

わが国における金利弾力化の歩み

〔要 旨〕

わが国の金利弾力化の歴史を振り返ると、昭和30年代に入りまず公定歩合操作を中心とする金利政策が復活し、34年には、神武景気当時の景気過熱とその反動への反省から、標準金利等が導入され貸出金利がある程度弾力的に動くようになった。もっとも30年代は企業の国際競争力強化と成長促進のための金利引下げの要請が優先したこともあって、他にはさしたる進展はみられなかった。40年代に入り大幅な金融緩和、資本の自由化、戦後初の長期国債発行などの新しい環境を迎えて一般にも金利機能活用の必要性について議論が活発となったが、実際に金利弾力化が進み始めたのは40年代後半に入ってからであった。この時期には、預金金利が金融政策の方向に沿ってある程度変更されるようになったほか、公社債市場でも弾力化ルールの導入など債券発行条件の弾力化が進み始め、ようやくすべての金利が程度の差はあれそのときどきの金融政策の方向に沿って動くようになった。

しかし、現状はなお預貯金金利がプライスメカニズムの及びにくい状態にあるほか、公社債の発行条件についても金融引締め期には必ず新発債の発行条件が既発債流通利回りを下回るといった硬直性を残しており、これらが金利水準と金利体系全般のスムーズな変動を制約している。

このような諸金利の硬直性は、高度成長期にはわが国産業の国際競争力の強化と国民の所得水準の上昇にある程度役立つなどそれなりに歴史的使命を果した面もあったが、石油危機を経て低成長経済に移行しつつある今日、その使命はすでに終り、今や金利弾力化の要請が従来になく現実味と切実さを増してきたといえよう。すなわち、第1に金融政策の有効性を確保し物価の安定を図る観点からみると、企業の借入依存度の低下、企業と個人の金融資産運用の多様化などに伴い、銀行貸出の量的調整の効果にこれまでのように大きく依存するわけにはいなくなり、今後はこれまでより一層諸金利を弾力化し、金利変動のコスト効果を各部門の投資態度、資産運用態度に及ぼす必要が高くなるとみられる。第2に、対外的な側面からみても、金利機能が正常にワークする資本市場、金融市場を整備し、内外資金の円滑な流入とその一層効果的なコントロールを可能ならしめる必要性が高まっている。第3に資金ないし資源の適正配分の見地から、第4に公共債の大量発行を円滑に遅滞なく行うためにも、それぞれ金利機能の一層の活用が要請されている。

これまでわが国の金利弾力化は常に金融緩和の時期に、金融緩和を一つのきっかけとして進展してきた。今回もこの金融緩和のチャンスをも十分に生かして、金利の弾力化を進め、将来にわたって金利機能活用の素地を培っていくことが大切である。

〔目 次〕

はじめに

1. 金利弾力化の歴史

- (1) 昭和30年代初頭まで
- (2) 昭和33年～39年
- (3) 昭和40年代前半
- (4) 昭和40年代後半から現在まで

2. 主要金利の推移と弾力化の現状

- (1) 主要金利の変動状況

(2) 金利弾力化の現状

イ. 預金金利

ロ. 貸出金利

ハ. 公社債金利

3. 金利弾力化の要請

- (1) 弾力化を妨げた諸事情
- (2) 新しい弾力化の要請

おわりに

はじめに

経済成長の鈍化に伴う資金循環構造の変化を背景に、個人や企業の金融資産選択の多様化や国債の大量発行が進み、わが国の金融をめぐる環境が大きな変化を遂げつつある今日、金利機能の活用に向って諸金利の弾力化(注1)を一層進めるべきだという要請が各方面で強まっている。本稿では、今日に至るまでの金利弾力化の歩みを振り返ったうえ、わが国の金利弾力化の現状を概観し、最後に金利弾力化の要請が強まってきた事情を考えてみたい。

1. 金利弾力化の歴史

(1) 昭和30年代初頭まで——強力な金利規制の実施と金融政策における金利機能の活用

20年代前半は、経済復興重視の観点から産業、金融の経済全般にわたって政策運営が統制的に行われ、市場原理がほとんど顧みられなかった時代である。金融に関してみれば、臨時金利調整法と金融緊急措置令による融資準則により、各種金利は当時の資金需要の強さからみて低位の水準に固

定されていた。20年代後半に入ってから、戦後初めての本格的な金融引締めが実施され(28年)、景気調整策としての金融政策の役割が復活し、さらに、大幅な金融緩和をみた30年ごろから公定歩合を中心とする金利政策の役割が高まるなど、金融政策面で金利機能は徐々に復活してきた。

またそれまで硬直的であったその他の金利も多少変動を示すようになり、金利機能活用のため若干の制度的な工夫もこらされるようになったが、基本的には金利が低位に固定される傾向に変わりはなく、30年代初頭にみられた金利機能回復の動きは全体としてみれば極めて根の浅いものであったように思われる。以下この時期の特色を概観してみよう。

(臨時金利調整法の影響)

戦後の金利政策に大きな影響を及ぼしたのは、周知のとおり、22年12月制定の臨時金利調整法(以下「臨金法」)であった。臨金法に基づく告示は、金融機関の預金、貸出等の金利につき期間、担保の種類等に応じて細かく規制の対象としていた。臨金法は、建前としては弾力的な運用の余地(金利調整審議会が必要に応じて金利に関する具

(注1) 一般に金利の自由化とは金利の決定を資金の需給にゆだねることを意味する(ただし、その資金の需給には、当然金融政策の影響が及んでいるのであり、自由金利といえども需給を通ずる政策効果からは自由ではない)。これに対して金利の弾力化とは、金利の決定を資金の需給に完全にゆだねないまでもできるだけ均衡金利が表現するよう需給の実勢に応じて弾力的に金利を変更するようもっていくこと、と理解できよう。従って、規制下の金利が、需給による均衡金利と大きくかけ離れている場合には、いかにひんぱんに変更されていても弾力化が進んでいるといい難い。本稿では、以下金利弾力化の意味をこのようなものとして考えることとした。

申を行いうること)を残していたが、現実には、戦後復興という事情とインフレの進行などから企業の資金需要が強かったため、市中貸出金利は臨金法告示の上限にはりつく傾向をみせ、しかもこの臨金法告示の上限は企業の利子負担軽減と輸出振興を目的に逐次引下げられ、預金金利も低位に据置かれたのであった。

この間日本銀行も、統制経済とインフレーションの進行の下、金利政策の効果を十分に発揮できない環境にあったことから、公定歩合については固定的な水準に維持することとし(26年10月から30年8月まで変更なし)、市中貸出のコントロール手段としては、高率適用制度を強化し、市中金融機関に対する日銀信用供与をコントロールすることにより対処した。統制的な金利規制が緩和に向ったのは、数量景気下戦後初めての金融の大幅緩和が進みつつあった30年に入ることである。

日本銀行はこの緩和の機会を利用して、かねてより念願していた金利機能の活用を一步推し進めた。すなわち、30年8月に、①最低利子歩合適用限度額を従来より大幅に拡大した。これは、従来公定歩合に代って金利政策の主役を演じてきた高率適用制度を、本来の例外的個別的な罰則的措置に後退させたものである。一方、従来市中金利と遊離して名目的なものとしていた公定歩合を一挙に4厘上げ、おおむね当時の日本銀行の高率適用もおり込んだ貸出実効金利の水準に合わせ、以後金融の調節は公定歩合自体を弾力的に変動させることにより行うという趣旨を宣明したものである。このほか、②それまで日本銀行が呈示していたコール市場における指導レートの廃止(30年8月)や、③それまで起債市場に大きな影響力を

有していた日銀貸出の担保適格となる社債、地方債の事前指定制度(注2)の廃止(30年12月)を行った。これらの措置は市中金利が資金の需給に従って変動することをねらったものであり、日本銀行自体の金利体系の正常化と並んで金利政策の有効な運営を図ろうとするものであった。②の措置以降コールレートは他の金利に先駆けて欧米諸国並みの伸縮性を示すこととなったし、また③の措置のあと31年4月にはかねて懸案の公社債流通市場の再開(一般公募債の取引所における上場取引再開)が実現した(なお、同年7月には大幅な金融緩和から起債ゼロとなったこともあり起債懇談会は活動を停止したが、その後も発行条件は依然弾力性を欠いたまま推移したため、後にみるような量的な起債調整が復活した)。

また、政府も政府短期証券の利回り引下げ(31年4月、1銭4厘5毛、なおコール月越物1銭6厘)と同時に、日本銀行がかねて要請していた市中公募が実施されたが、その方式は引続き固定レートによるもので入札方式が実施されるには至らなかった。

一方、市中金利の動向をみると、①銀行貸出金利につき、全銀協は30年6月、銀行経営の自主性を強める観点から当局の引下げ要請を契機に、臨金法の最高限度はそのままにして並手金利の引下げを実施したが、これは以後における自主申合せ導入の萌芽ともいえるべきものであった。また、②産業界等の金利引下げに対する要請もあり、それまで全く硬直的に推移してきた社債の発行条件がひんぱんに引下げられたほか、政保債、地方債等の条件改訂が相次ぎ、長期貸出プライムレートもたて続けに引下げられたことも目立った。

しかしながら、31年後半以降景気の過熱化につ

(注2) 起債市場の再開(24年6月)以来発行条件等起債に関する一般的基本事項は起債懇談会(受託銀行、引受証券会社のほか、大蔵省、日本銀行等が参加)が決定していた。日本銀行の事前指定制度は、翌月発行の債券銘柄につき日銀貸出の担保としての適否ならびにその格付け等を決定するものであり、これにより売買市場のない公社債に資金化の道を開いたものであった。

れて外貨危機の様相が濃化、これに対処して金融引締めが実施される中で、以上のような金利弾力化への胎動もその基盤の弱さを露呈した。すなわち、①コールレート上昇に伴い政府短期証券の市中公募が有名無実化し、②全銀協の並手金利自主申合せも廃止され(32年5月)、また③公社債市場においても発行条件と市場流通利回りとの乖離を背景に起債打合せ会等を通ずる調整が再びやむをえず行われるようになるなど、全体として金利機能の活用など金融正常化の目標は十分に達成されないままであった。

(2) 昭和33～39年——貸出金利の弾力化の進展と新金融調節方式の導入

33年ごろから、いわゆる神武景気(31～32年)における経済拡大の行過ぎとその反動に対する反省をきっかけとして、金利機能の活用および政策手段の整備などのいわゆる金融正常化を図り、金融政策の景気調整機能を十分に生かそうとする気運が高まってきた。現実にも30年代は、こうした気運を受けて貸出金利について自主規制金利の全面的な導入や標準金利の採用をみるなど、間接金融の分野においてある程度金利弾力化への努力がみられた時期であった。しかし、この間公社債市場など直接金融の分野においては、公社債の流通市場を事実上欠いたままに推移し、このため起債市場も(部分的な手直しはあったにせよ)長期資金の需給が発行条件に反映することのない極めて弾力性を欠いた状態のままに推移した。公社債市場の弾力化が進展をみるには40年代以降を待たねばならない。

次に金融政策については、日本銀行の金融調節手段に従来の貸出政策のほか新たに債券売買政策

が加わった(37年の新金融調節方式)が、債券の流通市場を欠いていたため、取引先金融機関とのいわゆる理論価格による相対売買にとどまらざるをえず、金融政策における金利機能の活用もまた制約を受けざるをえなかった。もっとも、30年代には公定歩合がかなり機動的に変更され、またコールレートがこれと同方向に大幅に変動をみせており、こうした金融政策手段となる諸金利に関してはすでに弾力性が回復されつつあったといえよう(公定歩合操作については、34年12月に公定歩合引上げを行ったが、これは景気上昇の行過ぎを「未然に防止する」ため、国際収支がまだ黒字を続けている段階において実施されたものであり、公定歩合の運用は従来以上に弾力的に行われるようになったといえる)。

以上の歩みをもっとも目立った動きである市中貸出金利の弾力化を中心に、具体的に振り返ってみると次のとおりである。

(金融正常化論議の前進と標準金利導入など市中貸出金利弾力化の進展)

31～32年のいわゆる神武景気は金融正常化論議を大きく前進させるきっかけとなった。すなわち、当時の景気過熱とその反動に対して、こうした景気の激動をもたらした一つの大きな原因として、金利の景気調整機能を生かしうる態勢が十分整備されていなかった点が一般に痛感されることとなり(注3)、日本銀行および金融界に金利機能の活用と金融正常化を推進する気運が強まった。その具体的な成果は、33年以降貸出自主規制金利や標準金利を導入し、これと公定歩合との連動関係を強めるなど、貸出金利の弾力化を一步進めるかたちで実現した。

(注3) 山際日銀総裁は33年6月全国銀行大会において次のように述べている。「今日私共が取組まねばならぬ課題は、再び先般のごとき経済拡大の行過ぎを繰返さないためにはどうすればよいかという長期的な観点に立った問題でありまして、実はこれこそ正に金融正常化の問題にはかならないのであります。金融正常化の具体的目標としては、金利体系の是正と金利の弾力性回復、支払準備の充実、資本市場の拡大強化などがあげられるのでありますが、これを要するに金融正常化の眼目は金融政策の調整機能を十分に生かすための態勢を整備するというところに帰着するのであります」。

すなわち、33年6月に公定歩合が引下げられた際全銀協は、臨金法に基づく最高限度を据置いたまま貸出金利についてこれよりも低い水準の自主規制金利を設け、以降これを公定歩合と連動させることとなった。このことは、貸出金利が臨金法という法的規制によらずに変動するようになったという意味で弾力性回復を図った措置と評価できる。ただこの時の日銀再割適格商手金利といわゆる並手上限金利との幅は2厘(0.73%)しかなく、銀行が自主的に貸出金利を決定しうる幅は極めて小さかった。このほか同年9月には自主規制金利について信用度により例外として1厘高の貸出金利を適用できることとなり、ここに従来臨金法上設けられていた期間、金額による区分のほか、信用度という本来の取引条件による区分が申合わせで定められた。さらに34年3月、公定歩合引下げを契機としてこれ以降の市中貸出金利の中心となる標準金利制度が導入された。

その主要な内容を見ると、①標準金利をもって今後の金利の基準とする、②そのねらいは、標準金利と公定歩合とが相互に反映しあって金利の中心となり、これに従って金利全体が動いていくようにすることであるが、その場合公定歩合の変更に標準金利が追随することはもとより、公定歩合と無関係に標準金利が動きこれに公定歩合が追随することも考えられる、③標準金利は、適用範囲を広げる趣旨から日銀再割適格商手(公定歩合と同率、日歩1銭9厘、従来より1厘引下げ)と信用度においてこれに準ずる手形(5毛高)の2本建とする、④並手貸出金利の自主規制最高限度は運用の幅をもたせるため据置く(この結果標準金利との金利差は日歩3厘)、というものであった。この時理想とされた公定歩合に先行して標準金利が動くという姿は結局実現されず、現在に至るまで標準金利は公定歩合に連動して動いている状況であるが、これは創設来公定歩合とフィックスす

る慣行が定着し、あたかも制度化されている印象となっているのも一因とはいえ、やはり主因としては、①金融機関と企業の結びつきが強く、金利上昇期における銀行の自主的発議による変動を期待しうる環境になかったこと、②企業も参加する公開の短期金融市場等が未発達で資金需給を反映する金利が少ないため、仮に銀行が自主的に標準金利を変更しようとしても、変更の基準となるべき先行金利指標が必ずしも十分でなかったこと、などがあげられよう(ちなみに、米国では銀行がプライムレートを自主的に変更しているが、その変更の基準は関連金利、なかんずくCD、CPなどの短期金融市場金利の変化である)。

ともあれ、貸出金利は、以後自主規制金利が公定歩合との連動関係を強めたのに伴い比較的弾力的に変動するようになったが、その変動は主として自主規制金利に追随するかたちで動いたため、需給の実勢がそのまま反映されたとはいいい難く(ことに引締め期)、引続き硬直的な面を残すこととなった。貸出自主規制金利については、その後も弾力化の努力が続けられ、例えば全銀協は38年3月の自主規制金利引下げの際には、標準金利引下げの一方、並手金利については据置くこととし、金利適用の際の銀行の裁量幅を拡大(従来の日歩3厘から4厘へ拡大)した。しかし、時代環境としては、30年代後半は、池田内閣の高度成長政策の標榜(35年12月「所得倍増計画」)に加え、貿易為替自由化の進展(35年6月「貿易為替自由化計画の大綱」を公表)などが重なって、政府、産業界等全体の雰囲気として何よりも国際競争力強化の見地から金利水準の国際水準へのさや寄せが強く要請された時期であったため、貸出金利は、30年代前半に比べ低水準に推移した(36年1月の市中貸出金利の引下げに続き4月には預金金利も引下げ)。

この間、その変動の激しさが目立ったのはコー

ルレートであった。日本銀行のコール市場に対する指導の廃止以来コールレートは公定歩合を上回るのが常態化していたが、32年5月以降翌日物レートの臨金法上の規制が廃止され、自由レートとしての性格が一層明確となり、金融引締めの本格化につれ大幅に上昇した。ことに30年代後半は、日本銀行は引締めの際にコール市場の需給ひっ迫を図ってコールレートを上昇させ、これによる都市銀行の限界貸出採算を悪化させることにより、引締め効果の浸透を図り、コールレートは貸出金利の緩やかな動きと対象的に大幅な上昇をみた。

(新金融調節方式——債券売買の活発化)

すでにみたように、金融政策手段となる諸金利の弾力的な運用は他金利の歩みに比べかなり早くから志向され、その成果を上げてきたが、37年にいわゆる新金融調節方式として債券売買による金融調節方式が採用されることになって、金利機能活用環境はさらに整備されたといえる。

新金融調節方式は、37年10月公定歩合引下げ、窓口指導撤廃と同時に発足し、その内容は、①従来から懸案であった債券売買を活発にすること、②都市銀行に対し、その資金ポジションに応じた自主的な経営をさせるようにすること、などを重点とするものであった。具体的には日銀貸出について、高率適用制度を廃止し、貸出限度額制度を設けて限度額以上の日銀貸出を原則として停止する一方、いわゆる成長通貨については以後債券オペによって供給し、都市銀行のオーバーローン解消と金利体系の正常化を目指したのである。

これが導入された背景としては、35～36年の景気上昇に伴って日銀貸出が累増、37年に入ると貸出残高が銀行券発行高をも上回る時期があらわれ、オーバーローンの激化が注目を浴びるようになるとともに、それを巡る論争が活発化したこともあげられる。そうした中で注目される動きとしては、36年6月から金融制度調査会が金融正常化

の基本問題としてオーバーローンをとりあげたことである(38年5月「オーバーローンの是正に関する答申」)。その趣旨は、オーバーローンの恒常化のために、金利の資金需給調節機能が十分に発揮できず、金利政策の弾力的運営が制約されがちであると指摘することであり、こうした問題解消のために「金利の資金需給調節機能を尊重し、これを弾力的かつ機能的に運営」し、「現行の規制のあり方に問題があれば、これを改正するにやぶさかであってはならない」と強調、金利弾力化を志向する提言を行った。

このような2つの動きは、金利機能活用の見地からみて正しいヴィジョンを描いたものといえ、いずれもクレジット・ベースの再建という正常化の基礎固めを志向した点で意義が認められている。しかしながら、新金融調節方式については公社債市場が未発達なままであったため、当初は債券オペは相対売買かつ売戻し条件付、売買価格も市場価格ではなく理論価格というやや変則的な形で発足せざるをえなかったし、「オーバーローンの是正に関する答申」も国際競争力強化のための金利政策を強調している面が残っており、時代的環境は依然としてこれらを十分に生かしきれるところまで熟していなかったようにみうけられる。

(3) 昭和40年代前半——公社債市場の整備と金融効率化論議の高まり

(公社債市場の整備)

40年代前半は、公定歩合が日歩1銭5厘と30年以來の最低水準(40年6月)となる大幅な金融緩和に始まった時期であるが、この金融緩和とその中で迎えた戦後初の国債発行(41年1月)が40年代に入り公社債市場の整備と正常化を促すきっかけとなった。すなわち、第1に中小企業金融機関、農林系統金融機関等ではコールレートの低下をながめて、利回りが有利となった有価証券投資の増加に向うこととなり、これを映じて既発債利回りの

低下が進み、固定された発行条件と市中実勢金利との関係がかなり正常化することとなった(注4)(40年9月には既発債の市中利回りと新発債応募者利回りがほぼ一致するところまで低下)。第2に、このような好機をとらえて、事業債の店頭気配公表(40年8月)、上場取引の再開(41年2月。37年3月以降上場相場と店頭実勢の乖離が甚しかったため、事実上取引は停止されていた)、国債上場(41年10月)などの措置がとられ、公社債流通市場はようやくかたちを整えてきた(注5)。第3に、42年引締め期に公社債市況も軟化した。43年2～4月には既発債利回りの上昇から公社債発行条件が改訂され、ある程度さや寄せが行われており、既発債市場の動向に対応して新発債の発行条件を弾力的に改訂する動きの先駆けとなった。もっとも、これは既発債利回りや新発債応募者利回りの乖離を解消するものではなく、その後金融が引締めりの度を強めるに伴い両者の乖離はさらに広がっていった。こうした状況の下では、発行条件が起債抑制的に働かず、43年5月には、引締めとの平仄を合わせるべく事実上起債の量的調整が再開された。公社債金利の弾力化の動きも、結局引締め期に新発債の発行条件を実勢に合わせて改訂する慣行が定着しない限り、根の浅いものにとどまることを示したものとえよう。

他方、市中貸出金利については、公定歩合引下げ時に銀行の裁量幅を拡大する努力が従来同様続けられた(40年1月、標準金利連動、並手金利措置。この間の差は4厘から5厘へ拡大)。

「金融の効率化」を巡る動き

40年代前半の金利弾力化の動きは、このように公社債市場においていわばその地ならしが行われた程度にとどまったが、この間にあって金利機能

活用の必要性についての一般の認識はかなり深まったと思われる。その1つのあらわれは金融制度調査会における金融効率化の審議であった(41年6月審議開始)。調査会がこれを取りあげた背景としては、資本の自由化など経済の国際化の進展に伴い国際競争力の強化が一層必要とされたことや、金融機関の経営体質の強化の必要が強く認識されたことによる面が大きい。具体的に金利機能をとりあげたのは42年11月以降の一般民間金融機関(普通銀行、長期信用銀行、信託銀行、外国為替専門銀行)のあり方についての検討であるが、ここでは、金利機能の活用(年利建採用、公定歩合と預金金利の連動、長期金利の弾力化等)、金融機関の規模、長短金融の分離、中期金融問題、預金保険制度などが幅広くとりあげられた。金利機能の活用については、「景気変動に対して適時適切な調整効果を発揮するとともに、産業その他国民経済の需要に対し、良質な資金が適正に供給されるよう、金融政策、金融に関する諸制度および金融機関経営の改善を図ることであり、そのための基本的手段としては、特に適正な競争原理の導入と金利機能の活用が重視されるべきであると考えられる」とし、具体的には、①金利政策の企業活動に対する影響力を高める観点から、公定歩合の変動に対する金融機関の貸出金利の反応を促進するため、公定歩合の変動に対して預金特に要求払預金の金利にある程度の連動性を持たせることが適当である、②従来景気調整機能をほとんど発揮していなかった長期金利についても、経済情勢に即応して弾力化を図ることが必要であり、また、この見地から公社債市場の正常化が急務であること、などが提言された。また金利規制のあり方に関しては、「今後金融機関に適正な競争を導入する

(注4) 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になったが、このような長短金利の正常な体系が1年以上にわたって持続することは、過去の金融緩和期にはみられないことであった。

(注5) これにより日本銀行による市場価格での債券の無条件オペも実行可能となった。

という観点から、環境の整備されることに伴ってなんらかの形で金利の規制を緩和していくことが必要」と提言していた。この間、調査会での論議の進展と並行して民間でも、日本経済調査協議会「金融機構の再編整備」(43年7月)や都銀懇話会「金融制度に関する意見書」(43年12月)にみられるように、資本自由化を迎え国際競争力強化の要請がさらに強まっているとの観点から、公社債発行条件の弾力化と資本市場の育成、預金金利の段階的な弾力化(都銀懇)、銀行店舗規制の緩和など競争原理の導入をバックとする金融効率化の主張が目立った。

しかし、こうした競争原理の導入や金融効率化を巡る活発な論議にもかかわらず、40年代前半には金利弾力化について格別の成果はなく(しいてあげれば利率の年利建移行程度)、行政当局によって実際に導入された措置は、配当規制の緩和、店舗配転の自由化、統一経理基準の実施、いわゆる合併転換法の制定などにとどまった。しかしこの時期は、金利機能活用の必要性について一般の認識が深まり、次の時期における金利弾力化の地ならしを進めたという意味でやはり重要な時期であったといえよう。

(4) 昭和40年代後半から現在まで——預金金利、公社債発行条件等の弾力化

この時期になって金利弾力化は制度面、実態面ともかなりの前進をみた。後に再論するように主要な金利の変更回数はそれまでに比べ著しく多くなった。この時期の具体的な成果としては、①預金金利の弾力的な変更が行われるようになったこと、②弾力化ルールの導入をはじめ公社債発行条件の弾力化進展、の2点があげられ、ここにきて初めて、すべての金利が程度の差はあれ、その

ときどきの金融情勢ないし金融政策の方向に沿って動くようになった。

(預金金利ガイドライン方式の導入)

すでにのべたとおり金融制度調査会(42年7月中間報告「金利および金融機関の規模」)は預金金利の規制緩和と公定歩合との連動などを打出していたが、こうした状況をうけて45年4月預金金利の改訂を大蔵省告示から日本銀行のガイドライン方式に改めることとなり、同時に体系の簡素化が図られた(注6)。ガイドライン方式の大きなねらいは、預金金利について細目に至るまでの法的規制を廃止することにより、①預金金利水準の弾力的な変動を促し、これによって金利機能を一層充実しようとする事、②金融機関が預金金利の法的規制によって保護されているといった印象を払拭し、あわせて金融機関経営面における自己責任体制を促進しようとする事(効率化行政の側面)、などにあつたといえよう。もっとも、これに対しては、「告示の最高限度をあまり動かさないままガイドラインの変更のみで預金金利を弾力的に動かす」という当初に考えられていた姿が結局実現していないといった批判もみられた。しかし、法令による規制が、ガイドラインがあるとはいえ自主的に決めうる建前となったことや、「預金金利は動かない」といった考え方を打破したという意味では意義をもつものといえよう。ボーナス定期の利率(48年冬、49年夏)、インターバンク定期の利率の規制区分変更(46年11月)等がガイドラインの変更のみにより機動的に実施されたこともその成果の一つである。特に、48～49年引締め期に預金金利は48年4月、7月、10月、49年1月、9月と数度にわたって引上げられるなど弾力的に動き、これが金融機関のコストを大きく左右して、ひい

(注6) 従来預金を10種類に区分し、その各々について最高限度を定めていたのを、新しく預金の区分を「期間の定めがある預金」「当座預金」「納税準備預金」「その他の預金」の4種類という大まかなものに改め、各々について最高限度を定めることとした。もっとも、これがそのまま実施された場合、混乱を招くおそれもあり、当面の経過措置として、ガイドラインでは従来と同様の区分が維持されている。

ては市中貸出金利に大きな影響を及ぼしている。これは当時の金融引締めの有効性を高めたひとつの要因として評価できよう。

(公社債市場の動き——弾力化ルール、国際化の進展)

次に、この時期になって目立ったのは、公社債市場の弾力化であった。これもすでにみたとおり論議自体は40年代前半にかなり進んでいたのであるが、40年代後半に入り、いわゆる「弾力化ルール」が導入され(46年6月)、公社債市場の弾力化は一步前進した。すなわち、証券取引審議会では41年4月「当面の社債市場のあり方について」を答申し、その中で「流通市場で形成される価格と発行条件とが相当期間ある程度乖離した場合、これを放置することは発行市場と流通市場の有機的関連を断ち、両市場に悪影響を及ぼす結果になるので、流通市場の安定的発展を維持するためにも、今後発行条件の弾力化が漸進的に考慮されるべきこと」とした。これに対応して経団連資本対策委員会が43年11月「社債発行条件の弾力化について」をとりまとめ、論議はしだいに盛上り、弾力化の必要性が認識され出してきたのであった。こうした気運にあったところへ、46年の金融緩和期に金融機関が従来に比べきめの細かい金利裁定取引を展開、この結果、市場においては国債を除く各種債券の市場利回りが発行条件を下回るようになり、社債発行市場の急拡大を可能ならしめるに至った。このような環境好転から、証券取引審議会の意見を実行するチャンスとの判断が強まり、ここに46年6月経団連資本対策委員会では社債発行会社、受託銀行などの合意をえて「事業債発行市場の弾力化の推進について」という、いわゆる弾力化ルールを導入することとした。これは、①起債量については発行会社の希望を尊重し、極力その額の充足に努めるものとする、②発行条件については、今後金融情勢、募集環境等に応じ、現行応募者利回りの上下0.25%(47年2月

以降その時の応募者利回りの上下0.5%)の範囲内において、利率、発行価格等を適時変更しうるものとする、③年限については、当分の間7年を原則とするが、特に希望がある場合は最長10年を限度としてその多様化を図るものとする、④現行格付基準については今後必要に応じ検討するものとするが、起債単位については大型化をすすめる趣旨から弾力的に取扱うものとする、という内容であった。この事業債の発行条件弾力化は一応各界のコンセンサスとなり、預金金利の弾力化と並んで40年代の成果となった。

こうした状況をうけて応募者利回りは数次にわたり改訂をみ(46年9月、47年1月、4月、7月、9月)、また47年7月には10年もの債券が導入され(国債については47年1月)、さらに47年10月には起債市場に市場原理を働かせる余地を広げるとの趣旨から、事業債の発行格付け基準の簡素化と同時に、基準の応募者利回りに上下0.05%のワイドバンドを設けることとされた。

また、当時における時価発行増資と時価転換社債の起債の盛行も一面において発行・流通市場、あるいは株式・債券両市場の関連を強め、増資や起債が市場原理で調整される側面を強めたといえる。さらに外人投資家による対内証券投資の盛行(43年春以降)やわが国投資家の対外証券投資の自由化(47年5月に大筋において完了)、円建外債発行の積極的認可方針等も資本市場における金利弾力化を一段と前進させるインパクトとして評価できる。この間、資本市場では、公共債発行額の急テンポの増加や法人・個人の証券運用選好の影響をうけて発行市場の規模は拡大を続けており、また金融機関のポジション調整上の債券売買の増加から流通市場も目立って大規模化している。また、公社債市況(利回り)については、40年代に入り事業債(40年8月)、政保債、地方債、利付金融債(40年12月)、国債(41年5月)、特別電債(48年

1月)、円建外債(48年3月)など気配の発表が行われるものが漸次拡大してきたが、52年1月からは顧客の要請に応じて気配発表制度が大きく改正され、指標気配が原則として毎日、標準気配が週1回発表されることとなった。これにより、市場実勢に関する情報量はさらに増大した。

以上のように公社債市場はしだいに整備され、発行条件の改訂もかなりひんぱんとなったが、48～49年の引締め時には発行条件は再び流通利回りを下回る傾向をみせ、金利の需給調整機能が働かなくなったため、48年度下期から起債調整が再開された。その後両者の乖離はますます拡大し、発行条件が市場の実勢を反映しない状態が続いた。今次緩和期に入ってからは大幅な金融緩和の進展もあり、こうした乖離は再び縮小に向い、起債調整も51年5月から取りやめられている。また、52年5月、7月の国債、事業債、金融債等の一斉引下げはおおむね市場実勢を尊重して決定され、市場尊重の考え方がしだいに定着してきているよううかがわれる。

(現先市場の拡大)

企業が現先市場での運用に大きく乗出したのも40年代後半以降の著しい特徴である。46年央リーズ資金の流入等から著しく手元流動性の積上った企業は、定期預金金利との裁定関係や、政府短期証券が低金利でしかも国庫の資金繰り余裕を背景に公募がしばしば中断されたこともあって現先市

場に買い向った(現先市場残高は45年初に約4,000億円だったのが48年初には約14,000億円)。その後、48年には引締め浸透による企業の調達増から、また50年以降は資金需要低調を背景にした運用増から、取引規模は引続き急速な拡大をみており、最近ではほぼコール市場並みの残高となっている。現先レートは企業金融の繁閑、短期金融市場の動向等に応じて大幅な変動を繰返し、コールレート等と並ぶ自由レートとして無視できない存在となっている。

(市中貸出金利の弾力化)

以上のほか、市中貸出金利についても引続き弾力化への努力が重ねられた。まず、銀行の自主規制金利に関し、①「日銀再割適格商手金利」の金額区分(1件300万円超と300万円以下)の廃止(43年1月)、②標準金利のうちの「信用度において日銀再割適格商手に準ずる手形」および「並手形」の金額区分の廃止(44年9月)という微調整の段階を経て、③45年10月に標準金利の「日銀再割適格商手等信用度の高い手形の金利」への一本化が実現、同時に、④標準金利と公定歩合との間に0.25%の格差が設定された。ここに、標準金利の一本化と公定歩合との有ぎや関係を実現、また自主規制金利は体系の簡素化を実現することとなった(注7)。

その後、金融政策は46～47年の緩和のあと、48～49年の強い引締め、50年以降の緩和と、ときど

(注7) 標準金利導入時期と標準金利が一本化された時期の自主規制金利体系を比較してみると次のとおり。

	34年3月		45年10月
標準金利	①	日銀再割適格商手金利(1件300万円超)	標準金利 (① 日銀再割適格商手等信用度の高い手形の金利 ② 並手形金利 ③ 輸出前貸手形の金利(日銀再割適格) ④ (その他のもの) ⑤ 期限付輸出手形の金利(日銀再割適格) ⑥ 当座貸越金利)
	②	〃 (1件300万円以下)	
	③	信用度において日銀再割適格商手に準ずる手形の金利(1件300万円超)	
	④	〃 (1件300万円以下)	
	⑤	並手形金利(1件300万円超)	
	⑥	〃 (1件300万円以下)	
	⑦	輸出前貸手形の金利(日銀再割適格)	
	⑧	〃 (その他の手形)	
	⑨	輸入決済手形の金利	
	⑩	当座貸越金利	

きの経済情勢に対応して機動的に変更されたが、市中貸出金利は前記預金金利の弾力的変動もあって従来より追随率を高めた。今次引締め期以降の政策運営に関して注目すべきは、48～49年の激しいインフレーションの経験を踏まえて、諸外国同様マネーサプライ管理の重要性が強く認識されるようになったことである。後に述べる通り、欧米諸国の経験では金利はできる限り自由化して需給の実勢にゆだね、その金利効果を通じてマネーサプライから政策目標への効果波及を強めている。そうした観点から市中貸出金利の動きをみると、わが国でも弾力化を一段と進める条件がしだいに整いつつあることがわかる。すなわち、50年4月第1次公定歩合引下げ時に、全銀協は貸出自主規制金利を廃止した。さらに日本銀行は、52年3月の公定歩合引下げの際、それまで行ってきた金融機関に対する標準金利等短期貸出金利の同幅追随引下げの要請を行わないこととした。これは直接に金利自由化を企図したものではないが、標準金利と公定歩合との機械的連動関係を従来に比し弱めることによって公定歩合操作の一層機動的な発動が可能となった。

2. 主要金利の推移と弾力化の現状

(1) 主要金利の変動状況

以上金利弾力化の歩みを歴史的に振り返ってみたが、次に現状で金利がどの程度弾力化しているかについて、諸金利の変動状況を統計的に追うかたちで概観してみよう。

まず30年以降40年代前半までの期間についてみる。第1図にみるとおり、わが国の金利はかなり弾力的に変動する金利(公定歩合、コールレート、事業債流通利回り)と硬直性の目立つ金利(預金金利、事業債発行条件等)。なお、短期貸出金利は比

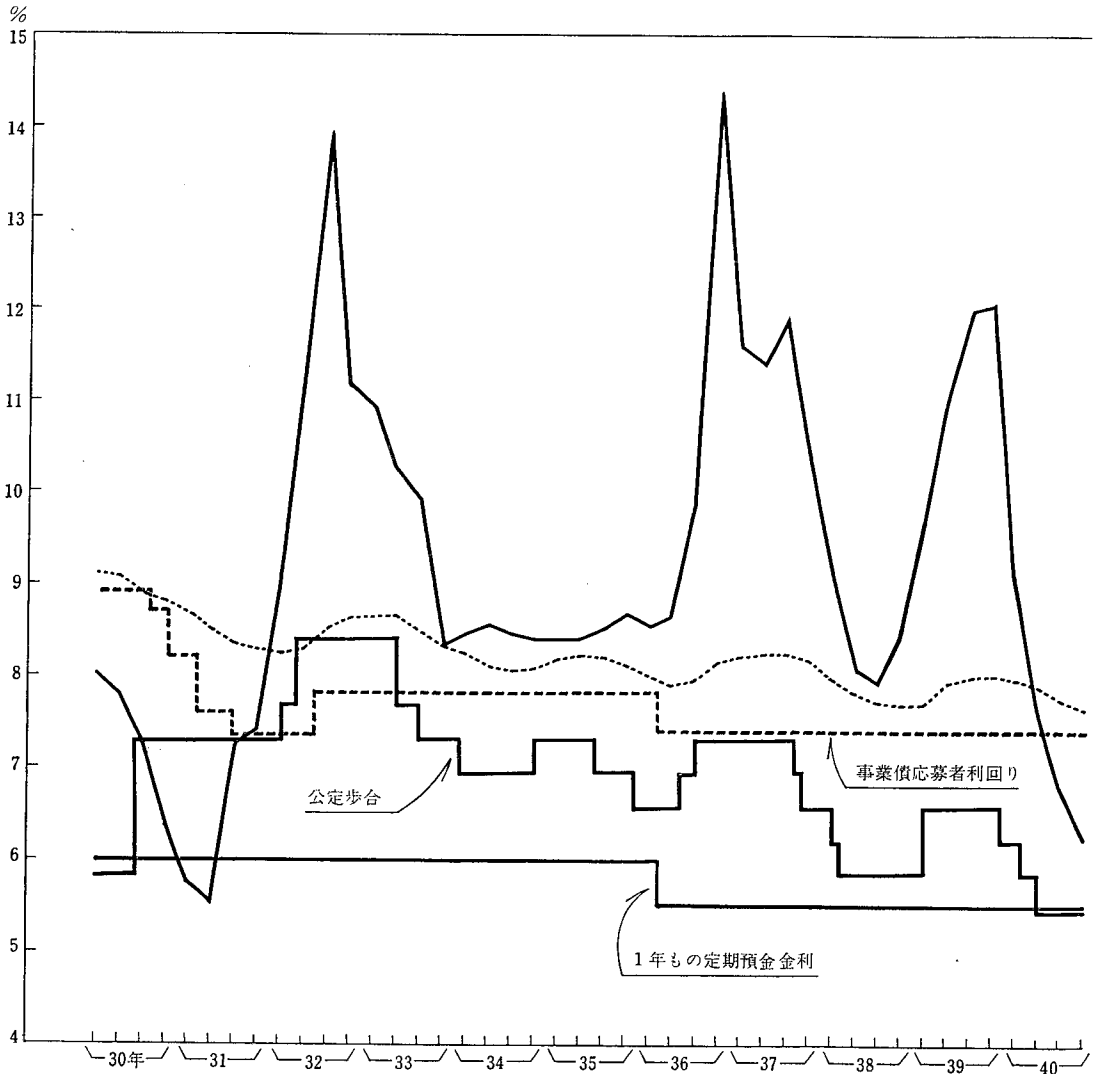
較的弾力的に変動しているものの、コールレート、事業債流通利回り等と比べると、かなり小幅の動きにとどまっている)との対照が際立っている。公定歩合は景気調整のため政策手段として日本銀行が積極的にこれを変更し、コールレート等の短期金融市場金利もこれに応じ金融市場の実勢を映じて動いたものであるが、これに対し、本来これらの金利と無関係ではありえない筈の長期貸出プライムレート、定期預金金利などは何年にもわたり全く動かぬままに推移したわけで、このように諸金利の間に裁定が働かず、相互の関係が分断された状態が続いたのがこの時期の特色であったといえる。このような特色は、諸外国と比較した場合とりわけ際立っている。欧米諸国では、金利変動幅の国際比較(第1表および第2図)にみるとおり、30年代以降今日に至るまで預貸金利、債券利回り等は、公定歩合、コールレート等とほぼ歩調をそろえた動きをみせ、変動幅にもそれほど大きな差はなく、諸金利相互間の裁定機能が働いていることをうかがわせる。

わが国の硬直的な金利が弾力的な動きをみせるのは、40年代後半に入ってからである。それまでもっとも硬直であった預金金利は、1年定期預金についてみれば30年以降15年間にわたり1回しか変更をみていなかったのに対し、45年以降現在までの7年間には9回にわたり変更されるに至った(第2表)。長期プライムレートも同じく7回から13回へ、事業債発行条件も同じく8回から18回とそれ以前に比べれば変更をみるようになり、貸出金利も40年代後半に入ってこれまでになく大幅な動きをみせるようになった(第3図参照)。こうした変化は第3表の諸金利の変動幅(変動係数^(注8))をみても同様であり、諸金利の変動幅は45年以降、それ以前に比べ格段に広がり、また公定

(注8) 変動係数 = $\frac{\text{標準偏差}}{\text{平均}}$

(第1図)

わが国の主



- (注) 1. コール・手形レートは残高による加重平均値。
 2. 事業債市場利回り、全国銀行貸出約定平均金利は月末水準の期中3ヵ月平均。
 3. その他はいずれも変更時点ごとにプロット。

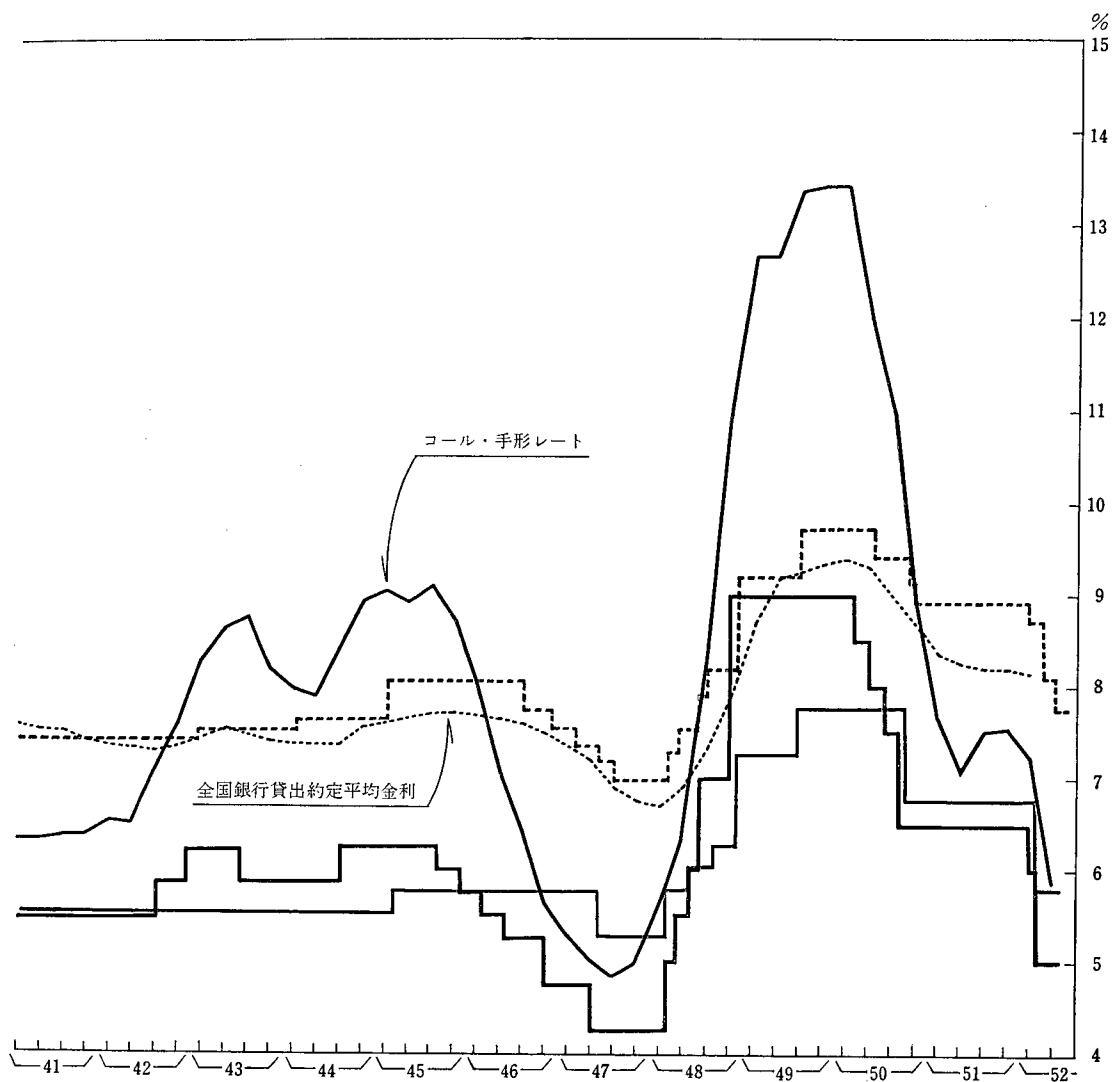
歩合、コールレートの変動幅とその他諸金利の変動幅の格差も縮小している。また、欧米諸国との比較でも変動幅はさほど変わらないところまで大きくなっている(第1表)。もっとも一方で、①公社債における新発債発行条件と既発債市場利回りについては、利回り水準、変動幅のいずれについても依然両者にかなりの開きを生じており、また②諸金利の変動が大幅になったのは、48、49年当時

の物価の大幅上昇と景気の激動による面が大きいことも考慮する必要がある。従って、45年以降の金利変動の大きさをもって直ちに金利の弾力化が進んだと即断するわけにはいかない。以下もう少し実情に即して金利弾力化の現状をみてみよう。

(2) 金利弾力化の現状

金利がどの程度弾力化しているかは、資金市場の需給で決まる均衡金利水準との関係でみるべき

要金利の推移



ものであるが、この意味でもっとも市場の需給を敏感に反映している金利はコールレート・手形売買レートなど、銀行相互間の短期金融市場の金利である。コール・手形レートについては、公定歩合や、日本銀行の金融機関に対する信用供与態度など金融政策の方針が、金融機関の現金需要に対する影響を通じて反映している。また企業など銀行以外の主体も参加している現先市場のレート、

既発債(電電債、事業債、金融債など)市場の利回りなども、コール・手形レートとの裁定で動いており、同様に均衡水準を体現しているといえよう。

これに対し、預貸金金利などいわば金融機関の対顧客金利ともいべき金利は、なんらかのかたちで金利水準そのものに対する規制が行われているほか、公社債発行条件についても硬直性が残っ

(第1表)

金利変動の国際比較(変動係数= $\frac{\text{標準偏差}}{\text{平均}}$)

1. 政策金利

		昭和30~34年	35~39年	40~44年	45~49年	(参考) 47~51年
日本	公定歩合	0.101	0.077	0.050	0.266	0.257
米国	〃	0.248	0.104	0.152	0.215	0.198
英国	〃	0.183	0.172	0.122	0.319	0.258
フランス	〃	0.215	0.065	0.320	0.282	0.247
西ドイツ	〃	0.223	0.184	0.237	0.259	0.318

2. 短期金融市場金利

日本	コール・手形加重平均レート	0.249	0.181	0.132	0.349	0.353
米国	フェデラル・ファンド・レート	0.332	0.230	0.295	0.368	0.370
英国	コールレート(翌日物)	0.251	0.213	0.143	0.307	0.315
フランス	〃	0.272	0.140	0.329	0.369	0.331
西ドイツ	〃	0.256	0.224	0.374	0.381	0.518

3. 短期貸出金利

日本	全国銀行短期貸出約定平均金利	0.039	0.032	0.026	0.159	0.167
	標準金利	0.060	0.077	0.050	0.257	0.248
米国	プライム・レート	0.134	0.035	0.197	0.288	0.265
英国	当座貸越最優遇金利	0.172	0.148	0.119	0.295	0.231
フランス	〃	0.112	0.030	0.199	0.245	0.221
西ドイツ	〃	0.099	0.078	0.090	0.170	0.206

4. 長期債利回り

日本	事業債市場利回り	—	—	0.056	0.149	0.150
	〃 応募者利回り	0.063	0.024	0.011	0.095	0.115
米国	事業債市場利回り	0.133	0.021	0.160	0.074	0.085
英国	〃 〃	0.083	0.055	0.143	0.228	0.209
フランス	〃 〃	0.091	0.026	0.069	0.132	0.132
西ドイツ	事業債市場利回り	0.093	0.036	0.073	0.136	0.130
	新発債平均利回り	n. a.	0.045	0.083	0.106	0.111

5. 預金金利

日本	1年もの定期	0	0.039	0	0.123	0.133
米国	貯蓄預金	0.086	0.136	0	0.049	0.047
	大口CD	n. a.	n. a.	0.220	0.329	0.327
英国	通知預金	0.318	0.274	0.175	0.398	0.310
フランス	定期預金(3か月)	0.032	0.138	0.161	0.185	0.313
西ドイツ	貯蓄預金(1~4年)	0.145	0.096	0.105	0.107	0.154

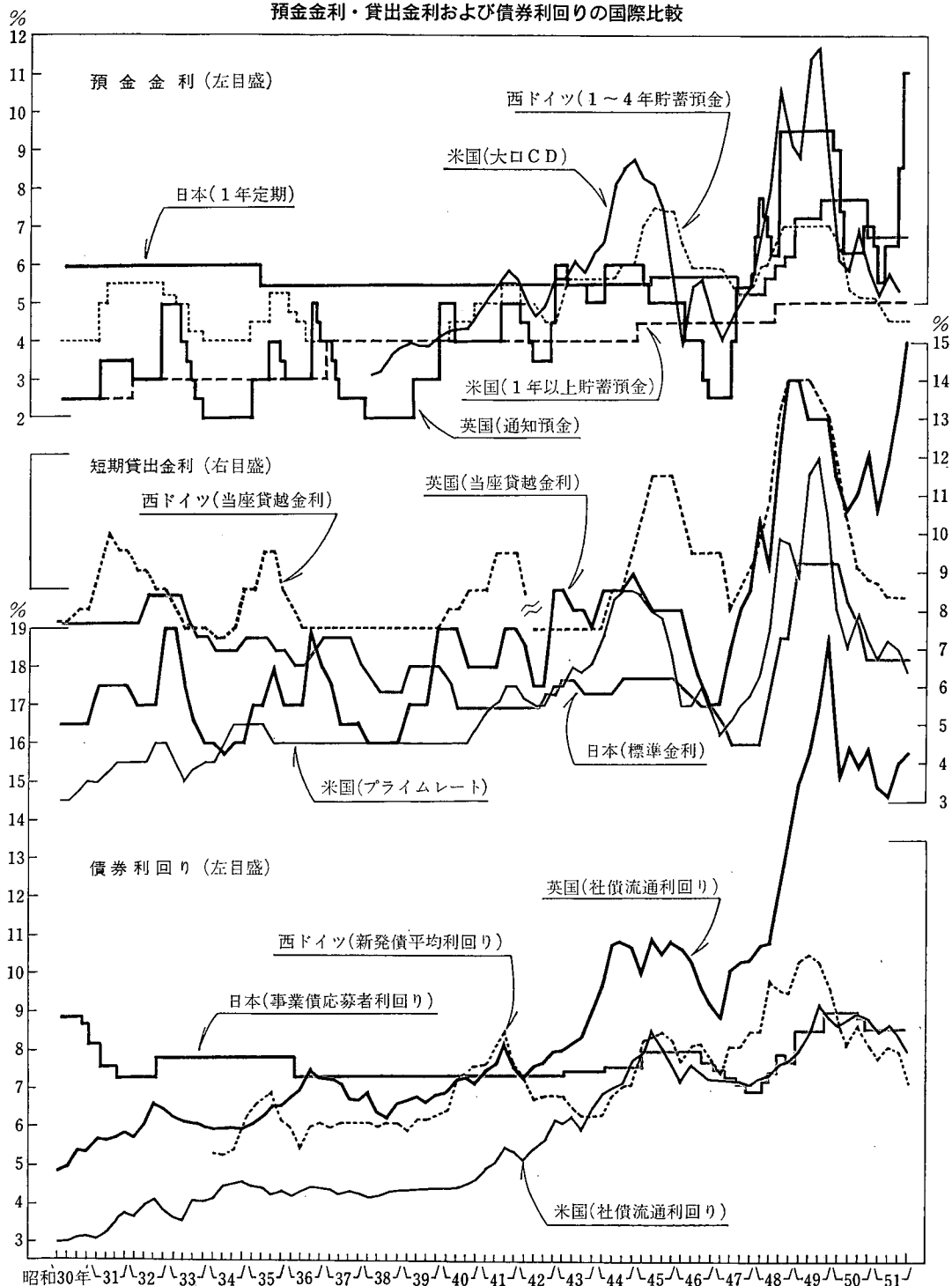
(参考)

6. 物価

日本	卸売物価指数	0.031	0.009	0.025	0.183	0.187
米国	〃	n. a.	0.003	0.034	0.147	0.159
英国	〃	n. a.	0.039	0.041	0.154	0.253
フランス	〃	n. a.	0.038	0.045	0.166	0.159
西ドイツ	生産者物価指数	n. a.	0.015	0.011	0.095	0.104

(第2図)

預金金利・貸出金利および債券利回りの国際比較



(注) 1. いずれも四半期末ベース。
 2. 西ドイツの預金・貸出金利の42年3月までは規制金利の最高限度、42年4月以降については規制金利がすべて撤廃されており適用金利の平均値。
 3. 資料は Federal Reserve Bulletin(米国)、Financial Statistics(英国)、Monthly Report of the Deutsche Bundesbank(西ドイツ)。

(第2表)

主要金利の変更回数

	30年～ 34年	35年～ 39年	40年～ 44年	45年～ 49年	50年～ 52年7月
公定歩合	7	9	7	11	6
標準金利	(注) 4	9	7	11	6
並手金利	3	8	6	11	6
長期プライム	4	1	2	9	4
預金金利 (1年定期)	0	1	0	7	2
事業債	5	1	2	12	6

(注) 標準金利導入(34年3月)前の自主規制金利の変更を含む。

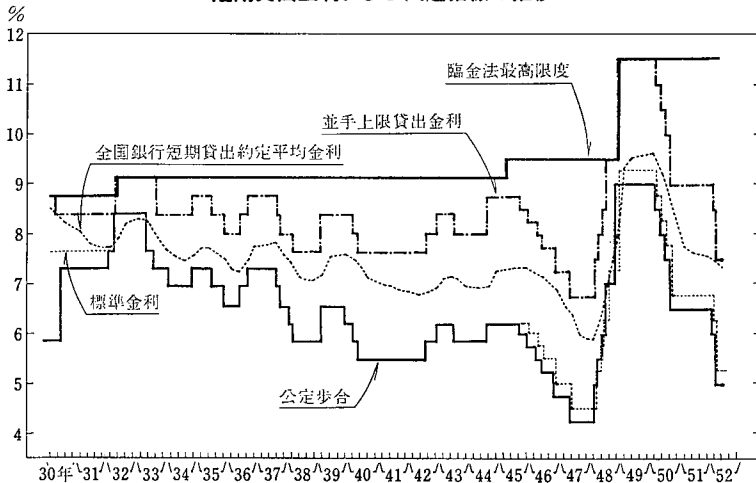
ている。ここでは、こうした諸金利(預金金利、貸出金利、公社債発行条件)について、その弾力化の現状を概観してみたい。

1. 預金金利

預金金利は45年4月、日銀ガイドラインの導入により規制が緩和されたことなどから、ある程度弾力的な変更を可能とするような土壌が整備されることとなった。預金金利は、その後48、49年に大幅な物価上昇から強い金融引締めを必要とした折に大幅な引上げが行われ、また最近では、金利全般の引下げを促進するため引下げられるなど、

(第3図)

短期貸出金利および関連指標の推移



(注) 1. 標準金利、並手上限貸出金利は50年4月以降各行の自主レート。
 2. 並手上限貸出金利は、信用度による特例分を加算済み。
 3. 標準金利は、33年5月以前は臨金法上の最優遇金利、33年6月～34年2月中は自主規制最優遇金利、32年3月～45年9月中は公定歩合と同じ。

従来に比べれば弾力的に動くようになっている。

間接金融優位のわが国では、金融債、国債等の公社債も金融機関引受に依存する面が大きく、結局企業の資金調達コストは借入、社債発行のいずれをとっても預金金利の水準に直接間接影響される面が大きい。ことに45年以降、預金金利が多少は弾力的に変更されるようになってからは、金融機関の利ざや(貸出・証券・ローン等利回り－預金・債券・借入金コスト)は人件費等の上昇もあって第4表のとおり縮小気味である。これもあって預金金利の変動が金融機関の貸出金利等に一層響くようになってきているとみられる。

このような預金金利の他金利に及ぼす影響は、貸出金利(全国銀行貸出約定平均金利)の変動についての回帰分析(第4図)からも読みとれる。すなわち、貸出金利の変動要因をみると、公定歩合との相関度は自主規制金利が公定歩合と連動していることからみて当然高いが、このほか預金金利(1年定期)もラグを伴って貸出金利にかなり大きな影響を与えている。ことに45年以降は、第5表にみるように、預金金利の貸出金利に与える影響がはっきりと看取される(注9)。

このように預金金利がその他金利に対する影響力を高めているという事実から考えると、その一層機動的弾力的な変更が可能となるよう、例えば、郵貯との関係など制度上の問題点を前向きに検討することが大切である。

一方、預金者の側からみると預金金利が硬直的であるため、より有利な金融資産を求めようとしても、①信託、金融債(新発債)などへの運用は

(第3表)

わが国の諸金利の変動状況推移

		公定歩合 商業手形歩合	短期金融市場金利 （コール・手形平均）	貸出金利				公社債関連金利						預金金利 （1年定期）	
				短期		長期		現先レート		新発債応募者利回り		既発債市場利回り			
				全国銀行標準金利	全国銀行短期貸出約定平均金利	長期信用銀行プライムレート	全国銀行長期貸出約定平均金利	3か月もの	6か月もの	長期国債	事業債(AA格)	長期国債	事業債		利付電債
30~34年	平均	7.34	8.68	7.67	7.96	9.52	9.34	—	—	—	7.95	—	—	8.96	6.00
	変動係数	0.101	0.249	0.060	0.039	0.081	0.050	—	—	—	0.063	—	—	0.117	0
35~39年	平均	6.72	9.94	6.72	7.49	8.81	8.94	—	9.96	—	7.51	—	—	10.45	5.63
	変動係数	0.077	0.181	0.077	0.032	0.022	0.012	—	0.285	—	0.024	—	—	0.162	0.039
40~44年	平均	5.77	7.48	5.77	7.01	8.33	8.42	7.24	7.49	6.84	7.46	6.99	7.88	8.47	5.50
	変動係数	0.050	0.132	0.050	0.026	0.024	0.023	0.098	0.124	0.007	0.011	0.014	0.056	0.074	0
45~49年	平均	6.21	8.33	6.42	7.36	8.47	8.34	8.60	9.17	7.20	8.03	7.54	8.26	8.87	6.03
	変動係数	0.266	0.349	0.257	0.159	0.071	0.040	0.412	0.432	0.068	0.096	0.125	0.149	0.178	0.123
(参考) 47~51年	平均	6.76	8.93	7.01	7.80	8.90	8.60	9.02	9.48	7.72	8.52	8.23	8.65	9.13	6.61
	変動係数	0.257	0.353	0.248	0.167	0.088	0.057	0.391	0.412	0.084	0.113	0.134	0.150	0.166	0.133

- (注) 1. 変動係数 = $\frac{\text{標準偏差}}{\text{平均}}$
 2. 短期貸出標準金利は、33年5月以前は臨時金利調整法上の最優遇金利、33年6月~34年2月は全国銀行自主規制最優遇金利、34年3月~50年3月は全国銀行標準金利、50年4月以降は各行の最優遇自主レート。
 3. 全国銀行短期および長期の貸出約定平均金利が四半期データであるほかはいずれも月次データによる。

(第4表)

全国銀行利ざや推移

(単位・%)

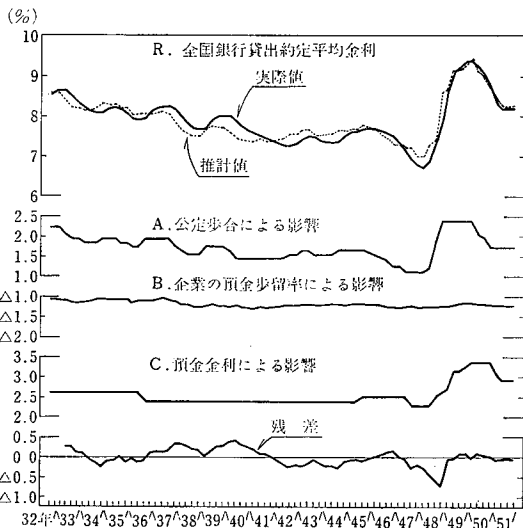
	預金・債券・借入金コスト (A)	貸出・証券・ローン等利回り (B)	利ざや (B-A)
43/上	6.64	7.55	0.91
43/下	6.47	7.43	0.96
44/上	6.56	7.46	0.90
44/下	6.53	7.62	1.09
45/上	6.64	7.74	1.10
45/下	6.59	7.72	1.13
46/上	6.47	7.62	1.15
46/下	6.35	7.43	1.08
47/上	6.26	7.11	0.85
47/下	6.03	6.85	0.82
48/上	6.36	7.16	0.80
48/下	7.23	8.14	0.91
49/上	8.27	9.15	0.88
49/下	8.66	9.28	0.62
50/上	8.52	9.00	0.48
50/下	8.03	8.41	0.38
51/上	7.80	8.13	0.33

(注) 全国銀行協会「財務諸表分析」による。

これらの金利が預貯金金利との並びも考慮して決

(第4図)

全国銀行貸出約定平均金利の変動要因分解



(注) $R = 0.5640A - 2.0525B + 0.4337C + 4.8312$
 (8.4318) (-2.1048) (9.2110) (7.1118)
 $R^2 = 0.8724$, D.W. = 0.3676, カッコ内は t 値
 R: 全国銀行貸出約定平均金利 A: 公定歩合
 B: 企業の預金歩留率 C: 1年もの定期預金金利 (1期前)

められているので、期間の長期化に伴う若干の金利差があるにすぎず、他方、②金利が弾力的に変

(第5表)

全国銀行貸出約定平均金利の変動要因(期間別)

計測 期間	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 ントソ ン比)
		公定歩 合の影 響	預金歩 留率の 影響	預金金 利の影 響		
32/Ⅲ 44/Ⅳ	全国銀行 貸出約定 平均金利	0.4063 (6.9790)	1.2431 (0.9397)	0.3050 (1.9531)	2.7889 (1.9492)	0.7858 (0.4455)
45/Ⅰ 51/Ⅳ	〃	0.1793 (5.5468)	-0.0704 (-2.3959)	0.5592 (9.1570)	7.4537 (3.7189)	0.9532 (0.7944)

- (注) 1. 預金金利は1年もの定期預金金利(1期前)。
 2. 預金歩留率 = $\frac{\text{全国銀行一般法人預金}}{\text{全国銀行一般法人向け貸出}}$
 3. カッコ内は t 値。

動している既発債への運用を考えても、既発債市場への参加は個人の場合実際問題としてかなり制約されている。従ってその他金利の預金金利への裁定的な影響はかなり遮断されているとみられ、預金者の立場からみて資産選択の多様化を可能とするような金利機能はまだ十分働いているとはいえない。この点は、欧米主要国において、預金金利以外の金利がつとに自由化され、預金金利の自由化も40年代に急速に進み、現在では英国、西ドイツですでにほぼ全面的に預金金利が自由化され、米国、フランスでも大口預金については規制が撤廃されているといった状況に比べ、その相違が目立つところである。ただ、わが国の場合、金

融制度が長短金融の分離を建前とし、各種金融機関の間の垣根がかなり高いなどの制度的な問題があるので、預金金利を直ちに全面自由化することは実際問題として難しい。従って、当面は預金金利の水準をそのときどきの金融情勢や金融政策の方針に応じて、できるだけ弾力的に動かしていくという方向で引続き努力するのが現実的であろうが、同時に預金金利の弾力化、自由化のための環境作りやその手順について検討を加えていくことも必要であろう。

ロ. 貸出金利

(イ) 短期貸出金利

わが国の短期貸出金利(期限1年未満、1件の金額百万円超)には現在臨金法により最高限度(貸付および手形の割引11.5%、当座貸越12.25%)が設けられており、銀行が実際に適用する金利はこの限度の範囲内で自主的に決めうる建前となっている。

50年4月までは、このほか全銀協が自主規制金利を公定歩合と連動するかたちで申合せ、これにより決まる並手貸出金利および標準金利の範囲内で個々の銀行は付利していたが、現在はこの申合せは廃止され、公定歩合の変更に際し日本銀行総裁が各金融機関に金融政策への協力を要請し、こ

(注9) 第5表の計測式は、全国銀行貸出約定平均金利を標準金利等を通じて関連の強い公定歩合、金融機関のコストに強く影響する預金金利、資金の需給関係を反映するとみられる預金歩留率で説明しようと試みたものである。これを見ると、44年ごろまでは預金歩留率のパラメーターの符号が想定とは逆であるうえ、預金金利のパラメーターの t 値はあまり高くないなど、上記3変数を説明要因とした回帰式はあまり有意なものとはなっていない。これに対し、45年以降についてみると、預金歩留率のパラメーターの符号条件も想定と一致しているうえ、公定歩合のほか預金金利のパラメーターの統計的有意性はかなり高く、預金金利の貸出金利に対する影響が強いことが推測される。

なお以上の分析は長期貸出金利も含んだ貸出約定平均金利全体についてみたものであるが、これを短期貸出約定平均金利に限って第5表とほぼ同様の説明変数(ここでは公定歩合の代りに、短期貸出金利を直接リードする標準金利を用いている)で説明する回帰式を45年以降について計測してみると(下記)、回帰式の説明力は一層高まっており(預金金利のパラメーターの t 値もかなり高い)、短期貸出金利に対して預金金利の影響が同様に強いことが推測される。

$$A = 0.5594B + 0.2479C - 0.0658D + 6.1894$$

$$(12.9528) \quad (3.3021) \quad (-1.8858) \quad (2.6091)$$

$$\bar{R}^2 = 0.9682 \quad D.W. = 0.8579 \quad \text{計測期間 } 45/I \sim 51/IV$$

- A : 全国銀行短期貸出約定平均金利
 B : 標準金利
 C : 1年もの定期預金金利(1期前)
 D : 預金歩留率
 カッコ内は t 値

れを受けて、自主的に上下限を決める形となっている。

短期貸出金利がどの程度貸出市場における資金需給の実勢を反映しているかについては、上記の上下限の幅が30年代以降しだいに広がり(33年当時0.73%、現在1.75%)、個々の銀行の付利の裁量幅が広がっていることなどからみて、金利はかなり競争的に形成されているとみられる。しかし、①貸出金利の上下限が依然存在し、②下限である標準金利(「信用度の特に高い手形の割引および貸付に対する金利」)については、その水準が一般に公表されていることなどから大手優良企業に一律に適用せざるをえないこと、などの事実も指摘できるところであり、需給の実勢がそのまま素直に反映しているとはいえない。この点は、すでに「イ、預金金利」の項の第4図でみたとおり、貸出金利が自主規制金利の影響を強く受けていること(注10)や、これまで貸出金利が公定歩合の引上げ、引下げに先立って自律的に上昇、下降に転じたことはほとんどなかったという事実からも推測できるところである。もっとも、今後標準金利と公定歩合との機械的な連動関係は弱まるとすれば、貸出金利が市場の需給

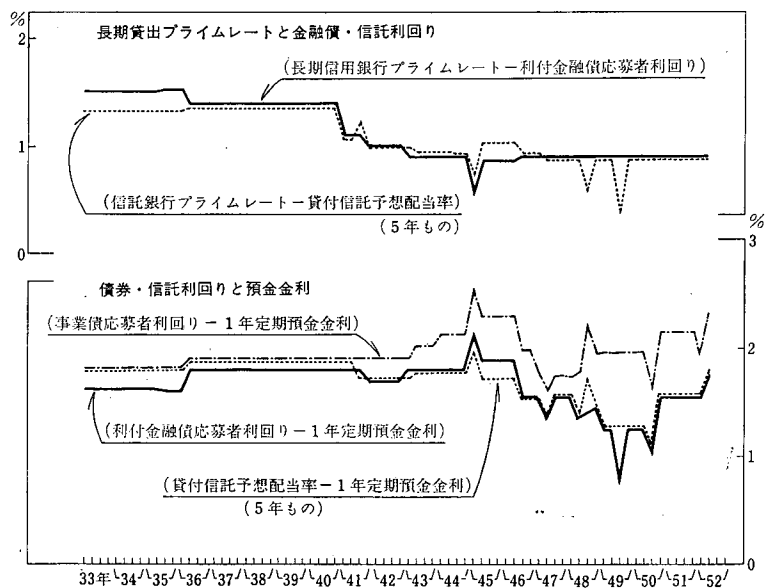
によって決まる度合は漸次大きくなる可能性もあるといえよう。

(ロ) 長期貸出金利

長期貸出金利(期限1年以上)については、臨金法等による規制はなく、金融機関が自主的に決める建前となっているが、実際には電力向け等に対する最優遇金利(長期プライムレート)が決められており、これが事実上長期信用銀行等の長期貸出金利の下限となっているほか、長期貸出金利全般についてもその水準を決める大きな要因になっている(注11)。この長期プライムレートの決定に当たっては、利付金融債利回り、貸付信託予想配当率など長期資金調達コストとの比較で決まる面が大

(第5図)

長期貸出プライムレート、債券・信託利回りおよび預金金利の関係



(注) いずれも四半期末ベース。

(注10) 市中貸出金利が金利規制の影響を強く受けており、市場の需給を完全に調整しないままに決定されている可能性を指摘した分析として、浜田・石山・岩田の都地銀貸出金利の分析(昭51.3「わが国の貸出市場構造」)があり、ここでは、市中貸出金利の分布は都地銀とも自主規制金利の上限の近くと下限(標準金利)の近くとにヤマを持つ二ヤマの分布パターンを描くことなどが示されている。

(注11) 長期貸出金利(全国銀行)を長期プライムレートのみによって説明する回帰方程式の決定係数は0.761とかなり高い。

$$A = 0.7049B + 2.5352$$

$$(15.8938) \quad (6.5383)$$

$$\bar{R}^2 = 0.7611 \quad D.W. = 0.1770$$

カッコ内は t 値

計測期間：32/I ~ 51/IV

A：全国銀行長期貸出約定平均金利

B：長期プライムレート(8四半期間平均値)

大きく、長期プライムレートもまた預金金利の水準に制約されている面が大きいといえよう(第5図にみるとおり、長期プライムレートなどと利付金融債利回りと信託配当率との開き、およびこれらと預金金利との開きはそれぞれ長期的にかなり安定している(注12))。

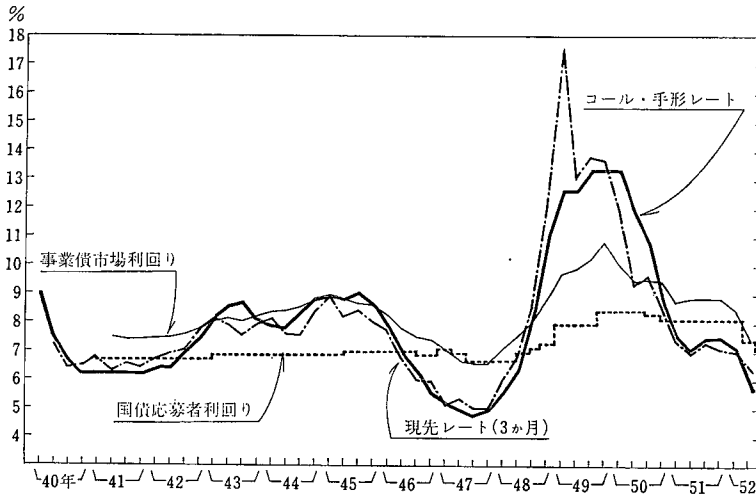
ハ. 公社債金利

(イ) 既発債市場利回り

事業債、利付金融債などの既発債市場利回りは、第6図にみるとおり、変動幅に差はあるもののコールレート等金融市場の実勢とほぼ歩調を合わせて弾力的に動いており、その実態からみてもその利回りは公社債市場における需給の実勢を反映しているとみてよい。ただ、①流通市場の参加者は金融機関が主体であり(しかも都市銀行と農林系統金融機関がそれぞれ一方的に売り手と買い手

(第6図)

既発債市場利回りおよび関連指標の推移



- (注) 1. コール・手形レートは残高による加重平均値。
2. 債券市場利回りおよび現先レートは月末水準の期中3ヵ月平均。

として現れる一方通行的な取引が多い)、相場が金融機関の資金繰りなどで大きく振れやすい、②個人の市場参加については、取引単位が大きいことや、中途換金が実際上難しいことなどの制約があって預金、株式などその他の資金市場との金利裁定機能が十分に働いていない可能性があり、市場は必ずしもオープンとはいえない、③国債の市場利回りは47年以降かなり弾力的に動くようになったものの、債券売買高に占める国債の比重は小さく、その流動性も高いとはいえない、などの問題を残している。今後国債等公共債の大量発行を控えてその円滑な消化が要請されている折から、流通市場の拡充整備が一層望まれよう。また、すでにみたとおり個人の流通市場参加の障壁が高いことが個人の金融資産の運用の範囲を狭めている事実にかんがみ、個人の流通市場での債券購入および売却の道を一層広げる方策を検討することも必要であろう。

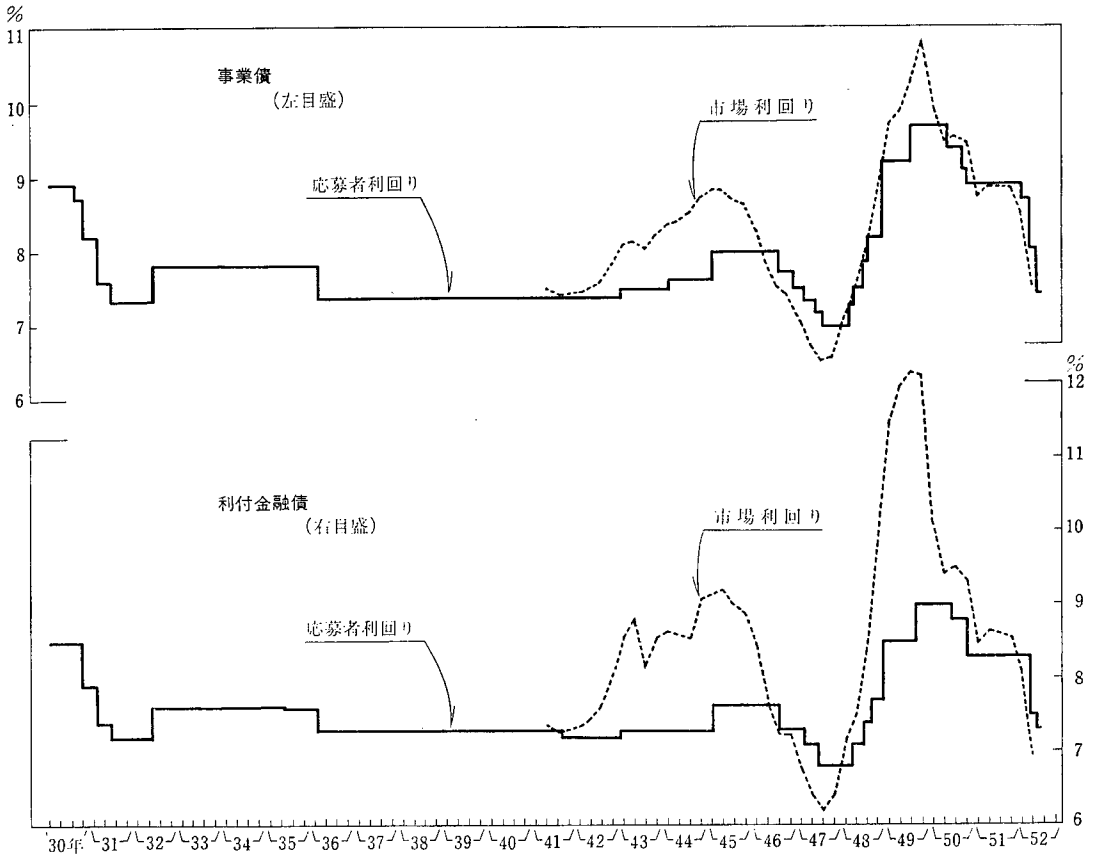
(ロ) 新発債の発行条件(応募者利回り)

わが国の公社債金利の特色として、従来から新発債の発行条件と既発債の市場利回りとがほとんど常に乖離していること、なかでも金融引締め期に大きく乖離する点が指摘され(第7図)、これが諸金利の弾力化を妨げる大きな原因の一つとされてきた。本来債券発行市場が長期資金の需給

(注12) 第5図をやや詳しくみると、まず長期信用銀行、信託銀行の長期プライムレートと、その調達コストに強く影響する利付金融債応募者利回り、貸付信託予想配当率との幅はここ10年来1%弱で安定的に推移しており、図に散見される多少の変動も改訂時期のずれによる一時的なものにとどまっていることがわかる。一方債券応募者利回り、貸付信託予想配当率と預金金利との幅も、長期的にみると2%内外のレベルではほぼ安定している(49年9月での金融債と預金金利との幅拡大も改訂時期のずれによる一時的なもの)。なお、今回金融引締め期にその幅は縮小したが、これはこれまでになく強い引締めが行われ、短期金利の大幅かつ急ピッチの上昇をみたことによるものとみることができよう。

(第7図)

新発債発行条件と既発債市場利回り



実勢を反映するならば、債券の既発債利回りすなわち新発債の応募者利回りとなるべきものであり、事実欧米諸国では新発債の発行条件は市場利回りの変動に応じて改訂され、発行市場と流通市場とは区別して意識されていないのが実情である。わが国における乖離現象は、少なくとも従来、わが国の債券発行条件が資金市場の需給を反映して決定されたといひ難かったことを示しているといえよう。

主として金融引締め期に流通利回りと発行条件との乖離が生じた背景としては、預貯金金利がすでにみたとおりなお硬直性を残しているため、利付金融債など預貯金金利等との関係を無視して決めるわけにいかない債券の発行条件は、預貯金金利の動きによって制約を受けざるをえないことが

あげられるが、このような環境下、金融引締め期に金融政策としての斉合性を保つために、起債調整による量的調整が行われざるをえなかった。

しかし、本年の5月、7月と2回にわたる長期金利引下げにみられるとおり、ここ数年債券の発行条件は流通市場の実勢を尊重してひんぱんに改定されている。また、このところ関係者の間には国債の大量発行などによる債券市場の大きな環境変化を迎えて発行条件弾力化に真剣に取組む気運が盛上り、債券の発行条件の弾力化への動きは少しずつ前進しているようにうかがわれる。ただ、かつて乖離をもたらした諸事情は現在もまだ解消したとはいえない状況にあるので、最近の弾力化の気運が本当に結実すると判断するのは大幅な金融緩和期である現時点ではまだ時期尚早といえ、

むしろ今後の関係者の努力にまつところが大きいといわねばならない。

3. 金利弾力化の要請

(1) 弾力化を妨げた諸事情

以上、歴史的、統計的に検討したように、わが国の金利については、つとにその硬直性が問題とされ、すでに30年代から金利弾力化の必要性が繰返し主張されてきた。40年代に入ってから金融面の国際化の進展、国債の発行などを契機に金利機能活用について論議が高まり、現実の動きの中にも40年代後半には預金金利、長期貸出金利の改訂ひん度の増加、公社債発行条件の弾力的改訂など徐々に改善に向って進みはじめたことはすでにみたとおりである。金融政策においてはすでに30年代初頭から公定歩合が弾力的に変更されるようになり、金利政策がその役割を高めつつあったが、40年代後半以降預金金利などの硬直性が徐々に改められることにより、金利政策弾力化の努力は徐々に進んでいる。

しかし、このような幾多の成果にもかかわらず、わが国の金利の現状は依然多くの面で硬直性を残している。諸金利がほぼ全面的に自由化されている欧米諸国と比べた場合、なんらかの規制の下におかれ資金需給の実勢がそのまま反映されていない金利の多いのが目立ち、また従来金融引締め期に需給の実勢と乖離した金利水準を常に生ぜしめてきた制度上、慣行上の諸要因も依然残っている。しかし、これまで金利弾力化、自由化の主張が繰返し行われてきたにもかかわらず、このように依然硬直性を残していることについては、それなりの歴史的な事情があった。すなわち、戦後、わが国の経済は民間設備投資を中心に高度成長を続けてきたが、その過程において法人部門では巨額の資金不足を生じ、膨大な資金需要がみられた。この巨額の資金需要の抑制を金利の調整機

能にのみゆだねた場合には金利は高騰し、産業の国際競争力を阻害するおそれ大きいという判断があったため、資金需要の調整は貸出等の量的規制により行くとともに金利は均衡金利を下回る水準にとどめる形となった。わが国の高度成長がこれによりある程度支持され、国民に多くの果実をもたらされた面を否定することはできないし、また金融政策の面でも企業の借入依存度が高い状況の下で日本銀行による銀行貸出の量的調整が有効に働き、金融引締め効果はかなり有効に作用した。いわば、金利の人為的規制は高度成長期にあって多くの欠点をもちつつも、それなりの歴史的使命を果たしたものと評価することができよう。金利弾力化の主張が現実には大きな力とならなかったのも、こうしたメリットのかげにかくれ、金利弾力化の主張に緊要性と説得力が乏しかったことによる面も否めない。

(2) 新しい弾力化の要請

しかし、このような金利規制を支えてきた諸事情は、石油危機後わが国経済が低成長への移行を余儀なくされたのに伴い、今や大きく変化しつつあり、このところ各方面から金利弾力化の必要が従来になく現実味と切実さを帯びて主張されている。

以下、現在金利弾力化が必要とされている諸事情ないしその理由について検討してみよう。

(金融政策の有効性)

金利弾力化が必要とされる第1の理由は、今後とも金融政策の有効性を確保し、景気の安定を図る上で金利機能の活用が一層重要になるという点である。わが国経済は資源や環境の制約下今後成長率が低下し、これに伴いGNP中の民間設備投資の比重低下が予想されるが、こうした環境の下で、企業の借入依存度は低下し、法人部門は相対的に借り手としてのウエイトが低下するものと考えられる。また企業の流動性保有形態も預金のほ

か有価証券の割合を高めるものと思われる。従って窓口指導のような貸出に対する量的な規制のみでは企業の投資活動のコントロールが不十分かつ手遅れとなるおそれが高く、今後は借入金利や起債条件のコスト効果を通じて、企業の投資活動に影響を及ぼすことが重要になってくる。同時に内部留保などによる金融資産の蓄積が大きく、外部資金調達が必要がほとんどない企業については、その金融資産の運用利回り(投資の機会費用)を金利政策を通じて変動させ、間接的に投資態度を左右することも必要となろう。

また、法人部門の比重低下に対し、個人部門や、公共部門の投資(住宅投資、公共投資)の比重は増大しようが、金利のコスト効果はこれらの投資にも程度の差はあれ効果をもつものと思われる。住宅ローン金利、公社、公団、地方債発行金利の高水準を嫌って住宅ローンの借入を遅らせ、あるいは公社・公団・地方公共団体の財政支出を繰延べるなど、景気過熱を防ぐために場合によってはこうしたかたちでこれらの投資に影響を及ぼす必要も生じよう。

金融政策の運営に当っては、今後マネーサプライの適切なコントロールが重要となるが、これと金利機能との関連についていえば、マネーサプライ重視は金利機能の重要性低下を意味するものではない。第1にマネーサプライの重視は、政策的に妥当と思われるマネーサプライの下で金利の資源配分機能と支出活動への影響を十分発揮させることを意味する。第2にマネーサプライコントロールの実効を挙げる手段としても一層金利機能の活用が重要なのである。金融制度面での制約などから直ちに全面的な金利自由化が難しいわが国では、窓口指導などの量的調整によるマネーサプライコントロールが金融政策の効果を補強するために今後も活用されることがあろうが、その場合でも、金利を無視して量的調整を行えば、金利機能

を十分働かせる場合に比べ、コントローラビリティーが落ちるうえ、政策目標に対する金利のコスト効果が不十分となり、資金需要の調整や政策効果の実現に手間どることとなる。

(対外的な側面)

金利機能の活用が望まれる第2の理由は、対外的な側面である。わが国の国際収支構造は40年代に入って資本輸出型に転じており、今後も資源確保のための開発輸入の促進や後進国援助などのため資本輸出を促進する必要がある。金利機能が正常にワークする資本市場を確立することは、この面からもますます要請されよう。わが国の為替管理の自由化はこのところ着実に進み、金融市場、資本市場の国際化はさらに進展するものと考えられるが、これにより内外資本の流出入は内外金利差や為替相場の動向を一層敏感に反映して動くこととなろう。こうした環境下、資本の流出入を円滑にコントロールするとともに、内外金利の動きから受ける国内経済や金融市場へのかく乱的影響をできるだけ小さくするためには、国内金利が全体として弾力的、機動的に動くような環境を整えておく必要がある。

(資金の適正配分)

金利弾力化が望ましい第3の理由は、資金ないし資源の適正配分の見地に立つものである。金融取引の中には相対取引の性格が強いものもあり、また取引関係者の情報量に大きな差がある取引(例えば金融機関対個人)もあるうえ、理論的に考えても将来に関する不確実性が介在する以上、金利を自由化しても常に資金の最適配分が行われるとは限らないが、金利を規制することに比べれば、金利機能が十分働くように金融組織を整備した方が、資源の適正配分に近づくことは言をまたない。今後GNP中の貯蓄投資をバランスさせる過程で、投資超過(資金不足)の主体は企業のみならず、中央、地方の公共部門、個人部門、海外部

門と多様化し、他方貯蓄超過(資金余剰)の主体の金融資産選択も一段と多様化が進むので、資金と資源の適正配分を図る上で金利の果すべき機能は一段と重要になろう。

(公共債の大量発行)

第4にそうした中で公共部門の資金調達が円滑に遅滞なく行われるようにするため、金利の資金配分機能をフルに活用することが必要となろう。公共部門の資金調達に際し、金利機能を活用せず調達金利を低位に固定したまま金融機関に対して資金を割当てさせるといったやり方をすると、大量発行の下では金融機関の収益圧迫が一段と大きくなろう。その結果、金融機関は預金金利の引下げまたは貸出金利の引上げを余儀なくされるか、あるいは収益を確保するために過度の量的拡大に走りがちとなる。このようにして低金利の負担が預金者や貸出先に転嫁されたり、あるいは不健全な貸出競争を誘発することは経済全体の立場からみて望しくないことはいままでもない。これに対して債券市場の実勢に即し必要なら高い利子を払ってでも資金を調達する慣行を定着させるならば、公共債の市場性(マーケットビリティ)に対する信頼感と保有意欲の向上を促し、経済全体の立場からみて必要な公共部門の資金調達が円滑に行われることとなろう。

なお、公共債についてはその利子負担最小の努力が要請されることは当然であるが、これは、例

えば金融緩和期には長期債を、引締め期には中・短期債をそれぞれ発行するといった、いわゆる期間多様化を中心とする国債管理政策の運用によって達成するのが本筋であろう。

おわりに

わが国の金利弾力化は、以上のとおり徐々にではあるが着実に進んでいる。しかし、現状をみると、資金の流れの中でとりわけ大きな比重を占める預金金利が依然としてプライスメカニズムの及びにくい状態にあるほか公社債の発行条件についても硬直性が残っており、これが金利体系全般のスムーズな変動と弾力化を制約していることも否めない。このところ公社債の発行条件は市場の実勢を反映して比較的弾力的に変更されているが、これもたまたま現在の金融緩和に助けられて実現している面が大きい。これまでもわが国の金利弾力化は常に金融緩和の時期に、金融緩和を一つのきっかけとして進展してきたことはすでにみたとおりである。今回もこの金融緩和のチャンスを十分に生かして金利の弾力化を着実に推し進め、さらに将来の自由化を展望することが大切であるが、今回は国債等公共債の大量発行が今後も予想されるため、いわば引返しのできない状況にあり、金融の繁閑にかかわらず常に金利機能を活用し、公共債の円滑な消化、流通を図る方策の検討を進めることが肝要である。