

## わが国金利水準と金利体系の変化について

### 〔要 旨〕

今回の金融緩和期におけるわが国金利水準と金利体系の特徴的な動きは、①コール・レート、貸出金利、既発債市中利回りなどが、従来に比し著しく低水準となったこと、②これに伴い、公社債発行条件や預金金利など、制度的に固定されている諸金利と、これらの比較的自由に動く諸金利との体系が、ある程度正常化したこと、および③比較的自由に動く諸金利相互の関係において、短期金利が長期金利を大きく下回るといった正常な姿となったこと、である。

個々の金利の変動要因を分析してみると、まずコール・レートは、金融市場における自律的な資金過不足の発生と、これに対処する本行の信用供与態度という政策要因との二つに依存して変動している。資金過不足の発生は、それに先立つ市中銀行の信用創造の結果とみられるから、見方を変えたと、コール・レートは、有利かつ安全な信用創造(貸出・有価証券投資)の機会の多寡と、本行の信用供与の態度の二つに依存し、その相対的關係によって変動するといえる。一方、既発債の市中利回りは、今回の金融緩和期には、金融機関の合理的な金利裁定を背景として変動しており、その結果、コール・レート、貸出金利、企業の実物資本収益率などの影響を受けているが、とくにコール・レートからの影響が強い。最後に貸出金利は、公定歩合の変更に伴う自主規制金利変更の影響を強く受けているが、今回金融緩和期、とくに40年10月以降、従来比較的硬直的であった小口貸出金利と長期貸出金利を中心に貸出金利が大きく低下していることについては、コール・レート的大幅低下を背景とする金融機関の貸出態度積極化と、実物資本収益率と外部資金依存度の低下を背景とする借入需要停滞の影響も見のがせない。今回金融緩和期における金利水準と金利体系の変化は、結局公定歩合と企業の実物資本収益率の著しい低下および本行の与信態度積極化という外生的条件の変化が、まずコール・レートの著しい低下をもたらし、他方公定歩合の低下が自主規制金利を通じて貸出金利を低下させ、こうして低下したコール・レートと貸出金利が既発債市中利回りとの間で裁定されて、既発債市中利回りの7%台への低下を実現させ、更にこうした諸金利の低下が40年10月以降にみられるような貸出金利のいっそうの低下を促したものと考えられる。またこうした金利変動は、金融機関を中心とする合理的な金利裁定に主導されたため、長短金利の体系も、従来になく正常な形となったと思われる。

こうした金利動向の金融面、実体面に対するおもな影響は、①コール残高の減少と月越物のウェイト上昇、②公社債の市中利回りが応募者利回りに接近したことに伴う、公社債発行市場の起債量自由化と流通市場の拡大、③農中系統内部の奨励金一部廃止や、一部信金の普通預金金利日歩1厘引下げ等預金金利の実質的低下、④コール・レートや既発債市中利回り低下を背景とする貸出意欲の著しい増大、⑤銀行借入の容易化や貸出金利低下に伴う企業投資の回復促進、などである。

昨年来、企業の実物資本収益率の回復もあって景気は着実に上昇し、金融市場の資金不足も増大しているため、最近ではコール・レートは強含みとなり、既発債市中利回りも若干上昇しているが、今後も公社債市場の発展を持続させ、金利機能を中心に資金の効率的配分を進めていくためには、公社債発行条件等諸金利をいっそう弾力的ならしめる努力が要請されよう。

## 〔目 次〕

### はしがき——今回金融緩和期における金利動向の特徴

1. コール・レートの変動要因  
(資金過不足とコール・レート)  
(企業の借入需要とコール・レート)  
(今回金融緩和期のコール・レート低下要因)
2. 既発債市中利回りの変動要因  
(公社債流通市場の推移)  
(長短金利の裁定)  
(今回金融緩和期の既発債市中利回り低下要因)
3. 貸出金利の低下要因  
(今回の貸出金利低下の特徴)

(制度的諸事情と基本的背景)

(今回金融緩和期の貸出金利低下要因)

4. 金利水準と金利体系を変動させる基本的要因  
(諸金利相互の因果関係)

(今回金融緩和期の金利変動要因)

5. 金利変動の金融・実体面に対する影響

(コール市場と公社債市場に対する影響)

(預金と貸出に対する影響)

(企業投資に対する影響)

む す び——最近における若干の変化と今後の  
問題点

### はしがき——今回金融緩和期における金利動向の特徴

わが国の金利水準と金利体系は、昭和40年初頭に始まる今回の金融緩和期において、従来にはみられなかった幾つの特徴的な動きを示している。

その第1は、コール・レート、貸出金利、既発債市中利回りなど比較的自由に変動する諸金利が、従来に比し著しく低水準となったことである(第1図および第1表参照)。すなわち、最近2年間はどの無条件および月越コール・レートの中心は、20年代復興期の特殊な時期や一時的な時期を除けば、戦後の最低水準となっている。また全国銀行貸出約定平均金利も、5月現在、29ヵ月に及ぶ記録的な低下を続けており、やはり20年代後半以降の最低水準となっている。更に、証券会社の店頭における金融債、電話債等の既発債売買レートも、残存期間3～4年以上のレートは、ここ1年余にわたり、7%台(一部6%台、なお5月下旬以降割引電話債のレートは特殊要因もあって8%台乗せ)となっているが、店頭売買がある程度行なわれるようになった30年代初頭以降、これらのレートが持続的に8%を割ったことは、今回緩

和期を除けばみられなかったことである。

第2の特徴は、これら諸金利の低下に伴い、公社債発行条件や預金金利など制度的に固定されている諸金利と、これらの比較的自由に動く諸金利との体系が、ある程度正常化したことである(後掲第6図および第7表参照)。たとえば、公社債の発行条件は、既発債の市中利回りに比較して、かなり低い水準に固定されてきたが、今回金融緩和期に既発債市中利回りが大きく低下した結果、固定

(第1表)

#### 主 要 金 利 の 体 系

(単位・年利 %)

	過 去 6 年 間		最近1年 半の平均
	平 均	標準偏差	
公 定 歩 合	6.24	0.66	5.48
コ ー ル ・ レ ー ト	9.19	2.42	6.32
既 発 債 市 中 利 回 り	8.49	1.15	7.36
貸 出 金 利	7.83	0.26	7.48
企 業 収 益 率	14.17	0.77	13.51

(注)1. 公 定 歩 合：基準割引歩合。

2. コール・レート：無条件コール・レートと月越コール・レートとの市場残高による加重平均値。

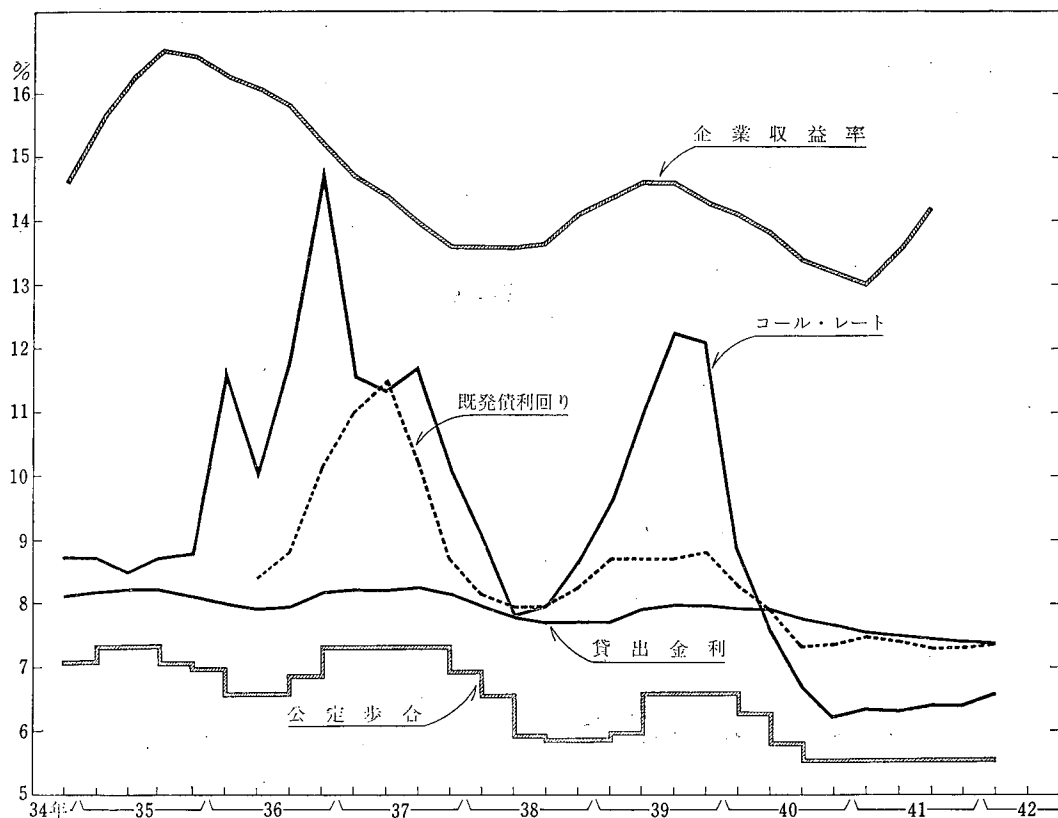
3. 既発債市中利回り：既発利付金融債(3～4年物)の店頭売買レート。

4. 貸 出 金 利：全国銀行貸出約定平均金利。

5. 企 業 収 益 率：「法人企業統計季報」(資本金2百万円以上、全産業)の、過去1年間の営業利益  
有形固定資産÷棚卸資産。

〔第1図〕

## 主 要 金 利 等 の 推 移



(注) 各統計指標の詳細は、前掲第1表の(注)参照。

された発行条件と市中実勢金利との関係は、かなり正常化した。またコール・レートは、短期貸借の金利であるにもかかわらず、従来1年物定期預金金利、2年物および5年物金銭信託金利などの長期預金の金利を大きく上回っていたが、今回金融緩和期には、ようやく2年物金銭信託を下回る水準まで低下した。

第3の特徴は、比較的自由に動く諸金利相互の関係においても、長短金利の体系がある程度正常化したことである(第1図および第1表参照)。既に第1の特徴として述べたように、コール・レート、貸出金利および既発債市中利回りは、いずれも戦後最低の水準に低下したが、そのなかで、短期金利であるコール・レートの低下幅が最も大きく、その結果、コール・レートは、より長期の金

利である貸出金利や既発債市中利回りよりも低水準となった。従来、このような長短金利の正常な体系が1年余にわたって持続することは、金融緩和期にもみられないことであった。

以上、今回の金融緩和期の金利動向にみられる三つの特徴を指摘したが、この論文の目的は、これら金利水準と金利体系の変動がなぜ生じたかを分析し、それらの変動が金融市場や实体经济に及ぼす影響を考察することにある。

順序として、まず個々の金利の変動要因を、個々の市場(金利決定の場)に即して別々に分析し、次に、それらの市場を一体とした全市場体系の中で、各種の金利が相互依存的に決まる際の基本的な因果の筋道を考え、最後にそれら金利変動の諸影響を考察することとする。

## 1. コール・レートの変動要因

### (資金過不足とコール・レート)

まず、コール・レートの変動要因から考えよう。いうまでもなく、コール市場は金融部門内部の余裕現金(この場合、現金とは本行当座預金を含むいわゆる high-powered money、以下同じ)を、金融機関が相互に短期貸借する市場である。したがって、コール市場の需給は、基本的には金融部門が保有する余裕現金の量に左右されるといえる。

金融部門の保有現金は、企業や家計が預金の引出しなどの形で金融機関から現金を引き出したときおよび財政対民間収支が引揚げ超過となったときに減少し、企業や家計の現金預入および財政対民間収支散超によって増加する。そしてこれらの金融部門保有現金の変動要因は、資金需給実績の資金過不足額にはほぼ対応している(注1)。さて、このような日々の金融部門保有現金の変動に対応して、本行は、貸出、債券売買、短資業者に対する政府短期証券の売買と貸出、などの手段によって現金を供給し、あるいは引揚げ、金融部門の保有現金に極端な過不足が生じて、信用機構が混乱しないよう、あるいはまた、コール市場の需給に過度の変動が生じないよう、日々調節している。

したがって、金融部門の余裕現金の量、ひいてはコール市場の需給事情は、基本的には二つの要因に依存しているといえることができる。すなわちその第1は、民間への現金流出入戻と財政対民間収支戻といった資金過不足の変動であり(注2)、第2は、そうして生じた資金過不足に対して、本行

がどのような態度でのぞむか、という点である。かりに資金不足が大きかったとしても、本行が積極的に貸し応じたり、大量の債券買入れを行ったりすれば、コール市場の需給は必ずしもひっ迫するとは限らず、したがって、コール・レートも上昇するとは限らない。反対に、このような場合に本行が公定歩合を引上げ、貸出態度を厳格化し、あるいは債券買入れを抑制しきみにして貸出限度余裕額を詰めていけば、資金過不足の変動を通じて、次第にコール市場はひっ迫し、コール・レートは上昇しよう。このように、コール市場の需給は、市場の資金過不足額と本行の信用供与態度の両者に依存し、それらの相対的關係において変動するものといえることができる。このことは、かりに本行の信用供与態度が一定であっても、景気の上昇から企業、家計への現金流出がふえ、税收等を中心に財政の揚勢が強まるような情勢下では、コール・レートが上昇していくことを意味している。

以上の事情は、過去の統計を分析することによっても、ある程度確認することができる。いま市場の資金過不足を示す統計指標として、資金需給実績の資金過不足額、または銀行券平残前年比をとろう。一方、本行の信用供与の態度は、公定歩合の水準、本行窓口の貸出態度、資金過不足額に対する債券売買額の相対的大きさ、貸出限度額に対する余裕の程度、準備預金積立ての進捗率など、多くの面に反映されており、これらの一部のみをもって本行の信用供与態度全体を示す統計指標として利用するには問題があるが、分析技術上の制限から、ここでは一応公定歩合および準備預金

(注1) 厳密にいうと、資金需給実績の資金過不足額を、金融部門保有現金の増減で調整した額が、企業や家計への現金流出入額と財政対民間収支額との合計に等しい。

資金過不足(△)額+金融部門保有現金増減(△)=家計・企業への現金流出(△)入+財政対民間収支(△)支

(注2) 厳密に言えば、資金不足がコールの出し手側に生ずるか、取り手側に生ずるかによって、コール市場の需給、したがってまたコール・レートに与える影響は異なるものと考えられる。しかし、第2表①～④に示した計測式では、この点を一応捨象しており、その意味で「1次近似」といえよう。

制度の所要準備額と余剰準備額の比率(本行の貸出態度がきびしいと、所要準備額ぎりぎりの準備預金しか積めない)のでこの比率は低下し、逆に本行の貸出態度がゆるいと、比較的余裕含みで積めるのでこの比率は上昇する)を代表的統計指標として採用することとする。そこで、これらを説明変数としてコール・レートの水準を説明する回帰方程式を計測してみると、第2表①～④式のような良好な結果が得られる(注3)。第2図は③式によって、コール・レートの変動要因を図示したもの

(第2表)

コール・レートの変動要因(四半期計数による回帰方程式の計測結果)

被説明変数	説明変数とそのパラメーター(カッコ内は標準誤差)						定数項	相関係数 (自由度調整済み)	ダービン・ワトソン比	計測期間
	公定歩合	本行の貸出態度	銀行券平残前年比	市場資金不足額	企業収益率	分布ラグ				
① コール・レート(無条件、中心)	2.5637 (0.2968)	- 2.5688 (0.6342)		0.5219 (0.2385)			- 6.6639	0.8612	1.1094	34/Ⅳ～41/Ⅲ
②       〃	2.1107 (0.2556)	- 2.7048 (0.5037)	0.2295 (0.0492)				- 7.1783	0.9152	1.3301	〃
③       〃	0.8546 (0.2451)			0.6000 (0.1876)		0.5441 (0.1139)	- 1.9778	0.8679	1.8011	31/Ⅳ～41/Ⅲ
④       〃	1.0822 (0.2323)		0.1379 (0.0300)			0.5446 (0.0915)	- 5.3206	0.8918	1.7332	〃
⑤       〃	1.8531 (0.4074)	- 2.2336 (0.6489)			0.7683 (0.3646)		-11.8242	0.7899	1.1907	34/Ⅳ～40/Ⅲ
⑥       〃	0.8526 (0.2643)				0.6016 (0.1716)	0.5370 (0.1079)	- 9.2736	0.8367	1.5472	30/Ⅳ～40/Ⅲ
⑦ コール・レート(無条件と月越の加重平均)	2.4096 (0.3487)	- 3.7033 (1.1915)			1.1497 (0.3045)		-20.4489	0.9426	1.4121	36/Ⅱ～41/Ⅲ

(注) 1. 公定歩合は基準割引歩合、単位・%。

2. 本行の貸出態度の指標としては、準備預金制度の  $\frac{\text{余剰準備額}}{\text{所要準備額}}$  を採用、単位・%。

3. 銀行券平残前年比の単位は%。

4. 市場資金不足額は、「資金需給実観」の資金不足額(季節調整済み)、単位・千億円。

5. ⑤、⑥式の企業収益率は「法人企業統計季報」(資本金2百万円以上、全産業)の  $\frac{\text{過去1年間の(純利益+支払金利)}}{\text{現金預金+棚卸資産+有形固定資産}}$ 、⑦式のそれは、

$\frac{\text{過去1年間の営業利益}}{\text{棚卸資産+有形固定資産}}$ 、単位・%。

6. 分布ラグは、1期前の被説明変数(各説明変数の遅れて現われる効果)。

である。

#### (企業の借入需要とコール・レート)

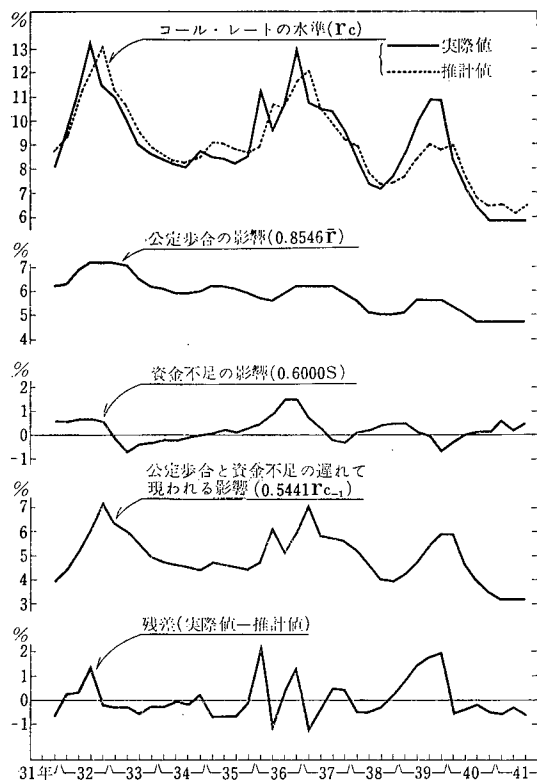
以上は、金融部門の余裕現金を中心にコール市場の需給を考えてきたが、ここでやや観点を変えて考えてみよう。民間への現金流出超過や、財政部門への租税移納等引揚げ超過は、多くの場合、金融機関の預金取りくずしによって行なわれるものであるから、一般に資金不足発生の前には、それに先立つ金融機関の信用創造が行なわれていると考えることができる(注4)。一般に銀行、相互銀

(注3) この論文では、以下においても、回帰方程式の計測という形で統計的関係を調べることが多いが、その場合というまでもなく、計測式に採用した説明変数のみが被説明変数の変動要因であるということを積極的に主張しているものではない。ほかにウェイトの低い変動要因が併存していることは当然であろうし、また説明変数として用いた統計指標についても、その背後にある他の変動要因との相関が高いため、その影響力をも代表して統計的説明力をもつこともありうる。これらの点には十分注意を払う必要がある。

(注4) 金融機関が国債を消化した場合、あるいは企業や家計がその保有現金によって納税等政府への支払を行なった場合などには、金融機関の預金取りくずしなしに資金不足が発生する。もっとも、後者のケースについては、企業や家計の保有現金のもとをただと、金融機関の預金取りくずしと財政散超(資金不足発生)に含めてよいであろう。長期的にはこの場合も、金融機関の預金取りくずしによる財政揚超(資金不足発生)に含めてよいであろう。

〔第2図〕

## コール・レートの変動要因別分解(その1)



$$r_c = -1.9728 + 0.8546\bar{r} + 0.6000S + 0.5441r_{c-1}$$

(0.2451) (0.1876) (0.1139)

$\bar{R} = 0.8679$

行、信用金庫等の金融機関は、貸出、起債消化などの形で信用供与を行なって預金を創造すれば、供与した資金の一部は、現金引出し、他行や財政への支払い超過等の形で必ず預金から引き出される。その場合、これに伴う資金不足の穴埋めは、自行保有の余裕現金を充てるか、他行へコール・ローンとして放出していた余裕現金を回収するか、あるいは他行の余裕現金をコール・マネーとして取り入れるか、更には本行から借入等の形で信用供与を受けるか、のいずれかで行なわれる。したがって、一般に収益性と安全性の高い貸出お

よび有価証券投資の機会<sup>(注5)</sup>(信用創造の機会)が多ければ多いほど信用創造がふえ、これを媒介とした経済活動の拡大、所得の増大、現金需要増加、財政揚超の拡大という形で資金漏出が増大し、コール・ローン放出の減少およびコール・マネー取入れの増大が生じ(コール市場の需給はひっ迫)、反対にそうした機会が少なければ、コール・ローン放出増とコール・マネー取入れ減から、コール市場の需給は緩和すると言い直すことができる。この場合、もし本行の貸出、債券売買等信用供与の態度が比較的積極的であると、コール・マネー取入れ意欲は、現実には本行信用の供与を受けることないしは容易にこれを受けられるという期待によってある程度静められるから、コール市場の需給は緩和し、反対に本行の信用供与態度が厳格であると、そうした需給緩和の効果は期待しえないから、コール・マネー取入れ意欲は強まり、これがそのままコール市場の需給に反映されることになる。

このような観点から考えると、コール市場の需給は、基本的には、有利かつ安全な貸出および有価証券投資機会の多寡と、本行の信用供与の態度の二つに依存しており、コール・レートはこの二つの要因の相対的關係によって変動するということもできる。こうした見方は、やはり統計分析によって、ある程度確認できる。有利かつ安全な信用供与の機会を、統計的に何でとらえるかには、いろいろ問題もあろうが、いま、そうした機会の多寡が基本的には企業(資本金2百万円以上の法人企業、全産業)の実物資本(棚卸資産+有形固定資産)の収益率(対営業利益率)に依存すると考え、これを信用創造の機会を表わす統計指標として採用し、これと、本行の信用供与の態度を示す統計指標—前回と同じく公定歩合および所要準備額と

(注5) 金融機関は一般に慎重な投資家(risk-avertter)であるから、単に予想収益率(の期待値)が高いだけではなく、その予想収益率が実現する可能性も高い(予想収益率の分散の少ない)安全な投資計画に対して、貸し応ずると考えられる。

余剰準備額の比率で代表一とによって、コール・レートの水準を説明する回帰方程式を計測してみると、第2表の⑤～⑦に示したような良好な結果が得られる。第3図は、とくに最近5年余の期間（今回金融緩和期のコール・レート低下要因）について計測した⑦式を、グラフに描いたものである。

#### （今回金融緩和期のコール・レート低下要因）

以上の考察結果からみると、今回金融緩和期におけるコール・レートの大幅低下の基本的原因は、次の諸点にあると考えることができる。その第1は、企業の実物資本の収益率低下や、これに伴う企業自身の投資意欲減退に端的に現われているように、今回の金融緩和期には、収益性と安全性の高い貸出機会が少なく、したがって、市場資金不足額も、40年中はわずか535億円にとどまり、41年にはいってからも7～9月期までは、四半期平均（季節調整済み）約900億円の水準で推移したことである（なお、41年度下期は四半期平均約2,400億円と急増）。第2に、本行の信用供与の態度という点についても、公定歩合が昭和30年の公定歩合体系正常化以来最低の水準に引き下げられたほか、無条件買いオペレーションによってかなり潤沢に信用が供与されたことなど、総じて本行信用の供与がかなり積極的に行なわれたことである。もっとも、本年にはいってからは、本行の信用供与の態度に大きな変化があったわけではないにもかかわらず、景気上昇に伴う財政の場勢を中心に資金不足が著しく増大しているため、季節的な需給ひっ迫期を中心にコール・レートがやや強含みとなっている（この点、後述）。

## 2. 既発債市中利回りの変動要因

#### （公社債流通市場の推移）

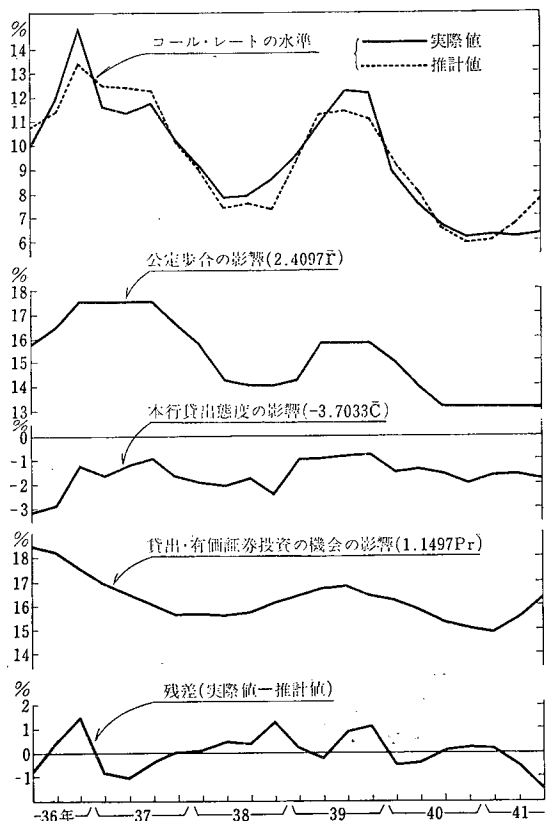
次に公社債流通市場における売買レート、すなわち既発債市中利回りの変動要因を考えよう。

わが国の公社債流通市場は、よく知られている

ように、かなり未発達な状態にある。これには多くの原因が存在するが、基本的には、発行条件が市中金利実勢よりも低い水準に固定されてきたため、第1に投資対象としての魅力に乏しく、その消化層は、発行主体と既往の貸出、預金取引などを通じて既に密接な関係にある銀行等にほとんど限定されてきたこと（保有層が薄いこと）、第2に、公社債を転売すると応募者利回りが市中実勢金利以下なので必ずキャピタル・ロスが生じ、したがって公社債保有銀行相互の既発債売買も、39年ごろまではあまり行なわれなかったこと、などによるものである。しかし、こうしたなかにおいて、加入者負担電信電話債券（いわゆる電話債）は、

〔第3図〕

コール・レートの変動要因別分解（その2）



$$r_c = -20.4489 + 2.4097\bar{r} - 3.7033\bar{C} + 1.1497Pr$$

(0.3487) (1.1915) (0.3045)

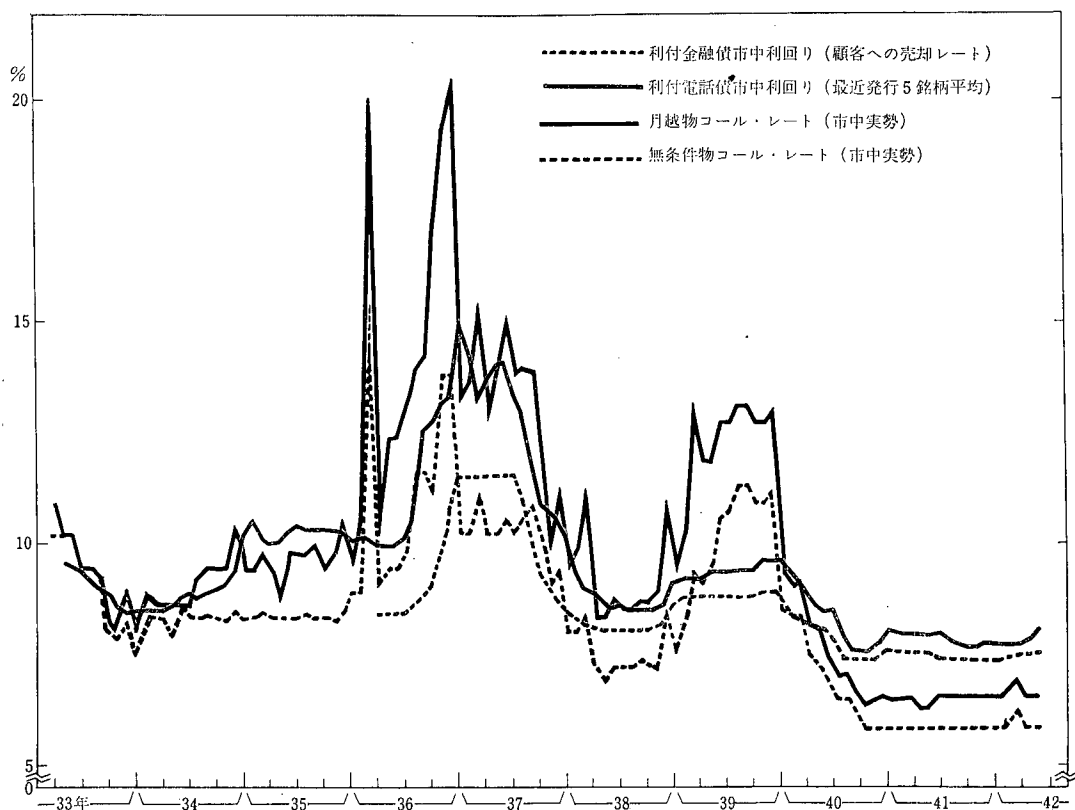
$$\bar{R} = 0.9426$$

比較的古くから証券会社の店頭で売買されてきた。これは、電話債が電話架設者によって義務的に引き受けられる債券であるため、電話を架設する主体、とくに家計は、売却に伴うキャピタル・ロスを一種の架設費と観念し、引受け後間もなくこれを売却することが多かったからである。このような事情を反映し、電話債の店頭気配は昭和30年8月から発表されるようになり、更に36年11月には証券取引所に上場され今日に至っている。したがって未発達な公社債流通市場にあって、一応、既発債市中利回りとして比較的古くからとれる時系列は、最近時発行銘柄の電話債利回りである。昭和33年ごろから最近までの利付電話債利回り(最近時発行5銘柄平均)の推移は、第4図のとおりである。36、37年ごろまでの金融市場は総じて慢

性的ひっ迫状態にあり、電話債市場も極端な買い手市場であったうえ、売り手の企業や家計は市場の情報にも乏しく、採算を無視して換金を急ぐ傾向が強かったから、電話債利回りにはかなりの突飛高が生じた。第4図をみればわかるように、37年以前の電話債市中利回りは、長期金利であるにもかかわらず、短期金利であるコール・レートとほとんど同じように動いているが、これは当時の電話債市場では、買い手の言い値であるコール・レートがほとんどそのまま市場レートとして通っていたためと思われる。

電話債以外の公社債売買が多少とも拡大しはじめたのは、36年の末ごろからである。これは、36年1～3月に発足した公社債投資信託の解約が、発足時にかなり無理な設定が行なわれたこともあ

既発債市中利回りとコール・レートの推移





って36～37年の金融ひっ迫期に激増し、投信組入れ債券が大量にダンピングされたためである。しかしこの場合も、売り手は、金繰り上採算を無視して投売りする傾向が強かったので、市中利回りはかなり大幅な変動を示した。36年ごろから拡大しはじめた電話債以外の公社債売買における利回りの代表として、売買の中心的存在である3～4年物利付金融債の証券会社店頭における売却レートをとると、第4図のとおりである。この利回りは、36、37年には、短期金利である無条件コール・レートとほとんど同じように変動しており、その点前述の電話債利回りと同じであった。

電話債、金融債等既発公社債の市中利回りが、一種の長期金利として、短期金利であるコール・レートの変動とは異なった独自の動きを示すようになったのは、第4図に明らかなように、38、39年以降のことである。この時期には、公社債投信を巡る混乱も収まり、また39年の引締め期には、企業金融のひっ迫もそれ以前の引締め期ほど極端なものではなかったから、採算を無視した大量の投売りが相場をリードすることは、比較的少なくなった。39年引締め期の売りは、証券会社による引受け新発債未消化分の売却、事業法人による長期信用銀行借入れの際などに購入した金融債の換金売り、目先の高利回りを求めてコール・ローンへ乗り換えるための一部中小金融機関等による公社債流動化、などであり、これに対する買方は、長期投資の観点に立つ農中系統金融機関、相互、信金、信組連、共済組合等であった。今回金融緩和期にはいると、あとに詳しく述べるように、既発債市中利回りは大きく低下し、金融債や事業債などはほぼ応募者利回りと一致したため、既発債の売却は必ずしもキャピタル・ロスを伴わなくなった。このため資金ポジションの改善を意図した都市銀行の売却を中心に、公社債流通市場は一段と拡大したのである。

このようにして、38、39年以降、とくに今回金融緩和期には、比較的合理的に行動する金融機関相互の売買が、相場の大勢をリードするようになってきたといえる。

#### (長短金利の裁定)

長短金利がそれぞれ独自の動きを示すようになった38年以降について、既発債市中利回りとコール・レートのそれぞれの月次係数により、相互の統計的関係(限界計数および弾性値。なお、第3表の(注)参照)を計測してみると、第3表のとおり、総じてコール・レートの変動1に対して、既発債市中利回りの変動は、0.3前後である。このように、コール・レートの変動に比して、既発債市中利回りの変動が小さく、その結果金融ひっ迫期にはコール・レートが既発債市中利回りを上回り、逆に金融緩和期にはコール・レートが既発債市中利回りを下回るのは、次のような金融機関の合理的な長短金利の裁定を背景としたものと考えられる。38年以降は、前述のとおり主として銀行等金融機

(第3表)

コール・レートと既発債市中利回りの統計的関係

被説明変数	説明変数	限界係数	弾性値	相関係数
利付電話債市中利回り	無条件コール・レート	0.3447 (0.0252)		0.8994
〃	〃		0.3351 (0.0215)	0.9201
〃	月越コール・レート	0.2593 (0.0181)		0.9069
〃	〃		0.2899 (0.0176)	0.9277
利付金融債市中利回り	無条件コール・レート	0.2844 (0.0194)		0.9108
〃	〃		0.2926 (0.0174)	0.9299
〃	月越コール・レート	0.2186 (0.0120)		0.9393
〃	〃		0.2575 (0.0122)	0.9543

(注)1. 38/1～41/9の月次計数による。

2. 相関係数は自由度調整済み。

3. カッコ内は標準誤差。

4. 限界係数とは、説明変数が1ポイント変動したとき、被説明変数が何ポイント変動するかを示す係数。

5. 弾性値とは、説明変数が1パーセント変動したとき、被説明変数が何パーセント変動するかを示す係数。

関の売買によって相場がリードされているが、銀行等の場合には、既発債の売却とコール・ローンの回収(ないしコール・マネーの取入れ)、あるいは既発債の購入とコール・ローンの放出(ないしコール・マネーの返済)を比較選択しているから、公社債流通市場とコール市場は、これら金融機関の行動を介して密接に結びつけられるようになった。この場合、いまかりにコール・レートが日歩3銭(年利10.95%)に高騰したとすると、このようなとき、もし金融機関の中に、このような高水準のコール・レートは向こう1年間しか続かず、その後2年間はコール・レートが日歩2銭(年利7.3%)で推移すると予想したものがあったとすれば、その金融機関は、3年間コール・ローンに運用した場合の通算平均年利回りを8.5%程度と考えるであろう。したがって、このときの残存期間3年の既発債市中利回りが8.5%を上回っていれば、日歩3銭(年利10.95%)のコール・ローンへ放出(ないしコール・マネーを返済)するよりは、8.5%を上回る3年物の既発債を購入したほうが、3年間の運用利回りは高くなるという判断が生まれるはずである。つまり金融機関が、向こう3年間の収益を最大にしようという長期投資の動機を持ち、合理的に行動するとすれば、日歩3銭(年利10.95%)のコール・レートと、年利8.5%を若干上回る程度の3年物既発債利回りが引締め期に併存することは、不思議ではない。以上は、もとより単純な設例であり、リスク・プレミアムなどを全く考えていないうえ、現実にとどの程度こうした裁定が行なわれたかも明らかではないが、しかし上記設例から明らかなように、金利変動の1サイクル以上を通じて利潤を最大にしようという長期投資の観点に立つ金融機関がかなりたくさん存在し、その金融機関が、当面のコール・レート

の高騰は一時的であると予想しているならば、既発債市中利回りの伸縮性は、コール・レートのそれよりも小さく、引締め期の既発債市中利回りが、コール・レートほどに高騰しないのは当然である。38年以降、既発債市中利回りとコール・レートがそれぞれ独自の変動を示し、前者の伸縮性が後者のそれを下回るようになった基本的背景は、上記のような長期投資の観点から長短金利の裁定を行なう金融機関が相場の大勢をリードしはじめたためと考えられよう<sup>(注6)</sup>。

このように、最近の既発債市中利回りが、長短金利の合理的裁定を基本的背景として変動しているとすれば、より一般的には、既発債市中利回りは、コール・レートのみならず、金融機関のその他の運用資産の金利とも関連して変動しているはずである。事実、過去の統計資料によって金利相互の関係を回帰分析してみると、第4表のような結果が得られる。すなわち、利付金融債の市中利回りは、コール・レート(無条件物と月越物の加重平均値)と全国銀行貸出約定平均金利の二つの説明変数によってかなりよく説明され、また利付電話債の市中利回りは、コール・レート(同)と企業の実物資本金収益率(前述と同じ)の二つの説明変数によって説明される。金融債の場合には、金融機関がコール・レートや貸出金利との裁定で既発債売買レートを考えており、それが相場の大勢をリードしたものであると思われる。一方電話債の場合には、売り手の中に企業が含まれているが、企業は、実物資本金の収益率が高いときには、投資資金調達のため若干キャピタル・ロスが大きくても積極的に電話債を売却したため、実物資本金の収益率が高ければ電話債利回りも高いという形で、統計的な説明力をもったものと考えられる。

(注6) 欧米における短期金融市場金利と既発債市中利回りとの関係については、調査月報42年6月号「欧米主要国における長期金利と短期金利の関係」参照。

(第 4 表)

既発債市中利回りの変動要因(四半期計数による回帰方程式の計測結果)

被説明変数	説明変数とそのパラメーター (カッコ内はパラメーターの標準誤差)			定数項	相関係数 (自由度 調整済み)	ダービン・ ワトソン比	計測期間
	コール・ レート	全国銀行貸出 約定平均金利	企業収益率				
① 利付金融債 市中利回り	0.1823 (0.0939)	2.2774 (0.8666)		- 11.0319	0.8489	0.8031	36/Ⅱ～42/Ⅰ
② 利付電話債 市中利回り	0.6836 (0.1115)		0.4100 (0.1786)	- 1.4650	0.8073	0.6235	33/Ⅲ～41/Ⅱ

(注) 1. 利付金融債市中利回りは、第 1 表の(注)参照。  
2. 利付電話債市中利回りは、最近発行 5 銘柄平均。  
3. ①式のコール・レートおよび企業収益率は、第 1 表の(注)参照、②式のそれらは、第 2 表の(注) 5. 参照。

(今回金融緩和期の既発債市中利回り低下要因)

以上の考察に基づいて判断すると、今回金融緩和期に既発債市中利回りが 7% 台まで低下したのは、この利回りとの間で裁定が行なわれるコール・レート、貸出金利、実物資本金収益率などが大きく低下したためと考えられる。またその低下幅が、コール・レートの低下幅ほどは小さくなく、したがってコール・レートとの関係で、金融緩和期における正常な長短金利の姿が示現したのは、公社債流通市場が従来よりもかなり拡大し、これとコール市場との間で、かなり合理的な長短金利の裁定が行なわれるようになったためであろう。

3. 貸出金利の低下要因

(今回の貸出金利低下の特徴)

個別金利変動要因の分析として、最後に貸出金利の低下を考察しよう。全国銀行貸出約定平均金利は、40 年 1 月以降本年 5 月まで、29 か月間というかつて例をみない長期間にわたり連続低下を続けており、その下げ幅も 0.188 銭と、引締め期中の上昇幅(0.088 銭)の 2 倍強に達した(第 1 図参照)。その結果、5 月現在の水準は 2.001 銭と、20 年代復興期の特殊な時期を別とすれば、戦後の最低水準となっている。前回金融緩和期には、市中自主規制金利の最終引下げ(38 年 4 月)後 6 か月目ではば下げ止まりとなり、通計 17 か月 0.157 銭の低下にとどまったことと比較すると、今回の低下持続

期間と低下幅がいかに大きいかがわかる。

全国銀行貸出約定平均金利の変動を考える際忘れてならないことは、1 口百万円以上、期間 1 年未満の貸出金利については、自主規制最高限度の申合せが行なわれていることである。この自主規制金利の中の標準金利(本行再割引適格商業手形の割引歩合および信用度においてこれに準ずる手形割引歩合と貸付金利)は、本行の公定歩合の変更に伴い、必ずこれにスライドして同じ幅だけ改定されるので、全国銀行貸出約定平均金利は、主として自主規制金利、なかんずく標準金利の変動を中心に変動してきた。そのため、過去において、公定歩合が引き上げられる以前に全国銀行貸出約定平均金利が自律的に上昇に転じたことはなく、また、公定歩合が引き下げられる前にこの金利が自律的に下降に転じたことはなかった。今回金融緩和期においても、1 厘ずつ計 3 厘、並手金利は 2 回目および 3 回目の引下げ時に各 1 厘、計 2 厘、それぞれ引き下げられたから、これが今回の貸出金利低下の一因であることは疑いない。

しかし、こうした自主規制金利の引下げ、なかんずく標準金利の引下げ幅と、全国銀行貸出約定平均金利の低下幅を比較してみると、標準金利 1 厘引下げ当たりの貸出約定平均金利の下落幅は、今回は(本年 5 月まで)6.27 毛と前回緩和期(38 年)の 3.93 毛、前々回緩和期(35～36 年)の 4.7 毛をはるかに上回っている。したがって、今回の貸出約定

平均金利の低下に対する標準金利引下げの影響は、従来に比して小さかったとみられる。

今回の貸出約定平均金利低下の足取りをいまいし子細にみると、40年1月の第1回公定歩合引下げに際しては、金利自由化のねらいもあって並手形の規制金利が据え置かれ、かたがた倒産多発など企業業績の著しい悪化をながめて銀行の付利態度が慎重になったこともあり、金利の下げ足はむしろ鈍く、低下の中心は優良大企業向けの短期貸出金利(主として標準金利適用分)であった(第5表、39年10月～40年9月参照)。大企業向け短期貸出金利が中心であるという意味では、今回も、初めのうちは従来のパターンと変わりなかったわけである。しかし、40年10月以降最近に至る時期には、これとは異なる低下パターンを示している。すなわち、この時期になると、1口百万円以下といった小企業向けの小口貸出金利と、期間1年以上の長期貸出金利といった自主規制対象外の貸出金利の低下が大幅となり、大口短期の自主規制金利の低下幅は、これらの金利のそれよりも小幅にとどまっている(第5表参照)。こうした全国銀行貸出約定平均金利の動向と対応して、中小企業を対象とする相互銀行等の貸出金利においても、40年10月以降は、それ以前に比して下げ足が早まっている(第5表参照)。こうした諸事情から判断すると、

(第5表)

#### 貸 出 金 利 の 推 移

(単位・日歩 銭、△印は低下)

	全国銀行貸出金利			相互銀行貸出金利	
	短期大口貸出	短期小口貸出	長期貸出	貸付	割引
36年6月	1.986	2.357	2.469	2.641	2.589
36年7月～37年9月	0.158	0.044	△ 0.005	△ 0.090	△ 0.019
37年10月～38年9月	△ 0.203	△ 0.074	△ 0.054	△ 0.061	△ 0.091
38年10月～39年9月	0.129	0.038	0.002	△ 0.011	0
39年10月～40年9月	△ 0.113	△ 0.061	△ 0.022	△ 0.019	△ 0.060
40年10月～42年3月	△ 0.091	△ 0.114	△ 0.097	△ 0.102	△ 0.152
42年3月	1.866	2.190	2.293	2.358	2.267

今回金融緩和期の貸出金利が従来になく長期かつ大幅な低下を示しているのは、従来比較的硬直的であった中小企業向け貸出金利と長期貸出金利が、今回は大きく低下しているためと考えられる。

#### (制度的諸事情と基本的背景)

こうした中小企業向け貸出金利の低下については、まず次のような制度的諸事情が関連しているように思われる。第1は、今回金融緩和期には、比較的中小企業向けに多いいわゆる歩積み・両建て預金について、各種の自粛措置が実施されていることである。この自粛措置の中には、いわゆる金利措置(預担貸とみなして低い貸出金利を適用する措置)があり、これの実行に伴い、中小企業向け貸出金利がある程度低下していることはいえない。第2は、昨年を中心とする銀行間の預金競争激化に際し、中小企業に対しても、預金かさ上げのための低利預担貸の増加が行なわれたことである。第3は、長期信用銀行、信託銀行、生命保険会社および政府金融機関が、昨年1月および10月の2回にわたり、最優遇金利ないし基準貸付利率の引下げという形で、長期貸出金利を引き下げたことである。

こうした幾つかの具体的諸事情が、これまで比較的硬直的であった中小企業向け貸出金利と長期貸出金利とを低下させた直接の原因のうち、かなり有力な部分であったと考えられるが、しかしいま一步突っ込んで考えてみると、こうした諸事情の背景という意味も含めて、より基本的な要因として、次のような条件があったことを見のがすわけにはいかない。その第1は、銀行の貸出態度の積極化であり、その第2は、企業の資金需要、とくに借入需要の減退である。

このため、企業金融はいまだかつてないほど長期にわたって緩慢状態を続けることとなっている。

まず第1の点を見ると、既に述べたように、今回の金融緩和期には、公定歩合、コール・レート、既発債市中利回りなどが著しく低下したが、このことは、金融機関の貸出の限界の採算を著しく好転させ、若干の貸出金利引下げをあえて行なっても、貸出を伸ばすことが銀行収益を好転させるゆえんであるといった条件を造り出した。貸出増加を行なった場合の限界の採算は、貸出増加に伴う金利収入から、これに要した限界の経費と派生預金に対する支払預金金利を差し引いたうえ、更に貸出資金のうち、派生預金に歩どまらず漏出した部分を補てんするための現金調達コストを差し引かなければならない<sup>(注7)</sup>。この場合、現金調達の手段は、本行借入れ、コール・マネー取入れ、コール・ローン回収および保有既発債の売却である。したがって、それぞれの金利である公定歩合、コール・レートおよび既発債市中利回りは、この現金調達コストの決定要素であり、貸出の限界の採算を左右する重要な要因である。既に述べたように、公定歩合、コール・レート、既発債市中利回りは戦後の最低水準に低下したから、貸出増加に伴う現金漏出を補てんするコストは従来に比して著しく低下し、貸出を1単位ふやした時の限界の採算は大きく好転したわけである。このように、貸出増加に伴う限界の採算が大幅な黒字であるということは、コール・レートの低下(出し手金融機関の場合)や有価証券の保有増大に伴う運用資産の平均利回りの低下を防ぎ、あるいは更に高めるには、貸出をふやさなければならないという形でも意識された。その結果、これまで比較的収益動機の薄かった向きでも、かなり収益に敏

感になり、一般的な貸出伸長の意欲と貸出金利引下げの動きが強まったのである。これを具体的にいえば、地方銀行、相互銀行、信用金庫等は、40年後半以来コール・マネーを大幅に回収して貸出伸長に努力しているし、都市銀行も保有債券の大量売却を行ないつつ、貸出伸長に意欲を燃している。上述した中小企業向け貸出金利の低下や、従来比較的硬直であった長期金利の引下げも、基本的にはこうした環境の中で行なわれたわけである。

貸出金利低下の基本的要因として、こうした貸出意欲の増大と並んで注目しなければならない第2の点は、企業の借入需要の減退である。今回の金融緩和期には、企業の実物資本の収益率はかなり低水準に落ち込み、これを映じて企業投資も鎮静していたため、昨年度の上期までは、景気は主として、輸出と財政支出に主導されて回復した。このように、主として企業投資以外の独立支出にささえられて企業の売上げが伸び内部資金が蓄積されると、企業の投資と内部資金の相対的關係では、後者が前者に比して相対的に潤沢となり、外部資金に対する需要はそれだけ弱まる。現に、昭和40年と41年の法人企業部門の投資超過額(自己資金を上回る投資額)は、それぞれ12,769億円、14,148億円と、それに先立つ4年間(36~39年)のいかなる年の投資超過額よりも少なかったし、外部資金依存度も低下している<sup>(注8)</sup>。このような大きな背景のなかで、企業の銀行貸出に対する需要はこれまでになく鎮静し、企業の実物資本収益率の低下もあって、貸出金利引下げに対する要求も強かったと考えられる。こうした借入側の事情が、更に金融機関の貸あせりを強めたという意味も含めて、今回金融緩和期における貸出金利大幅低下の第2の基本的背景といえよう。

(注7) 貸出増加の限界の採算に関する詳細とその試算結果については、調査月報41年1月号「わが国金融政策の有効性」参照。

(注8) 調査月報42年5月号「昭和41年度金融経済情勢の回顧」、同6月号「昭和41年の資金循環」参照。

### (今回金融緩和期の貸出金利低下要因)

以上に述べてきたことを総合すると、今回金融緩和期における貸出金利の低下は、主として①公定歩合にスライドした自主規制金利の引下げ、②公定歩合、コール・レート、既発債市中利回りなど関連金利の低下が、銀行の貸出意欲の増大(その背景に貸出の限界的採算の好転)を通じて引き起こした貸出金利の引下げ、③企業の収益率低下や外部資金依存度低下に伴う貸出金利低下、といった三つの動きによるものと考えられる。こうした因果関係がある程度統計的に確認するため、全国銀行貸出約定平均金利を被説明変数とし、これを公定歩合またはコール・レートと、企業収益率で説明する回帰方程式を計測したところ、第6表①～③式のような結果をえた。これによると、公定歩合とコール・レートは、それらが変動すれば、同じ方向に全国銀行貸出約定平均金利も変動するという形で、統計的に十分な説明力を持っていることがわかる。ところが、これに対して企業収益率については、むしろそれが上昇すると貸出金利は低下し、低下すると貸出金利は上昇するという形となっている(パラメーターの符号はマイナス)。これは、企業収益率の上昇(あるいは下落)を背景に借入需要が強まる(あるいは弱まる)と、貸出金利が下落(あるいは上昇)するというこ

とであるから一般的な常識に反するように思われる。しかし現実の姿としては、初めに掲げた第1図にも明らかなように、36年第2四半期以前および39～40年などでは貸出金利と企業収益率がほぼ同方向に動いていたとはいえ、計測期間(36/Ⅱ～41/Ⅲ)を平均的にみると、両者はむしろ逆方向に動いていたことが多かったのである。こうした姿は、公定歩合の変更に伴う自主規制金利の変更が行なわれない間は、資金需給の変化に伴って貸出金利の下げ止まりや上げ止まりが生ずることはあっても、上方転換や下方転換が生じたいという制度的事情を背景としたものと思われる。

もっとも、今回の金融緩和期には、既に述べたとおり、資金の需給関係が従来以上に貸出金利の動向に響いている。ただこの計測式では、企業の外部資金依存度低下が借入需要停滞を通じて貸出金利に及ぼす影響が考慮されておらず、したがって、昨年以降企業収益率が上昇しているなかで、貸出金利が低下し続けている姿が、必ずしも十分に説明されていない点に注意すべきであろう。第6表の①式の残差(実際値と推計値の差額)をみると、41年にはいつてからマイナスの残差が増大して0.1前後となっているが、これは外部資金依存度低下の貸出金利に及ぼす影響が計測されていないためと解することができよう。

(第6表)

貸出金利と貸出残高増加率の変動要因(四半期計数による回帰方程式の計測結果)

被説明変数	説明変数とそのパラメーター (カッコ内はパラメーターの標準誤差)				定数項	相関係数 (自由度 調整済み)	ダービン・ ワトソン比	計測期間
	公定歩合	コール・ レート	企業収益率	分布ラグ				
① 全国銀行貸出 約定平均金利	0.3806 (0.0280)		-0.0676 (0.0236)		6.4348	0.9774	0.6650	36/Ⅱ～41/Ⅲ
② “		0.0993 (0.0163)	-0.0908 (0.0499)		8.2260	0.8909	0.9529	36/Ⅱ～41/Ⅲ
③ “	0.1331 (0.0549)	0.0204 (0.0115)		0.5374 (0.0863)	2.5982	0.9800	1.2903	“
④ 金融機関貸出 残高変動率		-0.2600 (0.0684)	0.2260 (0.1153)	0.7520 (0.1010)	0.7771	0.8460	2.2758	29/Ⅲ～39/Ⅳ

(注) 1. 金融機関貸出残高変動率は、「マネー・サプライ」統計の金融機関貸出残高(季節調整済み)の四半期変動率。

2. コール・レートおよび企業収益率は、第1表(注)参照、ただし、③式のそれらは、第2表の(注)5. 参照。

3. 分布ラグは、1期前の被説明変数(説明変数の遅れて現われる効果)。

## 4. 金利水準と金利体系を変動させる基本的要因

### (諸金利相互の因果関係)

以上、コール・レート、既発債市中利回りおよび貸出金利のそれぞれについて、個々に変動要因を分析してきたが、これまでは、コール市場、公社債流通市場、あるいは貸出需給といったそれぞれの金利決定の場についての実情を考察し、需給事情や他の金利の動向が、その金利決定にどう響いているかを考える、という方法をとってきた。したがって、たとえばコール・レートの変動要因を分析しているときには、他の諸金利の動向はコール・レートに影響する一つの外生的条件として取扱い、また既発債利回りの変動要因を分析するときには、コール・レートを含む他の諸金利は、やはり、これに影響する外生的な条件として取り扱ってきた。したがって、その結果、分析の対象とした三つの金利は、それぞれどの金利の影響を受けているかはわかったが、しかし金利体系全体としてはどの金利が先に決まり、どの金利がその結果として決まるのか、ないしは何が基本的ないし始発的原因となって、そうした諸金利の相互依存の変動が生ずるのかについては、直接触れていなかった。そこで次に、この問題を整理してみよう。

個々の金利変動要因を分析して得られた結果を中心に、わが国の実情に即して考えてみると、まずコール・レートは、主として政策的条件と実体面の条件に依存して変動しており、貸出金利や既発債市中利回りからは強い影響を受けることが少ないように思われる。一方貸出金利は、主として公定歩合にスライドして動く自主規制金利に左右される面が大きく、コール・レートや既発債市中利回りからの影響は、これに比して比較的小さいようである。これらの事実を前提にして、最も単純化して考えると、コール・レートと貸出金利

は、主として政策的条件と実体面の条件とに依存してそれぞれほとんど独立に決まっており、このようにして先決された二つの金利の変動が既発債市中利回りに影響を与えるという一方方向の因果関係が、最も基本的な因果の筋道であるといってもさしつかえないように思われる。それは、この三つの金利の中で、コール・レートが最も需給を自然に反映して決まる金利であり、一方貸出金利はかなり制度的制約の強い金利であり、既発債市中利回りの場合は、既発債取引がコール取引や貸出取引に比較してはるかに規模が小さいため、コール・レートや貸出金利からの影響を強く受けるが、逆にコール・レートや貸出金利に影響を与えることは少ない、という事実に照応するものであろう(註9)。もっとも、こうした因果の筋道は、既に述べたように、今回の金融緩和期には、若干変化したものと考えた方がよいようである。すなわち、貸出金利には従来よりもいっそう貸出の需給動向が反映されるようになり、また、公社債流通市場の拡大に伴って既発債売買が金融機関の重要なポジション調整(より一般には portfolio adjustment)の手段となった結果、貸出金利、既発債利回りおよびコール・レートは相互に影響しあい、最終的には政策的条件と実体面の条件に依存して、同時に相互依存的に決まるという方向に近づいているように思われる。こうした傾向はいわゆる金利自由化や公社債市場のいっそうの発展によって促されるであろうが、この点は国債発行下の金融政策の有効性を高める一つの条件として評価されるべきであろう。

### (今回金融緩和期の金利変動要因)

以上の観点からみると、今回金融緩和期における金利水準の低下と金利体系の変化は、公定歩合と企業の実物資本金収益率の著しい低下および本行の与信態度の積極化という外生的条件の変化が、まずコール・レートの著しい低下をもたらし、他

方公定歩合の低下が自主規制金利を通じて貸出金利を低下させ、こうして低下したコール・レートと貸出金利が既済債市中利回りととの間で裁定されて、既済債市中利回りの7%台への低下が実現したというのが大筋と考えられる。そして、いまい少しキメ細かくみれば、40年10月以降にみられる貸出金利のいっそうの低下には、コール・レートと既済債利回りの低下や企業収益率の低下ないし借入需要減退も、若干響いていると考えられる。またこうした金利変動は、金融機関を中心とする合理的金利裁定に主導されたため、長短金利の体系も、従来になく正常な形になったものと思われる。

## 5. 金利変動の金融・実体面に対する影響

### (コール市場と公社債市場に対する影響)

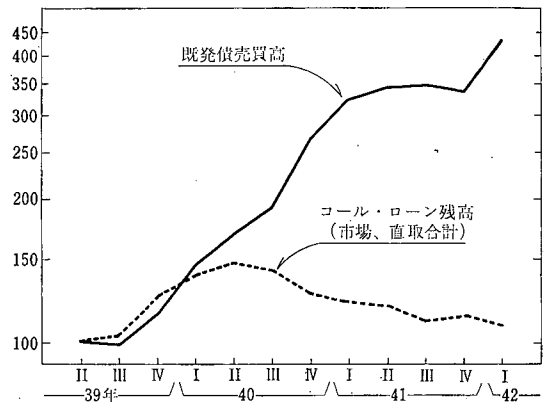
以上で、今回金融緩和期における金利水準の低下と金利体系の変化に関する検討を終え、最後に、こうした金利変動が金融面と実体面に及ぼし

た影響について考察しよう。

金融面に対する金利変動のおもな影響は、次の4点と思われる。第1は、コール市場に対する影響である。市場コール・ローンと直取りコール・ローンの残高を合計してみると、第5図の半対数

〔第5図〕

コール・ローン残高と既済債売買高



(注) 既済債売買高は、有力証券会社数社の店頭売却、買入の合計。

(注9) コール・レート、既済債市中利回りおよび貸出金利が、それぞれの市場で需給を均衡させる価格機能を果たしており、それらの金利は金融機関の金利裁定などの諸行動を通じて、金融組織の中で相互依存的に決まっているとすれば、最終的にこれら諸金利の変動を規定しているものは、金融市場体系に外生的に与えられる公定歩合、本行の貸出態度等の政策的条件と、企業の実物資本収益率といった実体面からの条件になる。

そこで、政策的条件の指標として公定歩合および準備預金制度の所要準備額と余剰準備額の比率(本行の貸出態度の指標)をとり、実体面から与えられる条件の指標として企業の実物資本収益率をとり、この三つの外生変数によって、コール・レート(無条件コール・レートと月越コール・レートの加重平均値)、利付金融債市中利回り(3～4年物)および全国銀行貸出約定平均金利という内生変数のそれぞれを説明する回帰方程式を計測したところ、下表のような結果を得た。この表をみればわかるように、コール・レートについては、三つの外生変数はいずれも統計的に有意(significant)であるが、既済債市中利回りに関しては企業収益率が統計的に有意な説明力をもっておらず、更に貸出金利については、公定歩合だけが統計的に有意で、他の二つはパラメーターの符号が理論的に考えられる符号条件とは逆である。

このような計測結果の意味づけはかなりむずかしいが、少なくとも貸出金利については、制度的な制約が強いいため、貸出の需給を均衡させるパラメーター機能に欠けていたことを示しているように思われる。

### コール・レート、既済債市中利回りおよび貸出金利に対する政策面と実体面の影響

#### (四半期計数による回帰方程式の計測結果)

被説明変数	説明変数とそのパラメーター (カッコ内はパラメーターの標準誤差)			定数項	相関係数 (自由度 調整済み)	ダービン・ ワトソン比	計測期間
	公定歩合	本行の貸 出態度	企業収益率				
コール・レート (無条件と月越の加重平均)	2.4096 (0.3487)	-3.7033 (1.1915)	1.1497 (0.3045)	-20.4489	0.9426	1.4121	36/Ⅱ～ 41/Ⅲ
利付金融債市中利回り	1.5881 (0.2279)	-0.9054 (0.7790)	0.0422 (0.1991)	-0.4361	0.8919	1.0751	〃
全国銀行貸出 約定平均金利	0.3818 (0.0308)	0.0117 (0.1051)	-0.0689 (0.0269)	6.4406	0.9528	0.6591	〃

(注) 1. 公定歩合および本行の貸出態度は、第2表の(注)参照。

2. 企業収益率および利付金融債利回りは、第1表の(注)参照。



グラフに指数化して示したように、40年第2四半期をピークとして、最近まで減少傾向をたどっている。既に述べたように、今回金融緩和期における各種金利の低下は、政策面と実体面の変化に伴うコール・レートの低下にリードされたと考えられるが、その過程では、既発債市中利回りや貸出金利に比してコール・レートは常に割安感をいだかれ、その結果コールの出し手金融機関のローン放出意欲は著しく減退した。一方コールの取り手側に対しては、本行信用が比較的潤沢に供与されたこともあり、結局、出し手のローン放出意欲減退は、そのままコール・ローン残高の減少につながったものと思われる。このほか、次に述べる都市銀行の既発債売却も、コール残高を減少させた一因として見のがせない。また、この間のコール市場でいま一つ特徴的なことは、月越物のウェイトが高まり、無条件物のウェイトが低下したことである。これはコール・レートの低下に伴い、少しでもレートの高い月越物の運用をふやそうという意欲が出し手筋に高まり、期日を上手にそろえるなど、ローンの残高構成の管理にいっそうの努力が払われた結果とみられる。なお取り手側についても、41年にはいつてからは、貸出限度余裕額の縮小もあって、月越物の取入れに積極的になったという事情があったことは見のがせない。ただ、そうした取り手側の動機のみからいえば、直取りコールが最も好まれるはずであるが、実際には、直取りコールは減少傾向をたどり、市場の月越物のウェイトが著しく増加した。これはやはり、期日に確実に回収できる市場ローンを中心にローン残高を管理し、高利回りと高流動性の双方を実現しようとする出し手のビヘイビアーが大きく響いているためであろう。

金融面に対する金利変動の第2の影響は、公社債市場に対する影響である。既に若干触れたように、既発債市中利回りが大幅に低下した結果、第

7表に示したように、41年なかごろには、B格一般事業債の市中利回りは応募者利回りを下回るに至り、A格およびA'格一般事業債、電力債、金融債(第6図参照)の市中利回りはほぼ応募者利回りに一致し、国債、政保債、地方債の市中利回りも、応募者利回りにきわめて接近した。こうした動きのなかで、まず第1に、発行市場では41年度からいわゆる量的自由化が行なわれ、起債関係者が自主的に決めた発行量が、大勢として無理なく市場で消化されるような情勢に変わってきた。一方流通市場では、既発債売却が必ずキャピタル・ロスを伴うといった従来の条件がかなり解消したため、40～41年度中に、資金ポジション改善ないし悪化防止を意図した都市銀行が、利付金融債、地方債等を中心に、ネット約6千億円の公社債を売却し、これに対して余資運用難の農中系統金融機関・相互・信金・信組連、手元流動性に余裕のある超一流企業、公社債保有比率引上げを図る投信等が買い向かった。他方本行も、市中相場を基準に政保債および長期国債の無条件買いオペレーションを行なった。このため、第5図に示したように、店頭における既発債売買量はこの2年余に4.5倍に達し、店頭気配の発表開始(40年8月)、上場取引の再開(41年2月)、国債上場(41年10月)などの市場整備とあいまって、公社債流通市場はようやく形を整えてきたのである。

#### (預金と貸出に対する影響)

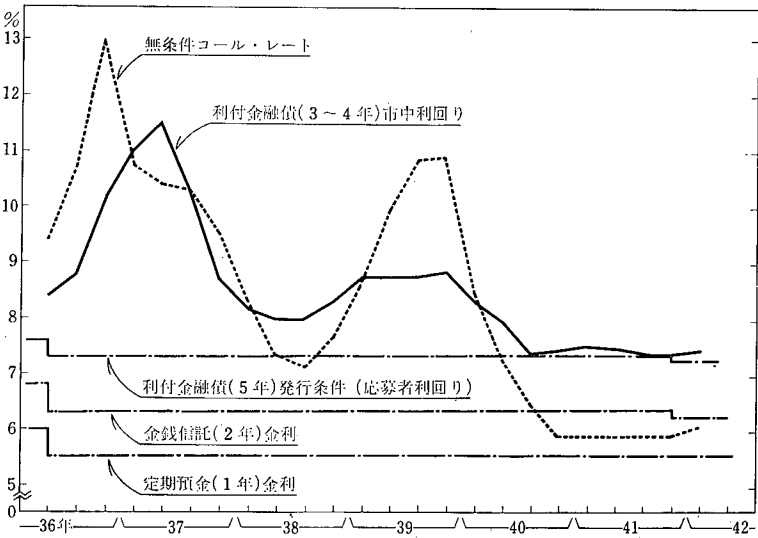
金融面に対する金利変動の第3の影響は、預金を巡る動きである。第6図にも示したように、これまでのコール・レートは、短期金利であるにもかかわらず、1年定期預金、2年・5年金銭信託等の長期預金金利を大きく上回っていたから、金融機関にとっては、これらの長期預金を吸収することは最も割安な現金入手の手段であり、収益基調を大幅に好転させる方法であった。そのため、一般に激しい預金吸収活動が展開され、預金者に

(第7表)  
公社債の市中利回り(上場相場)と発行条件(応募者利回り)の関係

		一般事業債		電力債 (6銘柄 平均)	金融債 (3銘柄 平均)	公 共 債			コール・ レート (月越物 中心)
		A 格債 (6銘柄 平均)	B 格債 (2銘柄 平均)			国 債	政保債 (2銘柄 平均)	地方債	
上 場	41年 2 月	7.54	7.58	7.48	7.47	—	7.38	7.52	6.57
相 場	8 月	7.41	7.42	7.37	7.27	—	7.24	7.41	6.57
	12月	7.42	7.44	7.38	7.30	6.85	7.28	7.43	6.57
発 行 条 件 (応募者利回り)	42年 5 月	7.51	7.58	7.47	7.44	6.88	7.40	7.49	6.57
		7.408	7.573	7.408	* 7.200 (7.300)	6.795	7.053	7.354	

(注) \* 印は、41年9月以前7,300。10月以降7,200。

〔第6図〕  
市中金利の実勢と固定金利の相対的關係



に対するサービス提供や一部に特利が付されるといった動きもみられたのである。しかし、今回金融緩和期にコール・レートが大幅に低下したため、現金入手の手段としての預金金利の割安はある程度是正された(第6図参照)。その結果、たとえば農中系統金融機関の内部では、農中、信連段階で定期預金に支払われていた奨励金の一部が廃止され(事実上の預金金利引下げ)、また全国の信用金庫、信用組合の中には、銀行比日歩1厘高を認められていた預金金利を、普通預金を中心に日歩1

厘引き下げて銀行並みとする向きがぼつぼつふえている。

金利変動の第4の影響として見のがせないのは、既に貸出金利に関連して述べたように、銀行の貸出意欲が著しく高まったことである。各種の金利や企業の実物資本金収益率が低下したなかで、コール・レートの低下が最も大幅であったから、貸出増加の限界の採算は既に述べたように大きく好転し、金融機関の貸出意欲は高まった。そうしたなかで、期末預金のかさ上げを意図した貸出もかなり積極的に行なわれた。統計的にみると、金融機関の貸出増加率は、第6表の④式に示したように、コール・レートの低下および企業収益率の上昇によって高まるという形で計測されている。もちろん、実際にはこれ以外にも、企業の流動性の状態、外部資金依存度、他の外部資金調達手段の難易なども

貸出に響く要因であるが、いま、この計測式にしたがってこれら二つの貸出変動要因相互の関係を考えてみると、今回金融緩和期におけるコール・レート低下幅は、第1図に明らかなように企業収益率の低下よりも大幅であったから、計測されたパラメーターの値(0.26と0.23)から考えて、コール・レート低下に伴う貸出伸長の効果の方が、企業収益率低下に伴う貸出停滞の効果よりもはるかに大きかったと考えられる。

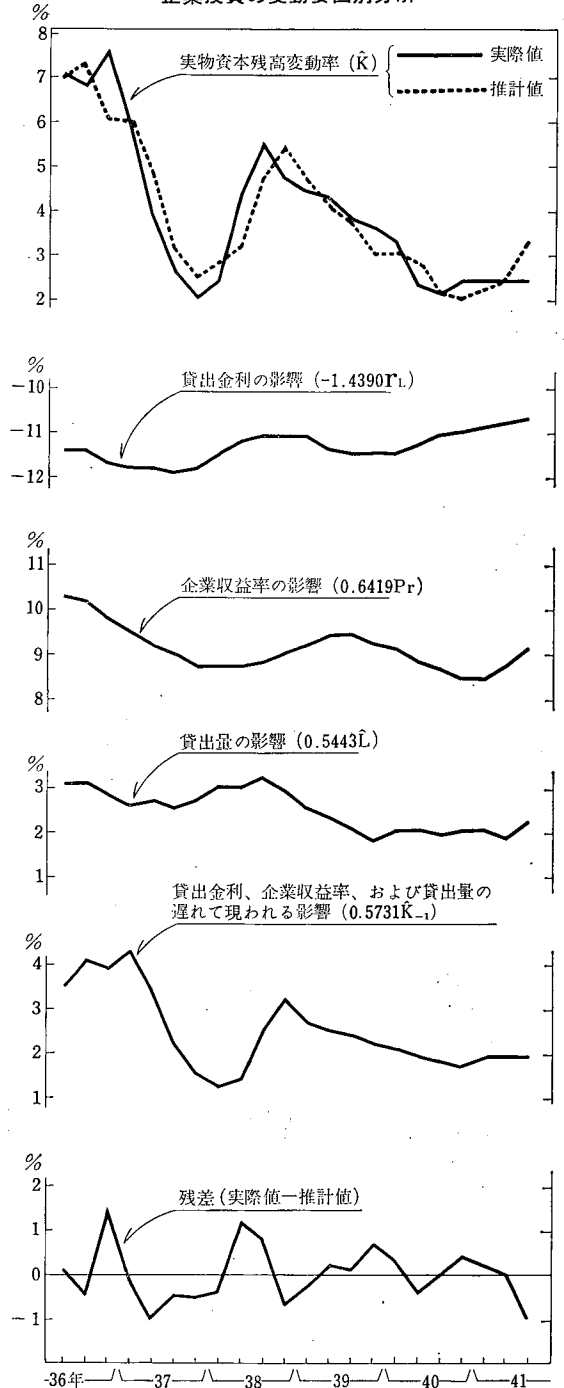
### (企業投資に対する影響)

最後に、実体面に対する金利変動の効果を考えてみよう。金利水準と金利体系は、既に述べたように、実体面、なかんずく実物資本収益率によって影響をうけるが、しかし、金融面はただ一方的に実体面に規定されているわけではなく、逆に金融面から実体面へ動的に効果がフィード・バックすると考えられる。すなわち、金利体系と金利水準の変動の結果、既にみてきたように、銀行の貸出意欲が著しく高まり、また貸出金利が低下すると、実体面における投資の予想収益率がかりに低水準のままで変化しなかったとしても、投資は若干刺激されるであろう。このことは、最近5年余にわたる法人企業(資本金2百万円以上、全産業)の実物資本残高の四半期変動率を回帰分析することによって、統計的に確認することができる。第8表は、その結果計測された回帰方程式を4本示したものである。企業の実物資本収益率という実体面の条件とは別個に、貸出残高の変動率と貸出金利が実物資本残高の変動率に影響を与えていることが統計的に示されている。第7図は、第8表の④式によって計算した実物資本残高の変動要因を图示したものである。これをみると、投資の転換点は、貸出量と貸出金利という金融面の条件変化によってひきおこされていることが、うかがわれる。今回の投資回復についても、金利水準と金利体系の変化を背景に、金融機関の貸出が積極化し、貸出金利も低下したことが、一つの原因になっていると考えられる。

### むすび——最近における若干の変化と今後の問題点

以上、今回金融緩和期における金利水準と金利体系の変動要因を分析し、それらの変化が金融面と実体面に及ぼした影響を考察してきたが、最近数か月間に限ってみると、金利水準と金利体系に

〔第7図〕 企業投資の変動要因別分解



$$\begin{aligned}\hat{K} = & 1.3468 - 1.4390r_L + 0.6419Pr + 0.5443\hat{L} \\ & (0.7534) \quad (0.3383) \quad (0.2062) \\ & + 0.5731\hat{K}_{-1} \\ & (0.1688) \\ \bar{R} = & 0.9867\end{aligned}$$

(第8表)

企業投資に対する金融面の影響(四半期計数による回帰方程式の計測結果)

被説明変数	説明変数とそのパラメーター (カッコ内はパラメーターの標準誤差)				定数項	相関係数 (自由度調整済み)	ダービン・ワトソン比	計測期間
	貸出金利	企業収益率	貸出率	分布ラグ				
① 実物資本率		1.4260 (0.2679)	0.7033 (0.2454)		- 19.4789	0.8579	1.1898	36/Ⅱ～41/Ⅲ
② “	- 1.3642 (0.8688)	0.6784 (0.3900)		0.6891 (0.1881)	2.2296	0.8790	1.2865	“
③ “		0.6565 (0.3622)	0.5295 (0.2206)	0.4745 (0.1721)	- 9.7250	0.8967	1.3898	“
④ “	- 1.4390 (0.7534)	0.6419 (0.3383)	0.5443 (0.2062)	0.5731 (0.1688)	1.3468	0.9106	1.8003	“

(注) 1. 実物資本変動率は、「法人企業統計季報」(資本金2百万円以上、全産業)の「棚卸資産+有形固定資産」(季節調整済み)残高の四半期変動率。  
2. 貸出金利は、全国銀行貸出約定平均金利。  
3. 企業収益率は、第2表(注)参照。  
4. 貸出変動率は、第6表(注)参照。  
5. 分布ラグは、1期前の実物資本変動率(説明変数の遅れて現われる効果)。

は以上に述べたこととは異なった新しい変化が、若干現われつつあるようにうかがわれる。その第1は、コール・レートが季節性もあってやや強含みとなっていることである。これは企業投資が金融面からの刺激効果に加え、実体面の企業収益率や需給見通しの好転などもあって、かなり顕著な増勢を示し、これを中心に経済が大きく拡大しはじめたため、税金、事業会計収入、郵貯受入れなどの好伸を主因に財政の揚勢が強まり、他方銀行券も着実な伸びを示し、全体として資金不足額が著しく増大しているためである。第2は、こうしたコール・レートの動きから、先行きコール・レートのいっそうの上昇を含む金融市場の引き締まりを予想する向きがふえ、既発債の売急ぎと買控えが起こり、既発債市中利回りも若干上昇していることである(第7表参照)。その結果、市中利回りと応募者利回りは再び若干乖離しはじめ、起債市場では乖離の目立つ地方債の売行きが鈍り、A格事業債にも消化のもたつきがみられるようになった。

今回金融緩和期における金利水準低下は、既にみたように、一つには企業収益率低下の影響であり、したがって、景気が本格的に上昇して企業収益率が回復すれば、かりに政策面の条件に変化がないとしても、金利水準は再び上昇に向かうであろう。またそうした企業収益率の回復を背景に、企業投資が大きく行き過ぎるようなことがあれば、政策面からも金利の上昇が促されよう。一方、今回の金利体系の正常化とそれに伴う公社債市場等の発展は、制度的に固定されていた諸金利に、比較的自由に変動する諸金利が近づいたために生じたものである。したがって、今後も公社債市場の発展を持続させ、金利機能を中心に資金の効率的な配分を進めようとするならば、公社債発行条件等諸金利をいっそう弾力的にする努力が要請されよう。それはまた、国債発行下の景気上昇局面において、民間と政府の資金需要を効率的に調整し、金融政策と財政政策が協力して経済の持続的成長と安定を維持するためにも、望ましい条件といえよう。