

わが国における諸金利の変動について

〔要 旨〕

わが国の市中貸出金利、コール・レートおよび既発債市場利回りは、資金需給の動向のほか、金融政策の運営、制度的規制金利(標準金利、自主規制金利最高限度、最優遇金利など)の変更、金利相互の裁定関係などの影響を受けて変動しているが、このことは、過去の変動を回帰分析することによって確認できる。たとえば、全国銀行貸出約定平均金利の変動は、企業の資金需要の影響を受けるほか、規制内貸出金利の場合には、公定歩合と連動関係にある標準金利および自主規制最高限度の影響を強く受けており、また規制外貸出(長期および小口の貸出)金利の場合には、長期貸出最優遇金利の変更やコール・レートの変動によっても影響を受けていることが統計的に確認できる。

一方、コール・レート、既発債市場利回りなどの市場金利を分析してみると、資金過不足(市中金融部門からのキャッシュ・ドレイン)の変動、とくに都市銀行の資金ポジションの動向によって左右される面が大きいほか、コール・レートの場合には公定歩合の変更や金融調節の態度によって影響され、また既発債利回りの場合は金利の裁定関係を通じコール・レートの変動からも影響を受けていることが統計的に認められる。

次に、今回の金融緩和期について計量的に分析してみると、全国銀行貸出約定平均金利が46年後半から47年にかけて下げ足を速めたのは、企業の資金需要が46年後半にはいり大企業製造業を中心に沈静したことによる面が大きい、そのほかあいつぐ公定歩合の引下げによって自主規制最高限度が大きく低下したことの影響も少なくない。また、長期貸出の最優遇金利は46年9月以降3次にわたって引き下げられたが、長期金利はそ及して改訂されることは少ないため、その影響は47年にはいってから大きく現われた。一方コール・レートや既発債利回りなどの市場金利は、外為会計の散超などによる資金の余剰やあいつぐ公定歩合の引下げなどの影響から大幅な低下を示したが、昨秋以降は都市銀行の資金ポジション悪化や日本銀行の警戒的金融調節の影響を受けてじり高に転じ、更年後は数次にわたる準備率の引上げと公定歩合の引上げによってさらに上昇している。

また、公定歩合引上げの今後の影響を考えるための一つの手がかりとして、過去の平均的な姿を統計的に調べてみると、公定歩合の変更がただちにコール・レートと規制内貸出金利に影響を与えたほか、金利の裁定関係などを通じ、コール・レートの変動が既発債利回りや規制外貸出中の小口貸出金利に影響し、また規制内貸出金利の変動も小口貸出金利に影響を与えた。一方長期貸出の最優遇金利は、公定歩合変更の時点よりも平均して3四半期ほど遅れて改訂をみたうえ、その長期貸出金利全般に対する影響が出つくすまでには平均して2年ほどを要した。

今回の場合は、4月の公定歩合引上げのあと長期貸出の最優遇金利、預金金利、公社債発行条件などが比較的早く改定されたほか、5月の引上げと合わせると標準金利や自主規制最高限度の引上げ幅も大幅であり、さらに金利水準の高い長期貸出のウエイトが今後もすう勢的に上昇するとみられるので、資金需要の動向いかんによるものの、貸出金利の上昇要因は比較的大きいとみられる。

〔目 次〕

はじめに

1. 貸出金利の変動要因

(貸出金利の性格)

(規制内貸出金利の変動要因)

(規制外貸出金利の変動要因)

2. 今回金融緩和期の貸出金利低下の特色と背景

(貸出金利低下の特色)

(貸出構成の変化と金利)

(資金の需給と規制内貸出金利)

(自主規制金利の影響)

(規制内貸出金利の下げ足を左右した諸要因)

(規制外貸出金利の下げ足を左右した諸要因)

3. 市場金利の変動要因

(コール・レートの変動要因)

(既発債市場利回りの変動要因)

4. 諸金利相互間の関係

む す び

はじめに

日本銀行は、4月と5月に、公定歩合を通計1.25%引き上げて5.5%とした。この公定歩合引上げは、今後わが国の金利動向全般にしたいに影響を及ぼしていくものと思われる。

ここでは、そうした展望を念頭におきながら、過去における諸金利の変動について公定歩合変更の影響を含めその要因を分析し、その分析を通じて今回金融緩和期の金利低下のメカニズムを検討してみた。順序として、まず貸出金利、コール・レート、既発債市場利回り等各種金利の変動要因をそれぞれ個別に分析し、次いでそれらを総括的に考察するため、諸金利相互間の裁定関係と波及のタイム・ラグについて検討を行なった。

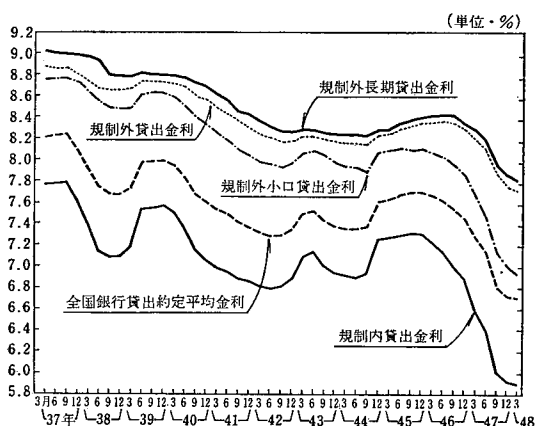
1. 貸出金利の変動要因

(貸出金利の性格)

一般に市中貸出金利の水準を問題にする場合は、指標として全国銀行貸出約定平均金利が用いられる。この約定平均金利は長期(1年以上)、短期(1年未満)、小口(金額100万円以下)などの貸出金利が複合したものであり(第1図)、それぞれの金利水準が異なることから銀行の期間別、規模別貸出構成が変化すると、全体の水準も動くことになる。また、コール・レートや既発債市場利回りのように市場において単一の均衡レートが得

〔第1図〕

全国銀行貸出約定平均金利の構造



られるのとは異なり、取引先にかかなりの幅をもって適用した金利を貸出額によって加重平均した金利であるため、たとえば中小企業と大企業とに対する適用金利の格差などによって、その水準が影響を受けるという面もある。

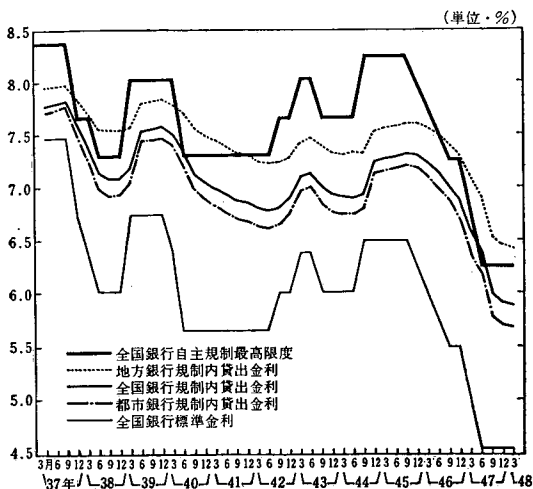
一方、個々の貸出約定金利に大きな影響を与える要因としては、貸出市場における一般的な資金の需給関係のほか、いわゆる最高限度の自主規制等種々の制度的要因があることはいうまでもない。そこで、以下ではまず貸出約定平均金利を規制内貸出金利(短期貸出金利)と規制外貸出金利(長期および小口貸出金利)に分け、それぞれの変動要因について資金の需給要因と制度的要因を中心に検討することにしよう。

〔規制内貸出金利の変動要因〕

規制内貸出金利は、規制内貸出すなわち全国銀行協会連合会の自主規制金利が適用される貸出（1件100万円超、期間1年未満）金利の貸出残高による加重平均金利である。規制内貸出に適用される金利は一応下限が標準金利（現行では日本銀行商業手形割引歩合+0.25%）、上限が自主規制最高限度金利（当座貸越については金利統計がないので以下ではいわゆる「その他の手形の割引ならびに貸付」に適用される自主規制最高限度を問題とする。現行では標準金利+1.75%）となっている。第2図は規制内貸出に適用される金利の上限、下限とその範囲で実際に適用された金利の平均水準を示したものである。37年と39～40年の公定歩合引下げ時には自主規制金利の最高限度が標準金利ほど引き下げられなかったため、上限、下限の幅は拡大している。また、規制内貸出であっても、書替継続により6ヵ月をこえたもの、または信用度に問題のあるものについては例外的に自主規制最高限度を上回ることができるうえ自主規制の申し合わせは新規貸出から適用されるため、時として実際に適用された金利の平均水準が上限を

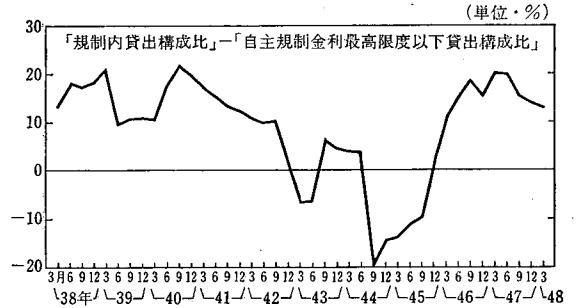
〔第2図〕

規制内貸出金利とその制度的変動要因



〔第3図〕

金利未調整貸出のウエイト



つき抜けることがある。このような現象は、緩和期に先だつ引締め期に規制内貸出金利が上限に近い高いところに位置していた場合や自主規制最高限度の引下げ幅が大きい場合に生じる。とくに地方銀行の場合には、都市銀行に比べて規制内貸出金利の水準が高いため、こうした現象が緩和期にしばしば現われる。

第3図は全国銀行の総貸出に占める規制内貸出構成比から自主規制金利最高限度以下の金利を付されている貸出残高の構成比を差し引いた数値（以下簡単に「金利未調整貸出のウエイト」という）を折線で結んだものである。この数値が正であれば、規制内貸出ではあるが現実には自主規制金利の最高限度よりも高い金利を付されている貸出が存在することを意味し、その水準が高ければ高いほど金利低下促進要因として強く作用することになる。逆にこの数値が負の場合には、規制内貸出ではないが、最高限度よりも低い金利の貸出が存在することを意味し、その数値が大きければ大きいほど、金利低下阻止要因ないしは金利上昇要因として強く影響することになる。

以上のように規制内貸出金利は制度的要因の影響を強く受けているが、制度的な枠組みの中では貸出市場の資金の需給関係が大きな決定力を持つと考えられる。

貸出をめぐる資金需給関係は、金融機関の融資態度（したがって、その背景をなす貸出運用機会

(第1表)

規制内貸出金利の計測結果

	被説明変数	説明変数					定数項	自由度 修正済み 決定係数 (ダービ ン・ワト ソン比)	計測期間
		当期の公定 歩合の影響	前期の公定 歩合の影響	資金の需給 の影響	金利未調整 貸出の影響	コール・レ ートの影 響			
①	規制内 貸出金利	0.466 (10.74)	0.071 (1.61)				0.004 (0.42)	0.841 (1.284)	38/I ~ 47/II
②	〃	0.466 (11.96)	0.049 (1.20)	-0.004 (3.04)			0.086 (3.05)	0.872 (1.702)	〃
③	〃	0.466 (12.79)	0.048 (1.15)	-0.019 (2.73)	-0.018 (2.23)		0.947 (2.78)	0.888 (1.781)	〃
④	〃	0.476 (9.99)	0.064 (1.00)	-0.019 (2.69)	-0.018 (2.21)	-0.009 (0.33)	0.976 (2.75)	0.885 (1.766)	〃

- (注) 1. 被説明変数は、全国銀行規制内貸出金利(四半期末)の期中上昇・低下幅。
 2. 「当期の公定歩合の影響」は、日本銀行商手割引歩合(日数による期中加重平均)の期中上昇・低下幅を使用。
 3. 「前期の公定歩合の影響」は、同様に前期中の上昇・低下幅を使用。
 4. 「資金の需給の影響」の代理変数には、全国銀行、相互銀行、信用金庫の一般法人向け貸出の預金歩どまり率を使用。
 5. 「金利未調整貸出の影響」は、全国銀行の「規制内貸出構成比-自主規制金利最高限度以下貸出構成比」。
 6. 「コール・レートの影響」は、コール・レート(月越物、無条件物、日数加重平均)の前期比上昇・低下幅を使用。
 7. カッコ内はt値。

の多寡、資金ポジションの動向、コール・レートや既発債市場利回りなど短期市場金利の水準など)と企業の資金需要の強さ(その背後に実物資本の収益率と手元流動性の状態の違いなど)に依存するとみられる。また、さきにふれた「金利未調整貸出のウェイト」が規制内貸出金利の変動に影響を及ぼす場合の「速度」は、多分に貸出市場の需給関係に規定されるとみられる。

以上のような規制内貸出金利の変動要因が、それぞれの程度の影響を及ぼしているかについて定量的なメドをつけるため、回帰方程式を用いて検証してみよう。

第1表は規制内貸出金利の変動幅(上昇・低下幅)を計測した結果である。まず、当期と次期の公定歩合変更だけで説明した第①式をみると、規制内貸出金利の変動は公定歩合の変動によって大部分(84.1%)が説明され、しかも当期の公定歩合の変動の影響がきわめて強いことがわかる。これは、公定歩合に連動して改訂される自主規制金利の影響がきわめて大きく、かつ早いことを示しているほか、後述のようにコール・レートなど短期市場金利の影響も混入しているためと思われる。この①式に、企業の保有預金と借入金の比率あるいは法人企業部門の借入金と投資超過額の比率など、資金の需給関係にある程度代表していると思われる説明変数を加えた第②式では、第①式よりも統計的説明力が上昇し、規制内貸出金利が自主規制金利という制度的要因とは独立に資金の需給関係によってもか

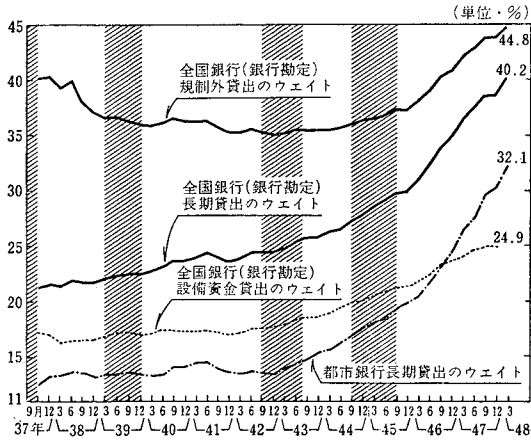
なり影響を受けていることを示している。次に第③式で「金利未調整貸出のウェイト」を説明変数に加えると、方程式の統計的説明力はいっそう上昇し、満足できる結果が得られた。このことは、貸出金利の動向を判断する際、「金利未調整貸出のウェイト」に対しても十分な注意を払う必要があることを示しているといえよう。また、コール・レートの影響を検証するため第④式にさらにコール・レートを説明変数として加えた(第④式)ところ、コール・レートの符号条件が逆となりまた有意性も低いという結果を得た。これは、コール・レートの変動が公定歩合の影響を強く受ける(したがって多重共線関係にある)ので、コール・レートへの貸出金利に対する影響と、公定歩合の貸出金利に対する影響が統計的に識別できないためとみられる。したがって、第③式の公定歩合の影響が意味するところは、単に制度的な面ばかりではなく、短期市場金利が金融機関の貸出態度に及ぼす広い意味での金利裁定の影響も含まれているとみるべきであろう。

(規制外貸出金利の変動要因)

次に全国銀行の規制外貸出金利は、規制内貸出を除く貸出、すなわち1年以上の長期貸出と1件の金額が100万円以下の小口貸出に適用される金利を貸出額により加重平均した金利である。ところで規制外貸出のうち長期貸出は、①いわゆる「短期ころがし」貸出の長期振替え、②設備貸出のウェイト増加、③企業の資産回転率の低下(背後に資本係数の上昇)、などの傾向からほぼ一貫して

〔第4図〕

長期貸出等のウェイト変化

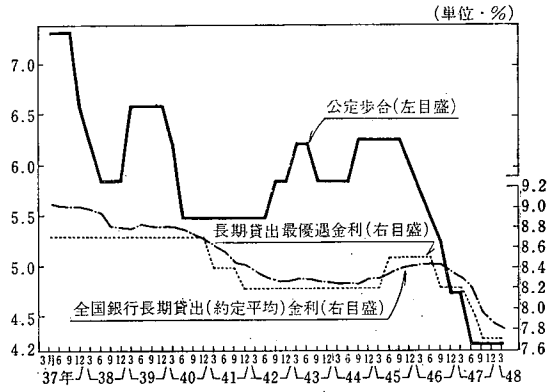


増加しており(第4図)、反面、小口貸出は経済規模の拡大に伴い100万円以下の貸出は少なくなりつつあることから、漸次減少している。こうしたことから、規制外貸出金利の構成も37年当時の長期金利と小口貸出金利がほぼ同じウェイトを持っていた状態から、最近では大部分が長期金利により占められる状態に変化してきている。以下では長期貸出金利と小口貸出金利別に変動要因を考察し、次いで両者を合わせた規制外金利の変動メカニズムについて統計的分析を試みることにする。

まず長期貸出金利については、慣習的に長期信用銀行や信託銀行の最優遇金利(電力向け貸出で通例約定で10年、実質15年)が個々の金利決定の基準になっているが、最優遇金利は従来から政府系金融機関(開銀、中小公庫等)の基準金利や公社債の発行条件と連動関係にあって政策金利の性格が強いため、規制内貸出金利の場合と同様にいわば制度的な影響を強く受けると考えられる(第5図参照)。このような最優遇金利という与えられた金利水準の枠組みの中で資金の需給関係が長期貸出金利の変動に影響を及ぼすことになるが、このほか長期貸出金利の水準を考える場合、短期金利との裁定も無視することのできない要因であ

〔第5図〕

規制外長期貸出金利と最優遇金利および公定歩合の関係



る。

次に小口貸出金利についてみると、小口貸出には長期の貸出と短期の貸出が混在しているためその性格を明確につかみがたいが、過去の推移から判断すると(第1図参照)、規制内貸出の変動とはほぼ同じサイクルを描いていることから、短期金利の色合いが濃いとみることができる。小口貸出金利には長期貸出金利にみられるような制度的事情はないことを考慮すると、その変動は主として資金の需給関係に依存するとともに、他の貸出金利との裁定によって決定されると推察される。

以上のような推論に基づき、規制外貸出金利の変動について回帰分析したところ第2表のような結果が得られた。いずれの計測式をみても、規制外貸出金利は、最優遇金利の影響を強く受けることがわかる。ただ、最優遇金利の変化は新規の長期貸出には比較的早く反映されるが、既往貸出については一般にそ及して金利変更をする例が少ないことからかなりの長期間にわたってその影響が現われると考えられる。このような事情から最優遇金利と長期貸出(平均)金利とのラグ構造が問題となるが、多くの計測を試みたところ、8期間の均等ウェイト・ラグを用いた方程式の説明力が最も高いという結果を得た。長期貸出の期間構成は適当な統計がないため、把握することは困難であるが、上記計測結果に則してみれば、長期貸出は平均的にはおおむね2年間で1回転しているとみることができよう。

最優遇金利のほか、第①式では、資金の需給を示す変数を、次いで第②式では裁定関係にあるコール・レートを加えてみたが、各変数はいずれも統計的に有意

(第2表)

規制外貸出金利の計測結果

	被説明 変数	説明変数				定数項	自由度 修正済み 決定係数 (ダービ ン・ワト ソン比)	計測 期間
		長期貸出 最優遇金利 の影響	コール・ レートの影響	資金の 需給の影響	短期貸出 金利の影響			
①	規制外 貸出金利	0.972 (29.00)		-0.019 (10.48)		0.531 (1.84)	0.962 (0.760)	38/Ⅰ ～47/Ⅱ
②	〃	0.891 (28.96)	0.044 (6.33)	-0.007 (2.68)		0.645 (3.01)	0.980 (0.830)	〃
③	〃	0.698 (13.12)	0.047 (8.12)	-0.003 (1.43)	0.196 (4.10)	0.775 (4.35)	0.987 (1.004)	〃

(注) 1. 被説明変数は、いずれも全国銀行規制外貸出金利(四半期末)。
2. 「長期貸出最優遇金利の影響」には、長期信用銀行、信託銀行の長期貸出最優遇金利の8四半期間平均値を使用。
3. 「資金の需給の影響」の代理変数には、法人企業の資金過不足額に対する金融機関借入金の期中増減額の比率を使用。
4. 「短期貸出金利の影響」の変数には、全国銀行規制内貸出金利の8四半期間平均値を使用。
5. カッコ内はt値。

であり、最優遇金利の影響という制度的要因とは独立に、資金の需給動向やコール・レートが規制外金利に影響していることが確認できる。第③式は、短期貸出金利が小口貸出金利を通じて規制外金利に影響することを確認するため第②式に規制内金利を加えたものであるが、各説明変数はいずれも有意であり、最優遇金利、資金需給、コール・レート、短期金利がそれぞれ独立の規制外金利変動要因であることを示している。

(第3表)

2 今回金融緩和期の貸出金利低下の特色と背景

(貸出金利低下の特色)

さて、以上の分析をふまえて、まず今回の金融緩和期の全国銀行貸出約定平均金利の低下状況を検討してみよう。今回の貸出金利低下の特色としては、

- (1) 低下幅が、引締めの解除から48年2月まで通算-0.986%とこれまでの最大であった30～31年緩和期(29年11月～32年3月の29か月間-0.902%)の低下幅

を上回る大きさに達する一方、水準も20年代後半以降の最低となったこと、

- (2) 低下テンポは、緩和の初期においては過去の緩和期の例と比較してかなり鈍かったが、46年後半から急速に速まり、47年7～9月には期中としては既往最大の低下幅を記録したこと(第3表参照)、

- (3) 低下幅を金融機関の業態別にみると緩和の初期には

都銀、地銀、長銀、信託の順で下がるという跛行性が明確にうかがわれたが、47年にはいつてからは、そうした跛行性も薄れほぼ全業態にわたって大幅な低下がみられたこと(第6図、第4表参照)、

全国銀行貸出約定平均金利の金融緩和期における低下幅

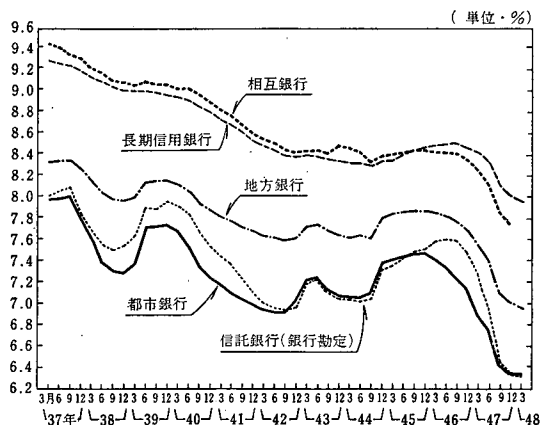
(単位: %、カッコ内は公差歩合連動率: %)

	今回緩和期 (45/10～48/2)	前回緩和期 (43/8～44/6)	前々回緩和期 (40/1～42/8)	前々々回緩和期 (37/10～38/12)
緩和後1期目	0 (0.0)	0.092(25.2)	0.048(13.2)	0.154(21.1)
〃 2 〃	0.030(6.0)	0.062(42.2)	0.109(21.5)	0.171(29.7)
〃 3 〃	0.045(10.0)	0.019(47.1)	0.153(28.3)	0.164(33.5)
〃 4 〃	0.075(15.0)	0.003(48.2)	0.073(35.0)	0.070(38.3)
1～4期間通	0.150(15.0)	0.176(48.2)	0.383(35.0)	0.559(38.3)
緩和後5期目	0.086(15.7)	—	0.066(41.0)	0.011(39.0)
〃 6 〃	0.184(28.0)	—	0.051(45.7)	〔緩和期中累計〕 0.570(39.0)
〃 7 〃	0.143(28.2)	—	0.070(52.0)	—
〃 8 〃	0.319(44.1)	—	0.051(56.7)	—
〃 9 〃	0.087(48.5)	—	0.051(61.3)	—
5～9期間通	0.819(40.9)	—	0.289(26.3)	—
1～9期間通	0.969(48.5)	—	0.672(61.3)	—
	〔緩和期中累計〕 0.986(49.3)		〔緩和期中累計〕 0.712(65.0)	

(注) 1. 緩和期中の累計低下幅は、引締め解除直前月から上昇に転ずる直前月までの低下幅。
2. 今回緩和期の累計低下幅は48年2月までの低下幅。

〔第6図〕

業態別貸出約定平均金利の推移



(第4表)

公定歩合引下げ後3か月間の利下げ幅比較

(年率・%, カッコ内は都市銀行の下げ幅を100とする指数)

	都 市 銀 行	地 方 銀 行	信 託 銀 行	長 期 信 用 銀 行
今回緩和期 (第6次・47/6)	△ 0.312 (100)	△ 0.276 (88.5)	△ 0.516 (165.4)	△ 0.183 (58.7)
〃 (*第5次・46/12)	△ 0.235 (100)	△ 0.143 (60.9)	△ 0.206 (87.7)	△ 0.051 (21.7)
〃 (第1次・45/10)	△ 0.005 (100)	+ 0.002 (ー)	+ 0.020 (ー)	+ 0.017 (ー)
前回緩和期 (43/ 8)	△ 0.176 (100)	△ 0.077 (43.8)	△ 0.150 (85.2)	△ 0.022 (12.5)
前々回 (第3次・40/ 6)	△ 0.205 (100)	△ 0.099 (48.3)	△ 0.150 (73.2)	△ 0.044 (21.5)
前々々回 (第2次・37/11)	△ 0.306 (100)	△ 0.138 (45.1)	△ 0.318 (103.9)	△ 0.051 (16.7)

(注) * 印は、自主規制金利の最高限度が変更された47年1月以降3か月間の低下幅。

(4) 従来硬直的で高い水準に据え置かれてきた住宅ローンの金利が、金融機関の大衆化路線推進や社会的要請もあって、2回にわたり1%前後大幅に引き下げられ、さらに昨年12月と本年1月には従来の慣行を破って既往貸付分についてもそ及して引下げをみるなど、かなり弾力的な金利変更をみたこと、などをあげることができる。

そこで、このような貸出金利低下の特色がどのような要因によって生じたかをみてみよう。さき

にもみたように、全国銀行貸出約定平均金利は、長期、短期、小口貸出の複合した平均金利であるので、貸出構成の変化、規制内貸出金利、規制外貸出金利別に検討することが適当と思われる。

(貸出構成の変化と金利)

まず、貸出構成の変化についてみると、前掲の第4図で明らかのように金利水準が相対的に高い規制外貸出のウェイトが今回の緩和期には著しく高まっており、過去の緩和局面に横ばいしないしは低下を示したのとは明らかに異なっている。これは過去の緩和期においては長期貸出のウェイトはすう勢的に上昇しているものの、小口貸出のウェイト低下がかなり大幅であったため、規制外貸出のウェイト上昇がみられなかったのに対し、今回緩和期には、長期貸出のウェイトが飛躍的に上昇する一方、小口貸出のウェイト低下テンポはいくぶん落ちたことから規制外金利のウェイトが上昇したものである。長期貸出のすう勢的なウェイト上昇は、産業構造の高度化を背景に資本の回転率が低下(資本係数が上昇)するに伴って長期資金に対する需要が強まる一方、金融機関も近年金融効率化行政が推進されるなかで短期のところがしによる貸出を長期貸出に振り替えるなど、収益的にうまみのある長期貸出の伸長を積極化し、上記のような長期資金の需要増に対してもそれにこたえる方向で供給をふやしているためと考えられる。また、こうした事情のほか、今回金融緩和の初期(45/Ⅳ～46/Ⅲ)には40年代前半の高投資を反映した設備資金貸出の高水準(第4図の設備資金貸出のウェイト推移参照)が、その後においては、長期貸出のウェイトが高い非製造業・中小企業向け貸出の著増がそれぞれ大きく寄与しているといえよう。一方、今回緩和期に小口貸出のウェイト低下テンポが鈍化したのは、金融機関の大衆化路線が従来よりも腰のはいったものとなり、事業者ローンや消費者ローンのかたちで個人向け貸出がかな

りの伸長を示していることによるものであろう。

次に第5表は、今回緩和期と40～41年緩和期における全国銀行貸出約定平均金利の低下要因を金利低下による要因と貸出構成変化による要因とに分解したものである。これによれば、40～41年緩和期には、貸出構成の変化がわずかではあるが金利低下を促したのに対し、今回緩和期には、逆に金利低下をかなり強くはばんでいる(緩和後2年間の通算では、今回が0.088%金利低下をはばむ要因、40～41年緩和期が0.015%金利低下を促す要因として作用)。こうしたことから、今回の緩和初期における貸出金利下げ渋りの一因は貸出構

成の変化にあったこと、また47年にはいつてからの金利低下の実勢は表面に現われたよりもさらに大幅な低下であることが指摘できる。

(資金の需給と規制内貸出金利)

さて、次に、今回緩和期の規制内貸出金利の動きとその低下要因をみよう。前掲第2図にみるように今回金融緩和期における全国銀行規制内貸出金利の低下は、緩和の初期には標準金利ないしは自主規制金利最高限度(ないし背後にある公定歩合)の低下に比べかなり遅れていたが、その後47年にはいつてからは急速に進んだ。そこでこのような特色がどのような要因に基づいているかを前掲

(第5表)

貸出金利低下の内容 (全国銀行)

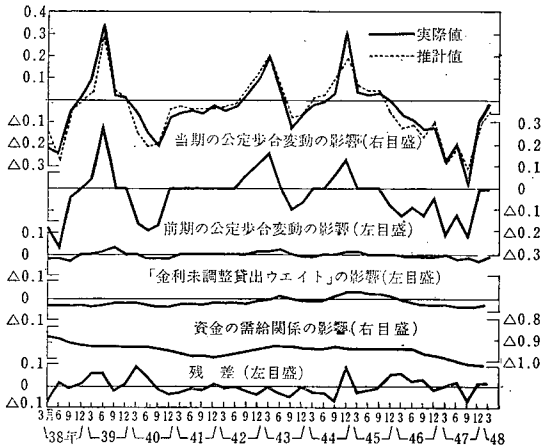
(単位・%)								
	公定歩合	貸出約定平均金利	公定歩合追随率	規制内金利	規制外金利	貸出構成変化による要因	金利低下による要因	総貸出残高に占める規制外貸出のウェイト
45/10～12	△ 0.25	0	0	△ 0.012	0.023	0	0	37.3
46/ 1～ 3	△ 0.25	△ 0.030	6.0	△ 0.068	0.009	0.009	△ 0.039	38.1
4～ 6	△ 0.25	△ 0.045	10.0	△ 0.094	0.006	0.010	△ 0.055	39.0
7～ 9	△ 0.25	△ 0.075	15.0	△ 0.142	△ 0.015	0.016	△ 0.091	40.3
10～12	△ 0.50	△ 0.086	15.7	△ 0.119	△ 0.059	0.008	△ 0.094	40.9
47/ 1～ 3	0	△ 0.184	28.0	△ 0.287	△ 0.084	0.018	△ 0.202	42.2
4～ 6	△ 0.50	△ 0.143	28.2	△ 0.194	△ 0.102	0.012	△ 0.155	42.9
7～ 9	0	△ 0.319	44.1	△ 0.406	△ 0.238	0.015	△ 0.334	43.7
10～12	0	△ 0.087	48.5	△ 0.078	△ 0.097	0	△ 0.087	43.7
48/ 1～ 3	0	△ 0.012	49.1	△ 0.024	△ 0.041	0.020	△ 0.032	44.8
累積低下幅	△ 2.00	△ 0.981	49.1	△ 1.424	△ 0.598	0.108	△ 1.089	
40/ 1～ 3	△ 0.36	△ 0.048	13.3	△ 0.062	△ 0.018	△ 0.003	△ 0.045	35.8
4～ 6	△ 0.73	△ 0.109	14.4	△ 0.153	△ 0.036	0.002	△ 0.111	36.1
7～ 9	0	△ 0.153	28.4	△ 0.212	△ 0.066	0.006	△ 0.159	36.5
10～12	0	△ 0.073	35.1	△ 0.084	△ 0.047	△ 0.002	△ 0.071	36.3
41/ 1～ 3	0	△ 0.066	41.2	△ 0.062	△ 0.073	△ 0.003	△ 0.063	36.2
4～ 6	0	△ 0.051	45.9	△ 0.047	△ 0.059	0	△ 0.051	36.3
7～ 9	0	△ 0.070	52.3	△ 0.062	△ 0.066	△ 0.006	△ 0.064	35.7
10～12	0	△ 0.051	56.9	△ 0.030	△ 0.062	△ 0.009	△ 0.042	35.2
42/ 1～ 3	0	△ 0.051	61.7	△ 0.047	△ 0.058	0	△ 0.051	35.2
4～ 6	0	△ 0.029	64.3	△ 0.026	△ 0.040	0.004	△ 0.033	35.5
累積低下幅	△ 1.09	△ 0.701	64.3	△ 0.785	△ 0.525	△ 0.011	△ 0.690	

第1表(規制内貸出金利の計測結果)の第③式を変動要因別に分解して検討してみよう(第7図)。

すでにみたように、貸出金利変動の大半は公定歩合の変更によって説明しうるが、この点は今回の低下局面についても例外ではない。しかし、その下げ幅や46年後半以降の下げ足には、資金の需給関係や金利未調整貸出の動向が若干響いていることは見のがせない。すなわち、「貸出市場における資金の需給関係」(この式では企業の預金歩どまり率)は、今回の金融緩和初期にはなおひっ迫しており46年後半になってから急速に緩和に向かったが、このことが46年後半以降の金利の下げ足に影響を及ぼしたことが第7図から看取できる。これは、46年前半までについては、①

〔第7図〕

規制内貸出金利の上昇・低下幅 の変動要因別分解



企業の資金需要が設備要資と手元流動性積増のためかなり強かったこと、③金融機関の融資態度も企業の資金需要が強い状況下積極的に応需すればポジション悪化を招くとの判断があって引締め当時からの抑制的な方針を思い切って転換するに至らなかったこと、などの事情によるものであり、また46年後半以降については、③企業の資金繰りが大量の外貨資金の流入を映じて大企業を中心に急速に緩和の度合いを強めたこと、④金融機関の融資姿勢も資金ポジションの好転と資金需要の沈静から先行き貸出運用難の懸念が生じ、漸次積極性を増したこと、などの事情によりそれぞれ説明することができる。

(自主規制金利の影響)

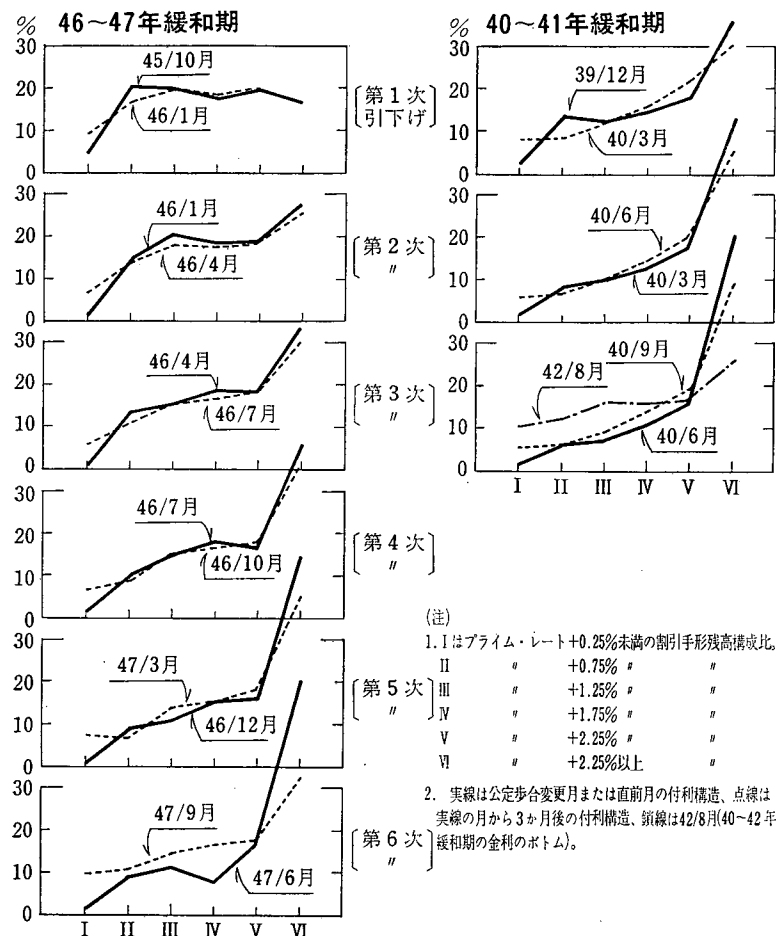
次に注目を要するのは、「金利未調整貸出のウエイト」が緩和初期にはかなり小さく(むしろ低下阻止要因として作用)、その後大幅に拡大をみたこと(前掲第3図参照)による影響である。第7図でみるように、その影響は過去の同一局面と比べてかなり異なっている(40～41年緩和期には緩和初期からその水準が高かったため、金利低下の促進に寄与した)。これは、まず①44年ごろから金融効率化行政の影響もあって金融機関は中小企

業に対して積極的に融資したが、これを反映して44～45年引締め期には中小企業向け貸出の金利上昇が比較的鈍く、したがって金融緩和の初期、第1次、第2次の公定歩合引下げ(すなわち自主規制金利の最高限度の引下げ)により制度的にただちに利下げを要する貸出(自主規制最高限度適用貸出)が相対的に少なかったこと、しかし②その後46年後半以降はあいつぐ公定歩合の引下げによって自主規制金利の天井が下がったため、利下げ調整を要する貸出が著増をみたこと、などの事情によって説明することができよう。

ここで、上記「金利未調整貸出のウエイト」とも関連して金融機関の貸出先に対する適用金利の構成について検討してみよう(問題を規制内貸出に限定するため割引手形の付利構造をみるとする)。第8図は、全国銀行の割引手形の付利構造(金利の分布)が公定歩合の引下げ月(公定歩合の引下げが月の月上旬に実施された場合はその前月)からその3ヵ月後までの間にどのように変化したかを今回緩和期と40～41年緩和期についてみたものである。実線は公定歩合変更月またはその直前月の適用金利の構成(変更後の標準金利を基準にした金利分布)を、点線はその3ヵ月後のそれをそれぞれ示している。これによって明らかなのは、第1次公定歩合引下げ直後の付利構造が今回緩和期と40～41年緩和期とはかなり異なっていたことである。すなわち、今回緩和期には、第1次公定歩合の引下げ当時の付利構造が下に厚く上に薄いかたち(すなわちグラフの線が横に寝ている)となっていたために利下げの調整を要するものが少なく、その結果、公定歩合引下げ直後の付利構造が40～41年緩和期の第1次公定歩合引下げ直後と同様なかたちになったのは、やっと第3次引下げ(46年5月)になってからのことであった。これをみても緩和初期の金利低下テンポが鈍かった原因がわかる。その後第4次～第6次と

〔第8図〕

公定歩合引下げと付利構造の変化



あいついで公定歩合が引き下げられた結果適用金利の構成は下に薄く上に厚いかたち(すなわちグラフの線が立っている)となり、利下げ調整を要する貸出のウェイトは徐々に増大した。第6次公定歩合引下げのあった47年6月末にはそうした状態が相当進んだかたちとなり、それが7~9月の記録的な大幅低下を生む一因となったことは明らかであろう。なお、47年9月末の状態はグラフの線がかなり傾斜をゆるめており40~41年緩和期のボトム(42年8月)のそれとあまり違わないため、その後はこの面からの利下げ促進要因は小さくなった。

(規制内貸出金利の下げ足を左右した諸要因)

さて、第7図に戻って今回緩和期の回帰式の推計をみると、緩和初期において過大推計、47年7~9月については過小推計となっていることがそれぞれ目だっている。前者の要因については、①資金の需給を示す変数が企業の保有預金対借入金比率であり、金融機関の貸出態度の変化が十分織り込まれていないため、資金の需給関係が46年1~3月まではなおかなりひっ迫していたことが十分出ているという回帰式の限界をあげることができるが、このほか、②金融機関の収益マインドが配当規制の緩和や1年半定期預金の創設等を背景にかなり高まり、46年中は利下げ引き延ばしなどの動きを強めたことも一因とみられる。

一方、47年7~9月低下幅の過小推計は主として預金金利引下げの影響によるものと考えられる。金融機関の収益マインドは引き続き強いものの、預金金利引下げに伴って企業からの貸出金利の引下げ要請が急速に強まり、金融機関としてもこれに抗することはできなかったとみられる。このことは、住宅ローンの貸出金利の引下げが、従来の金融慣行を破って既往貸付分にさかのぼって実現をみたことから類推できる。なお、預金金利引下げに伴って拘束預金に見合う貸出の金利措置がなされたことも、7~9月の規制内貸出金利大幅低下に少なからず寄与したといえよう。

(規制外貸出金利の下げ足を左右した諸要因)

最後に、今回緩和期の規制外貸出金利の動きとその低下要因を検討してみよう。第9図は、前掲第2表(規制外貸出金利の計測結果)の第③式を変動要因別に分解してその推移をみたものである。まず、規制外貸出金利の動き(グラフ上の実際値の動き)をみると、緩和後3期間は引き続き上昇(45年10～12月～46年4～6月通計0.038%)を示し、46年7～9月になってようやく低下に転じた。その後規制外貸出金利は本格的な低下局面にはいり低下幅は漸次拡大傾向をたどって47年7～9月には-0.238%と既往最大の大きさに達するに至った。これに対する推計値の動きは、47年後半がかなりの過大推計となっているがおおむね良好に実際値を追っている。そこでまず、規制外貸出金利が緩和後3期間にわたって上昇をみた要因をみると、①長期貸出最優遇金利は46年9月の引下げまでの間引締め期と同水準に据え置かれていたが、

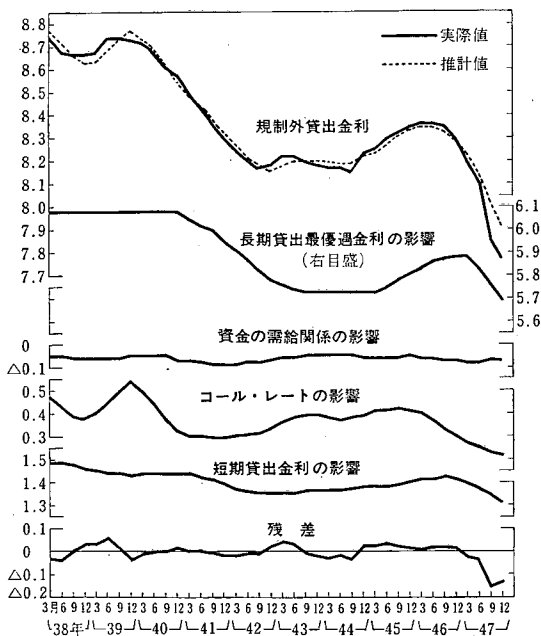
45年4月の最優遇金利引上げの影響が長期間のラグを伴って響いた結果、規制外貸出金利を大きく押し上げる要因として作用し、さらに②短期貸出金利もこの時期には規制外金利を下ざさえたこともあって、その上昇要因はコール・レートや資金の需給関係による低下要因を上回った。46年後半から47年初めにかけては規制外貸出金利の低下がようやく本格化した時期であるが、46年9月に今回緩和期最初の最優遇金利の引下げが実施されたにもかかわらず、46年度中はその影響はほとんど顕現化せず、この時期にはむしろその他の金融緩和要因(資金需給の緩和やコール・レート、短期貸出金利の低下)によって利下げが促進されたとみられる。また、47年度入りとともに規制外貸出金利はその低下テンポを速めることとなったが、その要因をみると、今回緩和期の3回にわたる最優遇金利の引下げが大きく寄与しはじめたほか、資金の需給をはじめその他の要因が引き続き低下要因として貢献したことも見のがせない。なお、47年後半が過大推計となった事情としては、①この時期には、預貯金利の改訂をはじめ、各種金利が制度的に大きく引き下げられたため、企業からの利下げ要請が急速に強まったこと、②金融機関としても融資競争の激化から、たとえば従来ほとんどみられなかった既往貸出にそ及した利下げにも踏み切るなど、大幅に付利態度をゆるめざるをえなかったこと、などをあげることができる。

3. 市場金利の変動要因

次に、わが国の金利の中では最も弾力的に変動し、かつ金融の繁閑を比較的敏感に反映するとみられる金融市場の金利変動要因を短期市場の金利であるコール・レートと債券市場の金利である既発債市場利回りについて検討してみよう。

〔第9図〕

規制外貸出金利の変動要因別分解



(コール・レートの変動要因)

コール市場はいうまでもなく、金融機関が受信と信活動の結果生ずる資金じりを調整する市場であり、わが国では、都市銀行が恒常的な取り手、その他金融機関が恒常的な出し手となっている(いわゆる資金偏在)。したがって、コール市場では、都市銀行の資金不足が資金の需要となって現われ、その他金融機関の資金放出と日銀信用がこれに対応していく過程を通じて需給は均衡し、コール・レートが決まると考えられる。

さて、コール資金の需給を左右する要因をみると、第1には租税の引揚げや銀行券の増発等キャッシュ・ドレインの変動が考えられる。実体経済の活動水準が高まり、現金リークが増大すれば、市場の資金需給は引き締まり傾向が強まり、逆に現金リークが落ちていた水準で推移すれば、その度合いは弱くなろう。ただ、現金リークの規模が全体として一定であっても、それが都市銀行において強く生じる場合と地方銀行等コールの出し手金融機関において強く生じる場合とでは、そのコール・レートへの影響力は異なると考えられる。これは、一般に出し手金融機関ではコール・ローン放出と貸出、有価証券投資の採算を比較し、両者を代替的に運用する傾向が強いのに対し、都市銀行はコール・マネー取入れと貸出、有価証券投資の採算を出し手金融機関ほど敏感には比較、選択していないためである(注1)。したがって、出し手金融機関では、都市銀行からの取り需要増加に対し、コール・レートが比較的大きく上昇しないかぎり供給量を大きくふやさない傾向があるのに対し、都市銀行では、コール・レートが大きく上昇してもただちには需要量を大きく減らさないため、結果的にはコール市場の残高増加とコール・レートの上昇が同時に生じることになる。逆に都

市銀行からコール市場への返済が進む局面では、コール・レートの下と供給量の減少が同時に進む傾向がある。こうして都市銀行の取り需要の増減は、コール市場の出合い残高の増減とコール・レートの上昇、下落を同時にもたらすことになる。

コール市場の需給関係に大きな影響力を及ぼす第2の要因は、日銀信用が上記の現金リーク(市場の資金不足額)に対し多めに供与されるか、少なめに供与されるかの違いである。これは、各金融機関が1ヵ月間の平均法定準備として日本銀行に積むべき預け金について、それぞれが望ましいと考えているテンポで予定どおり積むことができるか否かの違いとなって現われる。たとえば、日銀信用の供与額を少なめに押えると、地方銀行等出し手金融機関はコール・ローンの回収等によって望ましいテンポで準備預金を積むことができるが、取り手である都市銀行では、コール・マネーが引き揚げられる一方で少なめの日銀信用しか受けられないため、現実の準備預金は予定を下回るテンポでしか積んでいくことができなくなる。こうした状態が続くと、都市銀行の毎日の準備預金は低水準で推移せざるをえず、その結果残った期間の1日あたり法定所要準備額の水準が上昇していくため、準備預金積上げのためのコール取入れ需要は急速に強まることになる。このような動きは、具体的には準備預金の積み進捗率、すなわち金融機関の法定所要準備額積数に対する準備預金の積み実績額積数の比率をみることによって知ることができる。

さて以上のようなコール・レートの変動要因については、回帰方程式によって検証を試みたところ、第6表のような結果を得た。各方程式は説明変数の有意性や式の説明力においてはほぼ満足できる水準であり、現金リーク、その都市銀行へのかたより、日銀窓口の態

(注1) 金融機関の資産選択において金利の影響力が都市銀行と地方銀行等出し手金融機関とでは異なる点については、たとえば47年2月号「昭和46年における金融・経済の動向」参照。

(第6表)

コール・レートの計測結果

被説明 変 数	説 明 変 数				定数項	自 由 度 修正済み 決定係数 (ダービ ソント ソン比)	計測期間
	公定歩合	準備預金 の積進 率	現 金 リ ー ク の 代 理 変 数	現金リ ークの 都市 銀行へ のかた より			
① コール・ レ ー ト	3.090 (18.22)		-0.059 (1.55)	-0.888 (6.60)	-8.347 (4.48)	0.946 (1.747)	38/Ⅱ ～47/Ⅱ
② 〃	3.169 (20.83)	-3.577 (1.62)		-0.704 (4.04)	-8.886 (5.85)	0.946 (1.597)	〃
③ 〃	3.032 (15.07)	-9.910 (4.97)	-0.088 (1.99)		-2.146 (0.81)	0.928 (1.626)	〃
④ 〃	3.019 (16.30)	-4.406 (2.00)	-0.074 (1.92)	-0.658 (3.53)	-5.283 (2.22)	0.945 (1.715)	〃

- (注) 1. 被説明変数には、コールの出し手レート(月越物、無条件物の残高による加重平均値)を日数によって加重平均した期中平均値を使用。
 2. 「公定歩合」は、日本銀行商手割引歩合を日数によって加重平均した期中平均値。
 3. 「準備預金の積進率」は、準備預金の法定所要積数に対する月末までの積進率。
 4. 「現金リークの代理変数」には、法人企業の現預金対金融機関借入金比率を使用。
 5. 「現金リークの都市銀行へのかたより」の代理変数には、日本銀行信用残高から都市銀行外部負債残高を差し引いた値の期中増減額の全国銀行実質預金残高に対する比率を使用。
 6. カッコ内はt値。

度(準備預金積上げの進捗率に反映)および公定歩合の四つの要因が、それぞれ独立にコール・レートに影響することを示しているといえよう。説明変数のなかでは、公定歩合変動の影響が最も強く表われているが、これは、日本銀行の金融調節が通常公定歩合の変化に見合って行なわれる(たとえば、公定歩合を引き上げる場合には市場の需給が引き締まるように調節を行なう)ほか、金融機関がコールを運用、調達する場合に重要な決定要素となる市中貸出金利の動向が、前述のとおり制度的に公定歩合変動の影響を強く受けているなどの事情によるものであろう。

(既発債市場利回りの変動要因)

次に、既発債市場利回りの変動要因をみよう。従来わが国の既発債市場では、応募者利回りが低位に固定される傾向があり、売却に際してキャピタル・ロスを生じることが多かったため、取引量は比較的少なく、また取引主体も都市銀行が売り手、その他市場参加者がおもに買い手と一方通行の色合いが濃かった。既発債市場利回りの変動は、このような市場の特殊性を反映して、都市銀行の売却動向の影響を強く受け、また市場規模がより大きいコール市場の金利変動と密接な関連を有している。この場合都市銀行は、有利な貸出機

会が多い局面や、コール・レートが高騰した局面、あるいは資金ポジションが悪化した局面では、キャピタル・ロスを覚悟しても市場で手持ち有価証券を売却する傾向があった。既発債市場は、長期債の取引市場ではあるが、このように都市銀行のポジション調整の場、あるいはその他金融機関の余資運用の場として機能してきたため、短期市場的性格を払拭しえない面があり、その結果、既発債市場利回りの変動は、金利裁定を通じてコール・レート変動の影響

響を強く受けているものと考えられる。

また、既発債市場の利回りは、上記の都市銀行の行動からもわかるように、企業の資金需要の動向とも深い関係にある。一般にわが国の場合、企業が既発債市場で取引を行なう事例は少ない(もっとも、今回金融緩和期には大幅な増加)ものの、企業の実体活動とその反映である資金需要の変動は直接、間接に既発債市場利回りの決定にかなりの影響を及ぼしているとみられる。すなわち、企業の資金需要の変動は、①有利な貸出機会の変動にはかならず、同時に、②現金リークを通じて金融機関全体のポジション変動をもたらし、市場での売買態度に影響を及ぼす(間接的影響)。さらに③加入者引受け利付電債のように企業の保有が多い債券については、たとえば実物資本の期待収益率が高まれば企業は投資資金を捻出するため多少のキャピタル・ロスを伴っても市場への売却を積極化し、市場の需給関係に影響を及ぼす(直接的影響)、というかたちをとるものと考えられる。

以上のような既発債市場利回りの変動要因を検証するため、加入者引受け利付電債値について、回帰方程式により計測を行なった(注)ところ、おおむね良好な結果が得られた(第7表参照)。

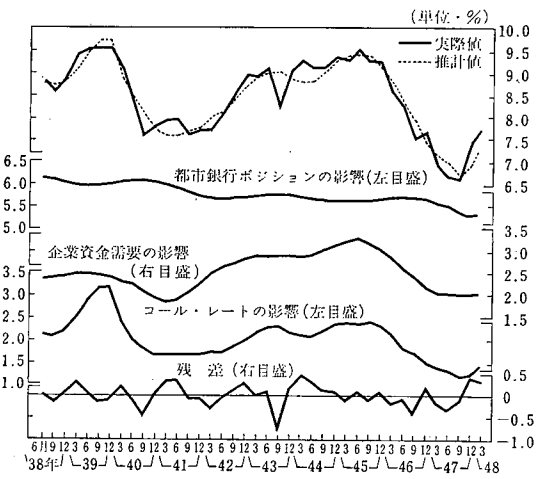
(注) 加入者引受け利付電債値は、流通市場が事実上機能を停止した期間(37年3月～41年2月)も店頭配給が発表されたことから統計処理上好都合であり、加えて古くから市場における取引量が多く、また経験的に一般の既発債利回りのプライス・リーダーの役割を果たしているため、分析対象としてすぐれている。

計測結果をみると、第①式の企業収益率と都市銀行の預貸率の2変数による計測では両変数とも有意であり、企業の資金需要変動と都市銀行のポジション変動がそれぞれ独立にかなりの影響力を持っていることが示されている。次にコール・レートの説明変数に加えた第②式でも、三つの変数の有意性はいずれも高く、方程式の説明力も一応満足できる。ただ一般的な長期金利水準の影響を検証するため全国銀行の規制外貸出金利を説明変数に加えた第③式では、長期金利の符号条件が逆であり、また有意性も低いという結果が得られた。このことは、統計的にみて、一般的な長期金利水準が既発債利回りの変動に対して独立の影響を持っていないことを示している。

次に、第②式を要因別に分解した第10図によって今回金融緩和期の利回り低下要因をみると、いずれの要因も利回り低下を促進したが、なかでも企業資金需要の低下(企業収益率の低下)とコール・レート低下の影響が大きく表われている。また、47年秋以降の利回り反転は、コール・レートと企業収益率がそれぞれ上昇に転じたことが響い

〔第10図〕

既発債市場利回りの要因別分解



たものである。ここで注目を要するのは、今回金融緩和期において既発債市場の取引が量的にも質的にも大きな変ほうを遂げた(取引量の拡大、売買主体や売買銘柄の多様化等)(注2)にもかかわらず、第10図から明らかなように利回りの変動要因には従来と比べて格別のパターンの変化がみられない点である。このことから、既発債市場利回りの短期金利的性格は依然強く、その限りで、発行市場利回りと流通市場利回りとは相互に影響しあうような市場構造を実現することは、なお将来の課題として残されているといえよう。

(第7表) 既発債市場利回りの計測結果

被説明変数	説明変数				定数項	自由度修正済み決定係数 (ダービン・ワトソン比)	計測期間
	都銀ポジションの影響	コール・レートの影響	企業の資金需要の影響	長期金利との裁定関係による影響			
① 既市利回り	0.166 (6.02)		4.994 (9.41)		-13.164 (4.21)	0.713 (1.086)	38/Ⅱ ～47/Ⅱ
② ”	0.058 (2.16)	0.265 (5.94)	2.599 (4.74)		-1.893 (0.65)	0.859 (1.961)	”
③ ”	0.071 (1.78)	0.284 (5.06)	2.411 (3.91)	-0.364 (0.53)	-0.144 (0.37)	0.857 (2.001)	”

- (注) 1. 被説明変数は、いずれも加入者引受け利付電債値直近物市場利回り(月末平均値)。
2. 「都銀ポジションの影響」の変数には、都市銀行預貸率を使用。
3. 「コール・レートの影響」の変数には、コールの出し手レートを月越物、無条件物の残高、日数により加重平均して使用。
4. 「企業の資金需要の影響」の代理変数には、企業総資産収益率を使用。
5. 「長期金利との裁定関係による影響」の変数は、全国銀行規制外貸出金利(期末)。
6. カッコ内はt値。

(注2) 48年1月号「わが国資本市場に対する金融緩和と国際化の影響」参照。

4. 諸金利相互間の関係

以上の分析では貸出金利と短期市場金利の変動メカニズムについて考察したが、それらは市場ごとの分析であったため、市場相互間の金利裁定関係とその波及過程の分析が

残されている。そこで次に諸金利相互間の関係を時差相関分析を用いて整理しておこう(注3)。

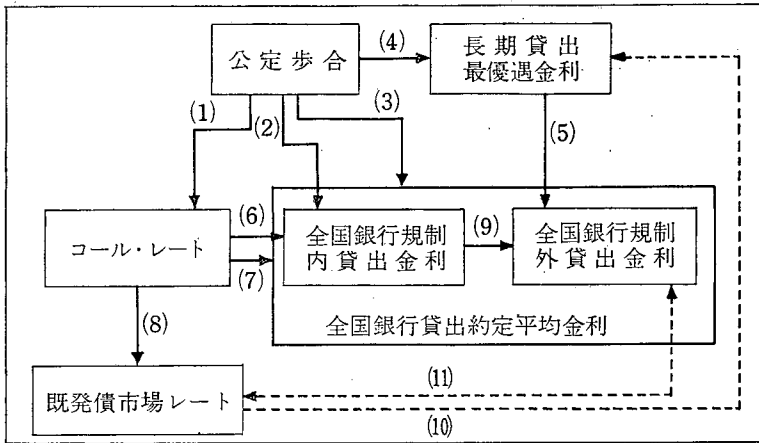
これまでの分析で明らかになったようにわが国では公定歩合の変動が、諸金利の変動に対し大きな影響力を持っている。そこでまず、公定歩合変更と諸金利変動の時間的関係を調べ、公定歩合変更の波及経路について考えてみよう。第11図は時

差相関分析によって金利変動の前後関係を整理したものである。この図および参考表に明らかなように、公定歩合の変更はただちに当該四半期中のコール・レートおよび全国銀行規制内貸出金利の変動に大きな影響を及ぼすが、過去の平均的な姿を統計的にみるかぎり、どちらかといえばコール・レートの変動のほうは公定歩合の変動に若干

先行しており、規制内貸出金利の変動は若干遅行している。これは、コール・レートについては、景気変動に伴う自律的な資金需給の繁閑や日本銀行の金融調節態度の変化が公定歩合の変更にいくぶん先行する傾向があることを映じたものとみられる。これに対し規制内貸出金利は、前述のとおり資金需要の繁閑よりも公定歩合の変更に連動する。全国銀行協会の自主規制金利の改訂によって強い影響を受けるため、公定歩合が変動した後に変動する傾向が強いのである。

次に、長期貸出金利は、その最優遇金利が過去の経験を平均すると公定歩合の変更に3四半期ほど遅れて改訂される傾向にあるうえ、金利改訂を要することから、公定歩合の変更に相当遅行して変動しており、これを含む規制外貸出金利も公定歩合の変更に3

〔第11図〕 金利相互間の影響経路とタイム・ラグ



(注) ———→ 波及経路

-----→ 本来裁定関係にあるはずであるが、市場の特殊事情等によりその関係が希薄であるもの。

〔参考表〕 時 差 相 関 係 数 (四半期計数)

	X	Y	X→Yのタイム・ラグ						
			1 期前	当 期	1 期後	2 期後	3 期後	4 期後	5 期後
(1)	公 定 歩 合	コール・レート	0.89*	0.94*	0.85	0.63	0.32	0.10	0.02
(2)	"	全国銀行規制内貸出金利	0.75	0.92*	0.90*	0.76	0.55	0.31	0.18
(3)	"	全国銀行貸出約定平均金利	0.61	0.81*	0.86*	0.82*	0.70	0.54	0.42
(4)	"	長期貸出最優遇金利	0.38	0.53	0.61	0.67	0.71*	0.68*	0.64
(5)	長期貸出最優遇金利	全国銀行規制外貸出金利	0.90	0.93*	0.93*	0.91	0.85	0.79	0.73
(6)	コール・レート	全国銀行規制内貸出金利	0.72	0.89*	0.91*	0.81	0.60	0.37	0.20
(7)	"	全国銀行貸出約定平均金利	0.58	0.78	0.86*	0.85*	0.75	0.60	0.46
(8)	"	既 発 債 市 場 レート	0.81	0.83*	0.78	0.61	0.31	0.03	-0.10
(9)	全国銀行規制内貸出金利	全国銀行規制外貸出金利	0.68	0.79*	0.82*	0.80*	0.75	0.68	0.63
(10)	既 発 債 市 場 レート	長期貸出最優遇金利	0.29	0.44	0.50	0.55	0.58	0.58	0.59
(11)	"	全国銀行規制外貸出金利	0.40	0.55	0.59*	0.61	0.59	0.56	0.54

(注) 1. *印は相対的にみて相関係数が高いところ。

2. 計測期間は37/1～47/II。

(注3) 時差相関分析は金利相互間の因果関係を明らかにするのではなく、諸金利変動の時間的関係を過去の経験に基づき統計的に検証するものである。

(第8表)

時 差 相 関 係 数

(月次計数)

X	Y	X → Y の タイム ・ ラ グ									
		1 か月 前	当 月	1 か月 後	2 か月 後	3 か月 後	4 か月 後	5 か月 後	6 か月 後	7 か月 後	8 か月 後
(1) 公 定 歩 合	都市銀行貸出 約定平均金利	0.57	0.67	0.73	0.78	0.80*	0.81*	0.80*	0.78	0.75	0.71
(2) 〃	地方銀行 〃	0.47	0.57	0.62	0.65	0.68	0.69*	0.70*	0.69*	0.67	0.64
(3) 〃	相互銀行 〃	0.31	0.36	0.37	0.37	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
(4) コール・レート	都市銀行貸出 約定平均金利	0.65	0.73	0.78	0.82	0.84*	0.84*	0.83	0.80	0.76	0.71
(5) 〃	地方銀行 〃	0.53	0.60	0.64	0.68	0.70	0.72*	0.72*	0.70	0.68	0.66
(6) 〃	相互銀行 〃	0.31	0.35	0.36	0.37	0.38	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41
(7) 都市銀行貸出 約定平均金利	地方銀行貸出 約定平均金利	0.90	0.93*	0.93*	0.92	0.89	0.85	0.80	0.74	0.69	0.64
(8) 〃	相互銀行 〃	0.59	0.62	0.62	0.63*	0.63*	0.63*	0.62	0.62	0.61	0.60

(注) 1. * 印は相対的にみて相関係数の高いところ。

2. 計測期間は38年2月～47年6月。

ないし4四半期遅れて変動している。この結果、規制内および規制外金利を平均した全国銀行貸出約定平均金利に対する公定歩合変更の影響は、1四半期後を中心に主として前後3四半期にわたって認められる。

一方、コール・レートの変動は、当該四半期のうちに金利裁定関係を通じて既発債市場利回りに強い影響を及ぼすほか、1ないし2四半期後の規制内貸出金利や貸出金利の総平均とも高い相関関係が認められる。

次に、業態別の貸出金利と公定歩合、コール・レートとの関係を月次計数によって時差相関分析してみると(第8表)、まず公定歩合は、都市銀行の貸出金利に3～5か月のラグを伴って波及し、それよりわずかに遅れて地方銀行の貸出金利に影響を及ぼしている。しかし、相互銀行の貸出金利は公定歩合に対してきわめて非感応的であり(第8表(3))、両者の間にはほとんど相関関係がうかがわれない。これは相互銀行の取引先層には生業的な中小企業も多く、これらは景気動向とはかわりなく一定の金利の適用を受けているほか、地

縁性が強いいため他の業態金融機関と競合する先が少ないなどの事情から、貸出金利があまり弾力的に変更されていないことによるものであろう。

またコール・レートも都市銀行の貸出金利に波及し、その後若干のラグをおいて地方銀行の貸出金利にも影響を及ぼしていると考えられるが、相互銀行の貸出金利には公定歩合の場合と同様にほとんど影響力がないように見受けられる。

む す び

以上、公定歩合変更を中心に過去における各種金利相互間の平均的な波及期間を調べたので、最後に今後の金利動向を展望してむすびにかえよう。

今回の金融引締めに際しては、公定歩合引上げに先だつ47年10～12月期からコール・レートや手形売買レートがじり高に転じている。これは景気上昇の加速に伴う資金需給の自律的引き締めや年明け後の準備率引上げなど公定歩合引上げ以外の金利上昇要因が比較的強く作用したためであろう。

一方、全国銀行貸出約定平均金利は、漸次下げ渋ってきたが、3月には公定歩合の引上げに先行してわずかながら上昇を示した。もっとも、これは貸出金利自体が下げ止まる段階にさしかかったため、金利水準の高い長期貸出のウェイトのすう勢的な上昇傾向が、平均金利の上昇に反映されたという事情による面が大きい。

今後の動きとしては、6月以降季節的な資金不足期にはいるうえ、目先外為会計の揚超が持続するとみられるので、コール・レート、手形売買レートなどの市場金利は引き続き上昇傾向をたどるものとみられる。一方貸出金利については、まず規制内貸出金利は、標準金利(下限)と最高限度(上限)がいずれも2回の公定歩合引上げに連動して1.25%引き上げられたほか、前掲第2図および第3図にうかがわれるように48年3月現在の未調整貸出が少ないので、この面からみれば比較的幅かつ早期に上昇しうる条件を備えているとみることができよう。さらにこのような上昇傾向は、コール・レートや手形売買レートの上昇、預金金利引上げなどを背景に採算面からも促進される筋合いにある。ただ今回の引締めの特徴として、企業が当面かなり高水準の手元流動性を保有しており、これがいわばクッションの役割りを果たすと

みられるので、貸出をめぐる需給関係がいつから大きく変化するかが注目され、貸出金利の動きもそれによって規定される面が大きいと思われる。

一方、規制外貸出金利については、長期貸出最優遇金利が46年9月、47年4月および8月に通計0.8%引き下げられたので、4月に最優遇金利が0.3%引き上げられたとはいえ、47年3月以前の水準よりはなお低く、この面からの低下要因はしばらく続くともみられる。しかし、公定歩合の引上げを契機とするコール・レート、手形売買レート、預金金利、金融債応募者利回り、貸付信託予想配当率などの上昇に伴い採算面から金利上昇要因が強まるほか、小口貸出金利と裁定関係にある規制内金利も上昇するとみられるので、規制外貸出金利を全体としてみる場合、遠からず騰勢に転ずる可能性もあろう。

この間貸出構成の変化は、当面引き続き長期貸出のウェイトが上昇すると考えられるため、四半期中0.01~0.02%程度の金利上昇要因として働く可能性がある。以上のような諸要因を反映しながらこれを総合した全国銀行貸出約定平均金利は、今後着実なテンポで上昇していくものと予想される。