

## 日本の財務再構築：（3）事業会社セクターの財務再構築

村藤，功  
九州大学大学院経済学研究院産業マネジメント部門：教授

<https://doi.org/10.15017/6630999>

---

出版情報：経済学研究. 89 (4), pp.63-81, 2022-12-25. Society of Political Economy, Kyushu University  
バージョン：  
権利関係：

(研究ノート)

# 日本の財務再構築

## — (3) 金融機関セクターの財務再構築 —

村 藤 功

第1章 はじめに

第2章 日本の金融機関セクターの財務推移

第1節 金融機関セクターの資産推移

第2節 金融セクターの資本構成推移

第3節 日本の金融機関セクターの所得支出勘定推移

第4節 金融セクターの資本調達勘定推移：資金調達

第5節 金融セクターの資本調達勘定推移：資金運用

第6節 金融セクターの利鞘推移

第3章 民間金融機関と公的金融機関

第1節 民間金融機関と公的金融機関

第2節 公的金融機関の資産推移

第3節 公的金融機関の資本構成推移

第4章 アメリカ金融機関と日米の金融機関比較

第1節 アメリカ金融機関の資産推移

第2節 アメリカ金融機関の資本構成推移

第3節 日米金融機関の資産内訳比較

第4節 日米金融機関の資本構成内訳比較

第5章 中央銀行と金融緩和

第1節 日銀のバランスシートとマネタリーベースの増加

第2節 日銀の金融緩和と融資の効果

第3節 欧米と日本の金利差による円安の進行

### 第1章 はじめに

前回経済学研究第89巻第2・3合併号では、「日本の財務再構築」連載第2回として、日本の事業会社セクターの貸借対照表、所得支出勘定や資本調達勘定の推移を分析し、ストックとフローの関係について考察した。また比較対象としてアメリカの事業会社セクターの貸借対照表、所得支出勘定や資本調達勘定の推移も分析し、日本の事業会社とどう違うかを明らかにした。バブル崩壊以降、金利は下がったが事業リター

ンには大きな変化はなかった。しかし中国が市場化してアジアが成長し、先進国の多国籍企業の国際化で中間労働者層が不満を持ち、イギリスのEU離脱やトランプ氏のアメリカ大統領に就任することになった。中国の勃興で米中冷戦がはじまり、日本は間に挟まれて難しい立場になっていることを述べた。

今回は、「日本の財務再構築」連載第3回として、日本の金融機関セクターの財務の現状を把握し、アメリカの金融機関セクターと比較した上で問題点を検討することにする。日本は間接

金融の国なのに、アメリカは直接金融の国である。したがって、日本の金融機関は銀行が中心で、預金が最大の資金調達源で、事業会社への融資が多いが、アメリカの金融機関は保険、年金、投資信託の割合が大きく、株式、公社債などのリスク資産を保有するために自己資本が多い。

国民経済計算上の金融機関セクターは、民間金融機関と公的金融機関を含むが、公的金融機関は財政投融資や日本銀行を含む。財政投融資は、バブル崩壊期に拡大し、資金運用部の解体と共に、縮小された。アベノミクス下の黒田日銀総裁の異次元の金融緩和により日本銀行の当座預金と国債保有が激増した。国債を日銀に売却した金融機関の融資、国債保有、日銀の当座預金保有などの資産構成、とりわけ融資にどのような影響が出たかも見てみることにする。

## 第2章 日本の金融機関セクターの財務推移

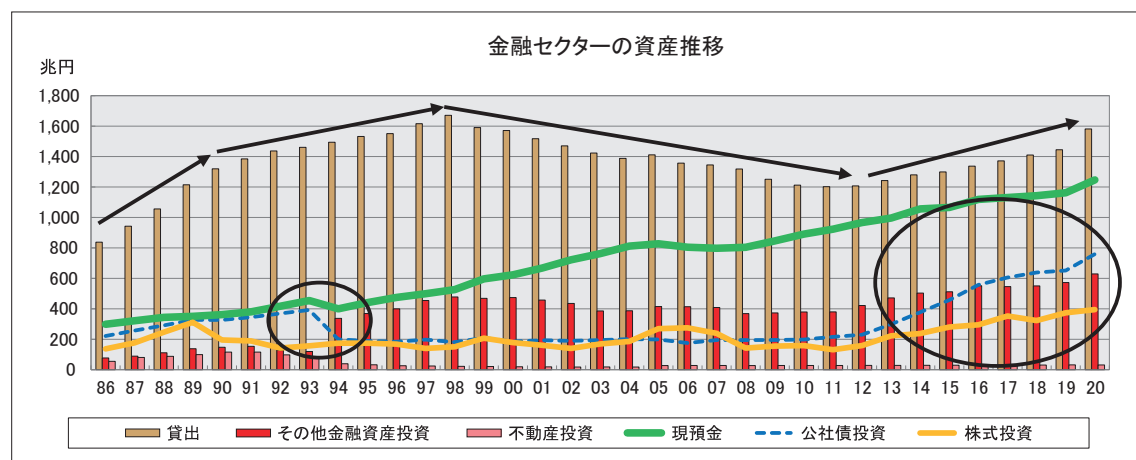
### 第1節 金融機関セクターの資産推移

1986年から2020年までの日本の金融セクターの企業価値の構成要素がどのように推移したか

見てみた（参照 3-1 日本の金融機関セクターの資産推移）。金融セクターの資産は、現預金、貸出、有価証券、その他の金融資産が大半で、土地を始めとする非金融資産はわずかである。

3-1によれば、現預金は、1986年の225兆円から1993年までは400兆円近くまで増加したのが1994年に突然半減したように見える。これは2000年に資金運用部が廃止され、郵便局の資金運用部預託金が預金からその他の金融資産に移されたことを国民経済計算統計上1994年から反映することにしたからである。実際は2000年に廃止されるまで資金運用部は存在したので、郵貯、簡保への資金流入が拡大し、郵便局の資金運用部預託金としての公的金融機関の現預金が拡大し、2000年の資金運用部の廃止で初めて減少することになった。現預金が2012年の232兆円から2020年の760兆円にかけて528兆円も増加しているのは黒田総裁による日銀の異次元の金融緩和において、日銀当座預金を使って金融機関の国債を購入したため、民間銀行の日銀当座預金が増えたからである。

金融機関セクターの貸出はバブル発生期から



3-1 日本の金融機関セクターの資産推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

金融危機まで、すなわち1986年の838兆円から98年の1646兆円までほぼ倍増したが、資金運用部解体で1200兆円まで減少し、この所日銀の金融緩和で若干増えて2020年末には1582兆円に到達した。2019年から20年にかけて特に増えているのは、コロナ危機で政府が国債を発行して対策を行い、日銀が金融緩和して融資を増やしたからだ。民間金融機関貸出はバブル発生期に急拡大したが、事業会社のレバレッジ比率改善のための有利子負債削減や政府の国債増発の影響で1998年の1037兆円のピークから、2010年の798兆円まで200兆円あまり削減された。その後多少増えている。公的金融機関は、財政投融资の拡大期は資金運用部による公的金融機関向け貸出や公的金融機関による貸出が増加したが、財政投融资の縮小に伴い減少した。家計から郵便貯金、簡易保険、政府から年金を通じて資金運用部に流入した資金は、資金運用部を公的金融機関の一部に分類していたため、資金運用部が公的金融機関に貸し、公的金融機関が家計や事業法人にまた貸し出すことによって金融セクターでは内部取引消去をしない合算ベースの国民経済計算統計上、流入の2倍近い貸出を生み出すことになった。

株式は、1986年に130兆円だったものが1989年末には288兆円まで倍増したが、1990年、1992年の株式バブル崩壊で143兆円まで落ちた。ITバブルの発生・崩壊、リーマンショック発の世界金融危機、東北大地震、タイの洪水、コロナ金融緩和等を経て、2020年末で395兆円である。政府の財政悪化による赤字国債の増発を受け、国債を始めとする金融機関（民間金融機関及び日銀や財投を含む公的金融機関）の債券保有高は増大し、1986年末の約300兆円は、2020年末で1247兆円と2012年あたりから貸し出し総額と並

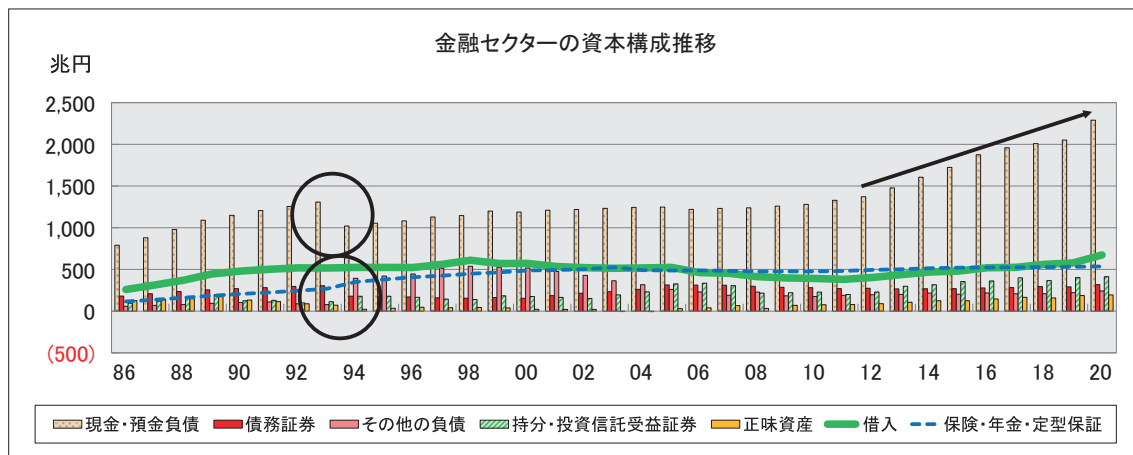
行して増えている。黒田日銀の2012年以降の国債購入で、民間銀行保有国債は減少し、日銀の国債保有は2012-20年で300兆円以上増大した。

## 第2節 金融セクターの資本構成推移

日本の国民経済計算統計における金融セクターの資本構成は、現預金、借入、債券、保険年金準備金、発行株式、統計差額としての正味資産が主要なものである。金融セクターの発行株式は、合計資産株式から事業法人の発行株式を控除したものである。金融セクターの正味資産とは資産から負債と発行株式を引いた統計差額である。1986年から2020年までの日本の金融セクターの資本構成の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 3-2 日本の金融機関セクターの資本構成推移）。

金融機関の現預金負債は民間金融機関の預金や郵便貯金だけでなく、資金運用部のあった2000年末までは、資金運用部が公的金融機関に分類されているため、郵貯、簡保、年金を原資とする資金運用部預託金を含む。最近では民間銀行が日銀にもつ当座預金も日銀の現預金負債として含む。金融セクターの負債としての現預金は、1986年末の791兆円から1999年末の1638兆円まで約2倍になってから資金運用部の解体、7年かけた返済で減少した。日銀の金融緩和で日銀当座預金が増えて金融機関の現預金負債は2020年には2290兆円である。1993年から1994年にかけて減少しているのは、実際は資金運用部預託金が存在したにも拘らず、国民経済計算の統計分類の変更で資金運用部の預託金が1994年にさかのぼってその他の負債に移行されたからである。

金融機関セクターの借入も、財政投融资への資金流入増加と減少を背景に公的金融機関の借



3-2 日本の金融機関セクターの資本構成推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

入が増加、減少し、1986年の259兆円から1998年には611兆円まで約2倍になった後2020年末には674兆円である。

金融機関セクターの発行債券は1986年の181兆円から1993年の305兆円まで増加し、いったん1998年の198兆円まで落ち込んだものの、2007年には231兆円と増加し、2020年でも318兆円ある。これは、資金運用部存在時には30兆円程度しかなかった公的金融機関の債券が、2007年に222兆円まで激増したためで、2001年4月の公的金融機関に分類される財政融資資金特別会計設置以降、預託金返済資金を賄うための資金調達としての財投債や財投機関債の発行が激増したことが原因である。

郵便局の簡易保険を含む生命保険や年金は、1986年の116兆円から2020年の536兆円まで約4.6倍になった。民間、公的金融機関における保険、年金の激増は、市場金利の低下が急速に進む中で生保、年金の予定利率引き下げがこれに追い付かず家計の資金が大きく流入したためである。これは保険・年金の運用側では、逆鞘と財務体力の悪化を招いた。1997年の日産生命の破綻に

始まって、1998年の東邦生命、2000年の第百生命、大正生命、千代田生命、協栄生命、2001年の東京生命、2008年の大和生命の破綻は皆、同様の理由によるものだ。この頃、民間の生命保険は危ないと思われたため、民間金融機関より公的金融機関の保険・年金の方が成長率が高いし、保険よりも政府が中心の年金の方が、成長率が高いことになった。

金融法人の資本としての持分投資信託受益証券は民間事業会社、民間金融機関、家計の合計で定義される連結民間投資家の金融法人株時価に公的事业会社、公的金融法人、一般政府の合計で定義される連結政府の金融法人持分簿価を足して、事業法人の発行株式を控除したものである。株式市場の動向につれて変動し、2020年末で413兆円ある。正味資産は2020年末で195兆円あった。

### 第3節 日本の金融機関セクターの所得支出勘定推移

金融セクターの所得支出勘定は、引当償却前資金損益、保険年金支出、税金、引当償却、配



当、貯蓄等より構成されている。1986年から2020年まで日本の金融機関セクターの所得支出勘定の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 3-3 日本の金融機関セクターの所得支出勘定推移）。

金融セクターの引当償却前資金損益は、利子配当等の資金運用資産上の資金運用収益から利子支出を引いたものである。バブルの発生と崩壊に伴い金利水準が上がって下がったことにより、利子収入は1986年の92兆円からピークの1991年には156兆円まで増加したが、2020年には4分の1未満の36兆円まで減少した。利子支出もこれに伴い、1986年の70兆円から1991年には124兆円まで増加したものの、2020年には20兆円まで減少した。2019-20年には、引当償却前の利鞘は30兆円程度である。

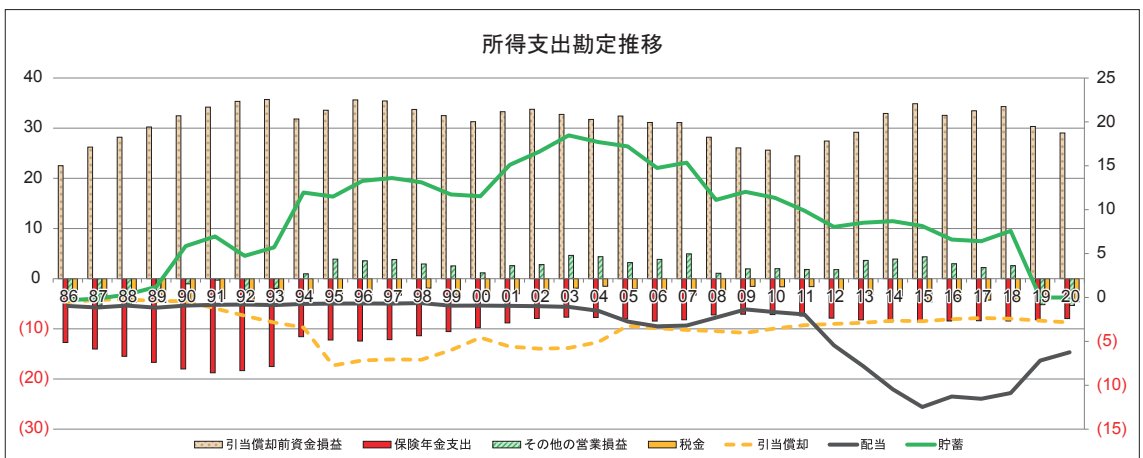
保険年金支出合計は1986年の13兆円から1991年の19兆円まで増大したが、バブルの崩壊に伴い減少し2009年には7兆円まで落ち、2020年でも8兆円程度である。社会保障関係がほぼ収入と支出が均衡しているの、保険年金支出合計はほぼ純保険費用支出のことである。生命保険

業界は純金利収入の低下を純保険費用支出の低下でカバーした。

引当償却による不良債権処理は1986年から1990年までは1兆円未満で、引当前利益に余裕のない1990年台前半の立ち上がりは比較的鈍かった。1995年以降は引当前利益を何とか20兆円以上捻出して1995年で8兆円、1095-2020年までの26年間で不良債権を111兆円処理した。

税金支払は不良債権処理繰越損金のおかげで2003-5年は1兆円台と少なかったが、不良債権の引き当てに一区切りついた2015-20年には4兆円を超えてきた。

配当は1990年代、2000年代の不良債権処理中はほとんど払っていなかったが2012年以降毎年5-10兆円支払っている。引当償却前損益から引当償却、保険年金支出、その他の営業費用、税金、配当等を引いた貯蓄は不良債権処理が進んだ2003-05年の17兆円のピークから日銀のマイナス金利政策に伴う金融機関の利鞘の減少で2019-20年にはほぼ0になった。



3-3 日本の金融機関セクターの所得支出勘定推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

#### 第4節 金融セクターの資本調達勘定推移：資金調達

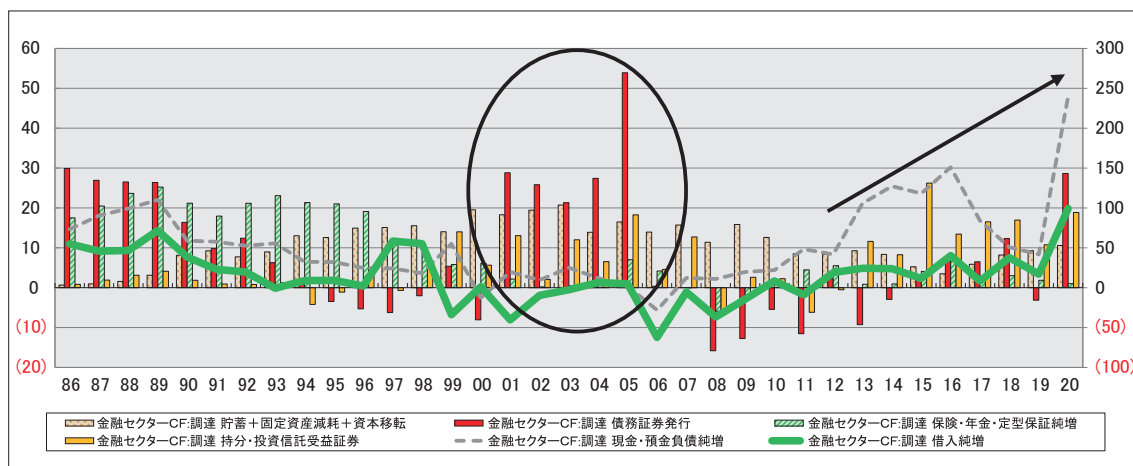
日本の金融セクターの資本調達勘定における資金調達が、バブル発生前の1986年から2020年にかけてどのように推移したかみてみた（参照3-4 日本の金融機関セクターの資金調達推移）。資金調達で大きいのは、貯蓄+減価償却+海外からの資本移転で定義される経常キャッシュフローに加えて、預金負債、借入、社債発行、保険年金の増加等である。

貯蓄+減価償却+海外からの資本移転で定義される計茹湯キャッシュフローは、1986年には1兆円もなかったが、貯蓄の漸増に伴い1994年には10兆円を超え2003年には21兆円まで増加した。その後、貯蓄の減少と支払資本移転の増加で2019年は9兆円まで落ちた。

預金負債は、1986年から1999年までの14年で、214兆円増加したが、その後2000年に25兆円、2006年に23兆円減少した。預金は1986-90年のバブル発生期は民間と公的金融機関の双方で拡大したが、1990年から1999年までは、郵便貯金、資金運用部預託金の増加を背景とした公的金融

機関の増大が大きい。2000-08年に預金が伸びず、債務証券の発行が増えているのは、資金運用部廃止以降の財投改革を受け預託金返済資金調達のための財投債・財投機関債が増えたものだ。2011-12年にはまた預金で40兆円台の資金調達が始まった。2013-16年にかけて預金増加が毎年100兆円を超え、2020年に200兆円を超えているのは、公的金融機関に日銀が含まれ、日銀が国債の購入のため民間銀行の当座預金に對価を振り込み「異次元の金融緩和」や「コロナ対策金融緩和」をしたからである。ただ、現預金負債増加は2016年には151兆円だったものが、金融緩和の経済効果あまり大きくないのではという疑いが生じたことから2019年には42兆円に減少した。

借入もバブル発生期は民間と公的金融機関の双方で拡大した。1997-98年は日本・アジアの金融危機を受けて民間金融機関の借入が急拡大した。1999年、2001年の借入減少は、民間金融機関の金融危機で大きくなり過ぎた借入の返済に加えて財投資金が細り始めた公的金融機関の借入減少も大きい。2006年、2008年は民間、公



3-4 日本の金融機関セクターの資金調達推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

的機関の双方とも借入を減少させた。

生保や年金は低金利に予定利率がついていかなかったため1990年代の前半毎年20兆円レベルで激増し、逆鞘や多くの生保破綻を招いた。

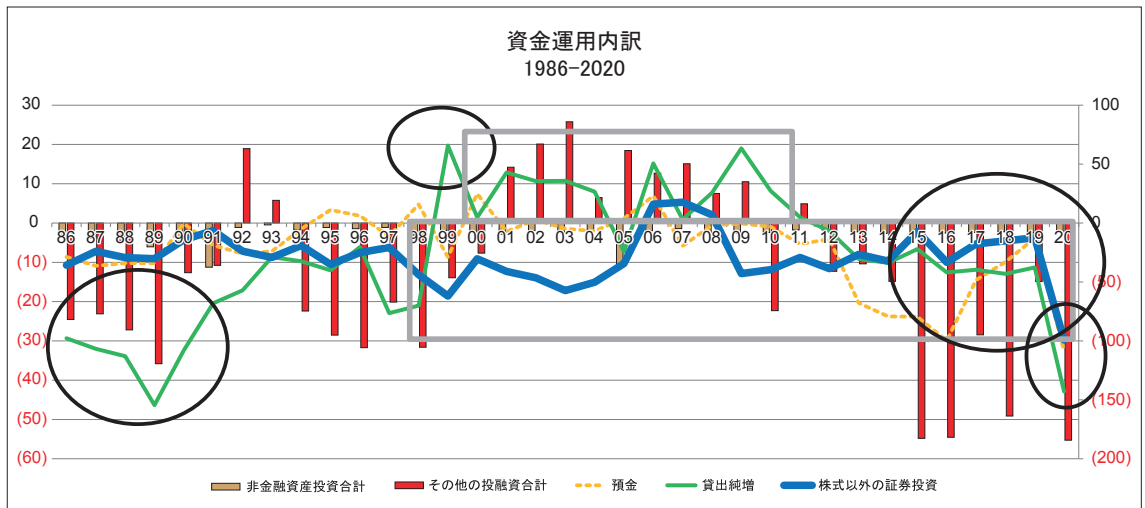
株式の発行は金融危機までは1兆円程度にとどまっていたが、1998－2003年にかけて日本・アジアの金融危機や不良債権処理で毀損した自己資本充実のため5－10兆レベルの自己資本を調達した。2009年の13兆円はリーマンショックに始まる世界の金融危機で減少した自己資本を補ったものである。

### 第5節 金融セクターの資本調達勘定推移：資金運用

日本の金融セクターの資本調達勘定における資金運用は、貸出、預金、公社債をはじめとする証券投資の増加、非金融資産の増加が主たるものである。バブル発生前の1986年から2020年にかけてどのように推移したかみてみた（参照3－5 日本の金融機関セクターの資金運用推移）。

貸出は、バブル期は民間金融機関中心の拡大だったが、土地株バブル崩壊で民間金融機関の融資拡大は止まり、貸出増加は公的金融機関中心となった。1997－98年の貸出増加は日本・アジアの金融危機に対応する融資拡大である。1999年の回収は1997－98年の金融危機時に借りた借入の返済だと思われるが、その後財投改革による公的金融機関の縮小に伴い公的金融機関では2000－16年の16年間に275兆円の融資が回収された。2020年にはコロナ対応の貸出で融資は143兆円増加した。土地建物等への非金融資産投資は、固定資産に2－3兆円使う一方で土地は1992年以降少しずつ売りつつけている。

公社債投資は、赤字国債の発行によって民間金融機関、公的金融機関ともに大きく拡大し、1998－20年の23年で719兆円の資金が投入された。特に2020年はコロナ対応のための資金調達に必要な国債発行で金融機関は99兆円国債を購入した。但し公的金融機関は財投縮小で国債をなかなか持てなくなり、2005－09年の4年で63兆円縮小した。事業会社が借りてくれなく



3－5 日本の金融機関セクターの資金運用推移

出所：国民経済計算データより村藤作成



なったこともあり、日本の金融危機以降、民間金融機関はリスクのある貸出をリスクのない国債に振り替えたのである。

日銀の黒田総裁の異次元の金融緩和で日銀が民間銀行から国債を購入して民間銀行の当座預金に対価を振り込んだため、日銀を含む公的金融機関の公社債は2012年から2020年にかけて319兆円増加して699兆円となった。この結果民間銀行の日銀当座預金が激増し、民間銀行の預金資産は2012年から2020年にかけて460兆円増加して672兆円になった。日銀が民間銀行から国債を購入することで民間銀行は日銀当座預金を増やすだけでなく当座預金を貸し出しや国債の購入にまわすことになる。日銀当座預金は儲からないのでそれなりの金利が付く融資に振り替えるのが望ましいわけだが、信用力のある事業会社や家計はそう思うようには借りてくれない。その結果国債の利回りも当座預金の利回り同様減少してマイナスに振れていくことになった。

### 第6節 金融セクターの利鞘推移

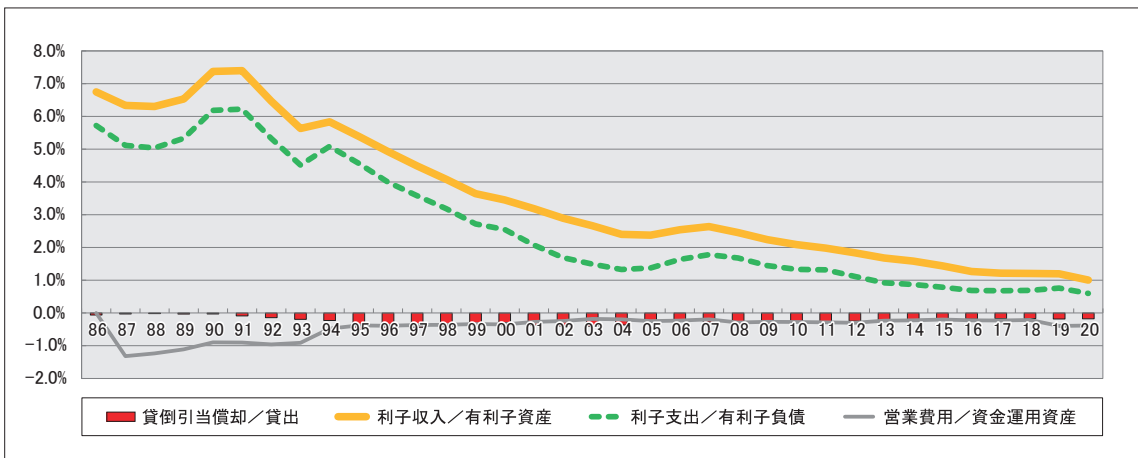
日本の金融セクターの利鞘が、バブル発生前

の1986年から2020年にかけてどのように推移したかみてみた（参照 3-6 日本の金融機関セクターの利鞘推移）。

SNAの改訂で、1994年データから金利中の銀行の事業とみなされる部分を営業利益の中を含めることになり、受け取り金利が減らされ、支払い金利が増やされた。しかし、3-6では、金融機関セクターの金利の利鞘分析を行うためにこれを実際の受取金利、支払金利に戻した。

バブル発生期から2007年まで金利収入と金利支出は1.0-1.2%程度の利鞘を保ってきたが、2008年以降利鞘は縮小し、2019-20年は0.4%程度まで落ちた。直接償却と間接個別引当を含む貸倒引当合計は1986年から1990年までのバブル発生期には、ほとんどなかったが、1995年には0.5%水準に上がり、その後2020年になっても不良債権処理は貸出の0.2%程度は必要だ。

M&A や事業承継などのアドバイザーや金利や為替のリスク管理支援などで稼げればともかく、純保険料、人件費や減価償却費の営業費用もかかる。預金と貸出の利鞘は不良債権の引当や営業費用を払えばほとんど残らない。2019



3-6 日本の金融機関セクターの利鞘推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

－20年は配当を払えば貯蓄は0である。株式市場が好調ならまだしも、株式償却が入ってくるとお手上げの利益水準であるといわざるを得ない。金融庁は金融機関の自由化に取り組み、金融機関はリスクに見合ったリターンを取るべく、利益増加に向けた各種の試みも始めているが、2008年の世界の金融危機、2011年の東北大地震後はリスク資産に対して十分な自己資本があるかどうかさえ疑わしい。コロナのせいで、BIS 3のコア自己資本強化の期限は伸びたが単なる期限の延長に過ぎないので対応をせざるを得ない状況だ。もうメガバンクだけでなく地方銀行でも預金と貸し出しの利鞘を取るだけでなく、アドバイザー手数料やリスク管理支援業務を拡大することが必須になってきている。九州の地方銀行として代表的なのは福岡銀行、西日本銀行、肥後銀行や鹿児島銀行などによる九州ホールディングなどだが、九州に金融市場がないためデリバティブを使った顧客の金利リスク・為替リスク管理などのリスク管理業務の研究・開発・サービス提供の取り組みが金融市場のある東京や大阪に比べて遅れていると言わざるを得ない。

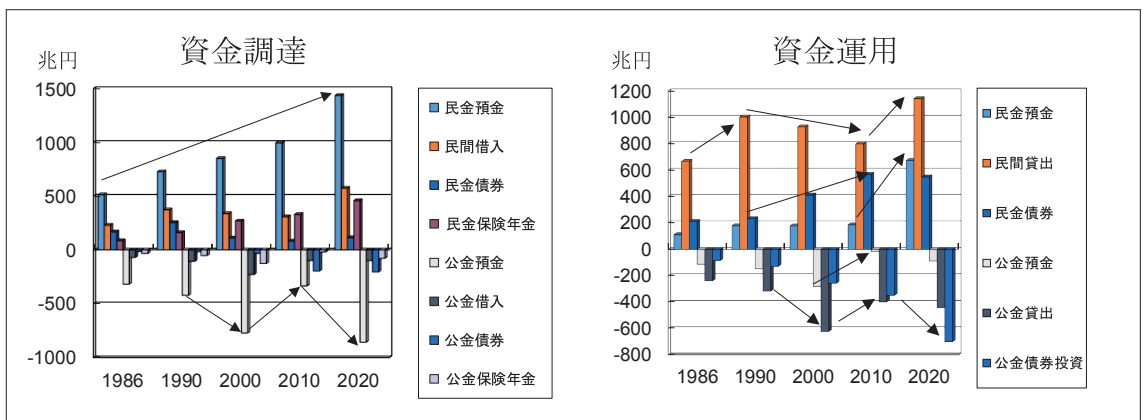
### 第3章 民間金融機関と公的金融機関

#### 第1節 民間金融機関と公的金融機関

1986年から2020年にかけて民間金融機関や公的金融機関の資産や負債がどのように推移してきたかを見てみた（参照 3-7 民間金融機関と公的金融機関）。3-7では、左が資金調達、右が資金運用で、上が民間金融機関、下が公的金融機関で、バブル発生前の1986年末、バブルピーク直後の1990年末、資金運用部があった2000年末、資金運用部廃止から10年たった2010年末、日銀の異次元緩和後でコロナ1年目終了時の2020年末の5点を取って、主要資産や負債項目の金額を比較している。

まず資金調達サイドを見ると、民間金融機関の預金はバブル発生期にだけでなくバブル崩壊後も増加を継続した。民間金融機関では、バブル崩壊後の借入や債券発行はあまり変わっていない。保険年金準備金は、民間金融機関ではバブル発生期に倍増し、その後も増加を継続している。

一方公的金融機関の郵便貯金を含む預金、財政投融资からの借入、簡易保険は、バブル崩壊



3-7 民間金融機関と公的金融機関

出所：国民経済計算データより村藤作成

後90年代に激増し、資金運用部廃止で縮小した。公的金融機関の発行する債券は、もともと大した金額ではなかったが、資金運用部の廃止を受けて預託金の返済原資調達のための財投債や財投機関債が激増した。2013年から2020年にかけては日銀が民間銀行から国債を購入して対価を当座預金に振り込んだため、日銀の当座預金が増加したため、日銀を含む公的金融機関の預金が2010年の335兆円から2020年には857兆円まで増加した。

次に資金の運用先としての資産サイドを見てみよう。民間金融機関の資産としての預金はバブル発生期に増加してから2010年まであまり変わらなかったが2013-20年に日銀の金融緩和で国債購入の代金が当座預金に振り込まれたため民間銀行の日銀当座預金が増加した。民間金融機関の貸出は、1986年の666兆円からバブル発生期に激増し、1990年までに1003兆円になった。バブル崩壊に伴い2010年まで減少したが2013-20年の金融緩和で2020年の1141兆円まで増加した。民間金融機関の債券投資は、バブルの発生前後には200兆円前後だったものが、バブル崩壊後の国債発行や公的金融機関債の激増を受けて2000年に400兆円、2010年の567兆円まで増加し、2013-20年には日銀に買い取られたが2020年にはまだ548兆円持っている。

公的金融機関の資産としての預金は、財投資金の資金運用部預託金を中心だが、バブル発生後の1990年には146兆円だったものが、2000年までに279兆円と倍増した。その後資金運用部の廃止を受け、2010年には17兆円まで落ちた。公的金融機関の貸出は、バブル発生期にも1986年の238兆円から1990年の317兆円まで増加したが、バブル崩壊後に公的資金調達の増大を受けて2000年までに622兆円まで倍増した。2000年以降

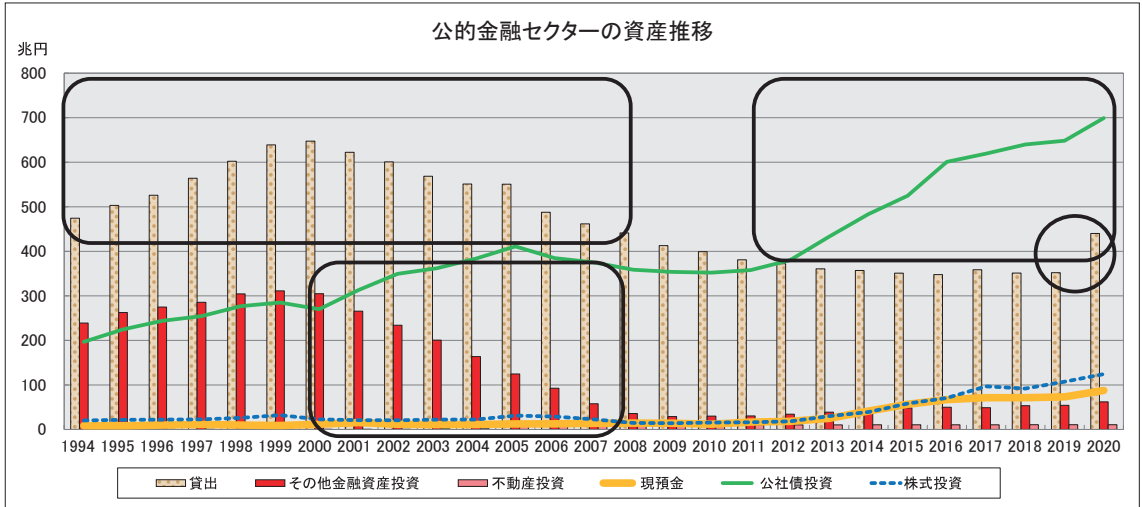
は財投縮小の流れで2010年の399兆円まで落ち、2020年は440兆円である。公的金融機関の債券投資は、国債の増発に伴い1986年の85兆円から1990年の129兆円、2000年の271兆円、2010年の348兆円と順調に伸び、日銀の国債購入で2020年には699兆円に達した。

## 第2節 公的金融機関の資産推移

日本政府によって支配され、影響を受ける公的金融機関は、前述したように日本銀行や資金運用部を含む。公的金融機関の資産は、貸出、資金運用部預託金を中心とする現預金、日銀の国債保有を中心とする公社債が主要項目である。日本の公的金融機関の資産が1986年から2020年にかけてどのように推移したか見てみた（参照3-8 公的金融機関の資産推移）。

公的金融法人の貸出はバブル崩壊後に民間金融機関の信用が失われ、郵貯、簡保、年金など資金運用部に入ってくる資金が増加したため1994年の476兆円から2000年の648兆円まで激増した。現在は廃止されているが2000年まで存在した資金運用部も公的金融機関に含まれるので、資金運用部から公的金融機関への融資と、資金運用部から資金調達した公的金融機関の事業会社や家計への融資とを合わせた合計がこの公的金融機関の融資増大に貢献している。しかし、資金運用部の解体に伴い、財政投融资特別会計からの貸出や公的金融機関の貸出は減少し、2019年には352兆円まで減少した。最近は新型コロナ対策が必要になったため2020年には440兆円に激増した。

一方、公的金融機関は1994年に190兆円ほどしか公社債投資をしていなかったが、1998年以降の中央政府の赤字国債の発行を受けて2012年までに倍増した。2012年からの日銀の民間金融機



3-8 公的金融機関の資産推移

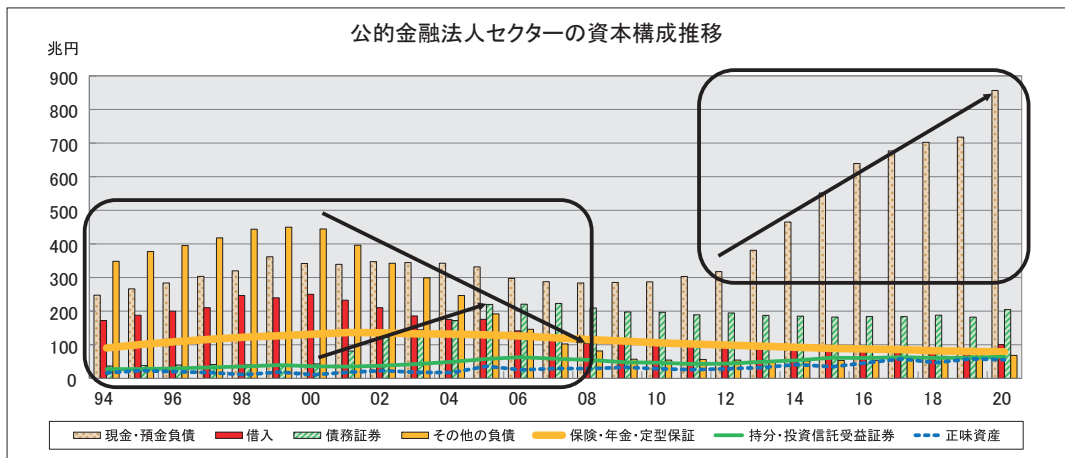
出所：国民経済計算データより村藤作成

関からの国債買取りで公的金融機関の公社債投資は2020年には699兆円に達した。

その他の金融資産は郵便事業庁（2001年～）、郵政公社（2003年～）、日本郵政株式会社（2007年10月～）郵貯・簡保を原資とする資金運用部預託金を含み、資金運用部の解体に伴い、財投機関債の発行を含む資金運用部の資金回収、財投債の発行などにより7年で返済された。

### 第3節 公的金融機関の資本構成推移

日本の公的金融機関の資本構成は日銀の当座預金を含む現預金負債、国民経済計算の統計変更で1994年データからはその他の負債に分類されている資金運用部負債、債務証券、借入を含む。バブル発生前の1986年から直近の2020年までどのように推移したのだろうか（参照 3-9 公的金融機関の資本構成推移）。



3-9 公的金融機関の資本構成推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

公的金融法人の中に日銀が含まれるので、2012年からの日銀の民間金融機関からの国債購入により現預金は2012年の318兆円程度から2020年の857兆円まで激増した。日銀が国債購入対価を金融機関が日銀に持つ当座預金振り込みで支払ったためである。

資金運用部や財政投融资特別会計が公的機関に含まれ、国民経済計算の統計変更で資金運用部預託金を1994年からその他の負債に含めることにしたので、その他の負債は1994年から2000年まで増大し、資金運用部の解体に伴い7年で返済された。

1994年に36兆円しかなかった債務証券が2000年の資金運用部廃止後2007年の220兆円まで増大したのは、資金運用部の解体・資金返済で不足した資金を資金返済期間の7年間、財投債や財投機関債の発行で調達したからである。

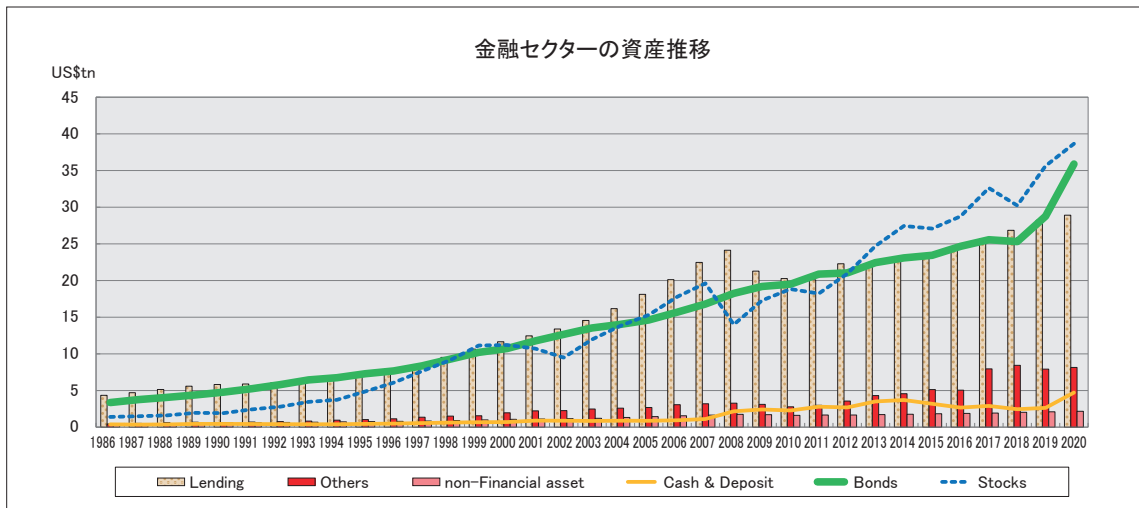
公的金融機関の借入も資金運用部解体までは251兆円まで拡大したが資金運用部解体で2020年の100兆円までピークの4割ほどになった。

## 第4章 アメリカ金融機関と日米の金融機関比較

### 第1節 アメリカ金融機関の資産推移

アメリカの金融セクターの資産は、融資、債券・株式などの有価証券、その他の金融資産が大半で、現預金や構築物や機械ソフトなどの非金融資産はわずかである。日本と比べると、間接金融制度の日本と違って事業会社への融資が少なく、直接金融制度をとっているため市場を通じた債券や株式投資が多い。そもそも金融セクターを構成する主たる組織は、アメリカでは日本のように銀行ではなく、投資信託や保険会社などである。1986年から2020年迄のアメリカの金融セクターの企業価値の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 3-10 アメリカの金融機関セクターの資産推移）。

金融機関セクターの貸出は事業会社に対する貸出より家計宛の貸出が多く、1986年の4.3兆ドルから2008年の24兆ドルまで増加し、金融危機で落ちて2016年にやっと金融危機前の24兆ドルに戻り2020年には29兆ドルだ。



3-10 アメリカの金融機関セクターの資産推移

出所：Bureau of Economic analysis, US Department of Commerce より村藤作成



事業会社、金融機関、連邦・州・地方政府の資金調達を支援する債券投資は1986年の3.4兆ドルから2020年の36兆ドルまで10倍以上に増加した。2020年は連邦政府がコロナ対策のため国債発行をかなり増やしたためこれを引き受けなければならず、融資をかなり引き離して金融セクターの資産としては株式投資に次ぐ2位となった。

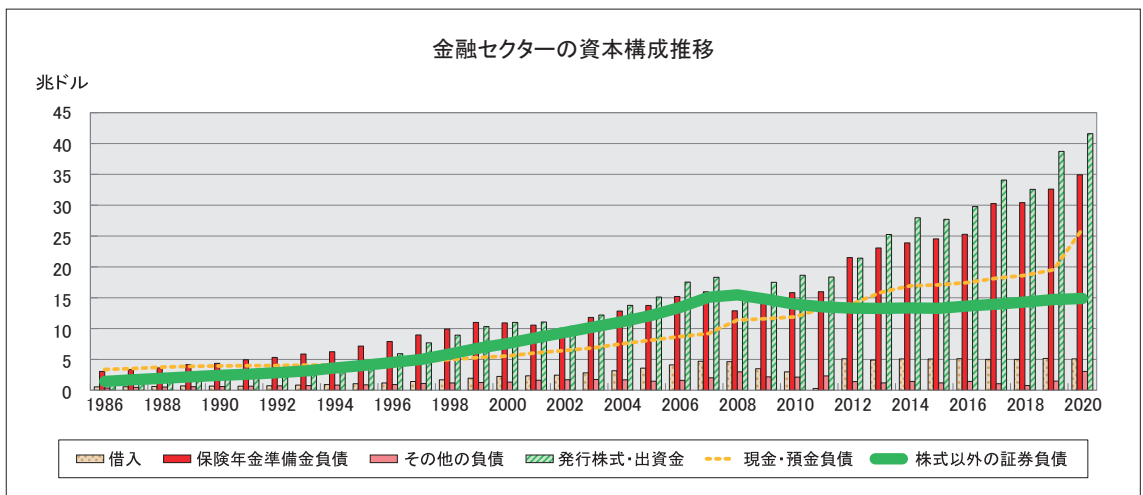
株式投資は銀行中心の日本では株式市場の変動に伴いリターンが大きく変動するリスクが高すぎる投資と家計によりみなされているが、投資信託や保険・年金が中心のアメリカでは2013年からは融資や債券投資以上の金融セクターの最大の資産となっている。金融セクターの株式投資は、1986年の1.4兆ドルから2007年には20兆ドルまで増加し、金融危機で落ちたもののその後また増えて2020年末には当時のアメリカのGDP21兆ドルをはるかに超える39兆ドルほどある。事業会社の正味資産は大きなマイナスに落ち込み、株はちょっと高くなりすぎているように見える。

## 第2節 アメリカ金融機関の資本構成推移

アメリカの金融セクターの資本構成は、現預金、債券、保険年金準備金、発行株式等が主要なものである。日本のように銀行が金融セクターの中心ではなく、保険年金や投資信託が大きいので、資金調達ソースとして預金が保険年金準備金、金融債、投資信託等に対して日本のように圧倒的に大きいわけではない。1986年から2020年までの日本の金融セクターの資本構成の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 3-11 アメリカ金融機関セクターの資本構成推移）。

金融セクターの負債としての現預金は、86年末の3.4兆ドルから2020年末の26兆ドルまで増加した。コロナのため20年の預金の増加は6兆ドル程度と大きかった。コロナ下でアメリカでも事業会社や家計はいざというときのために預金を増やしたのだ。

金融債は1986年には1.4兆ドルしかなかったが金融危機までは現預金より速いスピードで増加し、1996-07年にかけて預金を抜いて2008年に



3-11 アメリカ金融機関セクターの資本構成推移

出所：Bureau of Economic analysis, US Department of Commerce より村藤作成

は15兆ドルを超えた。しかし金融危機で落ちて2020年にまた15兆ドル近くである。

発行株式・出資金は、銀行の自己資本だけでなく、金融セクターに属する投資信託の自己資本を含む。1986年の1.4兆ドルから2007年には18.3兆ドルまで成長し、金融危機で15兆ドルまで下げたものの、2020年にはコロナの金融緩和で42兆ドルまで伸びてきて資本構成中最大の項目である。

保険準備金も1986年に3兆ドルしかなかったものが2007年には16兆ドル近くになり、金融危機で多少落ちたものの、2020年には35兆ドルまで伸びた。

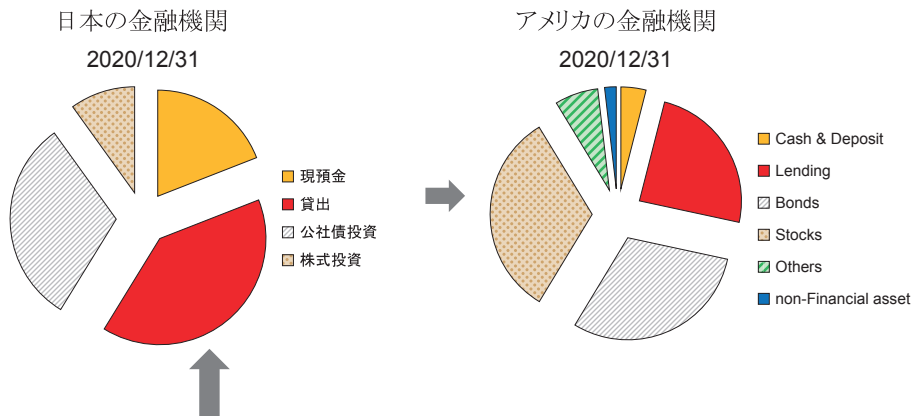
2020年末段階で、アメリカでは、日本と異なり、金融機関の株式・出資金、保険準備金はいずれも負債としての銀行預金より多い。金融債は2020年にコロナのために伸びた現預金よりかなり少ない。日本と違って間接金融でない直接金融の国であるため、金融セクターは資産として株式投資、公社債投資のようなリスク資産が多いため、資本構成も自己資本の割合が高くなっている。

### 第3節 日米金融機関の資産内訳比較

日米の国民経済計算データから、2020年末における日米金融機関の資産の内訳を比較してみた。(参照 3-12 日米金融機関の資産内訳比較)。

日米の違いの基本は、日本が銀行を中心とする間接金融が多く、アメリカは株式や公社債など市場を通じた直接金融が多いということである。間接金融においては銀行が融資先を審査しているので資金を提供する銀行に対して企業価値や株式価値に影響を与えるような重大な事実を隠蔽することは難しいが、直接金融においては重大な事実は株主や社債投資家に開示しないと、投資家にとって不公平なことになる。これは日本では証券取引法や金融商品取引法の開示規則に反映されている。

日本の金融セクターは銀行が中心なので資産には融資が多いが、アメリカの金融セクターは、保険・年金、投資信託が大きいので資産には株式出資金が多い。リスクに見合ったリターンがあればアメリカの金融機関はリスクを取りに行くのである。アメリカでは資金調達を、有価証



3-12 日米金融機関の資産内訳比較

出所：日米国民経済計算データより村藤作成

券を発行して行うことが多いため、融資は、銀行から事業会社によるものは少なく、銀行や消費者金融会社から家計に対する貸し出しの方がはるかに大きい。

金融セクターによる公社債の保有は日本において過去はたいした金額でなかったが、1998年以降の政府の赤字国債の発行の激増でアメリカ以上に持つようになった。ただ、安倍政権下の黒田総裁の異次元の金融緩和で2013年以降金融機関から日銀が国債を大量に買い集めた。アメリカの保険年金、投資信託などでは株や公社債などリスク資産を多く持つため、レバレッジを低くし自己資本を大きくしている。

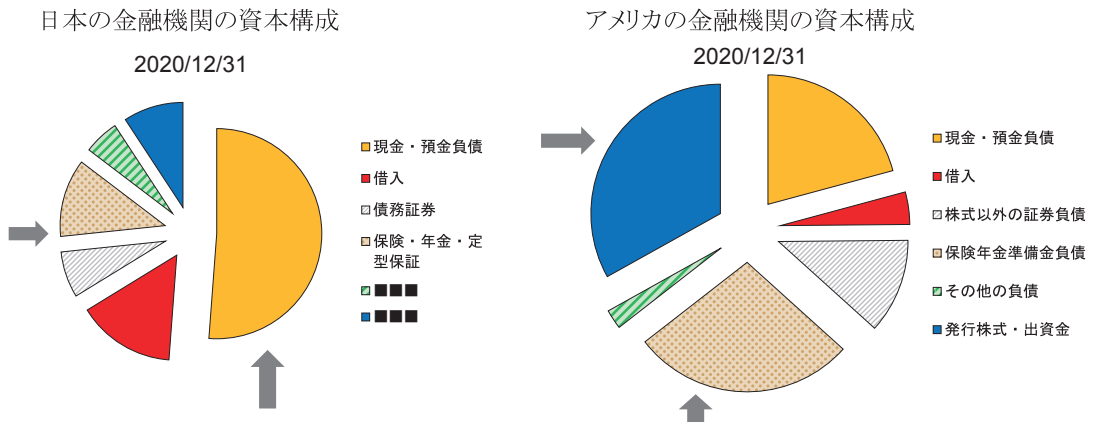
#### 第4節 日米金融機関の資本構成内訳比較

日米の国民経済計算データから、2020年末における日米金融機関の資本構成の内訳を比較してみた。(参照 3-13 日米金融機関の資本構成内訳比較)。

日本の金融セクターは銀行が中心なので家計からを主とする預金負債による調達が半分近くあるが、アメリカの金融セクターは銀行の割合

が全体の4分の1程度なので、資金調達における預金負債の割合は金融セクターの資本構成の4分の1もない。日本は特に2013年から日銀が当座預金を使って民金融機関から国債を購入したため預金負債が増えた。

株式投資が少ない銀行を中心とする日本の金融セクターはほとんど自己資本がないが、アメリカの金融セクターは、株式、公社債のようなリスク資産に保険・年金、投資信託などが投資するため自己資本が4分の1以上ある。ここで言う自己資本には、銀行、FRBの自己資本だけでなくミューチュアル・ファンドの自己資本を含み、これが大きい。日米共に保険年金準備金はかなり大きいアメリカでは金持ちや普通の人の年金や健康保険の多くを政府でなく民間金融機関が提供するのアメリカの保険年金準備金の方が大きい。日本は借入と金融債発行が同じくらいだが、直接金融の国アメリカでは借入が少なく、金融債の発行が多い。



3-13 日米金融機関の資本構成内訳比較

出所：日米国民経済計算データより村藤作成

第5章 中央銀行と金融緩和

第1節 日銀のバランスシートとマネタリーベースの増加

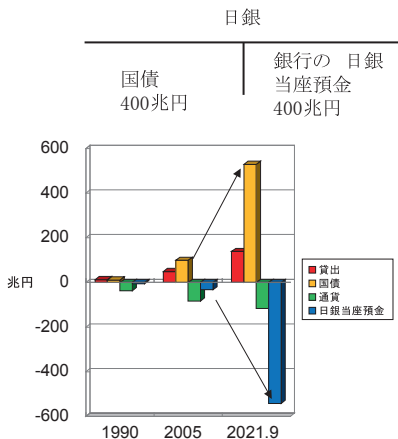
黒田日銀総裁の異次元の金融緩和のために、日本ではマネタリーベースが大きく増やされた(参照 3-14 日銀のバランスシートとマネタリーベースの増加)。マネタリーベースとは、発行日銀券と民間の金融機関が中央銀行に預けた預金の合計のことである。発行日銀券だけでなく民間金融機関の日銀預金も中央銀行の通貨の性質を持つのである。

バブル崩壊、日銀の異次元の金融緩和以降、日銀の資産、負債は大きく拡大し、資産は2021年9月末に724兆円で政府の国債528兆円、買入手形や買現先等を含む貸出138兆円等を含む。2021年9月末時点で負債のうち大きいのは、日銀当座預金542兆円、発行日銀券117兆円である。日銀の当座預金は従来金融機関の資金の過不足を調整するマネーマーケットの決済勘定の意味合いが強かったが、日銀の金融機関からの国債購入対価の払い込みに使われて金額が激増した。

日銀の国債保有は1990年には11兆円しかなかったが2005年末には99兆円、2021年9月には528兆円と激増した。

日銀券は1990年の37兆円から、2005年末には84兆円と倍以上になったが2021年の9月で117兆円とこの15年あまりでそれほど増えていない。日銀の当座預金は1990年の5兆円から2005年末には33兆円、2021年9月末には542兆円と爆発的に増えた。これは日銀が、デフレが止まらなかったため、2013年から2%インフレを目標に“異次元の金融緩和政策”を採り金融機関から国債を買って、金融機関の日銀当座預金に代金を振り込んでマネタリーベースを増加させたからだ。国債の購入にあたって、日銀券を発行してトラックで金融機関に運ぶわけにもいかないので、日銀の売り手金融機関の当座預金に購入代金を振り込んでいるのである。これはアメリカのFRBが金融緩和をするときに購入した代金を金融機関の当座預金に払い込んでいるのと同様である。

ただ、不景気のときは、マネタリーベースを増やして中央銀行の広い意味の通貨を増加させても企業や家計が借りてくれないので貨幣乗数



3-14 日銀のバランスシートとマネタリーベースの増加

出所：日銀の令和3年9月30日貸借対照表、マネタリーベース・マネタリーストック統計

マネタリーベース=日銀の負債サイドで当座預金含む

2022年2月末: **664兆円**

マネースtock=流通現預金でマネタリーベースより大きい、日銀の当座預金は含まない

2022年2月のM2: **1,179兆円**

マネースtock=マネタリーベース x 貨幣乗数(22年2月現在1.78倍)

が減るだけで家計や事業法人など中央政府や金融機関以外で実際に使われている通貨であるマネーストック（以前のマネーサプライ）は伸びない。2020年はコロナ不況に対して金融緩和政策が取られ、マネタリーベースもマネーストックも増加された。

### 第2節 日銀の金融緩和と融資の効果

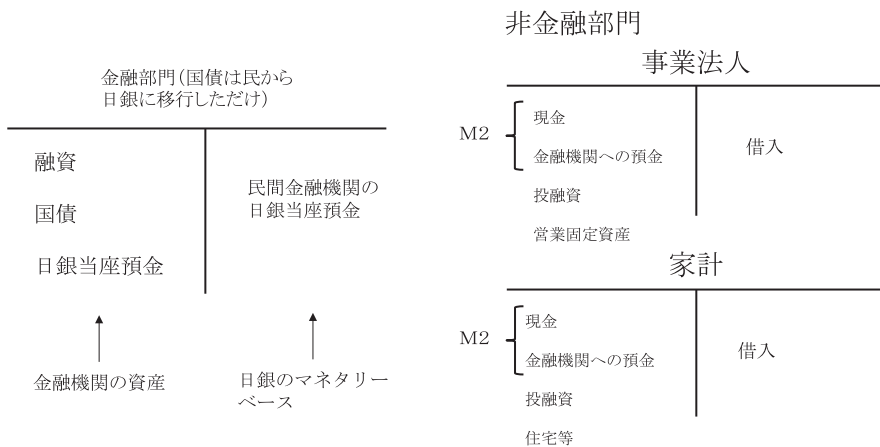
日銀による異次元の金融緩和でマネタリーベースが大きく増やされたにもかかわらず、事業会社や家計が金融セクターから借りてくれず、金融機関も取り返せない資金を融資したくなかったため融資はそれほど伸びなかった（参照3-15 日銀の金融緩和と融資の効果）。

日銀は、2012年以降、金融緩和として金融機関から国債を購入して金融機関の日銀当座預金にお金を振り込んでいる。この結果銀行は、国債をなくし、日銀当座預金を得たわけだが、そのうち一部を融資にしたり、国債購入にまわしたりする。日銀の金融機関からの国債の購入は、金融機関がまた国債を購入する余力を生む。事業法人や家計などの非金融部門の金融機関から

の借入は、一部が現金や金融機関への預金となってM2を増やす。この預金により銀行がさらに非金融部門に貸し出し、それが金融部門の預金におかれるとさらにM2が増える。ちなみにマネーストックは金融部門が経済全体に供給する通貨の総量のことだが、M2とは、現金と預金通貨の合計であるM1に定期性預金や譲渡性預金(CD)を加えたもののことである。M2は市場全体に流通している通貨の供給量を示す。非金融部門の借り入れは非金融部門の活動を活発化させるが投融資、事業価値や住宅等にも回されるので、借り入れが全てすぐマネーストックになるわけではない。もちろん、投融資や事業価値、住宅等の増加は、他の事業会社や家計において現金や金融機関預金となりうる。

### 第3節 欧米と日本の金利差による円安の進行

日本の円安による輸出攻勢は1985年9月のプラザ合意で円高にされてストップされた。プラザ合意時に235円/ドルだった為替レートは1995年に80円近くまで行った。その後2007年まで120円/ドルくらいでいたものが、リーマンショッ



3-15 日銀の金融緩和と融資の効果

出所：村藤作成



クで一気に80円の円高になった。

リーマンショック後の80円/\$の円高から2015年ごろの120円/\$まで円安になったのは、日銀の異次元の金融緩和、ドルの金融緩和終了、日本の東日本大震災後のエネルギー輸入による貿易赤字のためである。(参照 3-16 欧米と日本の金利差による円安の進行)。2016年前半に120円/\$から100円/\$に円高になったのは、アメリカ経済減速によるドル高修正と原油安による日本の経常収支黒字化が原因と考えられる。2017-2020年のトランプ大統領時代の円ドルレートははじめドル高になり任期中110円/\$程度が続いた。

2022年になってコロナは3年目のウィズコロナの時代に入った。欧米の中央銀行は予想を超えたインフレに対応するため金利を引き上げたが、日銀は金融緩和を継続する意向である。このため、欧米と日本の間に大きな金利差が生じ、円安は2022年の9月22日には145円/\$まで進んだ。財務省はFRBの0.75%の政策金利引き上げ直後の9月22日に突然3兆円程のドル売り介入をしてドル145円をドル140円ほどにした。ただ

金利差継続もあり、10月3日にはまたドル144円まで戻っている。

インフレ差は中長期的には高インフレの国では通貨安を生み、低インフレの国の通貨を強くするはずだ。したがって今回の円安はいずれ円高方向に反転するはずだが、余りの急速な円安で日本にもインフレが生じ始めていることが懸念される。日本も世界から分断されているわけではなく、世界が金利を上げ、日本にインフレが始まりつつあることから日銀の金融緩和政策は長くは続けられないのではないと思われる。

### 参考文献

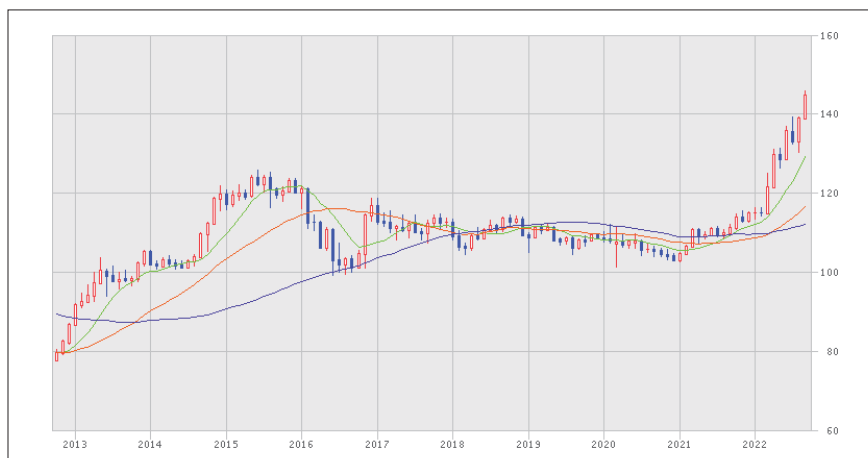
#### a. 単行本

村藤 功『日本の財務再構築』 東洋経済新報社  
平成16年(2004年)

村藤 功『ネットの政府』 同文館出版 平成27年(2015年)

#### b. 研究ノート

九州大学経済学会 経済学研究 第89巻 第1



3-16 欧米と日本の金利差による円安の進行

出所：楽天証券 10年の円ドルレート推移(2022年10月3日)

号 p93-102

九州大学経済学会 経済学研究 第89巻 第2  
- 3 合併号 p95-112

c. データ

- 内閣府経済社会総合研究所編 国民経済計算  
1986-2020データ ([https://www.esri.cao.go.jp/  
jp/sna/menu.html](https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html) 2022年5月時点)
- 1986-2020 data from the “Integrated  
Macroeconomic Accounts for the United States”  
from the Bureau of Economic Analysis, US  
Department of Commerce  
([https://www.bea.gov/data/special-topics/  
integrated-macroeconomic-accounts](https://www.bea.gov/data/special-topics/integrated-macroeconomic-accounts) 2022年

5月時点)

- 日本銀行 第137回事業年度 上半期財務諸  
表 (令和4年4月1日から令和3年9月30日)
- 日本銀行調査統計局 マネタリーベース  
(2022年2月)
- 日本銀行調査統計局 マネーストック速報  
(2022年2月)
- 楽天証券ホームページ 10年の円ドルレート  
推移 (2022年10月3日)  
(<http://Rakuten-sec.co.jp/web/market>)

[九州大学大学院経済学研究院  
産業マネジメント部門 教授]