

マネーサプライは多いのか、少ないのか ～マネーサプライの中の過剰流動性は30兆円～

発表日：10月17日(月)

(No. FT-15)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

内閣府から日銀に「マネーサプライをもっと増やすように」という要請が行われている。名目成長率に対して、マネーサプライの伸びが増えていないという指摘である。しかし、最近のデータは、名目成長率とマネーサプライには逆相関の関係すら見られる。筆者は、2001年以降は流動性選好が極端に高まり、相対的にマネーサプライがじゃぶじゃぶになっているという認識だ。その規模は、M2+CDのトレンドから計算して約30兆円の過剰となっている。

内閣府が日銀に仕掛ける論争

マネーサプライの伸び率は、2005年9月に2.1%となった。一頃1%台に低迷していた伸び率が久々に2%台に復帰したかたちだ(図表1)。ここにきて、マネーサプライの伸びが高まった背景には、銀行貸出の実勢がプラスになり始めたことが効いている。日本銀行の「貸出・資金吸収動向」によれば、国内銀行貸出は債権流動化・償却を除いたベース(除く特殊要因)で8月0.1%、9月0.4%と水面上に浮上している。信用創造の意味では、縮小から拡大へ転じているのである。

こうした変化に対して「マネーサプライの伸びはまだまだ十分ではない」という声が聞こえてきそう。日銀の政策決定会合では、内閣府の出席者から、毎回のようにマネーサプライを増やすようにという発言が提出されている(以下参照)。

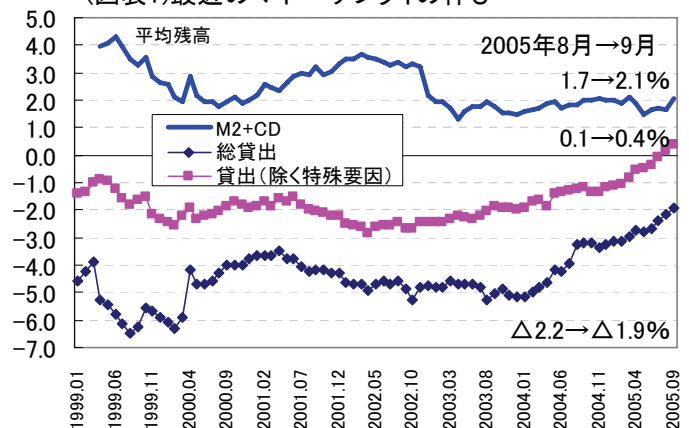
「デフレ克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する」(8月9日の決定会合議事要旨)

この発言は、政府が2006年度に名目成長率2%を見込んでいることを前提に、日銀はそれと整合的な伸び率までマネーサプライの伸び率を高めることを要請するものである。今のところ日銀の政策委員たちは、内閣府からの要請には距離を置いており、反論らしい発言を行っていない。しかし、今後、量的緩和解除が現実味を帯びる中でマネーサプライを巡る議論は大きくなっていくだろう。

なぜ、マネーサプライは増えるのか

日銀と内閣府の論争を先取りして、名目成長率とマネーサプライの関係を詳しく論じていく前に、「そもそも論」を踏まえておきたい。まず、「景気が良くなると、マネーサプライが増える」という常識が本当かどうかを疑ってみる。具体的には、消費が活発化する時、マネーサプライ＝民間部門(非預金取扱金融機関)の預金が必然的に増えるのかを考える。消費が活発化すると、家計は預金を取り崩すが、支払われた代金は販売先企業の預金に振り替わる。この行為だけでは、民間部門の中での預金総量は変わらない。むしろ、販売活動を通じて儲かった企

前年比%(図表1)最近のマネーサプライの伸び



出所：日本銀行「マネーサプライ統計」、「貸出資金吸収動向」

業の収益の行き先が重要である。もしも、その企業が販売活動に明るい展望を抱き、銀行借入を増やしながら設備投資をしようとしたときに、新たな信用創造が起こる。民間部門のバランスシートには、貸出と同時に預金が振り込まれて、マネーサプライが増える。

一方、儲けた企業がその収益（キャッシュフロー）を借入返済に回したときには、反対のことが起こる。財務リストラを進める企業の儲けは、バランスシートの圧縮に使われるので、マネーサプライは減ってしまう。いくら企業収益が好調でも、信用収縮が並存する局面では、「景気が良くなっても、マネーサプライは増える」とは必ずしも言えない。

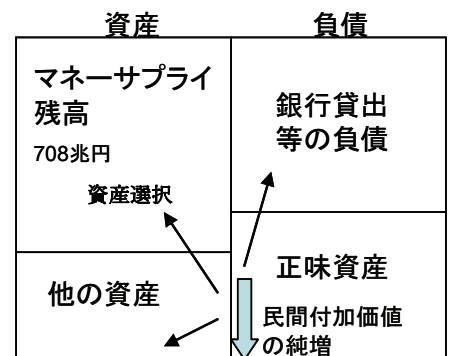
もうひとつ、「景気が良くなったら」という意味を「1国の所得が増えて金融資産が増える」と置き換えたときどうなるか。確かに、国のバランスシート上では純金融資産が増えるが、そのときでも民間部門が金融資産を増やすか、負債を減らすかという資産選択によって、マネーサプライが増えるかどうかは変わってくる（図表2）。

また、よくある誤解として、マネーサプライは支払手段だから、名目 GDP が増えればマネーサプライも増えるのが当然だという考え方について言及しておこう。経済活動が活発化すれば、支払手段たるマネーサプライの利用が増えるという発想である。しかし、マネーサプライのことを単純に支払手段とだけ捉えてはいけない。家計や企業の資産選択が、M2+CD 以外の金融資産の運用利回りが低く、M2+CD の金融資産をより多く持つておこうとするとき、マネーサプライは民間部門は取引需要を遥かに上回る規模に膨らむことはある。

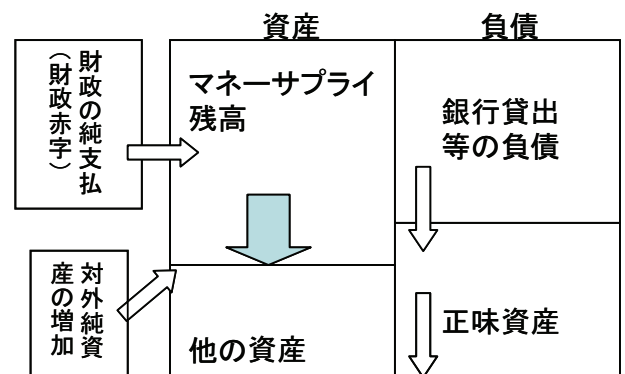
このとき、マネーの保有残高は、経済活動の支払手段を必ずしも反映しなくなる。教科書的に、マネーサプライを支払手段として捉えられるのは、運用利回りがプラスになっていて、取引動機として通貨を保有しておく必要があるという状況下である。金融資産の運用利回りがプラスであり、貸出と預金の保有のバランスが安定的な関係にあるとき、マネーサプライは名目 GDP の変化を反映する。

注：現状、貸出は実勢でプラスに転じたばかりであるが、マネーサプライは2%のプラスである。マネーが拡張するには、政府が民間部門に財政支出の代金を支払う分（財政赤字）のルートがある（図表3）。これまで貸出が減少しながら、マネーサプライがマイナスにならなかったのは財政の寄与が大きかったからである。足元では、その財政赤字の幅が縮小する代わりに、民間信用のマイナス寄与が解消しようとしている。

(図表2) 民間部門のバランスシート



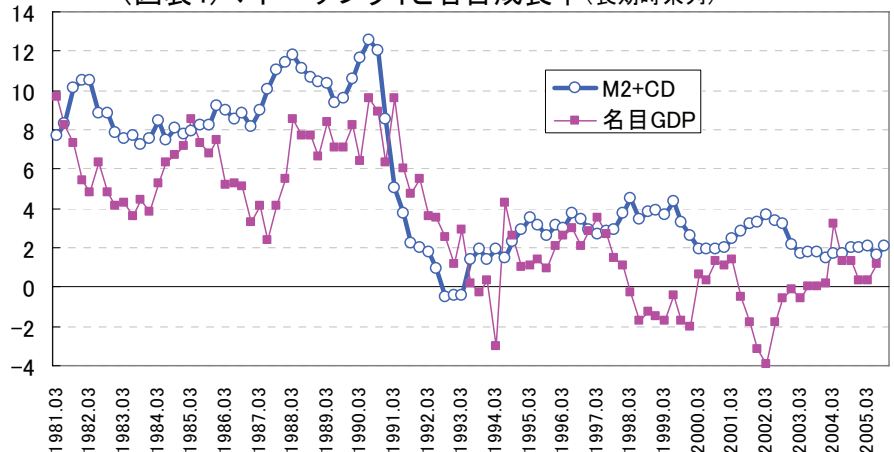
(図表3) マネーサプライの増加要因



名目 GDP とマネーサプライの伸び

論より証拠として、マネーサプライと名目 GDP の伸びが対応していないことを示してみよう。日本経済がデフレに陥った1997年ごろから、マネーサプライと名目 GDP の関係は対応しなくなっている（図表4）。もっと積極的に言えば、最近では、逆相関の関係にすらみえる（図表5）。

前年比% (図表4) マネーサプライと名目成長率(長期時系列)



出所：日本銀行「マネーサプライ統計」、内閣府「国民所得統計」

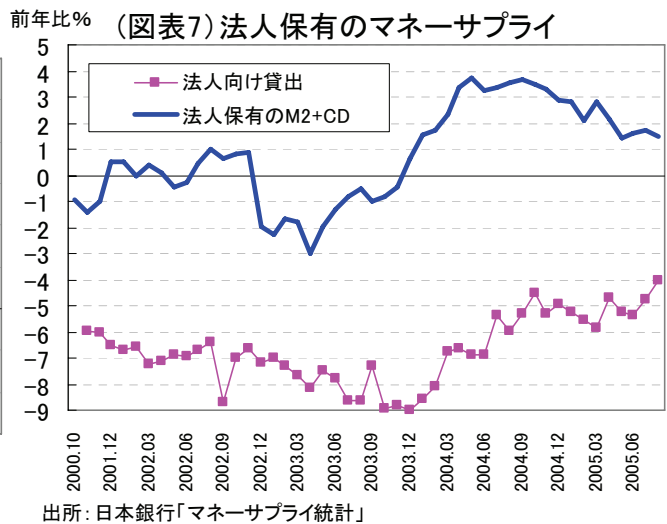
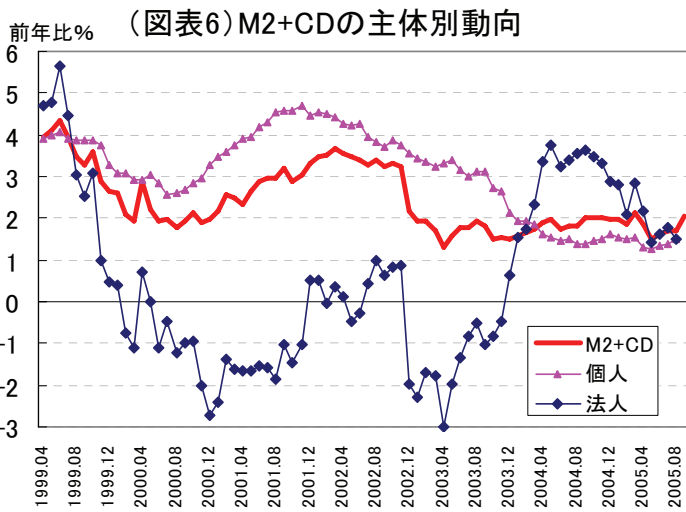
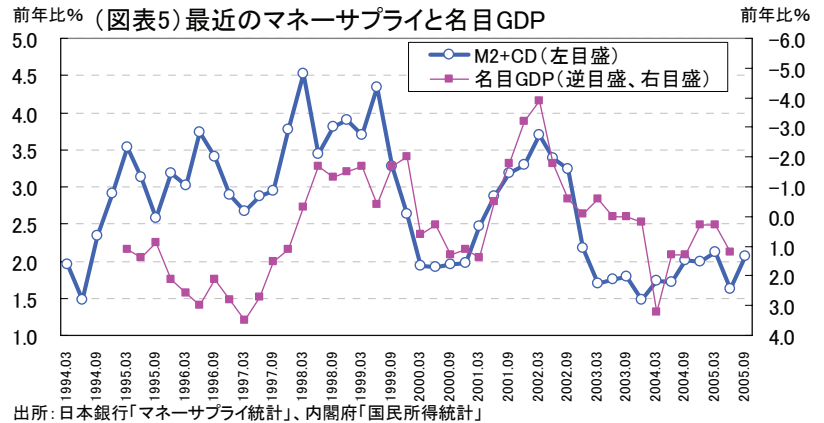
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

この解釈は、景気が悪化すると、実物資産・株式・債券への投資リスクが強まって、民間部門の資産選択として、安全資産であるマネーサプライに選好が集まるということになる。金融資産の運用悪化のリスクを嫌ってM2+CDに

滞留するという資産動機がマネーサプライの保有を増やすのである。これは、古典的なケインズ経済学が言う、「流動性の畏」（債券下落を怖がり、流動性をいくらでも持ちたいという動機で流動性需要が青天井になる）の状況である。

両者の関係が逆相関になった1997年以降をみると、景気が極端に悪化した2001・2002年にマネーサプライが増加し、景気が改善した2003～2005年にかけてマネーサプライが減少している。ここ数年、マネーサプライの伸びが鈍化しているのは、民間部門の資産選択がリスクを許容するかたちでシフトしている結果とも解釈できる。

また、マネーサプライを企業保有分と家計保有分に分けてみると、景気改善が進んだ2004年は、企業保有のマネーは膨らみ、その後、最近になって伸び率が鈍化するようになっている（図表6）。この変化を、民間企業の資産・負債の選択行動として考えると、キャッシュフローの蓄積を進めた企業が、債務返済のペースを落としながら、設備投資や雇用・賃金の方に資金を回し始めたと考えられる。日本銀行の資金循環勘定で、企業の資産選択行動が変化したことを示すように、2004年から社債などを含めた負債の増減がプラスに転じてきているのは、信用面でマネーサプライが減りにくい状況に変わってきたことを表している。



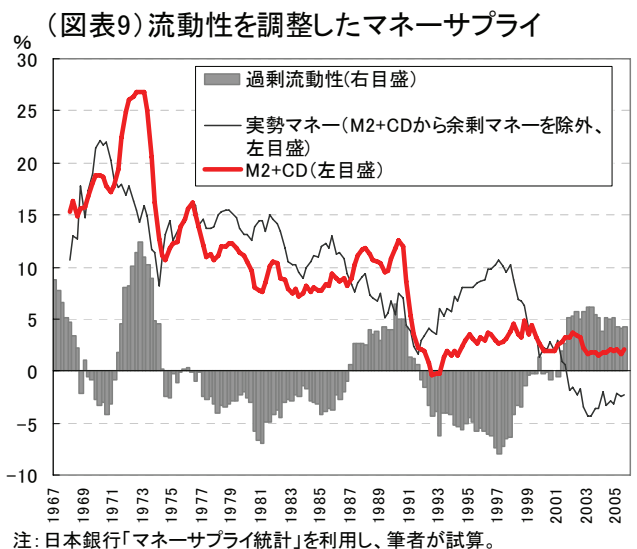
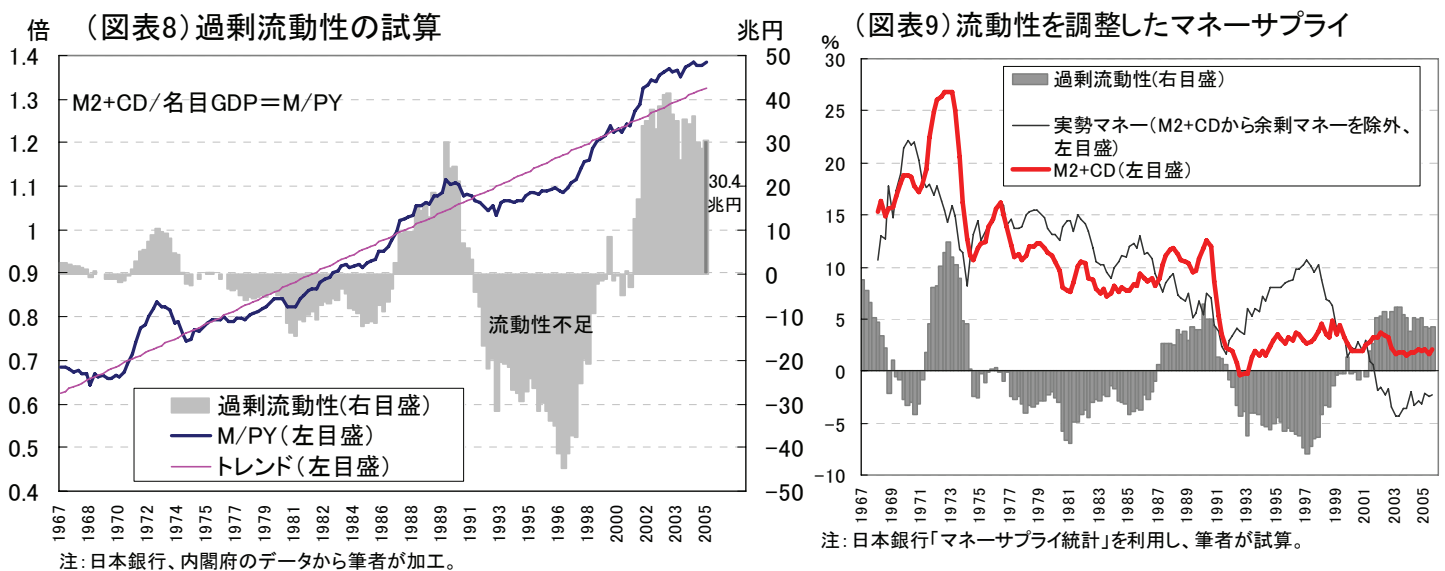
過剰流動性はどのくらいか

もうひとつ、名目GDPとマネーサプライの関係からは、過剰流動性の変化を示していることも忘れてはならない。かつて、80年代のバブルの教訓として、日銀はマネーサプライが二桁になったという意味を正しく理解せず、過剰流動性が資産インフレを放置してしまったと批判される。確かに当時のマネーサプライは10～12%とより高い伸びを示していた。しかし、このときには名目GDPも7～10%であり、マネーサプライの二桁の伸びが大きいというよりも、名目成長率以上にマネーサプライが相対的に高かったことに警戒感を感じなかったことが問題なのであろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

翻って、2001・2002年も80年代後半と同様に、マネーサプライの伸び率が名目成長率に対して相対的に高い伸びを示している。その意味で、今もマネーサプライの伸びは相対的に高いと言える。確かに、両者のギャップは最近になって縮小してきているが、これはマネーサプライがじゃぶじゃぶになっていて、経済規模に比して極端に過剰になったために増えにくくなっているためだと考えられる。内閣府は、日銀に対して、マネーサプライの伸び率が低いと批判するが、過去の動きを含めて考えると、2001・2002年にマネーサプライが減らなかったことの方が不自然である。今さら、マネーサプライを拡張させよというのは、過剰流動性をさらに増やせという方便にも聞こえる。

ところで、マネーサプライの中に、取引需要を超えるような過剰流動性が混在しているとすれば、その金額はどのくらいになりそうなのか。名目GDPを尺度にして、M2+CDの中に、どのくらいの過剰流動性が溜まっている部分を計算してみた。取引需要に見合ったM2+CDの量は、M2+CD/名目GDPの比率のトレンドで示されると考えて、そのトレンドを上回っている部分を過剰流動性とする(図表8)。そのとき、対マネーサプライのストックで示すと30兆円となり、全体のマネーサプライ残高と比較すると5%に相当する(図表9)。今のマネーサプライには、30兆円の過剰流動性が含まれているということである。



流動性の罍の終わり

今、マネーサプライは、冒頭で書いたように増加ペースを拡大させようとしている。過剰流動性を抱えながらも、信用収縮から信用拡張への動きが始まったために、ベースとなるマネーの実勢が高まったと考えられる。2004年後半からは過剰流動性の解消が進んできたが、その流れに信用拡張の動きが重なるようとしている。そうした意味で、日本経済は異常と正常化を内包しながら成長を始めようとしていると言える。