

## 今次金融緩和局面における金利変動の特徴について

### 〔要 旨〕

1. 今次金融緩和局面における金利動向についてみると、①減速経済の下、折柄の景気低迷も加わって、企業の資金需要が全般に停滞を続けているため、貸出金利が低下しているなかで、②短期金融市場を中心に金利裁定の動きが活発化する一方、③持続的な国債大量発行を背景に長期金利が高どまりを余儀なくされている、などの特徴がうかがわれる。すなわち、まず短期金融市場では、昭和53年以降一連の自由化措置が順次実施されたことを背景にコール・手形レートの動きが以前にもまして弾力化したほか、インターバンク・オープン両市場間の裁定もかなり円滑化しつつある。この間、日本銀行は保有TBの市中売却を実施したが、これもこうした両市場間の裁定を一層促進する役割を果たしたとみられる。
2. 一方長期債利回りは、金融緩和下にありながらこのところ大勢高どまりの傾向を続けている。これには米国高金利をはじめとする海外要因が響いた面もあるが、より基本的には国債の大量発行持続が背景となっている。この間、貸出金利は、長期プライム・レートこそこうした長期債利回りの高どまりを映じ捗々しい低下を示していないものの、企業サイドが割安な短期借入のウエイトを高めるなどの対応を示していることもあり、全体としては低下傾向をたどっている。
3. 以上のような流れのなかで、金利規制下にある銀行預金から自由金利商品（CD、現先等）あるいは高利回り資産（信託、金融債等）への資金シフトが活発化している一方、金融機関の融資採算も当面は改善しつつあるものの、過去の緩和局面との対比などでみると次第に悪化の方向をたどっているようにうかがわれる。

## 〔目 次〕

### はじめに

#### 1. 短期市場金利の動向

(インターバンク市場金利)

(オープン市場金利)

#### 2. 長期債利回りの動向

(長期債利回りの高どまりとその背景)

(長期債利回り変動の要因分析)

#### 3. 貸出金利の動向

##### (1) 短期貸出金利

(短期貸出金利の推移)

(短期市場金利と短期貸出金利の関係)

##### (2) 長期貸出金利

#### 4. 金利変動の金融機関融資採算に及ぼす影響

### はじめに

最近のわが国の金融・資本市場をみると、短期金融市場で自由化が進展する一方、国債の大量発行持続等を背景に債券流通市場がめざましい成長を示し、また内外金融も着実に一体化の方向に歩むなど、幾つかの大きな変化が生じつつある。この間、日本銀行による政府短期証券の市中売却など、新たな試みも行われている。こうしたなかで、各種短期市場金利の裁定関係の強まりあるいは長期金利の高どまりなどの現象が目立つようになっている。

本稿は、今次金融緩和局面を中心に最近の金利動向を概観し、その特徴点を分析するとともに、金利変動が金融機関の融資採算面に及ぼす影響を検討したものである。

#### 1. 短期市場金利の動向

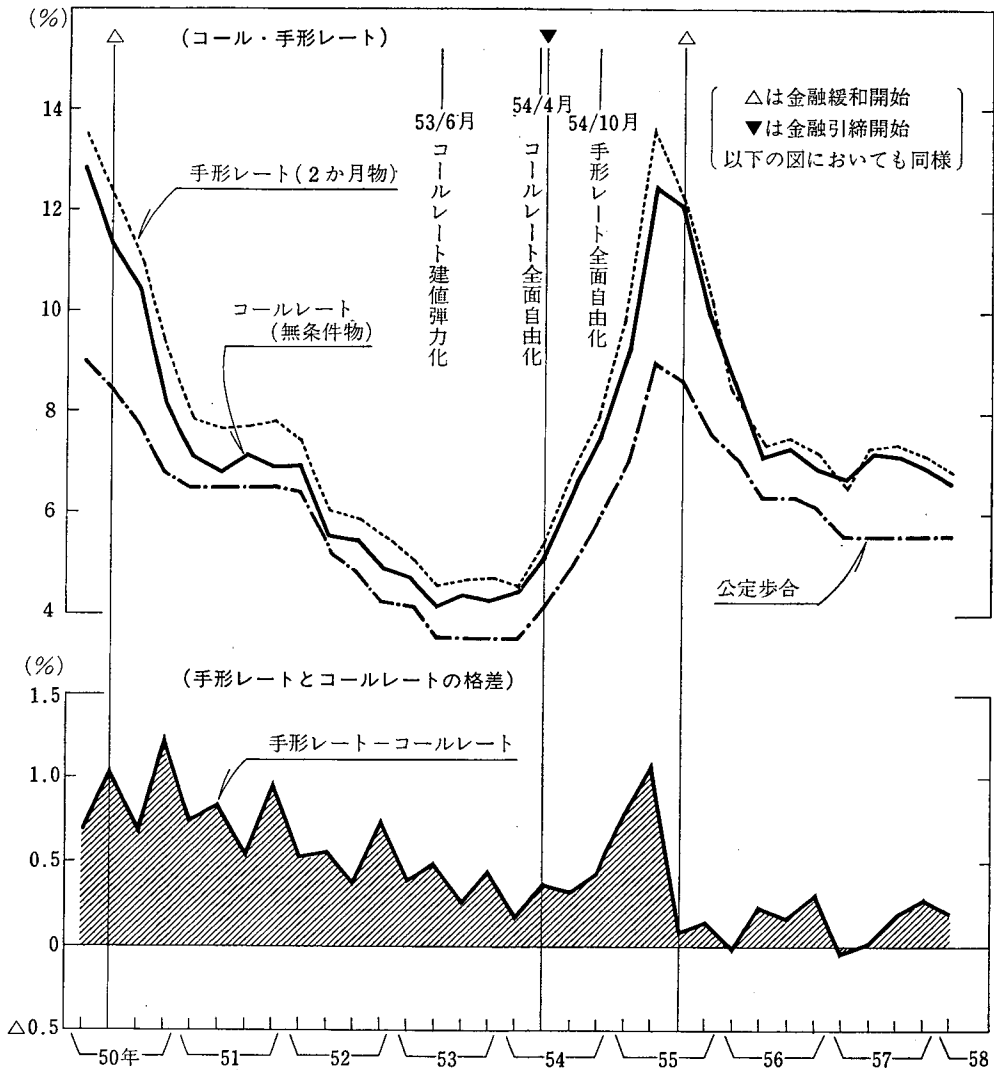
##### (インターバンク市場金利)

インターバンク(コール・手形)市場は周知のとおりわが国短期金融市場の中核をなしているが、ここでは昭和53～54年にかけて建値制の撤廃や、取引仕法の整備・多様化(2～7日物コール、1ヵ月手形の創設等)が積極的に進められ、その結果現在ではおおむね自由な金利形成が行われるに至っている(この間の事情については、調査月報55年10月号「最近の金利変動の特色について」を参照)。

55年夏頃から始まった今次金融緩和局面におけるコール・手形レートの変動をみると、こうした一連の自由化措置を背景に幾つかの新しい特徴が生じているようにうかがわれる(第1図)。まず第一にレートの動きが自由化以前と比べかなり弾力化したことである。コール・手形レートは従来からわが国の諸金利の中では比較的弾力的な動きを示していたが、それでも自由化以前においては、まず資金

〔第1図〕

## コ ー ル ・ 手 形 レ ー ト の 推 移



(注) 月中平均ベース。

の大手出し手である農林系統金融機関等と主な取り手の都市銀行との間において(レート水準に関する)コンセンサスを形成し、それに基づいてレートを決めていくといういわゆる建値方式をとっていたため、レート変更がとかく機動性を欠き、日々の資金需給の変化が実際のレートになかなか反映されない嫌いがあった。とくに市場関係者の先行きの金利に関する予想(期待)が急速に変化する場合にはレートが市場実勢を追い切れず、円滑な取引の妨げとなる事態も時には見受けられた。これに対し自由化以降はレート変更が日常化し(注1)、日々の資

金需給の状況や、市場関係者の先行きの金利に関する予想などを肌目細かく反映するようになっており、そうしたなかで市場筋の感覚も「レートは日々変化するもの」という方向で次第に定着しつつある。

第二の特徴は、インターバンク市場における金利の期間構造が弾力化したことである。すなわち、期間の短いコールレート(1～7日)と相対的に期間の長い手形レート(1～4ヵ月)との間にはかつては手形レートが必ずコールレートを上回るという固定的な関係(注2)が存在していたが、自由化以降においては往々にして手形レートがコールレートを下回るケースも生じるようになってきている。これは、日本銀行の金融調節態度や先行きの資金需給予想等を眺めて市場関係者の間に例えば金利先安観が強まるような局面では、資金の出し手が相対的に長目の運用(手形購入)志向を強める一方、資金の取り手は短期調達(コール取入れ)志向を強めるが、インターバンク市場の自由化に伴いこれが素直に手形レートの低下、コールレートの上昇に結びつくようになったからである。要するにインターバンク市場の自由化により金利裁定が活発化し、将来の金利予想を反映した金利の期間構造が形成されるようになってきたといえる。

第三の特徴としては、今回の緩和局面では、公定歩合水準と比較してインターバンク市場金利が概して高目に推移したこと(特に57年3月以降)があげられよう。これは、当時円相場が極めて不安定な動きを示すなかで、国内市場関係者の

間で目先き大幅な資金余剰期を控え金利先安観が広がりつつあったが、こうした金利先安観が行過ぎて、結果的に一層の円安

(第1表)

コール・手形レート年間変更回数の推移

	50年	51	52	53	54	55	56	57
コールレート	15	9	20	56	80	178	204	202
手形レート	10	7	9	9	41	61	46	24
(参考) 公定歩合	4	0	3	1	3	4	2	0

- (注) 1. コールレートは無条件物。手形レートは2ヵ月物。  
2. 中心レートの変更回数。

(注1) インターバンク市場金利の変動回数をみると、自由化以前は公定歩合変更時を除けば、通常、コールレートの場合月中1～2回程度、手形レートの場合はさらに低い頻度にとどまっていたが、自由化以降はコールレートがほぼ連日変動するようになってきているほか、手形レートの変動回数もかなり増加している。ちなみに、公定歩合の変更がなかった51年と57年の各1年間における手形レートの変動回数を比較すると、51年中の7回に対して57年中は24回に上っている(第1表)。

(注2) こうした固定的な関係は、「期間の長い金利はリスク・プレミアム分だけ期間の短い金利よりも高くなるのが当然」という「金利体系論」がインターバンク市場にもリジッドに持込まれていたものとして理解されよう。

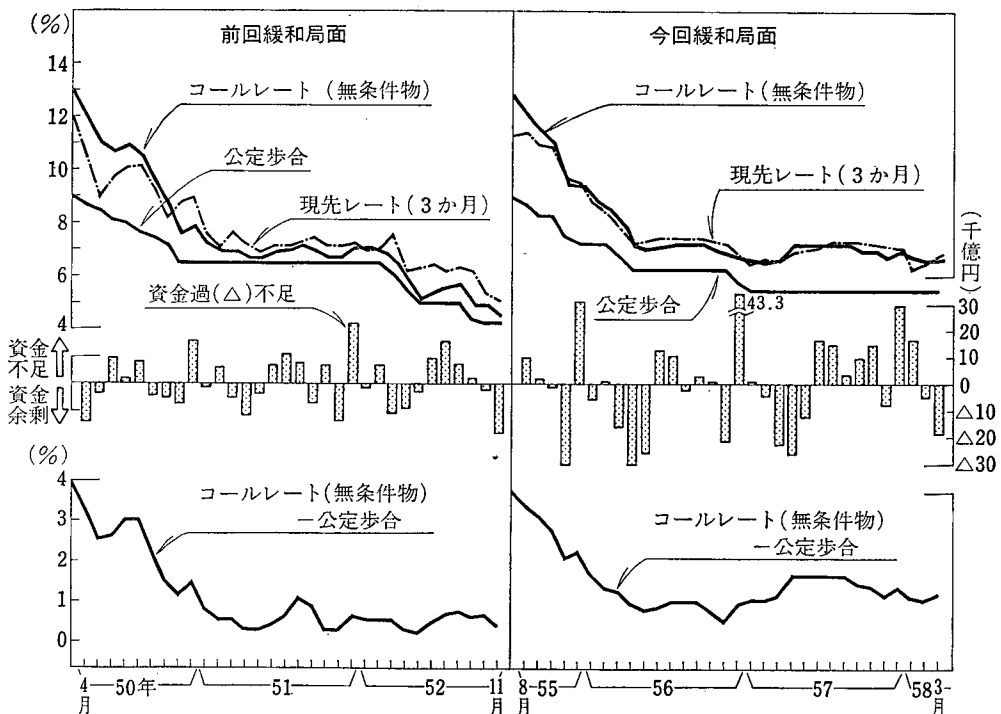
化につながることを防止する見地から、日本銀行がインターバンク市場における日々の金融調節を通じ短期市場金利を公定歩合との対比で相対的に高目に維持する、いわゆる「高目誘導」を実施したことによるものである(第2図)。この結果、それまで6%台で推移していたコール・手形レートは57年3～5月の大幅資金余剰期にかけて7%台に上昇した。このように公定歩合が据置かれ、しかも資金余剰期を迎えるなかでインターバンク市場金利が迅速に上昇したのは、上記の一連の自由化措置を背景に、インターバンク市場金利が公定歩合とは一応独立に日々弾力的に変動するシステムが確保されるようになっていたこと、およびその結果日本銀行の金融調節態度が市場参加者の先行き金利予想に与える影響度も強まったことなどに負うところが大きであったといえよう(注3)。

### (オープン市場金利)

次に金融機関に加えて事業法人等の多様な投資主体が参加するオープン市場に

〔第2図〕

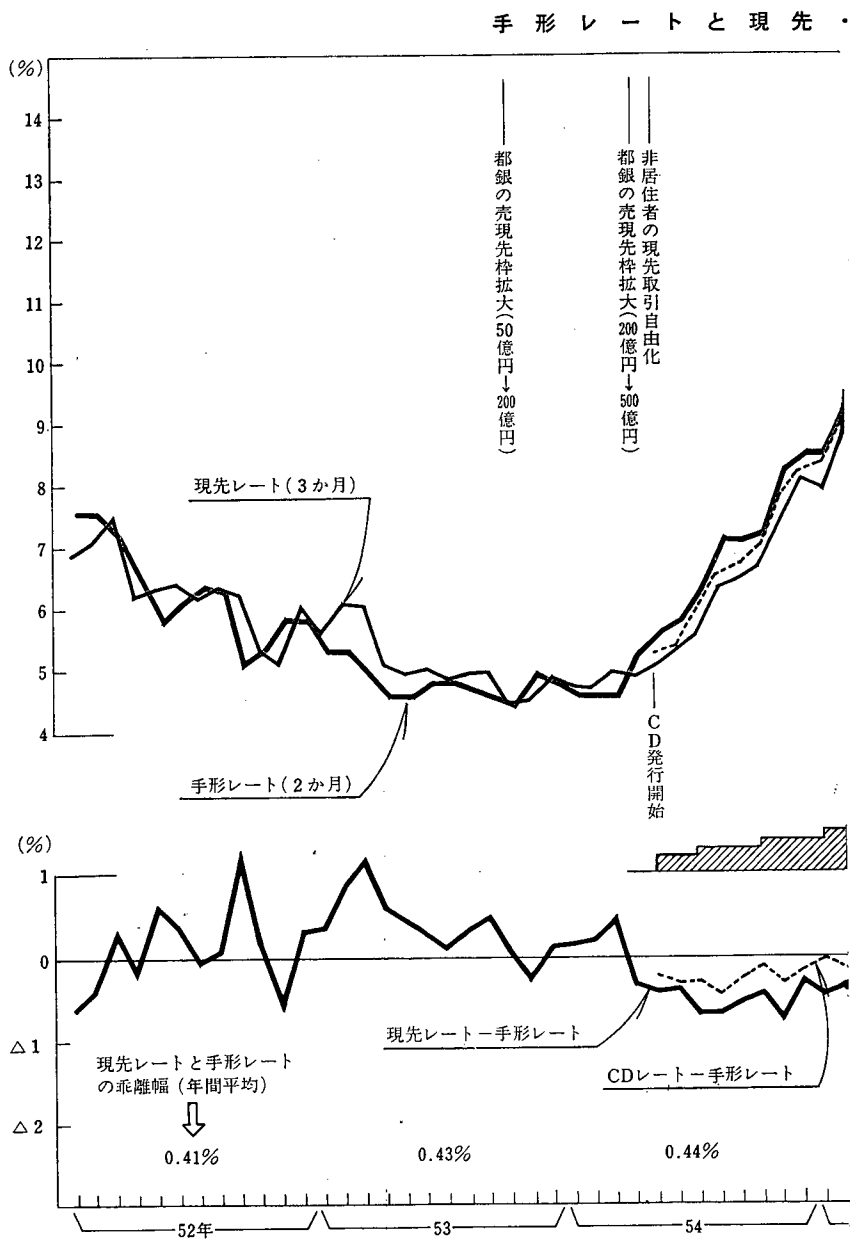
### 短期市場金利の推移



(注) 金利は月中平均。

(注3) 日本銀行が56年3月に創設した基準外貸付制度はこれまでのところ未発動であるが、上記のような状況のなかで短期金融市場の金利全般を強力かつ迅速に誘導しなければならない事態に備えて予め用意されている政策手段として位置付けられる。

〔第3図〕

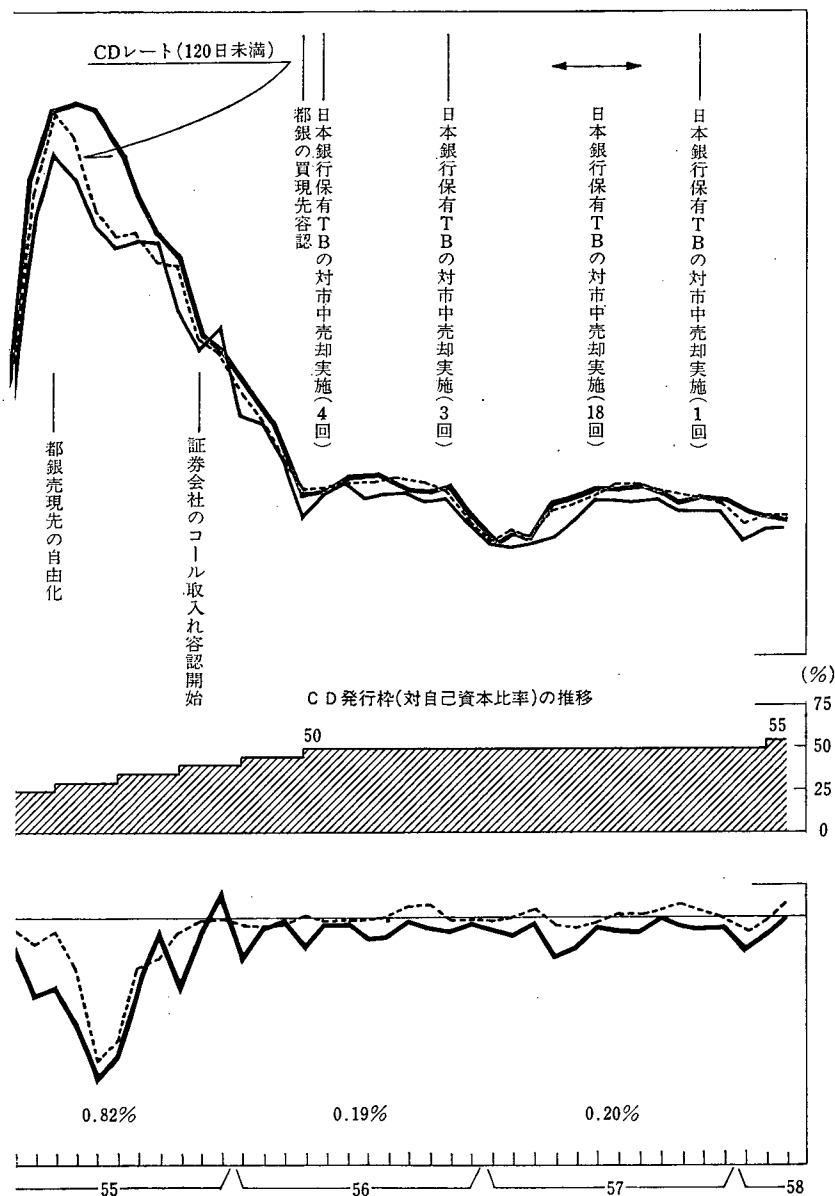


(注) 金利は月中平均。

目を転じ、そこにおける最近の金利変動の特徴をみてみよう。

わが国の場合、オープン市場の代表的な存在としては現先・CD市場があげられるが、これらの市場の金利と上述のインターバンク市場金利との関係をみると、まず第一に最近両者の裁定関係がとみに強まっていることがわかる(第3図)。現先市場は主として事業法人による余資運用の場であるが、そこにおいて形成さ

## C D レートの推移



れる金利とインターバンク市場金利とでは、今次緩和局面に入るまではさまざまな制約の存在により金利裁定が必ずしも円滑に行われず、そのため両者の間に大幅な乖離が生ずることも屢々であった。こうした状況を改善して金融政策運営の上で金利機能の一層の活用を図る見地から、53～55年にかけてインターバンク・オープン両市場間の金利裁定に対する制約の大幅な緩和(現先取引に関する制約

の除去等)が行われた。その結果、金融機関や証券会社等による金利裁定取引が従来と比べ格段に活発化することとなったが、この間新たにCD市場が創設されたことおよび内外金融の一体化が進展したこと(後述)もこうしたインターバンク市場金利からオープン市場金利への波及テンポを一段と速める役割を果たした(注4)。ちなみに手形レートと現先・CDレートとの時差相関係数をみると自由化措置実施の時期を境に係数が目立って大きくなっており、両者の裁定関係が次第に密接化しつつあることを物語っている(第2表)。57年3月以降の高目誘導期においてインターバンク市場金利の上昇が、オープン市場金利にも速やかに波及したが、これにはこのような両市場間の裁定取引活発化が大きく寄与している。

このようにインターバンク市場とオープン市場との間の金利裁定は従来に比べ格段に円滑化した、現在まだ特にCD取引について期間(現行3ヵ月以上6ヵ月以内)、取引ロット(現行5億円以上)の面でかなり大きな制限が残っており、これが両市場間の自由な金利裁定を何がしか制約している点には留意しておく必要があらう。

なお、日本銀行は56年春以降政府短期証券(TB、以下同じ)の自行保有分を適宜市中に対し売却してきているが、これは、売却レートが主としてその時点における手形レートを基準に設定され、かつTBの主な購入者が現先・CD市場とか

(第2表)

手形レートと現先・CDレートの時差相関

X	Y	計 測 期 間	X→Yのタイムラグ			
			当 月	1ヵ月後	2ヵ月後	3ヵ月後
手形レート (2ヵ月物)	現先レート (3ヵ月物)	46/7月～53/12月	0.344	0.182	0.094	0.121
		54/1月～58/1月	0.851	0.433	0.149	0.089
	CDレート (120日未満)	54/6月～58/1月	0.931	0.456	0.082	0.004

(注) 月中平均値の前月差により計測。

(注4) 主要な緩和措置としては、次のようなものがある。まず、インターバンク市場において最大の資金取り手である都市銀行に対して課されていた売り現先に関する量的制限を53年以降漸次緩和、55年にこれを事実上撤廃し、さらに56年には買い現先も容認することとなった。この間、54年5月にCDが導入されたが、その後CD発行枠(当初、自己資本の10%)は段階的に拡大され、58年3月現在で自己資本の55%相当まで発行できることとなっている。また、証券会社のコールマネー取入れについては55年11月にまず上位4社に容認したのを皮切りに、その他の証券会社に対しても順次容認の範囲を拡大した。



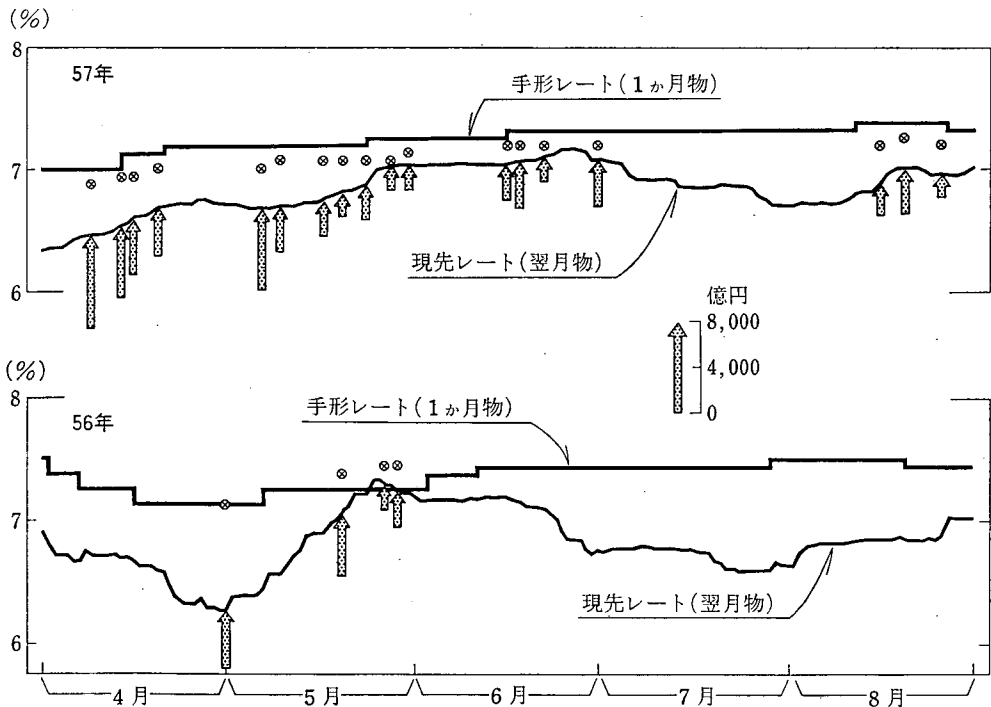
かわりの深い事業法人であることなどから、インターバンク市場金利とオープン市場金利の裁定を促進する要因として働いたとみられる(第4図)。

日本銀行は今後とも金融調節上の必要に応じTB売却を活用していく方針であるが、そうしたことを通じてインターバンク・オープン両市場間の金利裁定取引が一段と活発化していくことが展望される。

さらに最近における短期金融市場、とりわけオープン市場の金利変動との関連で見逃せない点は、55年12月の外為新法移行などを一つの契機として金利裁定取引が国内市場相互間のみならず海外市場との間においても活発に行われるようになってきていることである。これは例えば最近1～2年にかけて内外金利差(直先スプレッド調整後)と短期性資金(居住者外貨預金、非居住者円預金、短期インパクトローン等)の流出入の動きが極めて密接化していることなどからも容易に裏付けられる(第5図)。これは、在日外銀、証券会社、生・損保、あるいは事業法人等が国内、海外を含め最も採算的に有利なチャンネルによる運用、調達を心がけていることや、海外との取引形態も非居住者円預金、短期インパクトローン、居住

〔第4図〕

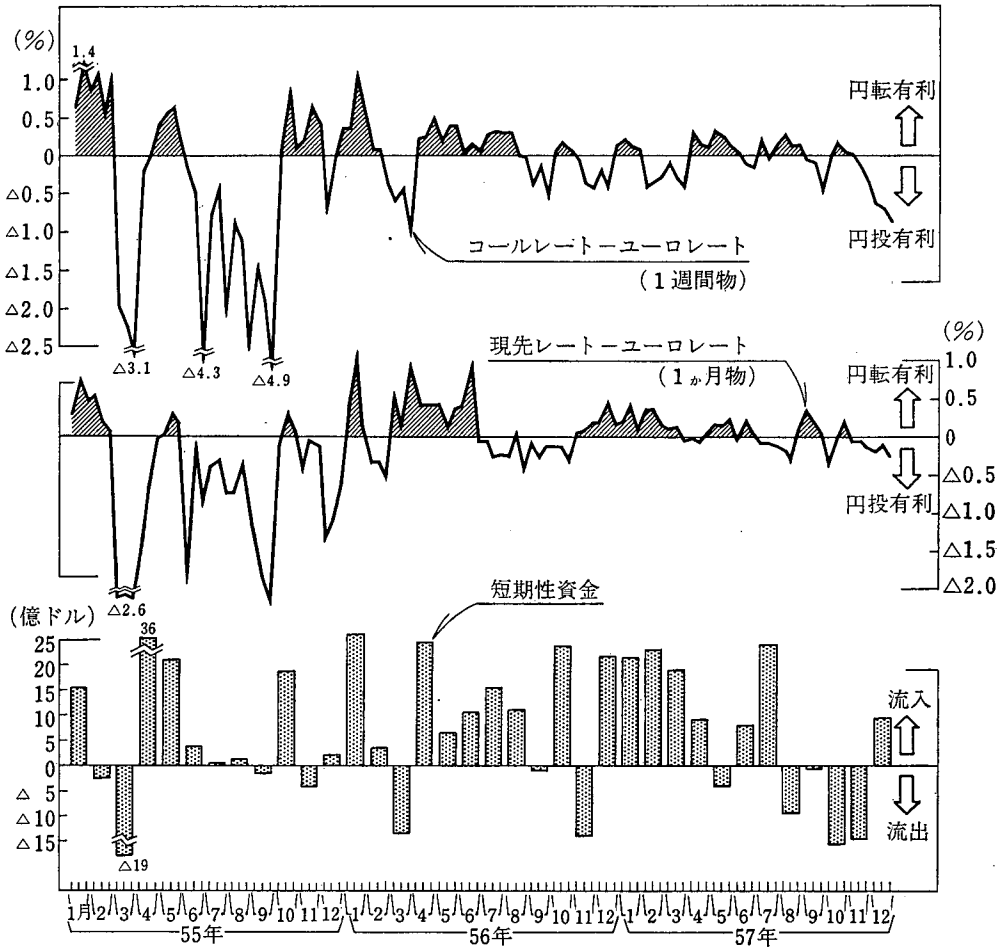
政府短期証券売却時における手形レート、現先レートの推移



- (注) 1. 矢印は日本銀行による政府短期証券の対市中売却のタイミング、ロットを示す。  
2. ⊗は証券会社、金融機関の仕入れレートを示す。

〔第5図〕

## 内外金利差と短期性資金の流出入状況



(注) 内外金利差は旬平均(直先スプレッド調整後)。

者外貨預金、海外債券購入等益々多様化してきていること、などによるところが大きい。今後は、こうした海外市場との金利裁定取引が一段と活発化し、それに伴い内外金融市場の一体化も一段と進展すると予想される。

## 2. 長期債利回りの動向

(長期債利回りの高どまりとその背景)

このところ短期市場金利とともに多くの注目を集めているのが長期債利回りの動向である。近年長期債の流通利回りは市場の需給等に応じ自由な変動を示しているが、これには、まず昭和50年代における持続的な国債大量発行を基本的背

景としつつ、52年以降国債流動化のための措置(国債引受けシンジケート団の加盟金融機関に対し、保有国債の対市中売却を解禁(注5))が実施されたことなどから、国債を中心とした長期債の流通市場が急速な発展を遂げたことが大きな前提となっている。この間、既発債の売買方式として例えば日本銀行の国債オペレーションや資金運用部・国債整理基金の国債対市中売買において公募入札方式が採用された一方、取引所において国債大口売買取引制度(注6)の導入により実勢を反映した国債流通利回りの公示に努めたことなども自由な流通利回りの形成に寄与したものとみられる。こうしたなかで、市場参加者も金融機関のほか機関投資家、事業法人、海外投資家、および個人等次第に多様化の方向に進んでいる一方、証券会社も先行き利回り予想に応じて在庫債券を積増し・圧縮するいわゆるディーラー機能を拡充させるなど、長期債流通市場はこのところ質量ともに一段と厚味を加えつつある(最近の債券流通市場の発展の詳細については調査月報57年3月号「近年における債券流通市場のパフォーマンスについて」を参照)。

最近の長期債流通利回り(以下では代表的なものとして国債最長期物の利回りをとりあげる)の足取りをみると、まず前回引締期に大幅に上昇、その後55年夏頃から緩和局面に入ったにもかかわらず56年と57年の2回にわたって上昇場面を迎えるなど一高一低を繰り返すなかで総じて高どまりの様相を呈しており、前回緩和局面に順調に低下したのとは対照的な動きを示している(第6図)。そこで以下ではまず長期国債流通利回りがわが国の場合如何なるメカニズムにより決定されているかを分析し、次いでそうした分析を踏まえつつ今次緩和局面における利回り高どまり現象の背景を探ってみることとする。

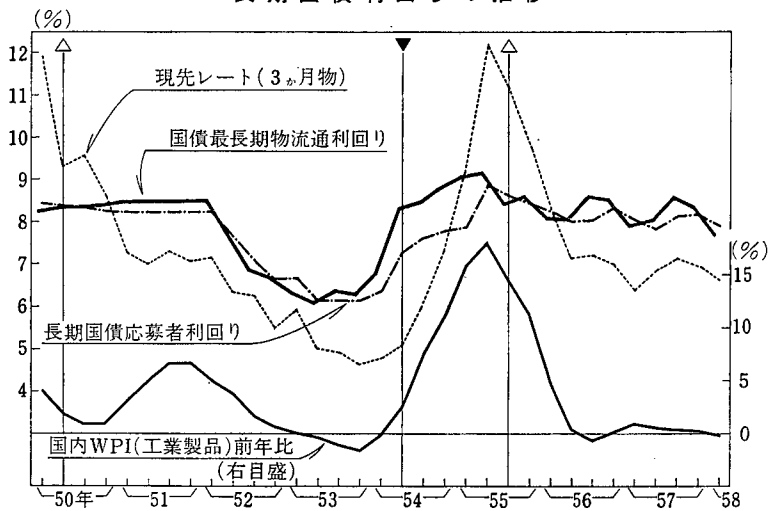
一般に企業等が長期資金を調達する場合、長期債の発行等による方法と、短期的な手段による調達を繰返し(ころがし)て実質長期の資金を調達する方法とがあり、この両者の資金コストには本来あまり大きな差がないと考えられることから、長期金利は当該期間内において予想される短期金利水準と密接な関係にある

(注5) シン団加盟金融機関が引受けた長期国債に対する売却制限は、まず52年4月に発行後1年を経過した特例国債、同年10月に発行後1年を経過した建設国債の売却が各々容認されたのに続き、55年5月には売却制限期間が証券取引所上場時(発行後7～9か月)までに短縮された。その後、56年4月に同売却制限期間はさらに約100日まで短縮された。

(注6) 債券の場合、取引所取引はそれまで小口の売買が大宗を占めていたが、公正なレート形成およびその公示機能の一層の充実を図るねらいから、ロットの大きい取引をも併せて認めることとしたもの(54年4月)。取引単位は額面1,000万円。1億円以上の取引については銘柄ごとに前場、後場の始値、高値、安値、終値が公表される。

〔第6図〕

## 長期国債利回りの推移



(注) 金利は月中平均。

とみられる。従って長期金利の決定にあたっては、人々の短期資金需給の先行き—およびその結果としての短期金利水準の先行き—に関する予想(期待)が大きな役割を果すこととなる。

反面、こうし

た2つの調達方法はコスト(ないし収益性)以外の点—例えば流動性やリスクで資金の取り手、出し手の双方にとって意味合いが異なることも事実で、必ずしも両者が完全に相互代替的という訳ではない。従って長期金利は短期のみならず長期資金自体の需給の影響も受けると考えるのが現実的であろう。

以上のことは長期債利回りを決定する要因として大別して①将来の短期金利の動向に関する人々の「予想」と、②長期債の需給(特に長期債の発行規模)の2つを考える必要があることを示唆している。

このうちまず前者についてみれば、短期金利はその時々における金融政策を反映している面が大きく、人々も先行きの予想にあたっては金融当局の意向を推し量りつつ、これに当面の期待インフレ率を織込んで行動するものと考えられる。こうした考え方を念頭に置きつつ、長期債利回りと短期金利(現先レート、3ヵ月物)、インフレ率(国内WPI<工業製品>前年比)の動きを比べてみると、以下のとおり前回緩和局面と今次緩和局面との間に大きな違いがあることがわかる(第6図)。すなわち、まず前回緩和局面においては、特に金融緩和の浸透した52～53年にかけて、短期金利やインフレ率の低下に呼応する貌で長期国債利回りも漸次低下した(長期国債利回り・短期金利・インフレ率の相関度が高い<第3表>)。これに対し、今次緩和局面は、短期金利やインフレ率は前回同様かなりの低下を示しているにもかかわらず、長期国債利回りは下げ渋りの状況にある(長期国債利回り・短期金利・インフレ率の相関度が低い)。これからみる限り、人々の短

期金利やインフレ率に関する予想(注7)は、前回緩和局面の長期国債利回りの動きを説明できても、今次緩和局面における利回り高どまり現象の説明要因としては不十分と考えざるを得ない。

そこで今度は長期債利回りを決定する前記②(長期債の需給)の要因について考

(第3表)

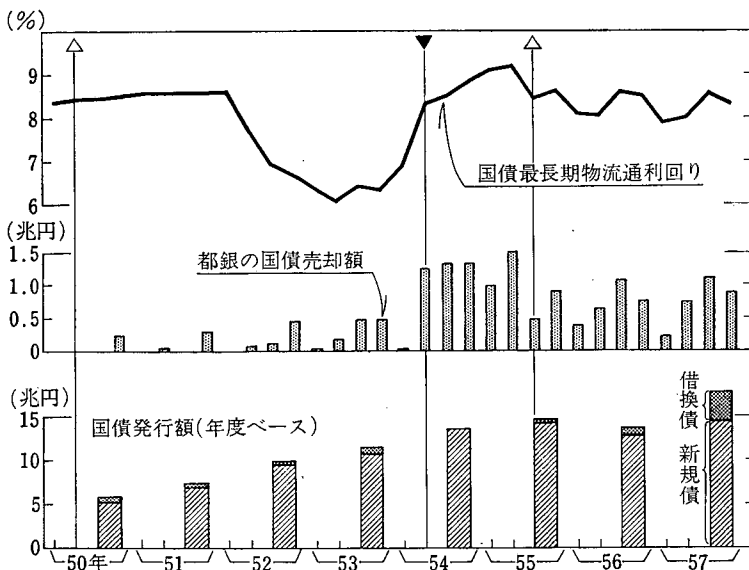
国債最長期物流通利回りと  
現先レート、WPIの相関係数

	52/4月～ 58/2月	52/4月～ 55/9月	55/10月～ 58/2月
現先レート (3か月物)	0.699	0.730	0.397
国内WPI (工業製品) 前年比	0.607	0.870	0.200

えてみよう。そのために長期国債の流通利回りと国債の発行額との関係をみてみると、53年頃までは利回りと発行量は比較的相互に独立した動きを示している(第7図)。これは、その頃までは国債の大量発行が始まってまだ比較的日子が浅く、都銀を主体とするシ団引受けが一種のクッションとして

[第7図]

長期国債利回りと国債発行の推移



- (注) 1. 長期国債利回りは月中平均。  
2. 都銀の国債売却額は四半期ベース。日本銀行の国債オペレーションを含む。

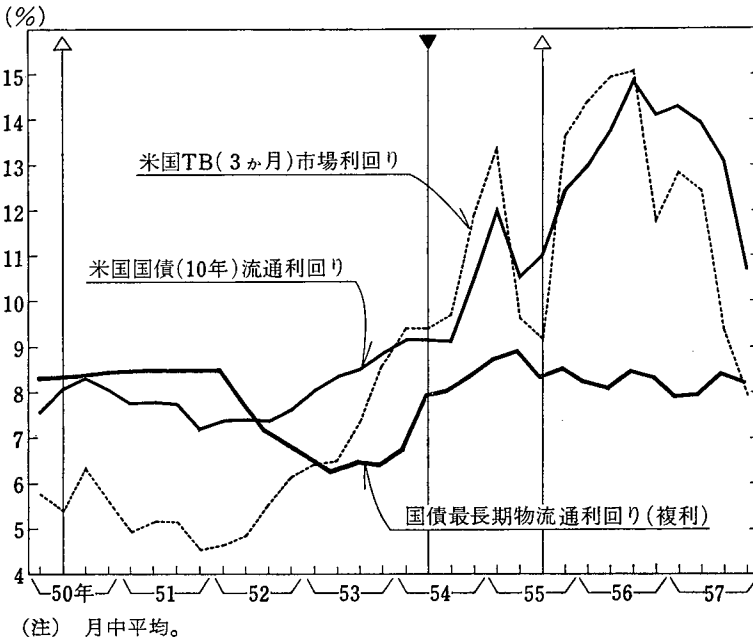
の役割を果たしたほか、52～53年にかけては折柄の金融緩和を背景に金利先安感が台頭した等の事情も重なって、大量発行がストレートに流通市場に響かなかったため、とみることもできる。しかし、その後一特に今次緩和局面に入ってから一は国債

(注7) 短期金利・インフレ率について、ここでは予想(期待)のかわりに現実の動きを用いているが、もとより両者はいつも同じ動きを示すとは限らない。しかしある程度長い期間をとれば両者はおおむね同方向に動くと考えられることは許されよう。

の大量発行に見合った形で長期国債利回りの高どまり現象が明確となっている。これは、国債発行残高が累増するにつれ、もともと貸出選好の強い都市銀行等が、折柄保有国債の対市中売却制限が一層緩和されたこともあって(前出(注5)参照)、手持ち国債の積極的な売却により国債引受けによる資金ポジション面への圧迫を少なくし貸出のための余力を蓄えるという仕振りに転じたため、国債の大量発行がより明確な形で流通利回りに反映するようになった、と理解されよう(注8)。特に57年度以降は、景気停滞の長期化に伴い税収不足が深刻化し、「財政再建」を巡る不透明感が強まるなかで、借換債の問題も絡み「当分の間国債の大量発行継続不可避」との予想が広範化し、これが国債市況の圧迫要因として大きな影を

〔第8図〕

長期国債利回りの推移と海外金利



以上、2つの主な長期債利回りの決定要因をわが国の実情を踏まえつつ分析してきたが、ここで、内外金融一体化の進展などを背景に近年影響を強めている海外金利—特に米国金利—について若干付言しておこう。海

(注8) もとより、ここで都銀の手持ち国債売却は、国債流通利回りの低下によって、あくまで現象面でのチャンネルに過ぎず、原因は国債の大量発行自体に求められるべきであろう。

なお、都市銀行の年間における中長期国債引受額および同売却額の推移は次のとおり(単位、兆円)。

	引受額	売却額		引受額	売却額
50年	1.3	0.3	54年	3.5	3.9
51	2.6	0.4	55	2.9	3.9
52	2.4	0.8	56	2.5	2.9
53	3.5	1.2	57	2.7	3.0

外金利も基本的には上述の2つの要因を媒介に国内の長期債利回りに影響を及ぼすが、これを今次緩和局面に即してみると、55年後半から56年央頃にかけて、長短ともに米国金利がわが国の金利を大幅に上回り(第8図)、これがさまざまなルートを通じてわが国の長期債利回りにかなり強い上昇圧力をもたらし、長期債利回り高どまりの一因となったとみられる。その場合のルートとしては、上述の2つの長期債利回り決定要因に対応して、次の2通りが考えられる。一つは、海外金利の上昇に伴い、内外金利差が拡大し、これにより円先安観が強まると、市場関係者の間に次に日本銀行が円安防止の観点から国内短期市場金利を高目に誘導するのではないかと億測が強まり、これが短期金利先高観をうみ、その結果長期債利回りも上昇する、といういわば「期待」を通ずるルートである。もう一つは海外金利の上昇により海外金融資産の期待収益率が上昇すると、海外金融資産と国内金融資産との間に本邦資本流出増ないし海外資本流入減の貌で(為替リスク・アンカバーの)金利裁定が働くため、わが国の長期債市場の需給が軟化し、その結果長期債利回りが上昇する、といういわば直接的なルートである。

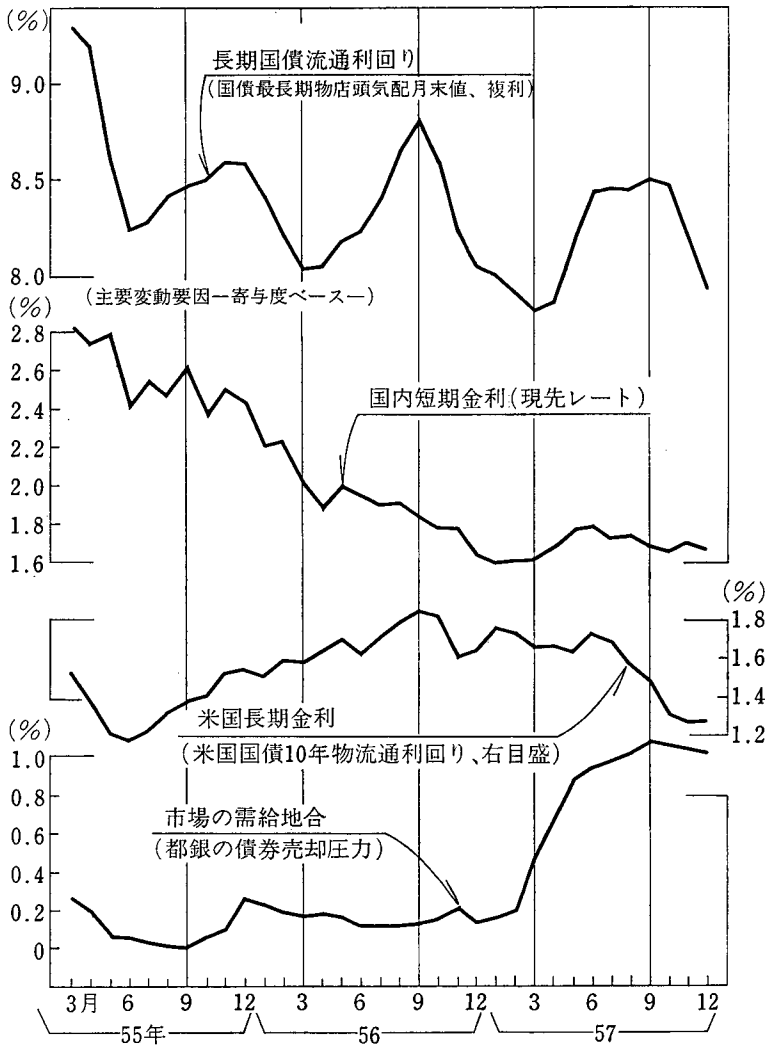
#### (長期債利回り変動の要因分析)

最後に今次緩和局面における長期国債流通利回りの変動を、上述のような考え方に即して計測した回帰式を用いて、より具体的に要因別に分解してみよう。回帰式の計測にあたっては、国債流通利回り(最長期物)を被説明変数として、これを①短期金利の先行きに関する予想を表わす変数としての現先レート(3ヵ月物)の分布ラグ、②持続的な国債の大量発行の影響を流通市場に伝える直接のチャンネルとしての都銀の「債券売却圧力」、③海外要因としての米国金利(米国国債10年物利回り)等により説明する形をとることとした(第9図)。

この回帰式に基づき要因分解を行うと、56年度初から上期にかけての利回りの急上昇については米国長期金利の上昇が大きく影響したこと、および57年度中の利回り上昇については国債の大量発行を背景とした都銀等の債券売却圧力の増大による市場の需給地合悪化が最大の要因であったこと、などの結果が一応得られる。

〔第9図〕

長期国債流通利回り



	56/3月末→9月末 変化幅	57/3月末→9月末 変化幅
長期国債流通利回り	0.7 %ポイント	0.7 %ポイント
(寄与度) 短期金利の「期待(予想)」要因	▲0.1	0.1
海外金利高要因	0.4	▲0.2
国債の大量発行要因 (都銀の「債券売却圧力」)	0.0	0.6
その他	0.4	0.2



## 変 動 の 要 因 分 解

〔要因分解式〕

$$\text{長期国債流通利回り} = 0.212 \times (\text{現先レート}) + 0.0327 \times \sum_{i=1}^9 W_1 (\text{現先レート})_{-i} - 0.5803 \times (\text{クーポンレート})_{-1} \quad (7.6) \quad (1.6) \quad (5.6)$$

$(R^2=0.906)$   
 $(D.W.=0.87)$   
 計測期間  
 $\%4\text{月} \sim \%12\text{月}$   
 ( )内は t 値

$$+ 1.3484 \times (\text{都銀債券売却圧力}) \quad (8.5)$$

$$\begin{aligned} & + 0.1207 \times \left( \begin{array}{c} \text{米 国 国 債} \\ \text{10年物利回り} \end{array} \right) - 1.0892 \times \left( \begin{array}{c} \text{経常収支累積額} \\ \text{経常受払計} \end{array} \right) \quad (2.7) \quad (5.2) \\ & + 2.0006 \times \sum_{i=0}^6 W_2 \ln \left( \begin{array}{c} \text{国内WPI・工業製品} \\ \text{米国WPI・工業製品} \end{array} \right)_{-i} \quad (2.0) \end{aligned}$$

$$+ 5.8963 \quad (7.7)$$

W<sub>1</sub>: ウエイトは 1 か月前 0.116、2 か月前 -0.262、3 か月前 -0.462、4 か月前 -0.377、  
 5 か月前 -0.067、6 か月前 0.334、7 か月前 0.633、8 か月前 0.667、9 か月前 0.418

W<sub>2</sub>: ウエイトは 当月 0.28、1 か月前 0.24、2 か月前 0.19、3 か月前 0.14、4 か月前 0.10、  
 5 か月前 0.05、6 か月前 0.01

W<sub>1</sub>、W<sub>2</sub>はシララグを使用。

- (注) 1. 海外要因のうち、経常収支累積額/経常受払計、および国内WPI・工業製品/米国WPI・工業製品は、為替レートの変化に伴う内外金融資産の期待収益率変化を通じて長期債流通利回りに影響を与える要因を示す。なお、経常収支累積額は昭和40年4月を起点とする累積額。
2. 都銀の債券売却圧力は、貸出および有価証券(売却前)の前月比伸び率が資金量の伸び率を上回った部分(対資金量比率、季調後、5 か月加重移動平均)。
3. わが国では金融機関を中心とする投資家の直利指向(債券買入れ価格に対するクーポン収入の比率を重視する傾向)によって、クーポンレートが低いと流通利回りが高くなる傾向があり、これを調整するためクーポンレートを説明変数に採用。

## 3. 貸出金利の動向

これまでわが国の代表的な自由金利市場である短期金融市場と長期債流通市場における金利変動の特徴を今次緩和局面を中心にみてきたが、次にこうした自由金利市場との関連で最近における貸出金利動向およびその特徴点を分析してみよう。

### (1) 短期貸出金利

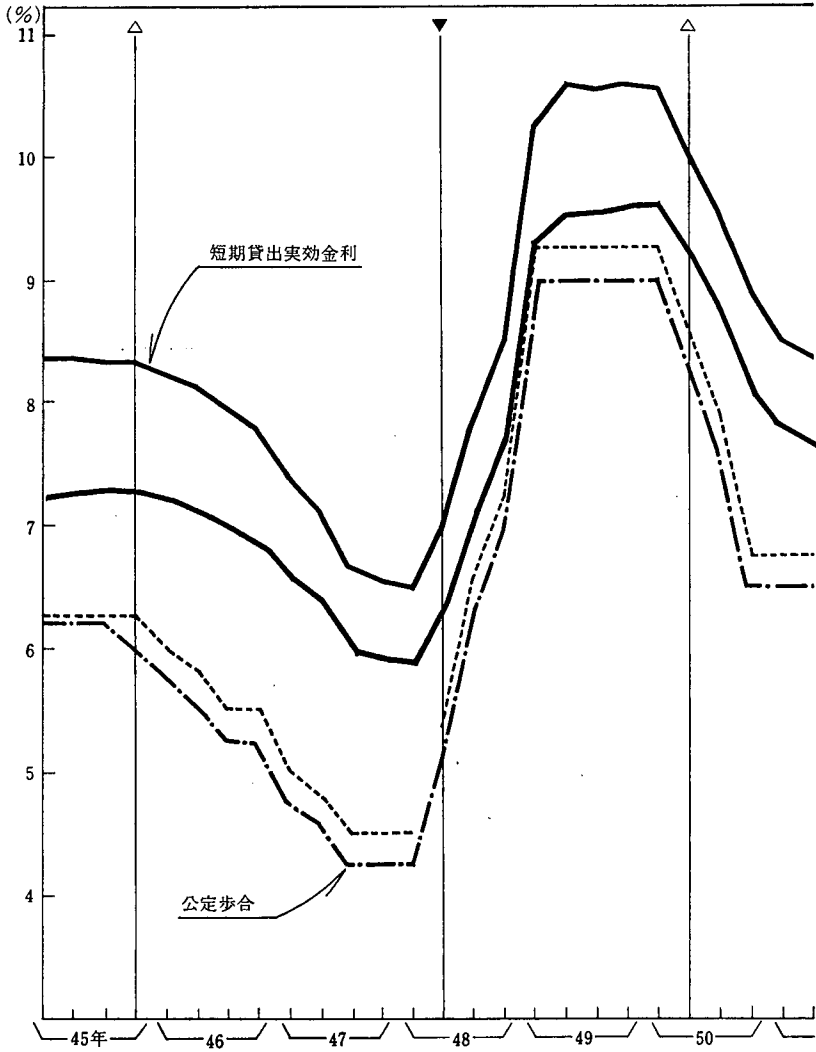
(短期貸出金利の推移)

今次緩和局面における短期貸出金利の動向をみると、55年8月以来4回にわたる公定歩合および短期プライム・レートの引下げ等(注9)を背景に最近に至るま

(注9) 短期プライム・レートは、伝統的に公定歩合の0.25%高の水準で公定歩合の変更の都度それにフル・スライドする形で決められていたが、56年3月公定歩合の1%引下げに際しては0.75%の引下げに止められ、それ以降現在まで公定歩合の0.5%高の水準で推移している。

〔第10図〕

短 期 貸 出 金



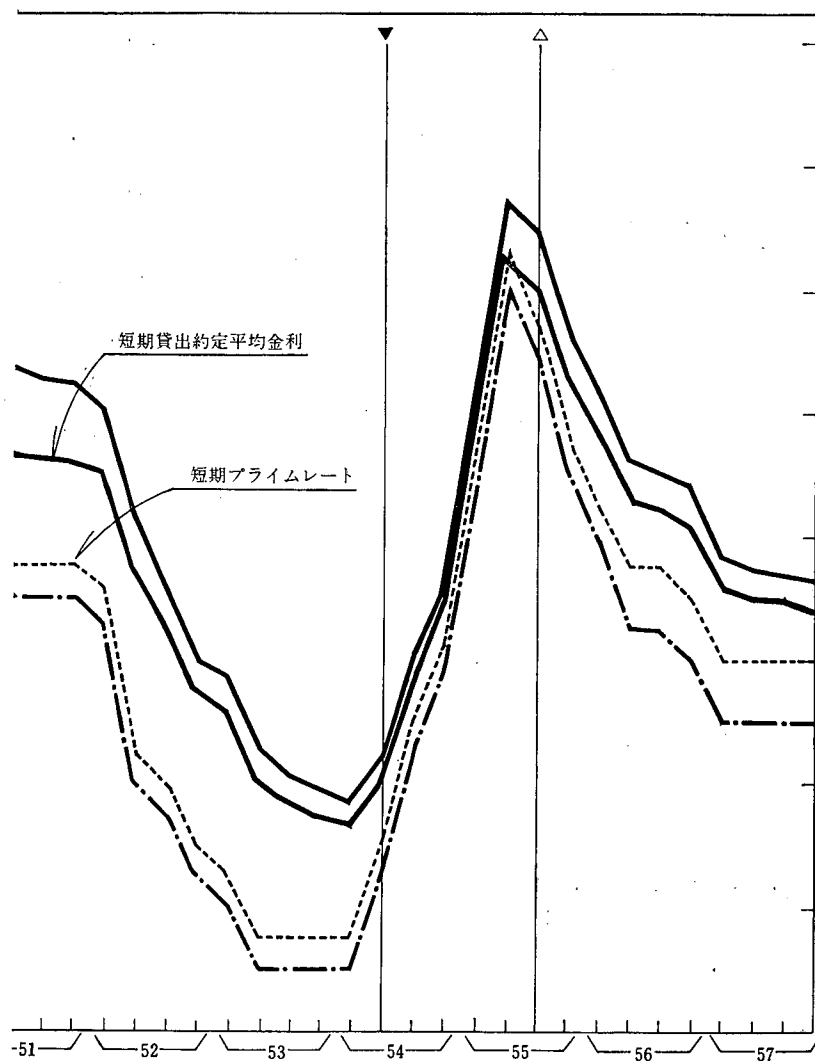
(参考1) 短期貸出金利と短期プライムレートの乖離幅 (%ポイント)

	前々回緩和期平均	前回緩和期平均	今回緩和期平均
約定平均金利	1.39	1.03	0.46
実効金利	2.21	1.57	0.82

- (注) 1. 全国銀行ベース。  
2. 短期貸出実効金利＝(短期貸出約定平均金利－預金平均金利×預金歩留り率)/(1－預金歩留り)  
3. 預金歩留り率は、公正取引委員会「拘束預金の実態に関するアンケート調査結果」における広

で一貫して低下傾向をたどっている(第10図)。こうした短期貸出金利の低下を前々回および前回の緩和局面と比較してみると、今回の緩和局面においては、短期貸出約定平均金利の短期プライム・レートに追随して低下するテンポが速まり、また両者の間の乖離幅もかなり縮小していることが読みとれる。なお、この乖離幅の縮小については預金歩留り率を調整した実効ベースの短期貸出金利でみ

## 利 の 動 向



(参考2) 預金歩留り率の推移〈主要時点〉(%)

調査時点	45/5月	48/5	51/5	52/5	53/5	54/5	55/5	56/5	57/5
比 率	22.0	19.1	16.8	13.5	11.5	9.6	10.9	9.2	9.1

率)

義拘束預金の総借入金に対する比率。

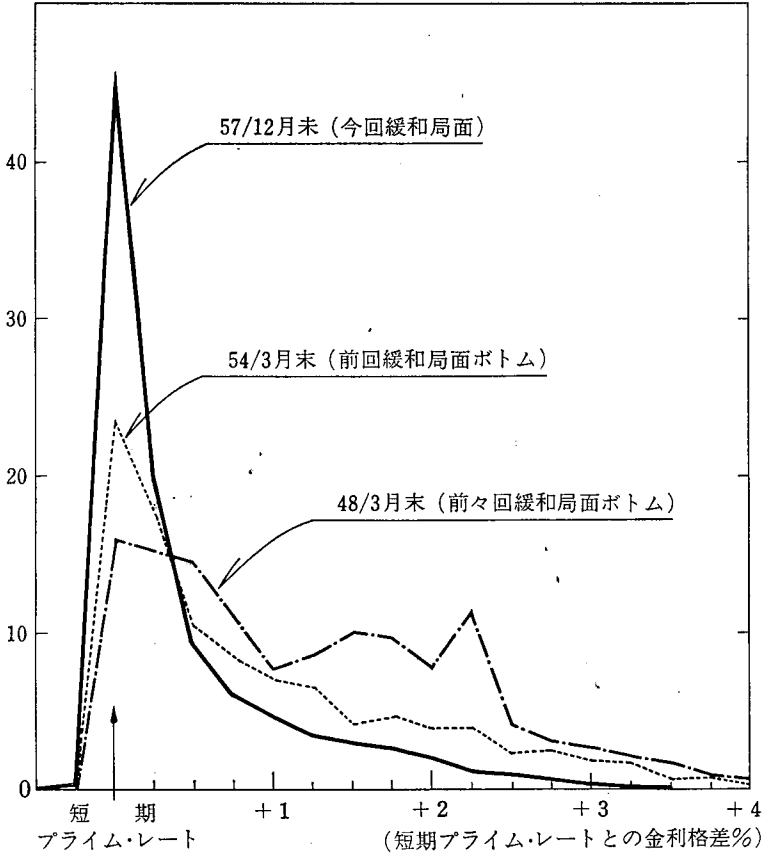
るとさらに明瞭な形をとることが看取される。

このように今次緩和局面において短期貸出金利がより水準の低い短期プライム・レートに引寄せられる貌で両者の乖離幅が縮小している直接の理由としては次のような貸出付利構造の変化が挙げられよう。すなわち、短期プライム・レート引下げ後の浸透状況をみると、今次緩和局面では短期プライム適用比率の上昇

〔第11図〕

全国銀行短期貸出の付利構造  
(手形割引残高の利率別構成比)

(構成比%)



(注) 全国銀行利率別貸出残高より作成。

テンボが従来に比べ速く(第4表)、プライム適用比率は57年末時点で5割弱と前回緩和期ボトムの2倍近い水準に達していることがわかる(第11図)。この間、預金歩留り率は趨勢的な低下を示しており、これが実効ベースでみた乖離幅の一層の縮小に寄与しているものと思われる(第10図<参考2>)。

こうした短期貸出の付利構造

(第4表)

新規プライム・レート(短期)の浸透状況

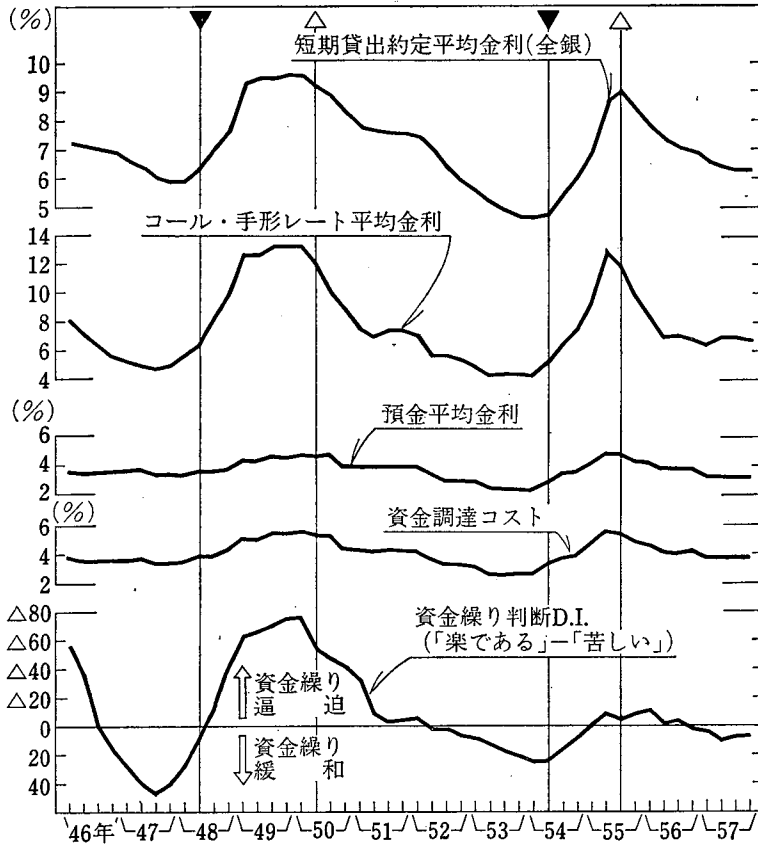
(%)

	短期プライム・レートの引下げ時期	短期プライム・レート引下げからの経過月数					
		1	2	3	4	5	6
前々回緩和期	46/7月(5.75→5.5%)	3.6	6.1	6.7	7.8	8.3	—
前回緩和期	50/10月(7.75→6.75%)	4.8	11.2	14.1	14.8	15.5	15.8
	53/3月(4.5→3.75%)	6.2	14.4	17.4	18.6	19.2	19.4
今回緩和期	56/3月(7.5→6.75%)	20.6	27.0	34.8	36.4	37.2	37.7
	56/12月(6.75→6.0%)	18.1	30.1	37.9	39.7	40.6	41.7

- (注) 1. 新プライム・レート適用比率。  
2. 全国銀行ベース。  
3. 全国銀行利率別貸出残高より作成。

〔第12図〕

## 短期貸出金利の変動要因



(参考) 全銀短期貸出約定平均金利

$\left. \begin{array}{l} R^2=0.962 \\ S.E.=0.246 \\ D.W.=0.716 \end{array} \right\} = 1.14 \times (\text{調達コスト})$	$\left. \begin{array}{l} 0.011 \times (\text{資金繰り判断D.I.}) \\ (-4.8) \end{array} \right\} + 2.60$	昭和46~51年
$\left. \begin{array}{l} R^2=0.987 \\ S.E.=0.150 \\ D.W.=1.308 \end{array} \right\} = 1.09 \times (\text{調達コスト})$	$\left. \begin{array}{l} 0.042 \times (\text{資金繰り判断D.I.}) \\ (-8.2) \end{array} \right\} + 2.57$	

- (注) 1. 資金調達コストは、各種金利を預金、CD、売り現先、コール・手形取入れ残高で加重合計して算出。  
 2. 預金平均金利は、各種預金金利を預金種類別残高で加重合計して算出。  
 3. 資金繰り判断 D.I. は主要企業短期経済観測(全産業)。

自信を強めている。このような情勢の下で、金融機関は自行の貸出シェアを維持するためプライム・レート適用先のウェイト引上げや預金歩留り率の引下げを余儀なくされているわけである。

や預金歩留り率の変化は、いうまでもなく貸出資金に対する需給地合の緩和を背景として生じたものである。このところわが国経済は低成長に移行し企業の投資活動が総じて停滞気味に移移しているほか、減量経営の一環として借入抑制の動きが続いているため資金需要は引続き盛上りを欠いている。しかも、内外金融一体化の進展に伴い、インパクトローンなど企業の資金調達ルートが多様化してきており、企業は先行きアベイラビリティに対する

### (短期市場金利と短期貸出金利の関係)

すでにみたように57年3月以降短期市場金利は、日本銀行によるきつ目の金融調節の結果、公定歩合水準などとの対比でみて相対的に高目に推移した一方、短期貸出金利は一貫して低下傾向を持続した。一般に貸出金利変動の代表的な要因としては、例えば預金金利をはじめとする金融機関の資金調達コストと貸出資金に対する需給地合などが挙げられよう。そこで短期の貸出約定平均金利を資金調達コストと貸出資金に対する需給地合を表わすものとしての企業の資金繰り判断D. I. (日本銀行「主要企業短期経済観測」)とで説明する回帰式を計測し、それにより最近の貸出金利の変動を要因分解してみると、資金調達コストは一貫して大きな影響力を有している一方、最近数年間については、貸出資金に対する需給地合の影響が以前より高まっているとの結果が得られる(第12図<参考>の計測結果において、「資金繰り判断D. I.」のパラメーターは計測期間を新しくした方が大きくになっている)。

上述の短期市場金利の「高目誘導」下にあっても短期貸出金利が低下傾向を持続したのは、こうした分析からみる限り、①公定歩合据置きの下、預金金利等各種規制金利が据置かれていた一方、「高目誘導」もさほど長きにわたらなかったこともあり、全体として金融機関の資金調達コストの上昇が比較的軽微なものに止まったこと、②貸出資金に対する需要が低迷し、金融機関が資金調達コストの限界的上昇分を貸出金利にストレートに反映させることができなかったこと、によるものと判断されよう。

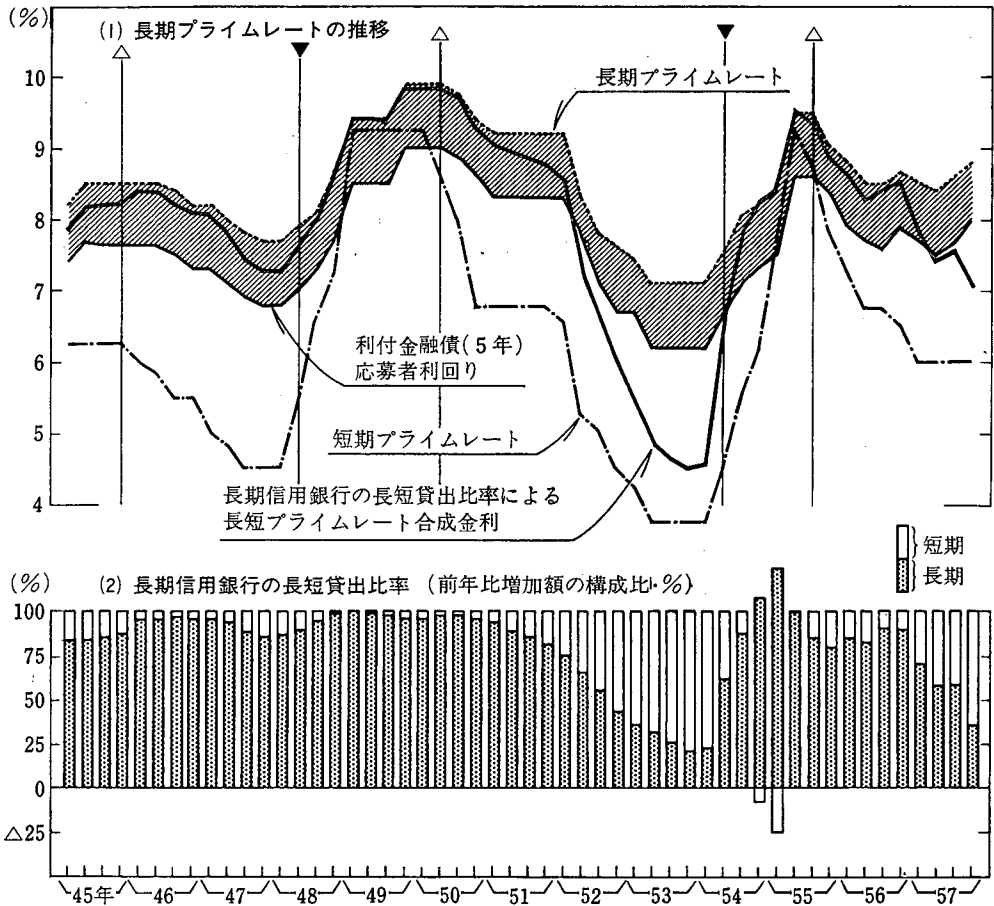
### (2) 長期貸出金利

次に長期貸出金利の動向をみると、前々回、前回の緩和局面と比べ今次緩和局面では長期プライム・レートが渉々しい低下をみることなく高水準のまま推移している点が特徴である(第13図)。これは、長期金利の場合、長期プライム・レートを含め各種レートが長期国債の発行条件にスライドして決められるというわが国特有の慣行(注10)もあって、既述のような長期国債流通利回りの高どまり現象

(注10) 例えば、国債が大量に発行されることが明らかになるとまず国債の流通利回りが上昇する。それに応じ遅かれ早かれ国債の発行条件も改定され応募者利回りが上昇する。ところが現状では長期信用銀行の主要な資金調達手段である利付金融債(5年)の応募者利回りは、その消化促進のため長期国債のクーポンレートと等しい水準に決定され、さらに長信行・信託が行う長期貸出の基準金利となる長期プライム・レートはそうした利付金融債の応募者利回りに0.9%上乗せした水準に設定されるという慣行が存在している。そのため、国債の大量発行に伴い、国債の発行条件が引上げられると、それが自動的に長期プライム・レート上昇にはねることとなる。

〔第13図〕

## 長期貸出金利の動向



(注) 長短貸出比率は長期信用銀行勘定等より試算。

が長期プライム・レートにまでかなりストレートな形で伝播していることによるものである。

もっとも、長期信用銀行(長信行、以下同じ)の資金コストを基準に設定される長期プライム・レートの動きが、そのまま企業の借入コストにはねる訳ではない。上述のとおり長期プライム・レートはこのところ高水準で推移しているが、これに対し企業は、将来長期金利が低下した時点で改めて長期借入へ乗換えることを前提に、とりあえず割安の短期借入の比率を高め、実質的な金利コストの軽減を図るなどの対応を示しているため、借入コスト自体は漸次低下している。ちなみに長信行の貸出における長短比率をみると、57年以降長期貸出のウェイトは顕著に低下、その結果こうした長短貸出比率によって長短プライム・レートを合成し

た金利も一応低下の方向をたどっており、長期プライム・レートとは対照的な動きを示している(第13図)。

先行きを展望すると、少なくとも当分の間、国債の大量発行は避けられず、この面から長期債の流通利回りが高どまりする可能性が少なくない。これに対し民間設備需資には依然さしたる盛上りはうかがわれない一方、外債発行の趨勢的な盛行にみられるとおり、企業の資金調達は益々多様化・国際化の途をたどっている。こうした国債および民間設備資金などを巡る需給状況等を背景に、長期プライム・レートと国債の発行条件との機械的な連動関係は次第に名目化の方向をたどる可能性が大きいと考えられる。

#### 4. 金利変動の金融機関融資採算に及ぼす影響

以上、今次緩和局面を中心に長短各種金利の動向をみてきたが、これを要すれば、①減速経済の下、折柄の景気低迷も加わって、企業の資金需要が全般に停滞を続けるなかで、②短期金融市場を中心に自由化が進み、金利裁定の動きが活発化する一方、③持続的な国債大量発行を背景に長期金利が高どまりを余儀なくされている、ということである。こうした一連の流れは金利規制下にある銀行預金と自由金利ないし高利回り資産との関係、あるいは金融機関経営の上に新しい問題を投げかけている。前者の問題は具体的には銀行預金からCD、現先あるいは新型の信託・金融債・投信等への資金シフトとして顕現化している(第5表、第14図)。こうした資金シフトの動きは法人部門はもとより最近では個人部門でも活発化するなど次第に広範化の様相を強めており、今後の金融政策の運営(マネーサプライの管理、金利操作)の面でもその成行きを十分見定めていく必要があろう(銀行預金から高利回り資産への資金シフトの問題については調査月報58年1月

(第5表)

法人手許流動性残高の推移

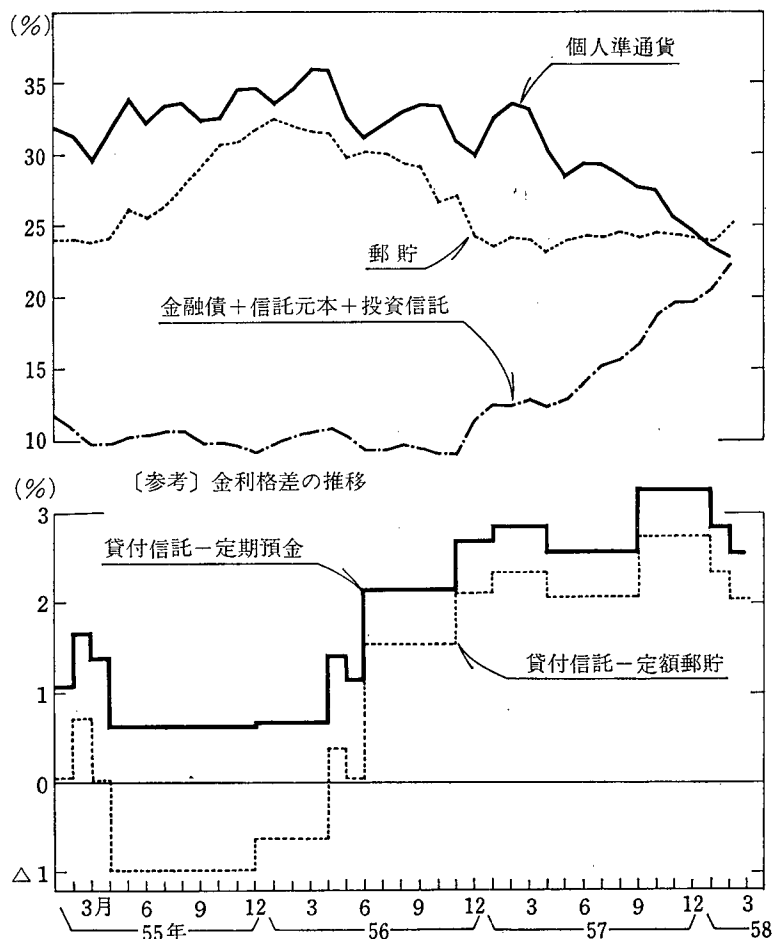
(単位、兆円)

	50/ 10～ 12月	51/ 10～ 12月	52/ 10～ 12月	53/ 10～ 12月	54/ 10～ 12月	55/ 10～ 12月	56/ 10～ 12月	57/ 4～ 6月	10～ 12月
法人M <sub>2</sub> +CD+現先+TB ④	49.0	56.4	61.4	68.8	74.1	78.8	86.9	91.2	93.6
うち CD+現先+TB ⑤	0.5	1.2	1.8	2.8	4.1	5.1	5.7	7.4	6.1
うち 現先+TB	0.5	1.2	1.8	2.8	3.1	3.5	3.3	4.9	2.8
CD	—	—	—	—	1.0	1.6	2.4	2.5	3.3
⑤/④ (%)	1.0	2.1	2.9	4.1	5.5	6.5	6.6	8.1	6.5



〔第14図〕

## 個人金融資産の増加額構成比



(注) 1. 増加額構成比は、個人M<sub>2</sub>+郵便貯金+農漁協等預貯金+信託元本+金融債・国債+投資信託の前年同月比増加額構成比。信託元本、金融債、国債、投資信託等は一部法人保有分を含む。

2. 平残ベース。平残統計のないものは前当月末平均値を使用。郵便貯金は一部推計。

3. 金利は次のとおり。

貸付信託	56年5月以前は貸付信託(5年物)の予想配当率 56年6月以後は収益満期受取型(5年物、ビッグ)の予想配当率
定期預金	56年5月以前は定期預金(2年)の金利 56年6月以後は期日指定定期(3年)の金利
定額郵便貯金	5年利回り

号「最近のマネーサプライ動向について」を参照)。

後者の問題は具体的には金融機関の資金調達コストの上昇という貌で生じているが、以下ではこれを最近の貸出金利の動向とも絡め融資採算の悪化という角度から若干検討してみよう。

まず金融機関の貸出面についてみると、すでに検討したように、短期貸出の面では短期プライム・レートの上昇、短期プライム・レートと貸出約定平均金利の乖離幅縮小、

あるいは預金歩

留り率の低下等さまざまな形で金利引下げ圧力が働いている。一方、長期貸出の面でも表面的な長期プライム・レートこそ全般的な長期金利高どまり現象の中で比較的高目の水準で推移しているものの、金利割安な短期貸出のウェイト上昇が

このところ著しく、貸出金利の実勢はどちらかといえば弱含みに推移している状況にある。

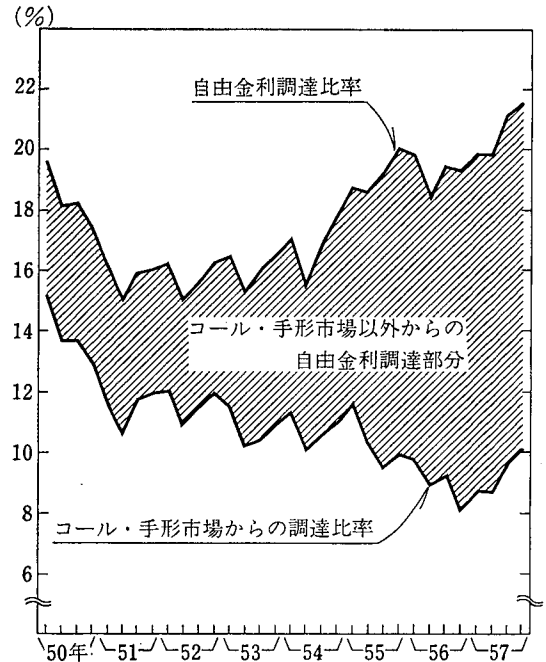
次に資金調達面に目を転じてみると、都市銀行の場合、全般的な金利自由化の潮流が強まるなかで、従来の資金調達力を極力維持する観点からCD発行、売り現先、あるいは非居住者円預金(外国公的機関分)等自由金利手段による調達に積極的に取組んでおり、最近では総資金調達に占めるこれら自由金利調達のウエイトは2割を上回るに至っている(第15図)。もとより、こうした自由金利による調達は、資金調達力の強化に資する面と裏腹に資金調達コストの押上げにつながる側面をもっているため、上述の短期貸出金利の低下と相まって、このところ都

市銀行の新規貸出の利鞘は縮小傾向をたどっている。ちなみに、都市銀行の短期貸出の利鞘を便宜的に「金利規制に基づく利鞘」部分と「需給実勢に基づく利鞘」部分とに分け(注11)、その各々を計算してみると(第16図)、前者はこれまで2%台の比較的安定した動きを示しているのに対し、後者は過去2回の緩和局面に比べ今次緩和局面では著しく縮小していることがわかる(52～53年平均1.0%→56～57年平均0.1%)。

一方、長信行の場合、資金調達手段の中心は金融債であるが、その発行コスト

〔第15図〕

## 都市銀行の資金調達状況

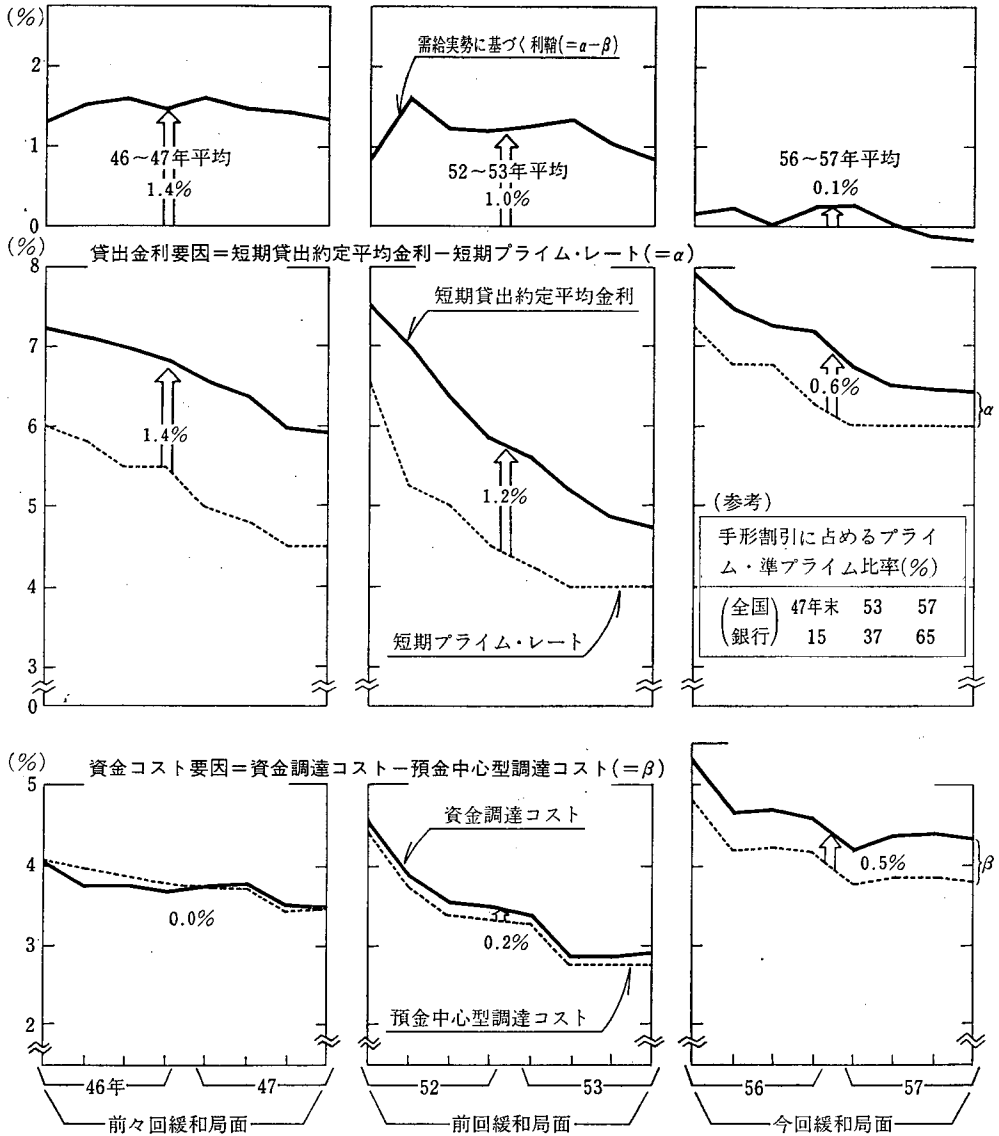


- (注) 1. 総資金調達残高に占める自由金利調達残高の比率。  
 2. 総資金調達＝国内一般預金＋自由金利調達  
 3. 自由金利調達はコール・手形市場からの調達、CD、売り現先、外貨預金等(一部推計)。

(注11) 実際の短期貸出の利鞘は「短期貸出約定平均金利」－「資金調達コスト」として捉えられる。本文の「金利規制に基づく利鞘」部分とはごく大抵に言えば、かつての預金中心の資金調達構造が現在もなお続いていると仮定した場合に得べかりし利鞘を意味し、また「需給実勢に基づく利鞘」部分とは、そうしたいわば金利規制により保証されたマージン幅を実際の利鞘から控除した残余部分を意味する(詳細は第16図(注)を参照)。

〔第16図〕

## 都市銀行の融資採算の推移(試算)

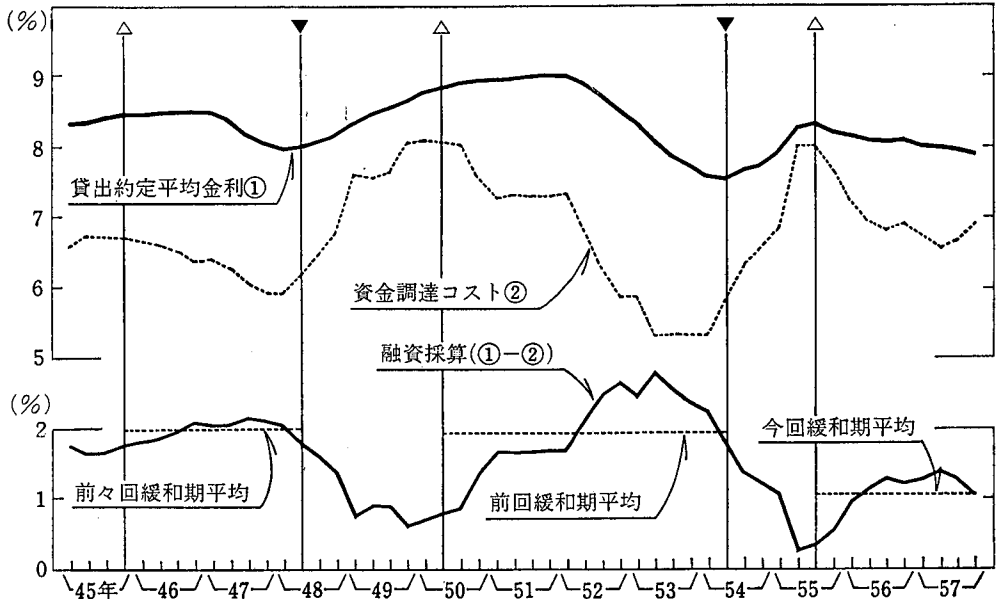


- (注) 1. 短期貸出利鞘 = 短期貸出約定平均金利 - 資金調達コスト  

$$= \underbrace{(\text{短期プライム・レート} - \text{預金中心型調達コスト})}_{\text{「金利規制に基づく利鞘」}} + \underbrace{(\text{短期貸出約定平均金利} - \text{短期プライム・レート})}_{\text{貸出金利要因}(\alpha)} - \underbrace{(\text{資金調達コスト} - \text{預金中心型調達コスト})}_{\text{資金コスト要因}(\beta)}$$
「需給実勢に基づく利鞘」
2. 資金調達コストは、国内一般預金(実質預金から外貨預金、非居住者円預金を控除)平均金利と自由金利による調達部分(コール・手形、CD、売り現先、外貨預金、非居住者円預金等)金利の加重平均値。
3. 預金中心型調達コストは、資金調達構造が昭和40年代後半の状態のままで不変とした場合の資金コスト。
4. 新規貸出の金利に代えて、短期貸出約定平均金利を使用。

〔第17図〕

## 長期信用銀行の融資採算の推移(試算)



- (注) 1. 資金調達コストは、利付金融債・割引金融債応募者利回り、預金平均金利の加重平均値。  
 2. 新規貸出の金利に代えて、貸出約定平均金利を使用。

が長期国債の発行条件との絡みでこのところ高目の水準で推移している関係から、全体としての資金調達コストも過去の緩和局面との対比でみると相当嵩上げされた姿となっている(第17図)。このため、貸出の利鞘は都銀同様かなりの縮小を余儀なくされている。

以上のとおり、金融機関の融資採算は過去の緩和局面との対比でみてこのところ悪化の方向にあるとみられるが、こうした環境変化は、金融機関が金融緩和下でありながら従来と比べ業容拡大よりも融資採算を優先し、また個別の貸出にあたっては債権保全への配慮を強めるなど、総じて慎重な対応を続けていることの一つの背景となっているようにうかがわれる。