

最近のマネー関連統計の動きと企業をとりまく金融環境について

1. 2024 年3月、日本銀行(日銀)は、「量的・質的金融緩和(QQE)」の枠組みによる金融緩和はその役割を果たしたとし、金融政策の枠組みの見直しを行った。これによって、我が国の金融政策は、これまでの非伝統的金融政策から、短期金利の操作を中心とした政策手段とした伝統的なものに回帰した。その後、日銀は漸次、政策金利(短期金利)を 0.75%まで引き上げる(図1)とともに、国債買入れの減額、ETFの売却開始など、バランスシートの規模の縮小を進めている(図2)。我が国経済は長らく利上げを体験しておらず、またQQEが諸外国と比べても、我が国の過去の事例を見ても、類を見ない大規模な緩和策であったため、今般の金融政策の調整¹が与える影響について、我々は諸外国や過去の経験を教師として学ぶことが難しい立場にある。こうした中にあって、金融環境を示す各種の指標を丹念に確認することの重要性は、かつてないほどに高まっているといえよう。本稿では、マネー関連統計(マネタリーベース、マネーストック)等の量的な指標を中心に取り上げ、特に我が国企業をとりまく金融環境について、最近の動きを確かめることにしたい。

図1 短期金利の推移

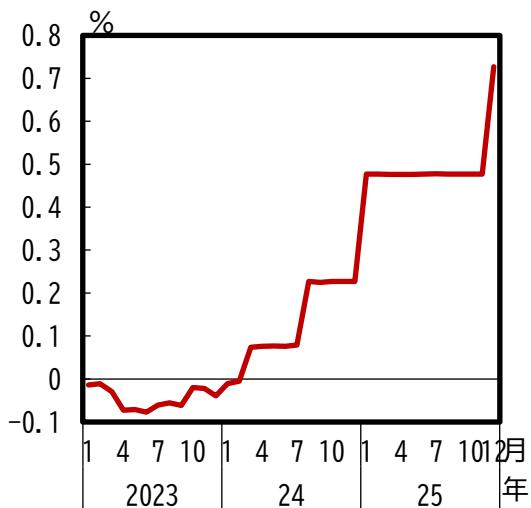
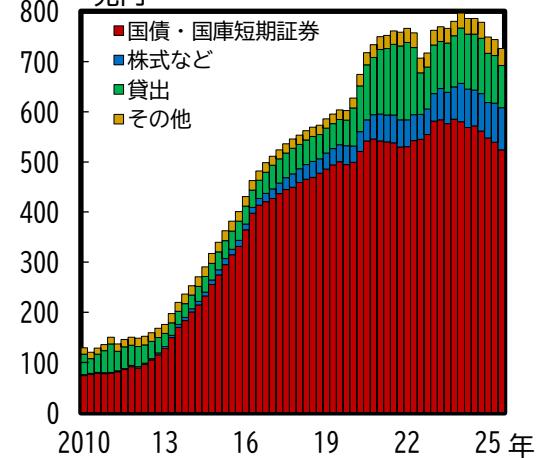


図2 日本銀行のバランスシート(資産サイド)兆円



2. マネタリーベース(日銀券発行高、貨幣流通高、日銀当座預金の合計)の推移をみると、QQE終了後の国債買入れの減額などに伴い伸びが減速し、2024 年後半ごろからは前年比減少に転じている(図3)。これはマネタリーベースの8割程度を占める日銀当座預金の減少が主な要因である。一方、マネーストック(銀行などから経済全体に供給されている通貨の総量)の動きをみると、2024 年後半から 2025 年前半にかけてやや伸びが低下する局面がみられたものの、直近ではむしろ伸びがやや高まっている(図4)。この背景には、不動産向けやM&A目的の資金需要などにより、預金取扱機関の貸出が増加している(図5)こと、すなわち信用創造のメカニズムがある。QQEの期間中には、マネタリーベースの大幅な伸び²に比して貸出の伸びが小さかったことから、貨幣乗数は低下傾向をたどった(図6)。これは、現代の金融システムにおいては、マネタリーベースの拡大／縮小が貸出、ひいてはマネーストックの増加／減少には直結しにくくなっていることを示しているといえる。こうした構造変化もあって、マネタリーベースが縮小する中でも、経済全体に供給される流動性が大きく制約されるというような現象は、いまのところ生じていないよううかがわれる。

¹もちろん、日銀のバランスシートはQQE開始前に比べて大きくなっています。政策金利も諸外国と比較すれば低い水準にあります。

²特に、QQEの導入当初から2016年9月までは、マネタリーベースの増加額自体が金融市場調節の操作目標となっていました。

図3 マネタリーベースの推移

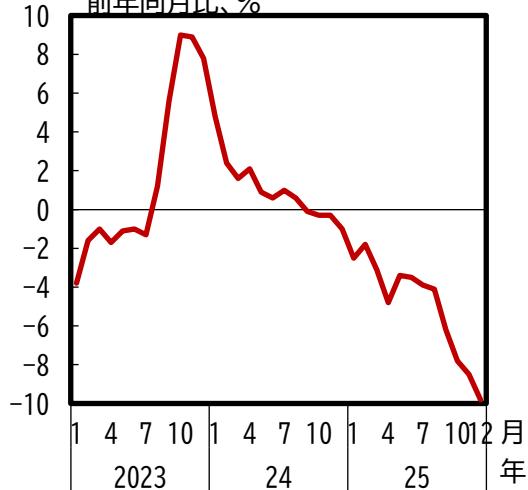


図4 マネーストックの推移

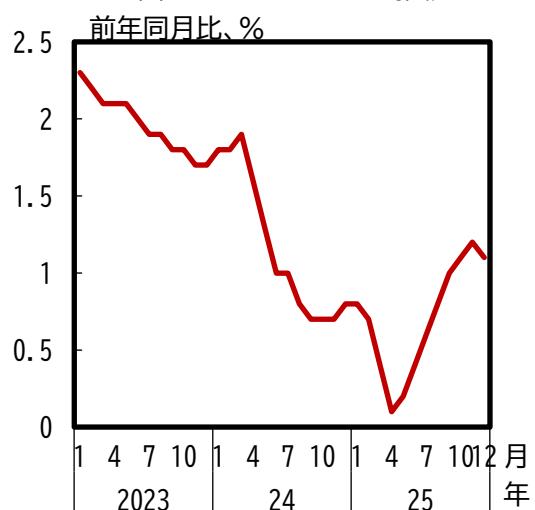
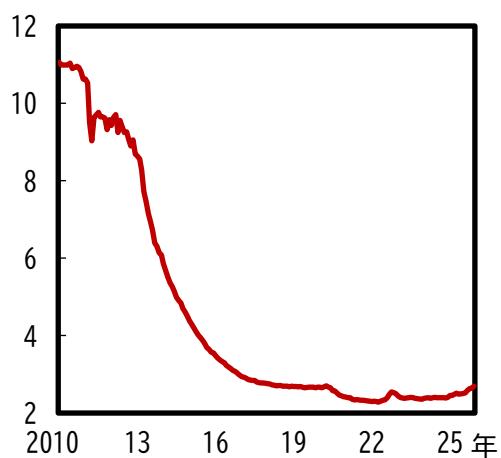


図5 企業向け貸出残高の推移



図6 貨幣乗数の推移



3. マネーストックの動きをより詳しくみると、現金通貨、預金通貨(流動性預金)は足もと減少傾向にある一方、準通貨(多くは定期性預金³)の伸びは高まっている(図7)。とくに、企業⁴の保有する準通貨残高は、QQEが終了した直後から急速に増加している(図8)。これは、政策金利の上昇に連れる形で定期預金金利が上昇したことにより、企業の余剰資金が(例えば流動性預金などの他の金融資産から)定期預金に振り向けられたことを示していると考えられる。実際、好調な収益を背景に資金の収支戻りが大きめの余剰(運用)超となる中、企業の手元にある流動資産は増加傾向にあり(図9・10)、すぐに使わない資金を少しでも利回りの高い運用に回そうとすることは自然な行動である。企業の手元資金が設備投資等に向かわないうことが課題であるという論点(例えば、内閣府(2025)第3章)はもちろんあるものの、現状、企業の資金繰りには多額の余資運用ができるほどに余裕があるということもできる⁵。

³ この他、準通貨には外貨預金を含む(この点を含め、マネーストックの定義については日本銀行調査統計局(2025)を参照)。

⁴ 正確には、通貨保有主体のうち家計や一般政府の内訳ではない主体というべきであるが、ここでは簡明のためこのように記述する。なお、通貨保有主体に含まれる法人は、いくつかの例外を除いて非金融法人企業である。

⁵ 収支戻りについては、この間の金利引上げが設備投資支出を押し下げ、これが余剰超方向に寄与するという波及経路も考えられる点には注意が必要である。なお、企業が余資運用に回す資金を多量に抱えている場合、金利の調節を含む金融引き締め(金融緩和の縮小)に対する経済の反応が弱まる可能性もある。この点については、北・直野(2026)を参照。

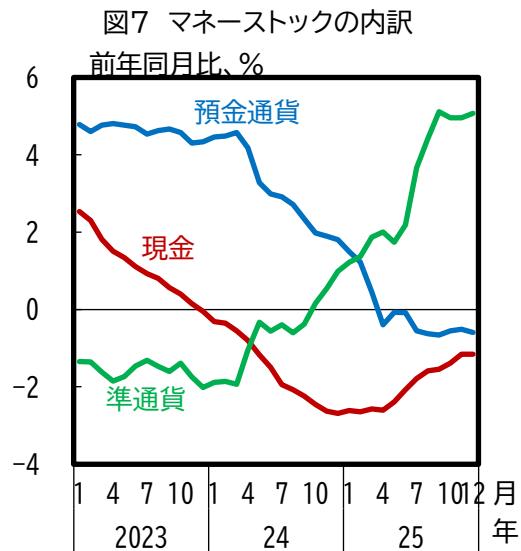


図9 企業の保有する流動資産

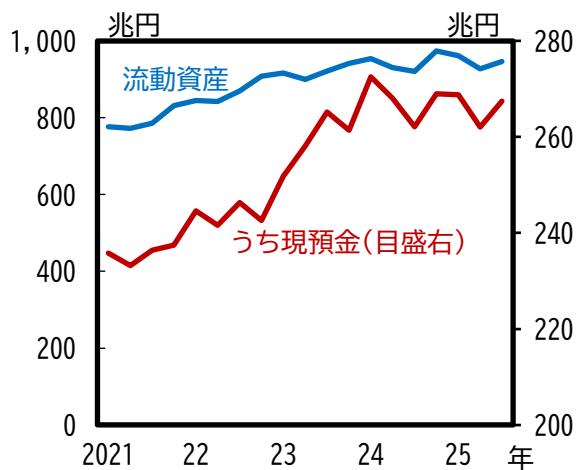


図8 企業の保有する準通貨残高

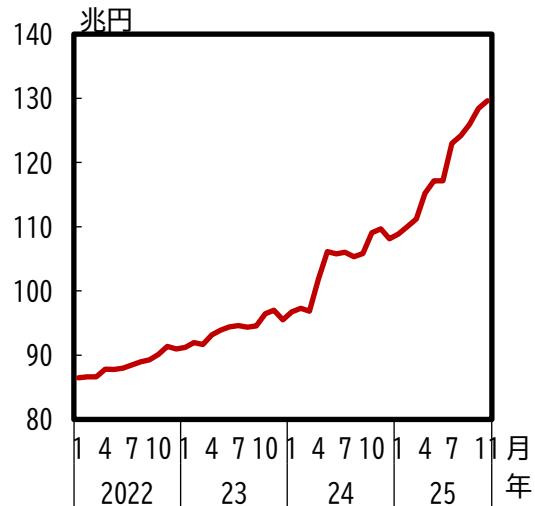
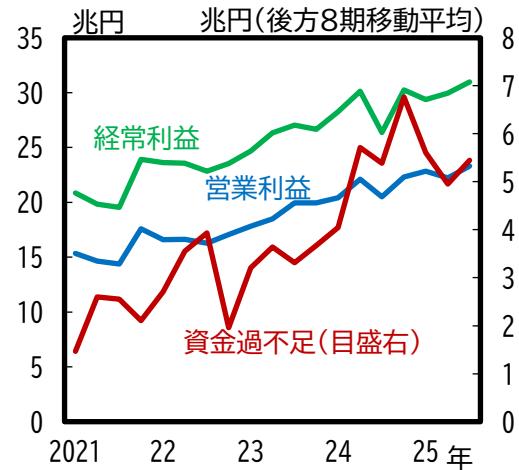


図 10 企業の収益と資金過不足



4. このように、日銀はバランスシートを徐々に縮小させているものの、経済に供給されている資金は潤沢なままであり、全体としてみれば、企業をとりまく金融環境がタイト化したり、資金繰りに余裕がなくなったりする姿は確認できない。実際、企業の主観的な認識を日銀短観で確認しても、金融機関の貸出態度は業種・企業規模問わず緩和的であるとみなされている(図 11)ほか、資金繰りにも相応のゆとりを感じていることが確かめられる(図 12)。

図 11 金融機関の貸出態度

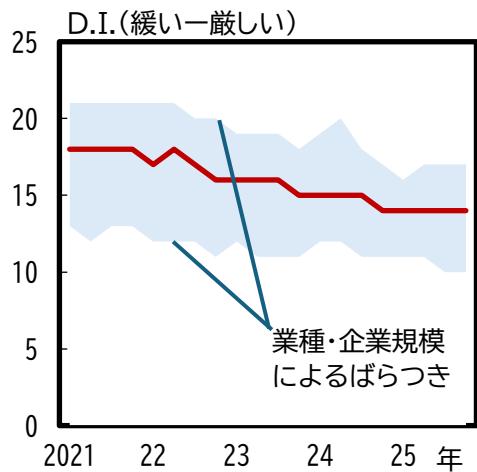
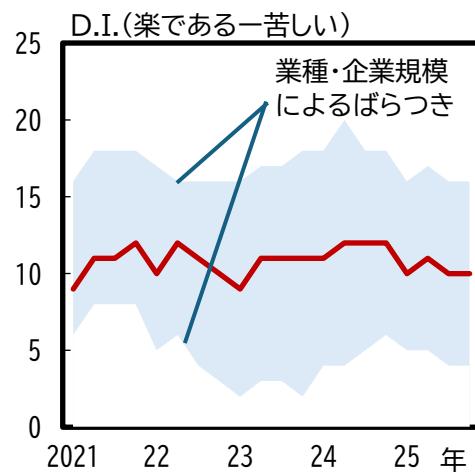


図 12 企業の資金繰り

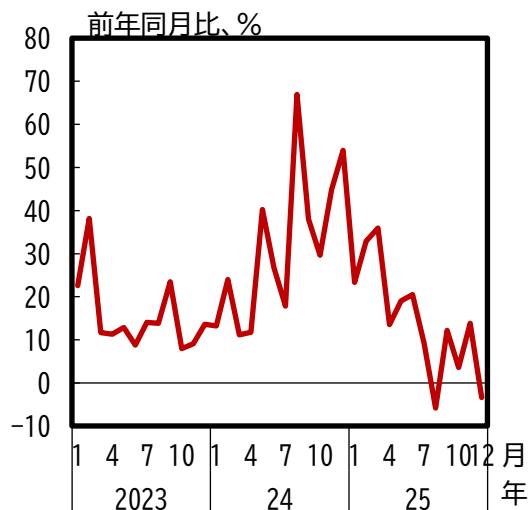


5. なお、ここまででは、企業の借入・預金等の動き、大まかに言い換えれば企業と預金取扱機関との関係についてみてきたが、企業の直接金融による資金調達についても確かめておこう⁶。社債・CP(コマーシャルペーパー)の新規発行の推移をみると、CP の発行の伸びにやや鈍化はみられるものの、QQEの終了以後も堅調に推移している(図 13・14)。これを見ても、全体としては、金融政策の調整が企業の資金需要を減退させたり、資金調達を難しくしたりしている様子は特段見当たらないように思われる。

図 13 社債の新規発行額の推移



図 14 CP の新規発行額の推移



5. 図7・8は「マネーストック」より作成。図9は財務省「法人企業統計」より作成(法人企業統計は除く金融・保険業ベース)。なお、図8と図9の現預金の定義については、法人企業統計は資本金 1,000 万円以上の企業のみを調査対象としており、かつ満期まで1年以上の定期預金を含めていないこと、マネーストックの通貨保有主体と法人企業統計の調査対象(除く金融・保険業)が業種分類の面で必ずしも一致しないこと、といった差異がある。図 10 は「資金循環統計」および「法人企業統計」より作成。経常利益・営業利益は季節調整値、金融・保険業除く。資金過不足は非金融法人企業のもの。
6. 図 11・12 は日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成。折れ線は全規模・全産業。業種・企業規模によるばらつきのバンドは、製造業・非製造業／大・中堅・中小の6通りの組み合わせにおける D.I. の最大値および最小値。
7. 図 13・14 は証券保管振替機構公表の統計情報より作成。社債のデータは公募社債のもの。なお、集計されている社債・CP の発行主体には金融機関等も含まれる点には注意。

担当:内閣府 政策統括官(経済財政分析担当)付参事官(総括担当)付参事官補佐

直野 未悠 (直通 03-6257-1560)

本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。