

2014 年 8 月 8 日

異次元金融緩和政策と金融市場の資金循環

一橋大学 齊藤 誠

1. はじめに

このメモでは、私が『週刊東洋経済』2014 年 8 月 2 日号に寄稿した「異次元緩和で資金は供給されない」というエッセーの背景となっている簡単な理屈とデータをまとめておきたい。

エッセーのタイトル（編集部が付けたものである）は、標準的な金融理論と矛盾するような印象を与えたかもしれないが、当該エッセーで述べていることは、標準的な金融理論の教科書に沿った異次元金融緩和政策の現時点での私なりの評価である。

2. 信用創造機能と貨幣乗数

標準的な金融理論の教科書では、中央銀行の当座預金（中銀預け金とも呼ばれている、その大部は準備預金からなっている）、とりわけ中銀券が追加的に金融市場に流通すると、

預金増 → 貸出増 → 預金増

の連鎖を通じて、現金通貨、預金通貨（普通預金や当座預金など）、準通貨（定期預金など）のマネースtockが拡大するが、その現象は、金融機関の**信用創造機能**と呼ばれている。

なお、しばしば混同されることであるが、マネースtockには、金融機関が預金者となっている預金は含まれないことに留意されたい。たとえば、民間銀行が中央銀行に預ける当座預金は、マネースtockには含まれない。

この信用創造機能は、中銀券（ C ）と中銀当座預金（ R ）を合わせた**マネタリーベース**（ MB ）が導火線となって、現金（ C ）と預金（ D ）を合わせた**マネースtock**（ MS ）が貨幣乗数分（ m ）だけ拡大すること示す以下の式で表される。

$$MS = m \times MB$$

金融理論の教科書が示すように、貨幣乗数 m は、現金・預金比率（ $c = C/D$ ）と中銀当座・預金比率（ $r = R/D$ ）の関数となる。

$$(1) \quad m = \frac{c+1}{c+r}$$

多くの場合、貨幣乗数の安定性を仮定して、マネタリーベースの拡大がマネーストックの拡大をもたらすように議論されるが、仮に、現金・預金比率や中銀当座・預金比率が変化すると、貨幣乗数も変化するために、マネタリーベースとマネーストックの比例関係がかならずしも成り立たなくなる。

特に重要なポイントは、中央銀行が、民間銀行の預金規模（ D ）に比して、中銀券（ C ）や中銀当座預金（ R ）による資金調達に依存するようになって、現金・預金比率（ c ）や中銀当座・預金比率（ r ）が上昇すると、貨幣乗数（ m ）が低下して、信用創造機能が阻害されてしまう点である。すなわち、 $\frac{\partial m}{\partial c} < 0$ 、 $\frac{\partial m}{\partial r} < 0$ となる。

3. 異次元金融緩和政策の下での貨幣乗数の推移

私が先述のエッセーで指摘したかったことは、日銀当座預金の拡大に依拠した異次元金融緩和政策では、信用創造機能がかえって阻害され、マネタリーベースの拡大が、マネーストック、とりわけ、預金の拡大に結び付かないという点である。

実際のデータを見てみよう（以下のデータは、すべて日銀のデータベースから得ることができる）。 C には日銀券残高、 R には日銀当座預金残高、 D には、現金通貨、預金通貨、準通貨、CD を合計した残高を用いた。

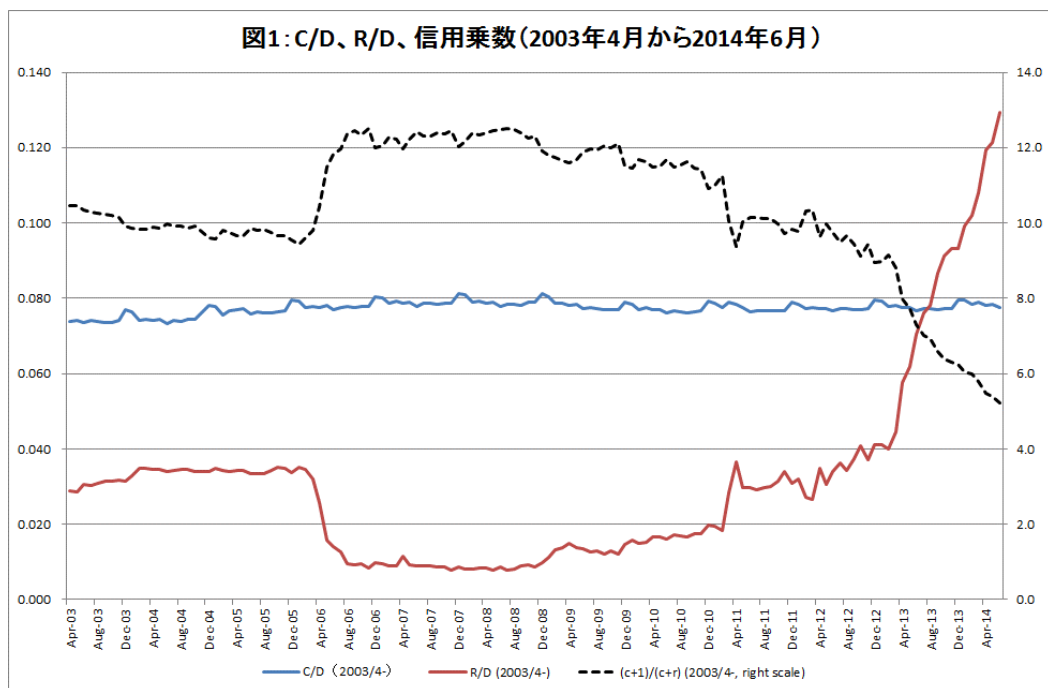
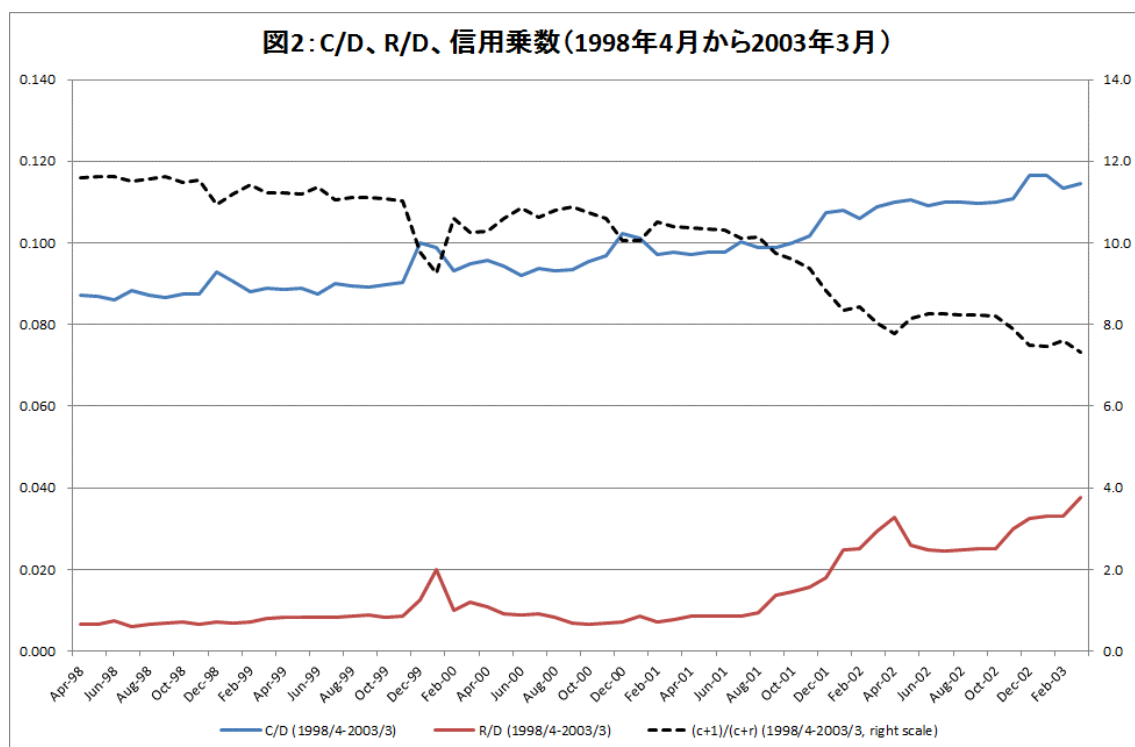


図1は、2003年4月から2014年6月の期間について、現金・預金比率（ c 、青線）と日銀当座・預金比率（ r 、赤線）とともに、(1)式から事後的に計算される貨幣乗数（ m 、点線）の推移を示したものである。現金・預金比率は、同期間を通じてほぼ横ばいである。一方、日銀当座・預金比率は、異次元金融緩和政策が開始された2013年4月以降、4%水準から13%水準へ急激に上昇していった。その結果、貨幣乗数 m は、異次元金融緩和政策の下で9前後の水準から5前後の水準へと急激に低下してきた。

参考のために、図2は、1998年4月から2003年3月の期間について、同比率の推移をプロットしたものである（なお、郵便貯金は含まれていない）。2001年3月から2006年3月までの量的緩和期にも、貨幣乗数の低下は認められたが、その背景には、日銀当座・預金比率の上昇とともに、現金・預金比率の上昇も影響していた。



異次元金融緩和政策において、マネタリーベースの拡大がマネーストックの拡大に結び付いていない点は、水準ではなく、差分で見えていくといっそう明確に確認することができる。そこで、日銀当座預金の増分（ ΔR ）と民間銀行預金の増分（ ΔD ）を前年同月からの変化としてみよう。

図3は、 ΔR と ΔD の時系列推移を、図4は、両者の散布図を見たものであるが、2013年4月以降の異次元金融緩和政策の下では、日銀当座預金の拡大が民間銀行預金の拡大に結び付いていないことが、次の2点で明らかである。第1に、民間銀行預金の増分は、日

銀当座預金の増分を常に下回ってきた。第2に、2014年に入ると、民間銀行預金の拡大ペースはかえって鈍化してきた。

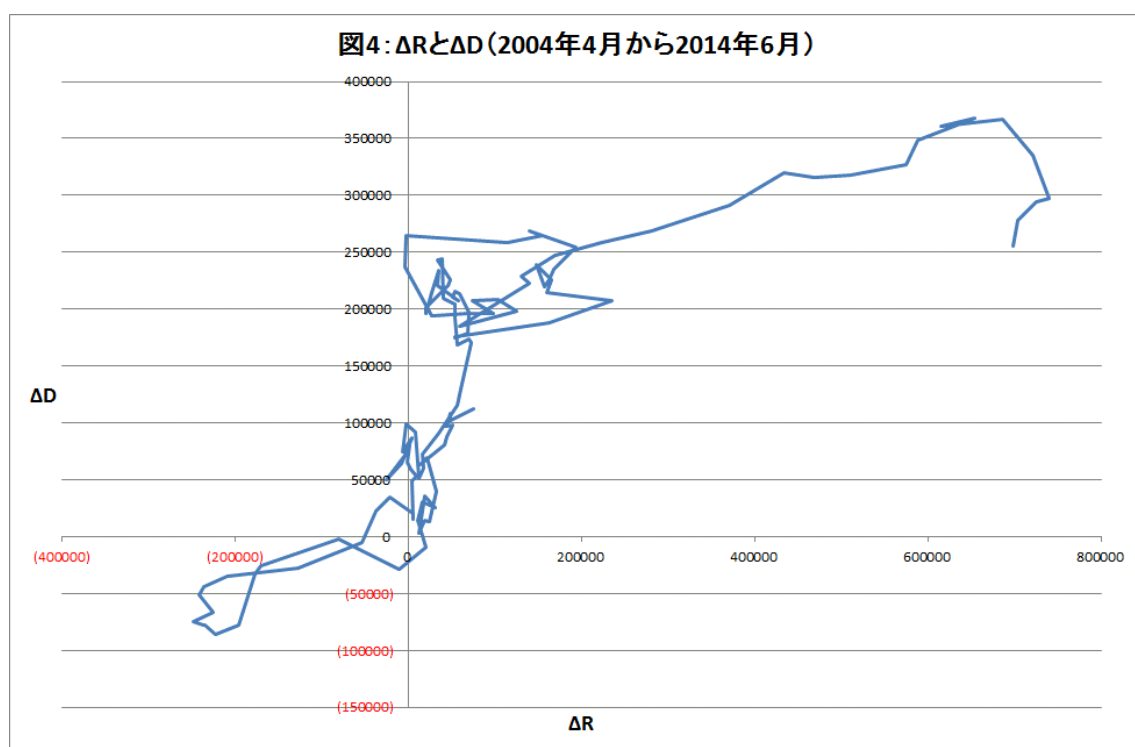
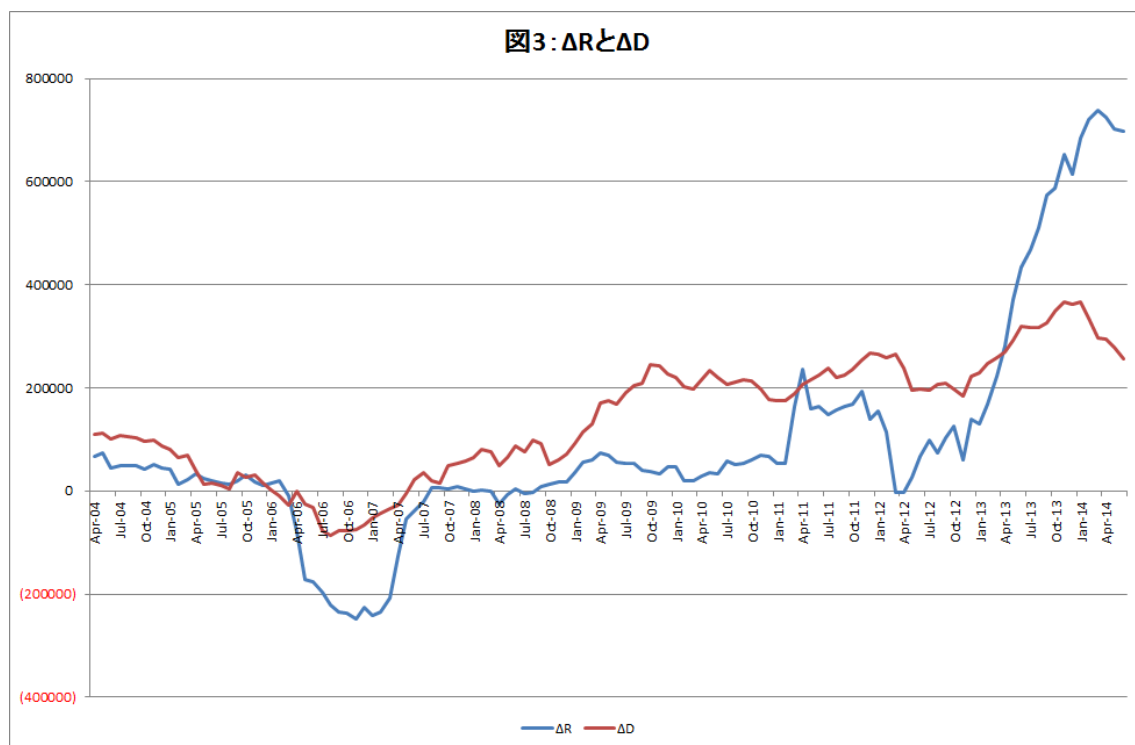
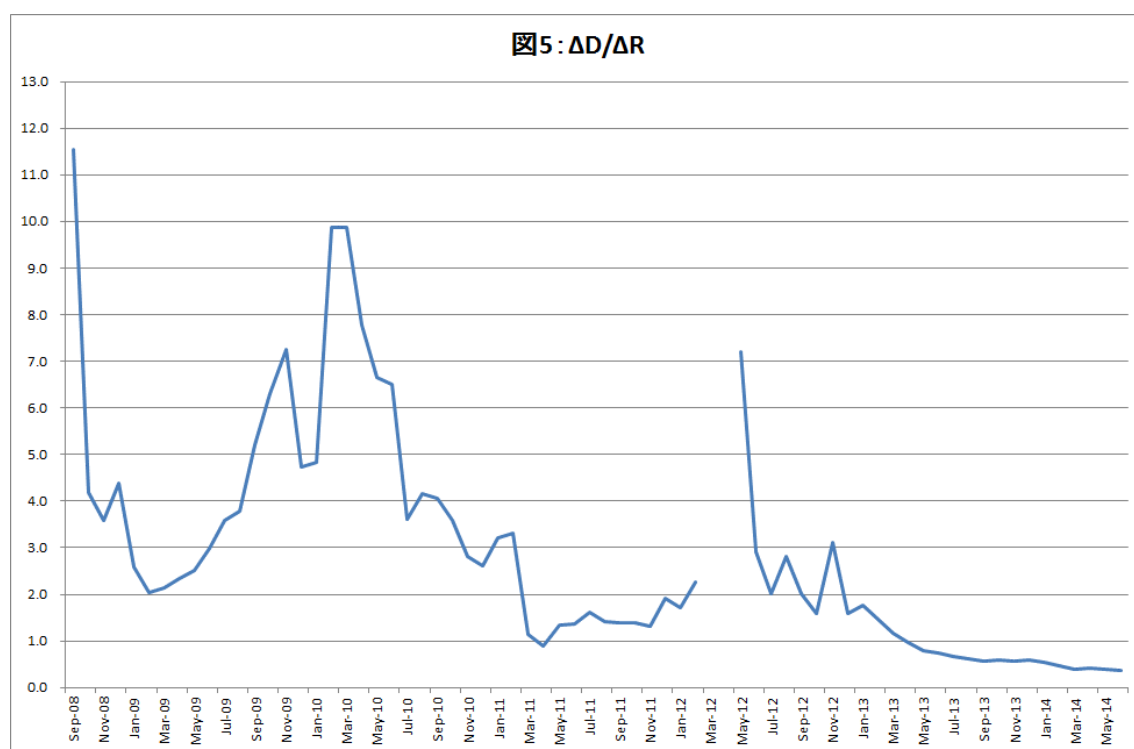


図5は、2008年9月のリーマンショック以降の期間について、日銀当座預金の増分に対する民間銀行預金の増分の割合（ $\Delta D/\Delta R$ ）の推移を見たものである。異次元金融緩和政策以前では、 $\Delta D/\Delta R$ が著しく低下したのは、東日本大震災直後（2011年3月と4月）であるが、それでも、同比率は、およそ1の水準を保っていた。しかし、異次元金融緩和政策の下では、 $\Delta D/\Delta R$ が1を下回る状況が常態化してしまっている。

このようにしてみると、異次元金融緩和政策の下では、マネタリーベースの拡大が民間預金の拡大に結び付かなくなっていることが明らかであろう。



4. 民間銀行サイドからみた異次元金融緩和政策

以上は、日銀サイドから異次元金融緩和政策を見てきたが、今度は、民間銀行サイド（預金取扱金融機関）から同政策を見ていきたい。

表1は、預金取扱金融機関の資金循環表（ストック表）から、異次元金融緩和政策の期間に対応する2013年3月末から2014年3月末までのバランスシートの動きをまとめたものである。

預金取扱金融機関は、同期間に日銀預け金（日銀当座預金）を54.9兆円から124.1兆円へと69.2兆円積み増しているが、その主要な資金源泉は、日銀の買いオペに応じる形で国庫短期証券の売却（ネットで16.5兆円）と国債・財投債の売却（ネットで27.2兆円）であり、合わせて43.7兆円に達する。預金取扱金融機関は、日銀に売却した国債などの資金

を、超過準備預金に年 0.1%の金利が付されることもあって、そのまま日銀当座預金に預けてきた。

しかし、国債などの売却資金を充てても、日銀預け金の積み増し分には、25.5 兆円不足する（69.2 兆円－43.7 兆円）。この不足分の間接的な資金源泉は、同期間に個人や法人から集まった預金（31.0 兆円）のおよそ 8 割が充てられたと考えられる。バランスシートでは期間内の売買を正確にトレースすることはできないが、蓋然性の高い資金の流れとしては、預金取扱金融機関が日銀に対して残存期間の長い国債を 27.2 兆円以上売却し、個人や法人から集めた預金で得た資金の約 8 割を用いて、同期間内に残存期間の短い国債や国庫短期証券を買い戻した可能性が考えられる。

以上の議論をまとめると、異次元金融緩和政策は、預金取扱金融機関が保有している長期国債ばかりでなく、その間に集まった預金の大半も囲い込んだことになる。

表 1：預金取扱金融機関のバランスシート（2013 年 3 月末から 2014 年 3 月末）

	2013 年 3 月末	2014 年 3 月末	増分
（資産サイド）			
日銀預け金	54.9 兆円	124.1 兆円	69.2 兆円
国庫短期証券	51.7 兆円	35.2 兆円	△16.5 兆円
国債・財投債	314.7 兆円	287.5 兆円	△27.2 兆円
（負債サイド）			
預金	1248.0 兆円	1279.0 兆円	31.0 兆円

5. おわりに

本メモでは、異次元金融緩和政策の下で信用創造機能が著しく低下したのは、標準的な金融理論の教科書が描く通りのことが起きたことを明らかにしてきた。また、日銀サイドからみた異次元金融緩和政策と民間銀行からみた同政策は、正確に対応していることが明確になった。

以上