

# 太陽 ASG

## エグゼクティブ・ニュース

### 景気悪化のサインを示すマネー関連指標の動き

以下の要旨は **51 秒**でお読みいただけます。

#### 要 旨

人類の歴史とともに古い物の一つに、お金（マネー）があります。物々交換から物品貨幣に移行したのは紀元前 15 世紀頃とされ、世界で最も古い貨幣として、殷の時代の中国で寶貝が使われていたことが知られています。日本で最初の貨幣は、有名な「和同開珎（わどうかいちん）」で、大化の改新後の 8 世紀初めに鑄造されています。江戸時代には幕府の大判、小判のほか、各藩で藩札が作られておりましたが、明治時代になって日本銀行券に統一されました。「“火と言葉とお金”は、人類の三大発明」と言われており、現在、世界でお金（マネー）が使われていない国はありません。

21 世紀になりますと、グローバル化の進展で、各国の経済政策が極めて密接に関係し合うようになりました。各国のマネーの「力」は為替相場に反映され、輸入物価や投資などを經由して、我々の生活にも大きな影響を及ぼしているのはご承知のとおりです。マネーを扱う金融機関は、マネーを通じて資金決済を行っているほか、景気の動向にも深く関与しているため、各国とも金融機関の規制・監督が重要な国策となっています。

このように、お金＝マネーが我々の生活に果たす役割は今日非常に大きい訳ですが、それではマネーが経済活動に与える影響はどういうものなのか、といったごく基本的な概念が実はあまり良く分かっていないのです。

今月は、マネーの基本概念、マネーの増減は原因か結果か、その視点から見た景気シグナルの現況について、（株）三菱総合研究所首席研究員の後藤康雄氏に解説していただきます。後藤氏は、日本銀行で金融研究所に勤務のご経験もあり、金融に関する専門家として知られています。後藤氏によれば、①マネー（量）の変化は景気の原因か結果か、について定説は無い、②しかし、我が国の 2000 年以降のデフレ対応策の結果を踏まえると、最近のマネー（量）の変化は景気の結果としての性格が強い、③結局、マネー（量）の変化には景気のシグナルとしての役割があり、現在の金融機関貸出の増加（マネー量の増加）は、通常のイメージとは逆に景気悪化のシグナルを示している、と指摘されています。



「太陽 ASG エグゼクティブニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8860 e-mail: [t-asgMC@gtjapan.com](mailto:t-asgMC@gtjapan.com)  
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 田代知子

## 景気悪化のサインを示すマネー関連指標の動き

三菱総合研究所 政策・経済研究センター 主席研究員  
後藤康雄

### 1. マネーの意義

#### マネーと景気

「マネー」、さらに日常用語でいえば「お金」は、経済において欠かすことのできない要素である。お金さえあれば幸せになれる訳ではないが、我々の生活がお金によって大きく振り回されることが多いのも事実である。

個人の生活においてお金が重要であるのと同様に、国全体の経済をマクロ的にとらえたレベルにおいても、お金＝マネーはきわめて重要な位置づけにある。今回の話のテーマは「マネー」であり、結論は、「現在のマネーの動きをみると景気悪化の兆しがうかがえる」というものである。以下では、マネーという概念が、いかに一筋縄ではいかなないものかという話をしたうえで、現状に関する上記の結論を説明する。

### 2. デフレはマネー低迷によるものだったのか

#### マネー根幹概念の多様性

マネーは、経済の研究分野では、古くて新しい大きなテーマである。人々はなぜマネーを使うのか、なぜ実物的な価値の裏づけの無い不換紙幣が流通し得るのか、などなどマネーの存在意義の根幹に関わる点についても、今なお議論がかわされている。

#### マネー総量のコントロール

もう少し現実の経済政策の視点からも論点は尽きない。例えば、マネーの総量を管理するのは誰なのか、それはどのように行われるのか、といった点については、まさに我が国において、バブル崩壊後の厳しい経済環境の中で大きな議論が戦わされた。1990年代前半には経済誌の紙面で、日銀を代表して「中央銀行が受け身でマネーの量を調節するに過ぎない」と主張した翁邦雄氏に対し、「中央銀行がマネーの量を自由に調節できないはずはない」と真っ向から反論した岩田規久男・学習院大教授の論争は、「マネーサプライ論争」として大いに注目を集めた。

マネーの量を政府・日銀が管理できるかどうかは、わが国にとって今なお大問題である。それは特にデフレとの兼ね合いにおいてである。身の回りの物価を観察すると、じわじわと上昇圧力が強まっている。しかしこれは、原油など海外からの輸入品の値上がりを通じた「悪い物価上昇」の側面が強い。原油価格などの今後の動向次第では、日本への影響はどうか分からない。こうした海外から輸入されたインフレ圧力を除くと、実は国内の物価の“中核的”な部分については、引き続きデフレ圧力が強いことには注意する必要がある。これは、身の回り品の値段が上がりつつある生活実感からするとやや意外感もあろう。そして、こうした状況こそが現在の金融政策を難しくしている最大の要因といえる。

#### デフレと需要供給要因

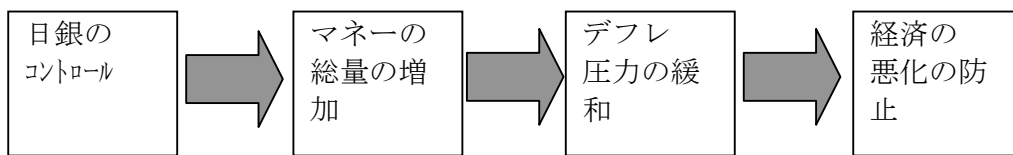
この“中核的な部分のデフレ圧力”とは、国内の需要と供給のバランスを反映した需給要因から来るものを意味している。経済学の教科書的にいえば、モノの値段は基本的に需要と供給のバランスで決まる。ある製品を欲しい人が増えたり、製品の供給が少なくなれば、その製品の希少価値が上がり、製品価格は上昇することになる。景気の足取りは緩やかなので、供給が追いつかないほど需要が拡大しているわけではない。実際、

需給関係を聞くアンケート調査の結果などからみても、特に需給バランスがタイト化している感じではない。

### デフレとマネー要因

さらに、需給バランスと並んで物価を左右するもう一つの大きな要素がある。それがマネーの量である。モノの売買はお金を仲介して行われる。もし世の中で取引されるモノの数量が変わらず、お金の量だけ倍増すれば物価も上がりそうだということは、直感的にも理解されよう。

もし日本経済において潜在的にデフレ圧力が根強いのであれば、そしてデフレ圧力が経済に何らかの悪影響を及ぼしているのであれば、そしてさらに日銀がマネーの量をコントロールすることができ、マネーの増加がデフレ圧力を緩和するのであれば、日銀はぜひマネーを増やすべきである。少し話が入り組んできたので、以下の図をご覧ください。



### マネーは経済活動の原因か結果か

マネーを巡っては様々な論点があるが、その根幹にある対立軸として、マネーとは経済活動の“結果”なのか“原因”なのかという因果関係の問題がある。少し解説が必要かもしれない。原因とみる立場からいえば、政府や中央銀行が何らかの手段によってマネーを増やせば、それによってデフレ圧力が弱まったり、景気がよくなったりする。まさに上のフローチャートのイメージである。逆に、結果とみる立場からいえば、経済活動が活発になると、それだけお金が必要になるので、(複雑なメカニズムを経つつ最終的に)マネーが増えるということになる。本来は、きちんとした経済学の枠組みでもう少し厳密な説明が必要だが、大まかなイメージは伝わるのではないかと思う。

この因果関係は、特に経済政策を考える際には決定的に重要となる。例えば、上のフローチャートの因果関係が間違っているとしよう。経済が悪化したのでその結果、物価が下がったり(=デフレ圧力の強まり)、マネーが減ったりしているのが正しい姿だと仮定しよう。そして、もし日銀がマネーの量を簡単にはコントロールできないのであれば、政策として努力すべきなのは、日銀のマネー・コントロールではなく、何らか別の手段によって「経済の悪化」を食い止めることということになる。しかし、もし上記のフローチャートが正しいのであれば、もちろんやるべきことは日銀のマネー・コントロールということになる。因果関係の想定の方によって、努力目標は大きく変わってくるのである。

### マネー量の変化は経済の結果としての性格が強い

因果関係の話は、ここで決着がつく類の話ではないので、少なくとも筆者は、政府が一方的にマネーの量を決めるという教科書的なモデルには懐疑的であるとだけ述べておこう。むしろマネーは結果としての性格がかなり強いという印象を持っている。日銀は、2001年から2006年にかけて「量的緩和政策」という、お金の量を増やそうとする政策を実施した。これは前例の無い壮大な政策の実験でもあったのだが、結果としてマネーの量を押し上げるには至らなかった。逆に、量的緩和政策を終えて現在に至るまでの状況をもても、目だってマネーが減っている訳ではない。根本的に経済の情勢が改善しない限り、政府や日銀が一方的にマネーを増やそうとしてもそれには限界がある、というのが過去を振り返っての総括といえる。

### 3. マネーの低迷が続く

#### 経済活動のシグナルとしてのマネー指標

マネーが原因というより結果の性格が強いなら、統計としてあまり注目する意味はないのだろうか。結論から言えば、そのようなことは無い。マネー関連統計は、少なくとも「シグナル」としてとても重要である。やや一般論についての話が長くなったので、現実のマネー関連指標についてみておこう。わが国においてマネーの量を表す統計が「マネーストック」である。これは、かつて「マネーサプライ」と呼ばれていたものである（2008年5月分より呼称や内容を変更）。わが国におけるその代表的な指標が「M2」（注1）や「M3」（注2）である。M2やM3の動きをみると、いずれも低めの伸びが続いている。これが結果なのか、何かの原因になり得るかはともかくとして、マネー指標が低い伸びを続けているのは事実である。

マネーが何かの原因になり得るのであれば由々しきことだし、そうではなく経済活動の結果を表すにしても、「どうも日本経済の足取りはたどたどしいようだ」というインフレーションは伝わってくる。

世の中には経済関連の統計があまた存在するが、マネー統計は、金融機関からの報告をもとに作られているので、（内容をどう解釈するかは別として）数字自体はしっかりとした統計である。したがって、その伸びが今ひとつということであれば、その背後には何らかの現象があると考えべきである。

（注1）M2：預金取扱金融機関（除く「ゆうちょ銀行」）の要求払預金（当座、普通など）や現金の合計  
（注2）M3：M2に「ゆうちょ銀行」分や定期性預金などを加えたもの

#### マネーと銀行行動

もう少しマネーをめぐる状況を多面的にみておく意味で、「銀行貸出」についても確認しておきたい。なぜマネー関連統計の話をしているのに、銀行貸出をみる必要があるのか。これはマネーの概念の本質に関わる。我々がマネー（あるいはお金）という場合、現金を思い浮かべがちだが、実際の経済におけるマネーとして圧倒的に重要なのは、銀行預金である。個人が日常生活で決済を行うのは現金によることが多いが、企業などが多額の資金を決済する際には、銀行預金を使うのが通常である。決済機能を有する金融資産を、幅広くマネーととらえるなら、その範囲は大きく広がる（例えば国債なども、容易にキャッシュに換金できるので、場合によってはマネーに含め得る）。

銀行預金は、マネーの中心的な存在である。そして銀行預金は、一種の自己増殖を起こす。銀行は預金を受け入れるが、それを貸出という形で企業などに貸し付ける。借り手はそれを現金として持っていては仕方がないので、まずは銀行に預ける。そしてそれが貸出の原資として使われ・・・という、いわゆる信用創造メカニズムが働くことによって、マネーは膨らんでいくのである。

こうした構図の下、マネーの中核は、銀行の負債である預金によって構成されている。そして、銀行のバランスシートにおいて、負債に見合ったもっとも重要な資産は、貸出である。したがって、銀行貸出の動向をウォッチするということは、マネーの動きを別の視点からチェックすることになる。

#### 銀行貸出増加の中身

実は、2007年末頃から銀行貸出は増加気味に推移している。ここでのポイントは、足元の貸出がなぜ増加しているのか、その背景である。言い方を変えれば、貸出が増えているその中身である。先ずあり得るのは、景気拡大を背景とした“前向きな”貸出需要である。緩やかな足取りではあるが、景気は（少なくとも昨年までは）拡大傾向を続けてきたため、それを反映して事業拡張などのための前向きな資金の需要が増大してきたという状況は、確かに考えられる。銀行貸出とマネーは、コインの裏表の関係に近いが、



それでも完全に一致するものではない。貸出の増加がマネーの増加につながらないという状況は十分あり得る（実際、現在がそうである）。

#### 4. 運転資金向けの貸出需要の増加

##### 貸出増加と資金繰りの悪化

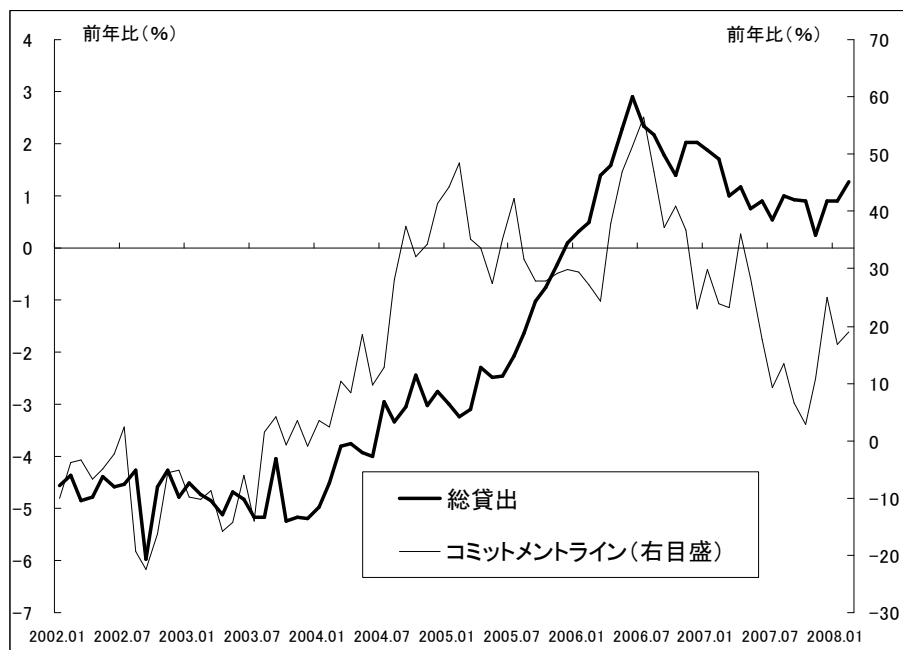
しかし、ここで注意が必要なのは、予想に比べて売上げが増えず、その一方で原材料の支払いなどは必要という状況において、資金繰りをつけるための運転資金の需要増加を反映している面も大きいということである。

特に昨年末頃からは、原油高などによるコストアップや米国向け輸出の下ぶれなどにより、資金繰りが悪化した企業が増えてきている。これは特に価格交渉力の弱い中小企業において顕著な傾向である。各種のアンケート結果などをみると、中小企業の景況感は一昨年頃からすでに悪化に転じているようにみえる。昨年中は大企業（特に輸出産業）の好況に相殺される形で、日本の産業界全体でみれば拡大傾向を続けてきたが、水面下では資金繰りが苦しくなっていた企業が多かったようである。

##### 「コミットメントライン」の導入と貸出の増加

こうしたなか、近年、「コミットメントライン」という融資形態の導入が進んでいる。これは、あらかじめ決めておいた金額の枠内で企業側の要請に応じて柔軟に融資額を変えられるという契約である。銀行側にとってバランスシートを不必要に拡大しなくて済むこと、企業側にとっても資金効率が改善することなどの事情もあって、昨年末頃から増加のきざしをみせている。コミットメントラインは、設備投資などの中長期的な資金というよりは、短期的な運転資金の動きに左右されると考えられている。コミットメントラインにおける融資額の増加は、一時的な資金繰りをつけるための運転資金需要が増加していることを物語っている。そして、現在は一段と原油高が進む一方で、米国向けの輸出などを通じた売上げが減退している状況下、企業の資金繰りは一段と厳しくなる公算が大きい。これは、一時的に資金繰りのための借入需要を増やす可能性がある。しかし、そうした事情の下での銀行貸出の増加が、経済にとって良いシグナルでないのは明らかである。

図表 貸出関連指標の推移



資料：日本銀行「日本銀行統計」より作成

## 5. まとめ

### 現在のマネー関連指標の動きは景気悪化のシグナル

最初の話に立ち返って考えてみよう。「マネー原因説」に立てば、現在の貸出の増加はいずれマネーの増加につながり、デフレ圧力を緩和し、景気を浮揚することにつながるという意味で、良いシグナルの可能性はある。しかし、「マネー結果説」に立てば、資金繰りの悪化による一時的なアヤのようなものであり、むしろ景気後退のシグナルを意味する。いずれ、景気そのものの悪化により、設備投資などの借入需要が減り、貸出の伸びも低まっていくという姿が想像される。

改めて、こうしたマネー原因説、結果説という単純な二分法で割り切れるほど現実には単純ではないということをお断りした上で、現在のマネー関連指標（特に貸出関連）は、景気悪化のシグナルの性格が強い、ということを指摘しておきたい。



以上

### 筆者紹介

後藤 康雄（ごとう やすお）(株)三菱総合研究所 政策・経済研究センター 主席研究員（チーフエコノミスト）

1964年 福岡県生まれ  
 1988年 京都大学経済学部卒業、日本銀行入行（国際局、金融研究所、名古屋支店など）  
 1995年 シカゴ大学大学院経済学研究科修了（修士号取得）  
 1997年 株式会社 三菱総合研究所入社  
 2003年 参議院客員調査員（兼務）  
 専門分野：マクロ経済、金融・財政政策

#### 主要著作等：

- ・ 「わが国の公的債務管理におけるガバナンスについて」財務省財務総研『フィナンシャル・レビュー』（共著）
- ・ 「金融政策の政治経済学」東洋経済新報社（共訳）
- ・ 「不動産流動化と金融政策」2002年金融学会報告論文
- ・ 「わが国国債流通利回りの形成について」1993年理論・計量経済学会報告論文
- ・ 「最近のマクロ経済学の潮流」日銀金融研究所資料（翻訳）
- ・ 「ノーベル賞と経済学者」（日経新聞「やさしい経済学」にて連載）
- ・ 「入門日本経済」（日経新聞「ゼミナール」欄にて連載、共著）

#### 役職等：

2005年 日本道路公団「高速道路の交通量推計手法の改善に関する調査委員会」委員  
 2002年 日本青年会議所「第一政策委員会」アドバイザー  
 2006年 日本銀行「国際収支に関する懇話会」定例メンバー