

直接金融と間接金融

——『資金循環勘定応用表』を中心にして——

貞 木 展 生

「直接金融と間接金融」については、『資金循環勘定表』を直接用いて先に発表し¹⁾、間接金融比率が増大傾向にあることを指摘した。「間接金融比率」の計測については、これまで若干の報告がなされているが、それぞれが独自の方法により展開している²⁾。その中でも日本銀行による計測には注目すべきことが展開されていると思われる。特に、最近、日本銀行は『資金循環勘定応用表』にこれまでなかった「第7-2表」を追加して発表した。本稿は、それを中心にして、そこでの問題点と思われることを提示し、今一度「直接金融と間接金融」についての計測結果を発表しようとする。

1. 実体経済と金融経済——「貯蓄の投資化過程の理論」

「実体経済の変動は有効需要の変動によりもたらされる」ということは、

-
- 1) 拙稿「直接金融と間接金融——実体部門と金融部門の関連性」、『山口大学経済学雑誌』34巻1・2号、昭和60年6月。
 - 2) 関連したものとしては、日向野 幹也『金融機関の審査能力』東京大学出版会、昭和61年、蠟山昌一『日本の金融システム』東洋経済新報社、昭和57年、蠟山昌一『金融自由化』東京大学出版会、昭和62年、二木雄策「直接・間接金融比率について」、『神戸大学経済学部研究年報』、第33号、昭和62年、那須正彦『現代日本の金融構造——資金循環分析による実証と国際比較』東洋経済新報社、昭和62年がある。

経済変動を考察する場合の第一原則である。例えば、わが国の戦後の所謂「高度経済成長」が達成されたのは旺盛な民間設備投資の成長によるものであるといわれていることから、有効需要の主要な構成要素である民間設備投資が大幅な伸び率を示したからである。また、ケインズ派経済政策のように、財政支出の発動により経済運営を達成しようとするのも、有効需要の一要素である政府支出を変動させることにより実体経済をコントロールしようとするからである。このように有効需要の変動が実体経済の変動をもたらすと考えられる。

有効需要は、個人消費支出、投資支出、公共支出、および輸出の四つで構成されており、これらの支出を決定するのはそれぞれの経済主体、すなわち個人、企業、政府、および海外である。これら実体経済部門での経済主体の意志決定がそれぞれの支出を決定しているのであるが、その場合、それぞれの経済主体の経済行動は、支出をするために必要な資金の調達についても配慮をしなければならない。すなわち、それぞれの経済主体は、実体部門での経済活動をするときに、必ずそのための資金調達と資金運用についても配慮しなければならない。換言すれば、必要な資金運用と資金調達についての配慮を欠いては、経済主体が経済行動を円滑に展開することができない。例えば、先の高度経済成長期の場合、企業は設備投資のための資金をどのように調達したのであろうか。通常の説明によれば、企業の資金調達は、民間金融機関、特に都市銀行からの借入金によるものであった³⁾。従って、逆説的にいえば、民間金融機関からの大量の貸出金が存在したからこそ、企業の設備投資が可能になり、それによって高度経済成長が達成されえたのであろう。それでは、民間金融機関はなぜそれだけの大量の貸出が可能になったのであろうか。ここで問題は民間金融機関の資金調達の経路が問われてくる。これについては、人為的低金利政策のためのオーバーローンと個人の高い貯蓄率

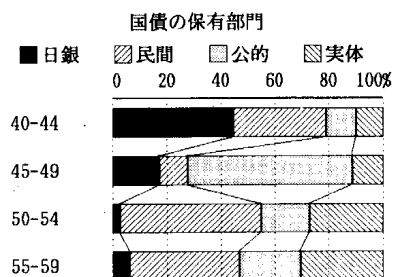
3) 第1図「法人企業の資金調達」によれば、法人企業の資金調達のなかで民間金融機関からの借入金の比率は、平均して、30年代に64%、40年代に78%であった。それが50年代前半には42.9%、50年代後半には56%であった。

が指摘されている。すなわち、個人部門での高い貯蓄率が、個人部門の資金運用の結果として、大量の預貯金を生み出したことから、民間金融機関からの貸出を可能にさせたのである。また、別の実例として財政主導型の経済運営の場合には、大量の財政支出をファイナンスするために、大量の赤字国債の発行を前提としている⁴⁾。その場合の大量の赤字国債はどのようにして消化されたのであろうか。わが国の安定成長期の赤字国債は、主として、民間金融機関による引き受けと保有により消化されたのである⁵⁾。その場合、民間金融機関が大量の赤字国債を保有しえたのも、個人部門からの大量の預貯金が存在したからである。

このように、いずれの場合であっても、基本的には、個人部門での大量の預貯金が存在したことが、大量の設備投資（高度経済成長の場合）および大量の赤字国債（安定経済成長の場合）による政府支出を可能にしたのであり、それが結果的に高度経済成長または安定経済成長をもたらしたのである。これより、実体経済部門での変動は、実体部門による資金の調達・運用のメカニズムから分離されて発生しえないことを意味しているであろう。すなわち、金融経済部門の変動は実体経済部門の変動に重大な関連を持っているのである。従来のマクロ経済学では、この関連について、単に、貯蓄と投資の関係としてだけ言及してあるにすぎない。経済全体として、投資が貯蓄より大きくなれば、経済の規模は（名目的に）大きくなり、逆に、投資が貯蓄より小

4) 第2図「公共部門の資金調達」によれば、公共部門の資金調達のなかで国債の占める構成比は、50年代前半には42.9%、50年代後半には56%であった。

5) 「国債」を資産として保有している構成は、次のようになっている。



日本銀行『金融取引表』

さくなれば、経済の規模は（名目的に）小さくなる。その場合、経済の規模の変動が、実質的な変動であるか物価の変動であるかについて、「貯蓄・投資の所得決定理論」⁶⁾または「貯蓄・投資の物価決定理論」⁷⁾となったのである。

これらの「貯蓄・投資の経済変動理論」では、貯蓄がどのようにして形成されるか、また投資がどのようにして形成されるかについては、「貯蓄関数論」（または裏返しとしての「消費関数論」）および「投資関数論」として盛んに議論されてきている。しかし、それらの議論では、貯蓄と投資との関連についての議論が少なく、両者は全く独立に別々のこととして議論され勝ちである。それぞれについての「関数論」の重要性は否定されえないが、それと共に、両者の関連についての議論も重要である。むしろ貯蓄と投資は、それぞれ独立して存立するものとしてでなく、両者の関連性を追及することが大切であろう。上述のように、特に、投資行動を展開するためには、その投資をどのようにしてファイナンスするかという金融上の問題を無視することはできないであろう。約言すれば、「貯蓄の投資化過程の理論」としての資金の変態過程の分析を展開しなければ、「貯蓄・投資の経済変動理論」が完結したものとはなりえないであろう。

本稿は、実体経済部門での所得循環過程からの「漏出」である貯蓄が「注入」である投資へどのようにして姿態変換をして関連しているかを説明する「直接金融」と「間接金融」について、「貯蓄の投資化過程の理論」の第一段階として、これまでの議論を整理する。具体的なデータとしては、主とし

6) 典型的なものとしては通常の「IS-LM分析」が考えられている。通常の「IS-LM分析」の枠のなかで物価水準の決定を説明するためには、それから導出される総需要関数に対し、総供給関数をどのように設定するかが問題になる。これについては、拙稿「マクロ経済モデルの諸類型」、『山口経済雑誌』26巻1・2号、昭和51年、および拙稿「マクロ経済モデルの諸類型（続）——パティンキン体系の吟味とその拡張」、『山口経済雑誌』26巻5・6号、昭和52年を見られたし。

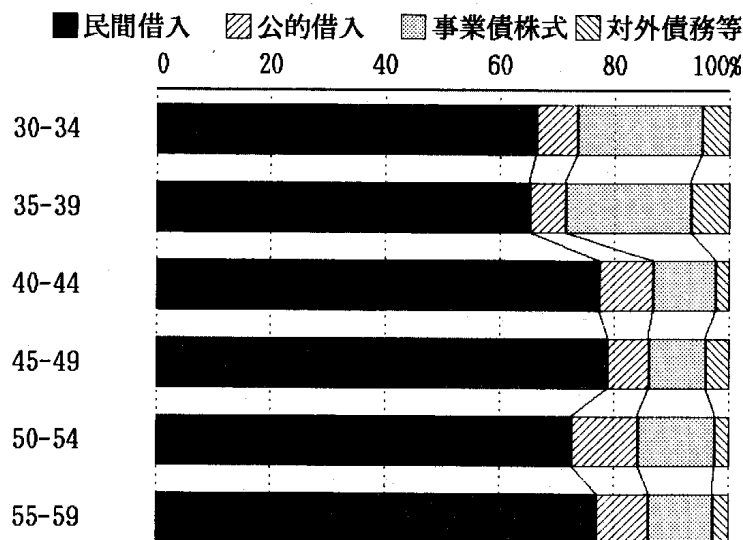
7) 代表的なものとしては、ヴィクセルに始まり、ケインズ『貨幣論』までの貨幣的経済理論である。

て、日本銀行『資金循環勘定応用表』を採用する。

2. 資金フローの形態別分析：資金調達

議論の出発点として、法人企業による資金調達を取り上げよう。法人企業による資金調達は、(民間金融機関と公的金融機関からの)借入金と有価証券(事業債、株式および外債)によりなされ、これに對外債務が加えられている。昭和30年以降、5年平均値で、これらの構成費の変化を示せば、第1図のようになる。これよりすれば、わが国の法人企業による資金調達は、主として「借入金」であることが判明する。30年代には、有価証券に20%強依存していたが、40年代以降は10%台になっている。ここで注目すべきことは、50年代後半になって外債への依存が大きくなっていることである。いずれにしても、85%が借入金であるため、法人企業の資金調達の動向を決定するのは借入金、その中でも民間金融機関からの借入金である。また、有価証券による資金調達にしても、それが実体部門から直接的に調達されたものでなく、後述するように、大半は金融機関によるものである。そうすれば、法人企業

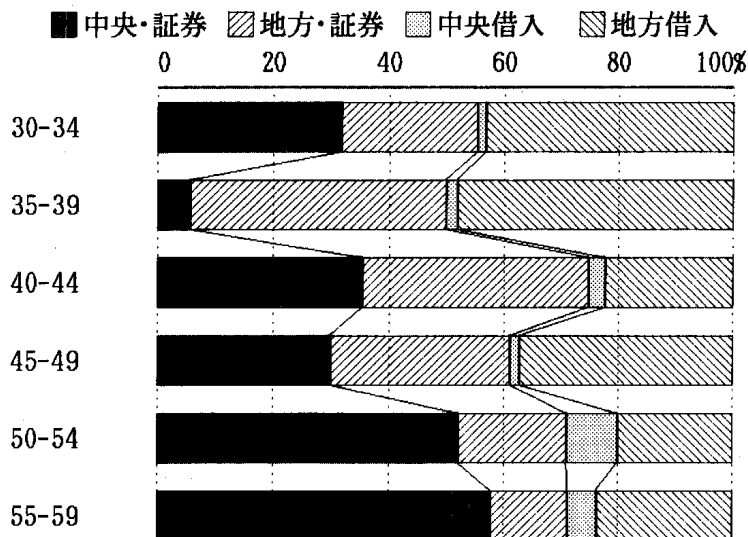
第1図 法人企業の資金調達



の資金調達で金融機関が占める比率はずっと大きくなり、実体部門から直接的に調達する比率はずっと小さくなる。

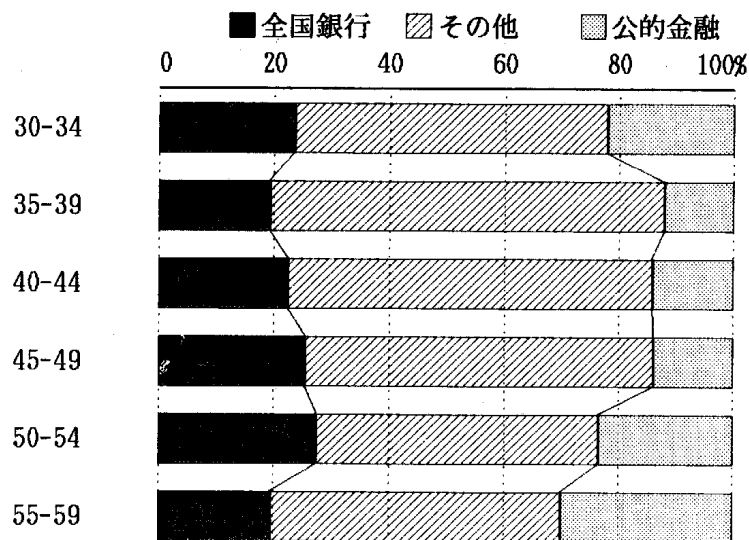
次に、公共部門による資金調達について考えてみよう。公共部門による資金調達は借入金と有価証券発行である。公共部門は中央政府と公社公団・地方公共団体（以下では略して「地方政府」とよぶ）により構成されているが、それぞれの資金調達の構成の変化は第2図のようになっている。これより判明するように、50年代になってからは、借入金の構成比が30%台になり、有価証券の構成比が70%台へと急上昇している。これからすれば、公共部門が金融機関と直接的に関連することは少ないように思えるであろう。しかし、公共部門が金融機関と関連するのは「借入金」を通じてだけではない。資金調達の70%台を占める有価証券はどのようにして消化されたのであろうか。その有価証券が実体部門へ直接的に販売されて消化されたのであるならば、金融機関との関連は少ないと言われうる。しかし、後述するように、有価証券の大半は、実体部門へ直接販売されるのではなく、直接的には金融機関へ販売されており、しかも実体部門へ再販売されるのではなく、金融機関へ留まっているのである。そのため、公共部門も、資金の調達を金融機関に依存している比率が大きくなる。

第2図 公共部門の資金調達

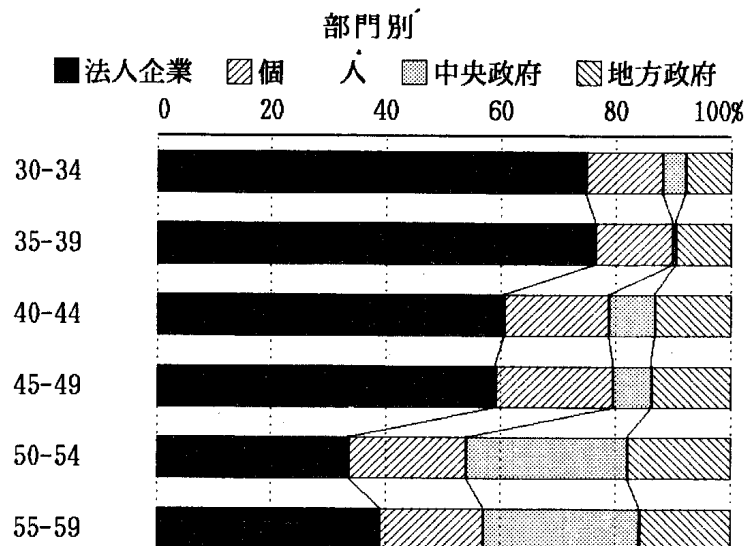


最後に、残った実体部門である個人部門について資金調達はどうになっているのであろうか。個人部門の資金調達は、全額、借入金によるものである。その借入金の構成を示せば、第3図のようになる。これより、公的金融機関からの借入金の構成比が増大してきており、全国銀行およびその他金融機関からの借入金の構成比が減少してきていることが判明する。個人部門の借入金が公共金融機関へ依存するようになってきたのは、「住宅ローン」

第3図 個人部門の資金調達



第4図 国内経済実体部門の資金調達

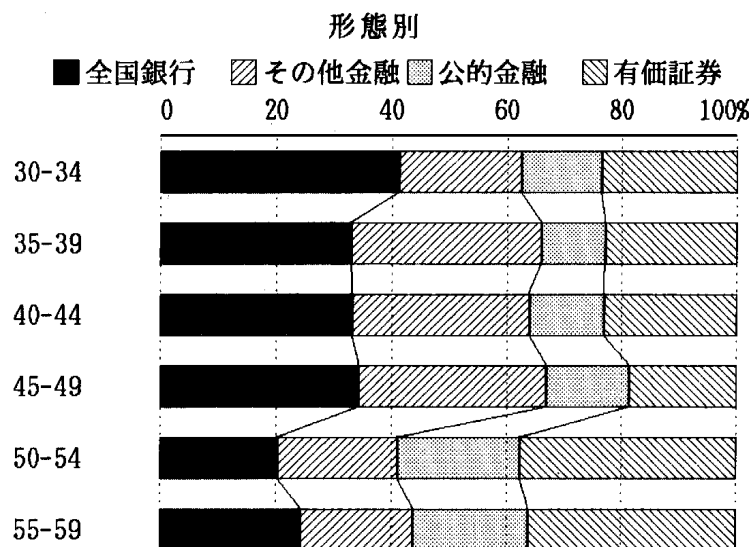


への需要のためであろう。

国内経済実体部門の資金調達を部門別に見てきたが、ここで国内経済実体部門を全体として見たらどのようなようになるであろうか。まず最初、部門別に考察してみよう。それは第4図に示されている通りである。これより判明する顕著な事実として、50年代になって、法人企業による資金調達の構成比が激減し、これに対して、中央政府による資金調達の構成比が急増している。このことを反映して、40年代までは法人企業が主要な資金不足部門であったが、50年代になってからは中央政府が主要な資金不足部門になっている⁸⁾。

それでは、資金調達が形態別にどのようなようになって来たのであろうか。国内経済実体部門による資金調達は、「借入金」と「有価証券」の発行によるのであるが、その構成は第5図のようになっている。これより判明することは、民間金融機関からの借入金の構成比が減少傾向を辿り、公的金融機関からの借入金の構成比が増加傾向を示しており、有価証券については50年代になって構成比を急増している。特に、有価証券の構成比の急増は、赤字国債の増発行を反映して、債券の増発行によるものである。これより、「借入金」に

第5図 国内経済実体部門の資金調達



8) 以下の第16図「部門別の資金過不足」を見られたし。

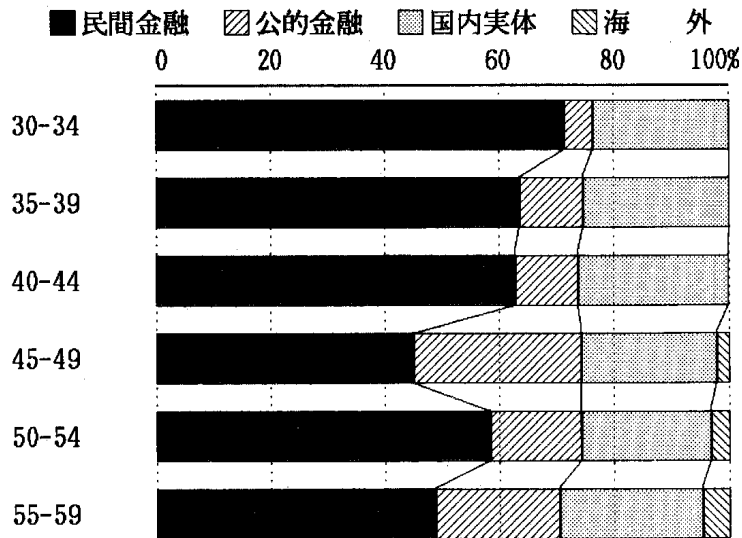
よる資金調達構成比は減少し、「有価証券」による資金調達の構成比は増大したことになる。この事実だけによって、金融機関を通じての資金調達の比率は減少したとは言えない。国内経済実体部門は有価証券の発行により資金調達をしているが、その有価証券は必ずしも国内経済実体部門により保有されているわけではない。その有価証券全額が国内経済実体部門により保有されているならば、金融機関を通じての資金調達の比率は減少している。すなわち間接金融の比率は減少し、直接金融の比率が上昇していると主張できるであろう。そこで、資金調達が「直接金融」であるか「間接金融」であるかを確認するためには、資金調達のために発行される有価証券が誰によって保有されているかを検討しなければならない。

有価証券の大半は「公社債」であるため、次には、公社債の部門別保有増減状況について検討してみよう。金融機関の積極的な存在を認めていない通常の IS-LM 分析では、有価証券が総て実体部門により保有されると想定されているため、上述のように、実体部門での資金調達で金融機関からの借入金については、その存在を認めないか、認めたとしてもそれを有価証券の一形態として認めるのであろう⁹⁾。従って、実体部門の資金調達は総て「直接金融」によるものであると考えられている。公社債の部門別保有増減状況は第6図に示されている。

この図から判断すれば、金融機関による保有比率は、若干減少しているように見えるが、それでも全体の70%以上を保有している。これに対し、国内経済実体部門による保有率は25%当りで推移している。特徴的なことは、海外部門による保有比率が上昇傾向にあることである。これは「金融の国際化」を反映したものであろう。

9) LM 曲線の形成についての通常の説明では、資産貨幣（不活動貨幣）残高への需要（狭義の流動性選好）が貨幣と債券（永久年金証券）との代替関係にあるものとされている。その場合に代替関係であると判断するのは実体経済部門であって、金融部門の判断は少しも入っていない。従って、代替関係にあるとされる貨幣と債券は全額が実体経済部門により保有されると考えられねばならないであろう。

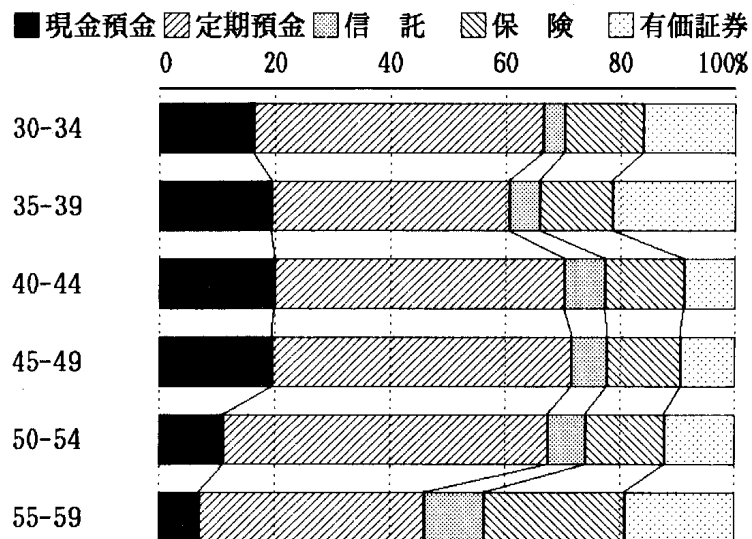
第6図 公社債の部門別保有増減状況



3. 資金フローの形態別分析：資金運用

「資金調達」の場合と同じように、国内経済実体部門による部門別の資金運用の実体についての説明から入ることにしよう。黒字主体である「個人部門」の資金運用は、第7図で示されているように、①現金預金、②定期性預金、③信託、④保険、⑤有価証券である。この中で、①現金預金には、現金

第7図 個人部門の資金運用

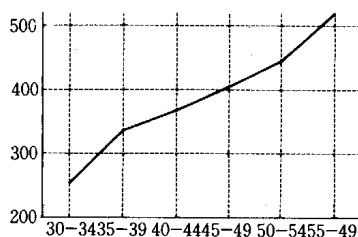


通貨と要求払預金が含まれており、②定期性預金には、民間金融機関定期性預金と郵便貯金が含まれており、⑤有価証券には、国債、地方債、公社公団公庫債、金融債、事業債、株式、投資信託受益証券が含まれている。これら細項目についての分析はさておいて、先の5項目について、それらの構成比の変動について考察しよう。その結果は第7図に示された通りである。すなわち、「現金預金」は減少傾向を示しており、「定期性預金」は横這いである。これは、金融資産の蓄積が進行したことに伴って¹⁰⁾、「金利選好」が強まってきたことを反映するものであろう。「譲渡性預金」は微小であるため無視されうる。「信託」、「保険」および「有価証券」は増加傾向を示している。これは「高齢化」と「金利選好」を反映したものとして理解されうる。この中で、「現金預金」と「有価証券」の一部（「金融債」、「投資信託受益証券」および「株式」の一部を除いたもの）は、金融機関へ流入して行かないものである。しかし、大半は金融機関へ流入していくものと考えられる。その中でも大口は、定期性預金である。（この定期性預金が、民間金融機関と郵便貯金へ二分されるが、その分割を巡っての争いが所謂「郵貯戦争」である。これについては、別の機会に論じる。）

次に、公共部門による資金運用について考察しよう。公共部門全体としては、慢性的な資金不足部門、すなわち赤字部門である。しかし、中央政府は40年代まで黒字部門であり、50年代になって赤字部門に変転した。地方政府は慢性的な赤字部門である。その公共部門による資金運用は、①現金・要求払預金、②定期性預金、③譲渡性預金、④信託、⑤有価証券、⑥政府当座預

10) 金融資産残高の対 GNP 比の推移を示せば、

金融資産高の対 GNP 比：％
日本銀行【金融資産負債残高表】計測

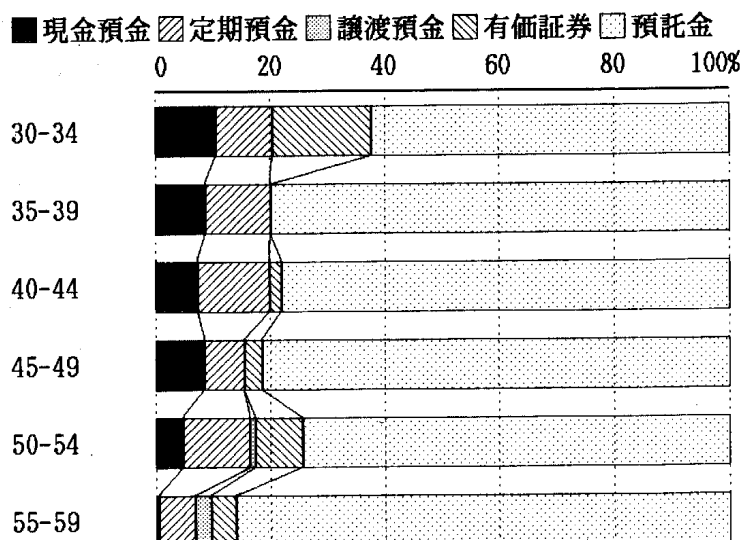


金，⑦資金運用部預託金である。この中で，④信託と⑥政府当座預金は極小であるため，これらを見捨てて構成比の変化を示せば，第8図になる。これから判明するように，公共部門の資金運用はその大半が「資金運用部預託金」である。資金運用部預託金は公的金融機関へ預託されるものであり，財政投融资の原資になるものである。従って，公共部門の資金運用は大半が金融機関へ向けられていることになる。有価証券の一部だけが国内経済実体部門へ流入する。

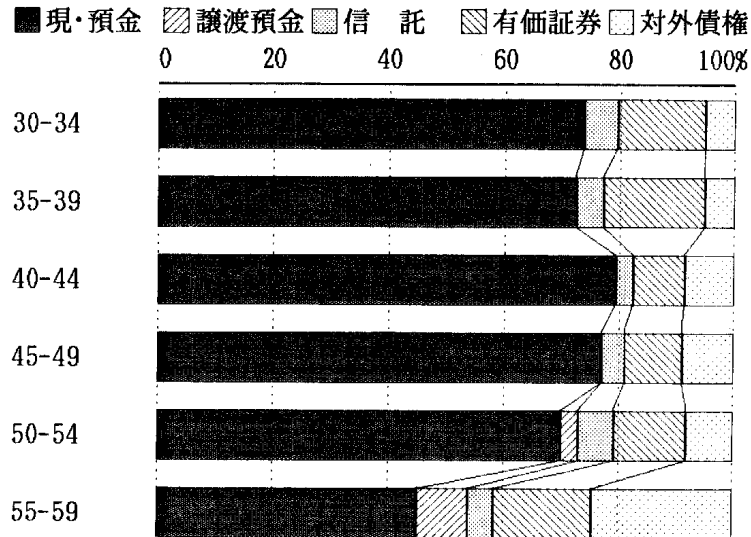
最後に，法人企業による資金運用について考えよう。法人企業の資金運用の構成は第9図のようになっている。この図から判明するように，現・預金の構成比が70%台であったのが，50年後半には45%にまで縮小している。これは現金・要求払預金の構成比の極端な縮小によるものである。これに対し，譲渡性預金と対外債券の構成比は増大傾向を示している。これこそ「財テク」を反映したものである。法人企業の資金運用で国内金融機関へ流入するのは，定期性預金，譲渡性預金および投資信託受益証券であり，全体での構成比は減少傾向にある。

ここで，国内経済実体部門による資金運用を全体として考察しよう。部門別には，第10図で示されているように，個人部門が圧倒的なシェアを占めて

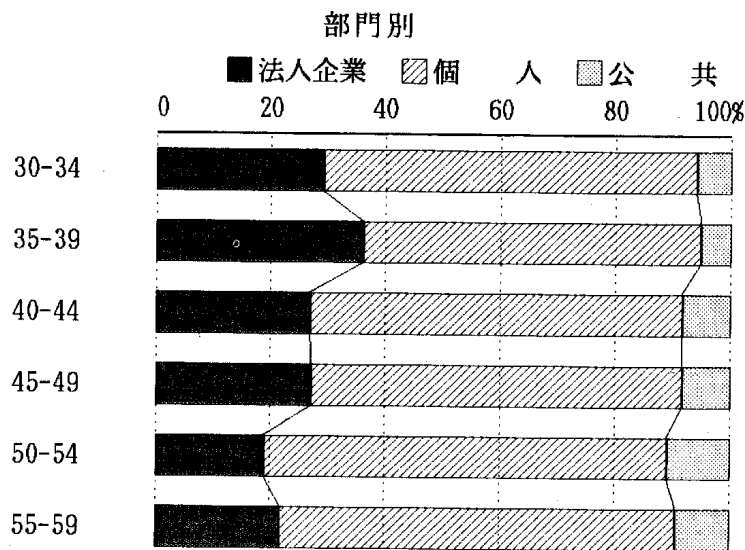
第8図 公共部門の資金運用



第9図 法人企業の資金運用

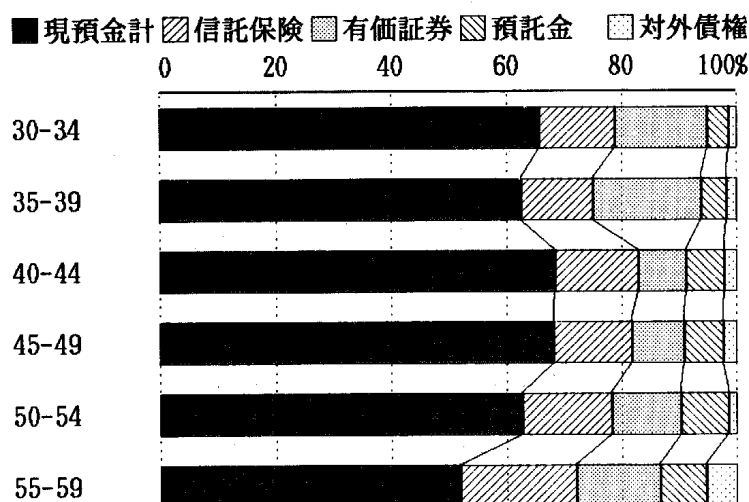


第10図 国内経済実体部門の資金運用



いる。次にこれを資金の形態別に見よう。資金のうちで国内金融機関へ流入するのは、要求払預金、定期性預金、譲渡性預金、信託、保険、一部の有価証券（金融債と投資信託受益証券）、政府当座預金および資金運用部預託金である。逆に、現金、一部の有価証券（債券と株式）および対外債券は国内金融機関へ流入しない。ここで、これらの構成比を示せば第11図になる。ただし、図示する便宜上、現金・要求払預金、定期性預金および譲渡性預金を

第11図 国内経済実体部門の資金運用資産別



一括して「現預金計」、信託と保険を合算して「信託保険」として表示し、政府当座預金は極小であるため無視してある。これによれば、現預金計の構成比が50年代後半には50%にまで減少している。50年代からは譲渡性預金が登場してきたにもかかわらず、現金・要求払預金の構成比が大幅に下落したからである。これに対して、信託・保険の構成比は急増しているが、これは「高齢化社会」の到来を意識したものであろう。¹¹⁾ 資金運用部預託金の構成比が高まっているのは、経済内での公共部門の占める比率が増大してきたことを反映したものであろう。また、対外債券の構成比も高まっているが、これは「開放体制」の進展を反映したものであろう。

4. 従来の「直接金融と間接金融」について

従来の「直接金融と間接金融」についての議論では、資金調達面に主とし

11) 貯蓄増強中央委員会『貯蓄に関する世論調査』によれば、「貯蓄目的」の中で「病気や不時の災害の備えとして」が圧倒的に大きく、しかも時の経過と共に増大してきている。同じく、「収益性」を選択基準にしているものも大きくきている。これらは貯蓄に対する意識の変化として考慮されねばならないであろう。

て焦点が注がれていた傾向がある。それには2段階があり、最も狭義では、法人企業の資金調達に金融機関からの借入による場合に間接金融、有価証券の発行による場合に直接金融と区別されている。このような分類によれば、第1図で示されているように、40年代までは間接金融の比率が増大していたが、50年代になってからは直接金融の比率が増大傾向にある、ということになる。50年代になってからは、外貨の構成比が急増していることに注意しなければならない。「直接金融と間接金融」についての今一つの説明は、国内経済実体部門全体での資金調達に焦点を当てるものである。これについても、第5図で示されているように、40年代までは有価証券の構成比が微減傾向を示しているので間接金融が大きくなって来ているが、50年代になってからは有価証券の構成比が急増しているので直接金融が大きくなってきた、と説明されるであろう。

しかし、従来の説明には、「金融仲介機能」という視点からすれば、不十分と思われることが存在する。従来の議論は主として国内経済実体部門による資金調達の面だけに焦点を集中していたと考えられる。しかし、経済全体の動向を対象とするためには、資金調達面だけの分析では片手落ちの誹りを免れないであろう。換言すれば、資金を調達するとすれば、資金が金融機関と実体部門から来るというだけでは不十分であって、金融機関へはどのようにして資金が調達されてきたのかも問題としなければならないであろう。そのため、これまでの国内経済実体部門による資金調達に加えて、国内経済実体部門による資金運用についても考察を必要とするであろう。逆に、国内経済実体部門による資金の調達と運用の両面を分析することにより、初めて、その両面の仲介としての金融機関の意義も明瞭になって来るであろう。これと共に、「第7-2表」には、二つの問題点が存在する。第一の問題点は、「第7-2表」で分析の対象としている金融資産が金融機関による「貸出金」と「有価証券」だけであるということにある。各経済主体が資金調達の対象とする金融資産としては、これ以外にも、①「現金通貨」と②「政府当座預金」および③「企業間信用」についても考慮しなければならないであろう。

う。分析の対象とする資産の枠の拡大については、6節で考察する。「第7-2表」での今一つの問題点は、上述のように、仲介する金融機関について、その資金運用面だけしか考慮されていないことである。金融機関の資金調達と実体部門の資金運用が関連することについての考察は7節で展開する。

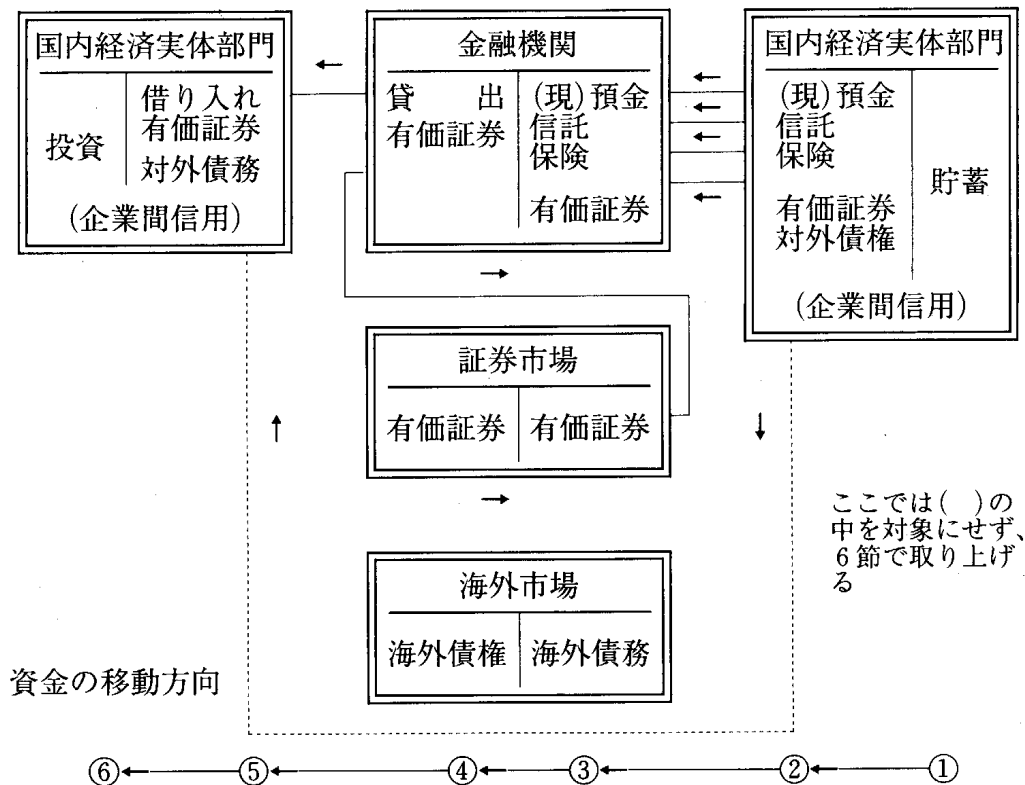
5. 「広義の金融市場の資金運用」(第7-3表)

国内経済での所得循環過程からの「漏れ」である貯蓄は、いろいろな金融資産に姿態変換をし、三つへ分割されて所得循環過程から流出する。すなわち、一部は金融機関へ流出し、一部は直接的に証券市場へ流出し、残りは海外市場へ流出していく。そのようにして所得循環過程から流出した資金は、どのようになるのであろうか。最初の金融機関へ流出した資金は、金融機関内部で再び姿態変換をし、一部は国内経済実体部門へ直接的に還流し、残りは証券市場を通じて間接的に還流する。その具体的な形態としては、最初に、貯蓄が種々の預貯金、信託、保険、有価証券（公庫債、金融債、株式、投資信託受益証券）および資金運用部預託金になり、それぞれの金融機関へ流入する。次に、金融機関はこのようにして受け入れた資金と金融機関内部から調達した資金を運用する。すなわち、金融機関内部での運用を除いたものは、貸出金および一部の有価証券投資の形態で直接的に、また残りの有価証券投資は証券市場を通じて間接的に、国内経済実体部門へと還流してくる。「貯蓄の投資化過程」での資金のこのような姿態変換が「間接金融」である。次に、証券市場へ流出した資金はディーラーとしての証券会社を通じて直接的に国内経済実体部門へ流入する。「貯蓄の投資化過程」での資金のこのような姿態変換が「直接金融」である。最後に、海外部門からは対外債務として国内経済実体部門へ資金が流入してくる。要約すれば、開放体系としての国民経済としては、所得循環過程からの「漏出」である貯蓄が、国内金融機関、国内経済実体部門および海外へと流出し、「注入」として国内金融機関、

国内経済実体部門および海外から流入してくる。ここで、国内経済実体部門に関連する箇所だけを図示すれば第12図のようになる。

日本銀行『資金循環勘定応用表』の[第7-2表 広義の金融市場の資金仲介]が示そうとしたのは、資金の移動の中で④から⑤である。その構成は、《広義金融市場》について図示すれば、第13図のようになる。

第12図 広義の金融市場の資金仲介



第1表 《資金運用》

単位：億円

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 法人企業 | 5,244 | 18,094 | 26,244 | 68,689 | 80,965 | 122,045 |
| 個人 | 11,347 | 28,150 | 59,279 | 154,411 | 294,275 | 384,224 |
| 公共 | 1,121 | 2,846 | 8,396 | 21,990 | 48,682 | 54,608 |
| 海外 | 858 | 4,203 | 3,098 | 18,587 | 21,221 | 68,804 |
| 資金運用合計 | 18,570 | 53,294 | 97,016 | 263,677 | 445,143 | 629,681 |

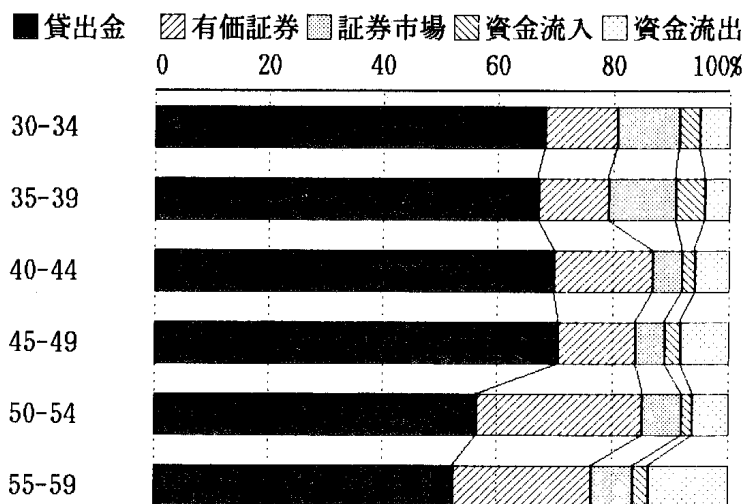
第2表 《広義金融市場》

単位：億円

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 国内市場 | 19,061 | 53,264 | 100,565 | 263,083 | 445,851 | 572,791 |
| 金融機関経由 | 16,831 | 46,400 | 94,993 | 248,582 | 412,311 | 524,302 |
| 貸出金 | 14,217 | 39,353 | 76,561 | 208,989 | 273,421 | 359,283 |
| 有価証券 | 2,615 | 7,048 | 18,432 | 39,593 | 138,890 | 165,019 |
| 証券市場経由 | 2,230 | 6,863 | 5,571 | 14,502 | 33,540 | 48,490 |
| 国際市場 | 1,877 | 5,630 | 9,274 | 34,036 | 40,962 | 114,939 |
| 資金流入 | 749 | 2,973 | 2,462 | 8,669 | 9,271 | 18,824 |
| 資金流出 | 1,129 | 2,657 | 6,812 | 25,367 | 31,691 | 96,115 |
| 金融機関経由 | 505 | 2,320 | 2,162 | 9,425 | 18,471 | 58,350 |
| その他 | 624 | 337 | 4,650 | 15,942 | 13,220 | 37,765 |
| 広域金融市場計 | 20,939 | 58,894 | 109,838 | 297,120 | 486,813 | 687,731 |

第13図 広義金融市場

[実体部門への資金運用]



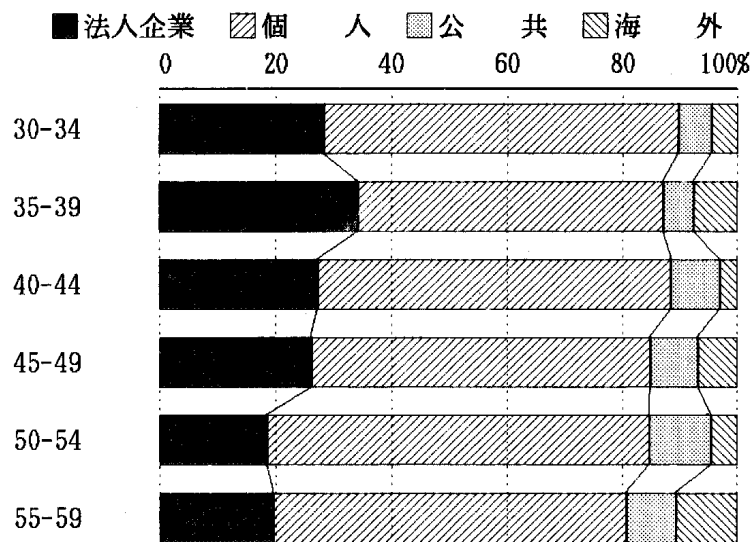
これらの表をもとにして、わが国の戦後の金融構造の変化を考察してみよう。まず最初に、資金の流れでの出発点である資金の出し手[資金運用]について考察しよう。部門別の構成の変化は第14図に示されている。この図から考えられる特徴的なこととしては、①個人部門が圧倒的なシェアを占めてお

第3表 《資金調達》

単位：億円

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|-------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 法人企業 | 14,472 | 41,276 | 61,060 | 156,127 | 147,616 | 218,723 |
| 個人 | 2,542 | 7,222 | 18,269 | 53,780 | 89,910 | 100,439 |
| 公共 | 2,387 | 5,617 | 21,742 | 54,639 | 203,615 | 244,862 |
| 海外 | 2,129 | 2,657 | 6,812 | 25,367 | 31,691 | 96,115 |
| 資金調達計 | 20,529 | 56,771 | 107,883 | 289,914 | 472,832 | 660,139 |

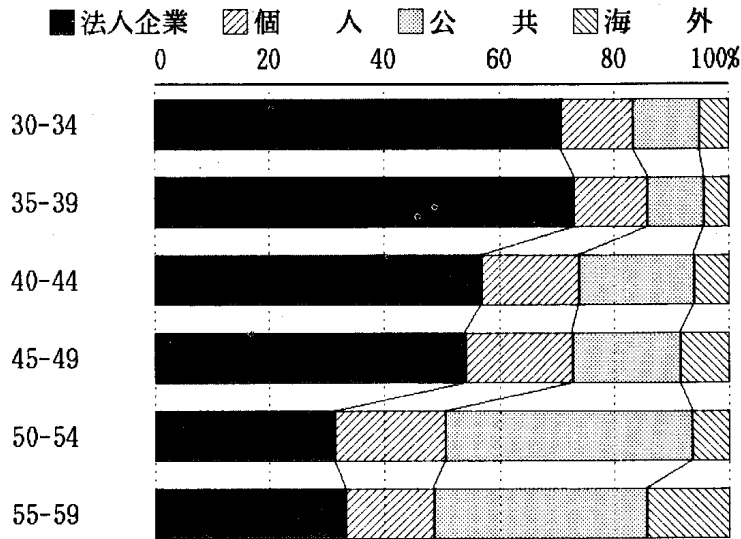
第14図 広義の金融市場への資金供給



り、60%台を保持している。②法人企業のシェアが減少傾向にある。③海外部門のシェアが50年代後半になって増大しているが、これは海外からの資金の導入が盛んになったことを反映していると考えられる。

これに対して、資金の流れの終着点としての資金の取り手[資金調達]については、部門ごとの構成が第15図に示されている。この図から判断すれば、次のようなことが特徴的である。50年代になってから、①法人企業のシェアが急速に減少している。②これに対して、公共部門のシェアが急増して、法人企業のシェアよりも大きくなっている。③50年代後半になって、海外部門のシェアが急増している。このような変動が発生してきたのは、実体経済で

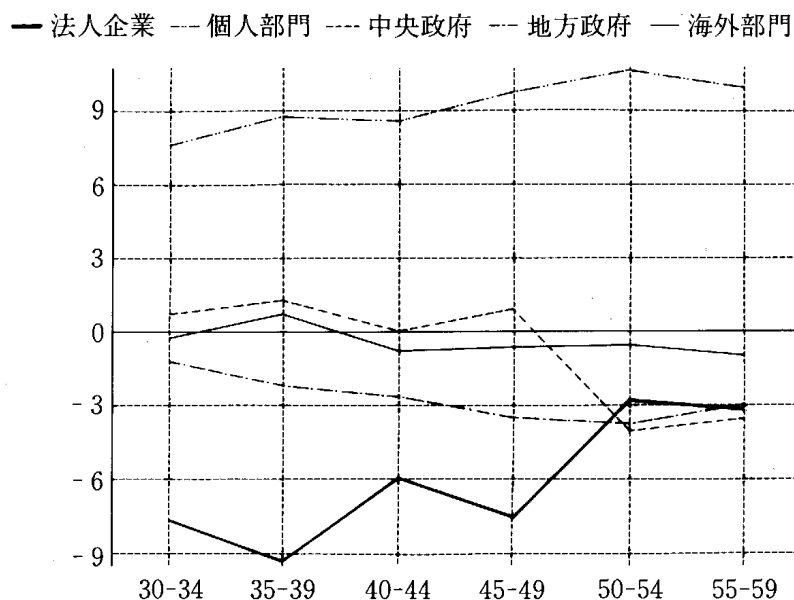
第15図 広義の金融市場での資金調達



の変動を明瞭に反映したものであって、法人企業による投資活動の停滞とそれを補完するための財政活動の活発化による「財政赤字」によるものであると考えられる。また、「開放体制」への移行に伴い、海外への資金流失を反映したものであろう。

このような資金の流入口と資金の流出口の構造的変化に対応して、その結果としての実体部門の部門別の資金の流出入の純額、すなわち部門別の「資金過不足」は第16図に示されている。第16図は、部門別の資金過不足が、名目金額で表示されておらず、対GNP比で表示されている。部門別の資金過不足の度合いを知るためだけであるならば、名目金額によらなくても、共通した尺度で対比すればそれで充分と考えられるからである。この図から、実体経済の特徴的な動向を読み取れば、顕著な特徴として以下のことが指摘できる、すなわち、①個人部門は8-10%の水準で微増傾向を示しており、主要な資金の純供給源である。②中央政府は40年代までは黒字主体として資金の純供給源であったが、50年代になってからは、大幅な資金不足の状態、すなわち赤字部門へ転換した。③これに対し、法人企業部門は、40年代まで大幅な赤字部門であったが、50年代に入ってから相対的に赤字幅は縮小し、中

第16図 部門別の資金過不足



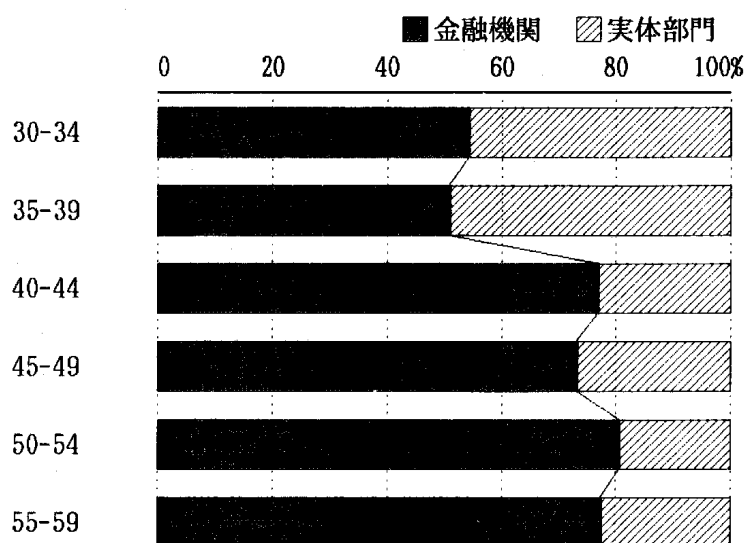
中央政府よりも小さくなった。④地方政府は慢性的な赤字部門であるため、中央政府と合算すれば、50年代以降、公共部門は大幅な赤字部門になった。

これらを要約してみれば、資金の部門間の移動を純額で考えた場合、資金の純出し手（黒字部門）は個人部門であり、個人部門から出る純余剰資金は他の部門へと流入したことになる。これに対して、資金の純取り手（赤字部門）は、主として、40年代までは法人企業であったが、50年代になってからは公共部門も加わってきた。したがって、資金の流れを純額で見れば、その大きな流れとしては、40年代までは個人部門から法人企業へであり、50年代になってからは個人部門から法人部門および公共部門へと大きな変革が発生している。

それでは、このような資金の流れはどのようにして仲介されたのであろうか。「国内経済実体部門の資金調達」の構成を示している第5図によれば、40年代までは、金融機関からの借入金が80%弱を占めており、有価証券による資金調達は20%強であった。それが、50年代になってからは、金融機関からの借入金の構成比が65%に減少し、代わりに有価証券による資金調達の構

成比が35%へと上昇してきた。しかし、これによって、「直接金融」の比率が上昇してきたとはいえない。国内経済実体部門は有価証券による資金調達比率を上昇させてきたが、その場合の有価証券による資金調達は、一部分が国内経済実体部門により保有され（この部分が「直接金融」になる）、一部分は国内金融機関により保有され（この部分が「間接機関」になる）、また残りの一部は海外部門により保有されているのである。そこで、国内実体部門による資金調達のうちで有価証券が国内金融機関と実体部門とでどのような比率で保有されているかが重要な鍵を握っている。その構成を示せば第17図のようになる。この図によれば、30年代には、半々であったが、40年代以降は、金融機関のシェアが大きくなり80%台を占めるようになってきた。

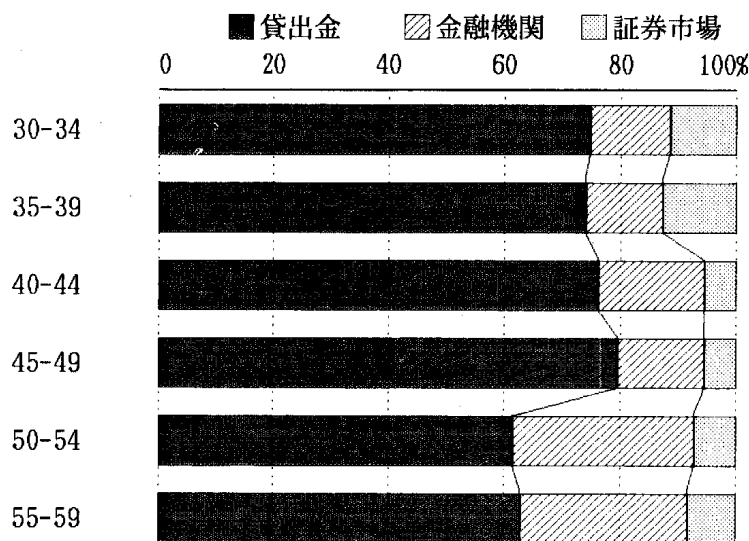
第17図 有価証券の保有比率



このような動きは間接金融の比率を増大させるものである。しかし、第13図で示されているように、金融機関からの「貸出金」による資金調達の比率が減少しているため、全体的に考察すれば、「証券市場を經由」する資金調達の比率は、30年代前半（10.6%）、30年代後半（11.7%）、40年代前半（5.1%）、40年代後半（4.9%）、50年代前半（6.9%）、50年代後半（7.0）というように変化してきている。

しかし、これには海外市場による影響が相当あるが、国内市場だけについて変化を示せば第18図のようになる。この図から判明するように、国内市場だけで考えれば、直接金融比率は、30年代には11-12%であったが、40年代には5%台に下落し、50年代になって少しだけ回復し、50年代後半には8.5%になり、直接金融比率が微増してきたように思われる。したがって、50年代について封鎖経済だけで考えると、所得の循環過程から「貯蓄」として漏れて来た資金は、1割ぐらいが直接的に資金の取り手に移って行き、残りの9割は金融機関を通じて資金の取り手に移っているのである。しかし、これを開放経済で考えると、前述の第13図のように、直接金融の比率はもっと小さくなる。

第18図 国内市場での資金仲介



6. 資金の流れの内容

これまでの分析では、主として、そのデータが日本銀行『資金循環勘定応用表』、特に「第7-2表」であった。そこでは、日本銀行『資金循環勘定応用表』で示されている項目が省略されている。すなわち、「現金通貨」、

「政府当座預金」, 「企業間信用」である。そのため, ここで問題にするのは, それらが省略されるべきかどうかということである。

確認のため, 日本銀行『資金循環勘定応用表』「第7-2表」を計測するときに対象とされた金融資産を検討しよう。まず, 資金運用としては, 法人企業部門で, 要求払預金・定期性預金・譲渡性預金・信託・有価証券・貿易信用・直接投資・その他対外債券, 個人部門で, 要求払預金・定期性預金・譲渡性預金・保険・信託・有価証券, 公共部門で, 中央政府の有価証券と資金運用部預託金, および地方政府の要求払預金・定期性預金・譲渡性預金・信託・有価証券, そして海外部門の資産合計である。これに対して, 資金調達としては, 法人企業部門で, 有価証券・借入金・貿易信用・直接投資・その他対外債務, 個人部門で, 借入金, 公共部門で, 中央政府と地方政府の有価証券・借入金・その他対外債務, および海外部門で, 外貨準備高・貿易信用・直接投資・その他対外債務である。これらの対象とされた金融資産の中には, 現金通貨, 政府当座預金および企業間信用が含まれていない。

「現金通貨」と「政府当座預金」が, 第11図「国内経済実体部門の資金運用」[『資金循環勘定応用表』の第6表]では含まれていたのに, 第14図「広義の金融市場への資金供給」では省略されている。その理由としては, 金融機関の中に「日本銀行」を含めず, 金融機関は「民間金融機関」と「公的金融機関」だけであると考えているためであろう。現金通貨と政府当座預金は, いずれも全額が日本銀行の金融負債であり, 日本銀行は国内経済実体部門と直接的な取引が存在していない。そのため, 国内経済実体部門による資金調達には直接的な関連がなく, 省略されたのであろう。また, 別の解釈としては, 第5図「国内経済実体部門の資金調達」で示されているように, 「直接金融と間接金融」の問題を「資金調達面」だけに限定して考えているとも思われる。しかし, そのように解釈すれば, 先に述べたように, 「仲介機関」としての金融機関を一面的にしか見ないことになる。そのため, 先の解釈となるであろう。

しかし, この省略には重大な意味が隠されていると考えられる。(公共部

門も含めた) 経済主体による資金の運用・調達で、現金通貨についての配慮を必要としないことになれば、それは「外部貨幣経済」の分析に対応することができず、「純粹内部貨幣経済」の分析にだけ対応できることになる。⁽¹²⁾ 現金保有量の変化は、単独でなされるものでなく、他の金融資産の保有量との関連の上でなされるものである。その意味でも、現金通貨を資金運用の対象から省略することはできないであろう。このように現金通貨の存在を積極的に主張するとすれば、現金通貨の供給源としての「日本銀行」を金融機関の中へ積極的に取り入れなければならないであろう。また、そのようにするならば、「政府当座預金」は、現金通貨と共に日本銀行の金融負債であるため、当然、分析の対象にならねばならないであろう。

次に、「企業間信用」について考えよう。企業間信用は、法人企業間および個人部門との間に存在する金融資産であり、景気変動により大きく左右される金融資産である。企業間信用である売掛金・買掛金は、企業の財務戦略上重大な金融資産であり、これを無視した企業の資金運用・調達は考えられないであろう。換言すれば、企業の財務戦略上、企業間信用を他の資金運用・調達から全く独立したものとして処理することはできないであろう。

したがって、「外部貨幣経済」を分析するためには、「現金通貨」および「政府当座預金」を明示的に考慮し、企業の財務戦略を分析の中で生かすためには、「企業間信用」も明示的に考慮しなければならないであろう。これらを明示的に考慮すれば、どのような結果が生じるであろうか。その結果を知るために、第12図の変更から考えてみよう。それは既に()の中で示されている。現金通貨と政府当座預金は、実体部門から金融機関への「(現)預金」の中へ組み込まれ、企業間信用はそのままで新たな項目として実体部門での資金の運用と調達の両面で追加される。

12) 「外貨貨幣経済」「内部貨幣経済」等については、拙稿「外部貨幣と内部貨幣—銀行組織と一般均衡分析」、関西大学『経済論集』16巻2号、昭和42年で、理論的な検討をしている。そこでの課題は、金融機関、特に銀行組織の存在が実体経済へどのようにして作用するかであった。

ここで、このように修正した第12図について説明し、金融機関の「仲介機能」を積極的に考慮した場合の直接金融と間接金融の意義について考えてみよう。資金の流れに沿って説明すれば、まず最初に、所得循環からの「漏れ」としての「貯蓄」が発生する。その貯蓄の中で、現預金・信託・保険および一部の有価証券（金融債と投資信託）は直接的に金融機関へ流入する。残りの有価証券は証券市場へ向かい、対外債権は海外市場へ向かい、企業間信用は実体部門（法人企業と個人）へ直接的に流入する。次に、金融機関は、実体部門から流入してきた資金を貸出と有価証券投資に振り分ける。その内、貸出は直接的に実体部門へ流入して行くが、有価証券は証券市場へ需要サイドとして流入する。この金融機関からの証券需要と貯蓄からの証券需要に、海外部門からの証券需要が加わって、証券市場での総需要を構成する。この需要は、実体部門での有価証券発行に対応している。（金融機関が発行する「金融債」と「公庫債」については、便宜上、省略する。）これらの資金の移動の結果として、最終的な資金需要者としての国内経済実体部門は、金融機関からの借入金、証券市場からの有価証券による資金調達、海外部門からの資金導入、および法人企業からの企業間信用の形態で資金を調達し、そのようにして調達された資金によって「投資」活動を展開する。

従って、実体部門の資金運用面から見れば、「直接金融」になるのは、実体部門による貯蓄からの有価証券の一部（証券市場へ直接的に流入する部分で、金融債・公庫債・投資信託受益証券を除いたもの）と企業間信用である。「間接金融」になるのは、貯蓄からの現預金・信託・保険および有価証券の一部（金融機関発行の有価証券、すなわち金融債・公庫債・投資信託受益証券）である。これに加えて、海外部門へ直接運用するものがある。逆に、実体部門の資金調達面から見れば、「直接金融」になるのは、有価証券の中で実体部門から直接的に流入してきた部分と企業間信用の和であって、資金運用面での直接金融と同じである。「間接金融」になるのは、借入金と有価証券の中で金融機関を経由してきた部分の和である。海外部門からの資金調達にも、海外部門から直接的に調達する部分と間接的に証券市場を経由して調

達する部分がある。

7. 広義の金融市場の資金運用・調達

ここで「第7-2」表についての第二の問題点の解明に移ろう。これまで繰返し述べてきたことから判明するように、「貯蓄の投資化過程の理論」を展開するためには、所得の「漏れ」である貯蓄が投資へ変換するケースとして、①直接的に投資のための資金として流れる場合、②金融機関へ流入して、そこで姿態変換をし間接的に投資のための資金として再び流出してくる場合、および③海外市場を通じて間接的に投資のための資金として再び流出してくる場合の三つのケースについて考察をしなければならない。「第7-2表」での問題点は、二番目の金融機関を通じるケースである。5節での《広義金融市場》または第13図での分析は、金融機関による資金運用、従って国内実

第4表 金融部門：資金運用

実額：億円

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-55 | 55-59 |
|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 日銀預け金 | 70 | 155 | 206 | 3,554 | -811 | 2,419 |
| 有価証券 | 3,435 | 9,235 | 21,107 | 49,113 | 148,155 | 182,747 |
| 日銀貸出金 | 143 | 1,545 | 1,663 | -527 | 1,528 | 1,813 |
| コール | 506 | 1,742 | 1,191 | 1,672 | 4,568 | 19,386 |
| 買入手形 | 0 | 0 | 0 | 10,863 | 2,025 | 3,086 |
| 貸出金 | 14,217 | 39,353 | 76,561 | 208,989 | 273,421 | 354,787 |
| 民間金融機関 | 11,601 | 33,610 | 63,416 | 171,356 | 179,105 | 240,769 |
| 公的金融機関 | 2,616 | 5,742 | 13,145 | 37,633 | 94,315 | 114,018 |
| 貿易信用 | 0 | 0 | 2,320 | 3,112 | 1,272 | -2,098 |
| 対外債権 | 505 | 2,320 | 434 | 8,024 | 16,928 | 57,270 |
| 合計 | 18,875 | 54,349 | 103,176 | 284,799 | 447,086 | 619,412 |

第5表 金融部門：資金調達

実額：億円

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-55 | 55-59 |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 日銀預け金 | 70 | 155 | 206 | 3,554 | -881 | 2,419 |
| 現金通貨 | 651 | 2,053 | 4,558 | 12,389 | 12,188 | 9,489 |
| 要求払預金 | 2,880 | 9,547 | 17,490 | 47,387 | 48,162 | 22,779 |
| 定期性預金 | 8,496 | 20,297 | 45,057 | 115,096 | 209,342 | 250,222 |
| 譲渡性預金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2,990 | 12,388 |
| 外貨預金 | 0 | 0 | -135 | 4,118 | 4,798 | 27,128 |
| 政府当座預金 | -3 | -37 | 10 | 49 | 27 | -9 |
| 信託 | 756 | 2,491 | 5,325 | 13,380 | 25,721 | 38,961 |
| 保険 | 1,653 | 3,805 | 8,840 | 21,278 | 42,245 | 75,928 |
| 有価証券 | 1,867 | 6,068 | 6,909 | 21,951 | 36,475 | 66,359 |
| 日銀貸出金 | 145 | 1,545 | 1,663 | -527 | 1,528 | 1,813 |
| コール | 506 | 1,742 | 1,191 | 1,672 | 4,568 | 19,386 |
| 売渡手形 | 0 | 0 | 0 | 10,863 | 2,025 | 3,086 |
| 資金運用部預託 | 692 | 2,303 | 6,546 | 17,749 | 36,167 | 46,496 |
| 貿易信用 | 0 | 0 | 287 | 1,711 | -272 | -3,362 |
| 直接投資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 0 |
| 対外債務 | 404 | 2,256 | 506 | 10,014 | 10,242 | 41,625 |
| その他 | -228 | 353 | 625 | -7,862 | -860 | -20,483 |
| 資金過不足 | 986 | 1,773 | 4,100 | 11,978 | 12,547 | 25,185 |
| 合計 | 18,875 | 54,349 | 103,176 | 284,799 | 447,086 | 619,412 |

体経済部門による資金調達の側面だけに限定されている。そのため、「仲介機関としての金融機関」を考えるためには、金融機関による資金運用の側面だけに限定したのでは片手落ちになる。そこで、金融機関による資金の運用と調達の両面を考えてみよう。

日本銀行『資金循環勘定応用表』では、金融機関を「民間金融機関」と「公的金融機関」に細分しており、「日本銀行」については「通貨」に関し

てのみ背後で現れているだけである。当面の課題としては、金融機関を細分化する必要がないので、本来の日本銀行『資金循環勘定』の「金融取引表」により、「金融」部門全体の計数を採用することにする。

「金融取引表」によれば、「金融」部門全体での資金の運用および調達は、以下のようにになっている。

第4表は、5節の第2表での「国内市場」に対応するものであるが、完全に対応させるためには、項目ごとに検討しなければならない。次に、調達については、ここで、当面する課題を分析するのには、これでは複雑すぎるので、必要に応じて簡略化しよう。最初に、金融部門内部だけでの取引（網かけの部分）を捨象する、すなわち、日銀預け金、日銀貸出金、コール、売買手形である。次に、国際的に関連する資金として、貿易信用、直接投資、対外債券債務、その他を一括し、これに資金調達側では外貨預金および外貨債を加える。最後に、有価証券については、運用から調達を控除した純額を運用側に記録する。このような操作をした結果として、金融部門全体の資金運用・調達は第6、7表のようになる。

先の第12図では金融機関の資金調達で「有価証券」を明示的に示していたが、ここでは国内経済実体部門での「貯蓄の投資化過程」を当面の課題としているため、有価証券に関してはその純額だけを対象とする。そのため、第12図では実体部門から金融機関への有価証券による資金の流れを捨象してある。また、現金通貨および各種預金は一括してあるため、第7表での上から5段を集計しなければならない。そのように合成をした結果を図示すれば、

第6表 金融部門：資金運用

実額：億円

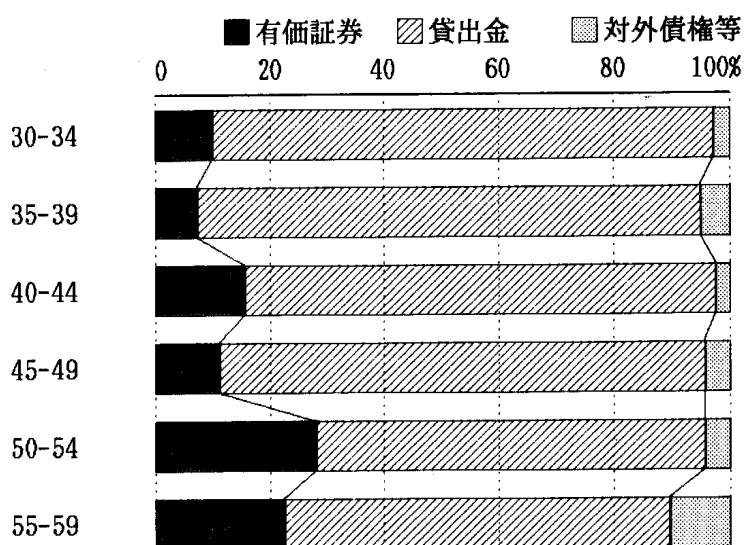
| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 有 価 証 券 | 1,568 | 3,167 | 14,207 | 27,193 | 112,319 | 117,420 |
| 貸 出 金 | 14,217 | 39,353 | 76,561 | 208,989 | 273,421 | 354,787 |
| 対 外 債 権 等 | 505 | 2,320 | 2,449 | 11,136 | 18,200 | 55,172 |
| 合 計 | 16,290 | 44,840 | 93,217 | 247,318 | 403,940 | 527,379 |

第7表 金融部門：資金調達

実額：億円

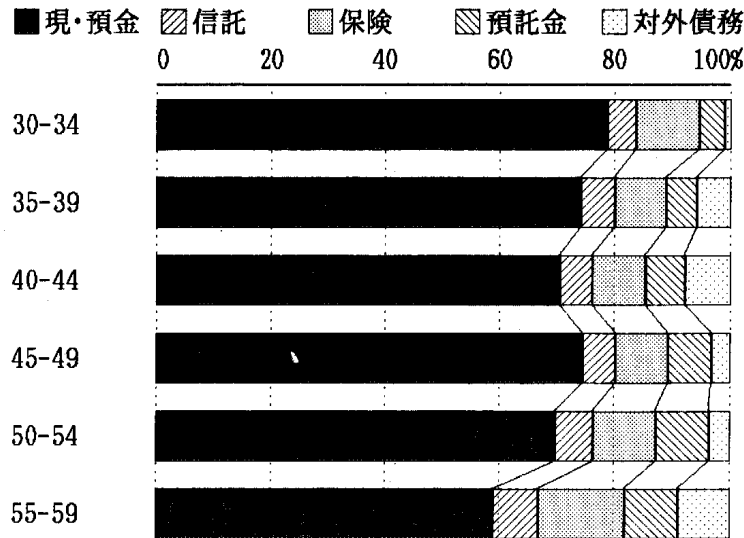
| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 現金通貨 | 651 | 2,053 | 4,558 | 12,389 | 12,188 | 9,489 |
| 要求払預金 | 2,880 | 9,547 | 17,490 | 47,387 | 48,162 | 22,779 |
| 定期性預金 | 8,496 | 20,297 | 45,057 | 115,096 | 209,342 | 250,222 |
| 譲渡性預金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2,990 | 12,388 |
| 政府当座預金 | -3 | -37 | 10 | 49 | 27 | -9 |
| 信託 | 756 | 2,491 | 5,325 | 13,380 | 25,721 | 38,961 |
| 保険 | 1,653 | 3,805 | 8,840 | 21,278 | 42,245 | 75,928 |
| 資金運用部預託 | 692 | 2,302 | 6,546 | 17,749 | 36,167 | 46,496 |
| 対外債務等 | 175 | 2,609 | 7,593 | 8,012 | 14,550 | 45,940 |
| 資金過不足 | 986 | 1,773 | 4,100 | 11,978 | 12,547 | 25,185 |
| 合計 | 16,290 | 44,840 | 93,217 | 247,318 | 403,940 | 527,379 |

第19図 金融部門の資金運用



これらの図から判明することとして、以下のことが述べられるであろう。金融部門の資金運用については、40年代までは「貸出金」が圧倒的なシェアを占めていたが、50年代になって「有価証券」のシェアが急増してきた。また、それと共に、50年代後半には、対外投資が積極的になり、「金融の国際化」

第20図 金融部門の資金調達



の流れを明瞭にしている。金融機関による資金運用のパターンがこのように変化してきたことについては、特別に、注目しなければならない。

他方、金融部門の資金調達については、顕著な動きとして、「保険」および「資金運用部預託金」のシェアがいずれも増大傾向にあることである。その理由としては、前述のように、「高齢化傾向」（第7図を参照）と国内経済実体部門の資金調達での「公共部門のシェアの膨張」（第4図を参照）が考えられる。これらと共に、「外貨の導入」も積極的になっている。このような動きの結果として「現金通貨・各種預金」のシェアが縮小してきている。その中でも、「現金通貨」と「要求払預金」という直接的な交換手段のシェアが大幅に下落している。これは、実体部門での「金利選好」を挺にした資産選択が積極的になったことを反映したものであろう。そのため、通貨性預金の流通速度は非常に大きくなっているであろう。しかし、金融機関の資金調達総額の中での「定期性預金」のシェアは50%を保持しており、金融機関の資金調達でほぼ過半数を占めているため、その重要さは注目されねばならない。

ここで国内経済実体部門全体による資金調達について再考してみよう。前

節で述べたように、「企業間信用」を加味しなければならないと共に、「有価証券」の消化先についての検討をしなければならない。「投資」のための有価証券の発行は、証券市場を通じて、国内経済実体部門、金融機関および海外市場へと消化されている。この中で、国内経済実体部門へ消化されるのが「直接金融」であり、金融機関へ消化されるのは「間接金融」である。したがって、国内経済実体部門の資金調達の中で「直接金融」と呼ばれるのは、「企業間信用」と「有価証券の中で国内経済実体部門へ直接的に流入する部分」との和である。「有価証券の中で国内経済実体部門へ直接的に流入する部分」は、「金融機関からの証券市場への純流入分」と「海外部門からの証券市場への純流入分」の和を「国内経済実体部門の有価証券による資金調達」から控除したものである。

ここで、国内経済実体部門による資金運用と資金調達を資産別に示せば以下のようなになる：

第8表 国内経済部門の資金運用：資産別

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 現金・預金等 | 12,716 | 34,162 | 73,660 | 192,671 | 308,876 | 341,513 |
| 信託・保険 | 2,409 | 6,296 | 14,165 | 34,658 | 67,966 | 114,889 |
| 有価証券 1 | 84 | 1,081 | 499 | 4,107 | 6,270 | 14,870 |
| 有価証券 2 | 2,870 | 8,621 | 7,841 | 19,696 | 6,130 | 68,503 |
| 企業間信用 | 7,638 | 22,601 | 39,586 | 97,412 | 93,128 | 85,900 |
| 対外債権等 | 281 | 947 | 2,321 | 6,396 | 6,896 | 30,582 |
| 資金運用総額 | 25,998 | 73,708 | 138,072 | 354,940 | 529,266 | 656,257 |

[注] ここで、「現金・預金等」は、「現預金計」、「譲渡性預金」、「政府当座預金」および「資金運用部預託金」を加算したものであり、「有価証券 1」は、「国内経済実体部門から金融機関発行の有価証券へ直接運用されたもの」であり、「有価証券 2」は、「国内経済実体部門から実体部門発行の有価証券へ直接運用されたもの」である。

第9表 国内経済部門の資金調達：資産別

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 借入金 | 14,214 | 39,353 | 76,561 | 208,989 | 273,421 | 359,283 |
| 有価証券 1 | 1,568 | 3,167 | 14,207 | 27,193 | 112,319 | 117,420 |
| 有価証券 2 | 2,870 | 8,621 | 7,841 | 19,696 | 46,130 | 68,503 |
| 有価証券 3 | 0 | 0 | 981 | 1,419 | 7,959 | 20,345 |
| 企業間信用 | 7,638 | 22,601 | 39,586 | 97,412 | 93,128 | 85,900 |
| 対外債務等 | 749 | 2,973 | 1,481 | 7,250 | 1,312 | -1,527 |
| 資金調達総額 | 27,039 | 76,715 | 140,657 | 361,959 | 534,269 | 649,924 |

[注] ここで、「有価証券 1」は、「金融機関による有価証券の純運用額」であり、「有価証券 2」は、「国内経済実体部門から実体部門発行の有価証券へ直接運用されたもの」であり、「有価証券 3」は「海外部門による国内有価証券への運用額」である。

ここで、この二つの表を用いて、国内経済実体部門による資金の調達と運用を経済部門別に資金の源泉と用途によりまとめると、第10、11表になる。これを図示にすれば、第21図になる。この図から判断すれば、国内経済部門の資金調達は、間接金融経路による比率が上昇傾向にあることが判明する。

第10表 国内実体部門の資金調達：経路別

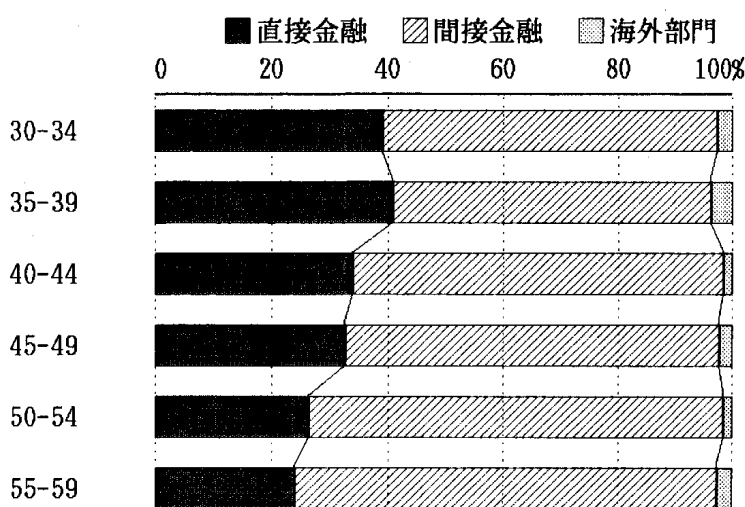
| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 直接金融経路 | 10,508 | 31,222 | 47,427 | 117,108 | 139,258 | 154,403 |
| 間接金融経路 | 15,782 | 42,520 | 90,768 | 236,182 | 385,740 | 476,703 |
| 海外部門経路 | 749 | 2,973 | 2,462 | 8,669 | 9,271 | 18,818 |

第11表 国内経済部門別の資金運用：経路別

| 年 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 直接金融経路 | 10,508 | 31,222 | 47,427 | 117,108 | 139,258 | 154,403 |
| 間接金融経路 | 15,209 | 41,539 | 88,324 | 231,436 | 383,112 | 471,272 |
| 海外部門経路 | 281 | 947 | 2,321 | 6,396 | 6,896 | 30,582 |

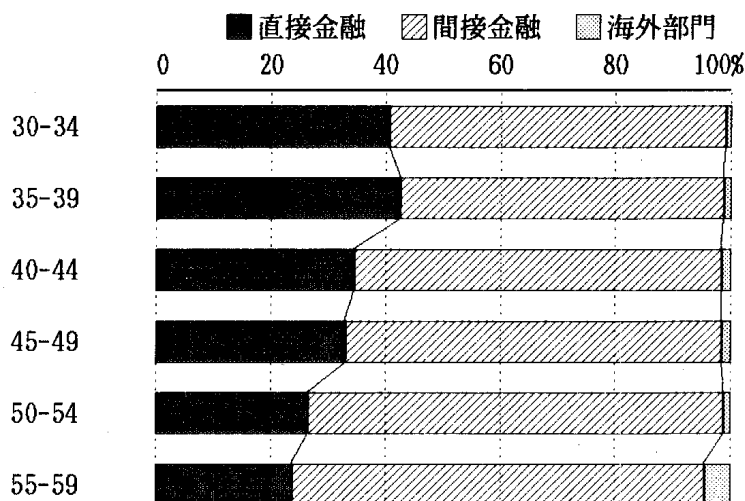
第5図によれば、有価証券による資金調達比率が50年代になって急上昇しているの、直接金融の比率が増大しているように思われるであろうが、その場合の有価証券は50年代前半に67.5%が、50年代後半に56.9%が金融機関により直接的に消化されているのである。そのため、有価証券による資金調達が増大したからといっても、それは直接金融を増大させたことにならない。

第21図 国内経済部門別の資金調達経路別



次に、資金運用面から考察すれば、これを図示すれば、第22図になる。この図から判明するように、国内経済実体部門の資金運用面から考察しても、間接金融の比率は上昇傾向にある。ただし、注目すべき現象として、50年代

第22図 国内経済部門の資金運用経路別



後半になって海外部門への資金運用が増加してきている。

ここで、「貯蓄の投資化過程」だけに注目して、そのプロセスの概要を説明すれば、所得循環からの「漏れ」としての貯蓄は、直接金融経路（有価証券および企業間信用）を通じて、直接的に、所得循環への「注入」としての投資へ振り向けられる。次に、貯蓄は間接金融経路（現金、預貯金、信託、保険）を通じて金融機関へ流入していく。最後に、残りの部分は海外部門経路（対外債権等）を通じて海外部門へ流入していく。金融機関および海外部門へ流出していった資金は、それぞれの部門で姿態変換をし、金融機関からは間接金融経路（借入金、有価証券）を通じて投資のための資金として国内経済実体部門へ還流してくる。また、海外部門からは海外部門経路（対外債務等）を通じて投資のための資金として国内経済実体部門へ還流してくる¹³⁾。これが「貯蓄の投資化過程」の主要プロセスである。

その場合、直接金融経路を通じる資金量はこのプロセスの両端で、事柄の性質上、同額にならなければならない。しかし、間接金融経路と海外部門経路を通じる資金量は、必ずしも同額にならない。それは、先の第16図で示したように、金融部門と海外部門で資金過不足が存在しているからである。したがって、第10表で示されている国内経済実体部門による資金調達での直接金融比率・間接金融比率・海外部門比率は、第11表で示されている国内経済実体部門による資金運用での直接金融比率・間接金融比率・海外部門比率と必ずしも一致しない。しかし、金融部門と海外部門の資金過不足の規模が相対的に小さいので、どちらで考えても、比率に大きな変化は認められない。ただし、海外部門については無視できない場合があるので注意しなければな

13) 日本銀行『資金循環勘定応用表』「第7—3表」では、先の第2表で示したように、「国際市場」の取扱で、その規模が資金流入と資金流出の和として示されている。国内経済実体部門による資金調達に注目しているのであるならば、資金流入から資金流出を控除したものとして示されるべきではあるまいか。第12図では、差額として示してあるし、第10・11表では国内経済実体部門の資金調達・運用で区別して計測してある。

らない。特に、50年代後半には大幅な出超になっており、第16図に示されたとおりである。

8. むすび

「直接金融」と「間接金融」については、それぞれの論者により明示的にまた暗黙のうちにそれぞれの規定がなされ、計測されている。それぞれに特徴が認められるであろう。

「直接金融」を中心にして、それらを分類すれば、もっとも狭義では、「法人企業での有価証券による資金調達」を直ちに直接金融と考えるものである。この規定はかなり実務的なものである。次に、「国内経済実体部門での有価証券による資金調達」を直接金融と考えるものである。この規定は、資金の流れが変化し、有価証券市場が拡大してきたことを説明するものである。すなわち、国内経済実体部門全体の資金調達が、直接的に、金融機関からの借入金によるものであるか、それとも証券市場を通じるものであるかを区別するものである。換言すれば、「金融の証券化」の度合いを示すものである。三番目にくるのは、証券市場を通じるものについて、金融機関を経由するものと直接的に証券市場を通じるものとを区別している、すなわち日銀の方式である。しかし、この方式では、前述のように、対象にする金融資産が狭義なものである。これまでの方式は総て国内経済実体部門による資金調達だけに焦点が当てられており、資金運用については言及されていない。換言すれば、金融機関の資金運用面だけに焦点が当てられ、調達面については言及されていない。そこで、第四番目の方式として、本稿で提示したように、国内経済実体部門全体の資金調達と資金運用の両面について資金の流れを検討するものが現われてくる。

「直接金融」および「間接金融」については論者により様々な定義がなされうるであろう。どのように定義するかは、論者がそれによって何を説明し

ようにするかによるものである。従って、論者により自己流に定義することは自由であるが、重要なことは、「直接金融」および「間接金融」という言葉によって論議するときに、その定義とそれで何を説明しようとしているかをはっきりさせることである。同じ用語を用いていても、その内容が異なっていれば、議論にならないからである。

ここでは「仲介機関」としての金融機関の存在意義を強調しようとするものである。資金調達と資金運用の両面について検討した結果として、どちらの側でみても、直接金融の比率が縮小しており、間接金融の比率が増大している。これより、「貯蓄の投資化過程」で、資金仲介としての金融機関の重要性が大きくなってきていることが判明する。このことは、金融機関の動向が直接的に「貯蓄の投資化過程」に大きく作用することを意味しており、金融機関の動向が単純に貨幣供給量に影響するというだけでなく、資金の流れそのものへ直接的に影響することになり、経済変動での金融機関の重要性が認められるであろう¹⁴⁾。

14) そのため、金融機関内部での資金フローがどのようなになっているかが次の課題になる。すなわち、「民間金融と公的金融」の問題である。