

## &lt;論 説&gt;

## 日本型金融システムの資金循環構造

数 阪 孝 志

## 目次

- I 問題の所在
- II 資金循環勘定の特徴
- III 日米の資金循環比較
- IV 直接金融と間接金融
- V オーバーバンキング論の問題点

## I 問題の所在

日本経済の建て直しにとって実体経済面の問題、すなわち企業経営の行き詰まり、競争力の低下は、早急に対応しなければならない問題と認識されている。しかし、公共事業による景気浮揚政策は財政破綻をいっそう高進させるだけで、経済効果が薄く、その他の経済対策も所期の目標を達成していない。このような状況の中で、実体経済の再生にとって金融システムの再生が前提であり、その改革が進まない限り日本経済の復活もありえないという議論が台頭してきている。金融システムの再生のためには、不良債権処理を進め、金融機関の整理・統合を促進し、産業への資金供給ルートをつかかなものとするのが、なによりも求められるというのである。そのような経緯で、金融改革が構造改革の前提であり、かつ要の位置を占めるといわれている。

金融改革に関しては、すでに1996年11月、第2次橋本内閣において提唱された日本版金融ビッグバンという包括的な改革プログラムが進められてきた。当初の改革実行スケジュールでは、5年間で日本の金融市場がニューヨークやロンドンという欧米の金融市場と肩を並べるほど自由で競争的で透明性の高いものになることを目標とした。

たしかにビッグバン期間中には、新たな金融法

制が制定され、新しい金融市場が創設され、新規の金融商品が導入され、金融行政の枠組みも変更され、なんといっても金融機関の整理・統合、再編が急速に進められた。それは、第2次大戦後に形作られてきた成長促進型の資金還流システムとして整備された日本の金融システムを大きく変化させるものであった。ビッグバンという用語も、金融面に限らず、なにかしら大きな変化を期待されるものに広く応用され、流行の言葉ともなったほどであった。

しかし、当初の期限である2001年になっても金融危機が解消され、競争的な金融システムに変貌を遂げたのかというと、まったくそのように認識することができない状態のままであった。そのような事態がいっそう本格的な改革を期待する声を高めることになり、構造改革を主張する小泉政権の誕生につながったのである。

小泉政権では、不良債権処理を中心とする金融再生が中心的な課題となり、それまでの金融ビッグバンの成果を総括することもなく、またビッグバン後の自由化・国際化・情報化に即応した金融改革プログラムにつなげる議論も見ることができない。政権側は、毅然とした、また一貫した改革への意思を示すといいながら、2005年までペイオフ全面解禁を先送りしたことにみられるように、いわば不良債権処理待ちの状況ともなっている。

政策選択の幅が限られた狭いレンジの中にしかない状況で、金融システムの改革をどのように進めていくことができるのかの模索が続けられているが、重要なのは改革すべき金融システムがどのような特徴を持ち、どのように改革可能なのかを判断することである。そのためには、日本型金融

システムの構造を多面的に明らかにしなければならないが、本稿は資金循環構造の面からこの課題に迫ろうとするものである。

何故ならば、資金循環とは経済部門毎の資金ポジションの変化をみるものであるが、今日の経済活動では必ず資金移動が伴い、経済活動の結果が資金ポジションの変化となってあらわれるという意味で、資金循環は経済の動きを映し出す鏡であり、しかも単に金融部門だけの動きにとどまらず、公的部門や民間の企業活動、個人レベルの動きまでを含む包括的な仕組みとなっているからである。そのため、金融部門と非金融部門との間での資金のやり取りにあらわれる金融システムの特徴がもっとも見やすい形で表示されているからである。

本稿では、はじめに資金循環勘定の仕組みを概観しながら、各部門の特徴をみた上で、日米の資金循環構造の比較から日本的な特徴を明らかにし、さらに金融改革で問題となっている間接金融から直接金融への移行問題、オーバーバンキング論の性格を検討することまでを課題とする。

## Ⅱ 資金循環勘定の特徴

資金循環とは、実物取引・金融取引の結果として取引主体間で金融資産・負債が移動することを直接には指す。資金循環統計によってその取引の結果は包括的にあらわされることになる。取引主体を、家計（個人）、法人（非金融法人企業と金融機関）、政府（中央政府と地方政府）、海外などの経済部門毎に分け、それらの主体毎に縦の列に並び、取引対象たる金融資産・負債（取引項目）を横の行とするマトリックス表を構成する形で資金循環勘定が作られる。なお、計数は、複式簿記の考え方に基いており、各取引主体の金融資産と金融負債項目の合計は一致するように計算されている。

ある一定の期間を区切り、その期間中の金融取引だけを表示する場合は、フローでみた資金循環となり、金融取引表にまとめられる。日本銀行では、四半期毎に金融取引表を作成し、年間の金融

取引表については暦年と年度の2通りを公表している。

なお、資金循環統計を四半期ごとに作成するとはいいいながら、基礎となる統計データの制約あるいは主体分類の相違から、次のような推計が取り入れられている<sup>1)</sup>。第1は、金融機関の財務データは全社対象を基本としているが、ファイナンス会社は一部の主な企業の財務データから部門全体を推計する方法がとられている。第2は、資金循環統計では個人企業は家計に含まれているため、銀行・信用金庫などの金融機関の預金・貸出に関して法人企業向けと個人企業向けを区分するデータがない場合、一定比率に基づいて主体別項目データを推計したり、譲渡性預金、投資信託受益証券に関しては購入主体別販売額のフローデータから主体別の保有残高を、国債に関しては登録残高データから主体別項目データを、株式、現先・債券貸借取引、金融派生商品に関しては市場統計の保有主体別統計から主体別保有残高データを、おのおの推計している。

ある一定時点での取引主体の金融資産・負債の持ち高を表示する場合には、ストックでみた資金循環となり、金融資産・負債残高表にまとめられる。日本銀行では、四半期毎の期末時点での残高表を公表しており、12月末、3月末計数が、暦年・年度の残高となる。

金融取引表は一定期間（四半期あるいは年間）の経済活動の結果として金融資産・負債が移動することをあらわすものであり、その一定期間の移動の結果、各取引主体の取引項目毎に、金融資産が増加した場合には金融資産の当該項目の欄でプラス、減少した場合にはマイナス、金融負債が増加した場合には金融負債の当該項目の欄でプラス、減少した場合にはマイナスで表記される。各項目の資産側・負債側のプラス・マイナスが合計された結果が、その期間の当該取引主体の金融取引となるわけであるが、全部門のプラス・マイナスを総計した場合、計算上プラスとマイナスが相殺される。しかし、取引主体毎には一定期間で資産・負債の増減がアンバランスになることが常態である。

フローでみた場合、金融資産と金融負債の増減に差があると、ネットでみた資金ポジションに変化が生じることになる。金融資産・負債の合計欄は複式簿記の形式に則って総計が一致するように計算されるので、その差額分は当該期間の資金ポジションの変化として表示されることになる。この差額分、すなわち資金ポジションの変化分は、資金過不足と呼ばれ、取引表では最下段にある合計行の一つ上の行に表示されている。ネットで資金ポジションがプラスの場合を資金余剰、マイナスの場合を資金不足と呼ぶ。

取引主体毎に縦系列でみた場合、金融資産の変化が増加なのか減少なのか、金融負債の変化が増加なのか減少なのか、組み合わせは表1の通りとなる。金融資産も金融負債もともに増加する場合、反対に金融資産も金融負債もともに減少する場合、その増減の幅がどちらが大きいのか、あるいは同じ幅なのかによって、全体のポジションは変化する。金融資産が増加し金融負債が減少する場合、および金融資産が減少し金融負債が増加する場合には、両者の量的な大小関係は問題とならないので、この表ではその両パターンについては等号・不等号を入れていない。(なお、資産・負債に変化がない場合については省略している。)

一定期間のネットでみた資金ポジションの変化(資金余剰・資金不足)は、その期初と期末のストックの変化をもたらす原因となる。

一定期間の金融資産・負債の変化が実体経済の動きを反映したものであるとするならば、金融資産の増大は貯蓄の増大をあらわし、金融負債の増大は投資活動の拡大をあらわすといえる。たとえ

ば、国民経済上における最大の貯蓄主体である家計でみると、金融資産の項目にみられるのは、現金・預金、株式以外の証券、株式・出資金、保険・年金準備金、預け金、未収・未払金のうち未収金、対外証券投資である(表2)。家計の貯蓄はこれらさまざまな金融資産の形態で保有されることになり、その増大は貯蓄額の増大を意味する<sup>2)</sup>。

なお、非金融法人企業でみれば、家計が保有する金融資産項目のうち保険・年金準備金以外の項目に加えて、財政投融資資金預託金、貸出、企業間・貿易信用、対外直接投資、その他対外債権債務が加わる。このうち、貸出、株式以外の証券、株式・出資金、預け金、企業間・貿易信用、その他対外債権債務は、金融負債の項目にも両建てで計上されている。企業は金融機関からの借入や株式や社債の発行によって主に資金調達を行うが、事業展開に伴って企業間・貿易信用が活用されることになる。他の企業の株式や公社債を法人企業が保有する場合、関連企業への貸付や企業間信用を与える場合、それらはその企業にとって債権となり、資産となる。したがって、これらの項目は、金融資産としても金融負債としても、両面で計上されることになる。

つまり、金融資産の増大はマクロ経済における貯蓄増大を反映するものとなる。

反対に、金融負債は非金融法人企業の場合にみたように、企業活動に必要な資金を株式や社債で調達すること、企業間・貿易信用の形をとる事業活動の展開に応じて出てくる信用によってそれらを補完することをあらわし、実体経済の活動に即していえば企業の投資活動をあらわすことになる。つまり、企業の金融負債が増大することは、企業が投資活動を活発に展開し、その投資活動に必要な資金を金融負債として取り入れた結果であるといえる。企業は旺盛な資金調達によって投資活動を展開した結果、投資された資金は実物資産に転化され、企業の生産活動・営業活動に利用される。

以上のように、取引主体の資金ポジションでみた資金余剰は実体経済における貯蓄超過を、資金

表1 資金過不足の組み合わせ

金融資産		金融負債	資金過不足
増加	>	増加	資金余剰
増加	=	増加	変化なし
増加	<	増加	資金不足
増加		減少	資金余剰
減少		増加	資金不足
減少	>	減少	資金余剰
減少	=	減少	変化なし
減少	<	減少	資金不足

表 2 2001 暦年金融取引表

(単位：億円)

	家 計		非金融法人企業		金融機関		一般政府		対家計 民間非営利団体		海 外	
	資産(A)	負債(L)	資産(A)	負債(L)	資産(A)	負債(L)	資産(A)	負債(L)	資産(A)	負債(L)	資産(A)	負債(L)
現金・預金	117,224		10,546		39,114	193,859	-30,116		694		-2,876	-59,273
財政融資資金預託金			718		-363,724	-471,688	-108,682					
貸出		7,066										
株式以外の証券	-32,946		25,573	-169,819	-391,340	-341,418	8,128	102,489	17,271	-1,949	-28,085	35,178
株式・出資金	445		53,867	2,460	405,801	268,519	121,732	293,840	6,204		10,161	
保険・年金準備金	38,728		7,302	81,703	68,648	110,642	67,066	4,919	-7		53,810	
預け金	-894					38,728						
企業間・貿易信用		-19,560	912	-3,405	8,036	4,995	-5,139	1,325				
未収・未払金	-5,610	3,974	-253,543	-217,617	8,634		-215	0			-1,320	-9,267
対外直接投資			3,570	-3,919	-22,401	-13,875	1,009	-9,783	-82	-90	45	224
対外証券投資	20,914		13,128		20,042							33,170
その他の対外債権債務			33,270	5,711	57,690	10,201	-12,612	-515				174,051
その他の	-7,013	4,065	-23,249	14,286	4,901	-73,783	-4,458	20,074	-3,506	2,033	15,397	-23,898
資金過不足		135,303		171,360		89,269		-313,459		20,580		-103,053
合計	130,848	130,848	-119,240	-119,240	-184,551	-184,551	98,890	98,890	20,574	20,574	47,132	47,132

出所) 日本銀行「資金循環勘定 2001 年」。



不足は投資超過をあらわすものである。

資金余剰・資金不足の実体経済上の意味するところはそのように貯蓄超過・投資超過であるが、その特徴を取引主体毎にみてみよう。

家計は、すでにみたように、国民経済における中心的な貯蓄主体であり、その意味で資金ポジションは資金余剰を示すことになる。それに対し、非金融法人企業は、活発に企業活動を展開し、そのために必要な資金を金融負債として調達している。企業活動に伴って手元資金が潤沢になり、また企業間・貿易信用を供与する機会があったり、取引関係から他企業の株式や社債等の有価証券を保有する「相互持合い」関係が結ばれることもある。そのような場合には、金融資産の拡大となるが、基本的な投資活動が積極的でそれら金融資産の新たな取得を上回る場合には、資金ポジションは資金不足となる。この場合の資金不足とは、したがって企業が経営上赤字であることを意味しているのではなく、旺盛な金融負債の取り込みが実体経済への投資にまわされている状態をさしている。

一般政府の場合には、歳入として税収が中心となり、赤字分が国債でまかなわれ、歳出は社会保障、文教、防衛、公共事業等からなる一般歳出および地方交付税、国債費（償還費用および利払い）が柱である。これらの項目は予算としてみた項目であるが、政府を通じる金融の流れは、政府保有の金融資産（現預金、財政投融资資金預託金、株式以外の証券、出資金、対外証券投資等）の増減、金融負債（貸出、株式以外の証券、未払金等）の増減という形をとる。2001 暦年の資金循環勘定でみれば、もっとも大きな項目は株式以外の証券の中の国債・財融債であり、税収不足の分を赤字国債発行でまかなっている部分は金融負債として計上される国債・財融債の増大としてあらわれている。

結果として、2001 暦年の一般政府は、年間で金融資産が 9 兆 8,890 億円増大し、金融負債が 41 兆 2,349 億円増大している。その差額 31 兆 3,459 億円が、資金ポジションの変化ということになり、資金不足であることを示している。この

資金不足は、政府の投資活動が貯蓄を上回った分が 30 兆円以上あることを示しているが、その中心はひとつには景気低迷で公共事業等の景気浮揚政策を執行したことに伴う歳出分、もうひとつは税収不足を補うために発行してきた国債の償還・利払い費用分の歳出である。企業の場合には、資金不足の累積は実物資産の形成となって蓄積されるか自己資本の拡大となってあらわれるが、政府の場合には、資金不足の累積は一方では公共事業等による社会資本形成に結実するが、他方では膨大な額の政府債務の累積となっている。日本の公的部門が抱える純債務 515 兆円は、政府部門の資金不足がこれまで累積した合計である<sup>3)</sup>。

海外部門には、国際機関、外国政府、外国企業を含む非居住者が含まれており、それら海外部門からみた資金ポジションとして勘定が計上されている。したがって、対外直接投資および対外証券投資は、海外からみると日本からの資金受入れにあたり、負債勘定になる。反対に、海外からの日本への証券投資は、株式以外の証券および株式・出資金項目にあらわれるが、この項目は資産勘定となる。預金、貸出、貿易信用は、海外と日本との間でお互いにやり取りされるために、資産・負債両面に出てくることになる。

2001 暦年の海外の資金過不足は、10 兆 3,053 億円の資金不足であった。これは海外からみた日本に対する金融資産の増加額が 4 兆 7,132 億円にとどまったのに対し、日本からの金融負債の増加額が 15 兆 0,185 億円にのぼったためである。そのように金融負債が増大した原因は、対外証券投資が 17 兆円を上回る水準に達しているからである。

資金循環勘定の海外に出てくる対外証券投資は、日本から海外への証券投資という意味であったので、海外部門の資金不足は日本の投資家による海外へ向けた証券投資に基づく資金流出ということになる。海外から日本への証券投資による新たな資金流入が 6 兆円強であり、その差額が 11 兆円もあるという点が、海外が資金不足ポジションにある大きな原因となっている。

このことが意味するのは、景気低迷が長引く日

本に対して海外から証券投資が向かう以上に大幅な金額が日本から海外に向けて投資資金として流出していることである。資金循環勘定上はこのような資金の動きは資金不足ポジションとしてあらわれてくるが、国際収支上は日本から海外への投資超過であり、黒字としてあらわれてくる。

部門としてみた金融機関には、主体の内訳として中央銀行、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関、非仲介型金融機関の5分類が含まれている。

預金取扱金融機関の貸借対照表をみると、資産側では貸出が中心であり、負債側では預金が中心である。平成13年度決算でみると、全国銀行ベースで、貸出は総資産の60.4%、預金は69.2%を占めている。現在問題となっているのは銀行貸出の低迷であるが、資金循環勘定でみると、2001暦年の預金取扱金融機関のポジション変化で大きいのは、貸出が34兆円減少していること、反対に株式以外の証券が、その中心は国債であるが、26兆円増大していることである。つまり、貸出減少と国債への資金シフトが起こっているのである。

銀行貸出を反対の側面、つまり借り手側からみると、非金融法人企業の金融負債に出てくる貸出（借入）は約17兆円減少している。とくに民間非金融法人企業だけをみると23兆円の減少である。この減少は、企業側が投資活動を控えたために資金余剰ポジションにあり、手元資金を借入返済に回している部分と、景気低迷からくる資金需要の低下、それに金融機関による融資選別などの複合的な要因によって起こっているといえる。

資金循環勘定は以上のような構造、計算体系によって構成されている。

以上の基本的な資金循環統計を補完するものとして詳細資金循環も作成されている。資金循環統計では、各主体の資産・負債の内訳を取引項目（預金、貸出、有価証券等の金融商品）別に表示しているが、その各取引項目の詳細は明示されていない。たとえば銀行からの貸出をとって見た場合、銀行は法人企業向けに貸出を行っているだけ

でなく、個人向け貸出や地方公共団体向け貸出も行っている。資金循環における主体（部門）でいうと、金融機関（銀行）から家計、政府向けの貸出である。同様に考えれば、法人企業は、負債項目の中で借入（項目名は貸出）が表示されるが、その借入先は金融機関の中でも銀行だけでなく保険会社やノンバンクなど多様な金融機関からも借入を行なっている。しかし、取引項目毎に集計された計数で表示される資金循環勘定の性格上、このような取引項目の相手別詳細を直接見つけることができないことになる。つまり、ある主体の特定の資産項目と別の主体の特定の負債項目を直接紐付けすることができないというわけである。したがって、銀行からの貸出のうち法人企業向け貸出だけを直接把握することはできないのである。

そこで、直接の紐付き関係をあらわす内訳データが、別途、詳細資金循環として公表されている。詳細資金循環としては、家計の金融機関別預金残高、金融仲介機関の部門別の貸出残高が公表されている。

なお、最終的な資金需要者がどのような資金調達を行っているのかの詳細を資金循環統計を組み替えて参考表として作成したものが、非金融部門の資金調達内訳表である。この場合の非金融部門とは、非金融法人企業だけにとどまらず、一般政府、家計、非家計民間非営利団体をも含むものである。

資金循環統計の作成にあたっては、新しい金融取引手法、金融商品、金融市場、金融機関が登場することによって、基礎となる主体・取引項目の見直しが必要となる。また、国民経済計算体系の改善があれば、それを反映して変更が行われてきた。

これまででもっとも大きな変更は、1997年7月に行われた変更である。その背景は、93年に国連統計委員会が国民経済計算体系の改定を行い、またIFMがIFM金融統計マニュアルを整備したことにある。

新しい国民経済計算体系は93SNAと呼ばれているが、日本においてもその体系に従って経済企

画庁（当時）が2000年10月に新規の国民経済計算体系に移行した。国際収支統計はそれに先立ち1996年に、資金循環統計は97年に、93 SNA 準拠の新しい方式に移行したのであった。

1997年の大幅変更の内容は次の3点にまとめられる<sup>4)</sup>。

第1は、部門分類の変更である。部門構成が、国民経済計算と整合させるように、「金融機関」、「非金融法人企業」、「一般政府」、「家計」、「対家計民間非営利団体」、「海外」の6部門とされた。以前の68 SNA ベースの資金循環統計においては、「公団・地方公共団体」、「中央政府」などに分かれていた部門を「一般政府」に統合し、その中の内訳として「中央政府」、「地方公共団体」、「社会保障基金」といった詳細部門が設けられる形になっている。また、以前の「個人」部門を「家計」と「対家計民間非営利団体」とに分けている。

さらに「金融機関」の内訳を資金調達ルートの違い、それを反映した金融仲介機能の違いに対応して組み替えたことである。「金融機関」の内訳項目は、預金・貯金を主な資金調達手段とする「預金取扱機関」、保険・年金による資金の受入れをする「保険・年金基金」、これら以外の手段で資金調達を行う「その他金融仲介機関」となっている。以前の体系では「公的金融機関」に含められていた郵便貯金と簡易保険は、おのおのの貯金・保険という性格に即応するために、郵便貯金は「預金取扱機関」、簡易保険は「保険・年金基金」に分類されることとなった。また、以前の体系では「法人企業」に含まれていたノンバンクを、金融機関として「その他金融仲介機関」に分類換えしている。

変更の第2は、取引項目に関するものである。金融取引手法として新しい手法が出現し、新規の金融商品が生み出されてきたことに対応し、「金融派生商品」、「債権流動化関連商品」、「現先・債券貸借取引」などの項目が新設された。

第3は、計上方法の変更が行われたことである。その内容は、時価評価の範囲を拡大すること、両建て表示を行うこと、発生主義を採用する

ことの3点からなる。

以前の68 SNA ベースの資金循環統計では、保有有価証券のうち株式だけが時価評価されていたが、新しい93 SNA ベースの資金循環統計では、時価評価の対象を債券や貸出にまで拡大している。なお、貸出の場合、以前は貸出額そのままを計上していたのを、新たに貸出額から個別貸倒引当金を控除した金額を実質価値ベースの残高として表示するように変更している。

以前の68 SNA ベースの資金循環統計では、部門をまたぐ資金フローを捉えるという考え方から、例えば、金融機関内（あるいはその内訳部門内）における預金・貸出などをネットアウトして表示していた。しかし、93 SNA ベースにおいては、資産・負債のネットアウトを行わずに、両建てで表示するようになっている。

### Ⅲ 日米の資金循環比較

日本の資金循環構造の特徴をより際立った形で理解するためには、日米比較をすることによって、両者の相違点を浮かび上がらせることが効果的であろう。とくに1998年以降、日米では資金循環のパターンが正反対になっているので、なおさらのことである<sup>5)</sup>。

表3は、1998年～2001年までの4年間、各暦年の金融取引表からフローでみた資金循環のパ

表3 日米の資金循環構造（各暦年，対GDP比率）

日本	家計	非金融法人企業	一般政府	海外	金融機関
1998	7.6	2.4	-9.7	-2.6	2.8
1999	4.7	5.9	-8.0	-2.2	-0.7
2000	5.1	2.1	-7.2	-2.3	3.2
2001	2.7	3.4	-6.2	-2.0	1.8
アメリカ	家計	非金融法人企業	連邦政府	海外	
1998	1.4	-0.6	0.2	0.7	
1999	-1.4	-0.8	1.1	2.8	
2000	-2.3	-1.2	2.3	4.2	
2001	-0.3	-0.5	0.0	3.8	

出所) 日本銀行「資金循環勘定」各年、FRB, *Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstandings 1995-2001* より作成。



ターンをあらわしている。表中の数値は、各主体の年間資金余剰（プラスで表示）・資金不足（マイナスで表示）を対名目 GDP 比率で示している。

日本では、98 年以降、家計と非金融法人企業が資金余剰、一般政府と海外が資金不足、という構造が定着している。なお、金融機関は 99 年だけが資金不足で、あとは資金余剰ポジションにある。それに対してアメリカでは、家計と非金融法人企業は基本的に資金不足、連邦政府と海外は資金余剰というポジションとなっている。このように、家計・非金融法人企業と政府・海外の資金ポジションの組み合わせが日米で正反対になっており、その構造が継続している。

このような正反対の資金循環構造を示している原因は、日本側では非金融法人企業が資金余剰になっていること、アメリカ側では家計が資金不足になっていることが重要である。

一般に、企業部門は、経済全体の中で投資超過主体として、資金ポジションでは資金不足の状態を示すのが通常のパターンと理解されている。日本の場合でも、高度成長期はいうに及ばず、低成長期への経済構造転換後も一貫して資金不足ポジションにあった。しかし、98 年以降、景気低迷を背景として、企業側は新規の資金調達を行い、設備投資を旺盛に展開するよりも、手元資金をこれまでの銀行借入の返済にまわすなどの行動にでるようになった。とくに企業部門を民間非金融法人企業と公的非金融法人企業とに分けてみた場合、前者が大幅な資金余剰となっており、後者はむしろ資金不足ポジションである。非金融法人企業での資金余剰というのはもっぱら民間ベースにおける現象といえる。民間非金融法人企業だけをみた場合、2001 暦年における資金余剰額は 23 兆円近くにのぼり、対 GDP 比は 4.5% に達している。

だが、企業部門が全体として資金余剰ポジションにあるからといって、企業の資金繰りが緩やかであるというのではない。たとえば、日本銀行が公表している短観（企業短期経済観測調査）によれば、資金繰り判断 DI は、大企業では 90 年代以降プラス基調であるのに対し、中小企業では

90 年代から 2000 年以降も一貫してマイナスである。すなわち、企業部門で資金余剰であるというのは大企業が投資活動を控え手元資金を借入返済にまわすなどの行動をとっていること示しており、中小企業ではほぼ一貫して資金繰りに悩まされている状況が続いている。このように企業レベルによって資金ポジションには大きな格差が存在している。その原因のひとつとして、大企業の場合には証券市場や海外市場を通じた多様な資金調達の方法が選択可能であるのに対し、中小企業の場合には従来通りの銀行借入に依存する構造から転換できないことも考えられる。

日米で資金循環構造が正反対になっている原因として重要な点の第二は、アメリカで家計が資金不足に陥っていることである。家計は、経済全体の中では貯蓄主体として資金余剰ポジションにあるのが通常のパターンと理解されてきた。だが、アメリカではこの数年、家計が資金不足ポジションにある状態が継続している。この背景には、クリントン政権期の経済成長が IT（情報技術）に支えられた生産性上昇という実態経済面の変化によって引き起されたといわれながら、同時に IT 関連産業の株価の上昇を背景とする「富効果」による消費支出の拡大に支えられてきた面が大きいという点がある。ブッシュ政権期に反転したとはいいながら、家計の消費支出は旺盛で、年間を通してみた場合、家計は新たな貯蓄を積み増すよりも、支出の方により多くの資金を回している状態である。

アメリカの家計にはこれまでの金融資産の蓄積が保有されているので、その取り崩しによる旺盛な消費支出といえるが、マクロでみたフローベースの貯蓄と投資のバランスにとっては別の貯蓄主体による資金提供が必要である。表 3 でみてわかるようにアメリカの資金余剰ポジションとして大きな位置を占めているのは海外である。つまり、海外からの資金流入がアメリカ国内の貯蓄主体にかわって資金供給を行い、貯蓄と投資のバランスを支える構造となっている。

一方日本の場合には、海外は資金不足ポジションにあった。しかもその状況は 90 年代以降一貫



して継続している。その原因は、海外への投資を中心に毎年日本から海外へ資金がネットで流出していることである。このような日米でのポジションの違いは、アメリカが世界中から投資対象としての民間企業のレベルでも国債購入という政府への投資のレベルでも、資金を引き付ける力があること、それに対し日本は景気低迷の影響により国内に魅力的な投資対象が枯渇していることを背景としている。

以上のような資金循環構造の違いが90年代末にいつそう明確な形となっているわけであるが、その時期にまさに日本は金融ビッグバンとしてアメリカ型の金融システムに転換すべく金融改革を行ったことになる。

#### Ⅳ 直接金融と間接金融

金融ビッグバン以来、金融改革がつとに叫ばれているが、その基本的内容は日本の金融システムを間接金融主導のものから直接金融主導の型に転換しようというものであったといえよう。

金融仲介のパターンを間接金融、直接金融という2分類に分け、その特徴を説明する議論は、1960年のガーレイ＝ショーの議論に始まる<sup>6)</sup>。

金融仲介とは、経済全体の中で貯蓄超過の主体から投資超過の主体に資金が移動し、投資超過主体をファイナンスすることによって経済活動が活発に展開される資金的な裏づけを果たす機能のことをいう。その金融仲介を業として営んでいるのが金融仲介機関ということになる。

金融仲介のプロセスを考える際にキーとなるのが本源的証券である。本源的証券とは、投資超過主体が自らの資金需要を満たすために株式・債券の形で発行するものを指している。この本源的証券が資金化されるルートが2種類あるというのである。

第1は、本源的証券を貯蓄超過主体が直接購入する場合であり、貯蓄超過主体にとってみれば証券投資の形をとる場合である。この場合でも、証券売買は証券市場を通じて行われ、証券売買の仲

介をする証券会社が取次ぎをするわけであるが、本源的証券の形がそのまま変化せずに貯蓄超過主体に渡されるので、直接金融と呼ばれている。

第2は、本源的証券がはじめに銀行や投資信託という金融機関に購入されるケースである。この場合、銀行・投資信託にとっては証券投資行動を行っていることになり、その見合いに銀行の場合には預金という形で、投資信託の場合には信託受益証券の販売という形で資金調達を行うことになる。預金が、預金者の銀行への投資であり、銀行が発行する預金証券を購入することであると認識するならば、本源的証券はこれら仲介機関によって発行される別のタイプの証券（預金証券、信託受益証券）に転換されることになる。貯蓄超過主体は、これら転換された証券を購入することを通じて、最終的には投資超過主体の資金調達ニーズが果たされることになる。このように本源的証券が事実上別の証券に転換されるプロセスを通じて資金移動が行われる場合を、間接金融と呼んでいるのである。

この分類では、投資超過主体が発行する本源的証券が株式や債券の形をとっているといわれていること、貯蓄超過主体が銀行へ預金を行ったり、投資信託を購入したりするといわれていることからわかるように、投資超過主体とは企業、貯蓄超過主体とは家計を中心に想定した議論であった。だが、第2次大戦後のアメリカ経済において各種金融機関、金融取引が発達する状況为背景に出てきたこの議論は、単に企業と家計の間の資金的なつながりをあらわすだけでなく、機関投資家の台頭や投資信託等の新しい投資手段の発達を含んで、さらに政府の国債発行需要の位置づけをも包摂しうるフレームワークとして出てきたのであった。

また、金融機関を直接金融を仲介する金融機関と間接金融を仲介する金融機関とに機能別に分けることによって、金融機関分類の新たな視点を提供したにとどまらず、両タイプの金融機関を含めてすべての金融機関を本源的証券、資金の移動を仲介する金融仲介機関としてまとめてみる視点を提供した。

さらに、一国の金融システムの特徴づけを行う際に、直接金融と間接金融の各々の発達の度合い、両者のバランスによってタイプ分類を行うという視点をも提供したのである。

その視点に基づいてみれば、日本は間接金融優位、アメリカは直接金融優位の金融システムと特徴づけられることになる。

金融システムのタイプ別分類による特徴づけをする際に、この直接金融・間接金融のウエイトだけが指標になるわけではないが、直接金融・間接金融のウエイトは量的に確認できる確かな指標であることも事実であり、またそのウエイトの相違が各金融取引主体の行動の特徴をも反映するものであることから、金融システムの特徴をみるうえでいわば中心的な位置を占めているといえよう。

現在、先進国の金融システムをタイプ別に分類する場合に、一方でアングロサクソン型、他方でライン日本型という分類が可能である<sup>7)</sup>。分類基準となるのは、第1に直接金融と間接金融のウエイトであり、第2に金融市場の発達の度合いであり、第3に金融取引の方向性である。

アングロサクソン型では直接金融のウエイトが高いのに対し、ライン日本型では間接金融のウエイトが高い。これは、金融取引主体である企業や家計の行動の相違、金融機関の中での銀行の発達程度とも関連している。また、直接金融のウエイトが高いことの背景には、資本調達のための市場が発達していることが必要であり、アングロサクソン型の場合には、歴史的にも発達した短期金融市場、株式・債券市場が大きな役割を果たしてきた。直接金融ルートの発展を市場の発達が支えてきたことに関連するが、アングロサクソン型では市場機能に重点を置いたシステム作りが基本とされている。

それに対し、ライン日本型では後発資本主義国として発展してきた経緯から産業金融において銀行の機能を利用する貯蓄動員が支配的となり、間接金融優位のシステムが形作られた。企業は、市場での評価よりも主要な資金提供者である銀行との取引関係を重視するようになり、市場発達の誘因が働きにくい。そのような状況では、銀行・企

業ともに特定の有利な取引関係が継続することにメリットを求めるようになるので、長期固定的な金融関係が形成されやすい。

このようなタイプ分類はいささか相違点を強調しすぎるかもしれないし、またアングロサクソン型という場合でもアメリカとイギリスでは、ライン日本型という場合でもドイツと日本では、必ずしも同じ金融システムであるのではない点に注意する必要もある。さらに、日本においても金融市場が発達し、株式の相互持合関係が急速に解消の方向をみせ、長期固定的な取引関係といわれるメインバンク関係にも変化が出てくるなど、構造に変化あらわれてきていることも事実である。

ところで、直接金融と間接金融のウエイトは、金融システムのタイプを認識するのには利用するが、そのウエイトの変化を金融システム改革の目標とするとなると話はかわってくる。

直接金融への移行、あるいはシフトを目標にするという議論があるが、企業の資金調達構造と家計の金融資産保有行動が変化しなければ、直接金融型には移行しない。したがって、金融機関や金融市場の問題であると同時に、取引主体である企業や家計の行動の問題でもある。

企業の資金調達構造と家計の金融資産保有行動は、国民性で説明したのでは問題を明らかにしたことにはならない。金融システムの構造と深くかわっているからである。だが、金融システムは歴史的・構造的な要因によって構成されており、変化がないわけではないが、その変化に即応する形で金融主体の行動まですぐに全面的に変化するわけではない。

また、そもそも直接金融型に移行することで、わが国の金融システム改革が成功したといえるのであろうか。つまり、直接金融型に移行すれば、現在わが国の金融システムが抱えている問題が解決されるといえるのかという点も不明なままである。

直接金融型への移行を主張している論者の論拠は、直接金融型の方がより競争的で透明で効率的な資金配分が実現でき、新しいタイプの企業や家計の金融ニーズを充足する上でマッチしていると

いうことである。しかし、そのことは間接金融型が非効率で、非競争的で、金融ニーズにマッチしていないことの論証にはならない。

結局、資金仲介のプロセスをすべて直接金融型にするわけではないので、直接金融への移行を主張している論者も両者の混在した姿を現実のものとして認識していることになる。とすれば、直接金融と間接金融との混合比率としてどの程度がよいのかをも指摘しなければならない。

さらに、現在の日本型資金循環構造からの転換を主張するのであれば、直接金融ルートの整備をどのようにするべきなのかについても説明する必要がある。現在の銀行業による間接金融、企業向け融資が非効率であるという理由で、貸出金ルートを絞るのであれば、それに代替的な資金調達ルートが必要となる。その仕組みを説かずして直接金融型への移行を主張しているのであれば、それは空想的な「理想型」を追求しているに過ぎないともいえよう。

## V オーバーバンキング論の問題点

金融システムの改革をめぐる議論において焦点のひとつとなっているのがオーバーバンキング論である。ここでは、オーバーバンキング論がもつ問題点を検討しよう。

そもそもオーバーバンキングとは何かについて、明確な定義があるわけではない。論者と問題意識のあり方によって、おおまかにいえば2通りのオーバーバンキング論がある。

1つは、国民経済の中でバンキング＝銀行業の位置づけが他の金融サービスに対し過剰であるという捉え方である。銀行業がオーバプレゼンス状態にあるというわけであるが、その実態的な根拠とされているのが資金循環・資金仲介において直接金融が弱く、間接金融優位となっていることが指摘される。

2つめのオーバーバンキング論は、銀行業の過剰を銀行組織数の過剰と理解する議論である。その実態的な根拠とされているのが、金融機関の収益性・経営がいつまでも安定しないのは、銀行数

が多すぎることに原因があり、過当競争に陥っているというのである。

この2つのオーバーバンキング論は、銀行業が過剰状態にあるという認識では一致しているもののその原因・発現形態の捉え方が異なり、したがってオーバーバンキングを解消する方法についてもまったく異なった「提案」をすることになる。

間接金融優位を問題とするオーバーバンキング論は前節で問題とした間接金融から直接金融への移行論と軌を一にする。だが、直接金融と間接金融のバランスをいう場合でも、間接金融の量的な減少をもってバランスを直接金融に振る議論がある。

中原伸之日本銀行審議委員（当時）は、2002年1月30日の佐賀県金融経済懇談会終了後の記者会見で、次のような発言をしている。「1つは、銀行の貸出、オーバーバンキングの解消というようなものがぼつぼつ見えてきたのではないか。つまり、5業態でみると、この貸出残高をみると、96年の3月末がピークで約537兆円であるが、これが、昨年の12月には、440兆円ということで、約100兆円減っている。これは20%弱の減少で、大変な額である。そして、この5業態の貸出残高の対名目GDP比をみると、まず80年代の初めをみると80%程度だった。これが、90年代の前半に110%まで上がったが、昨年の12月では、440兆円なので、これを500兆円で割ると、88%となる。この間、経済構造が変わっているし、また、直接金融と間接金融と比率も変わっており、これらも考慮しなければならないが、仮に80%が適正比率だとするならば、あと40兆円ぐらい減れば、80%程度になってくる。……あと40兆円減って400兆円にまでなれば、オーバーバンキングの解消に一つの目処が立つのではないか。そして、行き先に明かりが見えるのではないかとと思っている。」<sup>8)</sup>

このオーバーバンキング論は、銀行の貸出過剰を意味しているが、計算上出てくる40兆円分の貸出減少がどのような形で実現されるのかが問題となる。最近数年間の銀行貸出の減少は、どの部



門にも一様均等に起こっているのではなく、中小企業向け貸出の減少が突出している点に特徴がある。そのような中で、さらに40兆円の貸出減少を実現させようとすれば、中小企業には一層資金が回らなくなる。したがって、中小企業向けの貸出が突出して減少する事態を解消する方法かあるいは貸出減少分を補う直接金融ルートの整備・拡充方法とセットでなければ、景気に対しても深刻な影響を与えるだけとなる。

間接金融から直接金融への移行は、資金循環上の量的指標によって計ることのできるものとすれば、直接金融ルートの量的拡大と両者のウエイトの逆転をもって移行をいうのであろうが、貸出金額の減少は直接には移行を意味しない。まして、現在のように、景気後退期において中小企業向け貸出が低迷している中で貸出金額の減少は、もっぱら中小企業向け貸出の減少としてあらわれる。代替的な直接金融ルートの整備を問題とせずに、貸出金額の減少を歓迎するのであれば、それは中小企業金融の枯渇を意味し、日本経済の再生にとって決してプラスを意味しない。

一方の銀行数が多いというオーバーバンキング論の場合には、金融再編の進展によって、日本の預金取扱金融機関の組織数の減少を歓迎する議論となる。あるいは、政策当局からこのタイプのオーバーバンキング論の認識が表明されることで、金融機関数を減少させていくような政策誘導が是認されることになる。

では、はたして日本の銀行（預金取扱金融機関）の組織数は本当に過剰なのであろうか。また、何を基準に過剰というのであろうか。

金融システムのあり方は各国の歴史的な経緯や制度的要因、金融取引の慣行等によって異なることはいうまでもない。たとえば、日米を比較した場合、銀行業のあり方は大きく異なる<sup>9)</sup>。

金融仲介機関全体に占める預金取扱金融機関の位置づけを資産額シェアでみると、2002年9月末残高ベースで、日本では預金取扱金融機関が52.8%に達しているのに対し、アメリカでは24.7%にすぎない<sup>10)</sup>。つまり、日本では、金融機関のうち預金取扱金融機関が半分以上のウエイト

を占めているのに対し、アメリカではわずか4分の1弱に過ぎないというわけである。

さらにアメリカでは銀行業は一般的に言えば小規模分散的な構造を示している。商業銀行数は2001年末に8,080行、貯蓄金融機関数は1,533行である。また、純然たる協同組織金融機関である信用組合が別途10,355組合存在しており、この3種類が預金取扱金融機関を構成している。

それに対して日本では、預金取扱金融機関のウエイトが大きい上に、組織数は信用金庫・信用組合・労働金庫・農協等の協同組織金融機関を含めてみてもアメリカに比べてはるかに集約的である。

このような日米の構造を比較してみた場合、どうして組織数が多いというオーバーバンキング論が出てくるのか理解しにくい。金融システムをグローバルスタンダードに近づけるというのが金融改革の目指した方向であり、また大義名分であるならば、そのグローバルスタンダードとして念頭においているはずのアメリカの金融システムと比較した場合、決して日本の銀行業は組織数が多いという問題を抱えているのではないことは容易に理解されるはずである。

組織数の多さを問題とするオーバーバンキング論の背景を、金融ビッグバンが問題とされ始めた時点の状況でみるならば、金融ビッグバンによって完全な金融の国際競争にさらされるようになった段階で、はたして日本の主要銀行が耐えられるのか、という懸念があったことが思い出される。その時点の都市銀行9行、長期信用銀行3行、（専業）信託銀行7行の主要行16行体制では銀行数が多すぎるのではないかという懸念であった。金融ビッグバンによって国際競争に生き残っている規模にまで金融再編が進行し、数行体制にまでならざるをえないという意見がまことしやかに述べられていた。実際に、主要行レベルではメガバンクの誕生という形で集約化が進んだが、一方でビッグバンのプロセスでいわば放置されていた中小金融・地域金融機関の再編を促す声に転化した形で、その分野にまでオーバーバンキングという規定が援用されたのである<sup>11)</sup>。



さて、日本の方が集約化が進んでいるが、集約化の進展度合いと経営の強度（収益性の高さ、安定度）の間には関係があるのであろうか。

銀行数過剰のオーバーバンキング論の問題点は、組織数が多いことはむしろ競争環境が激烈であることを意味しているはずなのに、組織数の減少が正常な姿であるかのように主張している点である。組織数の過多がもたらす問題が金融機関経営の不安定性・低収益性にあるというなら、組織数減少を歓迎する議論は競争を抑圧した状況で収益率を一定に保とうという寡占的発想につながることになる。地域金融機関にまでオーバーバンキングを根拠に再編・統合を促す動きは、まるで戦前の「一県一行主義」を彷彿とさせるものがある。

アメリカでは、商業銀行の中では小規模銀行の方が、また商業銀行全体よりもより小規模分散的に経営している信用組合の方が、長期的にみると収益性が安定している。それは、自らの経営基盤を地域的にあるいは顧客との密接な関係を元に特化した上で、その顧客ニーズに即応した金融サービスの提供に徹しているからである。組織数の多少や経営規模の大小が、銀行業の経営安定性を必ずしも保証するものでないことはアメリカの例から明らかである。

#### 注

- 1) 推計の詳細については、日本銀行調査統計局 [2002 b] 第1章を参照した。
- 2) 家計の範囲は次のように定義されている。「家計は、消費・生産活動を行う小集団であり、雇用主、被用者、個人企業（法人形態を採らないで事業を行う個人事業主〈農林漁業従事者を含む〉）、財産・移転所得の受給者等が含まれている。」日本銀行調査統計局 [2002 a] 53 ページ。したがって、厳密には家計＝個人ではない。そこでは、基礎データの制約から、家計の金融資産・負債から事業関連のものだけを分離することが困難であるからと説明されている。
- 3) 2001 年 12 月末、金融資産・負債残高表による中央政府・地方公共団体の金融資産・負債差額の合計。なお、この 515 兆円という金額は資金ポジションでみた政府部門の純債務であり、国債・政府保証債務現在高の合計 640 兆 6,543 億円、2001 年 12 月末に地方債残高を加えた 700 兆円以上という金額とは性格を異にすることに留意する必要がある。

- 4) 1997 年の変更点に関する以下の記述は、日本銀行調査統計局 [2002 a] 第1章および内閣府経済社会総合研究所 [2002] を参照した。
- 5) 日米で資金循環パターンが逆転していることについては、すでに数阪孝志 [2000] でも指摘したところである。
- 6) John G Gurley & Edward S Shaw [1960] 参照。
- 7) 金融辞典編集委員会 [2002] 中の項目「アングロサクソン型金融制度」（10 ページ）、「ライン日本型金融制度」（505－06 ページ）（両項目ともに数阪孝志執筆）を参照。
- 8) 日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp/>）内の記者会見要旨より。
- 9) 日米独の比較については、数阪孝志 [2001 a] 参照。
- 10) 日本銀行調査統計局 [2002 c]。
- 11) 日本金融学会 2002 年春季大会（横浜市立大学）の共通論題報告において、「銀行数が多いというオーバーバンキング論は、国際競争を意識したわが国主要金融機関の過当競争を地域金融にまで拡大適用した議論といえる」と指摘した。数阪孝志 [2002 a]。

#### 参考文献

- 数阪孝志 [2000] 「金融面から『平成大不況』を考える」松原和男編『どうなる日本経済—「平成大不況」からの再出発—』所収、法律文化社。
- 数阪孝志 [2001 a] 「日米独の金融構造と銀行業」大阪市立大学経済研究所・中尾茂夫編『金融グローバリズム』所収、東京大学出版会。
- 数阪孝志 [2001 b] 「日米の金融再編と地域金融機関」『季刊経済研究』第 24 巻第 1 号。
- 数阪孝志 [2002 a] 「地域金融創造の視角と課題」日本金融学会 2002 年春季大会報告要旨。
- 数阪孝志 [2002 b] 「地域金融機関の再編と中小企業貸出の変化」『調査季報』（国民生活金融公庫総合研究所）第 62 号。
- 金融辞典編集委員会 [2002] 『大月金融辞典』大月書店。
- 日本銀行調査統計局 [2002 a] 『資金循環統計の解説』。
- 日本銀行調査統計局 [2002 b] 『資金循環統計の作成方法』。
- 日本銀行調査統計局 [2002 c] 『資金循環の日米比較：2002 年 3 Q』。
- 内閣府経済社会総合研究所 [2002] 『新しい国民経済計算（93 SNA）』。
- Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB) [2002] *Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstandings 1995 - 2001*.
- John G Gurley & Edward S Shaw [1960] *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution（桜井欣一郎訳「貨幣と金融」至誠堂、1967 年）。
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *Historical Statistics on Banking*.