストックの理論である。現代の金融理論はまだフローについては確立されていないのみならず、その分析は数多くの困難な問題を未解決にしている。金融的な部門間の連関は、かつてフローに関する

る金融連関分析が注目されたことがあった。しかし、それは理論的に極めて制約が強く、結局衰退してしまっただけである。この小論における金融連関とは、上述したようなストックの関係を中心に据え、フローの関係はそれを補完するためにのみ観察されるであろう。

ある部門における金融資産の構成は、その部門の金融的債務の構成と密接に関わっているという考え方は、ヒックス／マコーヴィッツ／トービン型の金融資産選択理論、とりわけトービン以後の⁽²⁾Yale Approach として一般化されている。このような純粹理論的な金融資産負債構成の決定理論とは別に、歴史的・制度的な諸要因の影響もまた無視することはできない。

Georgescu-Roegen(1966)が強調したように、理論的視点がある程度明確になったとき、はじめて何をどのように観察するかが意識されるのである。マクロ的な経済内部の金融的な相互の結びつきの特徴を明らかにするためには、各部門の金融資産負債残高の構成に見られる特徴を把握し、そこから各部門間の金融的な関係を観察し、マクロ的金融の全体像を描くことが必要である。この段階では、まず事実を可能なかぎり正確に把握することが肝要であろう。

3 金融資産の蓄積

金融連関の構造を観察するのに先立って、戦後の金融資産の蓄積の様相がどのような特徴を示したかを明らかにしなければならない。マクロ経済全体としての金融資産をどのようにして把えるかについては議論の別れるところである。たとえば、主な問題としては「企業間信用」を含めるか否かによって金融資産の規模はかなり変化するであろう。ここでは、単純に企業間信用を含むすべての金融資産を合計したものについてまず観察することにする。このような数値としては、国民貸借対照表の金融資産合計あるいは資金循環勘定の金融資産負債残高表の合計欄の合計がある。

金融資産の全部門の合計は、対外関係を無視すれば、金融負債合計に等しい。つまり、両者は大体において相殺されるものである。しかし、この両者を構成する各項はそれぞれが種々の経済主体(民間・公的部門など)の金融行動の結果として生じたものであるから、金融取引きというフローの規模とは別に、金融市場の規模と密接に関わる指標として金融資産残高を観察することは極めて重要である。とりわけ、経済部門間の金融的な結びつきという意味での金融連関の構造的な特徴を明らかにするためには、金融資産の規模を観察することからはじめなければならない。

さきに述べたように、経済発展を推進する生産的な投資(設備投資・在庫投資など)が効率よく拡大するためには、資金余剰部門から資金不足部門への貯蓄の移転が促進されなければならない。貨幣的および非貨幣的金融仲介機関が供給する通貨および間接金融証券と最終的借り手が発行する直接金融証券の増加が金融資産の蓄積を進めることになる。この意味で、実物経済の成長は金融資産の蓄積と相互依存적である。

表1は、1950年代以降の日本の金融資産の蓄積の推移を示している。表において、合計欄がマク

注(2) たとえば、Merton(1972)を見よ。

表 1 金融資産の蓄積過程 (1,000億円)

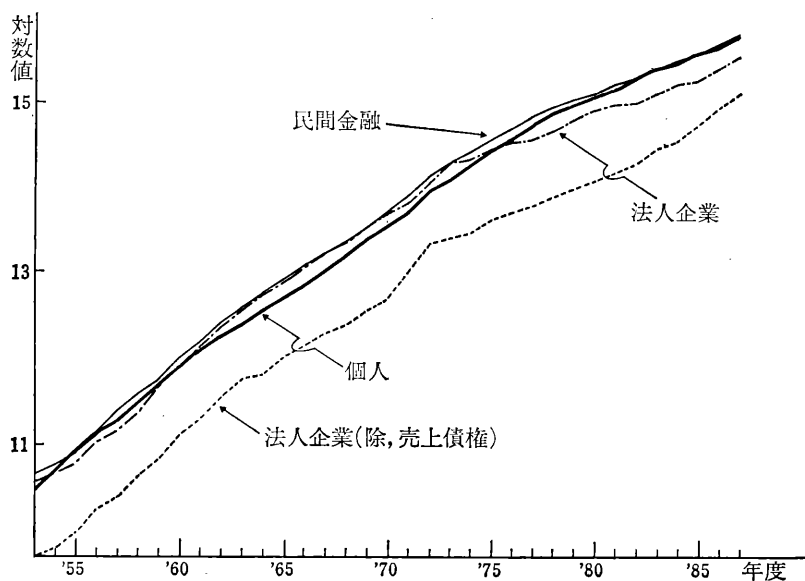
年度	日本銀行	民間金融	公的金融	政 府	法人企業	個 人	合 計	対 GDP比率
53	7	42	13	13	38	34	144	—
55	7	55	16	14	48	54	185	2.15
60	15	163	34	26	148	150	495	2.96
65	27	408	76	44	387	328	1,230	3.64
70	62	897	188	110	846	747	2,758	3.66
75	151	2,121	519	266	1,861	1,825	6,477	4.25
80	214	3,645	1,212	538	2,947	3,517	11,692	4.77
85	280	5,946	2,071	884	4,374	5,878	18,452	5.77
87	355	7,706	2,448	1,177	5,853	7,334	22,223	6.65

資料：日本銀行「資金循環勘定」、政府は中央政府と公社・公団および地方公共団体の合計

口経済全体としての金融資産の蓄積の跡を示している。金融資産残高は、1953年度末には14.4兆円であったが、1987年度末には2,222.3兆円にまで増加した。この表には5年毎の数値が示され、それによると各5年間で倍以上の成長を示していることが分るのである。この35年間に金融資産は154倍に膨張したことになる。

物価変動の影響は、第一次および第二次石油危機を経験していることから無視できないが、この点およびマクロ経済規模との比較を考慮するために、国内総生産に対する比率を求めた。表1の最後の欄がその結果である。金融資産残高の対GDP比率は、Goldsmith (1955) の金融連関比率および Gurley=Shaw (1960) の issue-income ratio と対比する指標である。issue-income ratio は

図 1 金融資産の蓄積速度



(注) 日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

注(3) この合計は、個人および法人企業の株式の市場価格による評価調整額が含まれていない。これに対して、個人および法人企業の欄は調整後の数値によって修正されている。

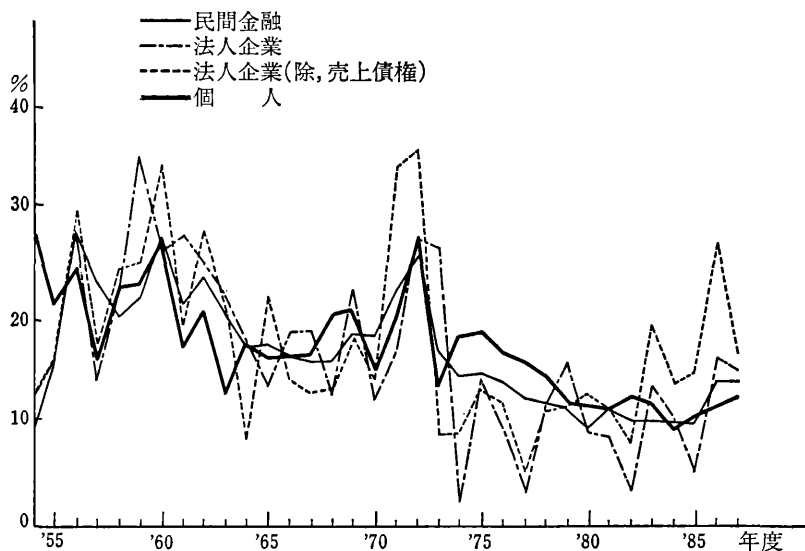
フローの比率であるから次元を異にするけれども金融の規模を測る点では共通している。

言うまでもなく、GDP はマクロ経済の規模の指標であるから、金融資産残高/GDP 比率は実物経済の市場規模に対する金融市場の規模の相対的な大きさを表わす指標である。表によると、この比率は1950年代から一貫して増加し、最近では1985年度までに2倍以上、1987年度末には3倍以上になっている。したがって、金融市場の規模は実物市場の規模よりも早い速度で発展したことが明白である。このことは、決して日本個有の現象ではなく、むしろ経済発展の典型的な現象であることはすでによく知られている。⁽⁴⁾

マクロ経済全体としての金融資産の膨張が目覚ましいことは上に述べた通りであるが、その内訳も表1に示されている。これによると、この期間において金融資産の保有の順位はそれほど大きな変化はなく、民間非金融部門である法人企業と個人部門の金融資産保有が民間金融部門の資産(負債)残高の規模に反映していると言ってもよい。全期間を通じての金融資産残高の伸び率は日本銀行が50.7倍、民間金融が183.5倍、公的金融が188.3倍、政府が90.5倍、法人企業が154倍、個人が215.7倍で、個人が最大の伸び率を示したことになる。

このことは経済発展のプロセスで全く自然な観察結果である。ただ、1985年度に対する1987年度の伸び率を求めると、最高は法人企業の1.34倍、それに次いで政府が1.33倍となり、他の部門はこの2つの部門よりも低い伸び率を示している。図1はこのことをより明確に示すために半対数座標で主要部門の金融資産残高の推移を示している。図1には、法人企業の金融資産から企業間信用(売上債権)を控除した値も示されている。図1において、縦軸は対数値が目盛られているから、図

図2 金融資産の蓄積速度の年度別推移(%)



(注) 日本銀行「金融資産負債残高表」より計算・作成。

注(4) たとえば、Goldsmith (1955) を見よ。

に描かれた折れ線の勾配は部門別の金融資産残高の成長率つまり蓄積速度を表わしている。図1には民間金融部門・法人企業部門・個人部門の3つの部門のみが図示されている。一見して明らかのように、これら3つの部門間での金融資産の蓄積速度にそれほど大きな差は認められない。すなわち、金融資産の蓄積は大体において平行的に進められたと考えてよい。

しかし、第一次石油危機以後では、民間金融部門の金融資産の蓄積速度の低下が現われる。このことは個人部門についても同様である。法人企業部門は売上債権を含めると蓄積速度の鈍化が認められるが、売上債権を除く純然たる金融資産の蓄積速度は次第に上昇していることが分るであろう。さらに、1986年度からは個人・法人企業の両部門において金融資産の蓄積速度がより強く加速されていることが分るであろう。

このような大きな金融資産蓄積を進めた最大の原因が株式を中心とする証券の価格の高騰であることは言うまでもない。蓄積速度の変化をより直接的に把握するために金融資産残高の対前年度増加率を求めて図示したのが図2である。図2によると、1950年代から第一次石油危機に至るまでの期間では、大体において景気循環と歩調を合せるように金融資産の蓄積速度が循環変動を示している。図2の位相が景気循環より若干の遅れを見せているのはこの増加率がストックの増加率であってフローのそれではないことによるものと考えられよう。

この期間での蓄積速度は大体において年率20パーセント前後であった。第一次石油危機後の低成長時代に入ると、石油危機後に一度大幅な落ち込みを示すが、その後は法人企業部門でかなり明瞭な蓄積速度の加速が認められる。ただし、それは一本調子ではなくジグザグ運動を見せている。法人企業の売上債権を除く金融資産の蓄積速度の上昇はとりわけ大きいことが図から読みとれるであろう。これに対して、個人部門は石油危機以後1980年代前半まで蓄積速度が低下に、後半になって再び上昇をはじめていることが分るであろう。

以上をまとめると、

- 1) 1950年代から第一次石油危機までの民間経済では、金融資産の蓄積速度は高く（年率約20パーセント）、各部門とも景気循環と同調する動きを示した。
- 2) 第一次石油危機以後では、一時的に蓄積速度は落ち込むが、次第に加速している。
- 3) 特に、法人企業部門の蓄積速度の上昇が際立っている。そして、売上債権を除く金融資産の蓄積速度はより明瞭な加速を示している。
- 4) 個人部門の金融資産の蓄積速度は80年代前半まで低下し、後半に入って明瞭な加速化に転じている。

第一次石油危機以降の低成長時代から最近に至るまで、企業の設備投資の伸び悩みは企業の設備資金需要を減衰させ、企業内に蓄積された内部資金は金融資産への投資に振り向けられ、これが金余り現象の最大の原因とされたのである。この考え方は最近の過剰流動性の発生を説明する定説となっているように思われる。このことは、以上の観察結果によってほぼ正しいことが裏付けられた

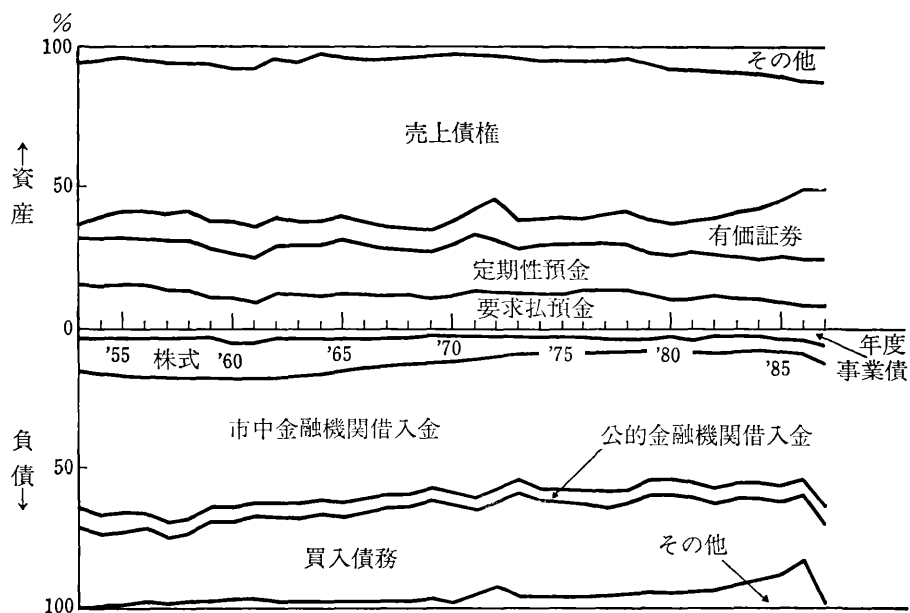
ように思われる。ただし、個人部門の蓄積速度の変化は少し様相を異にしていることも明らかになった。これらのマクロ的な観察結果は以下で示す各部門別の資産負債残高構成の観察によってより詳細に分析されるであろう。

4 法人企業部門の金融資産負債構成

法人企業が金融資産を保有するのは主として実物的な経済活動の円滑化のためであった。しかし、最近では金融資産の保有も一つの投資機会の選択として積極的におこなわれるようになってきた。実物的な経済活動との関係での金融資産としては活動残高としての現・預金・定期性預金があり、その他にも **near money** としての非貨幣的金融資産がこれに含まれるであろう。この他に取引上発生する特殊な金融資産として売上債権がある。さらに取引関係の強化を狙った株式保有も通常の金融資産選択とは次元を異にする資産保有動機ではあるがかなり一般的に認められている。

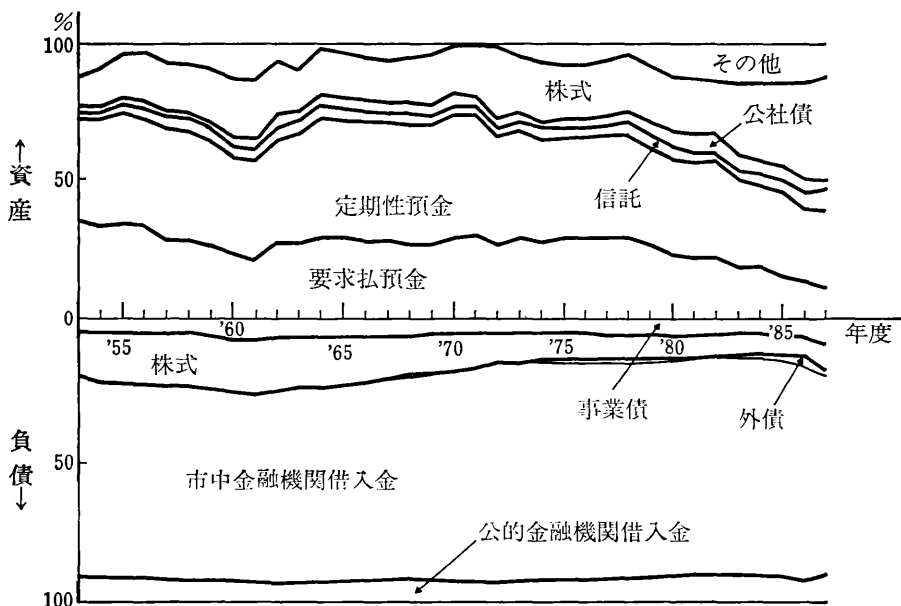
図3の上半分には法人企業の金融資産残高構成の推移が主要項目について示されている。まず一見して明白なことは、第一次石油危機以前の期間において、金融資産の構成が傾向として極めて安定していることである。このことは浜田(1971)でも指摘している。その原因は、恐らく法人企業の実物的な経済活動の発展が極めて着実であり、金融資産の役割りが主として実物経済の円滑な運営を輔佐することにあつたこと、つまり **near money** あるいは流動性の予備としての金融資産保有が主な動機であったものと考えられよう。株式保有の動機は取引関係との連帯を強める安定株主

図3 法人企業部門の金融資産負債構成の推移



(注) 日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

図4 法人企業部門の金融資産負債残高構成の推移



(注) 企業間信用を除いた構成比である。日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

となることであるとすれば、株式保有も実物経済活動の円滑化の一貫であったことになる。

図によると、金融資産の中で最も大きな割合（約60パーセント）を占めているのは売上債権である。すでに述べたように売上債権は特殊な金融資産であるが、実物的な経済活動水準と密接な正の相関関係にあることはよく知られている。これに次いで、要求払預金および定期性預金⁽⁵⁾が大きな割合（合計で約30パーセント）を占めている。これも活動残高の一つの形態として保有されていたと考えられる。このような安定した構成比の傾向は有価証券の場合も同様である。株式が市場価額に置き換えられているにもかかわらず、その傾向に目立った変化は認められない。⁽⁷⁾

図4の上半分には、同じ期間についての売上債権を除いた金融資産構成の推移が示されている。この図によると、第一次石油危機までの期間では、岩戸景気あるいは「所得倍増ブーム」のピーク⁽⁸⁾辺りでの屈折がより強調されることを別とすれば、傾向的な安定性に変化は認められない。売上債権を金融資産と見做すか否かについては議論もあるが、ここでの解剖学的視点に立てば、これを除く理由は特になく思われる。しかし、売上債権の本来の機能が明らかに「融資」の性格をもつことからすれば、それを実物出資と規定するのではないかぎり、金融資産の一つの特殊形態と考えるべきであろう。⁽⁹⁾

注(5)、(6) この点については、Hamada (1970) を見よ。

(7) 日本銀行の「金融資産負債残高表」は1987年度から市場価格表示に変更されているが、それ以前の年度では簿価表示であり、市場価額は欄外に注記されている。

(8) この屈折が何によって生じているかは未だ解明されていない。

(9) この点で日本銀行は前者の、木材・蠟山 (1985) は後者の立場をとっている。

第一次石油危機以後の資産構成の推移はそれ以前とかなり異なった特徴を示している。まず図3の上右半分を見ると、売上債権および要求払預金の割合が1979年つまり第二次石油危機の辺りからかなり明瞭な低下傾向を示し、これに代って、有価証券およびその他の金融資産の割合が上昇している。特に有価証券の割合の上昇はかなり顕著である。このことは低成長による活動残高需要の相対的な低下と不確実性の増大による投資の実物資産（設備・在庫など）から金融資産へのシフトが生じていることを窺わせるであろう。

このような変化は、売上債権を除いた図4によって一層明白に示されている。図4の上右半分を見ると、要求払預金のみならず定期性預金の割合も低下していることがよく分る。さらに、株式保有の割合の増加が著しい。そして、公・社債と信託の合計（その内訳としては公・社債から信託へのシフトが認められるが）およびその他の金融資産の割合の増加が生じている。

以上をまとめると、第一次石油危機以後の期間では、実物経済活動の伸び悩みと共に、要求払預金・定期性預金・売上債権など活動残高とそれに附随する金融資産⁽¹⁰⁾の割合の低下が生じている。さらに、実物経済の活動とは直接結びつかない金融資産の保有つまり収益動機（あるいは投機的動機）による金融資産への投資が増大していることが明瞭に観察されたのである。これこそが、第一次石油危機以後に、より明確には第二次石油危機以後における法人企業部門の金融資産残高構成の変化の特徴であると言ってよいであろう。

経済発展が成熟段階に達すると、ガーレイ（1960）の指摘にあるように、非貨幣的金融仲介機関の供給する非貨幣的金融資産の増加が重要な役割りを果たすことになる。このことは現在の日本でも例外ではない。そして、図4の右上半分における株式・公社債・信託の構成比の上昇はまさにこのような傾向の一面を反映していることにもなるのである。

つぎに、負債構成の推移を見ることにしよう。図3の下半分には法人企業部門の主要な負債項目の構成の推移が示されている。構成比を求める場合、その分母に何をとるかが問題である。法人企業部門は基本的に資金不足部門であるから、金融資産合計は金融負債合計よりも小である。日本銀行の金融資産負債残高表では、両者の差を「差額」として計上し、負債側の合計を資産側の合計と一致させている。

そこで、株式の保有が市場価額として表示された1987年度よりも前の期間については、すでに述べたように、資産側の株式を市場価額で置き換えて金融資産合計を再計算することにした。このようにして求めた金融資産合計と金融負債合計の差によって「差額」を推計し直していることになる。以上の再調整の後に、負債残高合計を分母として負債構成比を求めていることにした。この方式は必ずしも適切であるとは考えていない。何故ならば、1986年度までの各期における「差額」は理論的には各年度に発生するこの部門の資金不足の累計額に相当するものであるから、フローとストックの整合性を考えると株式保有を取得残高と調評調整額（評価益）とに分離しなければならない。

注（10） 売上債権は取引先の活動残高の肩代りである。

（11） 浜田（1987）を見よ。

しかし、それは現在では不可能に近いであろう。

図3および図4の下半分の負債構成比はこのような負債残高合計を分母として計算されている。そこで、まず図3の第一次石油危機以前の期間について負債構成の変化を見ると、最大の構成比を示しているのは市中金融機関借入金である。その割合は負債合計の約50パーセント前後に達するほどであり、この期間における圧倒的な間接金融の優位を示している。しかし、同時に株式も10パーセント強の割合を占め、買入債務は20パーセント強からその割合を次第に増加させている。

買入債務を除いた場合の構成比の同じ期間における推移を図4の左下半分で見ると、上述した傾向がより一層明白になっていることが分るのである。同時に事業債および公的金融機関借入金の割合はほぼ一定である。事業債はこの期間については日本の事業債発行が極めて制約の強い割当て制によっておこなわれたことの反映であり、全く制度的あるいは人為政策の結果でしかない。公的金融機関借入金も同様に政策の結果である。この期間においては、この二つの資金はほとんど同じ政策原理にしたがったと言ってもよいかもしれない。

第一次石油危機以後の期間についてもそれほど大きな変化は認められないことが図3および図4の右下半分によって分るのである。ただ、注目すべきことは、1986年度までを見ると市中金融機関からの借入金の割合がむしろ増加していることである。この傾向の原因は恐らく業種によって異なるからより詳細な観察によってのみ明らかにされるであろう。市中金融機関からの借入金の割合増加に対して買入債務の割合が減少していることは資産の側の売上債権の割合の減少と同じ原因によるものと考えられる。

法人企業の負債残高構成は1987年度になって新しい変化を示しはじめたように思われる。それは株式・事業債・外債の割合の増加である。図3および図4の両方でこのことは明瞭な変化として現われていると見てよいであろう。

以上をまとめると、法人企業の負債構成は市中金融機関借入金の割合が圧倒的であり、間接金融の優位は依然として続いている。しかし、1987年度になると株式・事業債・外債の割合の際立った増加が生じ、日本の金融の証券化および国際化への動きが明瞭に読みとれる。ただ、証券化・国際化は法人企業の負債構成を見るかぎり未だ極めて軽微である。

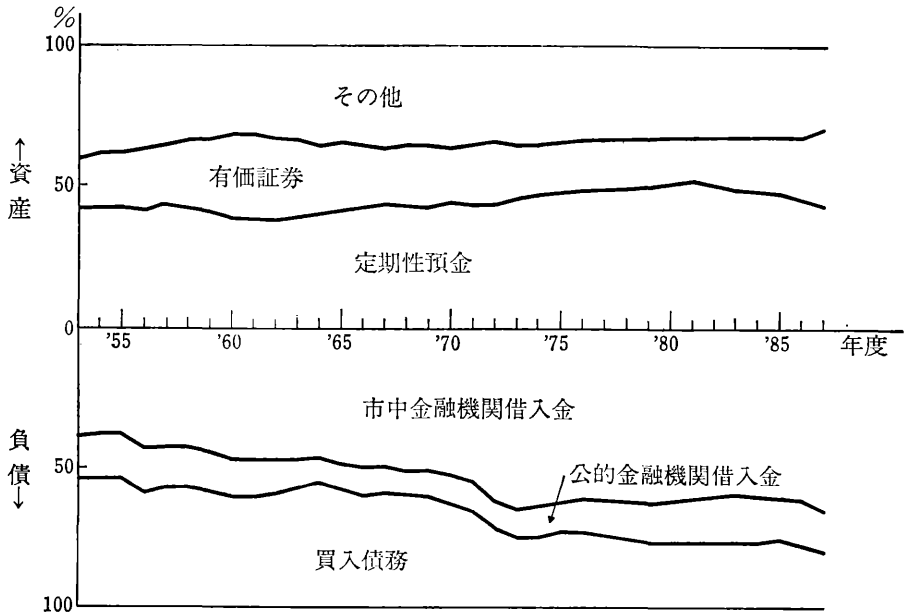
5 個人部門の金融資産負債構成

個人部門の金融資産負債残高表は家計の他に個人企業を含んでいるため、その構成は両者の行動を反映する複雑なものとならざるを得ない。しかし、この部門全体として見ると資金余剰が発生していることから明らかなように、企業としてよりも家計としての行動がより強く反映されているという認識の下に観察するのがよいと考えられるであろう。

図5の上半分は個人部門の金融資産構成の推移を示している。⁽¹²⁾ 図から明らかなように最大の構成

注(12) 法人企業の場合と同様に、株式を市場価額に置き換えている。

図 5 個人部門の金融資産負債残高構成の推移 (1)



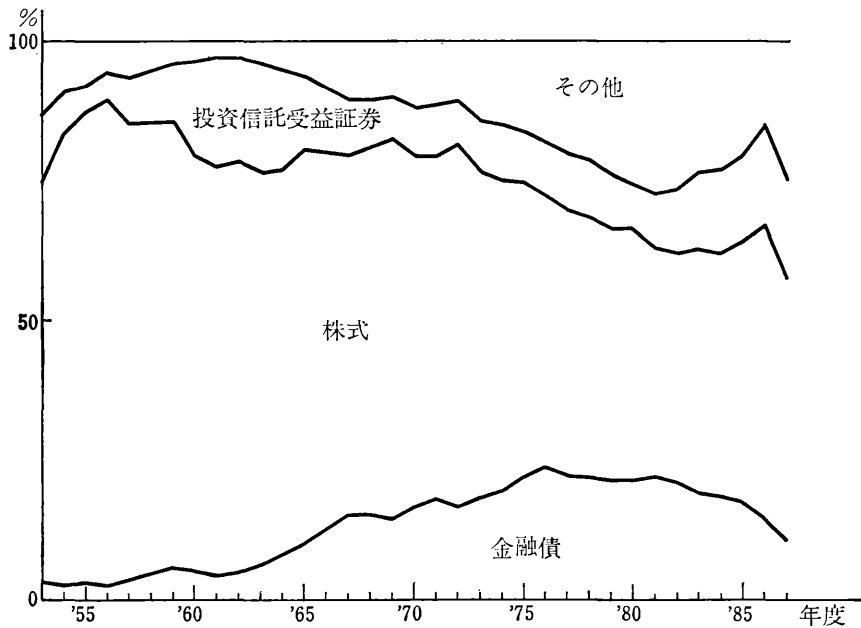
(注) 金融資産総額は株式を市場価額に置き換えて計算した。負債総額は負債項目の合計を求めた。日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

比は定期性預金であり、全期間を通じてこの傾向は変わらない。この比率は第一次石油危機以後次第に上昇し80年代のはじめには50パーセントを超えている。しかし、その後は有価証券の増加によって若干だが割合が低下している。図における「その他」は定期性預金と有価証券以外のすべてを含んでいて、その内訳はここでは無視することにする。個人部門の金融資産構成の変化の特徴をより詳細に見るために、有価証券の内訳構成の推移を図6に示した。図によると、1970年代の中頃までは株式の割合が70~80パーセントを占めているが、この割合はこの期間中においても80パーセント強から次第に低下している。そして金融債とその他の有価証券の割合が上昇している。この間に高度成長期前半に投資信託受益証券の割合が一時的に大きく上昇している。

以上の観察結果として明らかになった第一の点は、個人部門の最大の金融資産は定期性預金であるということであり、この点は全期間を通じて全く変わっていないことである。すでによく知られているように、個人部門は資金余剰部門として他部門に貯蓄を移転しているが、その貯蓄は主として定期性預金という間接証券の形態をとっている。金融仲介機関は資金の最終的借り手に対して個人部門から出る資金を間接的に仲介していることになる。現時点も含めて間接金融方式は全期間において支配的であることの一つの証拠である。このことは、前の節における法人企業部門の負債構成から確認された間接金融の優位とも整合している。

第二は、1980年代の後半から有価証券の割合が増加していることである。このことを図6でより詳細に観察した結果、有価証券の中では株式の割合が圧倒的に高いこと、しかし、1960年代後半か

図 6 個人部門の有意証券保有の内訳構成の推移



(注) 株式は市場価格評価による数値である。日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

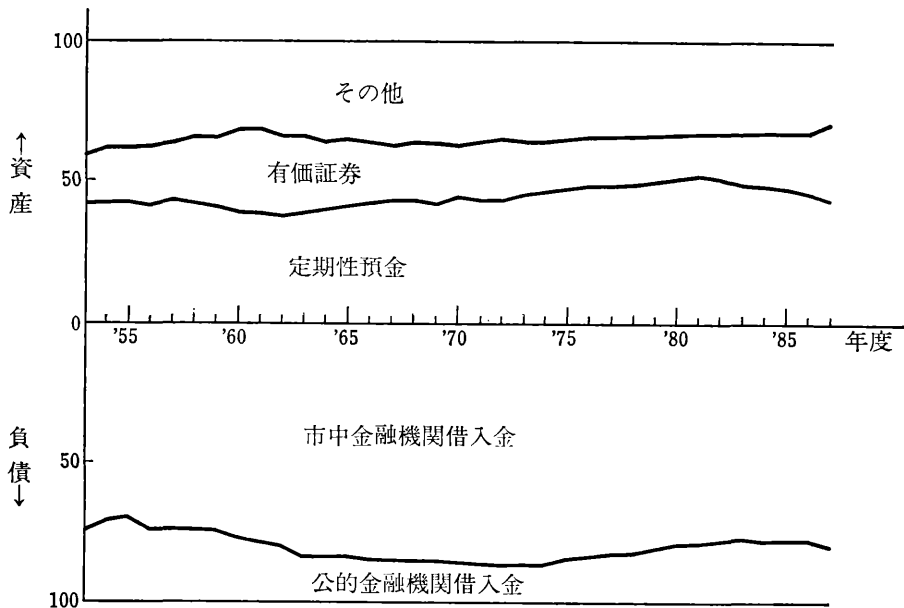
ら金融債およびその他の有意証券の割合が目立って上昇してきたことが明らかになった。80年代後半からの株式を中心とする逆方向への動きは、株式市場への投機的な資金の集中化によるものだと考えられる。しかし、その原因はまだよく解明されていない。

最後に、投資信託受益証券の割合の傾向はあまり明瞭でなく、1980年代以降において増加傾向が認められるけれども、これも一時的現象か持続的なものであるかは明らかではない。

つぎに、個人部門の負債構成の変化を見よう。図5の下半分によると、最大の割合を示しているのは市中金融機関借入金であり、その割合は第一次石油危機以前では着実に増加している。その内訳は不明であるが、察するところ、個人企業の借入金が大きな割合を占めていたものと考えられる。この点では、最終的借り手としての個人企業が法人企業よりも遅れて成長している過程を跡づけているように思われる。また、同じ期間において買入債務の割合が減少傾向を示し、市中金融機関借入金が買入債務に対して代替していったことを想像させる。しかし、これも明確な証拠があるわけではない。公的金融機関借入金についてはあまり特徴的な変化はないようである。しかし、図7において、買入債務を除く負債構成つまり市中金融機関借入金と公的金融機関借入金との構成の変化を見ると、第一次石油危機以前では、公的金融機関借入金の割合の明瞭な低下が認められる。

第一次石油危機以後になると、市中金融機関借入金の割合は逆に僅かながら減少してゆく。買入債務も微減を続け、結局公的金融機関借入金の割合が微増することになる。このことは図7によってよりはっきりと読み取ることができるであろう。少なくとも負債構成に関するかぎり、家計の負債としての消費者金融がどれだけ進展したのかについては、この統計のみを分析するだけでは何一

図7 個人部門の金融資産負債残高構成の推移(2)



(注) 図5と同様の手続きをとり、負債側では買入債務を除いた。日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

つ明らかにできないことが分った。恐らくは、市中金融機関借入金の中に消費者金融・住宅金融が含まれているであろう。

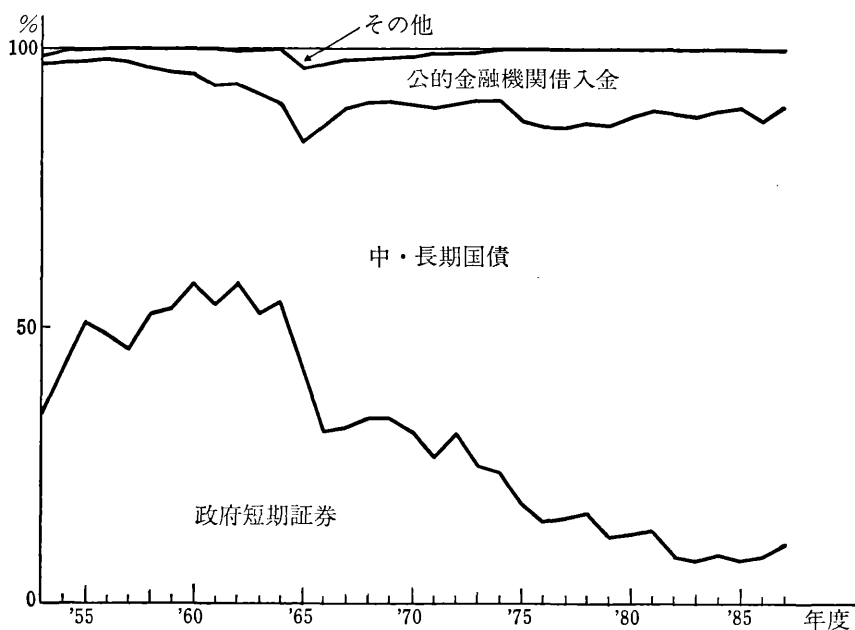
以上負債構成の推移の特徴をまとめると、個人部門は市中金融機関借入金の割合が高い点では法人企業部門と類似した面があること、買入債務の割合は全期間を通じて低下していること、市中金融機関借入金の割合は第一次石油危機以後では減少傾向にあることが明かになった。したがって、個人部門は全体としては資金余剰部門であるけれども負債面から見ると個人企業という資金不足部門を包括しているとも考えることもできるであろう。

6 政府部門の負債構成

政府および公社・公団・地方公共団体の金融行動はその資金調達に関わるものである。原則として資産運用はおこなわないと考えられるからである。したがって、ここでは金融資産構成は省略し、負債構成の推移のみを観察することにしよう。因に、中央政府の金融資産の圧倒的な割合(1987年度末では77パーセント)が資金運用部預託金であり、これに次ぐ金融資産は「その他」でその割合は1987年度末に15パーセントであった。

中央政府の資金調達は、主として公共事業等の投資資金を必要とするとき、そして財政赤字の補填をおこなうときなどにおこなわれるであろう。さらに短期における財政収支の調整のための一時

図8 中央政府の負債構成の推移



(注) 日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

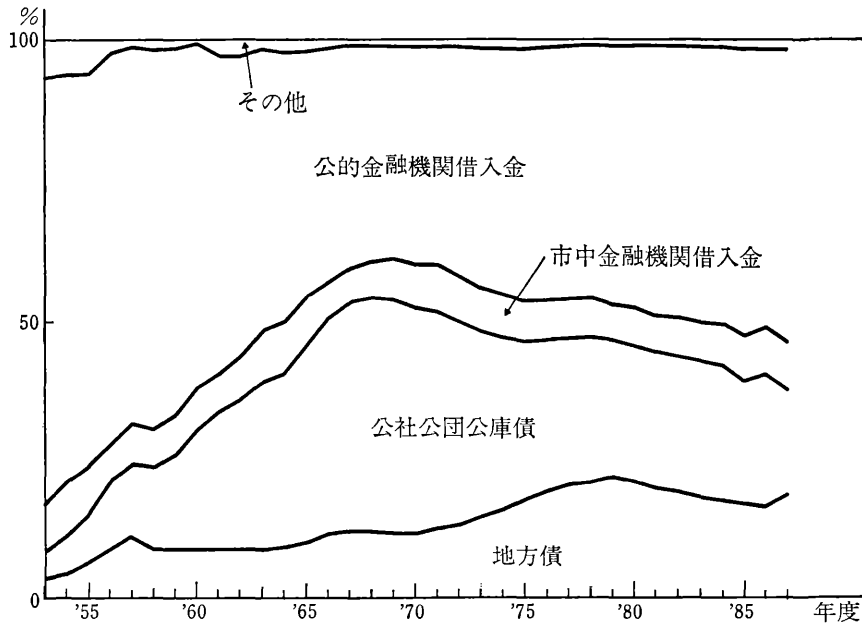
的な必要資金の調達もおこなわれる。これらの資金調達の結果として発行された政府債務あるいは借入金が中央政府の負債残高を形成する。

図8は中央政府の負債残高構成の推移を示している。図を見ると、1965年末は中央政府の負債構成を大きく変化した時期であることが分るのである。周知のように、この年度は「40年不況」による税収不足を補填するための「特例国債」が発行されている。これは文字通りの赤字国債であり、これ以後は「建設国債」と赤字国債の発行が続き、国債発行の累積がはじまるのである。

図8によると、1965年度以前の期間における負債残高の中で最大の割合を占めていたのは政府短期証券であった。その割合は平均して50パーセントを超えるほどであった。政府短期証券には大蔵省証券・外国為替資金証券・食糧証券があり、すでに述べたように、それらは財政収支の一時的な赤字を補填し、原則として1年以内に償還することになっているけれども、財政規模の拡大および年度間にまたがる発行時期などのためもあった発行残高は累積的に増加している。そして、発行された政府短期証券は日本銀行が引受けることになっていた。事実、民間金融機関は既発債を引き受けることはあっても、その割合は極めて低かった。同じ時期における中央政府の負債残高に占める中・長期国債の割合は平均すると40パーセント弱であった。

1965年度からの負債残高構成を特徴づけているのは、言うまでもなく、中・長期国債である。1965年度以降、中・長期国債の割合は50パーセントから急速に拡大し、1976年度には80パーセント弱にまで達し、1985年度では遂に80パーセントを超えてしまう。同時に、公的金融機関からの借入金の割合も約10パーセントに達している。この間に負債合計の対前年度増加率は2桁で推移してい

図9 公社公団・地方公共団体の負債構成の推移



(注) 日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

ることを考慮すると、中央政府の中・長期国債依存度がいかに急速に拡大したかが容易に想像できるであろう。

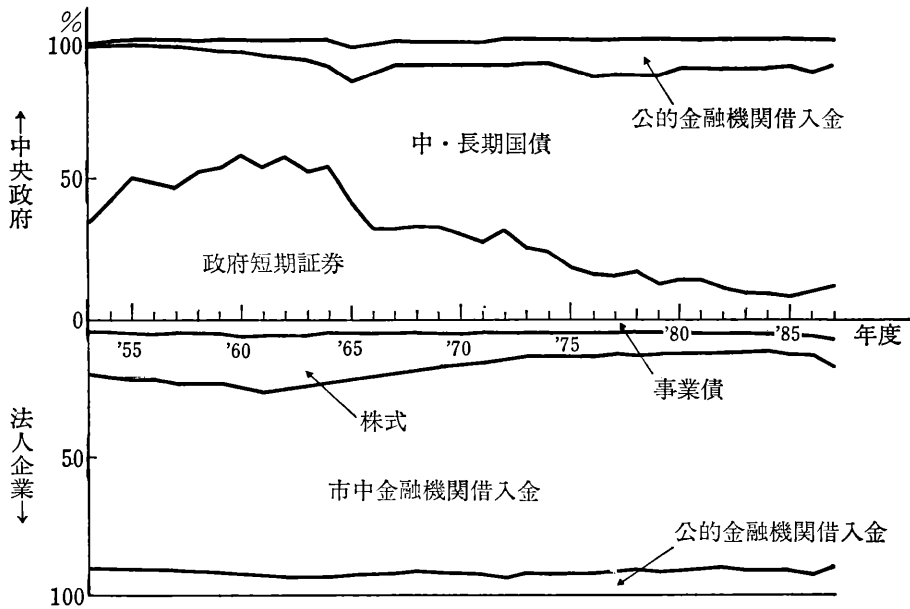
中・長期国債発行は原則として民間引受けであるから、1965年度から次第に中央政府が資金不足部門として直接証券を発行累積させていったことが、この図によく現れている。そして、後に見るように、この中・長期国債の主要な部分は、法人企業でも個人でもなく、民間金融機関が引受けたのである。つまり、間接金融の環の一つとして中央政府が大きく関与してくるのである。

つぎに、図9によって公社・公団・地方公共団体の負債構成の推移を見ることにしよう。図によると、この部門の負債構成の変化は中央政府のそれとあまり似通った様相が認められない。この部門の負債合計も全期間を通じて中央政府並みあるいは時にそれ以上の速度で膨張している。その中で、公社・公団・公庫債の急成長は極めて著しいことが分るのである。この成長は、高度成長期において最も大きいことは明らかである。これに地方債を加えると、この期間では負債構成が公的金融機関借入金から直接証券発行へと重点を移していることになるであろう。

これに対して、第一次石油危機以後になると、再び公的金融機関借入金の割合が増加し、直接証券の発行の比重は次第に低下している。この傾向は、中央政府の負債構成の推移と対照的である。

つぎに、中央政府と法人企業の負債構成の推移を比較してみると、大変興味深い事実が明らかになる。図10は図4の下半分と図8を比較している。この図から明らかなように、1960年代後半から現在までの一貫した傾向として、政府部門は中・長期国債や公社公団公庫債・地方債のような直接証券の発行残高が主要な負債残高であるのに対して、法人企業は市中金融機関借入金という間接金

図10 中央政府と法人企業の負債構成の比較



(注) 日本銀行「金融資産負債残高表」より作成。

融の典型的負債形態を主流としているのである。このことは、民間金融部門の金融行動の特徴となって現れるはずであろう。

参考文献

- [1] Copeland, M. A. (1952). A Study of Moneyflows in the United States, New York: NBER.
- [2] Georgescu-Roegen, N. (1966), Analytical Economics. Cambridge, Harvard University Press.
- [3] Goldsmith, R. W. (1955), "Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries: An Experiment in Comparative Financial Methodology," in Universities-National Bureau Committee for Economic Research, Capital Formation and Economic Growth, Princeton, Princeton University Press.
- [4] Gurley, J. R. (1960), "Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy," Study Paper No. 14, 86th Congress 1st Session Joint Committee Print. United States Government Printing Office, Washington. 水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論』I 勁草書房, 第5章, 1965年。
- [5] Gurley, J. G. and E. S. Shaw (1960), Money in a Theory of Finance. Washington, D. C., The Brookings Institution.
- [6] Hamada, F. (1970), "An Econometric Model of Postwar Japan," Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University. Discussion Paper No. 297.
- [7] Hamada, F. (1988), "Historical Introduction," B. Robins ed., Tokyo: A World Financial Centre, London, Euromoney Publications PLC.
- [8] 浜田文雅 (1971) 『企業と金融』(経営学全集 7), 筑摩書房。
- [9] _____ (1987) 「金融政策の新しい課題」, 三田学会雑誌 80巻5号。

- [10] Hicks, J. R. (1942), *The Social Framework*, London, Oxford University Press.
- [11] 木村昇平・蠟山昌一 (1985) 「金融システムをどうとらえるか：日米比較の一つの試み」金融学会編『金融学会報告』No.60.
- [12] Merton, R. C. (1972), "An Analytical Derivation of the Efficient Frontier," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Sept.
- [13] 那須正彦 (1987) 『現代日本の金融構造—資金循環分析による実証と国際比較』, 東洋経済新報社。

付記：この論文の草稿を通読し、誤謬を指摘していただいた渡辺幸男氏に謝意を表したい。

(経済学部教授)