

## 第20章 金融の発展度を測る — 金融深化指標と通貨発行益

経済発展は金融制度の発展や金融資産の蓄積をとまなう。そこで「経済発展と金融」というテーマで有用な指標を紹介してみたい。

### ● 経済発展と金融

金融の発展の最初は、社会に貨幣が浸透していく局面（「貨幣化 (monetization)」）である。現金通貨が金融取引の中心で、伝統的金融制度（両替商人や講、無尽、仲買人による生産代金の前貸しなど）が重要である。

近代的な銀行をとまなう国民経済規模の金融市場が発達してくると、貸し手の余剰資金を預金として集めて最終的な借り手に銀行が貸し付ける金融仲介がおこなわれ、金融市場での利子率（金利）が重要な役割を果たす。この時点では、企業情報は一般大衆には十分普及していないので、調査機能をもつ銀行の能力が経済発展には重要になる。

さらに金融市場が発達してくると、債券市場や株式市場といった資本市場が形成される。この段階では企業情報も公開され、専門家による債券の格付けが重要になる。

### ●直接金融と間接金融

究極的な借り手と究極的な貸し手との間を結びつける制度的枠組みについて、ガーリー (J. G. Gurley) とシュエウ (E. S. Shaw) が提案した「直接金融」と「間接金融」という概念がある。

究極的な借り手の発行する株式や社債、国債などの本源的証券と呼ばれる負債を究極的貸し手が直接取得する場合は、直接金融である。また、金融機関がまず取得し、究極的な借り手は金融機関が発行する預金などの間接証券と呼ばれる負債を取得する場合は、間接金融である。

しかし、このような「間接金融」の比率だけをみれば金融のことがすべてわかるわけではない。たとえば、間接金融の比率が高いことは証券市場の比重の低いことを意味しない。金融（仲介）機関の株式・公社債などの取得のように、間接金融も証券市場を通じておこな

われることがあるからである。

●金融深化指標

金融資産の蓄積という意味での金融深化の指標として、M2（現金と要求払い預金であるM1と、定期性預金の和）とGDPの比率が参照されることがある。M2とGDPの比率は「基本公式1」にあるように、一年間の生産活動の成果である（フローとしての）財・サービスに対して年末の貨幣量（というストック）がどのくらいあるかの指標である。また、この指標は、実質GDPでみた経済活動の規模に対して、どのくらいの実質価値の貨幣が供給されているかも示している。

しかし、M2の増加が常に資金の効率的な利用を示しているわけではない。たとえば、M2の一部である

基本公式 1	金融深化指標
<p>金融深化指標 <math>\left(\frac{M2}{GDP}\right)</math> はフローの取引額に比べてストックとしての金融資産の蓄積額がどのくらい大きいかを示している。また</p> $\frac{M2}{GDP} = \frac{M2/GDP \text{ デフレーター}}{\text{実質 GDP}}$ <p>と書き直すと、実質生産を示す実質 GDP に対して実質金融資産残高 (M2/GDP デフレーター) がどのくらい大きいか (「金融深化 (financial deepening)」) を示している。</p>	

銀行の預金の増加は、それに見合った銀行からの貸し出しの増加をとまなうが、この銀行貸し出しの増加が公的部門の債務といった形で利用されれば、資金が非効率なやり方で使われている可能性もあるからである。

表1は中国とカンボジアのM2とGDPの比率をみたものである。両国ともに経済において金融資産の比重が高まっていることが示されている。

表1 中国とカンボジアの金融深化指標

(1) 中国

	1990	1995	2000	2004	2005	2006	2007	2008
M1	6,950.7	23,987.1	53,147.2	95,969.7	107,278.8	126,035.1	152,560.1	166,217.1
M2	15,293.4	60,750.5	134,610.3	254,107	298,755.7	345,603.6	403,442.2	475,166.6
GDP	18,667.8	60,793.7	99,214.6	159,878.3	184,937.4	216,314.4	265,810.3	314,045.4
M1/GDP	0.37	0.39	0.54	0.60	0.58	0.58	0.57	0.53
M2/GDP	0.82	1.00	1.36	1.59	1.62	1.60	1.52	1.51

(注) M1、M2、GDPは100 million yuan。

(出所) National Bureau of Statistics of China, *China Statistical Yearbook 2010*, China Statistical Press.

(2) カンボジア

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
M1	816.97	946.95	1,153.39	1,308.41	1,635.47	2,043.22
M2	2,892.11	3,338.43	4,284.83	4,962.54	6,974.65	11,287.53
GDP	16,768	18,535	21,437	25,755	29,849	35,002
M1/GDP	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
M2/GDP	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3

(注) M1、M2、GDPはBillion of Riels。

(出所) IMF (2010) *International Financial Statistics*, January, 2010, Washington, D.C.: IMF.

## ●通貨発行益

開発途上国で重要な問題のひとつに、通貨発行益（シニョリッジ [seignorage]）がある。これは政府が財政収入を得るために、税ではなく、中央銀行の通貨発行を使うことである。たとえば、政府の債務である国債を中央銀行が引き受けるという場合である。ここで「貨幣」といわれているのは「ハイパワード・マネー」（ベース・マネー、現金通貨と銀行準備の合計）であり、これは政府・中央銀行が国民に負う債務（国民の資産）である。

このようにして貨幣供給が増加すると（財に対して貨幣が多くなるので）財の価格（一般物価水準）が上昇し、利子のない通貨の実質価値は物価上昇で目減りしてしまう。政府の債務を中央銀行の貨幣発行で賄っている時には、国民は税という形での負担を負っていないように見える。しかし、貨幣供給増加で物価が上昇すれば国民の保有する貨幣の実質価値が目減りする。財政赤字↓通貨（ベース・マネー）の追加発行↓物価上昇（インフレ）にともなう通貨価値の低下は、財政赤字にともなう国民の負担なので実質的には税と同じである。このような現象を「政府の通貨発行益」あるいは「国民に対するインフレ税」と呼んでいる。

「シニョリッジ」とは、もともと金本位制の時代における貨幣流通総価額と貨幣の素材価

値の差額のことである。この差額は、貨幣を発行する政府・中央銀行の利得になってきたといわれている。

通貨発行益は「通貨発行増加分で財・サービスをどのくらい購入できるか」で定義されている（「基本公式2」参照）。表2はブラジルの最近の値をみたものである。ブラジルでは、かつてきわめて高いインフレーションを経験し、通貨発行益もGDPの三パーセントにもなったが、近年では一パーセント程度である（表2（6）行）。また、通貨発行益に占める実質通貨量の増加（表2（11）行）と、通貨の実質価値の目減り分の比率（表2（12）行）をみると、実質通貨量増加の比率が高く、経済成長に見合ってそれに必要な貨幣が供給されて

### 基本公式2

### 通貨発行益（シニョリッジ）

$SN$  を通貨発行益、 $M$  をベースマネー、 $M_{-1}$  を前の期のベースマネー、 $P$  を物価水準、 $P_{-1}$  を前期の物価水準とすると、以下のような要因分解ができる。

$$\begin{aligned} SN &= \frac{M - M_{-1}}{P} \\ &= \frac{M}{P} - \frac{M_{-1}}{P_{-1}} + \frac{M_{-1}}{P_{-1}} - \frac{M_{-1}}{P} \\ &= \Delta \frac{M}{P} + \frac{M_{-1}}{P_{-1}} \left( \frac{P - P_{-1}}{P} \right) \end{aligned}$$

最初の項は通貨の実質価値の変化（ $\Delta$ は増加分）、2番目の項は前期の通貨の実質価値に物価上昇分をかけたものである。これは国民のもつ貨幣の実質価値の通貨発行にともなう物価上昇による目減りで、インフレ税と解釈できる。

いることがわかる。

いずれにしろ、通貨発行益による財政収  
入確保は国民の資産である通貨の価値の目  
減りを伴い、経済の混乱を招くといえる。

《参考文献》

金融発展の概要は小松正昭（一九九六）「発  
展途上国における金融的發展」（石川滋編『開  
発協力政策の理論的研究』アジア経済研究所）  
一八七―二二七ページ。金融深化の指標として  
M2とGDPの比率の意味については寺西重郎  
（一九九一）『工業化と金融システム』東洋経  
済新報社、とくに四四―四六ページを参照し  
た。金融深化指標の注意点は国宗浩三・伊藤成  
朗（二〇〇四）「金融深化指標の読み方」（朽木  
昭文・野上裕生・山形辰史編『テキストブック

表2 ブラジルの通貨発行益とその要因

	2004	2005	2006	2007
(1) ベースマネー	88,733	101,247	121,102	146,617
(2) GDP	1,941,498	2,147,239	2,369,797	2,661,344
(3) GDP (2000年基準)	1,311,677	1,353,126	1,406,845	1,492,381
(4) GDP デフレーター	1.48	1.59	1.68	1.78
(5) 通貨発行益	10,481.27	7,885.95	11,787.05	14,307.85
(6) = (5)/(3)	0.008	0.006	0.008	0.010
(7) = (1)/(4) : 実質通貨	59,948.1	63,802.8	71,893.0	82,217.3
(8) GDP デフレーター上昇率	0.074	0.067	0.058	0.055
(9) (7)の変化	6,504.05	3,854.78	8,090.13	10,324.30
(10) (8)×前期実質通貨(7)	3,977.22	4,031.17	3,696.92	3,983.55
(11) = (9)/(5)	0.62	0.49	0.69	0.72
(12) = (10)/(5)	0.38	0.51	0.31	0.28
(13) = (11) + (12)	1.00	1.00	1.00	1.00

(注) 単位：(1)(2)(3)(5)(9)(10)は Million of Reals。

(出所) IMF (2010) *International Financial Statistics*, March, 2010. Washington, D.C.: IMF.

開発経済学 新版』有斐閣) 二二二—二二三ページを参照した。「間接金融比率」の意味に関する本文中の疑問は寺西重郎(一九八二)『日本の経済発展と金融』岩波書店、二六—二九ページによる。通貨発行益の概念や算式は Agénor, Pierre-Richard and Peter J. Montiel (1996) *Development Macroeconomics*, Princeton: Princeton University Press, p.113. および国宗浩三(二〇一〇)「インフレ税、成長に伴う通貨発行益(シニョリッジ)と途上国財政」(柏原千英編『開発途上国と財政——歳入出、債務、ガバナンスにおける諸問題』日本貿易振興機構アジア経済研究所) 一三五—一六五ページ。「シニョリッジ」の意味は永谷敬三(一九八二)『金融論』マグロウヒル好学社、六三ページを参照した。

『アジア研ワールド・トレンズ』No.189 (2011. 6)