

わが国金融政策の有効性

〔要 旨〕

一般に中央銀行は、公定歩合政策、公開市場操作、準備率操作などによって、現金通貨(中央銀行預け金を含む。以下同様)供給量と短期金融市場(money market)金利とに直接影響を与えることができるが、いずれかといえば、米国では現金通貨供給量の調節による加盟銀行の自由準備調節に、また英国では短期金融市場金利の調節に、それぞれ政策運用上の直接のねらいをおいている。これは、両国の通貨、金融事情の相違によるものである。わが国の場合は銀行の現金準備が少なく、現金需給バランスにおける本行信用は、現金需要と財政収支の変動によって受動的に決まる面が強い。したがって本行は、現金通貨供給量をその時点で調節することは困難であり、どちらかといえば、唯一の短期金融市場であるコール市場の金利に対する影響(公定歩合を下限とする範囲)を通じて、銀行行動に働きかけている面が大きい(ただし、37年11月から実施された貸出限度額制度は、米国とはかなり異なったものではあるが、将来のクレジット・ベース観念の確立を志向したものである)。

公定歩合およびコール・レートの変動は、銀行の現金調達利率の変動であるから、銀行の信用創造に伴う漏出現金の補てんコストを変動させ、銀行の与信行動の限界的採算を左右する。引締め期に公定歩合とコール・レートが上昇し、かつ企業預金への歩留り率が悪化すると、貸出や有価証券投資の増加に伴う収入よりも、それによって創造された預金から漏出する現金を補てんするためのコストの方が高くなり、限界的採算は赤字となる。この時期には本源的預金として吸収した現金で資金ポジションを改善した方が、短期的な銀行収益は増大する。他方緩和期には、与信行動の限界的採算は黒字となるから、貸出・有価証券投資の伸長は、銀行収益を増加させる。以上のようなメカニズムを通じ、わが国の金融政策は、銀行貸出の限界的採算を左右し、銀行貸出に強い影響を与えてきた。

しかしわが国の銀行は、必ずしも短期的な利潤極大化のみを行動原理としているわけではないので、本行は、公定歩合とコール・レートを通じて短期的採算を左右する(プライス・メカニズムを通ずる政策)ほか、いわゆる窓口指導(一種の道徳的説得)を必要に応じて適宜用いてきた。また37年11月以降、貸出限度額制度を設けた。しかしこれらの諸手段は、主として都市銀行(貸出のシェアは4割)を中心とするものであり、その効果も、コール・レートの変動を通ずる効果と無関係でないことに、注意しなければならない。

このような形で金融政策の影響をうける銀行信用は、わが国では、ほとんど企業部門に供与されるが、企業はこの資金を全額投資に用いるわけではなく、一部は現預金の保有増加にあてる。このため金融政策の企業投資に対する効果には、次のような制約がある。すなわち、不況期に投資の予想収益が低下すると、公定歩合とコール・レートを引き下げて銀行貸出をふやしても、その多くは企業の保有預金の増加に向かい、これが直ちに投資回復につながらないこともある。また逆に、企業の保有現金が潤沢であると、引締め期に公定歩合とコール・レートの上昇を通じて銀行貸出を抑制しても、保有現金の取りくずしによって投資が維持され、投資抑制の効果が遅れることもある。

以上のように、わが国の金融政策は、これまで短期金融市場金利の変動を主たるテコとして、効果を収めてきた。ただ、本稿の分析はあくまでも今日までの経験であり、今後については国債発行をはじめ新たな与件も生じており、そのメカニズムには別途の要素も加わってこよう。こうした環境の変化に即して、常に検討を加え、金融政策の有効性を維持向上することは今後の重要な課題である。

〔目 次〕

はしがき

1. 欧米における金融政策効果の考え方とわが国の特殊性
 - (1) 現金通貨の供給
 - (2) 金利の調節
2. 銀行行動の限界的採算
 - (1) 与信行動の限界的採算
 - (2) 受信行動の限界的採算

- (3) 銀行行動の限界的採算に及ぼす公定歩合とコール・レートの影響

3. 金融政策手段の銀行行動に及ぼす影響

- (1) 金融政策のコール・レートに及ぼす影響
- (2) 金融政策の銀行行動に及ぼす総合的效果

4. 銀行貸出の企業投資に及ぼす影響

むすび

は し が き

わが国の通貨、金融事情は、今後、国債の発行もあって、徐々に変貌することが予想される。これに伴い、金融政策の効果にも若干の変化が予想されるが、新しい通貨、金融事情の下で、金融政

策の有効性を維持することは、今後に課せられた課題の一つといわなければならない。

ところで、金融政策の有効性を総合的に評価するためには、それが最終的に総需要(所得、雇用)、国内物価(通貨の対内価値)、国際収支(通貨の対外価値)などにいかなる影響を及ぼすかという点

(注1) 「CMC報告」に参加した学者が、「CMC報告」の背景にある理論をとりまとめて発表した論文の中から、学界でも高く評価されているものを引用すれば、次のとおり。

『信用創造の基礎となる通貨(base-money)、すなわち high-powered money の注入は、銀行と他の経済主体が利用しうる金融資産の構成と総資産量を変化させる。新しく注入された high-powered money を吸収するには、資産の収益(yield)と価格の適正な変化が必要である。銀行と民間経済主体は、望ましいバランス・シートの状態と実際のそれとを一致させるために、バランス・シートの再調整を余儀なくされる。』

銀行と民間経済主体の相互作用は、マネー・サプライ理論の中核をなすものであるが、high-powered money が注入されると、この相互作用によって、テコで増幅されるような効果、ないしは乗数的な効果が銀行の資産と預金に及び、これに伴って、民間経済主体のバランス・シートのある資産、負債項目にもその影響が及ぶこととなる。この再調整過程においては、資産の相対的な収益(または価格)の構造に変化が起り、それが金融政策の経済活動に対する影響のかなめとなる。high-powered money とその密接な代替物の相対価格は下がり、その他の資産の相対価格は上昇する。

こうしたその他資産の中では、実物資本残高が主体となっている。金融資産の価格に比して実物資本の価格が上昇することは、同時に、実物資本残高の更新費用に比して実物資本の市場価値を高め、現実の残高に比して、その望ましい水準の方が高まることになる。残高の望ましい水準が相対的に高まると、新たな生産を通じて現実の残高が調整される。このようにして、現行生産水準と耐久財の価格は、high-powered money の注入によって引き起こされたバランス・シートの再調整、およびそれに伴う価格の変動によって影響を受ける。全波及過程に含まれている総資産、所得、および相対価格の効果は、非耐久財に対する需要をも増加させる傾向がある。』(K. Brunner "The Report of the Commission on Money and Credit", Jour. Pol. Econ., Dec. 1961, pp. 612)

以上は、要するに中央銀行による high-powered money の供給の変化が、銀行の保有する high-powered money、2線準備の短期証券、貸出および有価証券投資などの資産構成の比率とそれら資産の金利体系を変化させ、その結果、企業と家計の資産、負債の選択の態度にも影響し、企業投資、家計投資および消費が変動することを述べたものである。

にまで広く論及する必要があることはいうまでもない。しかし、こうした総合的な有効性が評価される前に、金融政策が、総需要や物価や輸出入と密接に関連する企業活動(投資行動)にいかなるメカニズムで影響するかという点について、まず明確な認識をもつ必要がある。

本稿は、上記の観点から過去約10年間のわが国経済におけるこのメカニズムを明らかにしようとするものであるが、この場合とくに、金融政策が銀行(信用創造を行なうすべての民間金融機関、以下同じ)の与信態度にいかなる影響を及ぼし、それが企業行動をいかに規制するかといった、いわゆる銀行行動のチャンネルを通ずる政策効果の波及過程の分析に重点をおいた。

なおこの調査は統計局の協力を得て行なったものである。

1. 欧米における金融政策効果の考え方とわが国の特殊性

一般に中央銀行は、公定歩合の変更や公開市場

操作、準備率操作などによって、現金通貨(中央銀行預け金を含む。以下同じ)供給量と短期金融市場(money market)金利に直接影響を与えることができる。しかしこの場合、中央銀行は実際にはこの二つのうち、現金通貨供給量か、短期市場金利か、いずれか一方に政策運用上の重点をおいてコントロールし、これを通じて経済全般に影響を与えているといえよう。そのどちらに重点をおいて金融政策を運用するかは、国により、時代により、区々である。たとえば、米国では「CMC(通貨信用委員会)報告」や連邦準備制度の刊行物などによれば、どちらかといえば現金通貨供給量の調節による加盟銀行の自由準備(free reserve)調整に政策運用上の重点を置いている^(注1)。他方英国では、「ラドクリフ報告」などによれば、公開市場操作を通ずる短期金利水準、ひいては金利体系一般の調整を、政策効果発現の出発点として重視しており、現金通貨量そのものの変動には、あまり大きな注意を払っていない^(注2)。このような相違は、それぞれの国の具体的な通貨、金融事

(注2) 「ラドクリフ報告」よりの抜粋。

『金融当局は、理論的には二つの方法で総需要に影響を及ぼすことができるといえよう。第1に金融当局は金利を動かして資本財(建設、機械設備、あるいは商品在庫)買入れ意欲に変化を与え、これによりこれら商品の生産に要する労働その他の生産手段に対する現実の支出を変えさせる。[中略]第2に、金融当局は、一般に金融機関、事業会社、および個人の流動性の状態に変化を与え、(投資その他の目的で)資金を得たいと思っている人に対して、その資金獲得を以前よりも困難(あるいは容易)にすることができる。われわれは第1の効果を金利の刺激効果(interest incentive effect)、第2の効果を一般流動性効果(general liquidity effect)と呼びたい。しかしこのような対比は不完全なものである。なぜなら金利の変動は、流動性を変える上でも中心的な役割を果たすとわれわれは考えるからである。』[385]

『中央銀行は、必要と認める場合、金利の変動を強める(accentuate)ことができる。すなわち、この場合中央銀行は、現金に次いで流動的な資産(たとえば政府短期証券—訳注)と引換えに現金を供給する価格である公定歩合を変更しうるのである。中央銀行は、さらに政府短期証券以外の国債の売買によって、直接金利体系に影響を与えることができる。』[392]

『われわれは、金利の変動が、投資財需要に及ぼす直接の効果とは別に、各種金融機関の行動にかなりの効果を及ぼすことについては第4章で述べた。金利の変動が、市場において短期に終わるとは限らないとすれば、それは金融機関が所有する資産の資本価値の重要な変化をもたらす。金利が上昇すると、バランス・シート上の資産の資本価値が低下することや貸出等の金利が市場金利ほど弾力的でないことなどから金融機関の貸出意欲は減退する。他方、金利が低下すると、バランス・シートに含み利益が発生し、金融機関は貸出意欲をつよめる。これは政策効果を考える場合、重要な結論である。なぜなら——われわれが述べてきた機構を前提とする限り——金利の変動は、資本財保有意欲に影響を及ぼす以外に、別の効果をもっていることを意味するからである。』[393]

『われわれは、Kahn教授が本委員会に対する証言の中で、金融政策行動の中核として、「通貨供給」概念よりも、むしろ金利体系を主張した点に組するものである。』[395] (Committee on the Working of Monetary System, "Report", London, 1959)

情に由来するものである。

そこで、まず米国、および英国について、政策運用上の重点と通貨、金融事情との関係を考察し、それらの諸事情とわが国の現状とを比較することによって、わが国金融政策の効果波及過程の出発点が何であるかを考えてみよう。

(1) 現金通貨の供給

現金通貨流通量は、銀行の保有現金とその他の民間保有現金とに分けることができるが、その供給ルートは、周知の現金需給バランスと呼ばれる次の恒等式によって示すことができる。すなわち

〔銀行保有現金増減(Δ)〕

+〔その他民間保有現金増減(Δ)〕

=〔中央銀行信用増減(Δ)〕

+〔財政対民間受(Δ)払〕^(注3)

このうち、左辺の〔その他民間保有現金増減(Δ)〕は、家計や企業などの現金需要によって決まり、右辺の〔財政対民間受(Δ)払〕も、財政固有の事情によって決まるので、いずれもその時点では、中央銀行が直接左右することのできない事件である(もちろん長期的には、経済活動の水準を左右することを通じて影響を与えることができる)。

したがって、中央銀行の自由裁量によって、その時点の現金通貨供給量を調節する方法は、右辺の中央銀行信用を増減することによって、左辺の銀行保有現金を動かすことしかない。逆にいえば、中央銀行がその信用供与額を独立に決定し、銀行保有現金を増減できる条件がない限り、現金通貨供給量をもって、中央銀行の自由裁量を示す政策的出発点とはいえないのである。

この点に関し、米国とわが国の間には、大きな条件の相違があることを見のがしてはならない。その第1は、銀行の保有する現金準備額の違いで

ある。米国の準備制度加盟銀行は、預金の1割前後の現金(いうまでもなく中央銀行預け金を含む)を支払準備制度による所要準備(required reserve)として保有しているほか、これをこえるかなりの過剰準備(excess reserve)を保有している。この過剰準備から連銀借入を差し引いたものが、いわゆる自由準備(free reserve)であり、これは金融の繁閑に伴い、だいたいゼロを中心に変動している。これに対してわが国では、準備預金制度によって要求されている準備預金は、都市銀行、地方銀行、相互銀行など業態別に差はあるものの、総じて預金の1%前後にしかすぎない。他方、都市銀行は、恒常的、かつ、大幅な日銀借入依存の状態(いわゆるオーバーローン)にあるため、銀行の過剰現金は、コール市場を通じて都市銀行に集まり、本行借入の返済に充てられる。このため、銀行全体の過剰準備はきわめて少なく、本行借入を差し引きたいわゆる自由準備に相当する額は、大幅なマイナスとなっている。

米国とわが国の第2の相違点は中央銀行借入に対する考え方の違いである。米国では、加盟銀行が一時的に連銀借入を行なうことはあっても、特定銀行が恒常的に連銀借入に依存して行動することはない。連銀借入を利用した場合には、市場資金(Federal funds)の取入れ、保有証券の売却、貸出の抑制などを行ない、短期間のうちに借入を返済する慣行が確立されている。もちろん、その背景に連銀当局の指導が全くないとはいえない。しかし基本的には、加盟銀行各行に連銀借入を差し引きたいわゆる自由準備額をもって自行の信用創造の基礎(credit base)と考える自律性が確立されていることは否定できない。これに対しわが国の場合、都市銀行は恒常的に本行借入に依存しているため、自主的に信用創造量を律する基準が不

(注3) ここでは、〔財政対民間受(Δ)払〕のなかに、金および外貨の売買による現金通貨の受払が含まれているとする。

明確であった(この点を改めるため、37年11月以降、市中の現金準備過不足の調整にあたって本行の債券売買を活用する一方、本行貸出に限度額を設定する方式が導入された。このいわゆる新金融調節方式は、本行貸出限度余裕額が縮小したときに、都市銀行が自主的に信用創造を抑制することを期待したものであり、その限りにおいて米国における自由準備に類似する機能を志向したものである)ことができる)。

以上のような相違があると、中央銀行がたとえば債券売買という形で「中央銀行信用増減(Δ)」を行なった場合の「銀行保有現金増減(Δ)」に及ぼす効果も、次のように異なってくる。すなわち米国の場合は、「財政対民間受(Δ)払」と「その他民間保有現金増減(Δ)」とによって決まる現金需要と、「中央銀行信用増減(Δ)」によって決まる現金供給との間には、分厚い「銀行保有現金増減(Δ)」のクッションがある。その結果、中央銀行信用、したがって現金通貨供給は、かなりの程度独立に変動することができる。また、たとえ公開市場操作による現金通貨供給の増減が、銀行の現金準備のクッションで吸収しきれず、一部連銀貸出の逆の増減にはね返った場合にも、加盟銀行各行が自己の信用創造の基礎と考えている連銀借入を差し引いた自由準備は、それだけ増減することとなり、したがってこの場合も、中央銀行の自由裁量により、credit baseとしての現金準備は左右されていることになる。このような形で、たとえば自由準備が減少すると、米国の商業銀行は新規貸出に消極的となり、つれて銀行引受手形など貸出金利は上昇しはじめる。また自由準備が減少しているので、現金漏出に対処するためには、第2

線準備としての証券を売却したり、満期到来の債券の乗換えを行なわずに現金償還をうけたりするようになり、これに伴い各種証券金利も上昇する。証券金利の上昇は、証券を売却した際の資本損失をふやすので、証券売却による現金調達を押し、その面からも新規貸出に抑制的效果が及ぶ。このようにして、連銀の自由準備調節は、商業銀行信用のアベイラビリティとコスト(金利)の変動をもたらすのである。

以上のように、米国に関しては、現金通貨供給量の調節を金融政策効果発現の出発点とすることは、きわめて現実的に即した見方といえる。

これに対しわが国の場合は、「財政対民間受(Δ)払」と「その他民間保有現金増減(Δ)」とによって決まるその時点の現金需要量に対し、これを上回る現金通貨を債券買入れによって供給すると、余剰現金は主としてコール取引を通じてオーバーローンの都市銀行に集り、本行借入の返済に充てられる。また逆に、債券売戻しによって余剰現金以上に現金を吸い上げると、銀行の保有現金が少ないので、たちまち市中の現金準備は枯渇し、日銀貸出という他の信用供与ルートを通じて、現金がでていくことになる。このように、市中の現金過不足と一致しない債券売買を行なうと、一致しない部分の債券売買(能動的な本行信用の増減)は、貸出という受動的な本行信用の逆の動きによって相殺されてしまう(注4)。その結果全体としての「中央銀行信用増減(Δ)」は、「財政対民間受(Δ)払」と「その他民間保有現金増減(Δ)」とに依存してほとんど従属的に決まり、中央銀行の自由裁量で独立に決まる余地は乏しい。したがってわが国の場合、米国とは異なり、中央銀行の

(注4) もちろん、この場合中央銀行が貸出を拒否すれば、受動的な中央銀行信用の増加は起こらず、中央銀行信用、ひいて現金通貨供給量は独立に決まることとなろう。しかしその場合には、貸出を拒否された銀行は支払不能となるので、信用制度に混乱が起きることが考えられる。これは lender of last resort としての中央銀行の機能が発揮されなかった結果であるが、一国の中央銀行は、普通、信用制度の保持、育成の使命を負っているため、支払不能となるような貸出拒否を行なうことはない。

政策によって、現金通貨供給量、すなわち市中現金準備が、調節されるという関係は認められない。

(2) 金利の調節

次に、短期金融市場金利、ひいては金利体系の調整を政策運用上重視する英国の立場を検討してみよう。英国の公開市場操作の直接のねらいは、米国のように市中銀行の現金ポジションを動かすことではなく、割引業者(discount house)の金繰りを変化させ、英蘭銀行からの借入に追い込んだり、借入返済余力を与えたりすることにある。この場合、英国では、公定歩合が短期金融市場(money market)の金利に比して、罰則的に高いので、高利の公定歩合による割引業者の英蘭銀行借入増減は、コール・レートや政府短期証券の売買、入札レートの上昇、下落をもたらじ、これが更に長期国債その他の長期金利の変動に波及していく。短期金融市場の金利が公定歩合に接近した場合、これを更に上昇させる必要を認めた時には公定歩合の引上げを行ない、また逆に市場金利が公定歩合から離れて下落した場合、これを更に低下させる必要を認めたときには、公定歩合の引下げが行なわれることは、いうまでもない。このような形でたとえば短期金融市場と証券市場の金利が上昇すると、英国の商業銀行も、米国の場合と同様、証券売却に伴う資本損失がふえるので、そうした形の現金調達を控えるようになり、新規貸出も抑制されるようになる。また商業銀行の貸出金利は、預金金利とともに公定歩合に追随して変更され短期金融市場の金利ほどには伸縮的ではないので、短期金融市場金利が大きく上昇した時には、貸出金利は相対的に低くなり、この面からも商業銀行の貸出意欲は影響をうける。

このように、英国においては、金利体系の調整に金融政策運用上のウェイトをおいているが、それには、次の二つの大きな理由があるように思わ

れる。

第1は、米国の場合と異なり、英蘭銀行の公開市場操作によっては、ロンドン手形交換所加盟銀行の現金準備は、直接左右されないことである。加盟銀行は、古くからの伝統により、常に預金残高の約8%の現金(いうまでもなく英蘭銀行預け金を含む)を保有しており、この率を維持するための調節は、割引業者に対するコール・ローンの回収や放出で行なう。したがって、たとえば売オペレーションにより、過剰現金以上の現金が英蘭銀行へ引き上げられ、その結果加盟銀行の保有現金が8%の水準を割ったとしても、加盟銀行は直ちにコール・ローンを回収して8%の水準まで現金を補てんする。その結果、割引業者は現金が不足し、英蘭銀行の借入を仰ぐこととなるので、売オペレーションという能動的な中央銀行信用の減少は、貸出増加という受動的な中央銀行信用の増加で相殺される(わが国の場合と類似)。そして最終的には、現金通貨供給量を動かしたのではなく、前述のように、短期金融市場の金利を動かしたことだけが残る。

第2は、英国においては各種金融市場が十分に発達しており、これを映じて各種金利も、きわめて伸縮的かつ大幅に変動することである。第1表は、公定歩合、短期金融市場金利、公社債利回り、および貸付金利のそれぞれの伸縮性について、英

(第1表) 金利の伸縮性(変動係数)の国際比較

	日 本	英 国	米 国
公 定 歩 合	0.064	0.187	0.148
社 債 利 回	0.027	0.048	0.062
貸 出 金 利	0.020	0.168	0.055
コ ー ル ・ レ ー ト	0.204	0.241	—
フェデラル・ファンド・レート	—	—	0.395
政府短期証券利率	—	0.214	0.223

(注) ここでは、トレンドからの標準偏差を変動係数とした。
平均値

計算対象は、1956年3月から1965年3月に至る3ヵ月おきの計数。
貸出金利は、日本は全国銀行貸出約定平均金利、英国は当座貸越利率、米国は短期貸出利率。
コール・レートは翌日物。

国、米国、およびわが国を比較したものである。公定歩合、社債利回りなどは、英国と米国が伸縮的であり、これに対してわが国はかなり硬直的であること、また短期金融市場金利については、わが国を含め各国ともきわめて伸縮的であることが看取される。このように英国において、各種金利の変動が伸縮的、かつ大幅であることが金利変動の借り手と貸し手に対する影響をきわめて重視する英国の考え方(注2参照)の背景にあることを見のがしてはならない。

以上のような英国の通貨、金融事情をわが国のそれと対比してみると、次のような興味ある事実に気が付く。まず、中央銀行が、信用供与額、ひいては現金通貨供給量を、独立に決定する余地が少ないという点では、かなり類似している。また能動的な信用供与形式である債券売買が、受動的な中央銀行貸出の変動で相殺される過程において、短期金融市場の金利(英国はコール・レートと政府短期証券の売買、入札レート、わが国はコール・レート)が影響をうける点も類似している。しかし、この短期金融市場の金利変動は、英国では更に他の諸金利の変動に敏感に波及し、そこから二次的な諸効果(たとえば、長期金利変動の銀行に対するロック・イン効果(注5))が期待されているが、これに対しわが国では、資本市場、なにかんずく確定利付証券市場が未発達であり、金融機関の確定利付証券売却による現金調達も少なかったため、そうした効果は期待し難かった。

以上のように、わが国の場合、長期金利の変動を通ずる銀行行動への効果にはかなりの制約があるが、短期金融市場金利の変動が起因となって、

銀行行動の限界的採算が変わり、これによって貸出が影響を受けるという点は、欧米諸国と変わることはないように思われる。そこで、わが国においては、短期金融市場金利の変動が、長期金利の変動を経ずに銀行の限界的採算を大きく左右している点について分析してみる必要がある。

2. 銀行行動の限界的採算

わが国の短期金利の変動が銀行行動に及ぼす直接の影響を考える手がかりとして、まずわが国銀行の与信行動と受信行動の限界的採算を考察し、公定歩合とコール・レートの変動が銀行行動の限界的採算に及ぼす影響を考えてみよう。

(1) 与信行動の限界的採算

銀行の貸出および有価証券投資が1単位ふえた時の限界的採算は、どのような要因に依存して決まるであろうか。①貸出および有価証券投資の1単位の増加に伴う収入は、いうまでもなく貸出や有価証券の金利水準(正確に言えば貸倒れの可能性を考慮した期待金利収入)によって決まる。これは39年度下期の平均で、都市銀行(除為替専門銀行) 7.55%、地方銀行 7.96%、本行取引先相互銀行 8.57%である。他方、②貸出や有価証券投資を行なうためには、審査事務をはじめとする可変費用がかかる。銀行経費の実情から判断して、人件費と物件費の2割が可変費用であり、その $\frac{1}{4}$ (地方銀行)または $\frac{1}{3}$ (都市銀行、相互銀行)(注6)程度がこれら与信業務の可変費用であると考えて、これを貸出有価証券平均残高で除すると、貸出および有価証券投資の単位当たり可変費用は0.1~0.2%にとどまる。③いま一つ考慮すべき経費は、貸出によっ

(注5) 前記注2で引用した「ラドクリフ報告」[393]に書かれているように、英国では、長期金利の上昇が、銀行の保有する確定利付長期証券の資本価値を下落せしめ、その結果銀行は、資本損失を避ける意図からその証券の売却による貸出増加という行動を控えるようになる点を重視している。この効果は、米国で発展したアベイラビリティ理論(availability doctrine)の中で“ロック・イン効果(lock-in effect)”と呼ばれている。

(注6) 地方銀行と都市銀行、相互銀行との間に差をつけたのは、貸出・有価証券残高(与信の規模)と本源的預金残高(受信の規模)の相対的大きさに差があるからである。

て創造された預金に対する支払金利である(有価証券の購入、引受けの支払代金が自行預金にはいることもあるが、一般的にはこれは一度自行から漏出し、本源的預金や貸出先の債務者預金の形で各行に吸収されると考えるのが適当なので、証券投資に伴う預金の歩留り率は零とみてよからう)。貸し出された資金は、全部預金から引き出されるわけではなく、平均的にみて、5割前後の資金が預金に歩留まっている。このことは、第2表の債務者預金調べの結果から明らかである。この債務者預金における要求払預金と定期性預金の構成(第2表)は、預金全体の構成とあまり変わらないので、債務者預金にも平均的な預金利率が支払われていると考え、貸出単位当りの歩留り預金に対する支払金利は、 $[\text{限界預金歩留り率}] \times [\text{預金利率}]$ という形で試算できる。証券投資の場合は、歩留りはないものとして貸出および有価証券投資の増加1単位当りの支払預金金利を試算すると、その水準はおおよそ1.5～2.5%である(限界預金歩留り率が金融ひっ迫期に低下し、金融緩和期に上昇するので、この値は循環変動を示す)。

(第2表) 債務者預金の対貸出、預金比率とその構成
(単位: %)

		債務者預金 貸出	債務者預金 総預金	定期性債務者預金 債務者預金
都銀 (除為専)	39年5月	50.0	44.7	51.4
	11月	47.1	42.8	53.6
	40年5月	48.2	43.0	53.1
地銀	39年5月	49.5	38.0	65.5
	11月	46.5	35.8	66.7
	40年5月	46.9	35.2	66.0
取引 先相互	49年5月	56.7	47.2	—
	11月	55.1	45.5	61.2
	40年1月	54.3	43.9	60.9

以上の結果、貸出および有価証券投資1単位当りの限界純収入は、①7.5～8.5%の金利収入から、②0.1～0.2%の可変費用と、③1.5～2.5%の歩留り預金支払金利を差し引いた値ということになる。これを都市銀行(除為替専門銀行)、地方銀行、および本行取引先相互銀行の35年度下期から39年度下期について実際に試算した結果を、第3表の貸出・有価証券投資単位当り純収入の欄(A—B—C)に示した。この値は業態別に若干異なっており、また金融の繁閑につれて変動しているが(ひっ迫期には貸出金利の上昇と限界預金歩留り率の低下による支払預金金利の減少から上昇、緩和期にはそれぞれの逆の動きにより下落)、39年度下期はほぼ6%である。

さて、この貸出・有価証券投資の限界純収入から、今一つ差し引かなければならない大きな限界コストがある。それは貸出および有価証券投資をした場合、与信された資金の一部が、現金引出、他行から回ってきた切手手形の決済、納税などの形で自行預金から漏出していくので、これを埋めるために現金(いうまでもなく日銀預け金を含むいわゆる high-powered money。以下同じ)を調達しなければならないからである。わが国の現状では、現金調達のおもな手段は、都市銀行(資金ポジションは外部負債超過)は本行借入およびコール・マネー(金融機関借入金を含む、以下同じ)の取入れであり、地方銀行、相互銀行、信用金庫など都市銀行以外の金融機関(資金ポジションは余資超過)は、コール・ローン(金融機関貸付金を含む。以下同じ)の回収である(注7)(米国や英国の場合は、現金調達手段として、長期短期の手持有価証券の売却がかなり大きな比重を占め、この売却レートの変動が現金調達コストに大きな影響を与

(注7) 銀行のイニシアティブで現金を調達する手段は、本文中で述べたとおり、コール・ローン回収、コール・マネー取入れ、および本行借入であるが、このほか、本行のイニシアティブによる債券買入れによっても銀行に現金が供給されることはいうまでもない。しかし、債券買入れの金利は、40年にはいつてからの期間を除けば、債券担保の本行貸出金利と同じであったから、本計算の対象期間については都市銀行の場合

える—いわゆるロック・イン効果)。そこで、都市 し、都市銀行以外の金融機関のそれはコール・ロ
銀行の現金調達率の利率は、借入金・マネー利率と ーン利率として、これに貸出および有価証券投資

(第3表)

銀行行動の限界的採算(試算)

			貸出・有価証券投資の増加単位(100)当り損(△)益											本源的預金の増加単位(100)当り				
			単 位 当 り 純 収 入							単 位 当 り 現 金 漏 出 の コ ス ト				損(△)益				
			単位当り金利収入			単位当り 可変費	単位当り歩留り 預金金利			A-B -C	単位当り現金 漏出率		現金 調達率	D	A-B -C-D	現金 放出率	預金 吸収率	預金 率
貸出 率	証券 率	A	B	歩留 り率	預金 率	C	漏出率	率	E		F	G						
都 銀 (除為専)	35年度下期		7.73	7.13	7.62	0.12	38.5	4.38	1.69	5.18	61.5	8.26	5.09	0.72	8.26	0.46	4.38	3.42
	36	上	7.62	7.31	7.55	0.12	34.5	4.26	1.47	5.96	65.5	8.47	5.54	0.42	8.47	0.47	4.26	3.74
		下	7.99	7.56	7.93	0.11	27.7	4.11	1.14	6.68	72.3	9.64	6.96△	0.28	9.64	0.47	4.11	5.06
	37	上	8.12	7.26	7.93	0.10	31.6	4.12	1.30	6.53	68.4	9.60	6.58△	0.05	9.60	0.50	4.12	4.98
		下	7.87	7.52	7.82	0.11	62.2	4.10	2.55	5.16	37.8	8.65	3.27	1.89	8.65	0.50	4.10	4.05
	38	上	7.52	7.63	7.53	0.12	65.7	4.03	2.65	4.76	34.3	7.39	2.54	2.22	7.39	0.52	4.03	2.84
		下	7.41	7.53	7.41	0.12	52.4	3.91	2.05	5.24	47.6	8.00	3.80	1.44	8.00	0.51	3.91	3.58
	39	上	7.80	6.94	7.61	0.10	33.4	3.95	1.32	6.19	66.6	9.73	6.47△	0.28	9.73	0.54	3.95	5.24
		下	7.79	7.05	7.55	0.08	39.0	3.92	1.53	5.94	61.0	9.41	5.74	0.20	9.41	0.53	3.92	4.96
地 銀	35	下	8.36	7.18	8.17	0.11	38.5	4.49	1.73	6.33	61.5	8.90	5.47	0.86	8.90	0.46	4.49	3.95
	36	上	8.25	7.38	8.10	0.11	35.9	4.32	1.55	6.44	64.1	9.59	6.15	0.29	9.59	0.46	4.32	4.81
		下	8.34	7.64	8.29	0.12	29.9	4.18	1.25	6.92	70.1	11.87	8.32△	1.40	11.87	0.45	4.18	7.24
	37	上	8.39	7.34	8.17	0.10	30.9	4.14	1.28	6.79	69.1	11.58	7.99△	1.20	11.58	0.46	4.14	6.98
		下	8.25	7.55	8.17	0.12	60.3	4.12	2.48	5.57	39.7	9.92	3.94	1.63	9.92	0.47	4.12	5.33
	38	上	8.12	7.46	8.06	0.12	55.2	4.11	2.27	5.67	44.8	8.57	3.83	1.84	8.57	0.48	4.11	3.98
		下	8.04	7.51	8.01	0.12	52.2	4.07	2.12	5.77	47.8	9.03	4.32	1.45	9.03	0.48	4.07	4.48
	39	上	8.20	7.22	8.03	0.10	29.3	4.09	1.20	6.73	70.7	11.31	8.00△	1.27	11.31	0.49	4.09	6.73
		下	8.17	7.21	7.96	0.09	44.4	4.03	1.79	6.08	55.6	10.61	5.90	0.18	10.61	0.48	4.03	6.10
取 引 先 相 互	35	下	9.70	7.15	9.44	0.23	48.0	3.95	1.90	7.31	52.0	9.79	5.09	2.22	9.79	0.85	3.95	4.99
	36	上	9.54	7.28	9.32	0.23	45.4	3.92	1.78	7.31	54.5	10.96	5.97	1.34	10.96	0.85	3.92	6.19
		下	9.32	7.63	9.27	0.24	38.2	3.84	1.47	7.56	61.8	14.43	8.92△	1.36	14.43	0.81	3.84	9.78
	37	上	9.26	7.36	9.17	0.23	45.1	3.85	1.74	7.20	54.9	14.69	8.06△	0.86	14.69	0.78	3.85	10.06
		下	9.09	7.25	8.94	0.21	64.0	3.91	2.50	6.23	36.0	11.52	4.15	2.08	11.52	0.77	3.91	6.84
	38	上	8.99	7.02	8.80	0.21	65.2	3.93	2.56	6.03	34.8	9.71	3.37	2.66	9.71	0.78	3.93	5.00
		下	8.92	7.16	8.67	0.18	62.4	3.96	2.47	6.02	37.6	9.95	3.74	2.28	9.95	0.76	3.96	5.23
	39	上	8.91	7.26	8.77	0.20	40.3	4.03	1.62	6.95	59.7	12.39	7.39△	0.44	12.39	0.76	4.03	7.60
		下	8.84	6.98	8.57	0.18	58.1	4.03	2.34	6.05	41.9	11.08	4.65	1.40	11.08	0.73	4.03	6.32

- (計) ① 金利収入=貸出平残増加額×貸出利率+証券平残増加額×証券利率
 ② 与信経費=貸出平残増加額× $\frac{\text{貸出可変費用}}{\text{貸出平残}}$ ただし、【人件費+物件費】の2割を可変費とみなし、更にその1/3(都銀、相互)、または1/4(地銀)を貸出可変費、残りを本源的預金吸収のための可変費とする。
 ③ 歩留り預金金利=債務者預金平残増加額×預金利率 ただし、39年5月、11月、40年5月の債務者預金調へにおける債務者預金と貸出の比率(平均)を39年度下期の債務者預金平残と貸出平残の比率とみなし、この比率が法人企業統計季報の現金預金と借入金比率の変動と同じ率で変動しているものとして各期の比率を計算し、それと貸出平残から各期の債務者預金平残を算出した。
 ④ 現金漏出のコスト=(貸出、証券平残増加額-債務者預金平残増加額)×借入金・マネー利率(都銀)またはコール・ローン利率(地銀、相互)
 ⑤ 本源的預金の収入=本源的預金平残増加額×借入金・マネー利率またはコール・ローン利率 ただし、本源的預金平残は、預金平残と債務者預金平残の差
 ⑥ 受信経費=本源的預金平残増加額× $\frac{\text{預金吸収のための可変費}}{\text{本源的預金平残}}$
 ⑦ 本源的預金の金利=本源的預金平残増加額×預金利率
 ①～④を貸出・証券平残増加額で除し、⑤～⑦を本源的預金平残増加額で除した値が、上記の単位当り損(△)益である。

本行に対する債券売却によって現金を調達しても、本行借入によって調達した場合と、そのコストは変わらないと考えてよい。また、その他の銀行の場合は、コール・ローン(金融機関貸付金を含む)残高に比して、本行の債券買入残高は小さいので、現金調達率に対する債券買入れ金利の影響を捨象することが許されよう。

1 単位当りの限界的な現金漏出率(1から限界的な預金歩留り率を引いた値)を乗ずることにより、貸出・有価証券単位当りの現金漏出コストを計算してみると、第3表D欄のとおりである。金融引締め期には、公定歩合とコール・レートの上昇から現金調達利率が上がり、かつ企業流動性の低下から限界的な現金漏出率が高まるので、貸出・有価証券単位当りの現金調達コストは著しく高まる(6~8%台)。反面、金融緩和期には、公定歩合とコール・レートの低下および企業流動性の上昇から、現金調達利率と現金漏出率が低下するので、貸出・有価証券単位当りの現金調達コストは著しく低下する(2~4%台)。また、都市銀行と地方銀行および本行取引先相互銀行とを対比すると、引締め期にコール・レートが公定歩合を大幅に上回って高騰するので、地方銀行および相互銀行の現金調達利率(コール・レートのみで構成され公定歩合を含まない)は、都市銀行の現金調達利率(公定歩合を含む)よりも大きく上昇し、これを映じて現金調達コストも大幅に上昇する。このように地方銀行と相互銀行の現金調達コストは、引締め期に大幅に上昇するので、貸出・有価証券投資単位当り現金調達コストの振幅は、地方銀行と相互銀行の方が、都市銀行よりも大きい。

さて、この貸出・有価証券単位当りの現金調達

コストを、さきに調べた貸出・有価証券単位当りの純収入から差し引いてみると、第3表(CA-B-C-D)の欄)に示したように、36年度下期、37年度上期および39年度上期(いずれも引締め期)には、単位当り現金調達コストが単位当り純収入を上回っており、その他の時期(引締め期以外の時期)には、単位当り純収入の方が単位当り現金調達コストを上回っている。このことは、36年度下期、37年度上期および39年度上期といった引締め期には、①公定歩合とコール・レートの上昇、および②企業流動性低下による限界現金漏出率の上昇から、貸出・有価証券単位当りの現金調達コストが、単位当り純収入を上回り、その結果、貸出および有価証券投資を増加させると、その限界的採算は赤字になることを意味する。このような時期には、銀行は貸出および有価証券投資をふやさない方が、短期的な採算は好転するわけである。

(2) 受信行動の限界的採用

次に本源的預金(自行の信用創造によらない預金)として現金を吸収した場合の限界的採算は、どのような要因に依存しているか考えよう。貸出・有価証券投資など受信行動に伴うコストとして、漏出した現金準備を補てんするための現金調達コストがあるのと裏腹に、本源的預金という受信行動に伴う収入は、吸収した現金を放出して得

(注8) 本稿では上記のとおり、銀行の限界的採算の計算に際し、与信に伴う現金漏出はすべてコール・マネーの取入れ、コール・ローンの回収、または本行借入によって調達され、受信に伴う流入現金はすべてコール・ローンの放出、コール・マネー、または本行借入の返済に向けられることを前提としている。しかし実際には、このように与信と受信とが、それぞれ独立してコール市場や本行借入と結びついているわけではなく、与信に伴う漏出現金と、受信に伴う流入現金とは、日々の資金繰り表の中で総合的に処理され、その総体としての現金の過不足尻が、コール取引や本行借入に結びつけられているのが実態である。したがって、その過程では現金の受けと払いが直接相殺される部分が生じ、これについては、コール・マネー取入れなどのための調達コストが不要となる反面、コール・ローン放出などによる利益も生ぜず、現金流入に伴う損益は零となる。

このように実際には、一部相殺が行なわれているのであるが、これを本稿のように漏出現金がコール・マネー取入れなどのみによりまかなわれると仮定して、支払金利を算定し、受信に伴う現金はコール・ローン放出などのみに向かうと仮定して、受取金利を算定しても、この両者は同額(実際にはブローカレッジ相当の差があるが、これはネグリジブルとみてよい)であるので相殺される。またこうした仮定の導入によって、受信行動と受信行動のそれぞれの限界的採算の本質を明らかにする方がむしろ問題を整理する上で便利といえよう。

られる金利収入である。現金放出のおもな手段は、都市銀行の場合(資金ポジションは負債超過)は本行借入およびコール・マネーの返済であり、地方銀行、相互銀行などその他の銀行の場合(資金ポジションは余資超過)は、コール・ローンの放出である^(注8)。したがって、現金放出の利率は、現金調達率の利率と同様、都市銀行は借入金・マネー利率、その他金融機関はコール・ローン利率、と考えることができる。

そこで、本源的預金を1単位吸収した場合の限界の採算を考えてみると、①収入は、現金放出利率、すなわち借入金・マネー利率(都市銀行)、またはコール・ローン利率(その他銀行)ということになる。この水準は、第3表E欄に示したように、都市銀行は7～9%台、地方銀行は8～11%台、相互銀行は9～14%台である(いうまでもなく、公定歩合とコール・レートの変動につれて循環変動を示す)。これに対して控除すべきコストは、まず②「足でかせぐ」預金吸収活動に典型的に現われているような預金吸収のための可変費用である。前記与信活動の可変費用の場合と同じ考え方で、人件費と物件費の2割を可変費用と仮定し、銀行経費の実情から判断して、その%(地方銀行)または%(都市銀行と相互銀行)を預金吸収

活動のための可変費用としてこれを本源的預金の平残で除すると、本源的預金吸収1単位当りの可変費用は、都市銀行と地方銀行が0.5%前後、相互銀行は0.7～0.8%台となる(第3表F欄)。③今一つの経費は、吸収した本源的預金に支払われる預金金利である。すでに述べたように、債務者預金における要求払預金と定期性預金の構成(第2表)は、預金全体の構成とあまり変わらないので、本源的預金の構成も預金全体の構成とあまり変わらないものとみなして、本源的預金に預金全体の平均預金利率が払われているとすると、第2表G欄に示したように、ほぼ4%前後である。

以上の結果、本源的預金吸収1単位当りの限界的採算は、①7～14%台の現金放出利率から、②0.5～0.8%台の可変費用と、③4%前後の預金利率を差し引いた値ということになる。この値は、第2表の本源的預金の増加単位当り損益(E=F-G)に示したように、都市銀行(除外国為替専門銀行)は3%前後～5%前後、地方銀行は4%前後～7%前後、相互銀行は5%前後～10%前後と推計される。この水準が金融機関業態別に異なるのは、都市銀行の借入金・マネー利率(コール・レートに比して割安な公定歩合を含む)が、地方銀行と相互銀行のコール・ローン利率よ

なお、上記の相殺関係について、本稿における考え方と実態とを例示によって対比すると次のとおり。

- ① 当日まず本源的預金の受入100、信用創造200が行なわれたとすると、この段階でのバランスシートの変化は右のとおり。

現金	+ 100	本源的預金	+ 100
貸付	+ 200	創造預金	+ 200

- ② 次にで創造預金の現金漏出100があったとすると右のとおり。

現金	+ 100 - 100	本源的預金	+ 100
貸付	+ 200	創造預金	+ 200 - 100

- ③ これを本稿では、右のように仮定。

現金	+ 100 - 100	本源的預金	+ 100
コール・ローン	+ 100 - 100	創造預金	+ 200 - 100
(またはコール・マネー、 本行借入)	+ 100 + 100		
貸付	+ 200		

りも低く、また地方銀行と相互銀行の比較では、相互銀行のコール・ローン利率の方が、利率の高い長期ローン(金融機関貸付金)のウェイトが高いため、地方銀行のそれよりも高いからである。またこの値が、大きな循環変動を示しているのは、いうまでもなく公定歩合とコール・レートが金融引締め期に上昇し、緩和期に低下しているためである。

この本源的預金増加単位当りの限界損益は、観点をかえていえば、現金調達手段としての本源的預金吸収と、現金調達手段としての本行借入、コール・マネー取入れ、あるいはコール・ローン回収を比較した場合、本源的預金吸収がいかに割安であるかを示す値ということができる。したがって、一般的にいえば、金融引締め期の方が金融緩和期に比して、現金調達手段としての本源的預金吸収の魅力が高まるわけである。

(3) 銀行行動の限界的採算に及ぼす公定歩合とコール・レートの影響

以上、与信行動と受信行動の限界的採算を検討した結果、次のように結論することができよう(注9)。まず金融引締め期に公定歩合とコール・レートが上昇すると、本源的預金吸収の限界的採算は好転し、その反面で、貸出・有価証券投資の限

界的採算は悪化する。特に後者は、公定歩合とコール・レートの上昇が大幅であるとマイナスに転ずる。したがってそのような時には、銀行は貸出や有価証券投資の増加を手控え、本源的預金として吸収した現金は、本行借入やコール・マネーの返済(都市銀行)、あるいはコール・ローンの放出(地方銀行、相互銀行)にあてるのが、限界的採算を好転させる方法である。これに対して、金融緩和期には、公定歩合とコール・レートが低下するので、限界的な現金調達手段としての本源的預金吸収の魅力は、引締め期に比すれば相対的に低下し(もちろん、本行借入、マネー取入れ、ローン回収に比較すれば、依然として割安な現金調達手段である)、その反面で、貸出・有価証券投資の限界的採算は好転する。このような局面では、貸出・有価証券投資の増加と本源的預金の増加は、いずれも銀行収益を増加させる。

ところで、銀行の決算に現われる実際の収益は、以上で考察した貸出・有価証券投資の増加による限界的損益と、本源的預金の増加による限界的収益のほかに、既往の貸出・有価証券残高、預金残高、借入金、マネー残高、およびコール・ローン残高のそれぞれの利率が変動することに伴う損益および固定的な経費支出(上記試算では、人

(注9) 以上の銀行の与信行動と受信行動の限界的採算に関する試算は、次の二つの前提の上になっている。

第1は、各期の限界的金利と限界的可変費を把握することが不可能なので、各期の平均残高で期中金利収入、期中金利支出、または期中可変費支出を除いた平均的金利と平均的可変費を限界値とみなしていることである。しかし、一般に金利(または単位当り可変費)が非伸縮的な場合には、平均値と限界値に大きな違いはない。日本の預金金利、証券金利は明らかに非伸縮的であり、貸出金利(その伸縮性は第1表参照)と単位当り可変費も必ずしも伸縮的ではない。また金利が伸縮的な場合も、貸出期間が短かければ金利が変動した場合にすべての貸出が比較的早く新金利となるので、平均値と限界値はあまり乖離しない。コール取引の期間はきわめて短く、市中貸出も平均して数か月で一回転している。このようにみえてくると、各期の平均値を限界値とみなしたことによる計算上の誤差は、さほど大きなものとは思われない。

第2の前提は、可変費を正確にとらえるのは困難であるため、人件費と物件費の2割を可変費と仮定し、それを更に1対3、または1対2の割合で、与信経費と受信経費に分けていることである。この比率は、銀行の実情を聴取したうえで仮定したわけであるが、第3表の試算結果をみてもわかるように、金利収入に比して可変費のウェイトは相対的に低いので、仮定した比率が若干異なっても、結論が大きく変わることはない。

結局この試算は、現金調達および放出の利率が金利に比してきわめて大幅に変動すること、および限界的現金漏出率が企業流動性の変化を映じてきわめて大幅に変動すること、の二つによって決定的に影響されているので、他の金利や経費の若干の修正を行なっても、本文で述べた結論は変化しないと考えられる。

件費と物件費の2割を可変費としたので、残り8割の件費と物件費および法人税以外の諸税などが加わっている(そのほか細かい項目としては手数料収入、償却費、雑損益等があることはいうまでもない)。一般に貸出・有価証券利率および預金利率の変動に伴う既往残高の受取金利、支払金利の変動は、業態別にさして大きな違いはない。しかし公定歩合とコール・レートの上昇(または下落)は、負債超過の都市銀行にとっては既往借入金・マネー残高に関する支払金利の増加(または減少)をもたらす、余資超過のその他金融機関にとっては既往コール・ローン残高に関する受取金利の増加(または減少)をもたらす。このため、公定歩合とコール・レートが上昇する引締め期には都市銀行の収益が相対的に伸び悩み、これらが低下する緩和期には、地方銀行、相互銀行など都市銀行以外の金融機関の収益が相対的に伸び悩み。

しかし、こうした既往残高に関する諸金利の変動は、前期に比して、今期の収益がどう変わるかということに響く要因ではあるが、今期の金利体系(貸出・有価証券利率、公定歩合、コール・レート、預金利率などの相対的關係)を与件とした上で、銀行がどのような与信、受信行動をとり、その結果どのような資産、負債構成になれば、今期の収益が極大化するかという条件を、直接示すものではない。ある時期の収益極大の条件を示すものは、いうまでもなく、その時期の金利体系を前提したうえでの与信行動と受信行動の限界的採算である。これはすでにみたように、公定歩合とコール・レートが上昇する引締め期には、貸出・有価証券投資の限界的採算が赤字になるので、貸出と有価証券投資を抑え、本源的預金として吸収した現金で資金ポジションの改善につとめることが収益を極大化する方法である。また緩和期に貸出・有価証券投資の限界的採算が黒字の時には、貸出・有価証券投資(もちろん将来回収遅延、回

収不能、金利棚上げなど余計なコストのかからない安全なものに限られる)を伸ばすことが収益極大への道である。また、引締め期と緩和期を通じて、本源的預金の吸収は、その限界収益が常に黒字であるから、総収益を増大させるが、とくに引締め期には、限界収益が緩和期よりも大きいので、総収益増大の効果も大きい。

3. 金融政策手段の銀行行動に及ぼす影響

(1) 金融政策のコール・レートに及ぼす影響

以上の考察から明らかなように、わが国では、公定歩合とコール・レートの変動は、銀行の短期的な利潤極大条件(利潤を極大にする資産、負債構成)を左右する最も大きな要因といえる。この場合、公定歩合は、いうまでもなく本行が動かすことのできる金利であるが、コール・レートについても、英国におけるそのように、中央銀行である本行の政策意思によって動かすことができるならば、本行は、市中銀行の短期的な利潤極大条件を大きく左右しうる政策的なレバーを握っていることになる。そこで次に、わが国において、金融政策は、コール・レートに対してどのような影響力をもっているかを考えてみよう。

すでにみたように、英国においては、公定歩合がコール・レートに比して罰則的に高いので、公開市場操作によって短期金融市場(money market)の現金需給バランスを変化させ、割引業者の英蘭銀行借入を増減させれば、コール・レートは公定歩合に近づいたり、離れたりする形で変動する。これに対してわが国では、コール・レートは公定歩合を下限として、これから大きく離れたり近づいたりする形で変動している。これは、次のような事情によるものである。

わが国でも相対取引の債券売買や準備預金制度の準備率変更などにより、唯一の短期金融市場であるコール市場の需給バランスを変化させること

ができる。この場合、その過不足尻が、中央銀行貸出の増減にはね返ってくる点は、英国と同じであるが、しかし、英国では借り手は割引業者であり、わが国では借り手が主として都市銀行である。本行は、銀行の現金ショートに基づく支払不能という事態により、信用制度の混乱が起きることを避けるため、いわゆる lender of last resort としてかかる市場の不足に対しては原則として貸し応じていく。しかしその場合、個々の銀行に対しては、貸出を拒否して市場資金をとるように要請することは可能であり、それを通じてコール資金に対する需要を強めることもできる。また銀行の本行預け金を全額とりくずさせた上で、なおかつ不足する額を貸し応ずるか、それとも若干の本行預け金残高を残すことを認めるかについて、貸し手たる本行は一つの option を握っているが、これは準備預金制度が発動された34年以降は、重要な意味をもっている。すでに述べたように都市銀行の保有現金は、米国や英国に比べればきわめて少なく、本行への預け金残高も少ないから、本行の option で圧縮できる預け金の余地はきわめて小さい。しかしこの本行預け金の残高は、準備預金制度の準備預金でもある。銀行は、1ヵ月間を平均して、ある所要準備残高を置かなければならないが、1日平均の所要準備残高そのものは小さくても、1ヵ月間の積数(1日平均所要準備残高 \times 1ヵ月間の日数)にすると、かなり大きな額になる。したがって、もし本行へ借入を申し込んでくる銀行に対して、本行預け金を取りくずした上でなお不足する額しか貸し応じないという態度をとると、所要準備の1ヵ月の積数に比しての既往準備積上げ額の比率、すなわち積上げの進捗率が著しく遅れ、積み上げの期限(毎月15日)までに平均的に必要とされる準備額は著しく高まってくる。その結果、銀行の現金需要額は増大し、コール・マネー取入れの意欲は強まる(コール・マネー

需要曲線の上方へのシフト)。その結果、コール市場におけるレートは上昇しはじめるのである。

このように、本行は、信用制度に混乱が起きない範囲で、lender of last resort として貸し応じながらも、所要準備額の積数を一つのクッションとして若干の option を行使し、銀行のコール・マネー需要を変化させることができる。コール・レートが公定歩合を下限として大きく変動する背景には、このような政策意思が働いているわけである。このほか、本行の公定歩合変更そのものも、コール・レートの下限の変更という意味で、コール・レートに影響を及ぼすことはいうまでもない。また、貸出限度額制度の限度余裕額を、債券売買や準備預金の準備率変更によって調整した場合も、銀行にとって本行借入の利用可能性(availability)が変わるので、銀行のコール・マネー取入れ意欲、ひいては市場のコール・レートも影響をうけることとなる。

(2) 金融政策の銀行行動に及ぼす総合的效果

以上のように、わが国では、中央銀行が債券売買などによって現金需給バランスを調節したうえ、さらに窓口での貸出態度を変化させることによってコール市場における都市銀行のコール・マネー取入れ態度を変化させ(需要函数のシフト)、市場のコール・レートに影響を与えることができる。つまり、わが国のコール・レートが市場の需給実勢によって決まることはいうまでもないが、その需要には中央銀行の政策意思がある程度反映されている。もちろん、いわゆるオーバーローンが恒常化している状況下で、コール・レートが公定歩合以下に低下することは困難であり、現にオーバーローンが一時的に解消をみた昭和30年の一時期を除けば、無条件物や月越し物のレートが公定歩合を下回った事例は最近みられない。こうした意味で、中央銀行の意思がコール・レート水準

に無限に作用するわけではないが^(注10)、上記のごとく公定歩合を下限とする範囲においては相当の影響力を及ぼすことができるといえよう。このことを、すでにみた銀行行動の限界的採算とあわせて考えてみると、中央銀行は、その政策意思により、公定歩合とコール・レートを通じて銀行の短期的な利潤極大条件をある程度左右することができるということになる。

したがって、もし銀行が、短期的な利潤極大化のみを行動原理としているならば、本行は、公定歩合とコール・レートを変動させることにより、銀行の与信、受信行動をかなりよくコントロールすることができるわけである。

しかし、実際には、銀行はいうまでもなく短期的な採算だけで行動しているわけではない。たとえば、業容が安定し、成長性の高い優良取引先に対しては、たとえ引締め期の貸出の限界的採算が赤字であっても、長期的な観点から貸し進みたいと考えるであろう。また企業の事業計画は、必ずしも小回りのきくものではないので、銀行がすでに貸出を約束し、企業も借入実現を前提にして事業計画を実行しはじめている時には、たとえ予期しない公定歩合とコール・レートの上昇で、その貸出実行の限界的採算が赤字に変わったとしても、銀行はある程度貸し出さないわけにはいかない。この場合も、銀行はその企業との取引の採算を、長期的な観点で考えているのである。

こうした事情のほか、銀行間には預金量を競う風潮があるため、貸出の限界的採算が赤字となる引締め期にも、なお預貸併進による業容拡大に強い執着を示すこともある。

このように、銀行は必ずしも短期的採算だけで

行動しているわけではなく、とくに業容拡大競争のような無形の利益を追い求めている面もあるので、公定歩合とコール・レートを通じて短期的採算を左右しただけでは、必ずしも十分に、銀行行動をコントロールすることはできない。そこで短期的採算への影響というプライス・メカニズムを通ずる政策手段のほか、37年11月以降、すでに述べたように、都市銀行が自己の信用創造の基礎を意識して自主的に行動することを期待して、本行貸出について、貸出限度額制度を実施している。

このほか、引締め期には補足的な政策手段として、市中銀行の貸出増加額を適宜指導している。

この貸出増加額規制は、銀行が貸出額を抑制してある額におさめるようにという一種の道徳的説得(moral suasion)であり、短期金融市場の金利変動を通ずる採算面への影響だけでは、コントロールしきれない銀行行動に対する補完的な政策手段として、これまでそれなりの効果をおさめてきた。

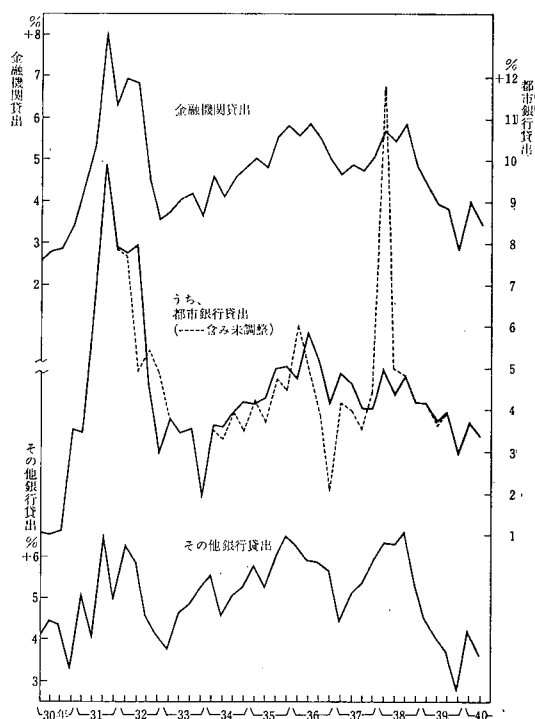
しかし、これを逆にみて、貸出増加額規制といった一種の道徳的説得が、わが国の金融政策の中心であり、金利を通ずる採算面への影響は軽微であるという見方があるとすれば、これは必ずしも適正な見方とはいえない。第1に、これは主として本行借入に依存する都市銀行を中心とする道徳的説得である。マネー・サプライ表に計上されている市中金融機関貸出に占める都市銀行のシェアは、約4割であり、したがって、かりにこの4割が本行の説得に応じて貸出を抑制したとしても、都市銀行から貸出を断われた企業が、残り6割の銀行から借入れば、全体として、貸出は

(注10) なおコール・レートの自由な変動を妨げる要因として、コールの出し手と取り手との間の特殊な結びつき(系列関係など)や、取り手がコール需給の緩和時にも、将来のひっ迫時における取入れの容易化を考慮し、出し手の立場を尊重するなどといった事情が介在する。こうした要因は短資業者を経由しないいわゆる直取コールに比較的多く、その影響は、市場コールにも波及することがある。このような実情からコール取引における不完全競争要因の存在を無視することはできないが、しかし直取レートといえども、基本的にはコールの需給実勢に依存していることはいうまでもない。

あまり抑制されないであろう。しかし、実際には第1図に明らかなように、都市銀行以外の銀行貸出も、都市銀行と同じような循環変動を描いている。しかも詳細にみると、35～36年には、都市銀行以外の銀行貸出増加率は、都市銀行のそれに比し、2四半期早く低下しており(貸出抑制が2四半期早い)、また38～39年には、ほとんど同時に低下しているが、その低下幅は都市銀行以外の方

(第1図)

都市銀行とその他金融機関の貸出残高変動率



が大きい(貸出抑制の度合いが強い)。このように、道徳的説得の主たる対象にはなっていない銀行が、金融政策の方向にそい、都市銀行よりも早目に、かつ大幅に貸出を押えているのは、道徳的説得以外の方法で本行の政策意思が伝わっているためである。それはいうまでもなく、政策意思を反映したコール・レートの上昇が、コール・ローン放出の純収入に比べ貸出の限界純収入を悪化させ、与信行動をチェックした結果にほかならない。すでに述べたように、都市銀行以外の銀行の現金調達利率は、都市銀行のそれよりも大幅に変動するので、貸出・有価証券投資の限界的採算の振幅も、都市銀行以外の銀行の方が大きい。これらの金融機関が都市銀行よりも早目に、あるいは大幅に貸出を抑制し、反面でコール・ローンの運用増加を図る一因は、この限界的採算の変動幅が大きい点にあると思われる(注11)。

道徳的説得を金融政策の中心として過大評価することが適当ではない第2の理由は、道徳的説得の主たる対象である都市銀行も、資金需要が鎮静しない引締め初期、たとえば32年第2四半期、36年後半から37年前半などには、表面上、本行の貸出査定を守りながらも、実際にはいわゆる含み貸出を行っていたことである。もちろん、含み貸出の諸操作にも限界があり、含み貸出残高の累増そのものが一つの重荷となって、結局は貸出を抑制せざるを得なくなる面もある。しかしその場

(注11) 都市銀行以外の銀行貸出が、都市銀行貸出のそれに比して、比較的小回りがきく理由には、上記のほか次のような構造的要因もある。都市銀行の場合には、営業が地域的に限定されている相互、信金とは異なり、営業基盤が相互に重なっているため、優良取引先確保の競争がきわめて激しく、引締め期にも、優良企業の資金需要には、長期的観点からある程度貸し応じざるを得ない面がある。これに対し、都市銀行以外の銀行は、やや事情を異にする。すなわち地銀、相互、信金の営業基盤は、地域的に分割されており、また農中、信連、農協など農林系金融機関はある程度貸出先が農業関連業種に限定されている。さらにこれら銀行は、総じて資金コストが割高であるため貸出金利が高いという制約もある。その結果、これら銀行は、そうした制約のもとで、貸倒れの危険の大きい貸出を無理に伸ばすよりも、安全で貸出審査等の手数がかからないコール・ローンや金融機関貸付を選ぶ傾向が生じやすい。かかる傾向は、引締め期にコール・レートが高騰し、反面貸出回収の遅れや貸倒れの危険性が高まった時にはいっそう強まることとなる。これら銀行は、引締め期に一時的に貸出を押えても、営業基盤が地域的、業種的に限定されているため、既往取引先を他行に奪われるおそれ比較的小さいことも、そうした仕振りを容易にしているように思われる。

合には、政策効果の発現が遅延することは避け難い。

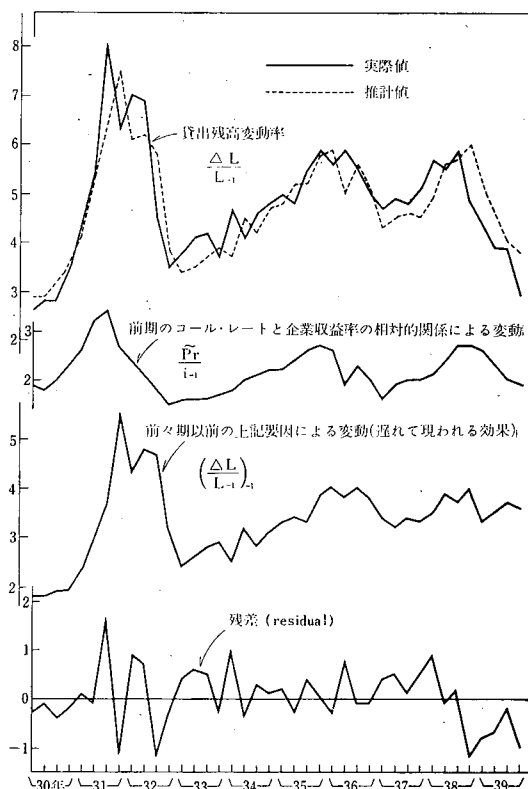
第3に、貸出増加額規制も、その効果は、実はコール・レートを通ずる採算面への影響とまったく独立に発揮されるわけではない。たとえば、本行は、道徳的説得を守らない銀行に対して、本行貸出を最小限に押え、公定歩合よりはレートのかかなり高いコール・マネー取入れをふやさざるを得ないように導き、外部負債残高におけるコール・マネー依存度を上昇させることにより、限界的な現金調達利率を高め、貸出の限界的採算をいっそう悪化させることも可能である。このように、道徳的説得の効果そのものも、実はコール・レートを通ずる採算面の効果と無関係に発揮されているわけではない。

以上のようないくつかの理由により、貸出査定ないし貸出増加額規制は、公定歩合変更、債券売買、準備預金制度準備率変更、といった基本的政策手段のプライス・メカニズムを通ずる効果（公定歩合とコール・レート変動の採算面への影響）に対する補足的手段と考えられる。

第2図は、基本的政策手段と補足的政策手段を背景とするコール・レートの変動が、市中金融機

関貸出に及ぼす影響を、計量経済学的手法（回帰方程式）で計測したものである（注12）。これは、マネー・サプライ表の市中金融機関貸出残高（含み（第2図）

市中金融機関貸出の変動要因別分解



（注12） 回帰方程式

$$\dot{L} = -0.0069 + 0.0155 \frac{Pr}{i-1} + 0.6850 \cdot \dot{L}_{-1}$$

(0.0057) (0.0037) (0.0686)

$$\bar{R} = 0.8717 \quad S = 6.412 \quad d = 2.0931 (\text{系列相関なし})$$

\dot{L} = 金融機関貸出残高変動率（マネー・サプライ表ベース、含み調整済み、季節変動調整済み）

Pr = 法人企業収益率。過去1年間の純利益と支払利子割引料の合計÷期初総資産（現金預金＋棚卸資産＋有形固定資産）残高（法人企業統計季報・資本金2百万円以上の全法人。季節変動調整済み）。ここで分子に過去1年間の利益をとったが、将来の収益予想が過去の経験に基づいて形成されるとみている。

i = コール・レート。無条件もの中心レートの四半期中平均（季節変動調整済み）。

計測期間＝29年4～6月～39年10～12月。

この方程式は、貸出増加率の変動を説明するものである。右辺第1の変数 $\frac{Pr}{i-1}$ は、コール・レートと企業収益率との相対的關係によって、金融機関貸出が決定されることを示す。ここでコール・レートについて当期でなく1四半期前の水準をとることとしたのは、金融機関の貸出決定から実行までに若干のタイムラグを考えたためである。また第2の変数 \dot{L}_{-1} つまり前期の貸出変動率は、コール・レートと企業収益率の相対的關係の効果がかなりの惰性をもって金融機関の行動に影響すると考えて導入したものである（いわゆる分布ラグの効果）。

貸出調整済み)の四半期ごとの変動率が、次の二つの要因によってかなりよく説明されることを示している。第1の要因は、1四半期前のコール・レートの水準である。第2の要因は、有利かつ安全な貸出機会を示す指標としての企業収益率である(資本金2百万円以上の法人企業の過去1年間の純利益と支払利子割引料の合計を、期初の現金預金、棚卸資産、有形固定資産の合計で除した比率。過去1年間の利益をとったのは、過去の経験が将来の期待に響くため)。計測結果をみると、コール・レートが企業収益率に比して相対的に上昇すれば貸出増加率は低下し、逆にコール・レートが企業収益率に比して相対的に低下すれば貸出増加率は上昇するという関係が、過去10年余にわたって安定的に認められる。ただ、この場合、前述のように金融機関の貸出は小回りがききにくい面もあるので、コール・レートと企業の資産収益率の相対的關係で決まる貸出への効果は、当期に全部出つくすわけではなく、減衰しながら次期以降にも響いていくという形で計測してある。

4. 銀行貸出の企業投資に及ぼす影響

資産選択からみた企業の投資決定

以上の考察により、わが国の金融政策が市中金融機関の貸出行動に及ぼす効果が明らかとなったが、残された課題は、こうして変動する市中貸出の変動が金融政策の最終的な目標である所得水準や物価水準に及ぼす効果の分析である。

わが国では、周知のとおり市中貸出は95%以上が企業に対する貸出である。一方この貸出をうける企業の側では、その資金調達(35~38年度を平均した産業資金供給。したがって企業相互の貸借関係である企業間信用は除かれている)の44%が民間金融機関からの借入金であり、残りは事業債と株式の発行13%、企業貯蓄39%である(その他は、政府部門からの借入金3%、外資1%)。しかも

このうち事業債は、その約9割が金融機関によって消化されている。こうした事情を考えると、わが国では、企業部門の資金調達の大きさは、金融政策の影響下にある市中金融機関の与信動向によってかなり大きく左右されているといえよう。したがって、もし企業が、調達した資金をすべて実物資産(棚卸資産と有形固定資産)の保有増加、すなわち投資(在庫投資と設備投資)に用いているならば、市中貸出残高の変動は、そのまま実物資産の変動、すなわち在庫投資と設備投資にかなりよく反映されていることになり、金融政策は、市中貸出をコントロールすることにより、ほとんどダイレクトに企業投資という政策目標を左右していることになろう。しかし実際は、企業は銀行から借り入れた資金を全額実物資産の保有増加に振り向けているというわけではない。その一部は、現預金という金融資産の保有増加にも振り向けられる。しかもこの実物資産増加と現預金増加のシェアは、すう勢的に変化しているほか、景気の局面によっても循環変動を示しており、好況期には実物資産増加のシェアが高まり、不況期には現預金増加のシェアが高まっている。したがって、このシェアを左右している諸要因は、金融政策の影響下にある市中貸出と、金融政策の目標である企業投資の間に介在する要因であり、もしこの介在する諸要因が金融政策の効果を相殺する方向に動くならば、金融政策の有効性はそれだけ弱められることになる(たとえば、企業投資を増加させるために公定歩合とコール・レートを下げ、市中貸出を増加させても、介在する要因の変化により、その多くが現預金増加に向かい、実物資産の増加に向かわない場合には、金融政策の効果は弱まる)。

そこで、企業の現預金と実物資産のシェアが、実際にどのような要因によって変わるかを考察し、それと金融政策の有効性との関係を考えて

みなければならない。わが国企業の流動性資産と収益資産の選択の問題については、すでに本報昭和40年1月号「わが国の企業流動性と金融政策」で詳細に論じたので、ここでは、その内容を要約するにとどめたい。

企業の実物資産(棚卸資産と有形固定資産)の残高は、適正在庫率(棚卸資産の場合)や能力資本係数といった制度的、技術的諸与件によって、売上高と関係している。したがって、将来の売上高の予想と、適正在庫率や能力資本係数との関係から考えられる適正な実物資産残高に比して、現在保有している実物資産の残高が低目であれば、以後の調達資金の運用に際し、実物資産の保有増加により多くの資金を振り向けなければならないだろう。逆に、現在の保有残高が将来の適正残高に比してすでにかなり高い水準にあれば、以後の資金配分に際し、実物資産の保有増加には、あまり多くの資金を振り向ける必要がなくなる。したがって、調達資金の配分における実物資産と現預金のシェアは、第1に、現在の実物資産保有残高と将来の売上高の予想との関係によって影響をうけるといえよう(その背景に、制度的、技術的な要因としての適正在庫率、能力資本係数がある)。

一方、企業の保有する現預金残高も、取引動機に基づく保有部分は、収入と支出の季節的なギャップといった制度的要因と収支の規模に関係している。また、銀行借入を容易にする目的で保有されている預金は、借入金残高とも関係している。日本の企業の現預金保有動機を詳細に考察した前記論文に明らかなように、わが国の実情では、保有現預金水準は、売上高(収支の規模)よりも、借入金残高との間にかなり安定的な関係が認められる。これは、借入金の担保として拘束されている預金のほか、銀行借入を容易にする目的で、借入金に対してある割合の預金を企業が自主的に保有するように努めているからである。したがって、

現在保有している現預金残高が、借入金残高に比して相対的に低下しているときには、企業は将来の借入が困難化しないように、以後の資金配分に際して、より多くの資金を現預金保有増加に振り向ける。地方、現在の保有現預金水準が、すでに借入金残高に比して潤沢であれば、それ以後の調達資金は、あまり現預金の補てんには用いられないだろう。したがって、現在の現預金と借入金の比率は、調達資金の配分に際しての現預金増加と実物資産増加のシェアに響く第2の要因と考えられる。

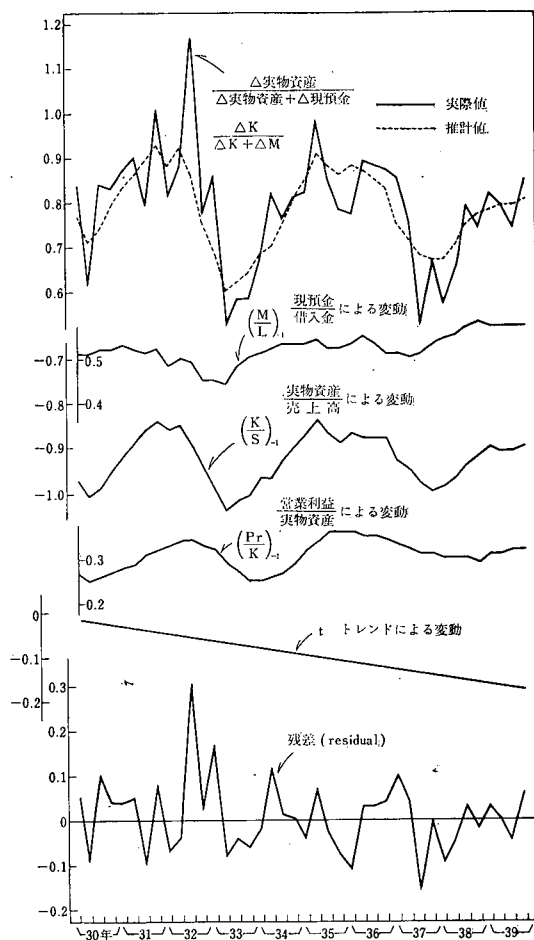
第3の要因は、投資対象資産としての現預金と実物資産の選択に響く要因である。現預金の予想収益率(rate of return)は、預金金利と通貨価値の変動の予想に左右されるが、一般に預金金利の改訂は稀であり、通貨価値(この場合、企業の支出対象財の総合価格)の変動も、上昇と下落の可能性が等しい限り、収益率の予想(期待値)に関係はない。したがって、現預金の収益率の予想は、一般に比較的安定していると考えられる。これに対して実物資産の収益率の予想(資本の限界効率)は、将来の製品需要、製品と生産要素の価格、技術革新などさまざまな不確定な要素に依存しているので、きわめて大きく変動する。したがって、投資対象資産としての現預金と実物資産の選択に、現実に影響を与えている予想収益率は、実物資産の側の予想収益率であると考えられる。実物資産の予想収益率が上昇すれば、資金配分に際して実物資産増加のシェアが高まり、逆にそれが低下すれば、現預金増加のシェアが高まるであろう。なお、この実物資産の予想収益率は、企業の予想であるから、金融政策の心理的影響も響く。公定歩合の変更などに象徴される金融引締め、緩和のスタートは、先行きの経済見通しを弱気、あるいは強気にするので、実物資産の予想収益率は低下、あるいは上昇する(貸出金利のコス

ト効果は、まったく無視するわけにはいかないが、本稿では一応考察の対象外におく。

以上の三つの要因、すなわち①予想売上高と保有実物資産残高の比率、②借入金残高と保有現預金残高の比率、および③実物資産の予想収益率が、資金配分における現預金増加と実物資産増加のシェアに影響を与えていると考えられるが、このことは、計量経済学的手法によって計測することができる。第3図は、その結果を示したものである(注13)。これによるとわが国法人企業(資本金2百万円以上)の四半期ごとの現預金増加と実物資産増加の合計に占める実物資産増加のシェアは、①前期の売上高と実物資産の比率(予想売上高は把握難いので、前期の売上高は当期の売上高の予想に強い影響を与えていると考えて代表させた)、②前期の借入金と現預金の比率、および③前期の実物資産収益率(過去1年間の営業利益を実物資産残高で除した値。過去1年間の営業利益は、将来の実物資産の予想収益に影響を与えていると考え、これに予想収益を代表させた)との間に、過去10年間ほどにわたって安定的な関係があることがみられる。なお、実物資産増加のシェアは、この三つの要因により循環的に変動しているほか、あるトレンドですう勢的に低下し

ていることも計測された。これは、輸入自由化と(第3図)

企業の資産選択の変動要因別分解



(注13) 回帰方程式

$$\frac{\Delta K}{\Delta K + \Delta M} = 0.9762 - 0.6667 \left(\frac{K}{S} \right)_{-1} + 1.9647 \left(\frac{M}{L} \right)_{-1} + 2.2300 \left(\frac{\pi}{K} \right)_{-1} - 0.0040t$$

(0.8963) (0.2809) (1.5451) (1.8414) (0.0020)

$$\bar{R} = 0.6915 \quad S = 0.0975 \quad d = 2.2269 \text{ (系列相関なし)}$$

K = 法人企業、実物資産期末残高。棚卸資産期末残高 + 有形固定資産期末残高(法人企業統計季報・資本金2百万円以上全法人、季節変動調整済み)。単位億円。

M = 法人企業、現金預金期末残高(資料同上。季節変動調整済み)。単位億円。

L = 法人企業、金融機関借入金期末残高。金融機関借入金期末残高 + 受取手形割引期末残高(資料同上。季節変動調整済み)。単位億円。

S = 法人企業、売上高(資料同上。季節変動調整済み)。単位億円。

π = 過去1年間の営業利益合計(資料同上)。単位億円。

t = トレンド(29年1～3月 = 1)

計測期間 = 29年1～3月～30年10～12月。

調達資金の運用に占める実物資産増加(投資)のシェア $\left(\frac{\Delta K}{\Delta K + \Delta M} \right)$ の変動を説明する方程式である。

なお、ここでの企業の調達資金は、企業部門が他部門から調達した資金と企業貯蓄の合計であり、企業間信用(系列投資を含む)など企業部門内部の貸借を相殺したものである。

この方程式でとりあげた説明要因は次のとおり。

在庫管理技術の進歩に伴い、わが国企業の原材料在庫率の適正水準が低下したこと、反面最近における予備的動機の現預金保有増加等^(注14)を背景に、企業の保有現預金対借入金比率が上昇していること、などによるものとみられる。

金融政策の影響下にある銀行貸出(したがってまた企業の資金調達)と、企業投資の間に介在する諸要因が以上のとおりであるとすれば、これらの動きは、当然、金融政策の有効性に影響を与える。第1に、最近の適正在庫率の低下は、売上高の変動に伴う在庫投資の変動を小さくしており、企業に潤沢な資金が供給されても、この面からする在庫投資への資金投入は少なくなっていると考えられる。昨年の在庫投資の動向を従来の景気のボトムにおける在庫投資の動向と対比してみると、ある程度これが裏付けられているように思われる。第2に、企業の保有現預金対借入金比率が金融緩和期に著しく上昇すると、引締め期にはいってもこれを食いつぶす形で実物資産増加、すなわち、投資が維持され、引締め効果はなかなか浸透しない。38年の金融緩和のあと、39年の引締め効果の浸透が遅れた事実は、それを示しているといえよう。第3に、実物資産の保有増加から期待される予想収益率が、供給能力の過剰、ビジネス・マインドの委縮などから低落すると、公定歩

合やコール・レートの低下によって、たとえ銀行貸出が増加しても、その多くは企業の手元現預金の増加となり、投資は盛り上がらない。昨年の経験は、こうした局面における金融政策の限界を、ある程度示しているといえよう。

む す び

以上の分析から明らかなように、今日に至るまで政策的レバーの中心となってきたのは、短期金融市場金利の変動であった^(注15)。わが国では過去再三にわたる国際収支危機が比較的短期のうちに克服され、この点は、海外からも高く評価されているが、こうした政策効果の発揮には敍上のメカニズムが働いているわけであり、このプライス・メカニズムは今後とも尊重されなければならないことはいうまでもない。

もっとも、これが反面において、時として、コール・レートの高騰をもたらし、長短金利のアンバランス、長短確定利付債券市場の発展阻害、コール市場の投資市場化、などの問題を生み出してきたことも、事実といわなければならない。こうした市場環境の整備をある程度犠牲にしなければならなかったのは、しばしば金融政策が国際収支危機の克服といったさし迫った課題に全面的に取り組まざるを得なかったためもあるが、しかし、

$\left(\frac{K}{S}\right)_{-1}$ として、前期の売上高に対する実物資産の比率。本来は予想売上高と期初実物資産の比率をとるべきであろうが、予想売上高はとらえがたいので、当期の売上高の予想に強い影響を与えていると考えられる前期の売上高で代表させた。

$\left(\frac{M}{L}\right)_{-1}$ として、前期末の借入金残高に対する現預金残高の比率。前期末の比率(実績)が今期の決定に響くと考えられる。

$\left(\frac{\pi}{K}\right)_{-1}$ として、前期の実物資産の収益率。本来実物資産に対応する予想収益を考えるべきであるが、ここでは予想収益に代えて、収益予想の基礎としての過去1年間の利益を分子にとった。

なお、第1の要因、第2の要因は、売上高・借入金に対する比率として過剰実物資産・過剰金融資産の大きさを示すためにとり入れたものである。しかし、現実には実物資産・売上高比率は(輸入自由化・在庫管理技術の進歩を背景に)する勢的に低下、また現預金・借入金比率は(予備的動機に基づく現預金保有増を背景に)する勢的に上昇しており、比率がそのまま実物・金融資産の過剰の度合いを示すものではない。このような事情を考慮するため第4の要因としてトレンドを導入した。

(注14) 最近数年來の予備的動機に基づく企業の保有現預金増加については、本月報昭和40年1月号「わが国の企業流動性と金融政策」参照。

より基本的には、わが国においては主要金利の伸縮性が乏しく、自由な金利機能が阻害されてきた点にあることは見のがしえない。こうした点から、今後においては、金利自由化の推進などによって、資金需給の場に広範に金利機能が導入され、金利政策が短期金融市場金利にのみ極端に依存しないでも済むような環境を作り上げていくことが重要な課題といわなければならない。

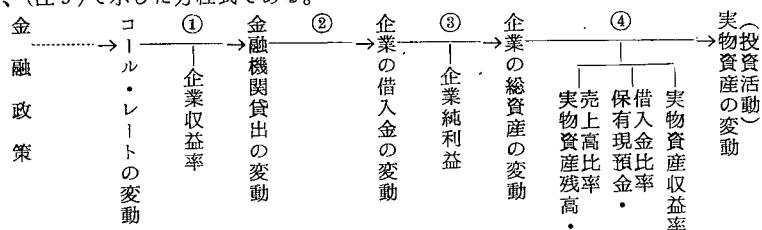
さて、ここで留意しなければならないのは、上述した金融政策効果波及のメカニズムおよび計測された統計的関係はこれまでの経験と実績に基づくものであり、これが今後についてもそのまま妥当するかどうかは、なお即断を許さないことである。とくに今後新たな与件として国債が登場してくると、こうしたメカニズムに多少の変化が生ずる可能性もあろう。たとえば金融機関の公社債保

有増加に伴って、その現金調達手段として公社債売却の比重が高まるといった問題も、あるいは生じるかもしれない。

さらに本稿では分析を金融政策の企業投資に及ぼす影響までにとどめたため言及しなかった問題ではあるが、金融政策の総需要に及ぼす効果についても、国民総支出に占める民間投資のウェイトが減少し、企業の資金調達における内部留保、減価償却等の比率が高くなるとすれば、そこに多少の変化が生ずることも想像に難くない。

このように、今後の金融政策の効果については、経済環境の成行きいかんでは、種々の変化も予想される。したがって、今後たえずその推移を注視し、慎重な検討を加え、政策効果の発揮に万全を期することが重要な課題といわなければならない。

(注15) 以上で想定した、金融政策の効果の実体面への波及過程は、次図のとおりである。このうち、①、④の関係は(注8)、(注9)で示した方程式である。



②、③の関係について計測した経験式は次のとおりである。

$$\text{②の関係} \quad \Delta L_c = 77.469 + 0.8697 \Delta L_b$$

$$(29.573) \quad (0.0569)$$

$$\bar{R} = 0.9224 \quad S = 107.9$$

ΔL_c = 法人企業、金融機関借入金。金融機関借入金増減額 + 受取手形割引四半期中増減額(法人企業統計季報・資本金2百万円以上の全法人。季節変動調整済み)。単位億円。

ΔL_b = 金融機関貸出増減額(マネー・サプライ表ベース。季節変動調整済み)。単位億円。

計測期間 = 29年1—3月～39年10—12月。

$$\text{③の関係} \quad \Delta K + \Delta M = 238.5 + 0.7468 \Delta L_c + 1.0463 \Pi_n$$

$$(495.0) \quad (0.1948) \quad (0.3926)$$

$$\bar{R} = 0.9085 \quad S = 1658.6 \quad d = 2.3242 (\text{系列相関なし})$$

ΔK = 法人企業、実物資産増減額。棚卸資産増減額 + 有形固定資産増減額(法人企業統計季報・資本金2百万円以上の全法人。季節変動調整済み)。単位億円。

ΔM = 法人企業、現金預金増減額(資料同上。季節変動調整済み)。単位億円。

ΔL_c = 法人企業、金融機関借入金増減額。金融機関借入金四半期中増減額 + 受取手形割引四半期中増減額(資料同上。季節変動調整済み)。単位億円。

Π_n = 法人企業、純利益額(資料同上。季節変動調整済み)。単位億円。

計測期間 = 29年1—3月～39年10—12月。