

## わが国の金融システムの変遷

### ——直接金融と間接金融——

貞 木 展 生

通常の「所得循環モデル」による説明では、循環過程からの漏出と循環過程への流入の関連から経済活動水準が変化する、すなわち、流入が漏出より大きい場合には活動水準が上昇し、逆の場合には活動水準が下落する。その説明では、「漏出」は（消費関数を通じて）内生的に説明されているが、「流入」は（経済循環過程からは）外生的とされ、両者の関連性について言及されていない。「漏出」した資金がどのようにして「流入」として再現してくるのであろうか。その両者の関連性を説明するのが「金融システム論」である。従来の説明では、そのような資金の流れを決定させるのが、「利子率」であり「金融資産残高」であるとされ、「貯蓄・投資の所得・物価決定理論」として展開されてきている。しかし、安定成長期の「金融資産の多様化」の進展は、そのような単純な説明で現実を十分説明できなくなってきた。特に「証券化の進行」は「金融仲介機関の多様化」をもたらし、「金融システム」の詳細な分析を必要としてきている。

そこで、本稿は、そのような展開をふまえて、「金融システム論」への足がかりを提示しようとするものである。すなわち、特に「直接金融と間接金融」に焦点を据えて、わが国の金融システムを実証的に分析し、その結論として、「間接金融方式」が現存していることを確認する。しかし、昭和58年以降、「資金循環勘定」に大幅な変更が加えられたので、「間接金融方式」の存続について疑問を提示する。

## 1. 「金融システム論」の位置付け

「金融革新」の進行と共に、新たな金融資産が登場し、金融機関の間での競争はますます熾烈を極めてきている。資金供給者から資金需要者への資金の流れを仲介する金融仲介機関の役割はますます重要性を高めてきている。ここで逆説的に、金融仲介機関の存在が資金の流れに対し重要な役割を果たさないとするならば、実体経済にとって金融仲介機関の存在は意味がなく、金融仲介機関の存在は業界内部だけでの問題となるであろう。しかし、経済の基盤が実体経済にあるとしても、金融仲介機関の動きは実体経済の動きに対し重要な役割を果たしているのは、例えば企業による投資計画である。個別企業の投資計画では、その投資計画を遂行していく上で、そのための資金調達が重要な課題であろう。もちろん、投資計画の内容が基本的に重要であるが、その投資計画を実現するためには、それに要する資金調達を円滑に達成できなければならない。その意味で、資金調達が投資計画のために必須の課題になると考えられる。その資金調達を、「借入」によるものか、それとも「債券発行」によるのか、個別企業は有利な手段を選択するであろう。その場合、有利であるかどうかを判断するのに、金融市場の状態が重大な関連を持っている。金融市場の状態は、これら個別企業の行動を全体として集計することによる資金需要総額により動かされてくる。そして、それらの動きの結果が金融市場での資金の流れを決定する上で重要な役割を果たしている。また、逆に、金融市場での資金の流れ方が、個別企業の投資計画へ重大な影響を及ぼしている。要約すれば、実体経済の動きと金融市場での動きとは、相互に関連しつつ、経済全体としての動きを規定してきている。その意味からも、金融仲介機関の動向は経済全体の動向に対し重要な役割を果たしていると考えられる。

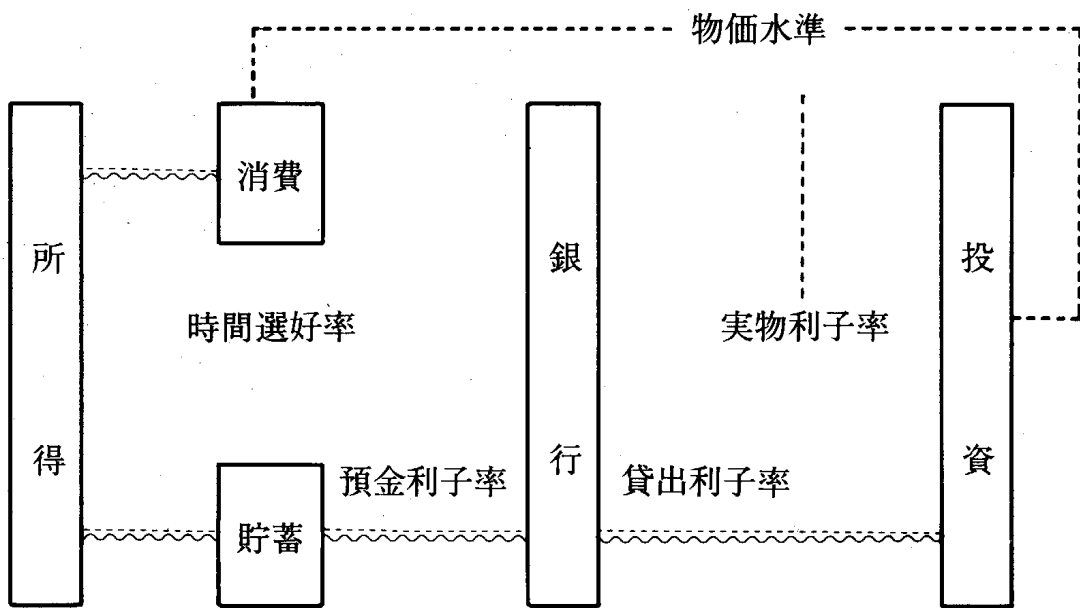
金融仲介機関の役割をこの様に理解するならば、金融市場での動向は、「素朴な（機械的）貨幣数量説」でのように、実体経済への単なるヴェールであるとする事は出来なくなるであろう。この点に注目してきたのが、い

いわゆる「貨幣的経済理論」と言われるものである。したがって、貨幣的経済理論は「素朴な貨幣数量説」からの脱却をどのようにして行うかが主要な命題であった。

## 2. 貨幣経済と実体経済の理論的関連

金融システムの存在意義を知るために、「貨幣的経済理論」の主要な発展過程を簡単にたどることから始める。その口火を切ったのはK.ヴィクセルである。彼の論理に従うならば、金融市場で決定される「貨幣利子率」と実体経済で決定される「実物利子率」との関連で「物価水準」が変動するというものであった。その関連を規定するのは貯蓄と投資の関連であるため、彼の理論は「貯蓄・投資の物価理論」と言われている。この関連についてもっと詳しくみれば、貯蓄は資金市場への供給であり、そのようにして資金市場へ入ってきた資金は金融仲介機関（彼の場合は商業銀行）を通じて、資金需要者である企業へと資金が流れていく。その場合、資金の流れをもたらす作用の源泉は、それぞれの経済主体がそれぞれの目的に沿うように行動することである。貯蓄者が目的とするところは、貯蓄行動と消費行動とへ所得の時間的な配分をすることにより、最大の満足を達成しようとする。その場合に、その目的を達成するのに重大な影響を与えるのは、現在消費と将来消費（＝貯蓄）との「時間選好率」と貯蓄に対し示される「預金利子率」との関係である。次に、貯蓄の形態での資金を受け入れる金融仲介機関は、貯蓄に対し支払わねばならない「預金利子率」と貸出または証券投資による「貸出利子率」または「証券収益率」との関係から貸出または証券投資を行う。これに対し、借り入れまたは証券発行を行う企業はそのための「利子率（貸出利子率または証券収益率）と投資による「収益率（＝実物利子率）」との関連で投資を行う。その投資は商品への需要の増加をもたらすので、結果として「物価水準」を引き上げる。この物価水準の引き上げが実物利子率へどのよ

うな影響をもたらすかについての議論はヴィクセルの段階で展開されておらず、後になって「貨幣的均衡」の概念をめぐって激しく議論されたところである。ヴィクセルの議論に従えば、物価水準の上昇は資金需要を増加させるので、その結果として貸出利率を引き上げ、実物利率との乖離を埋めてくる。すなわち、投資への欲求が減退してくる。それでも、実物利率が貸出利率よりも高い限り、投資は増加してきて、物価水準を上昇させ、実物利率と貸出利率の乖離をますます埋めてくる。この論理の繰り返し（「ヴィクセルの累積過程」）により、貸出利率と実物利率との乖離は埋められ、その結果として純投資は消滅するであろう。純投資の消滅は物価への上昇圧力を消滅させ、物価水準は安定してくるであろう。すなわち、「貨幣的均衡」の状態が出現してくる。この論理の展開を図示すれば次のようになり、「ヴィクセルの累積過程」は主として右半分での論理の展開に注目したものである。



ここで、ヴィクセルの論理の展開で欠けていると考えられるのは、投資が直接的に物価水準の上昇をもたらし、それが直ちに貸出利子率へ作用すると考えていることである。投資の増加は、直接的には、投資財の価格を上昇させるのであり、投資財の価格の上昇は投資財部門での雇用の増加を引き起こし、それが一方では賃金率の上昇をもたらし、他方では投資財の価格の上昇がコストプッシュ的な要因により消費財の価格を上昇させ、その消費財価格の上昇を促進させるのは先の賃金率の上昇である。その結果として物価水準の上昇が発生してくるのである。この点に注目したのがF.A.ハイエクである。ハイエクは、ヴィクセルの論理を更に拡張し、上図での左半分についても言及している。すなわち、所得を消費と貯蓄へ分割するメカニズムについても言及し、預金利子率と時間選好率の乖離による消費と貯蓄への分割比率の変化により、実物利子率の変化が発生するとしている。例えば、貯蓄率が上昇した場合について考えよう。貯蓄率の上昇にともない貯蓄量が増加すれば、それは資金供給量の増加となる。そのため、貸出利子率が下落し、投資が増加してくる。その結果として、実物利子率が下落し（ハイエクの用語によれば、「生産の迂回度」が深化し）、生産構造に、すなわち实体经济に変化が生じてくる。

これらの議論は全て、金融仲介機関による資金の流れの変化が貯蓄と投資のギャップを生みだし、そのギャップから生じる経済の動きの原動力となるのは、資金の流れのそれぞれの段階での利子率（預金利子率と貸出利子率）と实体经济での利子率（時間選好率と実物利子率）の間でのギャップである。そして、その場合の経済の動きは物価水準の変化として現れてくる。そのため、これらの理論は「貯蓄・投資の物価理論」と呼ばれる。この理論体系を集大成したのがJ.M.ケインズの『貨幣論』であり、それを要約的に示したのが「基本方程式」である。

しかし、ケインズは上述の理論展開に対し重大な疑問を投げかけた。それは投資の増加による商品市場での超過需要が、物価水準だけでなく、生産量及び所得水準も変化させるということである。特に、『一般理論』では、

硬直的な貨幣賃金率（および物価水準）を想定し、商品市場での超過需要が物価水準よりも生産量及び所得を変化させることに議論の焦点を据えた。その結果として、「IS・LM分析」が展開されてきた。これらの理論は「貯蓄・投資の所得理論」と呼ばれる。この議論では、貨幣賃金率（と物価水準）の硬直性が前提にされているため、インフレと失業の共存するスタグネーションという事態に対し、その説明能力を失ってきた。そこで、硬直的でなく、下方硬直的な貨幣賃金率という前提の下に、理論の再構築が行われてきた、すなわち「AD・AS分析」がそれである。その結果、マクロ経済理論は「貯蓄・投資の物価・所得理論」として昇華してきた。

次に問題になったのは、これらの理論構成が、静的であって、期待要因を組み込んだ動的な理論構成になっていなかったことである。その結果として展開されてきたのが「合理的期待理論」である。しかし、この理論は非常に特殊な期待形成を前提にするものであるため、時としては当然のこととして出てくる結論となるような前提を設定している場合がある。特に、個人の期待を社会の期待へ合成する場合に重大な問題がある。

「貨幣的経済理論」としては、これらの理論展開とは異なる重要な要因として、「利子率」以外に、「金融資産」そのものが経済主体の経済行動へ直接的に作用するという理論構成が展開されてきている。この理論構成の始祖はL.ワルラスであり、彼の「所望の現金」という概念の中に含まれている。しかし、彼の場合には、「所望の現金」の絶対額が固定されていたため、詳細な理論展開にまでには至らなかった。この点に注目して理論的な展開をしたのが、「ピグー効果」であり、それを更に発展させたのがD.パティンキンの「実質残高効果」である。「実質残高効果」はパティンキン論争を通じてその存在根拠を確立したが、パティンキンはこれを更に拡張して「富効果」を展開した。その拡張を必要としたのは、現金残高だけが富を構成しているのではなく、もっと多様な金融資産が富を構成しているからである。この「富の多様性」の認知は、その背景として金融システムの多様性を認めるものである。換言すれば、貯蓄が投資へと姿態変換をしてゆくプロセスが、上

述のように商業銀行だけを通じる単純なものではなく、多様な金融仲介機関が介在する複雑なプロセスになってきたことを認めるものである。

以上簡略であるが、「貨幣的金融理論」のこれまでの展開を見てきた。ここではっきりしてきたのは、先に示した貯蓄から投資への資金の流れについて、そこでの起動力となっているのが「利子率」と「金融資産残高」であり、その二つのルートを通じて金融経済（金融システム）は実体経済へ作用している、ということである。そして、この二つのルートは「貯蓄・投資の所得・物価水準決定理論」で作用している。その作用形態についての詳細な説明は別に任せることにして、ここでの重要な認識は、「金融システム」が商業銀行だけという単純なものではなく多様なものであり、しかも「金融システム」の変化が実体経済へ何らかの作用を及ぼすということである。

### 3. 金融システムの変遷

#### ——直接金融と間接金融——

金融仲介機関の存在が実体経済の動きに対し積極的な役割を果たすことについては共通の認識を獲得したので、次の課題としては「貯蓄の投資化過程」で重要な役割を果たす金融仲介機関がどのような変遷をたどってきたかについての分析が要請される。「金融革命」はまさに金融システムの変革を意味しており、その変遷の実態についての実証分析は必要なものであろう。

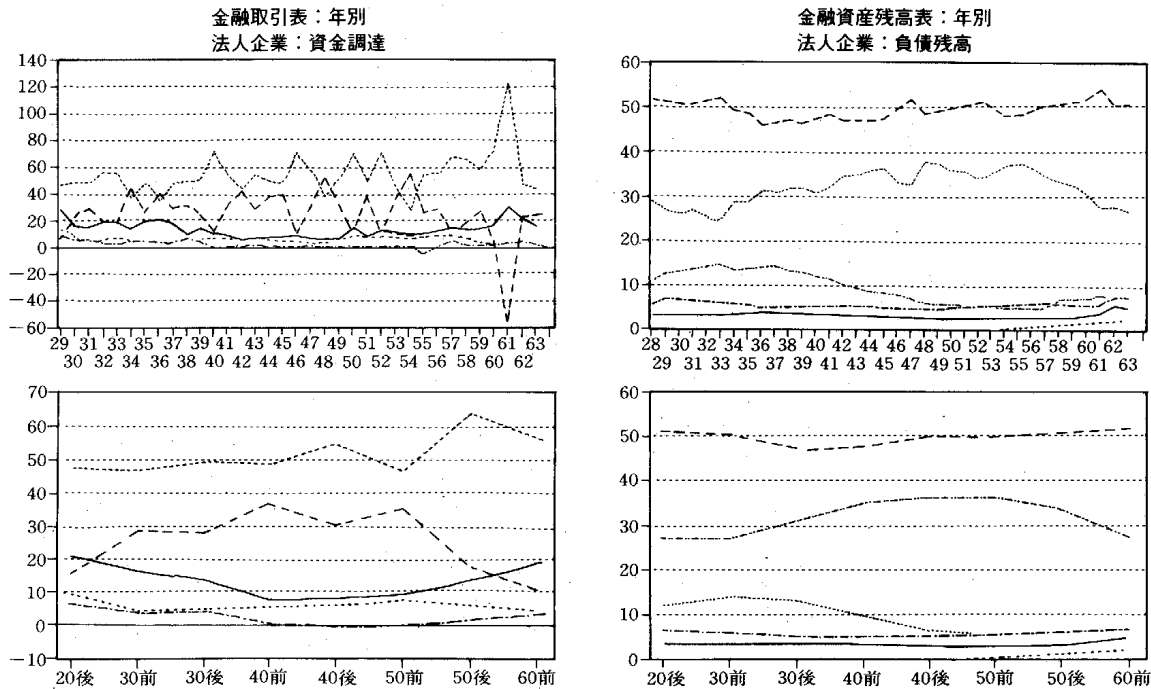
「金融システム」を実証的に示しているのは、日本銀行『資金循環勘定』である。そして『資金循環勘定』には、『金融取引表』と『金融資産負債残高表』の二つがあり、前者はある期間中（ここでは年データを採用する）の金融資産の変化を示しており、後者はある時点（ここでは年末を採用する）での金融資産の存在額を示している。ここでは両者を採用するが、採用する期間は昭和28年末から昭和63年末までである。したがって、戦後の復興がほぼ完了してから、高度経済成長期を経由し、安定成長期までの35年間である。

「高度経済成長期」の金融システムの特徴としては、①間接金融の優位、②オーバーローン、③オーバーボローイング、④資金遍在の四つが指摘されている。その特徴が「安定成長期」になってからどのようになっているであろうか。特に、「人為的低金利政策」と「護送船団方式」を背景にして成立していた最初の特徴、すなわち「間接金融の優位」はどのようになっているであろうか。現在進行中の「金融革新」との関連で、この点に注目して検討を進めることにする。

貯蓄が投資へ変遷する過程での伝播者（トレーダー）としての金融仲介機関としては、民間金融機関、公的金融機関、証券市場および海外市場が存在する。実体部門からの資金の流入としての「貯蓄」は、これらの金融仲介機関を通じて、実体部門の資金需要としての「投資」（厳密には自発的支出であり、その内容は民間投資、政府支出および純輸出である）へ移動している。その移動の過程で、どのようなルートをとるかが投資の性質を規制するので、実体部門にとって重要な問題となってくる。

通常、この問題は、「直接金融」と「間接金融」の区分として議論されており、直接金融と間接金融については、3つの視点からの議論が展開されている。最初は、「法人企業による資金調達」の次元での議論である。法人企業による資金調達の手段としては、自己資金を除けば、金融機関からの借入金か有価証券（事業債と株式）の新規発行の二つが考えられ、この内で後者が「直接金融」であるとするものである。事実、「高度成長期」には有価証券による資金調達の比率が下落しており、50年代半ばまで持続していたが、50年代後半からその比率が上昇傾向に転じている。（その上昇を示した中で、「外貨債」のシェアが増加していることには注目しなければならない。）これより、高度成長期には間接金融が優位であったが、安定成長期に入ってから直接金融比率が高まってきたという主張がみられる。

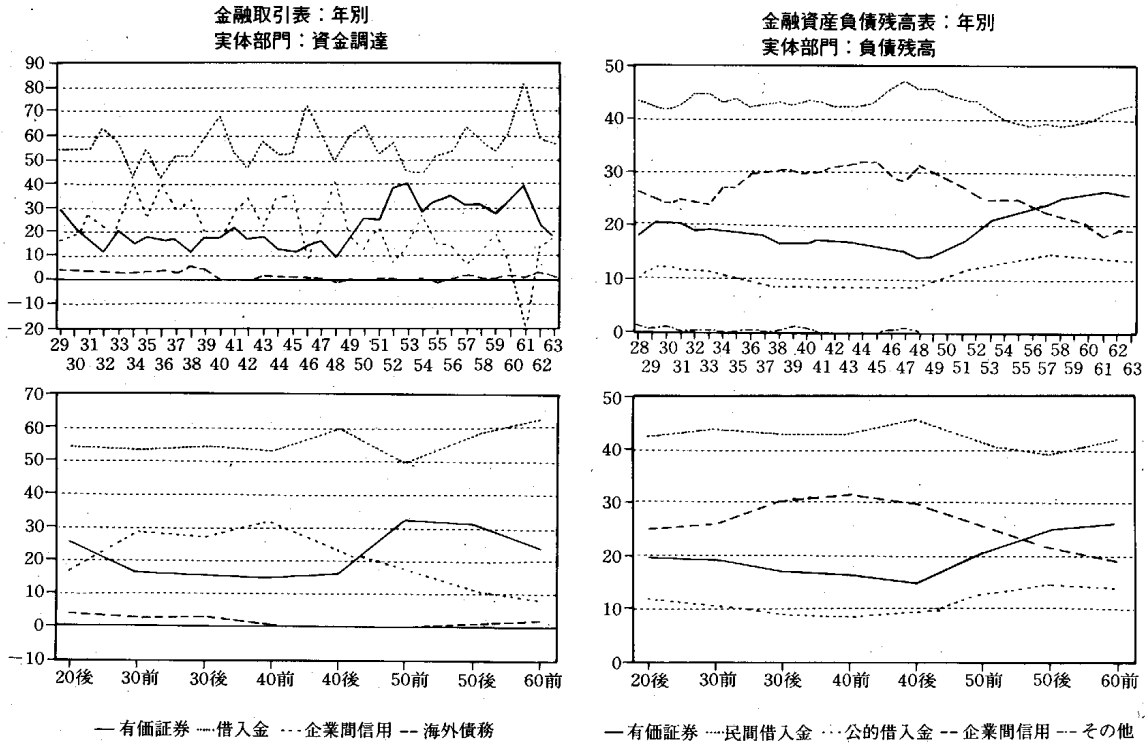




— 有価証券 — 民間借入金 — 公的借入金 — 企業間信用 — その他対外負債 — 債務 — 株式 — 外貨債 — 民間借入金 — 公的借入金 — 企業間信用

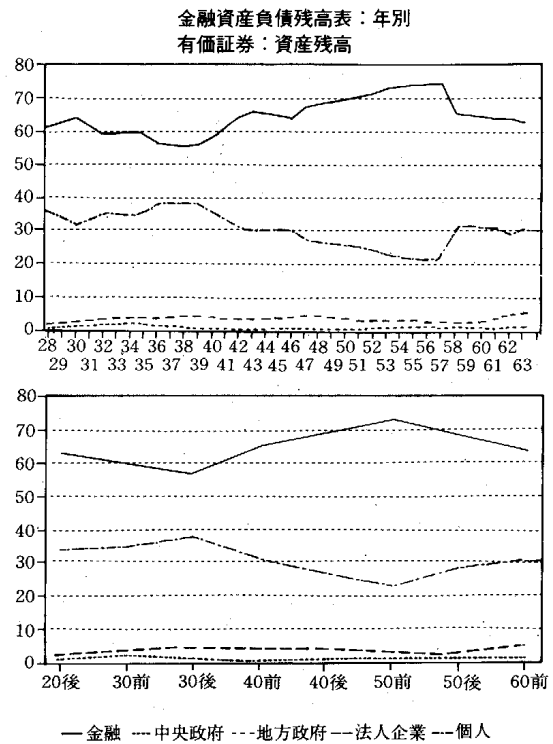
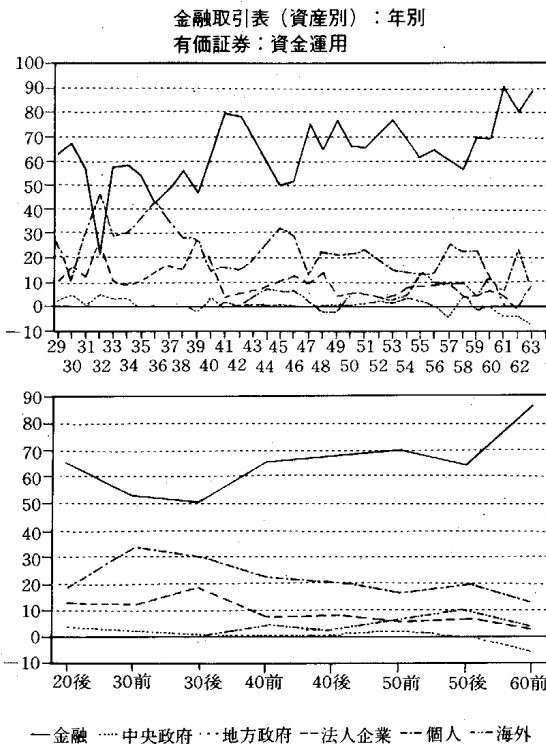
しかし、この解釈には問題がある。後述のように、そのようにして増加傾向を示してきた有価証券は、直接的に実体部門へ移転しているのではなく、大半は金融機関へ移転している。そのため、国民経済全体からみれば、有価証券による資金調達は必ずしも「直接金融」であるとはいわれない。

次の議論は、「実体部門全体としての資金調達」の次元での議論である。実体部門による資金調達の主要な手段としては、①金融機関からの借入金、②有価証券の発行、③企業間信用、および④海外からの資金流入の4つが考えられる。③企業間信用については、それを直接金融に含めるか否かについて論争が展開されているが、後述のように、含めるべきであろう。ここで問題とするのは、②有価証券の発行の資金調達全体での構成比がどのようになってきたかである。確かに、その構成比は高度成長期に低下しており、50年代になってから上昇してきている。この事実から、高度成長期には間接金融の優位性が成立していたが、50年代になってからは、間接金融比率が弱まり、直接金融比率が高まってきたという主張が出てきている。



しかし、この議論には重要な問題が隠されている。有価証券による資金調達比率は上昇してきたかもしれないが、その有価証券はどこへ流れて行っているのだろうか。事実としては、フローの次元で考察すれば、30年代前半までは個人部門のシェアが増加し60%の水準を達成したこともあったが、それ以後は下落し20%ラインになっている。これに対し、金融部門のシェアは30年代後半に平均50%であったのが、それ以後傾向的に上昇し、50年代前半に70%ラインを推移し、50年代後半に一時的に下落傾向を示したが、60年代にはいる前後から急上昇し、90%の水準にまで到達している。すなわち、有価証券は大半が金融機関へ流入しており、実体部門へ流入しているのは僅かである。同様の事実をストックの次元で考察すれば、上述の傾向はもっと明瞭になる。但し、58年以降の動向については、後述のように、有価証券（特に、株式）の評価をめぐる問題が存在する。

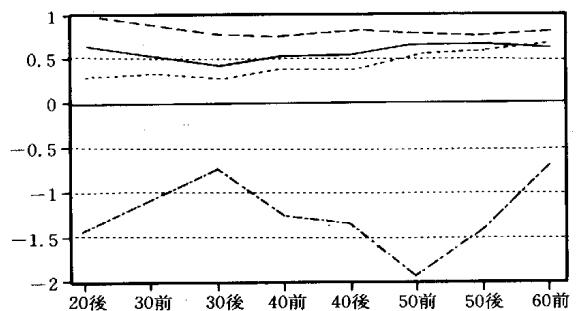
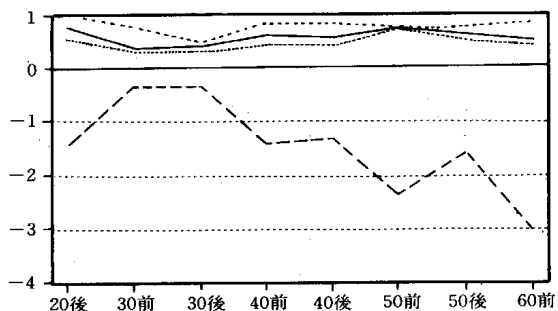
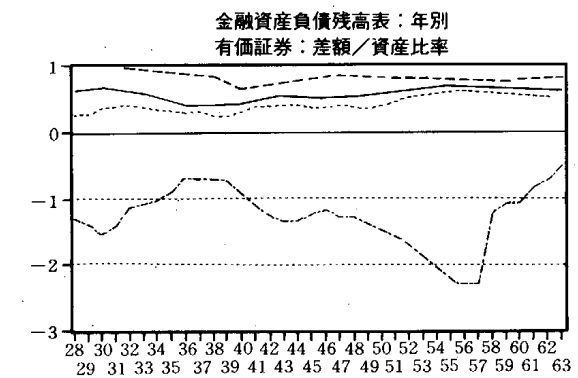
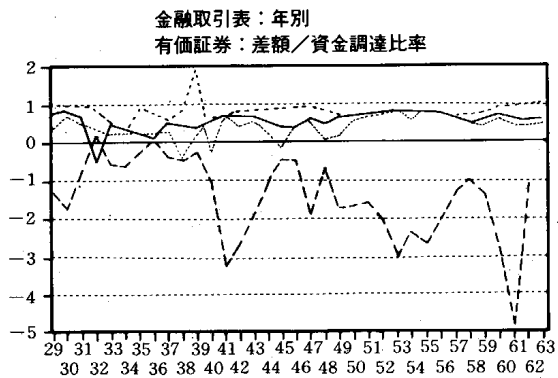
しかし、金融機関はその有価証券購入のための資金を実体部門から獲得しているのである。したがって、実体部門の有価証券による資金調達の大半は



金融機関を経由した「間接金融」となる。「有価証券」による実体部門の資金調達がシェアを増大してきたことだけに注目し、「直接金融比率」が上昇してきたと判断する議論もあるが、この様な錯覚をもたらしたのは、実体部門の資金調達面だけに注目したためである。

そこで、最後の視点からの議論が出てくる。すなわち、「実体部門全体の資金調達・運用の両面」の次元での課題である。直接金融と間接金融を区別する基準としては、実体部門が調達する資金が実体部門から直接的に実体部門へ流入しているか否かを採用すべきであろう。そこで問題になるのは「有価証券」についての処理である。上述のように、有価証券の中で金融部門が保有する比率は上昇している。これは逆に法人企業の保有分の比率が減少してきていることである。もちろん、金融部門も金融債と投資信託受益証券の発行をしているが、有価証券発行の中で占める金融部門の比率は徐々に減少してきている。しかし、有価証券に関して、実体部門が発行額の中で自己所

有する比率は徐々に減少してきており、その反面で金融産門へ依存する比率は徐々に増大してきている。すなわち、実体部門の資金過不足／資金運用比率は昭和40年代になってから他の部門への依存率を高めてきており、昭和53年には3倍にまで上昇してきた。しかし、それ以降は外部への依存率が増加傾向を示している（但し、昭和61年だけは異常値を示している）。実体部門の差額／資産残高比率は、昭和38年まで外部への依存率を縮小してきたが、それ以降は依存率を高めてきている。その結果、昭和57年には2.3倍にまで高まった。しかし、昭和58年以降は依存率を縮小してきている。そのようになった大きな理由としては、実体部門の金融資産、特に株式を時期評価するようになったからである。これに対して、金融部門は、資金過不足／資金運用比率を昭和36年まで幾分低下してきたが、それ以降は上昇傾向を示し昭和50年代前半には0.7倍になっており、それ以降は幾分減少気味である。金融部門の差額／資産残高比率についても同様な動きを示している。



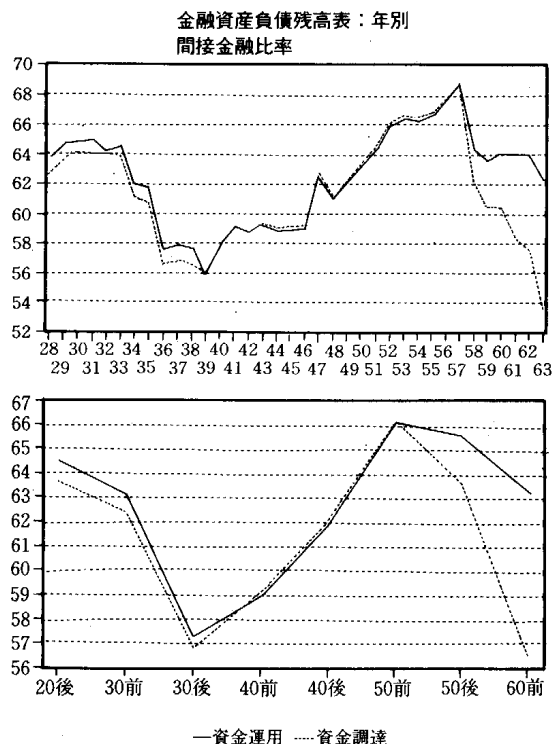
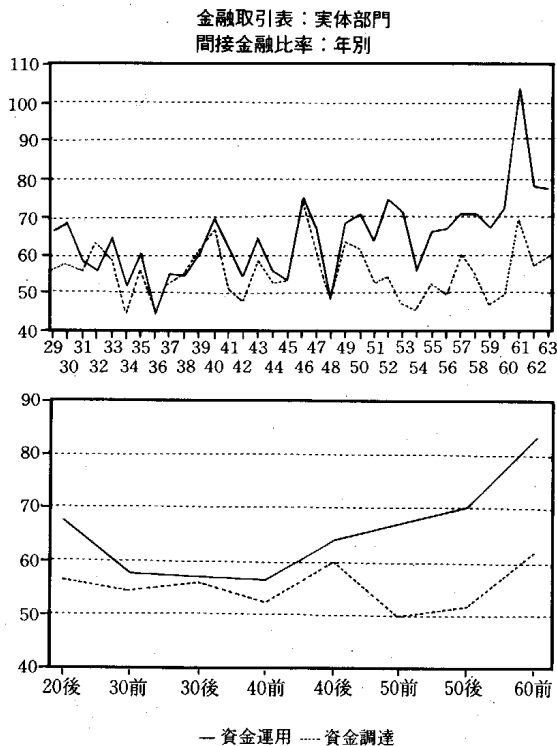
—金融 —民間金融機関—公的金融機関—実体部門—個人 —海外

—金融 —民間金融機関—公的金融機関—実体部門

ここで、実体部門全体について考察すれば、実体部門の資金運用（資産残高）は、金融部門に対しては、現預金（現金通貨・要求払預金・定期性預金・譲渡性預金・政府当座預金）、信託、保険および資金運用部預託金であり、実体部門に対しては、企業間信用、海外部門に対しては、貿易信用、直接投資およびその他の対外債権である。これに対し、実体部門の資金調達（負債残高）は、金融部門に対しては、借入金（民間金融機関および公的金融機関）であり、実体部門に対しては、企業間信用であり、海外部門に対しては、貿易信用、直接投資およびその他の対外債務である。もちろん、前述のように、有価証券が両者に含まれている。実体部門の資金調達・運用（負債残高・資産残高）の中で海外部門の占める比率は少ないので、実体部門と金融部門との関連で資金がどのように流れているかを検討しよう。その場合、資金調達（負債残高）と資金運用（資産残高）の二つの側面で考察する。金融部門に依存する比率を「間接金融比率」とすれば、「資金調達」については、5年平均値で見れば、50～60%の水準を推移してきているが、50年代以降上昇傾向を示してきている。年別にすれば、その幅をはみ出たものもある。しかし、「負債残高」については、35年代後半以降、56%ラインを底にして、間接金融比率は上昇傾向を示し、57年には68%ラインを越している。しかし、それ以降は急激に減少し、63年には54%ラインに達している。したがって、間接金融比率がフローの次元ではかなり安定しているが、ストックの次元では上昇傾向にあったのが、58年以降急激な下落傾向を示している。「資金運用」については、40年代まで「資金調達」と同様の動きを示してきたが、50年代になってからは「資金調達」と10～20%の乖離を示し上昇傾向を示してきている。「資金残高」については、57年まで「負債残高」とほぼ同じ動きを示し上昇傾向であったが、それ以降「負債残高」ほどではないが、下落傾向を示している。要約すれば、ストックの58年以降の変化については特別な問題として後述するが、それまでの動向としては、有価証券に関して、実体部門で、直接金融比率が減少し、間接金融比率が上昇傾向にある。以上より、わが国では間接金融比率がますます上昇してきていると結論できる。すなわ

ち、わが国では「間接金融の優位」が持続しているといわれる。

実証的な研究としては、流れる資金の中に「企業間信用」と「現金」を含めるか否かについて議論があるが、基本的には全てを含めるべきであると考えられる。「企業間信用」を含めない場合には、直接金融比率が上昇してきているが、「現金」を含めない場合と含めた場合にはどちらの場合であっても、直接金融比率が下落傾向を示している。以上がこれまでの議論のたまかな結論である。しかし、これまでの議論は昭和57年までの議論である。昭和50年代以降の大幅赤字の発行とそれ以後での累積という金融上の大きな変革が生じて、傾向の基調には大きな変化が認められなかった。しかし、昭和58年以降は急激な変化が発生している。そのような変化が発生してきた大きな原因としては、日本銀行が発表する『資金循環勘定表』に大きな変化が加えられたからである。『資金循環勘定表』に変化をもたらしたのは、「株式」の市場価値の異常なまでの上昇と実体部門で「株式」を市場価値評価するようになったからである。

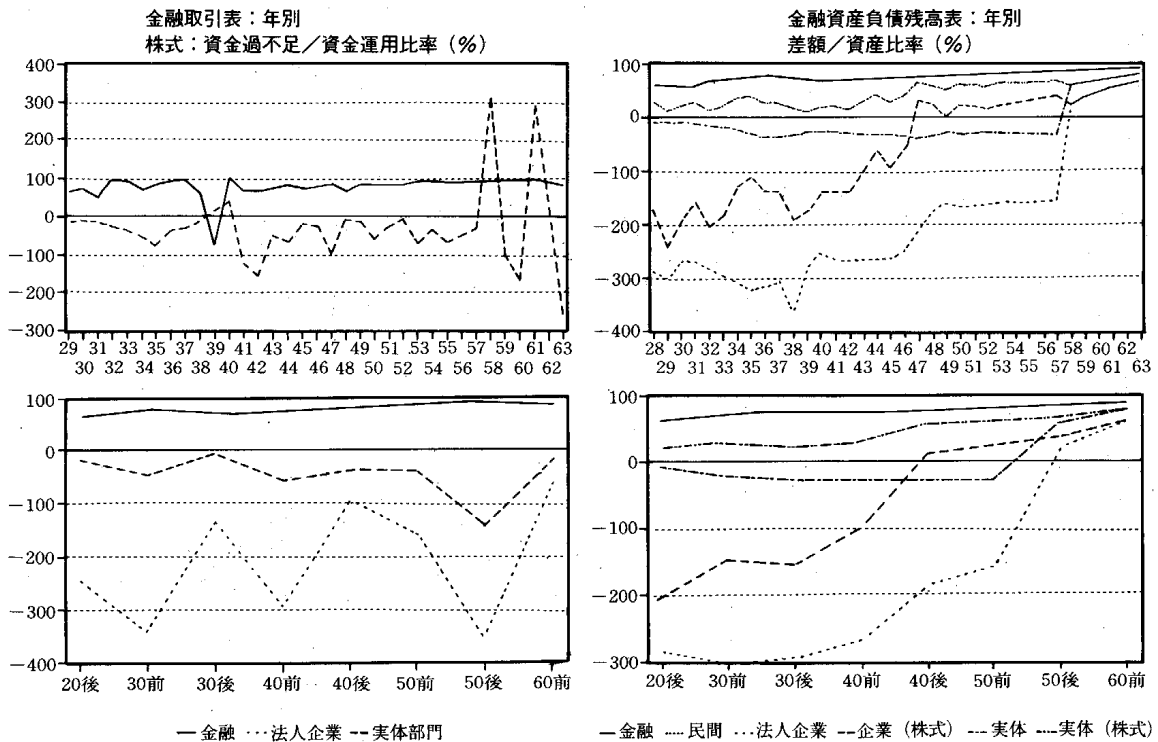


#### 4. 「資金循環勘定表」の変更

##### ——平成元年の変更——

『資金循環勘定表』には、これまでいろいろな形で変更が加えられてきている。例えば「譲渡性預金」や「コマーシャル・ペーパー」のように、「新規金融商品の出現」に対応するものがあつた。しかし、平成元年に加えられた変更は、これまでの変更とは質を異にしており、「株式の評価」についてのものであつた。すなわち、法人企業と個人が保有している「株式」資産については、その評価基準として、「簿価」でなく、「市場価額」を採用したことである。(もちろん、これまでも株式の「市場価額」は欄外に表示されており、表中では「簿価」で示されていた。)しかし、負債としての株式の評価は「簿価」のままである。金融部門では、資産と負債の両者を「簿価」表示している。その結果として、株式の市場価格の異常なまでの上昇により、株式の資産額と負債額の間大きなギャップを発生させた。「金融取引表」では昭和57年まで、株式が「市場価額」で表示されていないので、「金融資産負債残高表」で考察する。そのギャップを差額(=資産残高-負債残高)の資産残高に対する比率で表示する。株式を「簿価」で評価した場合と「市場価額」で評価した場合に区別すれば、「簿価表示」の場合、法人企業はマイナスの差額で3倍強から減少傾向を示し、昭和57年には1.5倍の水準となった。実体部門は微少ながら減少傾向を示してきた。それに対し、「市場価額表示」の場合、法人企業は2倍強から減少傾向を示し、昭和46年にはゼロ水準にまで上昇した。実体部門はプラスの差額で始まり、微少ながら増加傾向を示している。ここで注目すべきことは、株式の評価方法の変更により、最初に、法人企業が昭和47年以降株式に関して「債務主体」から「債権主体」に変化したことである。これは法人企業保有株式の価額上昇が「バブル現象」をもたらしている。今一つは、実体部門全体として、株式に関して、「債務主体」から「債権主体」へ完全に転換していることである。参考までに、「金融取引表」によれば、資金過不足/資金運用比率はマイナスであつ

て、実体部門は「債務主体」のままである。

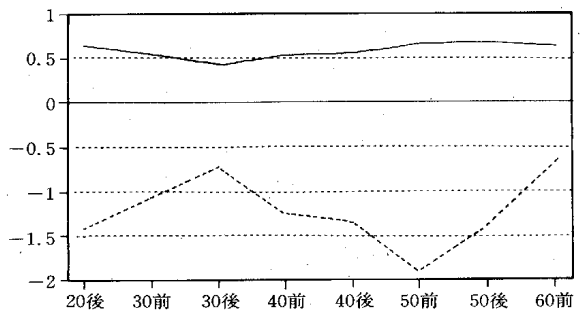
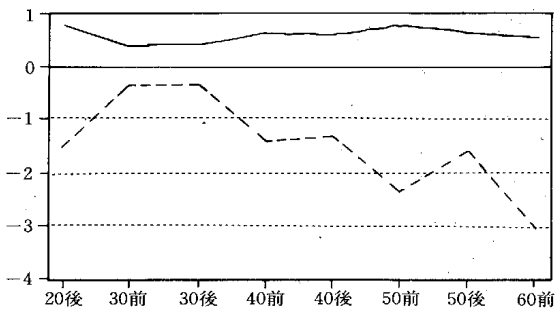
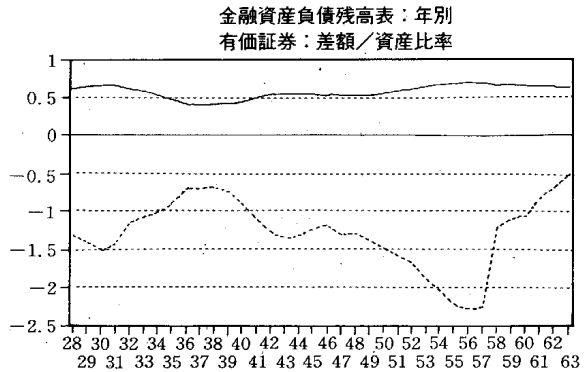
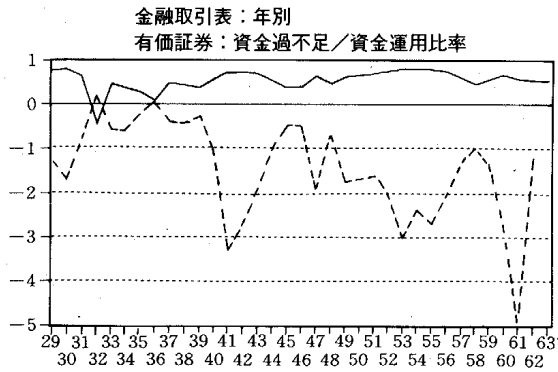


同様の比率を「有価証券」について計測すれば、フロー・ストックのどちらでも高度経済成長期になってから比率は減少傾向を示しているが、ストックは有価証券の評価方法を変更した昭和58年以降上昇傾向へと変更している。すなわち、有価証券について、フローの次元では、金融部門への依存率が増加傾向にあるが、ストックの次元では、金融部門への依存率が昭和57年まで増加してきたが、それ以降は減少傾向をたどっている。

そこで、二種類の表示による結果を見れば、「市場価額」評価を一貫する場合、資産側が増大するのに対し、負債側は変化していない。そのため、「有価証券」・「株式」および「総額」に関して、資産総額が負債総額よりも大きくなり、それぞれの市場が不均衡な状態になる（この不均衡について

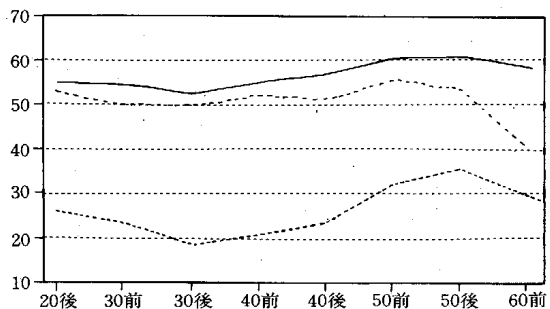
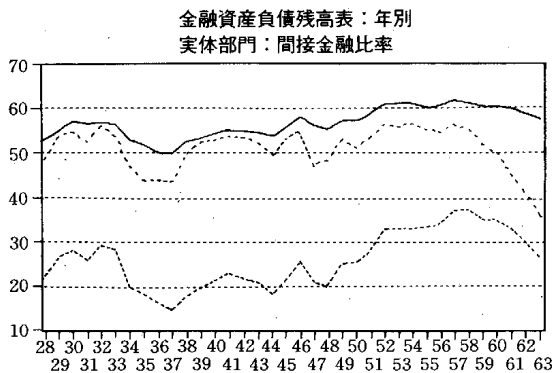


の問題点は別の機会に検討しなければならないので、今回は問題点の指摘にとどめる)。ここで、負債残高について、これまでのようにして「間接金融比率」を求めれば、次のようになる。



—金融 --実体部門

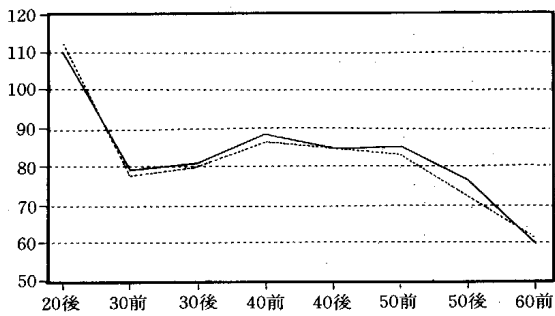
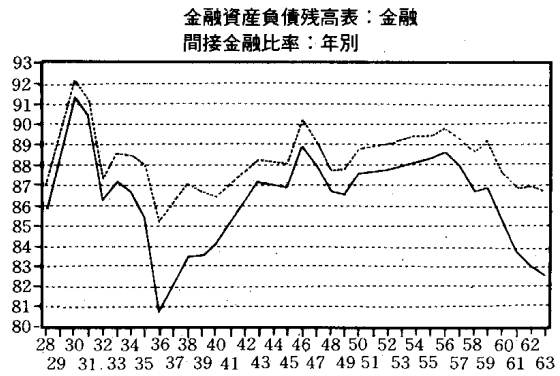
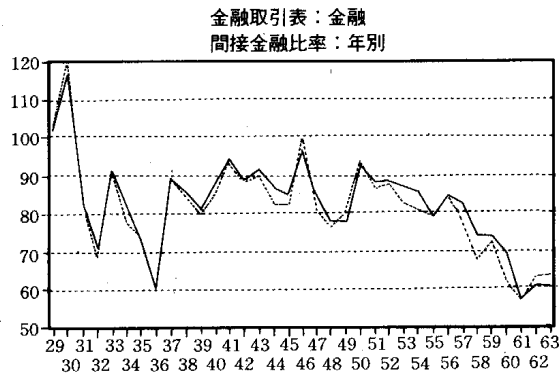
—金融 ---実体部門



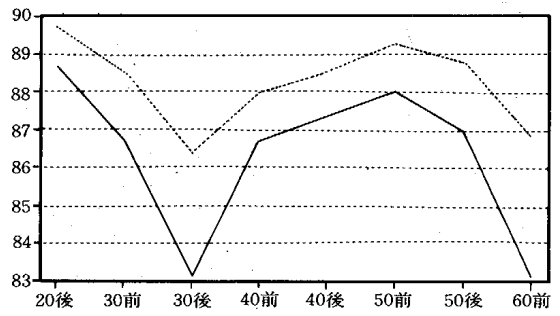
—資産残高 ----負債残高---負債残高(株式)

この図から判断すれば、負債残高で、間接金融比率が全般的に大幅に下落しているとともに、昭和30年後半以後の高度成長期には、間接金融比率が上昇してきているが、昭和58年を境にして、間接金融比率は下落傾向を示し、直接金融比率が上昇傾向を示している。これは、株式の市場価額の上昇により、直接金融を構成する資産が増加したためであろう。特に、上述のように、実体部門での資産としての株式は市場価額表示されているのに、金融部門での資産としての株式は簿価表示されたままだからである。(この点、日本銀行が今後「資金循環勘定」をどのように展開するか、また昭和57年以前についてどのような変更を加えるか非常に興味がある。)

ここで、参考までに、金融部門の側からの考察を追加しておこう。金融部門内部での債権債務関係を相殺すれば、残余は、国内実体部門と海外部門への債権債務になる。海外部門への債権債務は少額であるため、残余はほとんどが実体部門への債権債務であると考えられる。そこで、残余である債権・債務を債権・債務のそれぞれの総額で除したら、その比率(間接金融比率)は金融部門の実体部門との関連性を示す。すなわち、その比率が大きい場合には、金融部門での資金運用の中で実体部門への資金運用が大きいことを示し、逆の場合には逆になる。そこで、わが国の金融部門の間接金融比率の推移を見れば、フローの次元で、高度経済成長期に微少な増加傾向を示しているが、安定成長期になつてからは減少傾向を示している。ストックの次元でも同じような動きを示している。このことから、高度成長期には、金融部門としては内部での資金運用よりも実体部門への資金運用が大きくなり、安定成長期になつてからは、金融部門としては内部での資金運用が実体部門への資金運用よりも大きくなってきたことを示している。(金融部門内部での資金運用については別の機会に検討する。ここでは、民間金融機関と公的金融機関での資金の動きに注目しなければならない。)



— 資金調達 — 資金運用



— 資産残高 — 負債残高

## 5. 結び——要約

実体経済を中心とする「所得循環」で示される国民経済の「再生産の論理」に対し、貨幣経済がどのような関連性を持っているか、換言すれば、貨幣経済の理論的な位置付けはどこにあるのか、という基本的な課題に対し、それは循環過程からの「漏出」である「貯蓄」と「流入」である「投資」とを結び付けるものとして貨幣経済の位置付けをした。

その上で、「貯蓄・投資の物価・所得決定理論」について簡単な展望をした。その展望では、「貯蓄・投資の物価・所得決定理論」に二つの形態があり、一つは「利子率経路の理論」であり、今一つは「資産経路の理論」である。

しかし、どちらの形態であれ、そこでの理論が前提としていると考えられ

る「金融システム」は単純なものであり、「金融革新」が進行している現在のように複雑な金融システムの下では、現実を説明するのに到底不十分であろうと考える。そこで、現実の金融システムを組み込んだ説明を必要とする。そのために、「直接金融」と「間接金融」という視点に注目して、日本経済を分析するための足がかりを提示した。そこでの結論として、フローの側面に関しては、依然として「間接金融方式」が優位のままであるが、ストックの側面に関しては、有価証券、特に株式価格の異常なまでの高騰による資産価値の増大が「バブル現象」を発生させ「証券化」が急速に進行してきていることと、『金融資産負債残高表』で、昭和58年以降、有価証券の評価方法が変更され、実体部門の資産としての有価証券だけが「市場価額評価」となり、実体部門の負債としての有価証券および金融部門の有価証券は「簿価評価」のままであることのため、間接金融比率が大幅に下落してきている。ここで、実体部門の資産としての有価証券を「簿価評価」したままであるならば、さきに発表したように、間接金融比率は上昇傾向を維持したままである（但し、「簿価評価」による計測は昭和60年までしか判明していない）。

「金融革新」の進行は、「金融システム」をますます輻輳させ、「貯蓄の投資化過程」をますます複雑なものにするので、金融仲介機構の分析の必要性をますます高めてきている。財・サービスの流れが経済の基本的な動向を規定するとしても、その流れに対し資金の流れが重大な影響を及ぼすのであるから、「資金の流れ」についての分析、すなわち「金融システム論」の重要性が要求されてきている。