

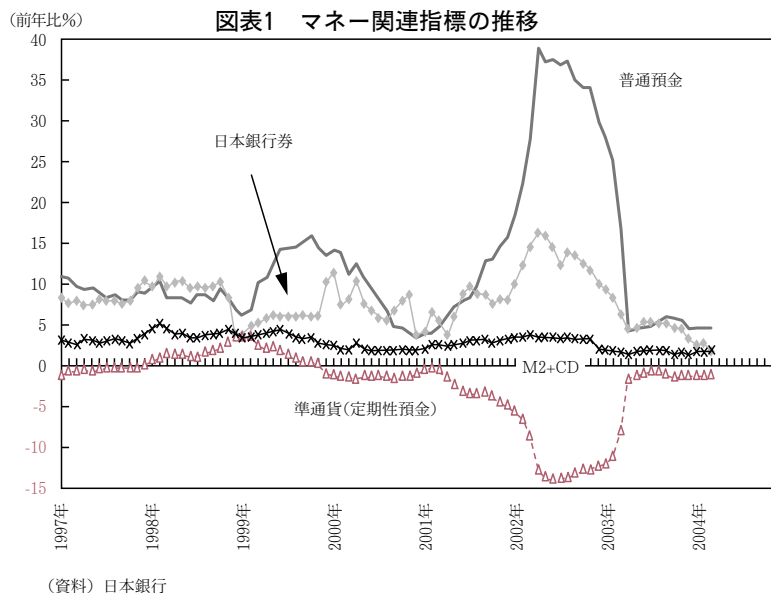
伸び率が鈍化する日本銀行券

このところ日本銀行券の増加率が鈍化する傾向にある。その背景を分析してみた。

最近のマネー動向

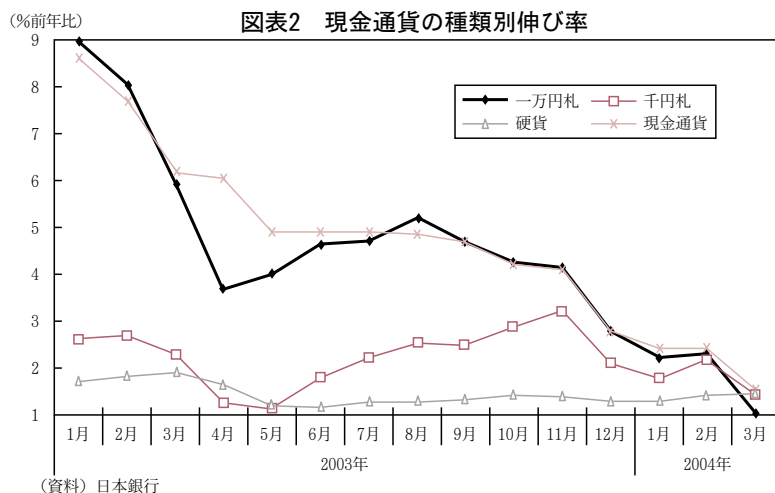
マネーサプライとは通貨保有主体（非金融機関）が保有する通貨量の残高であるが、流動性が高い順にM1、M2、・・・、と範囲が区分されており、日本では代表的指標としてM2+CDや広義流動性を用いることが多い。3月のマネーサプライ統計によれば、M2+CDは前年比1.9%と3ヶ月連続して伸び率がやや加速しているが、広義流動性は同0.7%とこのところ伸び率が鈍化する傾向にある（簡易保険福祉事業団の要因を除けば同2.9%まで高まるが、それでも伸び率の鈍化傾向は変わらない）。

現金通貨である日本銀行券は最も流動性が高い金融資産であり、基本的にM1に分類されている（ただし、M1には通貨発行主体である金融機関保有分は含まれないため、日銀券発行残高とは乖離がある）。なお、3月の日銀券発行残



高は前年比1.7%であり、2002年中に見られたような二桁増の伸びからは大きく鈍化している。

一方、日銀券の券面別内訳を見ると、高い伸びが続いていた一万円札が急速に伸び率を鈍化させていることが分かる。消費が底堅く推移している中で、足許では消費生活等に密接な関係がある千円札や硬貨の増加率よりも下回っており、いわゆるタンス預金と呼ばれる保蔵目的での一万円札への需要が収束しつつあることを示唆している。ただし、それが銀行預金にシフトしているという状況でもないようだ。



日銀券需要の諸要因

一般的に、現金などの流動性保有動機としては、取引需要、投機的動機、予備的動機、に分けることができる。このうち、は家計や企業などが消費・投資行動をするために手元に保有する分であり、は株式や債券などの資産取引をするための保有分である。

一方、は現時点では明確な用途はないものの、将来考うるリスク発生に備えて保有する目的である。具体的には、金融システム不安の高まりは現金保有ニーズを高めることが知られているが、本論ではそうした保有動機を想定している。

日銀券需要関数の推計

以下では、上述した流動性需要動機を考慮した日銀券需要関数について推計を行う。被説明変数を日本銀行券の平均残高、説明変数を名目消費支出、東証株価指数、銀行業株価指数、消費者物価、とした（いずれも対数値を使用）。なお、デフレの原因として、日銀による日銀券供給努力が足りないからだとの指摘もあり、仮に日銀が日銀券供給をコントロールできるのであれば供給サイドの要因も考慮すべきであるが、ここでは単純に需要サイドの要因のみを取り上げている。また、推計期間は1987年第1四半期から2003年第4四半期の68サンプルと

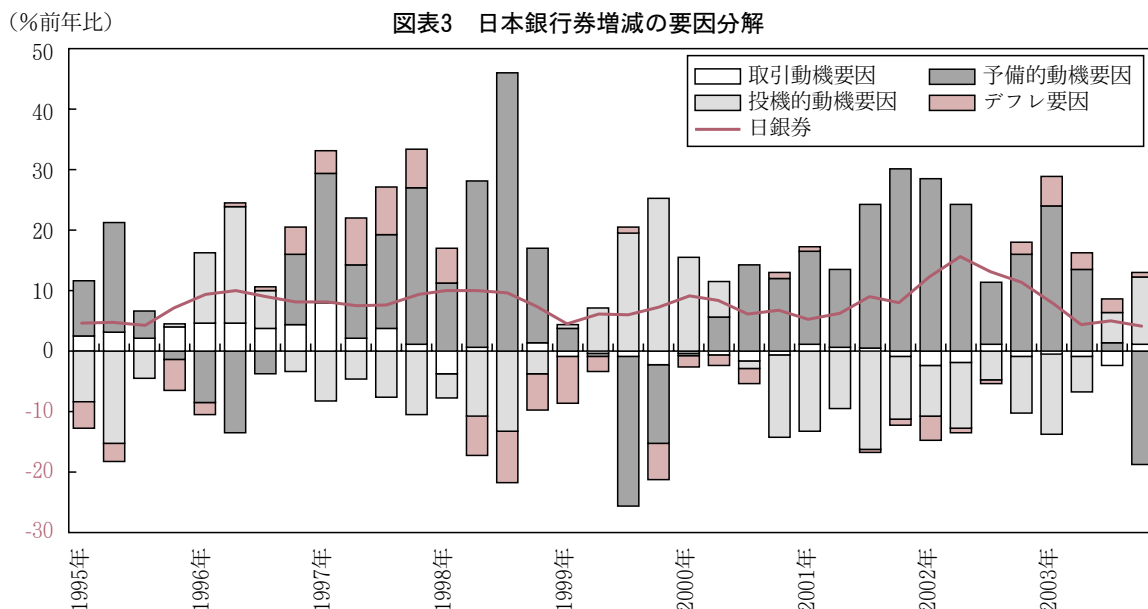
している。推計結果と、それを基にした各要因による寄与度分解は、図表3に示す通りである（推計結果を見ると、各説明変数の符号条件は満たされ、かつ推計式全体もまずまずの状態となっている）。

金融不安が高まった「97年後半から98年にかけて」と「2000年から03年前半まで」は予備的動機に伴う日銀券需要が大きく高まっているのに対し、ITバブル期や最近の株価上昇局面では投機的動機の側面が強まる。なお、最近の日銀券増加率鈍化の原因は、銀行株の堅調さの背景にある予備的動機に伴う日銀券保有志向が一巡した影響が大きいことが示されている。

今後の動向

端的に言えば、現状は景気回復や株価の戻り基調を背景に、金融システムに対する不安感が解消され、極度に高まっていた流動性需要は落ち着きを取り戻しつつある、と判断できる。

マネーサプライ統計を用いて民間非金融部門



(資料) 内閣府、総務省、日本銀行、東証のデータより農中総研が作成

(注) 日銀券需要関数は以下の通り（パラメータの下に括弧内の数値はt値）。

$$\text{Log(日銀券)} = -1.720 + 1.880 * \log(\text{名目消費}) - 0.518 * \log(\text{銀行株価指数}) + 0.488 * \log(\text{TOPIX}) - 1.987 * \log(\text{CPI})$$

(-1.864) (7.462) (-23.44) (10.26) (-3.141)

Adjusted R-Squared 0.982 F-statistic 883.0 D.W. 1.554

の現金・預金比率を計算すると、03年11月をピークに低下に転じている様子を観察することができる（図表4）。このことは、90年代初頭以降下がり続けてきた信用乗数が足許で下げ止まる要因として働いている。マネタリーベースやマネーサプライの構成項目の一部である日銀券に対する需要低下は直接的にはマネーの伸びに対するマイナス効果がある。しかし、中期的に見れば信用乗数の下げ止まりや上昇をもたらすため、マネー全体にとっては好ましい効果を持つ可能性が高い。

なお、景気回復や堅調な株価に支えられて金融システムへの疑念や不安感が払拭されたかに見えるが、それ自体、銀行経営や金融システムが依然として株価変動の影響を受けやすい体質があるということでもあり、素直に前向きな評価を与えることは難しい。小泉内閣は04年度末

時点での不良債権問題の解決を目指しているが、不良債権問題の解決とは、不良債権比率を単に半減にすることではなくて、常に発生する可能性を秘めている不良債権に大きな影響を受けない金融機関経営のビジネスモデルや金融システムの構築がゴールであると思われる。メガバンクでは不良債権の処理が進捗し、一部では過去に注入された公的資金を返済する動きも見られる。しかしながら、メガバンクですら本源的自己資本は過少状態である。ましてや、地域金融機関の多くは地方経済の不振もあって、不良債権の処理そのものが遅れている。未だ金融システム健全化への道は途中であり、それが達成されないまま景気後退が始まった際には、再び金融システム不安が高まる可能性もあるのではないだろうか。

（南 武志）



（資料）日本銀行