



# HOKKAIDO UNIVERSITY

|                  |                                                                                   |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Title            | 邦銀のBIS規制対応とマネーサプライ伸び率の低迷について:その関連性と今後の展望                                          |
| Author(s)        | 秋森, 弘                                                                             |
| Citation         | 経済學研究, 43(1), 81-103                                                              |
| Issue Date       | 1993-06                                                                           |
| Doc URL          | <a href="https://hdl.handle.net/2115/31932">https://hdl.handle.net/2115/31932</a> |
| Type             | departmental bulletin paper                                                       |
| File Information | 43(1)_P81-103.pdf                                                                 |



# 邦銀のBIS規制対応とマネーサプライ 伸び率の低迷について

—— その関連性と今後の展望 ——

秋森 弘

## 1. はじめに

邦銀の貸出伸び率およびマネーサプライの伸び率は、1980年代後半にはともに10%台の伸び率を記録、これがいわゆる資産インフレの原因となったと考えられる。しかし、90年以降両伸び率はともに急低下、さらに株価暴落や景気後退を経験するなど、わが国経済の状況は80年代後半当時に比べると急変の様相を呈している。実務界では、借り手側の借入需要の低迷、邦銀の不良債権の急増による融資姿勢の慎重化、邦銀のBIS規制対応、などが銀行貸出低迷の要因であるとの見方がこれまで支配的であったが、岩田(1992)、成田(1992)などによって、ハイパワードマネーの伸び低迷がその主因であるとの見方も主張されるようになり、議論は広がりを見せている。

何が主因かによって、貸出およびマネーサプライの伸びを回復させるための政策的処方箋も異なったものになると考えられるだけに、それを知ることは重要な研究課題である。また、貸出伸び率の低下にともなって、邦銀の資産運用全体がどのように変化しているかを知ること、今後の金融・証券市場の動向をみていくうえで重要である。

本稿は、邦銀の資産運用における最近の変化、およびマネーサプライの伸び低迷をもたらした主因について考察することを目的としている。なお本稿では、邦銀のBIS規制対応に焦点を当て、その考察の過程で、何が主因となっていたかを

明らかにする、という手順をとることとした。

以下では、まず、現行BIS規制の概要を必要な限りで確認するとともに、規制導入後の邦銀の資産運用の変化をみでみる(2節)。次いで、銀行預金の最近の伸び悩みの原因(3節)と、今後、BIS規制が与え得る影響について考察する(4節)。最後に以上の考察を踏まえ、望まれる金融政策について若干触れ、結びとする(5節)。

## 2. 現行BIS規制を巡る邦銀の対応と資産運用の変化

### (1) 現行BIS規制導入の経緯<sup>1)</sup>

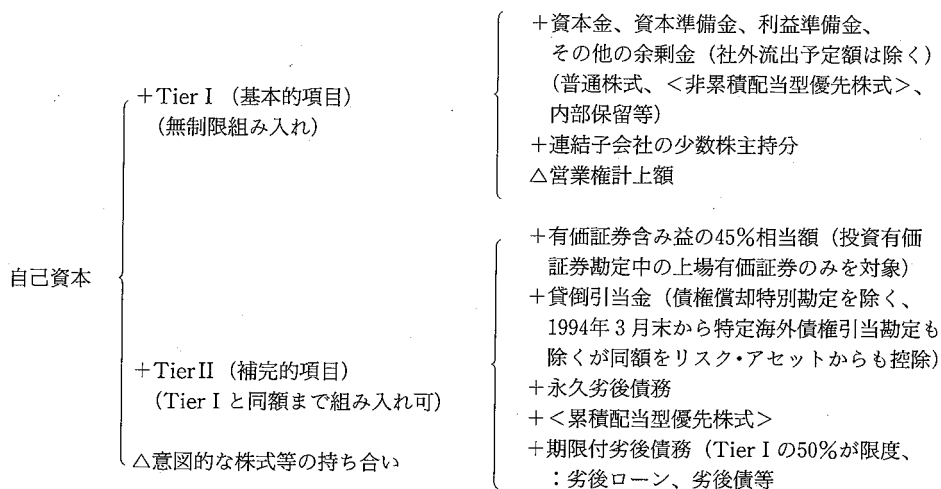
近年の金融の自由化、国際化、証券化の進展は、金融仲介機能の効率化に寄与する反面、金融機関の経営をいっそう難しくする側面を持っている。なぜなら、金利・為替レートの変動幅拡大、業務の多様化による金融機関相互間および他業態との競争激化などを通じて、個別金融機関の経営を不安定にする可能性が増大するからである。こうした状況は、金融機関をとりまくリスクの増大・多様化として捉えることができよう。

こうしたなか、1988年7月、国際銀行システムの健全性・安定性の強化、国際業務に携わる銀行間の競争上の公平化を目指し、BIS銀行規制監督委員会が「自己資本比率規制の測定と基準

1) 現行BIS規制の概要については、秋森(1992)を参照されたい。



図2-2 BIS基準の自己資本の範囲（我が国の場合）



（注1）＜＞内はBIS規制では自己資本への参入が認められているものの、わが国では今のところ発行されていないもの

分から成り、Tier IIの自己資本への算入はTier Iと同額までとなっている。

### (3) BIS規制関係諸データの推移

BIS基準である自己資本比率8%以上を達成するためには、銀行は、劣後債務の取入れなどによって自己資本比率の算式の分子となる自己資本を増加させるとともに、分母であるリスク資産の伸びを抑制する必要がある。邦銀5業態のBIS規制関係諸データの推移をみると、事実こうしたことが確認される（表2-1）。ただし、リスク資産の伸びが鈍化しているからといって、必ずしもそれが意図的に行われたものであるとは限らない。銀行が自己資本比率引き上げを狙ってリスク資産の伸びを意図的に抑制していたのであれば、BIS規制は銀行行動にとって制約となっていたといえよう。他方、BIS規制とは別の理由で、結果的にリスク資産の伸びが鈍化していたに過ぎないのであれば、BIS規制は銀行行動にとって制約となっていなかったといえる。

以下、BIS規制は銀行行動にとって制約となっていたかどうかについて検証するが、そのため

の準備として、（表2-1）によって邦銀のBIS規制関係諸データのこれまでの推移を確認する。

#### ①有価証券含み益の減少と劣後債務の取り入れ

有価証券含み益はTier IIとして自己資本への算入が認められているため、株価下落は自己資本比率の低下要因となる。事実、TOPIX（東証株価指数）の下落幅が大きいときには、有価証券含み益の減少を補う形で、劣後債務の取り入れが増加している<sup>2)</sup>。

#### ②Tier I／リスク資産の比率の上昇

株価下落による有価証券含み益の減少を劣後債務の取り入れで補うとしても、これらが算入されるのはTier IIである。しかし、Tier IIの自己資本への算入はTier Iと同額までとなっているため、Tier II／リスク資産の比率は、最大でもTier I／リスク資産の比率と同率までである。したがって、Tier Iの額を所与とすれば、自己資本比率の上限はTier I／リスク資産の比率の

2) 劣後債務のうち国内劣後ローンが大きなウェイトを占めており、90年6月に解禁された。

表2-1 B I S規制関係諸データの推移

(単位: 億円, ポイント, %)

|                    | 年・月末  | 89.3    | 89.9    | 90.3    | 90.9    | 91.3    | 91.9    | 92.3    | 92.9    |
|--------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 自己資本比率<br>平均       | 都 銀   | 7.9%    | 8.0%    | 8.2%    | 7.8%    | 8.6%    | 8.6%    | 8.2%    | 8.7%    |
|                    | 長 信 銀 | 7.8%    | 8.2%    | 7.8%    | 7.5%    | 8.1%    | 8.3%    | 8.3%    | 9.0%    |
|                    | 信 託   | 9.7%    | 10.7%   | 11.3%   | 9.0%    | 10.6%   | 10.3%   | 8.8%    | 9.0%    |
|                    | 地 銀   | 9.6%    | 9.8%    | 8.7%    | 7.7%    | 9.0%    | 9.2%    | 8.5%    |         |
|                    | 第2地銀  | 8.1%    | 8.3%    | 8.4%    | 7.6%    | 8.7%    | 8.7%    | 8.3%    |         |
| Tier I ÷<br>リスク資産  | 都 銀   | 4.0%    | 4.0%    | 4.2%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.5%    | 4.6%    | 4.7%    |
|                    | 長 信 銀 | 4.0%    | 4.2%    | 3.9%    | 4.0%    | 4.1%    | 4.2%    | 4.3%    | 4.5%    |
|                    | 信 託   | 5.0%    | 5.6%    | 5.6%    | 5.5%    | 10.6%   | 10.3%   | 8.8%    | 9.0%    |
|                    | 地 銀   | 5.1%    | 5.2%    | 5.5%    | 5.6%    | 5.6%    | 5.7%    | 5.7%    |         |
|                    | 第2地銀  | 4.9%    | 4.9%    | 5.7%    | 5.8%    | 5.8%    | 5.9%    | 5.9%    |         |
| Tier II ÷<br>リスク資産 | 都 銀   | 6.0%    | 6.2%    | 4.3%    | 3.3%    | 4.5%    | 4.2%    | 3.6%    | 4.0%    |
|                    | 長 信 銀 | 8.8%    | 8.6%    | 5.6%    | 3.5%    | 5.6%    | 5.2%    | 4.0%    | 4.7%    |
|                    | 信 託   | 9.7%    | 9.7%    | 6.1%    | 3.2%    | 4.8%    | 4.3%    | 2.8%    | 2.8%    |
|                    | 地 銀   | 5.1%    | 5.2%    | 3.4%    | 2.2%    | 3.6%    | 3.7%    | 2.9%    |         |
|                    | 第2地銀  | 3.9%    | 4.1%    | 2.6%    | 1.8%    | 2.9%    | 2.8%    | 2.5%    |         |
| リスク資産<br>前期比伸び率    | 都 銀   |         | 9.6%    | 11.9%   | -2.3%   | 2.5%    | 0.1%    | 0.3%    | -2.1%   |
|                    | 長 信 銀 |         | 8.4%    | 11.1%   | -0.2%   | 0.4%    | -1.1%   | -0.5%   | -0.3%   |
|                    | 信 託   |         | 17.9%   | 8.6%    | 6.0%    | -0.8%   | -2.3%   | 0.2%    | -0.3%   |
|                    | 地 銀   |         | 7.4%    | 10.2%   | -0.3%   | 3.0%    | 1.2%    | 0.2%    |         |
|                    | 第2地銀  |         | 6.3%    | 8.8%    | 1.7%    | 3.6%    | 0.3%    | 1.1%    |         |
| Tier I<br>前期比伸び率   | 都 銀   |         | 10.8%   | 17.3%   | 1.7%    | 2.6%    | 2.0%    | 2.0%    | 1.1%    |
|                    | 長 信 銀 |         | 13.0%   | 4.4%    | 2.3%    | 1.5%    | 2.1%    | 1.8%    | 1.2%    |
|                    | 信 託   |         | 32.0%   | 7.0%    | 4.7%    | 1.7%    | 1.6%    | 1.0%    | 0.2%    |
|                    | 地 銀   |         | 9.7%    | 16.1%   | 2.4%    | 3.0%    | 2.5%    | 2.4%    |         |
|                    | 第2地銀  |         | 8.1%    | 24.4%   | 3.7%    | 4.3%    | 1.7%    | 1.0%    |         |
| Tier II<br>前期比伸び率  | 都 銀   |         | 13.3%   | -22.5%  | -25.6%  | 41.8%   | -6.2%   | 14.1%   | 6.7%    |
|                    | 長 信 銀 |         | 6.1%    | -27.6%  | -38.4%  | 60.4%   | -7.0%   | -23.2%  | 12.4%   |
|                    | 信 託   |         | 17.5%   | -31.8%  | -43.8%  | 48.9%   | -14.1%  | -35.0%  | -0.5%   |
|                    | 地 銀   |         | 10.1%   | -28.9%  | -35.1%  | 69.4%   | 4.9%    | -20.8%  |         |
|                    | 第2地銀  |         | 11.4%   | -30.3%  | -30.2%  | 67.4%   | -1.3%   | -11.1%  |         |
| 劣後債務<br>前期比増加額     | 都 銀   |         | 156     | 291     | 20,939  | 16,684  | 5,696   | 14,906  | 17,190  |
|                    | 長 信 銀 |         | 0       | 0       | 2,936   | 4,936   | 591     | 1,938   | 4,855   |
|                    | 信 託   |         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 1,150   | 2,448   |
|                    | 地 銀   |         | 0       | 0       | 3,699   | 5,749   | 1,662   | 1,873   |         |
|                    | 第2地銀  |         | 0       | 0       | 935     | 691     | 213     | 550     |         |
| TOPIX              |       | 2469.15 | 2702.22 | 2227.48 | 1570.95 | 1970.73 | 1832.20 | 1418.52 | 1310.60 |
| 前期比上昇率             |       | 14.8%   | 9.4%    | -17.6%  | -29.5%  | 25.4%   | -7.0%   | -22.6%  | -7.6%   |

(注1) 92年9月期は速報値

(注2) 自己資本比率は各行別データの平均値、その他は各行別データの合算値から算出

(注3) 劣後債務は経過基準Tier IIに計上された額のみ

(注4) 92年4月期以前は有価証券報告書、92年9月期の都銀、長信銀、信拓銀は決算短信より作成

2倍までである。こうした意味で、自己資本比率の維持ないし引き上げのためには、Tier I / リスク資産の比率の維持ないし引き上げが重要となるわけであるが、事実、同比率は上昇傾向にある。その結果、90年初以降の株価下落・低迷にもかかわらず、劣後債務の取入れとTier I / リスク資産の比率の上昇によって、90年9月末を除き同比率は概ね8%以上を維持している。

ただし、株価低迷によるエクイティ・ファイナンスの停止、その後の不良債権の償却増加などで、90年9月末以降、Tier I の伸び率自体は急速に鈍化している。したがって、Tier I / リスク資産の比率の上昇は、Tier I の伸びの鈍化以上にリスク資産の伸びが鈍化したためといえる。

ここで重要なことは、BIS規制が原因となってリスク資産の伸びが鈍化したのか否かという点である。以下、邦銀の代表的存在である都銀を例にとって、この点を検証する。

#### (4) リスク資産の伸び鈍化の要因

リスク資産の伸びが鈍化した背景としては、資産全体（総資産）のなかでリスク・ウェイトの高い資産から低い資産への組替えが行われたか、あるいは総資産自体の伸びが鈍化したか、のどちらか一方ないし両方が同時に起こっていたことが考えられる。

まず、各資産の構成比の推移とそれらのリスク・ウェイトとの関係について考察する。各資産の期待収益率が等しいとすれば、銀行行動にとってBIS規制が制約として効いている場合、リスク・ウェイトの高い資産の構成比が低下する反面、リスク・ウェイトの低い資産の構成比が上昇すると考えられる。ただし、資産のうちオフバランス資産の内訳については、その数字が発表されていないため、考察はオンバランス資産に限定することとする。

リスク資産RAと、総資産Aは、

$$(2-1) \quad \sum_i w_i x_i = RA, \sum_i x_i = A$$

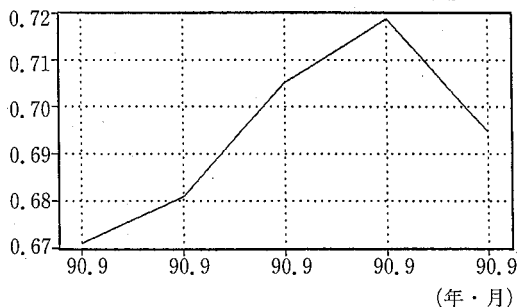
で定義される。ただし、 $x_i$ はi番目の資産の残高、 $w_i$ はi番目の資産のリスク・ウェイトである。次に平均リスク・ウェイトkを次のように定義する。

$$(2-2) \quad k = RA / A$$

kの式の分子・分母には同じ変数 $x_i$ が含まれており、しかも分子・分母ともに線形となっているから、リスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇するとkが上昇し、逆の場合にはkが低下する。なお、各資産の構成比を一定のまま総資産が変化する場合kの値に影響しない。

(図2-3)は、日銀「経済統計月報」に記載された都銀の国内支店勘定と海外支店勘定の総資産の合計から（支払承諾見返はオフバランス資産に含まれるため）両支店勘定の支払承諾見返を控除したものを新たに総資産とみなし、オンバランス・リスク資産については各行有価証券報告書公表の数字を用いて、kの値を計算したものである。これをみると、90年9月末から92年3月末までの期間においては、kの値が上昇している（90年7月末以前の都銀の海外支店勘定の数字は未公表）。同図から判断すると、この期間中は、リスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇していたことになる。ただし、為替レートの変化は、外貨建て資産の円換算額を増減させるため、

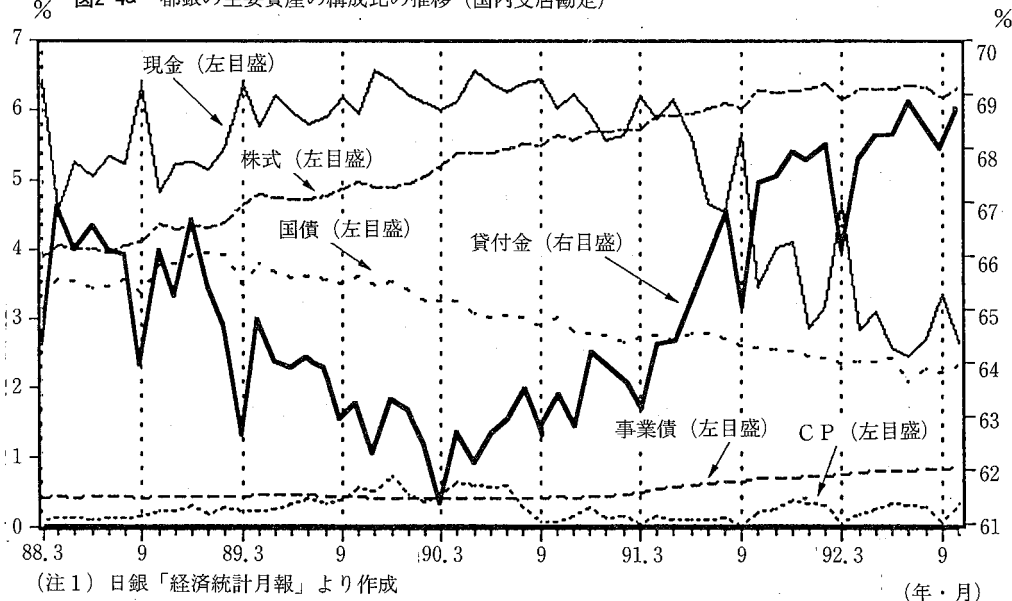
図2-3 都銀の平均リスク・ウェイトの推移



(図2-3)でみたkの推移には為替の影響も含まれている。

為替の影響を完全に除去するためには、リスク資産を外貨建て資産と円建て資産とに分けて、

図2-4a 都銀の主要資産の構成比の推移 (国内支店勘定)



それぞれ別々にkを計算する必要があるが、その数字が公表されていない（一般には、都銀の場合、リスク資産の約35%が外貨建て資産であるといわれる）。そこで、国内支店勘定（全て円建て資産とみなす）と海外支店勘定（全て外貨建て資産とみなす）とに分けて、主要な資産の構成比をみている。

国内支店勘定の（支払承諾見返を除く）総資産に占める主要資産の構成比の推移をみたのが（図2-4a）である。なお、ここで紹介した資産のリスク・ウェイトは、現金0%、国債0%、CP100%、事業債100%、株式100%、貸出金100%となっている。（図2-4a）をみると、株価下落で邦銀のBIS規制対策が本格化したと考えられる90年以降に、事業債、株式、貸出金などの構成比が上昇している<sup>3)</sup>反面、現金、国債などの構成比が低下している<sup>4)</sup>。したがって、リスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇したという、（図2-3）での検証結果と一致する。

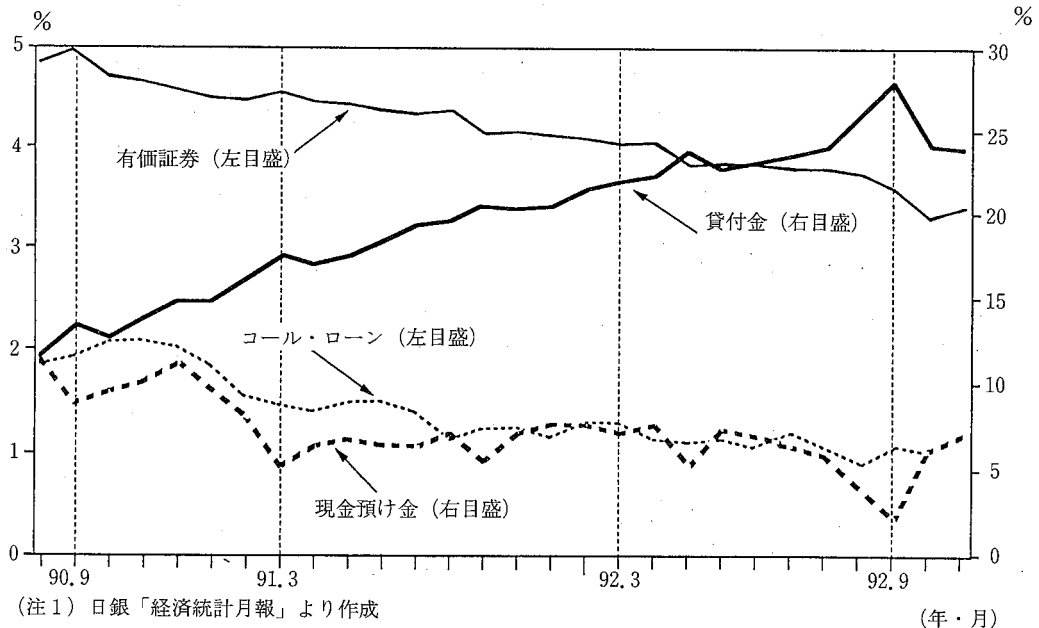
3) 当該資産の価格変動は、その構成比を変化させる。したがって、正確な構成比をみるためには、時価評価されたもので考える必要がある。しかし、現行の

次に、海外支店勘定の総資産（支払承諾見返勘定を除く）に占める主要資産の構成比の推移をみたのが（図2-4b）である。海外支店勘定の場合、公表される資産の内訳が詳細に分類されておらず、ここで紹介した資産も、現金預け金、コール・ローン、有価証券、貸付金、といった形でしか知ることができない。ただし、現金預け金はその多くを現金が、有価証券はその多くをOECD諸国の国債が占めるとみられるため、便宜的にそのリスク・ウェイトを、現金預け金0%、有価証券0%と考えることにする。その他の資産のリスク・ウェイトは、コール・

会計制度では取得原価主義（原価法ないし低価法による会計）が採用されているため、時価評価された資産残高を知ることにはできない。それを知ることができない以上、本稿でも全て取得原価主義に基づく数字を利用している。したがって（図2-4）の構成比も、価格変動を織り込んだ形の正確な構成比とはいえない。ただし、様々な状況から考えて、価格変動を考慮したとしても構成比の変化の趨勢に変更はないと思われる。

4) さらに、3月と9月の決算月には、CP、貸出金の構成比が一時的に落込み、現金の構成比が上昇する傾向がみられる。

図2-4b 都銀の主要資産の構成比の推移 (海外支店勘定)



ローン20%, 貸付金100%である。

(図2-4b)をみると、国内支店勘定と同様、海外支店勘定でもリスク・ウェイトの最も高い貸付金の構成比が上昇しており、リスク・ウェイトの低い現金預け金、有価証券、コール・ローンの構成比が低下している。したがって、これも(図2-3)での検証結果と一致する。

(図2-4a)および(図2-4b)ではリスク・ウェイトの高い資産の構成比が一貫して上昇しているにもかかわらず、(図2-3)では92年9月末の平均リスク・ウェイトが同年3月末に比べ低下している。これは、この間、為替が円高(同年3月末1ドル132.85円、同年9月末1ドル118.80円(対顧客電信相場中値))に振れたことが影響していると思われる。

以上から、リスク資産の伸びの鈍化は、資産の組替えのためではなく、総資産自体の伸びが鈍化したためといえる。次に問題となるのは、なぜリスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇したか、なぜ総資産の伸びが鈍化したか、という点である。

(5)リスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇した要因

総資産の伸びが低下ないし減少するなかで、リスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇した要因としては、その資産の収益性が高かった、その資産の流動性が低いため取り崩しが容易でなかった、政策的な意味合いから保有されていた、ことなどが考えられる。しかし、株式、貸出金など(ともにリスク・ウェイト100%)は、90年以降の株価下落や不良債権の急増でその期待収益率は相対的に低下していると考えられる。したがって、リスク・ウェイトの高い資産の構成比が上昇したのは、その資産の流動性が低い、あるいは政策的な意味合いから保有されていた、といった要因のほうが強く影響していたと考えられる。

例えば、顧客企業の株式は関係強化のために「持ち合い」として保有される場合が多く、少なくとも短期的には収益性よりも政策的な意図によって保有されると考えられる。銀行と借り手企業との顧客関係はそれを構築するためには多くの時間とコストを要する反面、それを放棄

することは容易だがひとたび放棄してしまうとその修復は容易でない、という意味で不可逆的である。こうした場合に、当該株式の短期的な期待収益率が低下したとしても、当該株式を手放すことで顧客関係を失うデメリットよりも顧客関係を維持することから得られるメリットのほうが大きければ、当該株式は保有され続けるであろう。その結果、総資産が減少するなか株式の保有残高が減少しない、あるいは、総資産が伸び悩むなか株式の伸びが鈍化しない場合には、株式の構成比は上昇することになる。

貸出金についても同様に、顧客関係の維持を考えれば、銀行側の都合で一方的にそれを減少させることは難しい。また、最近の不動産業向け融資などにみられるように、新規の融資を続けると将来的には既存の債権についても回収見通しが立つが、もし新規の融資を中断すると、結果的に当該借り手企業の経営が悪化し既存の債権までもが回収不能となる危険性がある場合には、長期的な視点から「追い貸し」が行われる場合もある。

事業債はその大部分は私募債であり、もともと流動性に乏しいうえ、新発債を買い受けた場合2年間の転売規制がある。しかし、90年以降、私募債の発行が急増しており、銀行は受託会社ないし斡旋業者としてこれを買受ける必要もあったとみられる。

以上の考察を踏まえると、銀行は、当該資産を保有することから直接得られる利益だけでなくそこから間接的に得られる利益をも考慮したうえで、総合的かつ長期的な視点から投資決定を行っていると思われる。

資産の流動性、投資に伴う政策的意味合いとリスク・ウェイトとの関連でいえば、一般にリスク・ウェイトの高い資産は流動性に乏しくかつ投資に伴う政策的意味合いが強いと考えられる。現行BIS規制でのリスク・ウェイトが高いということは、それだけ当該資産の信用リスクが大きいということでもある。こうした資産は一般に、流動性にも乏しく、かつそれを取えて保

有する以上、政策的意味合いから保有される場合が多い<sup>5)</sup>。

他方、現金、国債、CPなどは、流動性が高くしかも投資に伴う政策的な意味合いも相対的に弱いと考えられる。こうした資産は、(短期的な)期待収益率が低下した場合や、預金の減少などで銀行の資金繰りが悪化した場合には、銀行は保有残高を減少させるであろう。ちなみに、都銀にとっての貸出と国債投資の収益性(ただし期待値ではなく実績値)を比較したのが(図2-5)である。これをみると、国債投資の収益性が貸出のそれを上回った場合には、流通市場において都銀が債券(うちほとんどが国債)を買い越しており、逆の場合には売り越している。

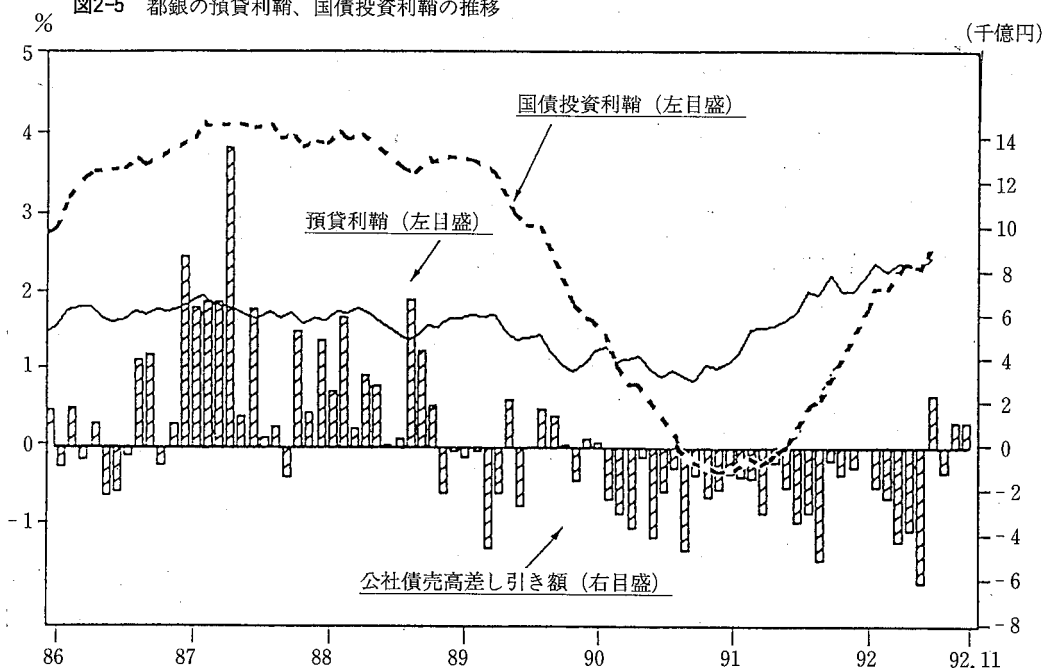
#### (6)総資産の伸び鈍化の要因

次に、総資産の伸び鈍化の要因について考えてみる。バランス・シート上に記載される資産勘定の合計額(総資産)は、必ず負債勘定の合計額と一致する(ここでの考察はオンバランス資産に限定している)。したがって、総資産の増減を議論することは、負債勘定の合計額の増減を議論することと同じである。負債勘定は大きく分けて、預金、借入れなどの他人資本と、資本金、準備金、引当金などの自己資本とに分けられる。ただし負債勘定の合計額の約6、7割を預金(CDを含む)が占めており、総資産の増減は預金の増減によってほぼ決定されるといえる(図2-6)。

もし、銀行が預金の増減を意図的に制御でき

5) 株式は例外で流動性の高い銘柄もあるが、本来こうした銘柄の企業は信用リスクが小さいにもかかわらず、現行BIS規制ではリスク・ウェイトが高く設定されていると理解すべきである(現行BIS規制は信用リスクを規制するものであって、市場リスクを規制するものではないことに注意せよ)。また、こうした流動性が高くかつ信用リスクが小さな企業(多くの場合は有名大企業)は、そもそも銀行と顧客関係を形成する誘因が小さく、直接金融市場が発達すれば「銀行離れ」が加速すると考えられ、その結果、銀行側も当該株式を政策的な意味合いから保有する誘因は低下すると考えられる。

図2-5 都銀の預貸利鞘、国債投資利鞘の推移



(注1) 国債投資利鞘＝国債投資収益率－預金コスト

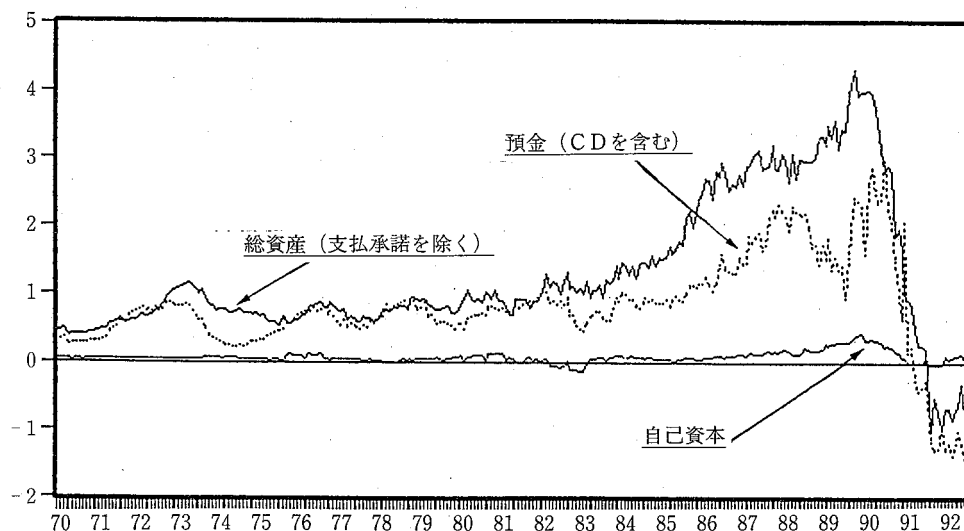
預貸利鞘＝貸出約定平均金利（都銀、総合）－預金コスト

国債投資収益率：各銘柄の長期国債のクーポン・レートとその発行額でウェイト付けしたもの

預金コスト：各種預金金利を都銀の各種預金残高でウェイト付けしたもの

(注2) 日銀「経済統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」より作成

図2-6 都銀の総資産、預金、自己資本の前年比増減額の推移  
(十兆円)



(注1) 国内支店勘定

(注2) 日銀「経済統計月報」より作成

ないのであれば、総資産の伸びの鈍化は、預金の伸びが鈍化したためということができる。したがって、リスク資産の伸びの鈍化も、預金の伸びが鈍化したため、ということになる。そこで次に、銀行が預金の増減を制御できるかどうかについて考察する。

#### (7) 預金増減に対する制御可能性

まず、銀行は預金の増減を自由に制御できると仮定してみよう。例えば、流動性が高くかつ投資に伴う政策的な意味合いが弱い資産への投資について、その期待収益率が預金コストより低い場合には、(資産全体のなかでの分散投資として保有される部分を除けば) こうした資産への投資は抑制されるであろう。そのため、他の資産への投資額を変化させないのであれば、当該資産への投資を抑制する分だけ、預金の取入れも抑制されるであろう。すなわち、もし銀行が意図的に預金の伸びを抑制していたのであれば、はじめから銀行にはこうした資産への投資を抑制する意図があったということになる。

流動性が高くかつ投資に伴う政策的な意味合いが弱い資産の代表である国債<sup>6)</sup>を例にとれば、その収益性が低下すると、銀行は国債への投資を抑制しようとするであろう。ここで再び(図2-5)をみると、91年初当時、国債の投資利鞘がマイナスとなっており、しかも国債が売り越されていたことが確認できる(ここでは、期待収益率は当該時点での収益率の実績値に等しいと考えている)。しかし、91年後半以降には、国債の投資利鞘がプラスに転じたにもかかわらず、依然売り越しが続いた。このことは、銀行が預金の増減を自由に制御できるという仮定と矛盾する。なぜなら、国債の投資利鞘がプラス

であれば、たとえ相対的収益性が貸出より劣っていたとしても、預金の取入れを増やし国債にも投資することが有利であったはずである<sup>7)</sup>。また、BIS規制が存在すれば、リスク資産の増加につながらず(リスク・ウェイト0%) かつプラスの収益をもたらす国債の取得はなおさら有利であったはずである。

では、銀行は預金の増減を制御できないと仮定した場合はどうであろうか。この仮定の下では、先にみた理由で貸出、株式などの保有残高を急激に減らすことができない場合には、預金が減少した分、他の資産を取り崩す必要がある。この場合には、投資に伴う政策的意味合いが弱くかつ流動性が高い資産は、たとえその収益性がプラスであったとしても、貸出などに向ける資金捻出のために取り崩されるであろう。国債が売り越されたのも、そうした理由によるものと考えられる。したがって、91年後半以降、国債投資利鞘がプラスに転じたにもかかわらず国債の売り越しが続いたのは、銀行が預金を増加させることができなかったためと考えたほうが無理がない。すなわち、銀行は預金の増減を自由に制御することができないと考えられる。

預金以外の負債を一定とすれば、銀行が預金の増減を制御できない場合、収益性や流動性、および政策的保有の意味合いなどから、リスク・ウェイトの高い資産の構成比を上昇させるとしても、その伸びの上限は預金の伸びに規定される。したがって、預金の伸びが大幅に鈍化した場合、リスク・ウェイトの高い資産の伸びも鈍化することになる。しかし、リスク・ウェイトの高い資産の伸びが鈍化したのは、預金の伸

6) 先に指摘したように、一般にリスク・ウェイトの低い資産は流動性が高く、かつその投資に伴う政策的な意味合いが弱い場合が多い。例えば、国債はわが国債券流通市場の全取引量の約95%を占め、また、銀行にとって、担保線りとしての保有を除けば、政策的意味合いから保有される部分はほとんどないと考えられる。

7) ここでの考察に対し、それまで含み損を抱えて売却できなかった銘柄を、国債の収益性が向上したため「損切り」として実際に売却したからだ、との反論も可能である(なお、こうした現象は、原価法による会計ルールが採用されているがゆえに発生する)。この場合には、国債投資利鞘が上昇すると、一時的に売り越しが増加することも有り得る。しかし、預金を自由に増加させることが可能であれば、「損切り」のための売却以上に新規の取得を増加させることが有利となるため、本稿の主張は変更されない。

びが鈍化したためであって、BIS規制のためではない。こうした意味で、現状では、銀行行動にとってBIS規制は制約として効いていないと考えられる<sup>8)</sup>。

### 3. 最近の銀行預金の伸び悩みの要因

2節の考察で、①リスク資産の伸びが鈍化したのは預金の伸びが鈍化したためである、②しかし、預金の伸び鈍化は銀行が意図した結果ではない、③したがって、現状では、銀行行動にとってBIS規制は制約として効いていない、という点が確認された。次に問題となるのは、なぜ預金の伸びが鈍化したかという点である。

#### (1) マネーサプライの増減と通貨乗数

預金の伸び鈍化の要因を考えるための準備として、マネーサプライの概念について整理しておく。なぜなら、預金はマネーサプライ（非銀行部門が保有する現金と預金との合計）の一部を構成しているからである。

マネーサプライは、銀行貸出すなわち銀行の信用創造の結果生み出されるものである。銀行借入を行った経済主体はその資金を、支出にあてるか、現金として手元に残すか、預金とするかのいずれかの方法を選択する。支出にあてられた場合、その資金を受け取った相手もそれを現金として手元に残すか、預金とするか、支出にあてるかのいずれかの方法を選択する。したがって、銀行貸出が行われた場合、経済全体としては現金か預金の増加、すなわちマネーサプライの増加となる。逆に、銀行借入の返済が行われた場合には、マネーサプライが減少する（ただし、新規の借入によって過去の借入の返済が行われた場合には、マネーサプライは変化しない）。

8) CP、貸出金などに顕著にみられるように、決算月には一時的にリスクウェイトが高い資産構成比が低下していることから、全くBIS規制が効いていないというわけではない(図2-4a)。しかし、その影響は、決算月のみの一時的なもので、構成比の趨勢には影響しないという意味では、BIS規制が効いていないといえる。

銀行借入に対する需要は、生産活動が活発化するか、資産取引が活発化する場合に高まる。したがって、生産活動ないし資産取引の活発化は、マネーサプライの増加要因である。逆に、マネーサプライの増加は、金利低下、資産価格の上昇を通じて、生産活動ないし資産取引を活発化させるともいえる。すなわち、マネーサプライと経済活動とは相互に密接な関わりを持つ。

通常、銀行は預金を原資として貸出を行う。また、預金は銀行貸出の結果派生したものである。したがって、銀行貸出の最初の前資は、中央銀行が経済に供給したハイパワードマネーである。

以上から、マネーサプライの伸びは、ハイパワードマネーの伸びと経済活動の状況とによって決定されることになる。ハイパワードマネーをH、非銀行部門が保有する現金残高(以下、流通現金と呼ぶことにする)をC、銀行預金残高をD、銀行の預金準備残高をR、銀行部門が保有する手元現金残高をVとし、信用創造のプロセスを定式化してみる。

中央銀行がハイパワードマネーHを供給すると、銀行部門はその資金Hを非銀行部門への資金供給(通常は貸出)に向ける。非銀行部門は、Hのうち一定比率 $C/(C+D)$ を現金として手元に残し、 $D/(C+D)$ を預金として銀行部門に預け入れる。したがって第1段階として、 $DH/(C+D)$ だけが銀行部門に預金として還流することになる。

ただし、銀行部門は預金のうち一定比率 $R/D$ を必要準備として日銀に預け入れなければならない(すなわち、 $(R/D) \times$  預金だけを準備として日銀に預け入れる)。したがって、この場合、最大可能な資金供給額は $(D-R)H/(C+D)$ であるが、このとき銀行部門が最大可能な資金供給を行わず、預金のうち一定比率 $V/D$ を手元に残すでしょう<sup>9)</sup>(すなわち、 $(V/D) \times$  預金だ

9) なお、この $(V/D) \times$  預金だけの手元現金は、通常は預金の払い戻し請求に応じるために保有される。

けの現金を手元に残す)。

ただし、銀行部門が、手元に残した現金を例えば国債投資などに向けるとすると、その現金は結局は誰かの資金となる。銀行部門が手元に残した現金を使って非銀行部門から国債を購入したとすれば、国債の売り手となった非銀行部門は売却資金の一部を手元に残し、残りを預金として銀行部門に預け入れることになる。このプロセスは、銀行部門が手元に残した現金を貸出に向けた場合と全く同じである。したがって、ここで議論している「資金供給」とは、貸出を含め、銀行部門から非銀行部門へ資金が供給されること全般を意味することにする<sup>10)</sup>。

他方、銀行部門が手元に残した資金を資金供給に向けない場合には、その資金が銀行部門にとどまることを意味する。これは、銀行部門の資産勘定のうち現金の保有残高が増加することに他ならない。

銀行部門が、必要準備のほかに手元に現金を残し、残りを資金供給に向けるとすれば、結局、第2段階の資金供給は  $(D-R-V)H/(C+D)$  となる。そして非銀行部門はこの一定比率  $C/(C+D)$  を手元に残し、残りの比率  $D/(C+D)$  を預金として銀行に預け入れることになり、第2段階の預金は  $[D/(C+D)] \cdot [(D-R-V)H/(C+D)]$  となる。銀行部門はこれを原資として第3段階の資金供給を行う。以下、こうしたプロセスが繰り返されることになる。このプロセスを式で表現すると、最終的な預金残高Dは、  

$$D = DH/(C+D) + [D/(C+D)] \cdot [(D-R-V)H/(C+D)] + [D/(C+D)] \cdot [(D-R-V)^2H/(C+D)^2] + [D/(C+D)] \cdot [(D-R-V)^3H/(C+D)^3] + \dots + [D/(C+D)] \cdot [(D-R-V)^nH/(C+D)^n]$$

10) 通貨乗数の観点に限っていえば、銀行が貸出を行う場合と貸出以外の資産を購入することには差がないといっているに過ぎない。銀行の審査活動を通じた資金配分機能の観点でいえば、両者の意味に大きな差があることはいうまでもない。

$$\begin{aligned} &= \frac{D}{C+R+V} H = \frac{D/D}{C/D+R/D+V/D} H \\ &= \frac{1}{c+r+v} H \end{aligned}$$

他方、以上のプロセスで最終的に非銀行部門が手元に残した現金残高Cは、

$$\begin{aligned} C &= CH/(C+D) + [C/(C+D)] \cdot [(D-R-V)H/(C+D)] + [C/(C+D)] \cdot [(D-R-V)^2H/(C+D)^2] + [C/(C+D)] \cdot [(D-R-V)^3H/(C+D)^3] + \dots + [C/(C+D)] \cdot [(D-R-V)^nH/(C+D)^n] \\ &= \frac{C}{C+R+V} H = \frac{C/D}{C/D+R/D+V/D} H \\ &= \frac{c}{c+r+v} H \end{aligned}$$

となる。マネーサプライMは非銀行部門保有現金と預金との合計であるから、

$$(3-1) \quad M = \frac{c+1}{c+r+v} H$$

となる。Hの係数  $(c+1)/(c+r+v)$  は通貨乗数と呼ばれるものである。通常は  $0 \leq c$ ,  $0 \leq r+v < 1$  であると考えられるから、通貨乗数は1より大きな値をとる。邦銀は必要準備以上の準備(過剰準備)はほとんど持たない<sup>11)</sup>ため、準備・預金比率rは近似的に必要準備率に等しい。

11) 堀内・高橋(1981)は、「中央銀行がハイパワードマネーの同調的供給という原則にのっとった金融調節をおこなっているがゆえに、銀行・金融機関は差し当り余分な準備の保有額を最小限に抑制しようとしていると理解すべきである」と述べている。つまり、銀行は、追加的に準備が必要となる可能性があったとしても、最終的には中央銀行が必ずそれを供給してくれると踏んでいれば、あらかじめ余分な準備をもつことは合理的でない。したがって、中央銀行がハイパワードマネーの同調的供給という原則を放棄し、能動的にハイパワードマネーを制御しようとするなら、銀行が合理的である限り、より多額の超過準備を保有するようになるであろう。ただし、その場合にも通貨乗数アプローチの有効性は維持される(詳しくは堀内・高橋(1981)などの関連文献を参照されたい)。

したがって、政策当局にとって $r$ は政策変数である。

先に、経済活動が活発化し、銀行借入に対する需要が増加すると、マネーサプライが増加すると述べたが、同じことを(3-1)式で表現すれば、銀行借入に対する需要の増加が $v$ （および過剰準備がある場合には $r$ ）を低下させこれが通貨乗数の上昇となるか、あるいは銀行部門のハイパワードマネーに対する需要が増加する結果、マネーサプライが増加する、ということになる<sup>12)</sup>。

## (2)郵便貯金への資金シフトとマネーサプライ

以上の考察では、預金を銀行預金だけであると考えてきたが、現実には銀行預金の代替商品として郵便貯金が存在している。したがって、銀行預金から郵便貯金へ資金シフトが発生した場合は $M_2 + CD$ ベースのマネーサプライおよび銀行預金の減少要因となるかもしれない。そこで、郵便貯金を含んだ $M_3 + CD$ ベースのマネーサプライで、信用創造の定式化を行ってみる。以下、銀行預金を $D_B$ 、郵便貯金を $D_P$ とする。

この場合、中央銀行がハイパワードマネー $H$ を供給すると、銀行部門はその資金 $H$ を非銀行部門への資金供給に向ける。非銀行部門は、 $H$ のうち一定比率 $C/(C+D_B+D_P)$ を現金として手元に残し、一定比率 $D_P/(C+D_B+D_P)$ を郵便貯金とし、一定比率 $D_B/(C+D_B+D_P)$ を銀行預金とする。したがって第1段階として、 $D_B H/(C+D_B+D_P)$ だけが銀行部門に預金として還流することになる。

そして、銀行部門は預金のうち一定比率 $R/D_B$ を必要準備とし、さらに一定比率 $V/D_B$ を手元に残し、第2段階として $\{(D_B - R - V) H/(C+D_B+D_P)\}$ を非銀行部門への資金供給に向ける。そして非銀行部門はこの一定比率 $C/(C+$

$D_B + D_P)$ を現金として手元に残し、一定比率 $D_P/(C+D_B+D_P)$ を郵便貯金とし、一定比率 $D_B/(C+D_B+D_P)$ を銀行預金とする。一方、第1段階での資金供給のうち $D_P H/(C+D_B+D_P)$ が郵便貯金となっていたが、これが全額経済へ還流されていれば、非銀行部門はこの一定比率 $C/(C+D_B+D_P)$ を現金として手元に残し、一定比率 $D_P/(C+D_B+D_P)$ を郵便貯金とし、一定比率 $D_B/(C+D_B+D_P)$ を銀行預金とする。したがって、銀行の資金供給の一部と還流された郵便貯金の一部との合計、 $\{(D_P + D_B - R - V) H/(C+D_B+D_P)\}$ が第2段階の預金となる。銀行部門はこれを原資として第3段階の資金供給を行う。以下、こうしたプロセスが繰り返されることになる。したがって、 $C$ 、 $D_B$ 、 $D_P$ の最終的な残高は、

$$\begin{aligned} D_B &= D_B H / (C + D_B + D_P) + \{D_B / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V) H / (C + D_B + D_P)\} + \{D_B / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^2 H / (C + D_B + D_P)^2\} + \{D_B / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^3 H / (C + D_B + D_P)^3\} + \dots \\ &\quad + \{D_B / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^n H / (C + D_B + D_P)^n\} \\ &= \frac{D_B}{C + R + V} H = \frac{1}{C/D_B + R/D_B + V/D_B} H \\ D_P &= D_P H / (C + D_B + D_P) + \{D_P / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V) H / (C + D_B + D_P)\} + \{D_P / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^2 H / (C + D_B + D_P)^2\} + \{D_P / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^3 H / (C + D_B + D_P)^3\} + \dots \\ &\quad + \{D_P / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^n H / (C + D_B + D_P)^n\} \\ &= \frac{D_P}{C + R + V} H = \frac{D_P/D_B}{C/D_B + R/D_B + V/D_B} H \\ C &= C H / (C + D_B + D_P) + \{C / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V) H / (C + D_B + D_P)\} + \{C / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^2 H / (C + D_B + D_P)^2\} + \{C / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^3 H / (C + D_B + D_P)^3\} + \dots \\ &\quad + \{C / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^n H / (C + D_B + D_P)^n\} \end{aligned}$$

12) ただし、銀行部門の手元現金は、通常は預金の払い戻し請求に応じるためだけに保有されているからこれの取り崩しは困難である。したがって、通常はハイパワードマネーの需要増加となるであろう。

$$\begin{aligned}
 & + D_P) \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^3 H / (C + D_B + D_P)^3\} + \dots \\
 & + \{C / (C + D_B + D_P)\} \cdot \{(D_P + D_B - R - V)^n H / (C + D_B + D_P)^n\} \\
 & = \frac{C}{C + R + V} H = \frac{C / D_B}{C / D_B + R / D_B + V / D_B} H
 \end{aligned}$$

となる。したがって、 $M_3 + CD$ ベースのマネーサプライは、

$$\begin{aligned}
 (3-2) \quad M &= \frac{C / D_B + 1 + D_P / D_B}{C / D_B + R / D_B + V / D_B} H \\
 &= \frac{c + 1 + p}{c + r + v} H
 \end{aligned}$$

となる。なお、(3-2)式の $c$ ,  $r$ ,  $v$ は(3-1)式の $c$ ,  $r$ ,  $v$ と全く同じものである。

以上では、郵便貯金に集まった資金が全額経済へ還流されると仮定したが、逆に全く還流されない場合には、

$$(3-3) \quad M = \frac{c + 1 + p}{c + r + v + p} H$$

となる。郵便貯金への資金シフト、すなわち $P$ の上昇は、(3-2)式では通貨乗数の上昇となるが、(3-3)式では通貨乗数の低下となる点に違いがある。この違いが生じるのは、(3-2)式では郵便貯金資金が経済へ還流されると考えたのに対し、(3-3)式では流通現金と同様、郵便貯金資金が信用創造のプロセスから漏れるためである。

### (3)郵便貯金資金の一部がハイパワードマネーの減少要因となる場合

なお、資金が還流されないとすれば、通常の場合には、その資金は現金として保有されることを意味するが、実際には、現金として保有されている部分は無視しうほど小さい(郵便貯金資金はその大部分が大蔵省資金運用部へ預託され、残りは自主運用されるが、同運用部および自主運用分の保有現金は無視しうほど小さい)。しかし、岩田(1992)、成田(1993)、石山・小林・秋森(1992)などによれば、郵便貯金資金が日銀から国債等の購入にあてられ、その分が

ハイパワードマネーの減少要因となる場合がある。

91年以降の金利低下局面頃から、流動性・金利などの面で有利な定額貯金の人気化で銀行預金等から郵便貯金へ資金シフトが発生した(「郵貯シフト」)。郵便貯金資金は大蔵省資金運用部に預託されるため、郵貯シフトの結果、同運用部の資金が急増した。同運用部の資金は基本的には財政投融资にあてられるが、財政投融资計画は予算審議に合わせて審議されるため、運用部資金が当初見込みを超えて増加すると、運用部内に余剰資金が発生する。その結果、同運用部は余資運用として余剰資金を日銀からの国債の(現先取引の形で)購入にあてたが、日銀は買いオペなどによってこれを不胎化しなかったため日銀の実質的な売りオペとなり、ハイパワードマネーの減少要因となった(図3-1)<sup>13)</sup>。

そこで、郵便貯金資金の一部がハイパワードマネーの減少要因となる場合の信用創造について考えてみる。まず、郵便貯金資金のうち、一定比率 $\beta$  ( $\leq 1$ )が経済に還流されるとすると、還流されない資金の最終的な残高は、

$$(3-4) \quad (1 - \beta) D_P = \frac{(1 - \beta) p}{c + r + v + (1 - \beta) p} H$$

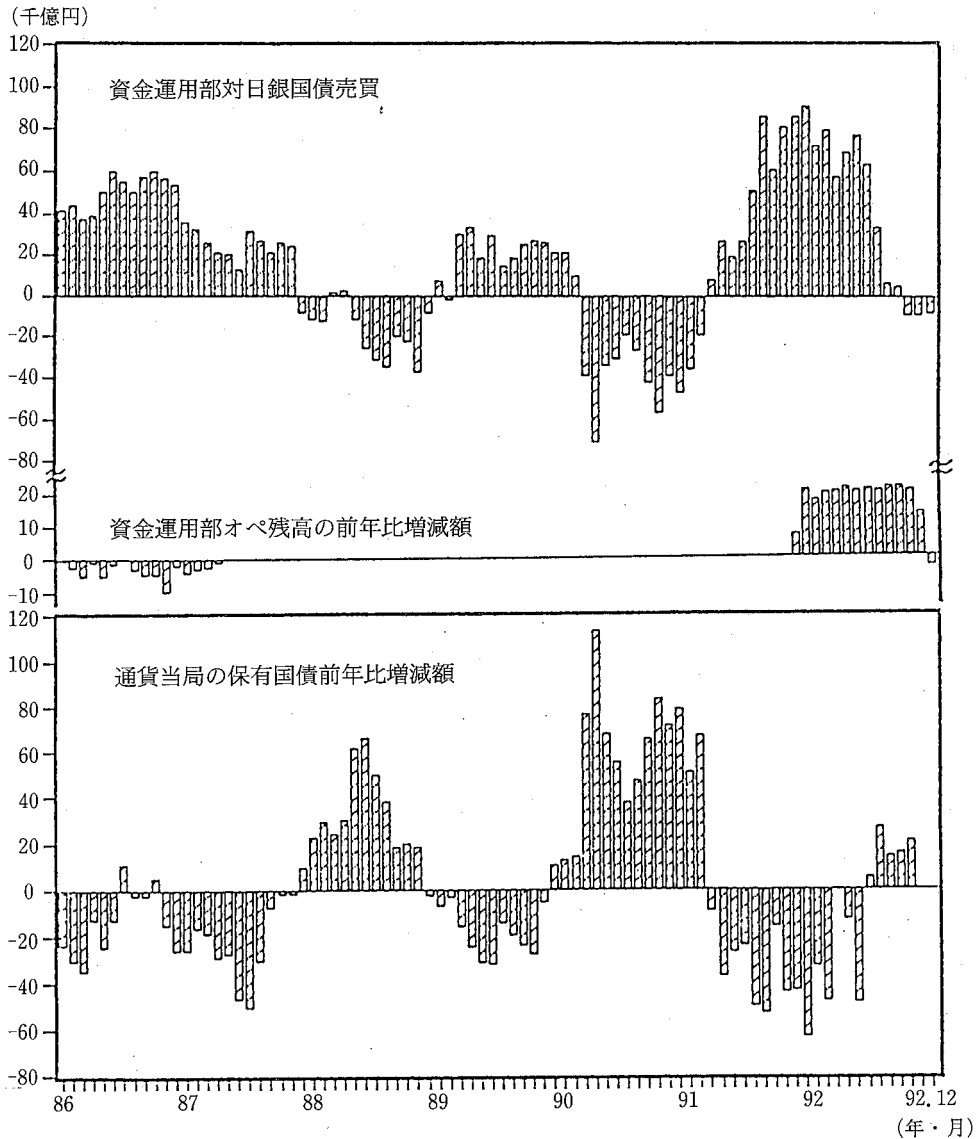
である。この分だけ $H$ が減少し事後的な $H$ が( $H - (1 - \beta) D_P$ )となるとすれば、(3-2)式は、次のように書き換えられる。

$$(3-5) \quad M = \frac{(c + 1 + p)(c + r + v)}{[c + r + v + (1 - \beta) p]^2} H$$

なお、郵便貯金資金はその大部分が大蔵省資金運用部に預託される。したがって、同運用部と日銀との相対取引の数字をみることで、郵便貯金資金のうち経済へ還流されずかつハイパワードマネーの減少要因となった部分、 $(1 - \beta) D_P$ の数字を推測することができる。ここでは、同運用部の日銀からの長期国債取得残高をそれとみなし、その金額を同運用部の総資産で割っ

13) 92年8月に政府が発表した「総合経済対策」のなかで、景気対策資金として資金運用部資金を活用する

図3-1 資金運用部の国債売買動向、および通貨当局勘定の保有国債前年比増減額の推移



(注1) 長期国債を対象

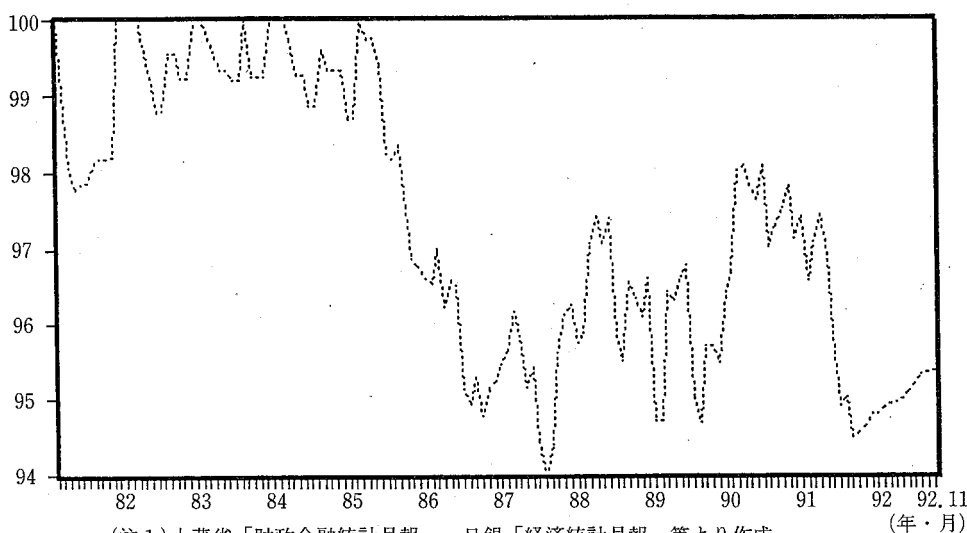
(注2) 売買額は、過去1年間の年間売買額

(注3) 資金運用部対日銀売買は、プラスは資金運用部の買い越し、マイナスは資金運用部の売り越しを示す

(注4) 大蔵省「財政金融統計月報」等より作成

ことが盛り込まれた。その結果、資金運用部は日銀へ国債を売却(ないし現先取引による購入の減少)しており、同年10月以降、(図3-1)でみた年間国債

売買額は資金運用部から日銀への売り越しとなっている。すなわち、最近では、本文で述べたことと逆のことが起きている。

図3-2  $\beta$ の推移(推計値)

(注1)大蔵省「財政金融統計月報」、日銀「経済統計月報」等より作成

たものを  $(1-\beta)$  の値とすることとした。(図3-2)はこうして求めた $\beta$ の推移をみたものであるが、85年から88年にかけて $\beta$ の値が低下、その後90年まで回復傾向にあったが、91年以降に再び急低下している。ここで用いた $\beta$ の値はあくまでも推計値であり必ずしも正確なものとはいえないが、91年以降の $\beta$ の急低下の主因は郵貯シフトであるということではできよう。

#### (4)通貨乗数の推移

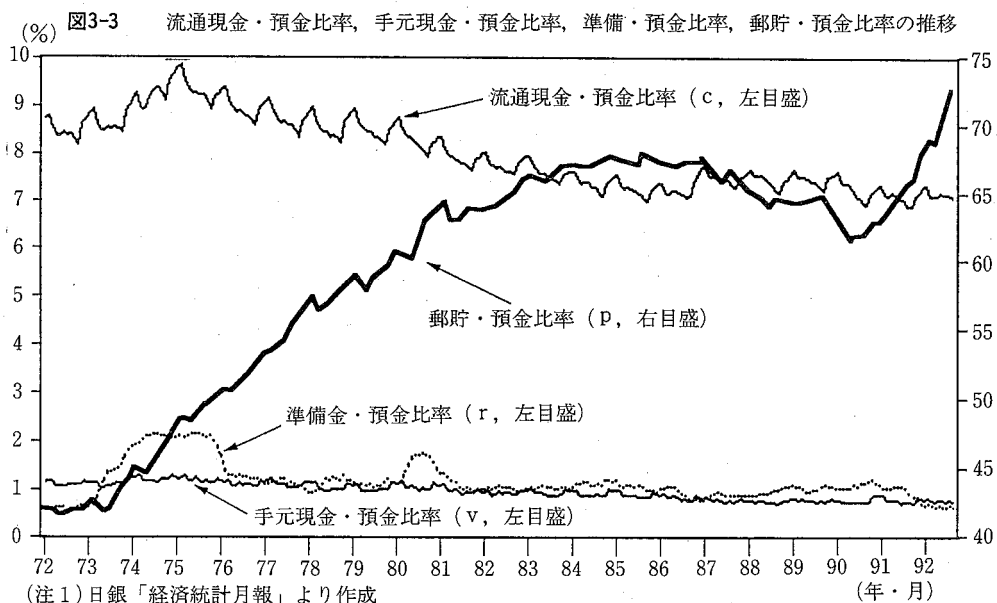
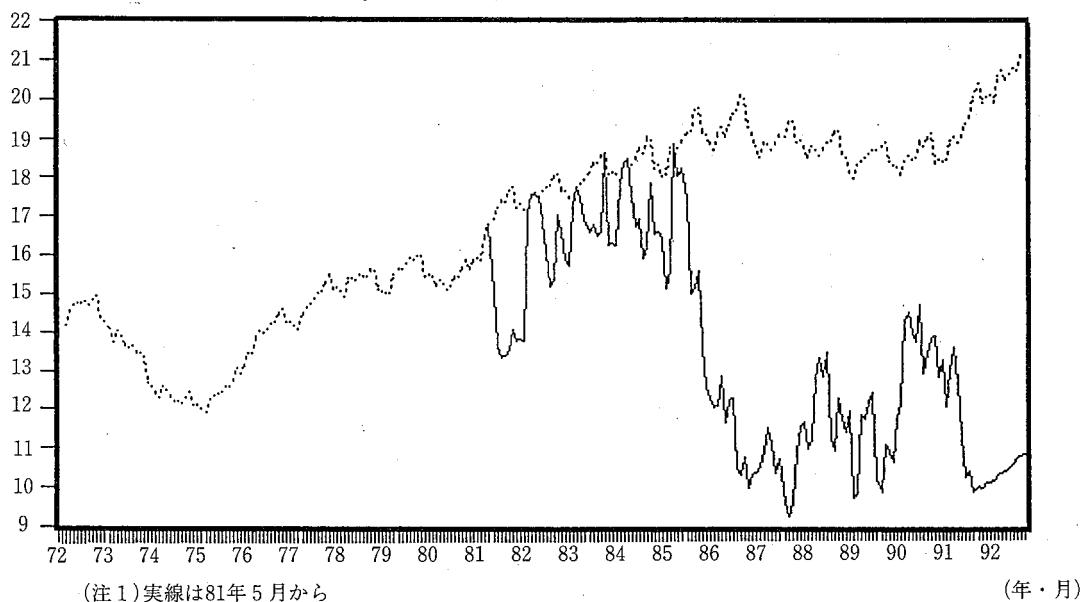
次に、わが国の近年の $r$ 、 $v$ 、 $c$ 、 $p$ の推移をみる(図3-3)。 $p$ は趨勢的に上昇傾向にあるが、90年後半以降上昇ペースが高まっている。 $r$ は75年頃、80年頃に上昇しているのを除けば、概ね安定的に推移していたが、91年10月の必要準備率の引き下げで低下している<sup>14)</sup>。 $c$ は金融技術革新によるキャッシュレス化などを反映して趨勢的には低下傾向にあるが、短期的にはほぼ安定的に推移している。また、 $v$ も安定的に推移している。

(図3-4)の実線は、 $r$ 、 $v$ 、 $c$ 、 $p$ と先に求めた $\beta$ を(3-5)式に代入して求めた通貨乗数の推移である。また同図の点線は、 $M/H$ ないし(3-2)式によって求めた通貨乗数の推移で

ある。2つの通貨乗数を比べると、近年、点線は上昇傾向にあるが、実線は85年から88年に急低下、その後90年まで回復基調にあったが、郵貯シフトがあった91年頃から再び急低下している。このような差が生じるのは、郵便貯金資金の一部が事後的に $H$ 自体を減少させたにもかかわらず、 $M/H$ ないし(3-2)式はこれを考慮していないため、その減少分だけ通貨乗数が高めに計算されてしまうからである。例えば、 $\beta < 1$ の場合、日銀がマネーサプライを $\Delta_1 M$ だけ増加させることを目標としてハイパワードマネーを $\Delta_1 H$ だけ増加させたとしても、郵便貯金資金の一部がハイパワードマネーを減少させる結果、ハイパワードマネーは $\Delta_2 H (< \Delta_1 H)$ しか増加せず、マネーサプライも $\Delta_2 M (< \Delta_1 M)$ しか増加しない。しかし、日銀は当初マネーサプライを $\Delta_1 M$ だけ増加させることを目標としてハイパワードマネーを $\Delta_1 H$ だけ増加させようとしたのであるから、マネーサプライの管理に関して通貨乗数アプローチを用いる場合には、(3-5)式による通貨乗数を考えるべきである<sup>15)</sup>。

(3-5)式による通貨乗数の前年比変化率

14) 必要準備率は預金の種類によってことなるため、厳密には預金構成が変化した場合にも $r$ は変化する。

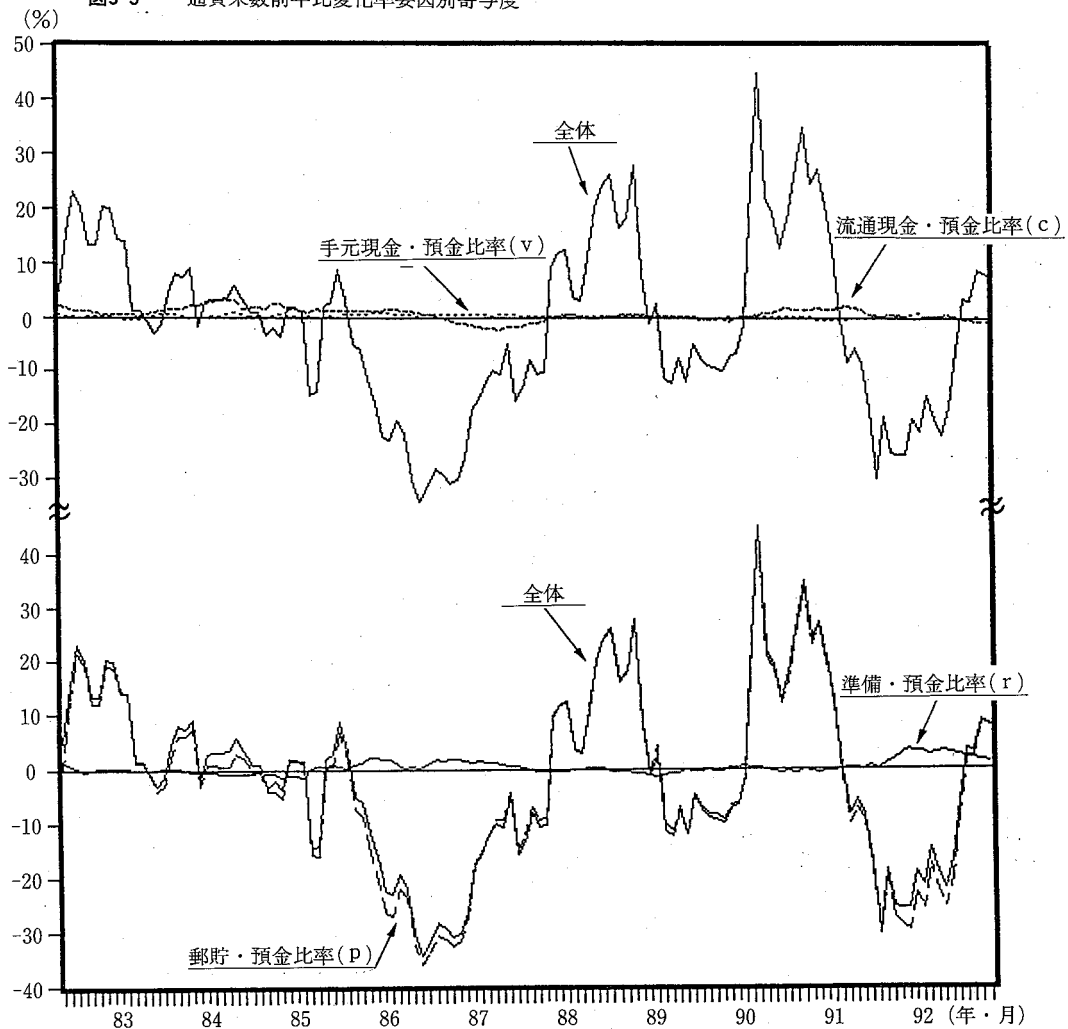
図3-4 通貨乗数の推移 ( $M_3 + CD$  ベース)

と、うち $r$ ,  $v$ ,  $c$ ,  $p$ の変化によって説明される部分の推移をみたのが(図3-5)である。な

- 15) 通貨乗数アプローチの有効性を巡っては、同アプローチの有効性を主張する経済学者とそれを否定する中央銀行関係者との間で古くから論争のテーマとなってきた。また、92年9月から直近の93年1月まで5ヵ月連続でマネーサプライの伸び率( $M_2 + CD$  平均残高, 対前年同月比)がマイナス記録を更新中で

あることから、最近もこの論争が活発に行われている。この論争に関し、筆者自身は通貨乗数アプローチは有効であると考えているが、本稿ではそれが有効か否かをここで論じることは目的から離れるため、有効性についての議論は省略することとした。なお、最近の論争については、例えば、岩田(1992)、成田(1993)、翁(1992a)、翁(1992b)などを参照されたい。また、過去の文献としては、小宮(1976)、小宮(1988)、堀内・高橋(1981)、黒田(1989)などが参考になる。

図3-5 通貨乗数前年比変化率要因別寄与度

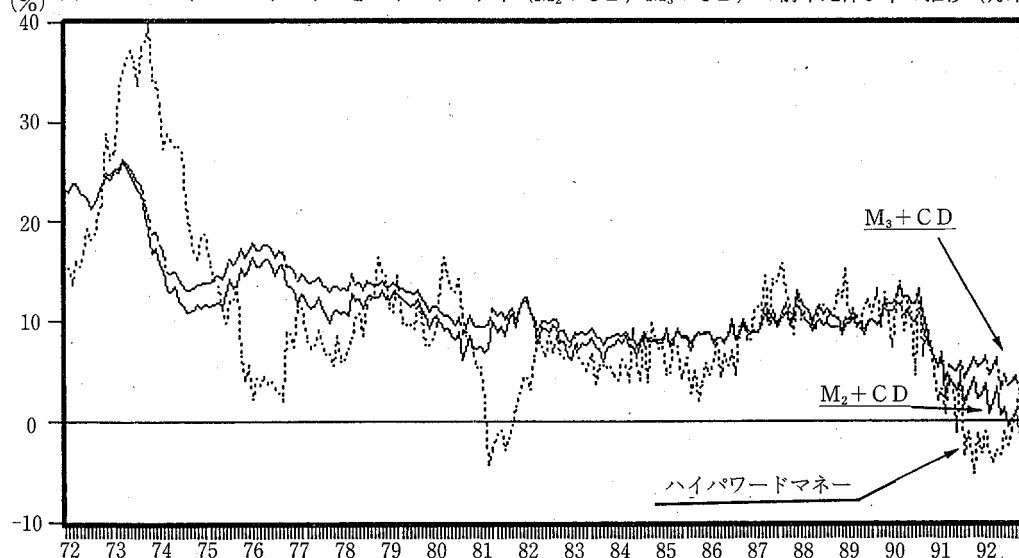


お、同図では、 $r$ 、 $v$ 、 $c$ 、 $p$ の変化によって説明される部分を合計したものが通貨乗数そのものの変化率となる。同図をみると、通貨乗数の変化の大部分は $p$ の変化によって説明されることがわかる。

以上の考察を踏まえると、91年以降の郵貯シフトが、マネーサプライ ( $M_2 + CD$  および  $M_3 + CD$ ) の伸び鈍化要因となった、と考えられる (図3-6)。また、このことは、 $c$  が安定的に推移していることから、銀行預金の伸び鈍化要因であるともいえる。

(5) 通貨需要の低迷がマネーサプライの伸び悩み要因であるとの主張

マネーサプライの伸び鈍化について、日銀など政策当局の見解は上の解釈とは異なったものである。例えば日本銀行(1992)は、「資産価格の低下に伴い...通貨需要の押上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返しという色彩が強い」と主張している (同論文では銀行預金から郵貯等へ

図3-6 ハイパワードマネーとマネーサプライ ( $M_2 + CD$ ,  $M_3 + CD$ ) の前年比伸び率の推移 (月末残高)

(注1) データは92年10月末まで

(注2) 日銀「経済統計月報」より作成

資金シフトが発生した点だけをいっているのであり、これがハイパワードマネーに与えた影響については触れていない)。以下、こうした見解について批判的に考察を試みる。

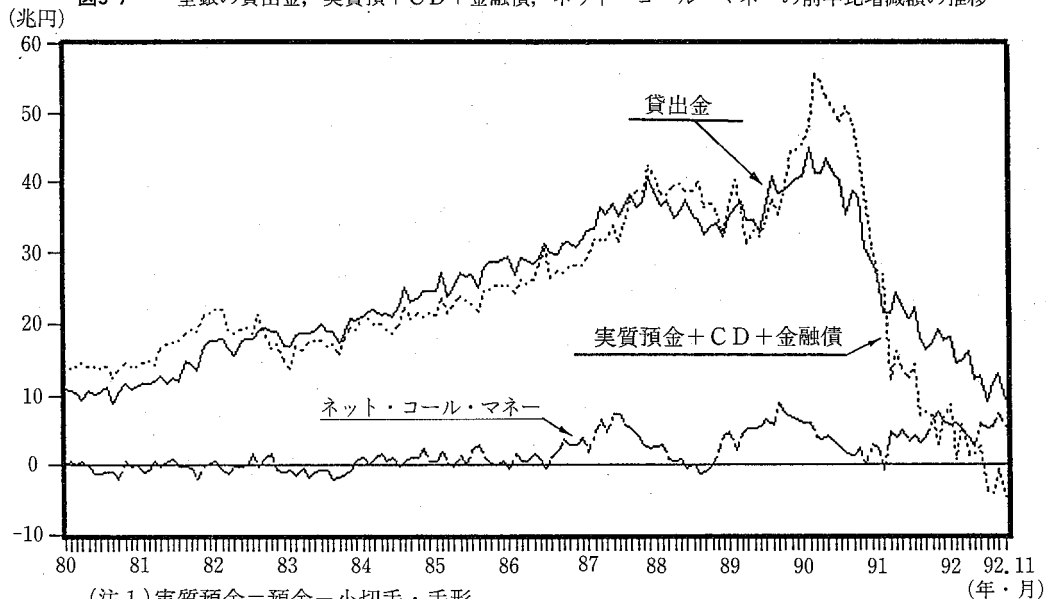
非銀行部門にとっての資金調達手段としては、銀行借入のほか、直接金融による調達や手持ち資産の売却などが考えられる。したがって、通貨需要が高まった場合には、銀行借入、直接金融、手持ち資産の売却などを通じた資金調達が増加し、逆の場合には、これらによる資金調達が減少すると考えられる。

これに関連し、ハイパワードマネーの制御可能性に関する日銀関係者の主張を筆者なりに解釈すると、以下のようなだろう(翁(1992a)他参照)。通貨需要が減少している場合に、日銀がハイパワードマネーの供給を増加させても、銀行部門から非銀行部門への資金供給が増加しないため、銀行は資産運用難に陥るであろう。銀行にとって必要準備以外の準備(過剰準備)は機会費用がかかるため、結局、銀行間での資産運用に終始することとなり、銀行部門の手元現金の積み上がり(したがってVの上昇、通貨乗数の低下となる)と銀行間市場の金利低下を招く

であろう。このとき、日銀が許容できないほどに銀行間市場の金利が急低下するなら、日銀はオペなどを通じて銀行間市場から資金を吸収しなければならない。しかし、日銀は発券銀行であるため、還流した資金は日銀の資産勘定には計上されず、還流した資金と同額だけ通貨発行高が相殺され、その分ハイパワードマネーが減少する。したがって、通貨需要が低迷している場合には、日銀が意図的にハイパワードマネーを増加させることは不可能である。

しかし、こうした主張に対しては、2つの視点から反論が可能である。第1に、銀行間金利の急低下は仮に許容できないとしても、時間をかけて低目誘導していくことでハイパワードマネーを増加させるとともに、銀行間金利の低下によって他の市場金利にも影響を与え、非銀行部門の通貨需要を喚起することはできたはずである。ただし現実には、91年後半以降、金利が低下しながらハイパワードマネーの伸びも鈍化しているから、金利の低下が十分でなかったということになる。第2に、日銀がマネーサプライの伸びを回復させるために能動的にハイパワードマネーの伸びを増加させることは仮に不可

図3-7 全銀の貸出金、実質預金+CD+金融債、ネット・コール・マネーの前年比増減額の推移



(注1) 実質預金=預金-小切手・手形,

ネット・コール・マネー=コール・マネー-コール・ローン

(注2) 日銀「経済統計月報」より作成

能であるとしても、郵貯シフトによって生じたハイパワードマネーの減少分は通貨需要の低迷とは無関係であるから、少なくともこの減少分については不胎化できたはずである。このことを別な視点からもみてみよう。

銀行にとって、顧客関係の維持などから貸出の伸びを急激には抑制できないとすれば、郵貯シフトやハイパワード・マネーの伸び鈍化によって預金の伸びが急激に落ち込むと、銀行の資金繰りは悪化するはずである。事実、全国銀行の実質預金（預金-小切手・手形）+CD+金融債、貸出金、ネット・コール・マネー（コール・マネー-コール・ローン）の前年比増減額をみると、91年以降、貸出金の伸びが鈍化しているが、それ以上に実質預金+CD+金融債の伸びが急激に鈍化、貸出金との差額を補う形でコール資金の取入れが増加している（図3-7）。また、銀行はコール資金の取り入れだけでなく、国債など他の資産の取り崩しによっても、貸出と預金との差額分を埋め合わせている。こうし

た状況下では、銀行の資金不足に相当する額だけ日銀がハイパワードマネーの供給を増加させたとしても、銀行が供給された資金を銀行間市場で運用するとは考えられない。したがって、郵貯シフトによって生じたハイパワードマネーの減少分を日銀が不胎化することはできたはずである<sup>16)</sup>。

以上の考察を踏まえると、通貨需要の低迷がマネーサプライの伸び悩みの本質的な要因ではなく（もっともハイパワードマネーの減少で金利の低下が不十分であったために、通貨需要が低迷し、その結果マネーサプライが伸び悩んだとはいえる）、郵貯シフトとそれに伴うハイパワードマネーの減少が要因であると結論付けられ

16) ただし、本稿作成中の93年2月、公定歩合が0.75%引き下げられ87年当時の史上最低水準2.5%に並んだこと、(注13)で指摘したように、92年10月以降、資金運用部対日銀の年間国債売買が運用部から日銀への売り越しに転じたこと、ハイパワードマネー（月末残高）の前年比増減額も同月から増加に転じたことなど、以上で考察した状況に変化がみられ始めたことは注目に値する。

る。また、通貨需要の低迷がマネーサプライの伸び悩みの要因であるとしながらも、それを放置し続けた日銀の姿勢こそが一番の問題であったといえよう。

#### 4. BIS規制が今後与える影響

以上の考察を踏まえると、銀行貸出の最近の伸び悩みの原因として実務界から指摘されている、①非銀行部門の借入需要の減少、②不良債権の急増による銀行自身の融資姿勢の慎重化、③BIS規制対応としての銀行貸出の抑制、といった点も、銀行が資金繰り悪化にもかかわらず貸出を行っていることから考えると、現状では、根本的な原因とはいえない。

また、本稿でのこれまでの考察を通じ、現状では、①BIS規制は銀行の資産構成比に影響していない、②総資産の伸びは急速に鈍化しているが、これは預金の伸びが鈍化しているためである、③しかし、預金の伸び鈍化の原因は、郵貯シフトとハイパワードマネーの伸び鈍化であって、BIS規制は原因となっていない、という点が確認された。したがって、現状では、BIS規制自体は銀行の行動にとって制約要因とはなっていないと結論付けられる。しかし、適切な政策がとられ預金の伸びが回復した場合にも、BIS規制が影響しないといえるであろうか。以下、この点について考察する。

##### (1) 銀行の資産運用に与える影響

ハイパワードマネーの伸びおよび通貨需要が回復すると、貸出の増加に伴って預金も増加し、これを原資としてさらに貸出が増加するであろう。しかし、自己資本の伸び以上に貸出を増加させると、そのリスク・ウェイトが100%であるため、自己資本比率を低下させることになる。

(表2-1) でみたように、例えば都銀のTier I / リスク資産の比率は直近92年9月末で4.7%であるから、9.4%以上の自己資本比率を目標とする場合には、Tier I の伸び以上に貸出を伸

ばすことができない (Tier II の自己資本への算入はTier I と同額までとなっているため、Tier I / リスク資産の比率の2倍が自己資本比率の上限となる。なおBIS規制で要求される自己資本比率の下限は8%であるが、実際にはこれより高い自己資本比率を目標とする銀行が多い)。

したがって、預金の伸び上昇は貸出の伸びをある程度までは回復させるであろうが、その伸びの上限はTier I の伸びまでに限定されるであろう。なお、Tier I の伸び自体は、金融自由化の進展や最近の不良債権の償却負担の増加で、当面伸び悩む可能性が高い (株価の上昇でエクイティ・ファイナンスが本格的に再開される場合にはこの限りでない)。

その結果、銀行行動にとってBIS規制が制約として効くようになり、貸出の伸びが制約されるようになると、銀行は貸出以外の資産のうち、収益性が高くかつリスク・ウェイトの低い資産への投資を活発化させるであろう。

##### (2) BIS規制がマネーサプライおよび通貨乗数に与える影響

次に、BIS規制がマネーサプライおよび通貨乗数にどう影響するかについて考察してみる。

BIS規制のため、銀行部門の貸出の伸びが鈍化したとしても、貸出以外の形で資金を供給する限りでは、非銀行部門が資金を得ることは変わらない。例えば、銀行部門が非銀行部門から国債を取得する場合などがこの例にあたる。したがって、この場合、BIS規制はマネーサプライおよび通貨乗数の低下要因とはならないが、貸出 (リスク・ウェイト100%) を抑制し国債 (リスク・ウェイト0%) 投資を増加させるという意味で、銀行の資産運用には影響を与えている。こうした場合には、BIS規制は直接金融市場の発達を促す要因ともなろう。ただし、BIS規制は単に銀行の資産運用に影響を与えるという意味だけでなく、経済全体でみれば、銀行に期待される貸出市場での資金配分機能にも影響を与えることにもなる。したがって、BIS規制が過度に厳

しいものであったり、リスク・ウェイトの設定が不適切である場合には、たとえマネーサプライおよび通貨乗数には影響しなかったとしても、金融機関の行動を誤導する、ひいては経済全体の資金配分を攪乱する危険性があるという点には、注意しなければならない。

他方、非銀行部門の通貨需要が低迷している場合には、(BIS規制のため)銀行部門が貸出以外の形で資産を運用(あるいは資金を供給)しようとしても、結局は銀行間での資金のやり取りに終始してしまうことがあるかもしれない。この場合には、結果的に銀行部門の手元現金の積み上がりを招く要因(手元現金・預金比率 $v$ の上昇)となり、通貨乗数の低下およびマネーサプライの伸び鈍化を招くこととなる。ただし、これは、非銀行部門の通貨需要が低迷しているために通貨乗数の低下およびマネーサプライの伸び鈍化を招いたのであって、BIS規制はその直接的な原因ではない。また、現状がそうであるように、マネーサプライの伸び鈍化は預金の伸び鈍化ともなるため、結局、BIS規制は制約とならず、銀行の資産運用にも影響を与えない可能性がある。

あるいは、銀行間での資金のやり取りが銀行間金利の急低下となり、これを日銀が許容できないとして銀行間市場から資金を吸収する場合には、(銀行部門の手元現金の吸収を通じて) $v$ の上昇を防ぐと同時にハイパワードマネーの減少要因となる。この場合には、通貨乗数は変化しないがマネーサプライの減少要因となる。この場合も、マネーサプライの減少が預金の減少ともなるため、BIS規制は銀行の資産運用に影響を与えない可能性がある。

ただし、通貨需要が低迷しているといっても、銀行部門が非銀行部門から国債等を購入しようとした場合に、非銀行部門がこれに応じないということは考えにくい。また、先に指摘したように、日銀は銀行間金利を時間をかけて低目誘導することで、ハイパワードマネーの伸びと通貨需要を回復させることができるはずである。

したがって、上にあげた3つの例のうち、適切な政策がとられる限り、2番目、3番目の例が実現する可能性より、1番目の例が実現する可能性のほうが高いと考えられる。

## 5. 結び

本稿の考察を通じ、現状ではBIS規制は邦銀の行動にとって制約要因とはなっていないことが確認された。その考察のなかで、最近において邦銀の行動に変化をもたらした主因は、郵貯ソフトとハイパワードマネーの伸びの鈍化であったことも確認された。したがって、最近のマネーサプライの伸び悩みが経済にとって好ましくないと考えるなら、政策当局は、まず、ハイパワードマネーの伸びを増加させる努力をしなければならない。

ハイパワードマネーの伸びが回復した後は、邦銀の行動にとって、不良債権の急増による邦銀の融資姿勢の慎重化やBIS規制などが新たな制約となる可能性がある。こうした場合には、①銀行部門は貸出以外の資産への投資を通じて非銀行部門へ資金供給を行う結果、(銀行部門の手元現金の積み上がりとはならず)マネーサプライの伸び悩みとはならないが、この影響が過度になると銀行に期待される貸出市場での資金配分機能を阻害する、②銀行部門の手元現金の積み上がりを招き、マネーサプライが伸び悩む、という2通りの影響形態が予想される。①、②ともに影響が過度である場合には、この影響は経済全体にとって好ましくないことは明かである。しかし、影響が適度である場合には、直接金融市場の発達を促す(①)、インフレーションの高進を予防する(②)という点でむしろ歓迎される場合も有り得る。したがって、ハイパワードマネーの伸びが回復した後は、影響の形態と程度とを見極めながら政策対応を講じていくべきであろう。

## &lt;参考文献&gt;

- [1] 秋森弘(1992),「BIS規制をめぐる銀行の対応」,『証券月報』2月号,山一証券経済研究所
- [2] 石山仁・小林俊英・秋森弘(1992),「有効活用が期待される公的資金」,『証券月報』12月号,山一証券経済研究所
- [3] 岩田規久男(1992),「『日銀理論』を放棄せよ」,『週刊東洋経済』9月12日号,東洋経済新報社
- [4] 植田和男・植草一秀(1988),「金融調整のメカニズムー動学的考察ー」,鬼塚雄丞・岩井克人編『現代経済学研究』,東京大学出版会
- [5] 植田和男(1992),「マネーサプライ動向の『正しい』見方」,『週刊東洋経済』12月12日号,東洋経済新報社
- [6] 翁邦雄(1991),「日本における金融調節について」,『金融研究』,日本銀行金融研究所
- [7] 翁邦雄(1992a),「『日銀理論』は間違っていない」,『週刊東洋経済』10月10日号,東洋経済新報社
- [8] 翁邦雄(1992b),「政策論議を混乱させる実務への誤解」,『週刊東洋経済』12月26日号,東洋経済新報社
- [9] 黒田晃生(1989),『金融政策の話』,日本経済新聞社
- [10] 後藤新一(1985),『短期金融市場の知識』,日本経済新聞社
- [11] 小宮隆太郎(1976),「昭和48,9年のインフレーションの原因」,『経済学論集』,東京大学
- [12] 小宮隆太郎(1988),「ハイパワード・マネーと金融政策」,『現代日本経済ーマクロ的展開と国際経済関係』,東大出版会
- [13] 原田泰・白石賢(1993),「岩田教授の金融理論はやはり正しい」,『週刊東洋経済』1月16日号,東洋経済新報社
- [14] 堀内昭義(1990),『金融論』,東大出版会
- [15] 堀内昭義・高橋俊治(1981),「マネー・サプライ・コントロールの『貨幣乗数アプローチ』」,『経済研究』第31巻第1号
- [16] 成田淳司(1992),「供給量の低下は日銀の失敗」,『エコノミスト』11月24日号
- [17] 成田淳司(1993),「貨幣供給の貨幣乗数アプローチー1990年第4四半期以降の貨幣供給( $M_2 + CD$ 平残)の急減を中心にー」,『国民経済』,国民経済研究協会
- [18] 日本銀行(1992),「最近のマネーサプライの動向ーその分析と評価ー」,『日本銀行月報』9月号
- [19] 吉川洋(1992),「マネーサプライと日本経済」,日本経済新聞『やさしい経済教室』,9月21日～全6回