

### 3-2-4 日本銀行

#### 3-2-4-1 「最近のマネーサプライの動向」日本銀行月報 1992年9月号

## 最近のマネーサプライの動向——その分析と評価——

(日本銀行月報 1992年9月号)

### [要旨]

1. 近年のマネーサプライの動きを  $M_2+CD$  (平残前年比) でみると、80年代後半以降90年初まで総じて2桁の高い伸び率を示した後、最近では1%を割る既往最低のレベルにまで低下するなど極めて大幅な変動を記録している。こうした  $M_2+CD$  の大幅な変動は、実体経済活動(名目総需要や所得)ないし金利の循環的変化の直接的影響のみでは説明が付き難く、この間における資産価格の変動、金利自由化の進展の下での金融機関行動の変化、郵貯等への資金シフトといった諸要因の影響が大きかったと考えられる。

2. すなわち、80年代後半から90年初の時期については、金融緩和の下での景気拡大過程において資産価格が大幅に上昇したことにより、①資産全体の増加に伴いその一部である通貨に対する需要が増加するという効果(富効果)と、②資産等の取引額増大に伴う通貨需要の増加、という2つの効果が通貨需要を押し上げたのに対し、金利自由化の下で業容拡大をめざす金融機関も積極的な貸出行動をとったため、 $M_2+CD$  が急増することとなった。また、大口定期預金の導入や定額郵貯の満期集中に伴う資金シフトも  $M_2+CD$  の増大に寄与した。

なお、前記のような金融機関行動を可能ならしめたのは、①89年央までは金利期間構造が順イールドであり、金融機関が短期調達・長期運用にシフトすることにより利益を増大させる余地が大きかったこと、②資産価格上昇に伴い金融機関の含み益ならびに担保価値が増大したこと、であったと考えられる。

3. 90年後半以降、最近にいたる  $M_2+CD$  の低い伸びは、資産価格の低下に伴い上記の通貨需要押し上げ効果が逆転するとともに、金融機関行動も業容拡大から信用リスク等をより重視するものへと変化したうえ、 $M_2+CD$  から郵貯等への資金シフトの動きが加わったことによるものであり、それ以前の高い伸びの反動ないし巻き戻しという色彩が濃い。ちなみに、各種通貨需要関数を用いた試算によれば、資産価格の大幅な上昇とその後の下落に伴う富効果ないし取引需要効果の振れが、最近の  $M_2+CD$  の前年比伸び率低下に与えた影響は極めて大きいと推測される。

4. 上記のような要因により、 $M_2+CD$  はフローの実体経済活動の拡大テンポを大幅に上回って急増したあと伸び悩んでいる。このような状況の下では、 $M_2+CD$  の前年比伸び率のみを重視するのは適当でなく、資金シフトの影響や以前の高い伸びを勘案し、マクロ的にその残高水準とフローの実体経済活動水準とを対比したり、ミクロ面からは企業の手元流動性や、貸出金利の動向、金融機関の貸出態

度をチェックするなど、マネーサプライ伸び率の妥当性をさまざまな角度から検討していく必要がある。

5. こうした観点から、マネーサプライの現在の水準を眺めてみると、まず、短期的な資金シフトの影響については、M2+CDに代えて郵貯等を含む広義流動性等でマネーサプライをみれば総じて4%前後で推移しており、M2+CDの前年比伸び率でみたときマネーサプライの伸び悩みが過大に現われていることを示している。しかし、こうした資金シフトの影響を受けているM2+CDでみても、その流通速度は現状概ねトレンド線の近傍にあって、マネーサプライ水準が過小であるとはいえない。なお、郵貯等への資金シフトは、統計的にはM2+CDの伸び率を低下させるものの、実体的に金融逼迫をもたらす可能性は小さいとみられる。

6. この間、金融機関の融資姿勢がこれまでの緩和期に比べ総じて慎重であることは否定できないものの、貸出金利の低下テンポ、貸出態度判断、企業の資金繰り判断、手元流動性比率のいずれをとってみても、これまでのところ、金融機関の貸出態度慎重化によって企業行動が大きく制約されるという状況にはないとみられる。もっとも、資産価格が下落する過程において金融機関の不良資産が増加していることに加え、株価動向によってはBIS規制の影響もありうるため、日本銀行としては、金融機関の融資動向を含め、金融面の情勢推移を注意深く見守っていく所存である。

7. 上述のようにM2+CDとフローの実体経済関連指標との関係は、近年さまざまな要因に攪乱され、少なくとも一時的には不安定化していると考えられる。とくに、一般物価は、90年初までのM2+CDの高い伸び率にもかかわらず、80年代後半以降総じて安定的に推移するなど、M2+CDを直ちに物価の先行指標とみなすのは適当でないと思われる動きがみられている。しかし、このことは必ずしも通貨・信用集計量指標一般の有用性が否定されたことを意味するわけではなく、M2+CDに代わる指標ないし補完する指標を模索する必要があることを意味していると考えられる。現にわが国と類似の問題を抱えている米国でも、これまで中心的指標としてみてきたM2、M3に代わる指標の有用性が学界や連銀関係者によって検討されている。

8. マネーサプライのコントローラビリティという点でいうと、近年の金利自由化の進展の下で、預金金利を中心とするマネーサプライ対象資産の収益率とその他の金融資産の収益率の連動性が高まった結果、これまで所得や資産価格を通じるマネーサプライのコントロールルートに比べ即効性が高かったとみられる金利を通じるコントロールルートが弱まっている可能性が強い。ただし、一方で金利自由化の進展は金利政策が実体経済活動に与える直接的影響を強めているとみられるため、マネーサプライに対するコントローラビリティの即効性低下は、金融政策の有効性低下を意味するものではない。

9. 通貨・信用集計量指標が金融政策の参照指標(indicator)として有用であるためには、実体経済活動に対する先行性と速報性がとくに重要と考えられる。わが国のデータをもとに各種通貨・信用集計量の有用性をテストしてみると、80年以降はM2+CDの物価関連指標に対する先行性が著しく低下している。これに対し、広義流動性は物価関連指標に対する先行性を一応保っているものの、その信

頼度は必ずしも十分なものとはなっていない。他方、信用集計量の中では最広義信用集計量（国内非金融部門金融負債）が、いずれの分析についても、まずまずのパフォーマンスを維持している。もっとも、最広義信用集計量の先行性が何に由来するかは必ずしも明確でない。また、 $M_2+CD$ 、広義流動性は速報性が高いのに対し最広義信用集計量は速報性の点で難がある。これらの点からみて現時点では、特定の指標を中心的参照指標とすることは難しい。

10.  $M_2+CD$  の高い伸びとその後の著しい伸び悩みが、異例の資産価格変動や資金シフトによってもたらされたものであることを考えると、 $M_2+CD$  の動向とフローの実体経済指標動向の乖離は一時的かつ異例のものであり、資産価格の安定と資金シフトの影響一巡に伴って両者の安定的関係が回復してくる可能性はあると考えられるものの、その見極めにはかなりの期間を要しよう。したがって、当面  $M_2+CD$ 、広義流動性に加え、最広義信用集計量などの各種通貨・信用集計量指標を補完的に用い、これらとその他諸指標を見合わせて総合的な判断を行っていく必要性が一段と高まってきていると考えられる。これらの点にかんがみ、日本銀行は引続き、マネーサプライやその他経済指標全般の動きに注意を払い、経済諸情勢の変化に機動的に対応していく方針である。

## （目次）

### はじめに

#### 1. 80年代後半以降におけるマネーサプライ

##### （ $M_2+CD$ ）変動の背景

##### （1） $M_2+CD$ の拡大過程とその背景（87年～90年初）

###### （需要サイドの要因）

###### （供給サイドの要因）

###### （80年代後半の基本的構造：要約）

##### （2） $M_2+CD$ の収縮過程とその背景（90年後半以降）

###### （需要サイドの要因）

###### （供給サイドの要因）

##### （3）マネーサプライ水準の評価

###### （マネーサプライ指標分析の視点）

###### （金融機関の融資態度）

#### 2. 金融政策運営における通貨・信用集計量の位置づけについて

##### （1）通貨需要関数の安定性

##### （2）マネー等の実体経済に対する先行性

###### （時差相関分析）

###### （分散分解と転換点分析）

##### （3）マネー等のコントローラビリティ

###### （金利自由化とマネーのコントローラビリティ）

###### （イールド構造を通じる影響）

##### （4）速報性

### おわりに

7頁(注3)「理論的には、資産価格は当該資産から得られるキャッシュ・フローの予想値をリスク・プレミアムを加味した金利で現在価値に割引いたものとなる筋合いにある。したがって、プラザ合意後における低金利政策の推進やその長期化が資産価格上昇の要因となっていることは否めず、その意味で資産価格上昇に伴う通貨需要の増大はかなりの程度金利要因を間接的に反映しているとみることができる。ただし、土地神話や企業業績への過度の期待等の要因によって資産価格が行過ぎた上昇を示したという面もある。とくに89年央～90年初の金融引締め期には、金利の上昇にもかかわらず資産価格が上昇を続けており、この時期の資産価格上昇はファンダメンタルズからみて行過ぎであった可能性が強い。」