

## 最近の金利変動の特色について

### 〔要 旨〕

1. 今回の金融引締め期を中心に、最近のわが国市中金利の変動状況を見ると、金利自由化・弾力化の進展、国債の大量発行、企業需資の落ち着き等を背景として、いくつかの特色がうかがわれる。

まず、短期金融市場においては、53年以降、コール・手形売買レートが漸次自由化されたほか、金融機関の現先取引規制の緩和や自由金利のCD(譲渡性預金)創設など、インターバンク市場および企業等も参加するオープン・マーケットの双方において取引と金利の自由化・弾力化が進展をみた。この結果、市場参加者の多様なニーズに応じた自由な金利形成が促進されるとともに、市場相互間の金利裁定が活発化し、金利の波及が円滑化するようになってきた。もっとも、オープン・マーケットの中核である現先市場については、実際上証券会社が長期債保有をファイナンスする場合もあるため、現先レートが長期債市場動向の影響を受けやすいという問題があり、CDについても、期間の制約等から手形レートとの裁定が働きにくい場合もないではない。これらの点を踏まえながら、今後とも短期金融市場全般の改善をすすめていく必要がある。

2. 長期債については、52年以降、金融機関に対する国債売却制限の緩和、日本銀行債券オペレーションについての公募入札方式採用といった諸措置が講じられ、これらを契機に債券市場は厚味を増してきた。

そうしたなかで、今回引締め期間中、長期債流通利回りは大幅に上昇したが、これには、①国債発行規模が巨額にのぼり、かつその期間構成が長期に偏しているため、長期債の需給が著しくアンバランスになったこと、②わが国の長期債市場においては、最終的な売り手・買い手とも、短期金融を主たる業務とする金融機関が中心になっているため、当面のクーポン収入の多寡を重視する傾向(いわゆる「直利指向」)が強く、これが引締め局面で最終利回りを押上げる面があったこと、などが影響しているとみられる。

なお、流通利回りの上昇は、国債等の発行条件の弾力化や既存の金利体系の是正を促したが、長期債金利のあり方については、今後ともこうした市場実勢尊重の方向で検討を加えていくべきであろう。

3. 貸出金利も今回引締め期間中、大幅な上昇を示した。これには公定歩合に連動して変更されるプライム・レート、準プライム・レートの適用貸出のウエイトが高まったという、いわば制度的要因が大きく響いており、これら以外の「その他」貸出の金利はコスト上昇を十分カバーするほどには上昇しなかった。しかし、金融機関の収益構造をみると、近年利ざやの縮小が目立ち、この面からみる限り、今後は限界的な資金調達コストの変動に対応して貸出金利の調整を図っていく要請が強まっているように思われる。

なお、今次引締め期に貸出金利が大幅に上昇した結果、これから物価上昇率を差引いた「実質金利」は比較的小幅の低下にとどまり、これは原油価格高騰下において企業の投機的な在庫増し等を抑制する効果が少なくなかったと考えられる。

## 〔目 次〕

はじめに

## 1. 短期金融市場の金利変動

(短期金融市場の自由化措置)

(短期金融市場の多様化)

(市場相互間の金利裁定活発化)

(期間別金利格差の弾力的変動)

## 2. 長期債利回り変動の特色

(1) 長期債市場における金利弾力化措置

(2) 長期債利回りの上昇とその背景

(長期債利回り変動の国際比較)

(国債大量発行の影響)

(いわゆる「直利指向」の影響)

(3) 流通利回り上昇の影響

## 3. 貸出金利の変動と企業行動への影響

(貸出金利の大幅上昇とその背景)

(金融機関収益構造の変化)

(貸出実効金利と企業行動への影響)

## はじめに

日本銀行は、物価情勢の悪化に対処して、昨年4月以降本年3月までに公定歩合を5回にわたり通計5.5%引上げ、金融引締めを強化したが、本年8月にはこれを0.75%引下げ、本格的引締めを終止符を打った。

今回の引締めは、諸金利が変動する環境ないしはわく組みが従来と大きく変化したなかで行われた。こうした環境変化の主なものとしては、いわゆる金利自由化・弾力化の進展、国債の大量発行とその残高の累増、企業金融における裕りの残存などを挙げる事ができる。その結果、今回引締め期における金利の変動にもいくつかの特色がみられた。本稿は、主として引締め期間中に焦点をあてて、市中金利変動の特色とその背景をレビューしたものである。

## 1. 短期金融市場の金利変動

(短期金融市場の自由化措置)

短期金融市場においては、昭和52年以降インターバンク市場(コール・手形売買市場)とオープン・マーケット(現先・CD市場)の双方において取引とレートが自由化がすすみ、これが金利形成のあり方に大きな影響を与えているので、はじめ

にこれら自由化措置を簡単に振り返っておこう。

まず、コール・手形売買レートについては、従来からわが国の代表的な短期金利として、資金の需給や金融政策のスタンスを反映して大幅な変動を示してきた。しかし、金利形成のあり方を仔細にみると、大手取り手である都市銀行と大手出し手筋(農林系統金融機関等)との間のコンセンサスを前提とした建値方式がとられていたため、需給の状況がレート面に肌目細かく反映されないきらいがあり、このため、市場の需給や市場参加者の金利予想が急速に変化するようなときには、建値の変更が市場の実勢に追従しきれず、時として市場の出合いがつかなくなるといった事態もみられた。

こうした背景の下に、コール・手形売買市場の自由化が図られることとなったが、急速な自由化に伴う混乱を避けるため、建値によらない「自由レート」の適用範囲を段階的に拡げるとともに、「期間の多様化」をはかるといった漸進的な方針がとられた。まずコール市場においては、53年6月以降コール・レートの建値が従来より頻繁に変更されるようになったのを手始めに、53年10月には自由レートの7日物コールが創設され、さらに54年4月には7日以内の期日物コールの期間多様化と同時にコール・レートの建値が全廃された。

一方、手形売買市場においても、53年6月に買入手形の中途転売を認めてそのレートを自由化することから始まり、53年11月には自由レートの1か月手形の創設と3、4山越手形レートの自由化がはかられ、次いで54年10月、最後に残った2山越手形レートの建値が廃止され、ここにおいてコール・手形売買市場の金利自由化は完成をみた。

次に短期のオープン・マーケットについてみると、現先市場は、主として法人企業等の余資融通の場として成長を続け、自由な金利形成が行われてきたが、都市銀行等金融機関の委託売現先に制限が課せられていたこともあって、コール・手形等インターバンク市場との間で十分な金利裁定が働かなかった。しかし、54年以降、金融機関の現先による資金調達制限が段階的に緩和され、インターバンク市場との間に自由な金利裁定のパイプが拡大されるようになった。また、54年5月には、自由金利によるCD(譲渡性預金)<sup>(注1)</sup>が創設されたが、CDは金融機関と企業等ノンバンク部門との取引に直接自由レートを適用する商品として画期的なものであった。これにより、インターバンク市場で形成される金利の一般金融市場への速やかな波及が大きく促進されるようになった。

なお、海外からの資本流入促進を主たるねらいとして、54年5月には非居住者の現先取引が解禁されたほか、55年3月には非居住者自由円預金の金利が一部(公的当局からの受入分)自由化された。

#### (短期金融市場の多様化)

以上のような金利自由化措置に伴い、短期金融市場における資金の流れは著しく多様化している。これをまず各市場の規模という点からみると(第1表)、現先市場は、企業余資の増加や証券会

社の自己現先売り増加(債券売買市場<無条件>の拡大に伴う手持債券の増加が背景)などから、50年代に入り大幅な拡大をたどってきたが、これに昨年からは金融機関の委託売現売りの増加が加わり、55年6月末の市場残高は4.7兆円と手形売買市場(同5.5兆円)に匹敵する規模となっている。さらにCD市場も、企業や地方公共団体の余資運用の場として急成長をとげ、55年6月末残高は3.0兆円とコール市場(2.5兆円)を上回った。

こうした状況を、市場参加者側における資金運用・調達の変化という観点からみたのが第1図である。これは、わが国金融市場における代表的な資金運用・調達主体である都市銀行、農林系統金融機関、法人企業をとり、その1年間の運用・調達額を图示したものである。これをみると、都市銀行、農林系統の金融機関相互間においては、都市銀行が証券会社に売却した債券を農林系統が買うという資金の流れが大幅なものとなっている一方、農林系統金融機関のコール・手形運用額の減少が著しく、従来両者間の主要な資金のパイプで

(第1表)

#### 金融市場の規模

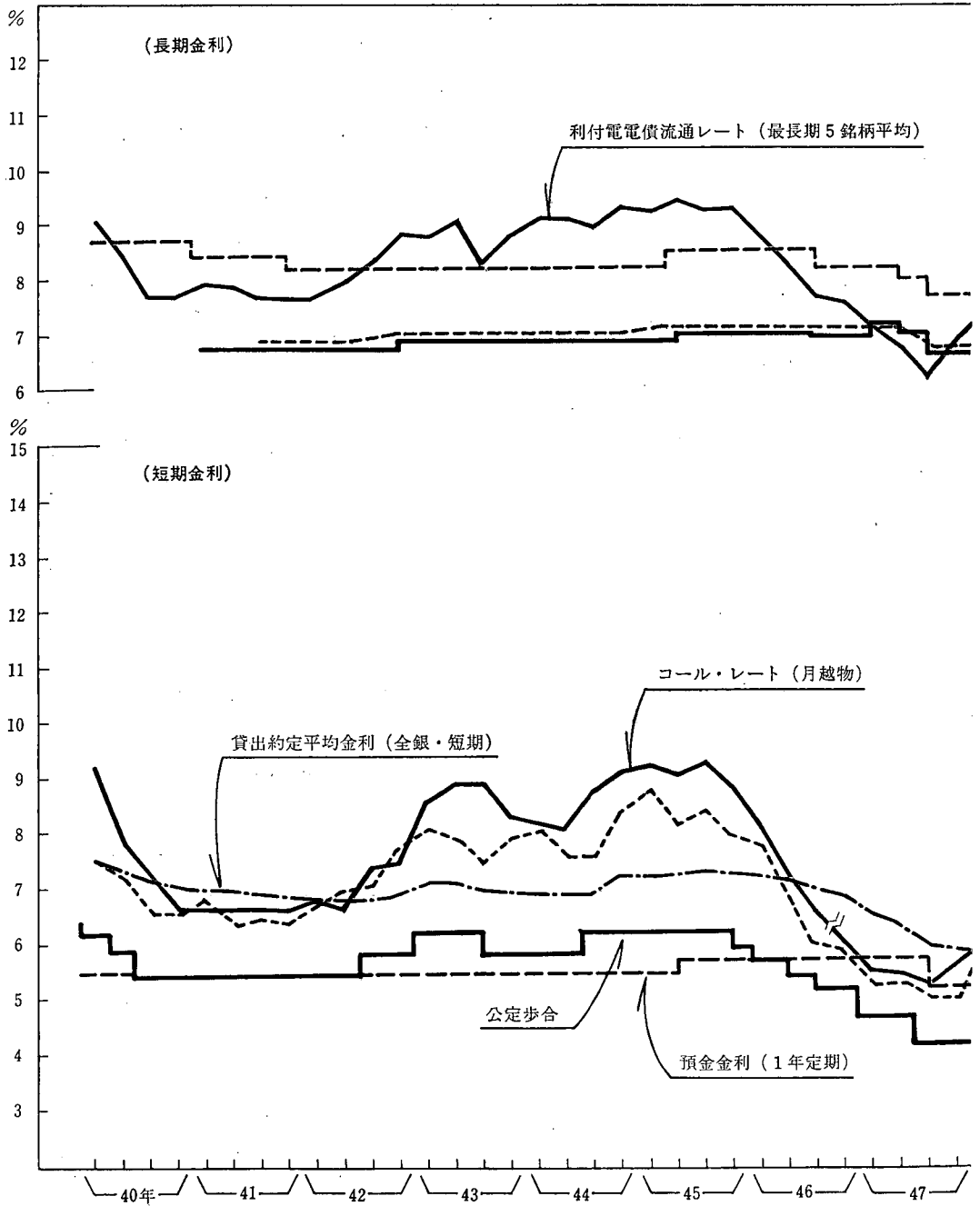
(単位：兆円)

	市場残高(年末)				債券売買高 <無条件> (年中)
	コール	手形	現先	CD	
49年	2.2	5.2	1.7	—	7.2
50	2.3	4.4	1.8	—	12.2
51	2.6	5.1	2.1	—	14.9
52	2.6	6.1	3.1	—	26.0
53	2.3	6.6	4.2	—	44.4
54	3.5	6.3	4.0	1.8	43.9
55/6月	2.5	5.5	4.7	3.0	1~6月中 59.7

- (注) 1. 現先残高は証券会社全社ベース。  
2. 債券売買高は証券会社主要15社の売・買の平均。  
3. なお、54年中の条件付(現先)債券売買高は57.9兆円(売買の平均)。

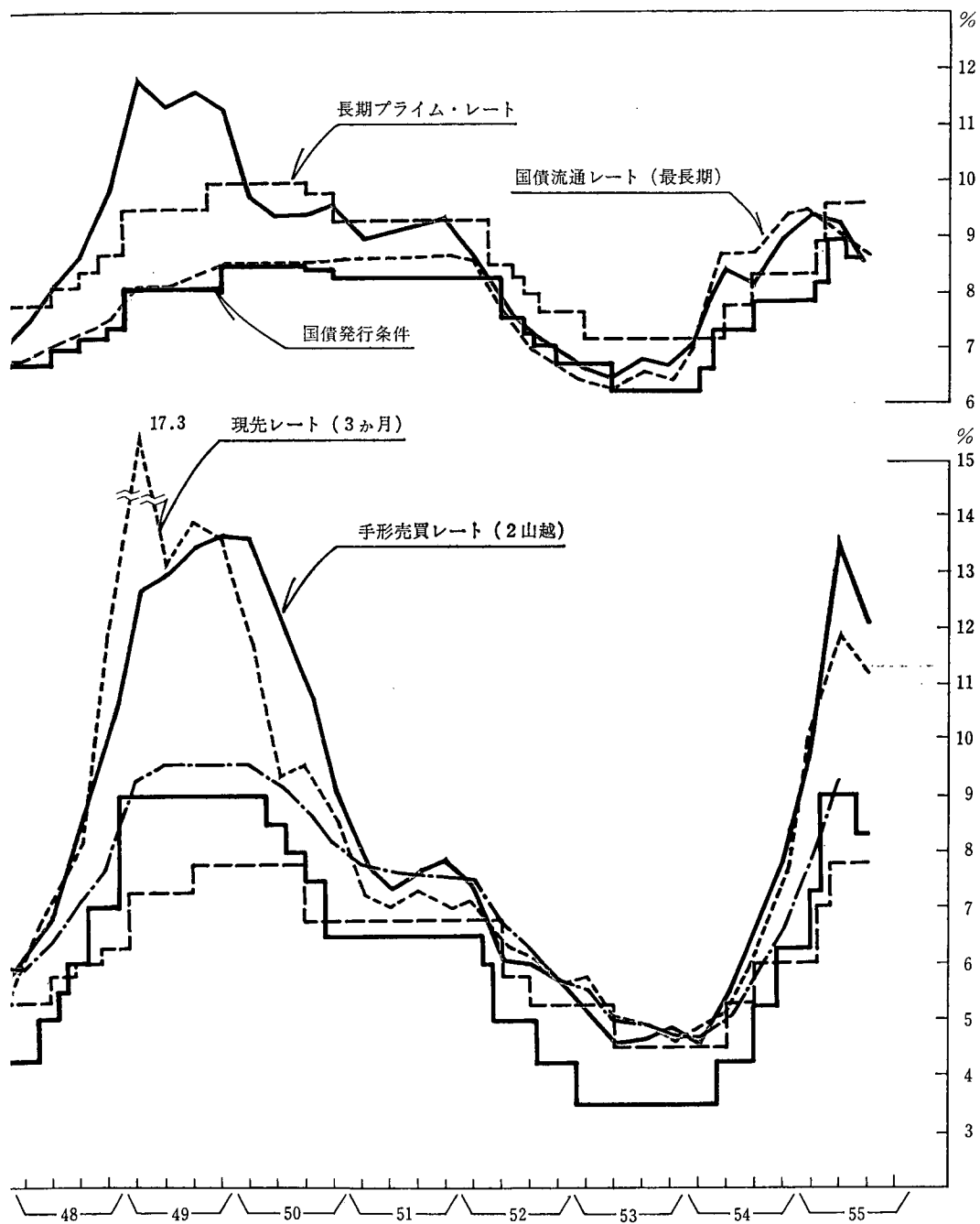
(注1) CDの金利については、当初から臨時金利調整法による大蔵省告示の適用外として自由化されたが、期間については3か月以上6か月以内、発行単位は5億円以上、発行限度は54年度末で自己資本の25%といった制約が課されていた。なお55年3月以降、発行限度は自己資本の50%まで段階的に拡大されることとなったが、期間等の制約は残されている。

## 主 要 金 利

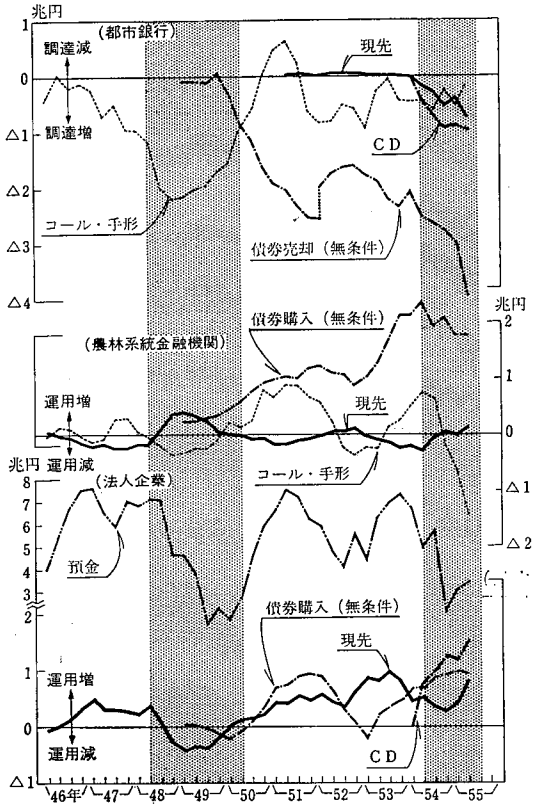


(注) 公定歩合、預金金利、長期プライム・レート、国債発行条件(応募者利回り)は変更時点。他は四半期平均。

## の 推 移



〔第1図〕  
金融市場における主体別資金運用・調達状況



(注) 1. 前1年間の累積運用・調達額。現先、債券購入・売却(無条件)は証券会社主要15社ベース。  
2. 都市銀行債券売却(無条件)の51年以前の計数は資料の制約のため全国銀行の債券売却額(無条件)。  
3. シェード部分は引締め期。

間では、現先・CD等オープン・マーケットにおける運用・調達が拡大しており、法人企業部門では、現先、債券購入、CDをあわせてみると、その増加額トータルがここへきて一般法人預金増加額をしのぐまでに至っている。

(市場相互間の金利裁定活発化)

上記のような新たなわく組みの中で、短期金融市場のレートが今回引締め期を通じてどのように変動したかをみると(第2図)、引締め開始後からまず手形売買レートが上昇し、これに現先レート、CDレートが追随するかたちで、3つのレートが一团となって上昇していった点が特徴的である。もともと55年4~6月には、金利先安感を背景に企業等が現先・CDへの運用を急いだため、両レートがかなり下方に乖離したが、その乖離幅は前回引締め末期の金利引下げ直前の時期に比べてかなり小さく、また比較的速やかに各レートがさや寄せされた。なお、今回引締め期においては、金利が上昇する時には、政策スタンスを直接反映するインターバンク市場のレートが先行的に上昇し、低下する時には金利予想に基づく企業余資の移動のためオープン・マーケットの金利から軟化がはじまるという姿がみられた。これは、今回引締め期間を通じて企業の手許にかなりの余裕があったことの現われであろう。

あったコール・手形市場のウエイトが下がってきているのがわかる。また、都市銀行、法人企業の

(第2表)

都市銀行の資金運用・調達状況

(単位・千億円)

	増 減 (△) 額						残 高	
	54/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	55/1~3月	4~6月	53/12月末	55/6月末
貸 出(A)	6.1	8.4	11.9	12.0	10.0	9.4	627.8	685.7
有 価 証 券(B)	6.9	1.0	1.7	4.3	4.5	1.9	153.2	173.5
実 質 預 金(C)	8.9	7.9	4.3	11.2	11.3	23.7	680.8	748.2
(A+B-C)	( 4.1)	( 1.4)	( 9.3)	( 5.1)	( 3.2)	(△12.4)	(100.2)	(111.0)
C	—	4.3	2.3	2.6	△ 0.4	5.1	—	13.9
現 先(ネット売残)	0.1	2.0	1.1	2.5	△ 1.7	5.7	0.1	9.8
コール・手形(ネット調達)	3.3	0.7	2.9	2.8	1.1	△19.5	77.2	68.6

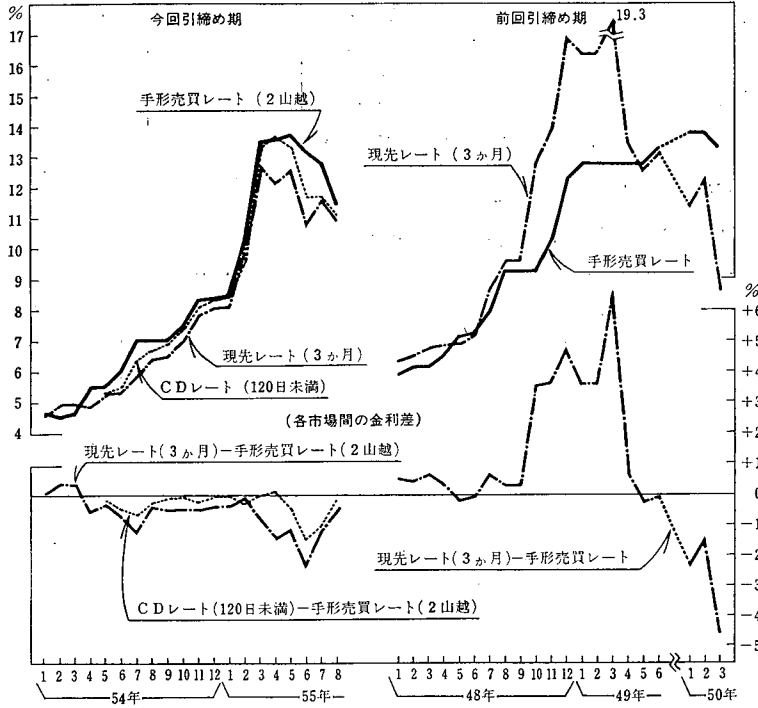
(注) 有価証券は日計表上の有価証券残高に現先ネット売残(証券会社全社ベース)を加算。

このようなオープン・マーケットと手形等インターバンク・マーケットとの間の金利裁定には、その両市場に参加できる金融機関が重要な役割を担っており、その中でも最大の資金の取り手である都市銀行が、54年春以降、資金調達多様化の一環として現先・CDによる資金調達に積極的に取

組んできたことが、両市場の裁定関係を大きく促進した。

そこで、54年以降の都市銀行の資金運用・調達状況(第2表)をみると、54年4～6月から10～12月はコール・手形売買レートの上昇に現先・CDレートがやや遅れて追隨していった局面であった

〔第2図〕 短期金融市場レートの変動状況



- (注) 1. 月末水準。
- 2. レンジのある場合はその中心値。
- 3. CDレートは都・長銀、信託の平均(各月最終週)。

ため、レートの割安な現先・CDによる調達がコール・手形市場での調達をかなり上回った。その後、本年1～3月には、企業の現先・CD運用減少から両レートが自律的に上昇したため、都市銀行は現先・CDによる調達を手控えてコール・手形市場からの調達を増加させ、3月末のCD発行限度にはかなりのわく空きが生じた。4～6月に入ると、自由円預金の流入等から都市銀行のポジションは大幅に好転したが、折からの金利先安感を背景に現先・CDレートが低下したため、都市銀行はポジション好転分をコール・手形の返済に回し、現

(第3表) 現先レートの計測結果(回帰分析)

計測期間	説明変数 ( )内は t 値				定数項	R <sup>2</sup> <D.W.>
	企業の資金過(Δ)不足	貸出実効金利	証券会社の手持り有価証券	手形売買レート		
42～51年	0.621 ( 3.93 )	0.733 ( 2.06 )	—	0.475 ( 2.46 )	-5.799 (-2.23)	0.875 < 1.509 >
52～55年	0.246 ( 0.99 )	0.261 ( 1.46 )	0.816 ( 1.14 )	0.584 ( 3.35 )	-0.987 (-0.71)	0.965 < 2.357 >
(参考) 52～55年 <手形売買レートを説明変数から除いたもの>	0.962 ( 5.32 )	0.723 ( 4.45 )	2.600 ( 3.87 )	—	-4.328 (-3.11)	0.929 < 2.160 >

- (注) 1. 現先レート(3ヵ月)、手形売買レート(2山越)は期中平均。貸出実効金利(都銀・短期)は期末水準。
- 2. 企業の資金過(Δ)不足 = 在庫投資 + 設備投資 - 内部留保等 = 金融資産純増(Δ)減 (主要企業短観ベース) / 売上高
- 3. 証券会社の手持り有価証券は実質支配玉(証券会社主要15社ベース)。なお、51年以前は資料の制約から説明変数としなかった。
- 4. 計測期間は42年7～9月から55年4～6月まで。

先・CDによる調達増加させた。このような肌目細かい資金操作が、コール・手形売買レートと現先・CDレートとの間の裁定関係を強めたものと考えられる(注2)。

(期間別金利格差の弾力的変動)

以上述べたように、手形売買レート、現先レート、CDレートといったほぼ同程度の期間を有する各種の市場レートの間では、金利裁定の活発化から金利格差が縮小してきたが、一方、同一市場内において、期間の異なるものについてのレート格差が弾力的に変動するようになったことも最近の特色であり、特にコール・手形売買市場においてはそれが明白にあらわれている(第3図)。一般

に期間の異なる2つの市場レートの間で金利裁定が自由に行われると、金利先高感のあるときには、取り手は長期の調達を急ぐ一方、出し手は長期にわたって放出資金を低利で固定することを避けるために長期運用を手控えるところから、長期物のレートが短期的レートに比べて早く上昇し割高になり、逆に金利先安感のある時には長期物のレートの方が早く下落して割安になるという関係が、自由な金利形成の下における合理的行動

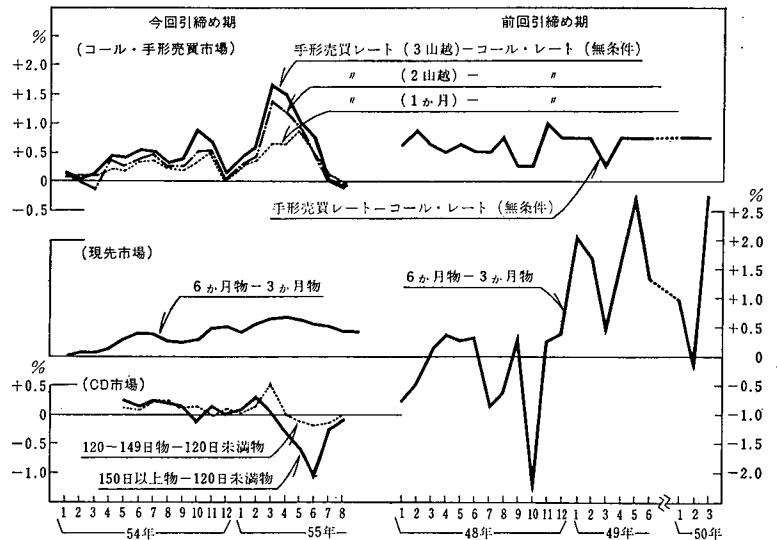
(第4表) 現先市場の構造(主体別ネット売(Δ)買残高)  
(単位:億円)

	48/11月末 (前回残高ピーク時)	55/7月末 (最近時)
証券会社(自己現先)	Δ 4,418	Δ 17,623
全国銀行	Δ 2,242	Δ 13,841
(都市銀行)	( n. a. )	( Δ 10,124)
(地方銀行)	( n. a. )	( Δ 1,233)
農林系統金融機関	Δ 412	Δ 2,183
相互銀行・信用金庫	Δ 1,133	Δ 688
生命・損害保険会社	Δ 791	Δ 2,038
投資信託	232	Δ 164
官公庁共済組合	n. a.	2,036
事業法人	5,566	32,163
外人	n. a.	870
その他	3,198	1,468

(注) 証券会社主要15社ベース。

【第3図】

短期金融市場レートの期間別金利格差



(注) 1. 月末水準。  
2. レンジのある場合はその中心値。  
3. CDレートは都・長銀、信託の平均(各月最終週)。

(注2) 以上のような金利裁定の活発化を背景とした現先レートと手形売買レートとの間の連動関係の強まりを、回帰式を用いて分析したのが第3表である。ここでは変動要因として、資金の最大の出し手である企業サイドの事情を表す変数について、①企業の資金過不足(投資-貯蓄バランス:運用余資の積上げ・取崩しに影響)、および②預金歩どまり等を考慮した貸出実効金利(企業の主要な資金調達コスト<後述>)をとり、取り手サイドの事情について、③証券会社の手持有価証券、④手形売買レート(金融機関の金利裁定の対象)をとって、これらの組合せによる分析を試みた。なお、証券会社の手持有価証券を加えたのは、証券会社の在庫ファイナンスのための自己現先が現先市場で大きなウェイトを占めていることを考慮したものである(第4表)。

このような諸要因による現先レートの説明式を、51年までの期間と52年以降の期間とに分けて計測してみると、51年までの期間は、手形売買レートが現先レートに及ぼす影響は相対的に小さく、むしろ企業サイドの要因によって左右される面が大であったといえる。これが52年以降になると、手形売買レートの説明力が上昇した一方、他の要因の影響力は相対的に弱まっており、現先レートと手形売買レートとの金利裁定が強まっていることがよみとれる。



の結果として予想できる。今回引締め期におけるコール・手形売買市場の期間別レート格差をみると、まさにそのような関係がうかがわれ、前回引締め期において長・短レートの格差がかなり固定であったのと対照的である。同様の関係はCD市場においても認められ、特に金利先安感が広まった55年4～6月において長期物(150日以上)の低下が著しかった。現先市場においては、他の短期金融市場ほど明瞭ではないが、やはり期間別の裁定関係が従来より強まっている跡がみられる。

このように期間別の市場レートが、市場関係者の金利予想などに応じて弾力的に変化するようになってきたことは、金利自由化と市場多様化の結果、金融機関・企業等各種の市場参加者がより肌目細かな金利裁定を行うようになってきたことを示しており、このような金利マインドの向上が以下で述べる長期債レートの弾力化にも大きく影響していると考えられる。

以上、短期金融市場相互間における金利裁定取引の活発化をみてきたが、オープン・マーケットの現状についてはなお問題も少なくない。すなわち、しばしば指摘されてきたように、現先市場では、取り手は長期債保有のファイナンスのため短期資金の取入れを行う場合も少なくなく、これを仲介する証券会社は長期債市況と現先レートの動向を比較しつつ債券を無条件で売買するか現先市場でファイナンスするかを決める場合も多いのではないかと思われる。従って、現先レートも長期債レートや証券会社の手持債券残高増減の影響を強く受けざるをえない(第3表、現先レート変動要因分析の参考式でも、証券会社手持り有価証券の影響力が強く現われている)。また、金融機関側に

としては、現先売りを行うつど売却損益が生じる可能性があることも、状況によっては自由な金利裁定上のひとつの制約になりえよう。

一方、CDについては、期間、発行単位、発行限度に制約が課されている結果、手形レートとの間に裁定が働きにくい場合もないではない(特に期間の制約の影響)。短期金融市場は日本銀行が金融政策を実際に発動していく場であり、そこで形成される金利は金融政策のスタンスをできるだけ正確に反映することが望ましい。CDについての諸制約は、一般の定期預金やその他の資金調達手段との競合の問題などから、当面やむをえない面もあるが、今後とも事情の許す限りこうした制約をはずし、短期金融市場における自由な金利形成を促していくことが大切と思われる。

## 2. 長期債利回り変動の特色

### (1) 長期債市場における金利弾力化措置

短期金融市場における金利自由化とならんで、長期債市場においても取引規制の緩和と金利の弾力化が推進されてきた。国債については、40年代から、既発債相場の安定化や借換えの順便化のために、金融機関に対して政府から市中売却自粛の強い要請が行われると同時に、大手証券会社による取引所上場価格の買支えが行われていた。しかし、50年度以降の国債大量発行に伴う金融機関引受負担の増大から、このような売却制限を続けることが困難となり、52年から金融機関の市中売却が漸次自由化されるとともに、国債流通レートも人為的な管理を離れて自由な変動を示すようになった(注3)。

また、日本銀行は、債券利回りの弾力化を促す趣旨から、53年1月債券オペレーションについて

(注3) 52年以降、金融機関保有国債の売却が自由化されたが、発行後1年未満のものは引続き売却の自粛が要請された。55年5月、証券取引所上場後の売却が自由化されたが、上場は発行後7～9ヵ月後であるため、その間の売却は依然として自粛が要請されている。

公募入札方式の採用を決定し、同年6月ダッチ方式入札による初めての買オペを実施した。さらに資金運用部、国債整理基金の国債市中売買にも、53年1月以降、公募入札方式が採用されるようになった。

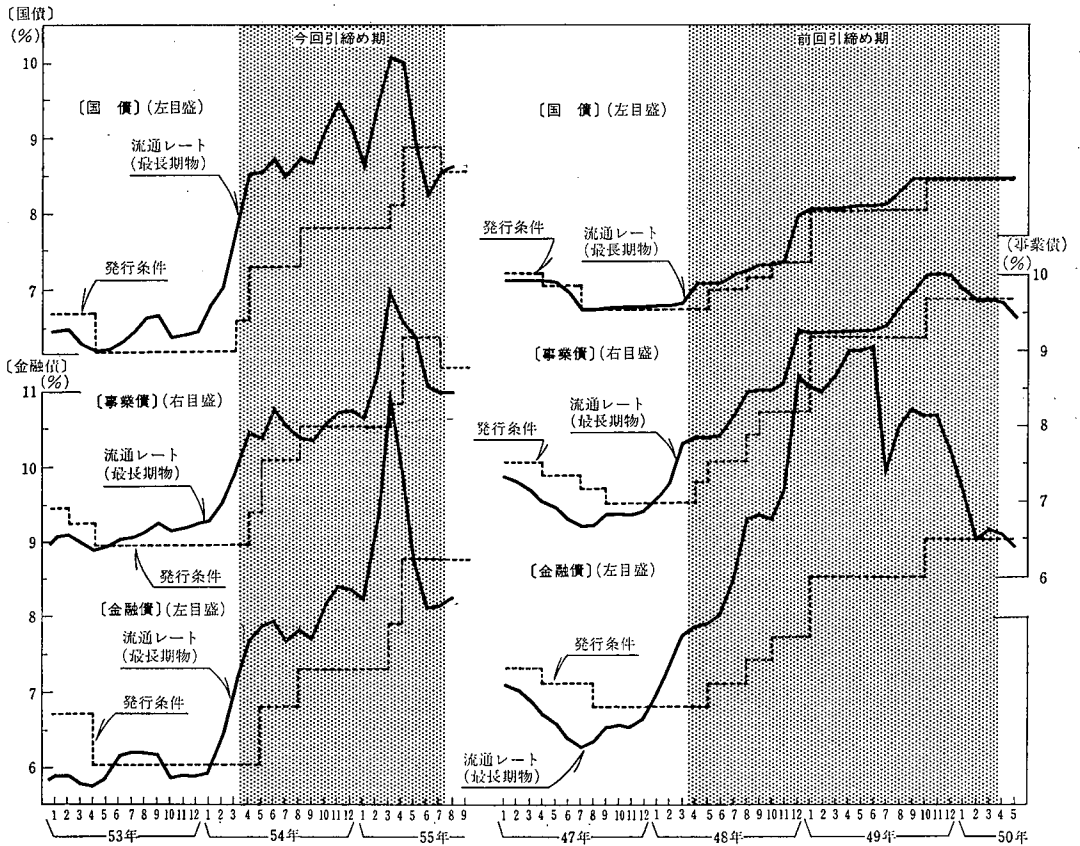
これらの諸措置に伴い、債券取引は国債を中心に急激な拡大をたどり(54年中の債券売買高<無条件売・買の平均>は43.9兆円、GNPの約2割、第1表参照)、市場は従来より格段に厚みを増してきたが、それとともに長期債の流通レートの変動に、欧米諸国のそれとも共通した特徴が認められるようになってきた。53年以降の長期債流通レートの動きを振り返ってみると(第4図)、53年央ごろからレートは強含みに転じ、54年に入って

からは急速に上昇したが、これは短期金利が上昇しはじめたのより、かなり早めであった。逆に、55年春に至ると、金融緩和期待からいち早く低下を示した。長・短金利間に裁定が働く以上、このように長期債流通レートが金融情勢の先行き予想を織込んで敏感に変動するのは、基本的には極めて自然な姿である(なお、最近の債券利回りの推移については日本銀行調査局「昭和54年の金融経済の動向」参照)。

(2) 長期債利回りの上昇とその背景  
(長期債利回り変動の国際比較)

次に、今回引締め期における長期債利回りのもうひとつの特徴は、その上昇が著しかったことである。しばしば指標的な金利として用いられる6.1

〔第4図〕 長期債利回りの推移



(注) 1. 流通レートは店頭指標気配。発行条件は応募者利回り。  
2. 事業債は電力債。

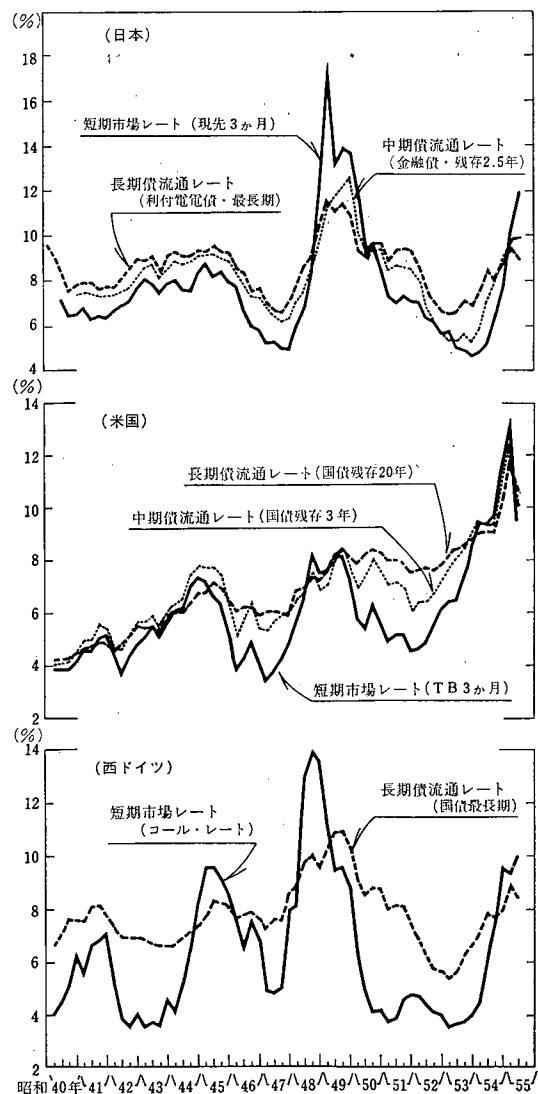
%国債の上場利回りは、54年初の6.61%から、55年のピーク(4月初)には12.42%に達した。

そこで、日本、米国、西ドイツの3か国について、昭和40年以降の長期債利回りの変動状況と短期金利との関係を比較してみると、第5図のとおりである。一見したところ、わが国および西ドイツでは、短期金利の変動に応じて長期債利回りがかなり大幅な変動を示しているのに対して、米国の長期債利回りは両国よりも安定性が高いように

みえる。しかし、仔細にみると短期金利の上昇局面における長期債利回り(わが国は利付電債)の短期金利に対する「追随率」は、3か国ともいずれも5割前後でほとんど差がなく、長・短金利の「連動性」がわが国で特に強いとはいえない。しかし、短期金利の低下局面になると、わが国および西ドイツでは長期債利回りが「連動」して低下するのに対して、米国では長期債利回りの追随度が最近になるにつれて鈍くなってきている(第5表)。この差異については、米国のインフレ率がしだいにエスカレートし、それが長期債利回りの水準に織込まれてきたことによる面が大きい(第5表)

〔第5図〕

日・米・独の長短金利推移



日・米・独の金利上昇・低下幅比較

	(単位・%)			
	前々回	前回	前回	今回
	低下局面	上昇局面	低下局面	上昇局面
〔日本〕	45→47年	47→49年	49→53年	53→55年
長期債流通レ ー ト (利付電債・最長期物)	△ 3.25	+ 6.29	△ 6.17	+ 4.18
短期市場レ ー ト (現先3ヵ月)	△ 4.30	+ 14.45	△ 14.98	+ 9.01
長期債レートの短期レ ー トに対する追随率	< 75.6 >	< 43.5 >	< 41.2 >	< 46.4 >
〔米 国〕	45→47年	47→49年	49→51年	51→55年
長期債流通レ ー ト (国債20年物)	△ 1.55	+ 2.81	△ 1.30	+ 5.19
短期市場レ ー ト (TB3ヵ月)	△ 4.67	+ 5.76	△ 4.61	+ 10.85
長期債レートの短期レ ー トに対する追随率	< 33.2 >	< 48.8 >	< 28.2 >	< 47.8 >
〔西ドイツ〕	45→47年	47→48年 49年	48年 49→53年	53→55年
長期債流通レ ー ト (国債最長期物)	△ 1.38	+ 3.94	△ 5.75	+ 4.42
短期市場レ ー ト (コール・レート 3ヵ月)	△ 5.06	+ 10.00	△ 11.10	+ 6.77
長期債レートの短期レ ー トに対する追随率	< 27.3 >	< 39.4 >	< 51.8 >	< 65.3 >

(注) 1. ピーク→ボトム、ボトム→ピークの金利低下・上昇幅。なお、ピーク・ボトムの時点は長期債流通レートと、短期市場レートとで異なる場合がある。  
2. 日本、西ドイツは月末レート、米国は月中平均レート。  
3. わが国の長期債流通レートについて、国債最長期物(店頭、月末レート)で今回上昇局面の金利上昇幅をみると+3.99%となる。

ではないかと推測される。

(国債大量発行の影響)

以上のように、諸外国と比較する限り、わが国長期債利回りの変動に特に不自然な点は認められないが、それが今回引締め期に著しく上昇したことについては、わが国固有の事情が響いているように思われる。こうした観点からまず問題となるのは、わが国の国債発行規模が極めて巨額で、しかもその大部分が10年債で発行されているという点であろう。事実、54年度末時点で国債の残存期間別残高を調べてみると(第6表)、全体の約8割

(第6表)

国債の残存期間別残高(54年度末現存額)

(単位・億円)

	合計 (額面ベース)		構成比 %
	金額	構成比	
1年以内	3,003	0.5	
1年超2年以内	20,942	3.7	
2年超3年以内	34,584	6.2	
3年超4年以内	31,947	5.7	
4年超5年以内	31,603	5.6	
5年超6年以内	57,856	10.3	
6年超7年以内	75,950	13.5	
7年超8年以内	97,194	17.3	
8年超9年以内	98,358	17.5	
9年超10年以内	111,075	19.7	
計	562,512	100.0	

(注) 交付国債、出資国債等は含まない。

が残存5年超に集中している。こうした状態は、いったん金利の先高予想が台頭して、短期資産への選好が強まるような局面には、長期債の需給アンバランスを極端に大きなものにせざるをえない(注4)。

(いわゆる「直利指向」の影響)

わが国の長期債利回りが大幅に上昇したもうひとつの理由として、昨年来、投資家の「直利指向」が強まったことが挙げられる。これまでの議論においては、長期債の利回りといえば最終利回りを指してきたが、長期債の最終利回りは、每期受取

長期債の直接利回りと最終利回りの関係

		最終利回りにより相場形成がなされる場合		直接利回りにより相場形成がなされる場合	
		直接利回り 7%	8%	直接利回り 7%	8%
6.1%国債 (残存9年)	価格	95.03円	90.06円	87.14円	76.25円
	直接利回り	6.42%	6.77%	7.00%	8.00%
	最終利回り	7.00%	8.00%	8.64%	11.46%
8%国債 (残存8年)	価格	105.13円	100.00円	114.29円	100.00円
	直接利回り	7.61%	8.00%	7.00%	8.00%
	最終利回り	7.00%	8.00%	5.44%	8.00%

(注) 1. 直接利回り =  $\frac{\text{クーポン・レート}(\%) \times 100}{\text{取得価格}(\text{円})}$

2. 最終利回り =  $\frac{\text{クーポン・レート}(\%) + \frac{100 - \text{取得価格}(\text{円})}{\text{残存期間}}}{\text{取得価格}(\text{円})} \times 100$

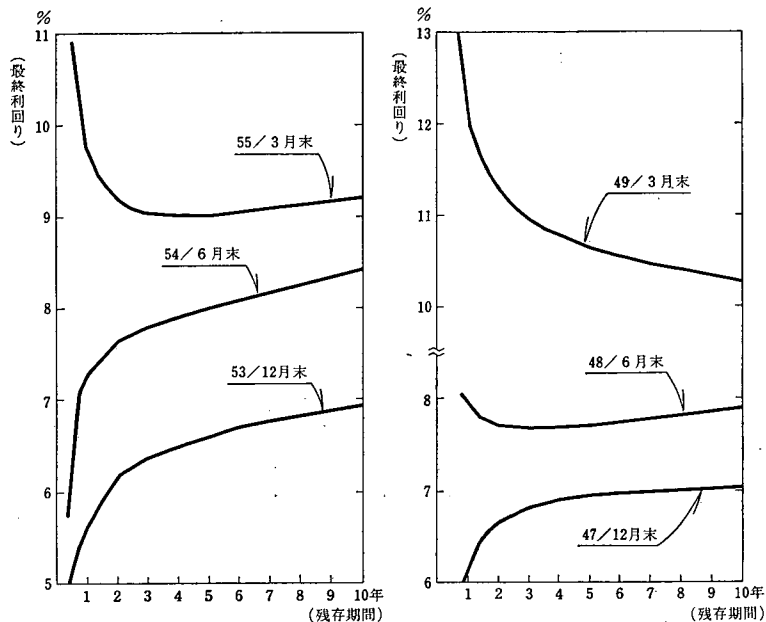
(注4) こうした長期債に過度に偏った国債発行の結果、長期債の利回りがどの程度割高になっているかは、もちろん検出困難であるが、ここではひとつの試みとして、いわゆる利回り曲線(金利の期間別構成)の形状を検討してみよう。ただし、後述するように、現実の利回り曲線は「直利指向」によって著しくゆがめられているので、その影響を除くため、一定の前提をおいて、クーポン・レート調整後の利回り曲線を算出した。

一般に、発達した市場における利回り曲線の形状は、ある程度以上の期間になるとほとんどフラットになる場合が多いが、第6図にみる今回引締め期の利回り曲線は、かなり長期の部分についても、一般に予想されるより(また前回引締め期と比べても)かなり傾斜が急である。また、この利回り曲線から、投資家が結果として(implicit に)予想していることになる将来の1年ごとの短期金利を算出すると、先へ行くほど予想短期金利がしり上りに高くなるという不自然な結果が得られる(将来の予想短期金利は、例えば①残存期間8年の債券に投資する場合の利回りと、②残存期間7年物に投資したのち最後の1年間を短期運用<この利回りが8年後の予想短期金利>する場合の利回りが等しくなるように金利裁定が行われているものとして算出)。これらの点に、長期国債大量発行に伴う長期債の需給アンバランス感が現れているとみる事が可能であろう。

(注5) 直接利回りが1%変化する場合に、クーポン・レートが6.1%、8.0%の債券の最終利回りがどれだけ変化するかを示すと第7表右欄のとおり。わが国では、実際には左欄の「最終利回りにより相場形成がなされる場合」との中間で利回りが決まるとみられる。

〔第6図〕

利付電債の利回り曲線(クーポン・レート調整後)



(注) 最終利回り(複利)はクーポン・レートの格差による影響を調整するため、各時点において次の回帰式を計測したうえ、一定のクーポン・レートを代入して推計したもの。  
 最終利回り(複利) =  $\alpha \times (\text{残存期間}) + \beta \times (1/\text{残存期間}) + \gamma \times \text{クーポン・レート} + \text{Const.}$   
 なお、 $\alpha$  は残存期間が長くなるに従ってリスクが増大する(投資家がそれに見合ったプレミアムを要求する)度合、 $\beta$  は現在の短期金利水準と将来の平均的な予想短期金利水準との間に乖離がある場合にその影響の程度(残存期間が長くなるほど最終利回りに対する影響は軽微となる)を示す。

(第8表)

債券売買額推移(無条件ネット売(△)買超)

(単位・億円)

	51年度	52年度	53年度	54年度
全国銀行	△12,239	△23,274	△25,166	△36,806
(うち都市銀行)	(△10,489)	(△17,752)	(△20,719)	(△29,913)
農林系統金融機関	4,650	10,247	20,942	17,440
相互銀行・信用金庫	57	△ 3,436	△ 2,314	△ 2,894
生命・損害保険会社	△ 863	44	1,449	957
投資信託	1,519	3,778	6,876	6,567
官公庁共済組合	2,086	2,627	4,951	4,760
事業法人	4,652	△ 2,232	6,325	9,352
外人	n.a.	n.a.	6,276	3,354

農林系統買超額		%	%	%	%
全国銀行売超額	38.0	44.0	83.2	47.4	
生損保・投信・共済組合買超額	22.4	27.7	52.8	33.4	
全国銀行売超額					
事業法人買超額	38.0	△9.6	25.1	25.4	
全国銀行売超額					

(注) 証券会社主要15社ベース。

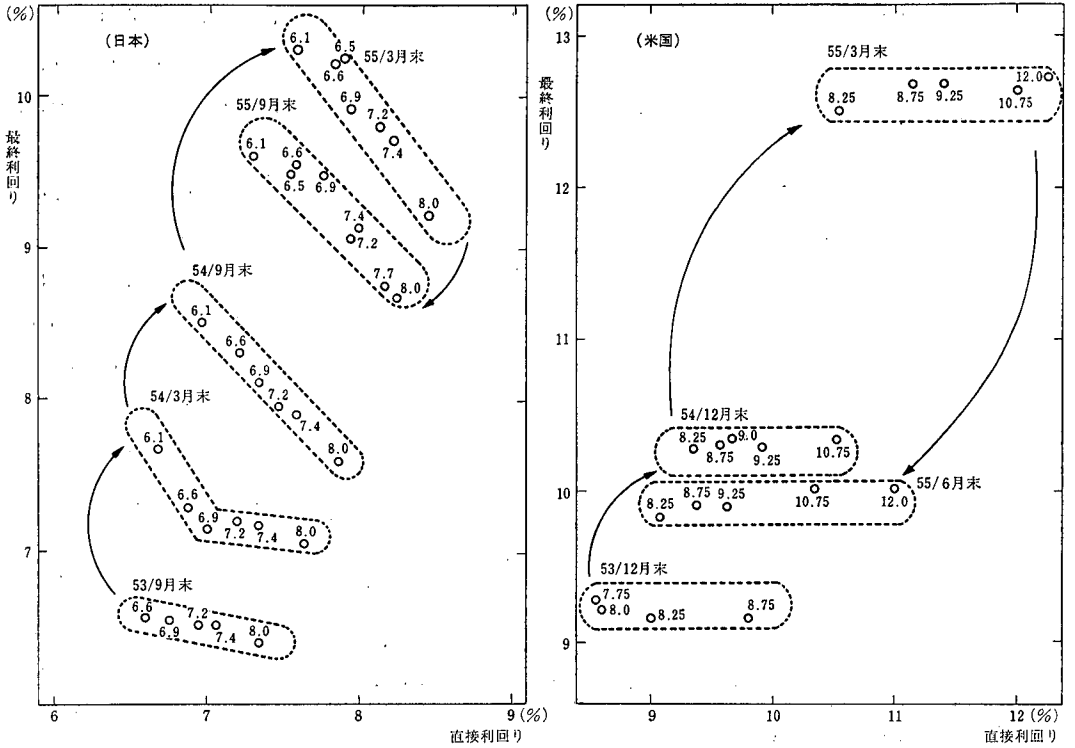
る利息についての利回り、すなわち「直接利回り」(クーポン・レート÷取得価格)と、償還期まで保有した場合に得られる償還益についての利回り((額面価格-取得価格)÷残存期間÷取得価格)とからなる。そこで日米两国について最終利回りと直接利回りの関係を見ると(第7図)、米国においては、クーポン・レートや直接利回りの差にもかかわらず、各銘柄がほぼ一定の最終利回りに収束しており、最終利回りを重視して金利が形成されているよううかがわれる。一方、わが国においては、直接利回りの高いものが買い進まれてその最終利回りが低くなるという関係

がみられ、この「直利指向」が今回引締め期を通じて強まった跡がよみとれる。簡単な設例からも分るように(注5)、短期金利の上昇局面において、市場参加者が短期金利と裁定すべき長期債の金利として「直接利回り」を重視するようになると、長期債最終利回りの上昇はそれだけ大きくなる傾向を持つと考えられる。

こうした「直利指向」の背景としては、もともとわが国の既発債売買市場が、主として短期金融を主な業務とする金融機関によって担われているということが考えられる。第8表により主体別の債券売買状況を見ると、資金量シェアと比較して国債引受けシェアの高い都市銀行が恒常的な売り手となっている一方、余資水準の高い農林系統金融機関が最大の買い手となっており、一方通行の資金の流れとなっていることがうかがわれる。反

〔第7図〕

長期債についての最終利回りと直接利回りの関係



(注) 1. 長期債は残存7～10年の国債。○印上の数字はクーポン・レート。  
2. 日本は上場相場、米国は Treasury Bulletin による。

面、生命保険・投資信託等長期の資金運用を行う機関投資家のウェイトはあまり大きくない。こうした市場構造のもとでは、短期の期間損益を重視する直利指向がどうしても強まらざるをえない。

この傾向が引締め局面に特に強まったのも、市場構造のあり方と密接な関連がある。都市銀行などが短期性資金の受入れによる資産運用を主たる業務としている以上、金利の上昇期には、数年後に入手しうる償還益を含んだ最終利回りよりも、当面増加が予想される預金等の支払利息を債券のクーポン収入でどれだけカバーするかにより強く関心を寄せざるをえない。もちろん、その意味では、金融機関が当面の経常的な収支じりにどれだけ裕りを持っているかによっても、直接利回りを重視する度合は違って来ようが、次章で述べるように、金融機関の収益構造はこのところかなり悪

化しており、収支じりの裕りが乏しいのが実情である。

(3) 流通利回り上昇の影響

上記のように、厚みを増した流通市場における利回りの上昇は、当然のことながら国債等の発行条件の弾力的な改定を強く促した。その点を、国債の応募者利回りについてみると、前回引締め期には、流通利回りの上昇抑制措置を前提として、小幅の改定にとどめられた(通算 +1.697%、6.717→8.414%)のに対して、今回は昨年3月から本年4月まで、計 +2.708% (6.180→8.888%) 引上げられた。

しかし、それでも国債の応募者利回りと流通利回り水準とはかなり乖離した状態が続き、その点からみれば発行条件の改定は必ずしも十分ではなかった。

## (第9表)

今回金利上昇局面での金利体系逆転の事例  
 (銘柄別金利格差の逆転)

54/3月	5年利付金融債(6.200%) < 10年利付国債(6.582%)
8月	3年利付金融債(7.080%) < 3年利付国債(7.188%)
10月	5年利付金融債(7.300%) < 3年利付国債(7.390%)

## (国債の長・短金利格差の逆転)

54/9月	5年割引国債(7.241%) < 3年利付国債(7.297%)
55/7月	10年利付国債(8.546%) < 5年割引国債(8.665%)
10月	10年利付国債(8.546%) < 3年利付国債(8.688%)

(注) カッコ内は応募者利回り。なお、中期利付国債は落札平均利回り。

債券発行条件面へのもうひとつのインパクトは、個々の債券商品の需給に応じて形成された流通利回りが、新発債についての既存の金利体系と矛盾を来たしたことであった。そうした場合、発行量を確保するには、市場利回りに現われる投資家のニーズを尊重していくことが必要であり、この結果、昨年以降、「国債と金融債の銘柄格差」の逆転、「中長期国債の期間別格差」の逆転といった形で、金利体系の修正が行われてきた(第9表)。

ただ、こうした金利体系の是正には関係者の抵抗も強く、それがあまり円滑には進まなかったような場合には、結局発行量が必ずしも十分に

は確保されないことになった。

例えば、54年度の中期利付国債については、当初、2～4年物で計2.7兆円の公募入札発行が予定されていたが、利付金融債(5年物)の発行条件との関係が強く意識されたこともあり、募入額は発行予定額を下回る場合が少なくなく、結局54年度の市中発行実績は1.0兆円にとどまった。こうした既存の金利体系への考慮は、金利弾力化が推進される過程においてはある程度までやむをえない面もあるが、基本的には市場実勢尊重の観点から引続き検討を加えていくべき問題であろう。

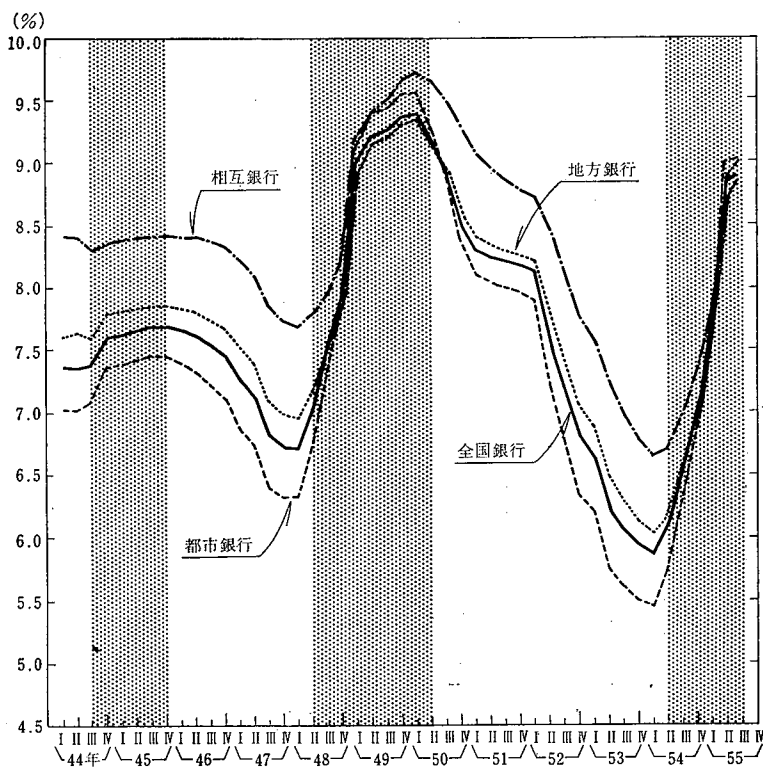
## 3. 貸出金利の変動と企業行動への影響

## (貸出金利の大幅上昇とその背景)

貸出金利の動きを全国銀行、相互銀行の貸出約

【第8図】

貸出約定平均金利(総合)の推移



- (注) 1. 全国銀行は銀行勘定のみ。  
 2. 期末水準(最近時は55/8月末)。  
 3. シャド部分は引締め期。

定平均金利によってみると(第8図)、前回金融緩和期にこれまでになく大幅に低下したあと、今回引締め期には大幅に上昇した。これを公定歩合の引上げ幅に対する比率(追随率)で見ると(第10表)、長期貸出・短期貸出をあわせた総合金利の公定歩合追随率は、今回引締め期通算で54.9%とほぼ前回(56.6%)並みとなっている。ただこれには、今回引締め期は前回に比べて期間が短いため、平均金利の上昇に時間がかかる(金利更改期までが長い)長期貸出金利の上昇が小幅にとどまったことも見逃せず、短期金利のみについてみる

(第10表)

全国銀行貸出約定平均金利の上昇・下落幅

(単位・%)

	前 引締め期 (48/4月) (50/3月)	前 回 緩 和 期 (50/4月) (54/3月)	今 回 引 締 め 期 (54/4月) (55/7月)
総 合 (公定歩合追随率)	+ 2.690 ( 56.6)	△ 3.537 ( 64.3)	+ 3.021 ( 54.9)
短 期 (公定歩合追随率)	+ 3.701 ( 77.9)	△ 4.958 ( 90.1)	+ 4.658 ( 84.7)
うち プライム・レートおよび準プライム・レート適用分 (公定歩合追随率)	+ 4.750 ( 100.0)	△ 5.500 ( 100.0)	+ 5.500 ( 100.0)
短期貸出金利上昇・下落幅に対する寄与率	20.2	17.5	48.6
そ の 他 (公定歩合追随率)	+ 3.504 ( 73.8)	△ 4.856 ( 88.2)	+ 4.068 ( 74.0)
短期貸出金利上昇・下落幅に対する寄与率	79.8	82.5	51.4
長 期 (公定歩合追随率)	+ 1.316 ( 27.7)	△ 1.655 ( 30.1)	+ 0.889 ( 16.2)

(注) 1. 「プライム・レートおよび準プライム・レート適用分」については、貸出標準金利(プライム・レート)どおりに上昇・下落を示すものと想定。

2. 「その他」については次の算式により推計。

短期貸出金利上昇・下落幅＝

貸出標準金利(プライム・レート)上昇・下落幅×  
プライム・準プライム・レート適用比率+「その他」の上昇・下落幅×(1-プライム・準プライム・レート適用比率)

なお、プライム、準プライム・レート適用比率は引締め開始直前における利率別割引残高構成比による(48/3月15.8%、54/3月42.2%)。

と、今回の追随率は84.7%と前回(77.9%)をむしろ上回る上昇ぶりを示した。

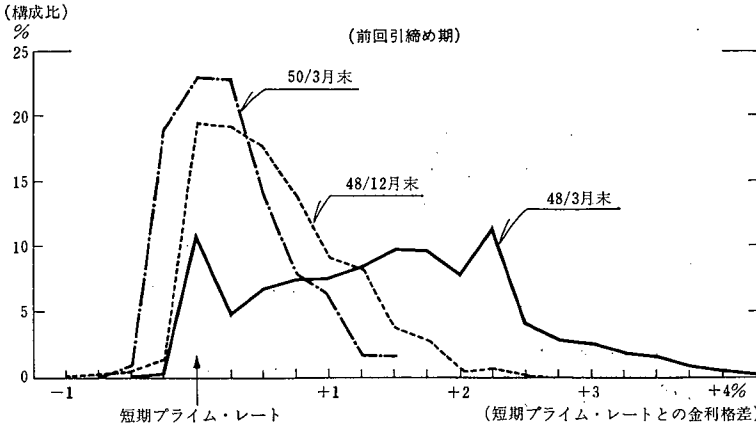
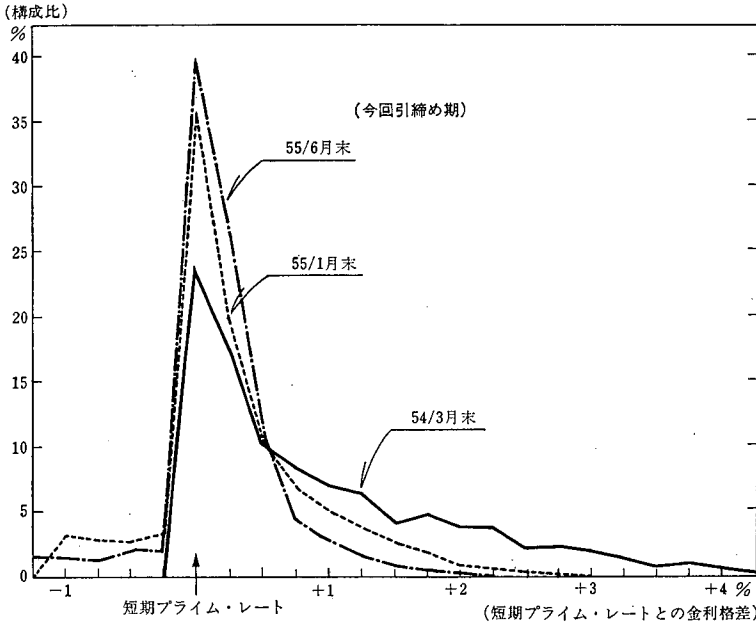
このように、企業の資金需要の盛上りが相対的に弱かったにもかかわらず、貸出金利が大幅かつ急速に上昇したことについては、公定歩合に連動して変更されるプライム・レート(優良企業向け貸出標準金利)、準プライム・レートの適用貸出ウェイトが高まっているという、いわば制度的要因が大きく影響している。すなわち、昭和50年から53年にわたる長い金融緩和期において、企業の投資活動停滞や減量経営の一環としての借入抑制等を背景とした借入依存度の低下から、金融機関相互の貸出競争が激化したため、プライム・レート、準プライム・レート適用先の増加という形で付利基準の引下げが行われていた。このため、全国銀行貸出の付利構造をみると(第9図)、今回引締め期の直前には多くの貸出レートがその下限である短期プライム・レートの近くに集中するようになっていた。引締め開始後の状況を見ても、前回のように付利構造全体が下方にシフトする傾向はみられず、短期プライム・レートが公定歩合にスライドして上昇するに従って、これらプライム、準プライム適用貸出の金利がそのまま上げられていったことがわかる。第10表をみても、短期貸出金利上昇幅に対するプライム、準プライム・レート適用分貸出の寄与率は、今回引締め期には約5割に達している(前回は約2割)。

一方、プライム、準プライム適用分以外の「その他」貸出の変動幅について推計してみると、前回緩和期に公定歩合追随率が下落方向へ88.2%にのぼったにもかかわらず、今回引締め期での上昇方向への追随率は74.0%にとどまった。このため、「その他」の短期金利の上昇幅は、前回緩和期中の低下幅の4/5程度しか取戻すに至らず、その結果、短期金利全体としても今回引締め期のピーク水準(55年7月)は前回ピーク(50年3月)に比



〔第9図〕

全国銀行貸出の付利構造  
(短期プライム・レートを基準とした手形割引残高の利率別構成比)



(注) 全国銀行・銀行勘定による。

べ0.3%下回ることとなった。

ところで、この間、銀行にとっての資金調達金利(預金金利、外部負債レート等)は前回引締め期のピーク並みまで上昇したから、これは預貸金利ざやがそれだけ縮小したことを意味する。もちろん、銀行は利ざやの縮小を回避すべく、貸出金利の引上げに注力したわけであるが、結果的にみて公定歩合スライドが適用されない「その他」貸出

金利が、コスト上昇をカバーするだけ上昇しえなかったわけである。

(金融機関収益構造の変化)

それでは、これまでのような貸出金利の決め方は、現在の金融機関の収益構造にうまくマッチするものであろうか。この点を考えるために、都市銀行の貸出採算の推移について、決算資料によって分析したのが第10図である。

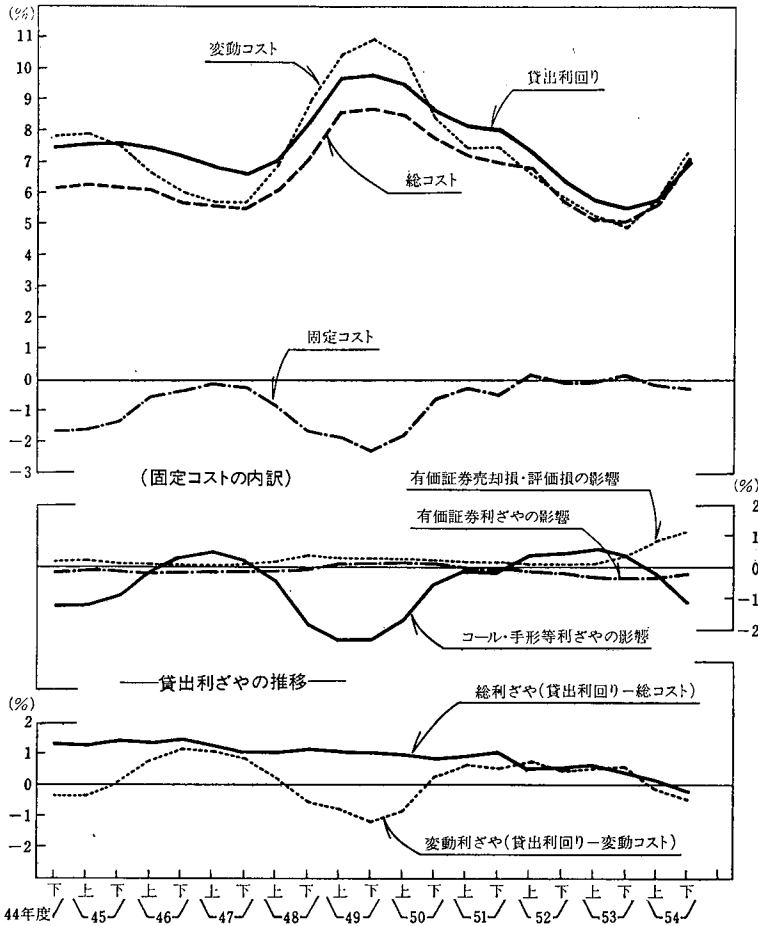
この図では、貸出利回りとそのコストとを比較している。まず「総コスト」は総費用(貸出利息収入-税引前利益)を貸出平残で割ってもとめた(なお、金融機関の収益は有価証券売却益で調整されることが多いため、税引前利益からはこれを控除した)。

次に「変動コスト」は、貸出を行った場合に調達しなければならない資金のコストである。ここでは、貸出を行えばその一定割合が派生的預金として歩どまり、貸出と歩どまり預金との差額はコール・

手形市場で調達するものと考えている。従って、「変動コスト」とは預金等コスト(経費を含む)と、コール・手形レートを加重平均して求めたものである。

「固定コスト」は、「総コスト」から「変動コスト」を引いたものである。これには、歩どまり分以外の預金のコストのほか、有価証券売却損、評価損等貸出量の増減にかかわらず、負担しなければ

〔第10図〕 都市銀行貸出採算の推移



- (注) 1. 都市銀行決算ベース。  
 2. 総コスト={貸出利息収入-(税引前利益-有価証券売却益)}/貸出平残  
 変動コスト=預金等コスト×預金歩どまり率+コールマネー・売渡手形利率×(1-預金歩どまり率)  
 固定コスト=総コスト-変動コスト  
 3. 固定コストの内訳は次のとおり。  
 有価証券売却損・評価損の影響=(有価証券売却損+同償却)/貸出平残  
 有価証券利ざやの影響=(有価証券利回り-預金等コスト)×有価証券平残/貸出平残  
 コール・手形等利ざやの影響={ $\frac{\text{コールマネー・預金等コスト}}{\text{貸出平残}} \times \left\{ \frac{\text{貸出}}{\text{平残}} \times (1-\text{歩どまり率}) - \text{売渡手形平残} \right\}$ }/貸出平残  
 ・歩どまり率は大蔵省調査「拘来性預金等に関する報告集計表」の債務者預金比率。  
 ・預金等コストには、債券・CD金利、経費を含む。

ばならないすべてのコストが含まれる一方、有価証券の運用利回り、外為関係収入などは、固定コストの低減につながるものとして負のコストとみなしている(注6)。

以上のようなわく組みで都市銀行の貸出採算の推移をみると、51年度までは、貸出金利が硬直的であったにもかかわらず、貸出利回りから「総コスト」を引いた「総利ざや」が極めて安定していた。これは、貸出金利がその限界的な資金調達コストである「変動コスト」に応じて上昇・低下しなかったため、「変動利ざや」が不安定な動きを示していたが、「固定コスト」がこれを相殺するような方向に動いたためであった。例えば、金融引締め期には、コール・手形レート的大幅上昇から「変動利ざや」は圧迫されたが、預金金利の上昇が緩やかなため、「貯蓄金融機関部門」から「純商業銀行部門」へのコール・手形放出利ざやが改

(注6) こうしたコスト区分は、見方を変えれば、都市銀行の活動を単純化して、第11図のように、2つの部門に分けたものと考えてもよい。すなわち、貸出を行い、それに必要な資金を歩どまり預金とコール・手形資金取入れによって調達するいわば「純商業銀行部門」と、歩どまり分以外の本源的預金を有価証券等に運用し、残りをコール・手形等に放出するいわば「貯蓄金融機関部門」とに分け、前者の資金調達コストを「変動コスト」、後者の損益を貸出平残で割ったものを「固定コスト」としている。  
 もちろん、都市銀行の内部に、実際にコール等を放出している部門があるわけではなく、その意味ではこれはあくまでも理想的な部門分割にすぎない。しかし、貸出金利が資金調達コストを敏感に反映して変動するような状態を仮りに想定すると、その場合の「コスト」とは貸出量の増減に応じて変動する限界的なコスト部分と考えられる。実際には、貸出残高の大部分(都市銀行の場合約7割が短期貸出)は短期間に回転しているため、貸出残高全体に対応して上記のような「変動コスト」概念を設定することは、それなりに現実的な根拠をもつものと思われる。  
 これに対して、「固定コスト」は、貸出増減からは独立したコストを指しており、これは第11図からも明らかのように、「コール・手形レートと預金コストの利ざや」、「有価証券利回りと預金コストの利ざや」および「有価証券売却損・評価損」に大別される。

## 〔第11図〕

## 都市銀行のバランス・シート(55/3月末)

(単位:兆円)

(純商業銀行部門)

貸出	預金(歩どまり分)	28.7
	(歩どまり率42.4%)	
	コール・手形(市場調達)	9.4
67.6	コール・手形(貯蓄金融機関部門から調達)	29.5

(貯蓄金融機関部門)

コール・手形(純商業銀行部門に放出)	預金(歩どまり分以外)
29.5	43.8
有価証券	
16.7	

その他&lt;ネット&gt;2.4

善して「固定コスト」は大幅に低下した(緩和期にはこの逆の動き)。このように「変動利ざや」が悪化する局面においても、「固定コスト」の低下により「総利ざや」の安定が維持されえた状態のもとでは、貸出金利を「変動コスト」に見合っ変更し、常時一定の「変動利ざや」を確保しなければならないという要請は、金融機関収益上の理由からはでてこない。

ところが、前回緩和期以後、「固定コスト」の動きと「変動利ざや」の動きが相殺しあって、「総利ざや」が安定化するという収益変動のパターンが崩れてきた。すなわち、52~53年度の緩和

期においては、「総利ざや」が大幅に縮小した。これは、企業の資金需要がこれまでの緩和期と比べても著しく弱く、金融機関の競争激化から貸出金利がかつてないほどの低下をみた一方、預金金利の低下幅はそれほど大きくなかったためであった。再び都市銀行収益を2部門に分けて考えると、「純商業銀行部門」では、貸出利回りが変動コストの低下にさや寄せされるかたちで低下したため、「変動利ざや」は以前の緩和期のように拡大しなくなった反面、「貯蓄金融機関部門」の採算は、コール・手形利回りの大幅な低下と預金金利の硬直性によって悪化したため、固定コストは従来と同様に上昇した。

54年度に入ると、収益状況はさらに悪化した。まず、「固定コスト」が従来の引締め期のように低下しないが目立つ。これは、預金金利が従来に比べて早めに上げられたことや金利割高なCDの発行により、預金等コストの上昇幅が大きくなった一方、国債の大量引受により巨額の有価証券売却損や評価損をこうむるようになったためである。このように「固定コスト」が「変動利ざや」の悪化をカバーするには低下しなかった以上、金融機関が収益を確保するためには、「変動利ざや」そのものの安定を図ること、換言すれば「変動コスト」の上昇に見合っ貸出金利を上げていくほかない。しかし、すでにみたとおり、貸出金利の上昇は必ずしも十分には達成されず、54年度上期には従来の引締め期と同様「変動利ざや」が逆ざや化し、さらに54年度下期には「総利ざや」も初めて逆ざや化を余儀なくされた。このように、金融機関の収益という観点からみれば、資金調達コストの変動に見合っ貸出金利の決定への要請が強まっているとみられる。

米国などでは、貸出金利をCDなど資金調達レートにスライドして決定する慣行がみられるが、今後わが国でそうした方向に移行していくかどうか

か、注目される場所である。

ただ、貸出金利がコストの変動を弾力的に反映していくためには、貸出量の弾力的調節が不可欠と思われる。わが国の金融機関には貸出優先主義の姿勢が強く、貸出と債券等他の資産との間に金利裁定的な選択が働きにくいといわれている。これには様々の背景があろうが、現在のように債券の期間構成が極端に長期に偏っている場合、債券にキャピタル・ロスが生じる可能性や、資産の期間構成適正化の必要性を考慮するならば、ある程度金利を犠牲にしても貸出を優先していく傾向はそれなりに合理的な一面を備えている。こうした観点からみると、将来国債の期間多様化が一層すすむならば、金融機関の正常な金利裁定を促進する方向に資するものといえよう。

#### （貸出実効金利と企業行動への影響）

以上、今回引締め期における、貸出金利の上昇とその背景等について考察してきたが、最後に、

貸出金利を借手である企業サイドからとらえ、その上昇が昨年来の企業の在庫投資行動等に与えた影響につきみてみよう。こうした観点から問題となるのは、企業にとっての実勢借入コストである。

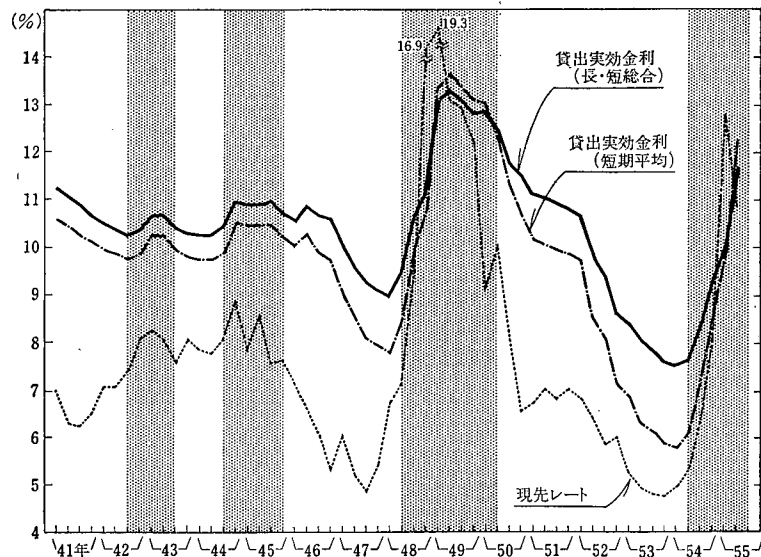
すなわち、わが国において、企業は金融機関との取引関係を長期にわたって円滑に維持していくために、ある程度借入金額に応じて預金を置く慣行がある。この預金は決して拘束預金のように払い出しが制約されているものではないが、企業の預金歩どまり率（現預金/借入金）は長期的にみてかなり安定している。

そこで企業が貸出を受けた場合、平均的な預金歩どまり率を除いた残りの部分を使うものと考えて、その1単位当りの調達コストを計算したのが第12図の貸出実効金利である。歩どまり預金を除いた部分に貸出金利の変動がすべてかかってくる計算になるので、貸出実効金利の変動幅は表面的な貸出金利の変動幅に比べてかなり大きい。特に短期貸出についての実効金利は大きな変動を示すようになってきており、52年以降、現先レートとかなり似通った変動を示すまでに至っている。

さて、最近、諸外国において、現実の金利水準から予想物価上昇率を引いた「実質金利」をもって、金融政策の強弱を測るひとつの指標とする思潮がみられる。これは、物価上昇率が金利水準を上回るとの見込みが強まった場合には、金融資産から実物資産への選好のシフトが起こり、総需要管理の面でも十分な効果をあげ難いという経験に基づいたものであろう。こうした考え方に従っ

【第12図】

貸出実効金利(都市銀行)の推移

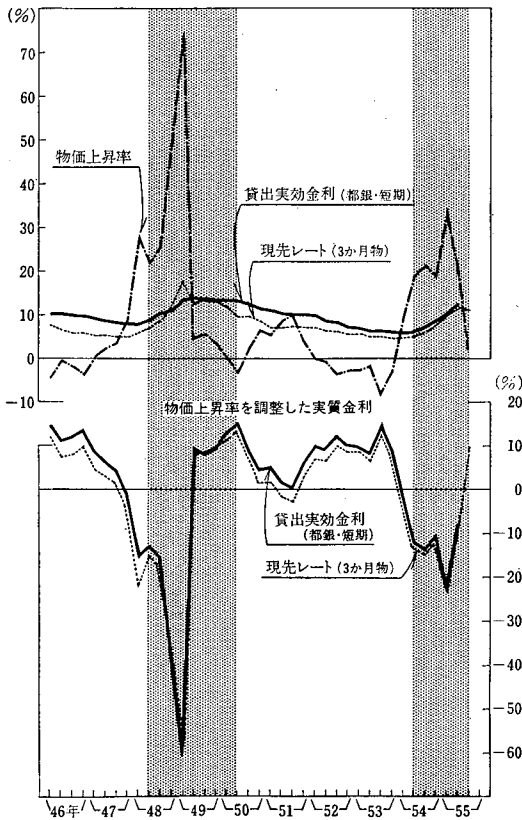


- (注) 1. 貸出実効金利(長・短総合) =  $\frac{\text{貸出約定平均金利(総合)} - \text{預金平均金利} \times \text{預金歩どまり率}}{1 - \text{預金歩どまり率}}$   
 貸出実効金利(短期平均) =  $\frac{\text{貸出約定平均金利(短期)} - \text{預金平均金利} \times \text{預金歩どまり率}}{1 - \text{預金歩どまり率}}$   
 なお、預金歩どまり率は大蔵省「拘束性預金等に関する報告集計表」の都市銀行における債務者預金/貸出の比率。  
 2. すべて期末水準。

て、わが国における貸出実効金利等の引上げの影響を検討してみよう。もっとも、予想物価上昇率を直接把握することは困難なのでここでは卸売物価指数のうち、企業の在庫投資と関係が深いと思われる製品原材料の上昇率(前期比、年率)そのものを使用した。この物価上昇率によって貸出実効金利や短期市場レートをデフレートした「実質金利」を算出してみると(第13図)、前回引締め期においては、表面的な金利水準がかなり上昇したものの、物価の上昇が急激かつ広範囲であったために、「実質金利」は大幅な低下を示したところから、この面から見る限りでは在庫投資等の抑制効果はかなり限定されたものにとどまり、むしろ金融機関貸出の窓口指導等量的な引締め政策が大きい

〔第13図〕

物価上昇率と実質金利



(注) 物価上昇率は卸売物価指数(製品原材料)四半期平均の前期比上昇率(年率)。

な効果をもったと考えられる。しかし、今回引締め期においては、金利の弾力化により金利水準がかなり急速に上昇を示した一方、物価上昇率は前回との比較では穏やかなものにとどまった(また早め早めの引締め措置により、企業の物価上昇予想自体も抑制されたと推察される)ため、実質金利の低下は比較的小幅にとどまったという結果が得られ、従って今回の場合は、金利引上げを通じて投機的な在庫積上げを抑制した度合はかなり大きかったと思われる。

もっとも、金利政策が効果を及ぼすには、それを受けとめる企業の方でも、金利や実物投資の収益率等を比較して最も有利な資産選択を行うという「金利マインド」が強まることが不可欠である。そこで、企業の資産選択状況と金利や収益率との関係について相関係数を計測してみると(第11表)、50年代に入って有価証券投資と現預金、在庫投資と借入金の間で正の相関関係(有価証券利回りが相対的に有利化すれば預金からのシフトが生じる等)が強まっており、これは企業が各種

(第11表)

企業の資産選択に対する金利の影響

——各資産・負債項目の残高比率と  
各項目の利回り比率との相関係数——

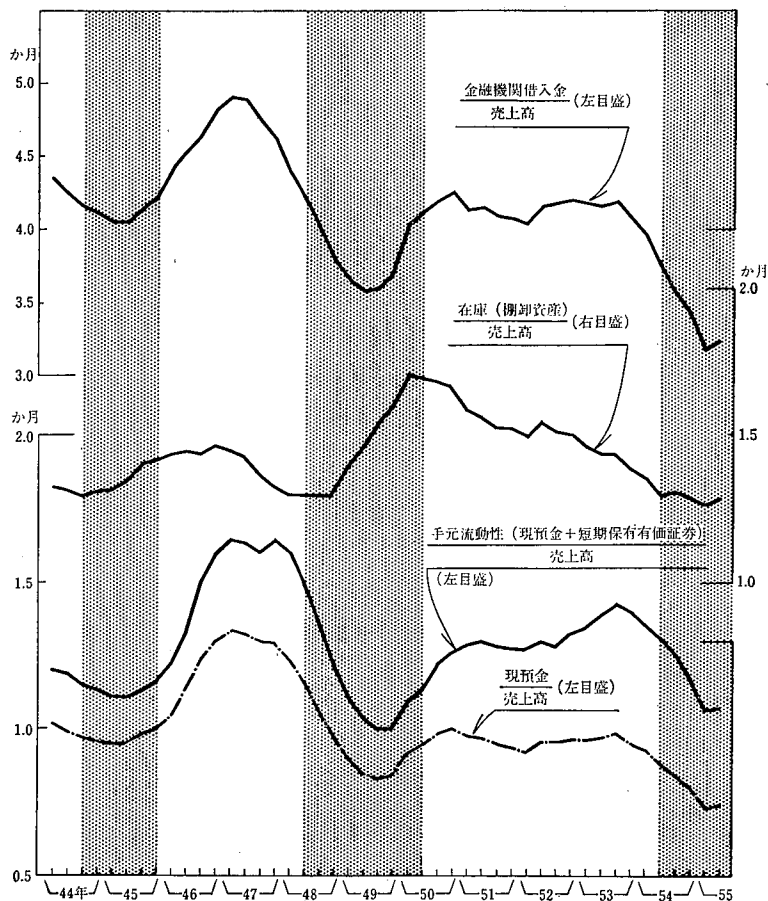
	42~45年	46~50年	51~55年
短期保有有価証券 現預金	-0.265	-0.141	0.348
棚卸資産 金融機関借入金	-0.179	-0.445	0.654
棚卸資産 金融機関借入金(短期)	-0.117	0.016	0.930

- (注) 1. 借入金は負の資産とした。  
2. 資産・負債の残高は主要企業短期経済観測ベース(季節調整済み)。  
3. 各項目の利回りは次のとおり。  
現預金……定期預金金利(1年物)  
短期保有有価証券……現先レート(3ヵ月物)  
棚卸資産……卸売物価指数(国内工業製品)の期中上昇・下落率(年率)  
金融機関借入金……貸出実効金利(都銀、長短総合)  
" (短期) " " (都銀、短期)  
4. 計測期間は42/4~6月から55/4~6月まで。

資産の収益率と借入コストとの裁定を従来よりも重視して行動するようになりつつある方向を示唆している。このことは企業サイドにおいても、金利政策が効果をあげうる土壌がしだいに整備されてきたことをあらわすものといえよう。ちなみに企業の在庫率の推移をみても(第14図)、今回物価上昇局面においては若干の上昇にとどまっており、投機的な在庫増しの動きが過去の局面に比べて相対的に小規模であったことがうかがわれるが、これは以上のような金利の弾力化と企業の金利マインドの向上が相まって、総需要管理の面で金利引き上げの効果が強まったことを示していると考えられる。

〔第14図〕

主要企業の在庫率・手元流動性比率(月平均売上高対比)の推移



(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」(全産業)ベース。