

会も県農も五月末には参つてしまふ。県農としては昨年の如く単位農業会から資金請求があればその都度試算表及資金繰表等の提出を求めて資金の使途を極力追及、真に止むを得ないものだけの支払に限定極力出来秋迄喰い延ばし策を講ずる以外にこの窮境を乗切る途はないと考へられる。又農家としては喰い延ばし出来れば、出来るだけ喰い延ばしをする以外に方法がないわけであるが、結局生活資金にしろ肥料其の他の資材代金にしろ要するに新穀代金で当然決済されるべき食糧の再生産費であるから食糧の一割増産を是非達成しなければならぬ。必要なら運転資金の調達が出来ないとなれば食糧増産に差支えることになるし其の為に役畜等を処分し又肥料の投下農業の撒布等を不十分にすれば結局縮小再生産の過程を辿ることとなる。従つて再生産に是非必要なものは貯金其の他の自己資金がなくなれば貸してやる以外に途はない。最重要生産である農業生産が他産業に比べて著しく借入資本の利用が困難であつてはならない。真に必要な再生産資金は何としても円滑に供給されねばならぬ。しかしこれを全部本行―農中―県農というルートで資金で賄うことになれば農中の県農に対する無担保貸は端境期迄内輸にみて十億乃至十二、三億円を必要とすると考えられる。旁々通貨増発を抑える意味からも此際余り系統金融ということに囚われず市中銀行に余裕があれば出来るだけその方の資金も使うこととし、それには皆で考えられた農業手形のあるものを市中銀行で割引くという様な方法を考えたかどうかと思われる。地元銀行は農地解放により地主からの借金は困難となり、土地担保借入は出来ず又統制の爲青田売りも不可能であり、茲に従来普通金融機関の融資対象としては殆んど考慮されなかつた営農資金が甚だ取扱ひ悪い形で一挙にクローツアップされて来た観があるが、インフレ昂進下の悪条件と闘いつゝ食糧増産に邁進する農民の立場は身近によく了解して居り、出来秋の回収にも不安ないので極めて協力的である。但しこれも本行の貸出しに依存する様になつては農中貸出と選ぶ処なく多くを期待することは困難であり、結局問題は極めて困難であるが農家経済の実態を極力よく把握して内容を充分検討の上必要最少限度の資金を重点産業の運轉資金と云う見地で見に行かなければならないものと考えられる。(新潟支店、坂内)

インフレーション下に於ける 金利政策の問題点

昭和23・7・1

目 次

- (一) はしがき
- (二) 終戦後に於ける各種金利の推移
 - (1) 日本銀行公定歩合
 - (2) コールレート
 - (3) 預金利子
 - (4) 貸出利子
 - (5) 国債利子
- (三) 金利体系の不均衡
 - (1) 日本銀行公定歩合と他種金利との不均衡
 - (2) 貸出利子と他種金利との不均衡
 - (四) 金利と物価との不均衡
 - (五) 今次市中金利の引上並に日本銀行公定歩合の引上に付て
- (一) はしがき

最近各方面に於て金利の引上げが問題となつて居るが、之を主張する動機に至つては主張者各自によつて多種多様であり、局外者をして著しく混乱に陥れるものがある。よつて私はインフレーション下に於ける金利政策に対し若干の省察を行い、その重点が奈辺に存するかを明白にしたいと思う。

従来金利の引上げは、一方に於て貯蓄を刺戟すると共に、他方に於て投資を抑制することによつて物価を引下げ効果を待つものと考えられてきた。勿論金利は労賃や地代や利潤と並んで物価の構成要素であるから、金利の引上げによつて

金融機関から借入を行う者のコストは増大し、その限りに於て物価を引上げる作用を持つものであるが、借入の主体である所の企業家の立場からすれば、金利の引上げは、他の条件にしてさしたる変動なき限り、利潤の減少を意味するものであるから、金利の引上げが行われれば金融機関よりの借入を手控えざるを得ないこととなり、従つて又投資換言すれば企業家の生産財の買入は抑制せられることとなるのであり、しかも此の投資の抑制の度合は多くの場合金利の引上にも拘らず尚且つ借入を行う企業のコストの増大を相殺して余りがあるものと認められたのである。加之金利の引上による貯蓄の増加は国民所得の内消費に充当せられる部分の減少、従つて又国民一般の消費財の買入減少を来すが故に、此の点からも金利の引上げは物価の引下げを来す効果を發揮するものとせられたのである。

然し乍ら此の如き謂わば金利引上げの古典的作用が充分に發揮せられるべき場合は、通貨価値の安定した、精々通常の景気変動の支配するが如き時代に限られるのであつて、現在の我国の様に永年の戦争の後に於ける徹底的敗北とその後に於ける相当悪性なインフレーションを体験しつゝある状態の下に於ては、もはや上述の如き金利引上げの効果を期待することは極めて困難なりと云わざるを得ない。何故ならば先づ第一に金利を引上げてみても一般大衆の貯蓄を増大せしめるが如き効果は殆ど望み薄であるからである。というのは一部のインフレーション利得者は別として、現在に於ける程度の国民一般の所得水準を以てしては最低消費生活を維持することすら困難であつて、その多くは所謂たけのこ生活を営んでいるのであるから、如何に貯蓄の必要なることを認めるにせよ、到底貯蓄する余裕がないという事実は余り多くを語る必要がないと思われる。加之仮りに若干の貯蓄の余裕がある者と雖も現在貯蓄することを躊躇するのは金利が低いからではなく、インフレーションの進行によつて元本そのものが減価して了うことを知っているからであり、又更に一步譲つてインフレーションの進行による元本の減価が所謂安定価値計算其他何等かの方法によつて補償せられる仕組みができたとしても、終戦以来の政府並に金融機関に対する国民一般の不信は蔽い難いものがあり、何時又封鎖されるやも計り難いという気分が普遍化している。従つて多少の金利の引上げが貯蓄の増加を来す度合は極めて軽微なものに過ぎないであらう。

インフレーション下に於ける金利政策の問題点

次に金利の引上げが投資を抑制する効果も亦多くを期待しがたい。何故ならば現在各企業共そのコスト中に占める金利の割合は極めて些少なものに過ぎず、しかも物価の騰貴率が金利の引上げ率を上廻る限りに於て、金融機関より借入を行うことは依然として有利であり、従つて又投資の抑制を行うことは著しく困難だからである。

加之現在の如く原価主義によつて公定価格が決定せられる建前の下に於ては金利の引上げは寧ろ物価の引上げを来すと言わなければならぬ。何故ならば先述せる如く多少の金利引上げは企業家にとつて何等痛痒を感ぜしめないから之によつて投資を抑制する事は困難であるにも拘らず、公定価格の改訂の場合には企業家は多少の金利引上をもその口実として利用するからである。

以上の如く考えるとインフレーションの進行下に於ては金利引上げによつて物価の引下げを期待することは極めて困難であることが分明するが、次に然らば如何なる意味に於ても金利の引上げは問題とならないかと云えば決してそうではなく、以下の如き諸点に於て相当問題となる余地があるのである。

先づ第一は日本銀行の公定歩合と市中金利との較差の問題である。往年日本銀行の公定歩合はコール預金貸出国債の如何なる利子よりも原則として高位にあり、従つて中央銀行の資金は、恐慌の時を別問題とすれば、月末年末等資金需要輻輳して市中資金を以てしては賄い切れざる場合に於て始めて利用されるに止まつた。殊に国債シンジケート団に加入せる大銀行の如きは日本銀行より借入をなすことを以て一大恥辱とする慣習が成立したのであり、従つて現実に日本銀行資金を利用するものは主として地方銀行であつたと云えよう。然るに太平洋戦争の後半以降此の慣習は一擲せられ、市中金融機関は特に大銀行程常時日本銀行に依存する度合を強め、此の傾向は終戦以来愈著となり、昨昭和二十二年三月実施を見るに至つた融資規程によつて多少是正せられつゝありとは云え、今尚市中金融機関の日本銀行に対する依存傾向は相当なものがある。而して此の如き現象の一半は往年とは逆に日本銀行の公定歩合が市中金利よりも低位にある為と認められるのであつて、此の点よりすれば市中金融機関の金利の引上げはそれによつて企業に対する貸出の抑制をなし得ないとしても、日本銀行の公定歩合の引上

は市中金融機関に対する貸出を抑制する余地ありと云えるかもしれない。

第二は終戦以来昨年暮臨時金利調整法の施行迄謂わば唯一の自由金利であつた市中金融機関の貸出利子と国債其他有価証券の利子乃至利廻との較差の問題である。臨時金利調整法の施行以来市中金融機関の貸出金利は原則として日本銀行總裁の決定する最高率を超え得ない事とせられたため、従前に比し著しく弾力性を喪失したが、確定利付債券の利子に比すれば今尚相当弾力性ありと認められる。従つて今後と雖も貸出金利は少くとも四半期毎には上昇する可能性があると見なければならぬが、もし確定利付債券の利子を之に順応して引上げないとすれば、恐らく市中金融機関は国債地方債復興金融債券の引受を渋り、その結果財政の赤字或は復興金融庫の貸出の勘からざる部分が日本銀行券の増発によつて賄われるという最も警戒すべき事態が発生する恐れが有る。勿論融資規程の継続せらるゝ限り市中金融機関の産業に対する貸出しには限度が設けられていてと云う事実は存するにしても、それだからと云つて此等確定利付債券の利子を徒らに固定するならば、實際問題として此等債券の消化は種々の障害に逢着することは疑を容れないのである。

第三は市中金融機関の金利一般と物価乃至は金利以外の物価の構成要素即ち労賃地代利潤等との較差の問題である。後述する如くに戦争以来金利の上昇の割合は物価労賃等のそれと比較して著しく低位にある為、市中金融機関の資産の運用利廻りと預金利子との間の均衡は決して破壊されているとは認められないが、従来極めて僅少の比率を占めていたに過ぎない物件費、人件費等所謂経費の上昇により資産の運用利廻りと預金コストとの間には著しい不均衡が生じている。従つてもインフレーションの進行過程に於て徒らに低金利を固執するならば、市中金融機関の経営は著しく困難となり、その結果幾多の副作用が発生せざるを得ないこととなる。従つて金利の引上げにより物価の引下げを計るといふ古典的な作用を期待することは誤りであるが、それとは全然別個の見地から、即ち物価の上昇に適應して最低限必要な金利引上げを行うといふことは真に止むを得ない所と云わなければならない。

かくて現在に於ける金利政策の重点は日本銀行の公定歩合と市中金利との較

差、或は貸出利子と確定債券利子との較差、之を一言にして云えば金利体系の不均衡の問題、並びに金利一般と物価或は金利以外の物価の構成要素との不均衡の問題に帰着するのである。以下此の点に関する実際の計数を検討してみよう。

(二) 終戦後に於ける各種金利の推移

(1) 日本銀行公定歩合

日本銀行の公定歩合は明治十五年創業以来その発表形式には種々の変遷があつたが、明治四十三年三月以来大体に於て商業手形割引、国債担保割引貸付、国債以外のものを担保とする割引貸付、当座貸越の四本建となり、今日に及んでいゝる。右の内商業手形割引と当座貸越は確定利子であるが、之に対し国債担保の割引貸付と国債以外のものを担保とする割引貸付は最低利子として公表し、実際の資金放出に當つては取引先金融機関の情況に依じて日本銀行の裁量により高率を適用し得る余地を残している。而して本来から云えば商業手形の割引歩合が基準金利であるべき筈であるが、實際問題として市場に於ける商業手形の出廻りは極めて拙い為めに、日本銀行に再割引の為持ち込まれる商業手形は皆無に近く、従つて又商業手形割引歩合は基準金利としては全くノミナルなものに過ぎなかつた。かくて日本銀行の公定歩合を論ずる場合には、その代表として国債担保の割引歩合乃至は貸付利子を考察することが最も適当な方法と云わねばならない。

右の如き観点から国債担保の割引歩合乃至は貸付利子の推移を顧みるに、第一表所載の如く満洲事変勃発後昭和十二年七月迄の期間に於て、それは常に商業手形割引歩合よりも一厘高位にあると共に、当座貸越利子に比すれば常に三厘方低位にある。即ち昭和六年十一月には商業手形割引歩合一錢八厘、又当座貸越利子二錢二厘なるに対し、国債担保割引歩合乃至貸付利子は一錢九厘であり、此の三者の較差はその後数回の公定歩合の引下げにも拘らず完全に維持されている。又国債利子(第五表所載)と比較してみれば分る通り、原則として国債担保割引歩合乃至貸付利子は国債利子よりも上位にあり、換言すれば国債を担保として日本銀行より資金の融通を受ければ市中金融機関としては常に逆輸であつたのである。

然るに昭和十二年七月支那事變の勃発を見るや、国債担保割引歩合乃至貸付利子は商業手形割引歩合と同一の九厘に引下げられ、然も之を年利に換算すれば三分

二厘九毛と国債利子三分五厘に比し低位となり、国債を担保として日本銀行より資金の融通を受くるも尚市中金融機関としては若干の順翰となつた。その理由は支那事変を契機として巨額の国債が戦費調達のため発行されるに至り、市中金融機関の資産構成よりみても国債は従前の如き現金預け金に次ぐ第二線支払準備と云うよりは寧ろ貸付と並ぶ主要投資と化したことを考慮し、市中金融機関に対する日本銀行引受国債の売却を円滑に進捗せしめる点に存したものと認められる。蓋し国債を担保とする日本銀行よりの借入が逆翰なりとするならば、市中金融機関は資金需要輻輳する際には寧ろ手持国債を市場に売却すべく、しかも之は国債市価を低落せしむる惧れがあつたからである。

爾来太平洋戦争勃発を経て終戦に至る迄此の如き体制はそのまま維持継続せられたのであるが、此の間当座貸越利子はその根抵当が実際上国債なることを原則

第一表 日本銀行公定歩合

昭和	日	商業手形割引		国債担保割引貸付		当座貸越	
		銭歩	年分利	銭歩	年分利	銭歩	年分利
昭和六年十一月五日		一・八〇	六・五七	一・九〇	六・九四	一・二〇	八・〇三
〃 七年三月十二日		一・六〇	五・八四	一・七〇	六・二一	一・〇〇	七・三〇
〃 七年六月八日		一・四〇	五・一一	一・五〇	五・四八	一・八〇	六・五七
〃 七年八月十八日		一・二〇	四・三八	一・三〇	四・七五	一・六〇	五・八四
〃 八年七月三日		一・〇〇	三・六五	一・一〇	四・〇二	一・四〇	五・一一
〃 十一年四月七日		〇・九〇	三・二九	一・〇〇	三・六五	一・三〇	四・七五
〃 十二年七月十五日		〇・九〇	三・二九	〇・九〇	三・二九	一・二〇	四・三八
〃 十二年九月二十一日		〇・九〇	三・二九	〇・九〇	三・二九	一・一〇	四・〇二
〃 十六年七月二十一日		〇・九〇	三・二九	〇・九〇	三・二九	一・〇〇	三・六五
〃 二十年十一月一日		〇・九〇	三・二九	〇・九〇	三・二九	一・一〇	四・〇二
〃 二十一年十月十四日		一・〇〇	三・六五	一・一〇	四・〇二	一・四〇	五・一一
〃 二十三年四月二十六日		一・二〇	四・三八	一・三〇	四・七五	一・七〇	六・二一

〔註〕 (1) 日本銀行公定歩合としては此の外国債以外のものを担保とする貸付利子があるが之は省略した。
 (2) 商業手形割引歩合には商業手形に準ずる手形の割引歩合を含む。
 (3) 高率適用の手続に付ては差しさわりがあるのでその具体的内容には一切触れないこととした。

インフレーション下に於ける金利政策の問題点

(2) コールレート

コールレートは、コールが市中金融機関乃至は証券会社相互間の短期の資金貸借である関係から、往年は市場金利のパロメーターとされていた。然し満洲事変の勃発以来低金利政策が採られるに及んでコールレートの自由な動きは漸次抑圧され、更に支那事変の勃発後日本銀行よりの国債担保借入が逆鞘でなくなるにつれて、市中金融機関はコールに資金を放出するよりも国債買入を行うという方向に進んだためコールの総量は相対的に減少し、殊に在来コールの典型とされていた翌日物のレートは太平洋戦争の末期以来完全に一定の枠に釘付となり、此の情勢は終戦後の今日と雖も大差がない。かくて少しでも市場金利の趨勢を察知する為めには、翌日物よりも寧ろ無条件、即ち回収の前日予めその請求をなすべきコールのレートの推移をみるのが適當である。因みに翌日物は当然に放出の翌日回収になるもので、コールとしては最も短期であるが、無条件は回収の前日予めその請求をしなければならぬから、一番短いものと雖も翌日物より一日だけ長い。従つて無条件のコールレートは翌日物のコールレートより原則として若干高

位にあるのが普通である。

今終戦以降に於ける無条件のコールレートの推移を見るに第二表所載の如く終戦直後の昭和二十年十月には最高一銭一厘、最低八厘五毛、中心八厘五毛乃至九厘であつたものが、同年十二月には最高最低は不変乍ら、中心は八厘五毛乃至九厘七毛五糸となり、翌昭和二十一年十二月には最高一銭一厘五毛、最低一銭、中心一銭一厘となり、更に翌昭和二十二年に入つて以来その上昇傾向は相当明白となり、八月には最高一銭四厘、最低一銭二厘五毛、中心一銭三厘、十二月には最高一銭五厘、最低一銭三厘、中心一銭四厘を示し、その傾向は本昭和二十三年に入るに及んで愈々明白となつている。そして終戦後の無条件コールレートの推移を通じて見らるゝ現象は、その中心が大体に於て日本銀行の国債担保貸付利子と略々同一の線を辿つているものゝ、概して之を上廻つてゐることであつて、往年の如くコールレートに比し公定歩合が遙かに高位にあるという事態は全然見受けられないのである。

第二表 東京コールレート(日歩)

昭和二十年三月	翌日		物		無条件	
	中心	最高	最低	中心	最高	最低
三月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・八七五	一・二〇	〇・八五
十月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・八五	一・二〇	〇・八五
十一月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・八五	一・二〇	〇・八五
十二月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・八七五	一・二〇	〇・八五
昭和二十一年一月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・八五	一・二〇	〇・八五
二月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・七七五	一・二〇	〇・八五
三月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・七七五	一・二〇	〇・八五
四月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・七七五	一・二〇	〇・八五

昭和二十一年五月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・九五	一・二〇	〇・九〇
〃 六月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・九七五	一・一〇	〇・九二五
〃 七月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・九五	一・一〇	〇・九二五
〃 八月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	〇・九七五	一・一〇	〇・九五
〃 九月	〇・七〇	〇・七〇	〇・七〇	一・〇〇	一・一〇	〇・九七五
〃 十月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・〇二五	一・一〇	一・〇〇
〃 十一月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・〇五	一・〇〇	一・〇〇
〃 十二月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・一〇	一・一五	一・〇〇
昭和二十二年一月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	〇・九五	一・〇五	一・〇五
〃 二月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・一五	一・二〇	一・〇〇
〃 三月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・二五	一・三〇	一・二〇
〃 四月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・二〇	一・三〇	一・二〇
〃 五月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・二五	一・三五	一・一五
〃 六月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・一〇	一・二〇	一・〇〇
〃 七月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・二五	一・三五	一・〇〇
〃 八月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・三〇	一・四〇	一・二五
〃 九月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・三〇	一・四〇	一・二五
〃 十月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・三〇	一・四五	一・二五
〃 十一月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・一〇	一・二〇	一・〇五
〃 十二月	〇・八〇	〇・八〇	〇・八〇	一・四〇	一・五〇	一・三〇
昭和二十三年一月	〇・九〇	〇・九〇	〇・九〇	一・二〇	一・二五	一・一〇
〃 二月	〇・九〇	〇・九〇	〇・九〇	一・四〇	一・五〇	一・三五

〔註〕 コール翌日物に付ては、東京銀行間協定により、昭和八年七月十日以降最低日歩七厘、昭和二十一年十月一日以降最低日歩八厘とせられていたが、昭和二十三年一月六日以降は臨時金利調整法により最高九厘と定められた。

(3) 預金利子

預貯金は中央銀行に銀行券発行の特権が集中せられて以来市中金融機関の資金源泉の中核をなすものであるから、その利子に関する協定は各種金利中最も早く成立したという沿革がある。即ち東京市中銀行に於ては明治三十五年六月以来、

又大阪市中銀行に於ては明治三十四年六月以来、預金利子に関する任意的協定が成立しているが、その違反には何等制裁が加えられることなく、従つて預金増加競争の為に協定はあつても實際は之を遵守しないものが多かつた。然るに大正七年十二月日本銀行の勸奨により始めて制裁付きの本格的な預金利子協定が成立

し、爾來約三十年近くも預貯金利子は此の方式によつて規整せられた。預貯金利子に関する協定は各般の預貯金に付き設定せられてゐるが、最も問題となつたものは、定期預金の利子であつた。何となれば太平洋戦争の末期に至る迄市中金融機関に集積せられた預貯金の過半が定期預金であり、市中金融機関は主として之に依拠して長期の貸出乃至は有価証券の投資を行つたからである。殊に支那事變勃発以來巨額の国債が発行せられるに及んで、その消化源泉とも云うべき定期預金の利子を奈辺に定むべきかは極めて重要な問題となり、既に二・二六事件の勃発直後の昭和十一年四月政府が三分五厘国債を発行するに及んで、主として大銀行より成る甲種銀行の定期預金は従來の三分七厘より三分三厘に引下げられてゐる。而して其後も定期預金利子三分三厘の線は国債利子三分五厘と並んで太平洋戦争中はもとより終戦後の昭和二十二年六月迄変更されることがなかつた。此の間本格的な預金協定発足以來甲種銀行に比し若干高位にあることを認められた乙種銀行の定期預金利子も漸次引下げられ、第三表所載の如く昭和十五年二月には三分四厘、昭和十九年七月には三分三厘と、遂に甲種銀行と完全に同一水準に到達した。

終戦後に於てはインフレーションの悪化著しく、之を反映して市中金融機関に集積せられる預貯金の殆どすべては短期の要求払預金となり、定期預金の比重は顯著に低落するに至つた上に、人件費物件費等経費の昂騰から貸出利子は引上げられても預金利子は引上げの余地がなく、かくて終戦後二ヶ年の間定期預金利子は戦争以來の三分三厘がそのまま据置かれた。然しインフレーション下長期預金集積の必要と国債利子引上げ確定により、昭和二十二年六月従來六カ月一本であつた定期預金を、三カ月、六カ月、一カ年の三本建とし、三カ月の定期預金利子は据置きとするも、六カ月は三分五厘、一カ年は三分六厘に引上げることとなつた。

然るに其後公正取引委員会より金利協定は独占禁止法違反なりとの見解が示されたため、之に従つて同年十二月二十三日金利協定は廃棄せられ、一時金利協定の空白時代を現出したが、之に対処する為め臨時金利調整法の制定を見、本昭和二十三年一月以降法律の規定に従い、日本銀行總裁は新たに定期預金利子の最高限

度を決定するに至つた。即ち三ヶ月の定期預金利子は三分七厘、六カ月の定期預金利子は四分、一カ年の定期預金利子は四分二厘で、金利協定廃棄直前に比し四厘乃至六厘の大幅引上をみた訳である。

第三表 東京銀行定期預金利子(年利)

年 月 日	甲 種		乙 種	
	三 分	三 厘	三 分	三 厘
昭一・四・一〇	三・三〇	三・三〇	三・五〇	三・五〇
昭一五・二・一五	三・三〇	三・三〇	三・四〇	三・四〇
昭一九・七・一〇	三・三〇	三・三〇	三・三〇	三・三〇
年 月 日	三 分	三 厘	三 分	三 厘
昭二二・六・一	三・三〇	三・三〇	三・六〇	三・六〇
昭二三・一・一六	三・七〇	三・七〇	四・〇〇	四・二〇

〔註〕 (1) 本表に掲載せる計数は昭和二十三年一月六日を除き東京銀行間の協定による最高利率であるが、実際上は之以下の利率は適用されない。

(2) 昭和十九年七月十日迄は協定銀行を甲乙兩種に分ち最高利率に差等を認めていた。

(3) 昭和二十三年一月六日以降は臨時金利調整法に基く最高利率であつて全国一律に適用される。

(4) 貸出利子

貸出しは有価証券投資と並んで市中金融機関の最も重要な資産を構成するものであるから、市中金融機関の間にその利子に関する協定が早くから成立したことも偶然ではない。然し貸出はその性質上預貯金程定型化されておらず、取引先の個々の事情が大きく影響するために、預貯金利子の協定に比較すればその利子に関する協定の成立は若干遅れている。即ち東京に付てみれば大正五年頃より主要銀行間に任意的な協定が成立しているが、預貯金利子の協定が日本銀行の勧奨によつて大正七年から制裁付きの本格的なものに移行したのに対し、貸出利子の協定に付ては真の意味に於ける本格的なものには現出しなかつたと云つてもよい。しかも預貯金利子はその性質上最高利率が協定されたのに対し、貸出利子はその最低利率が協定されたという点にその特徴が求められる。然し満洲事變以降巨額の国債が発行されるに及んでその消化の見地から、又支那事變勃発以降所謂生産力拡充の見地から、低金利政策が推進された結果、貸出利子も当然にその影

響を受け、当初市中金融機関の貸出競争抑制の見地から出来上った貸出利子に関する協定はそのまま、国家の政策的見地から眺められる様になった。然し終戦迄に於ける物件費人件費の昂騰は未ださして顕著でなく、市中金融機関の経営は現在程窮迫していなかつたために、市中金融機関側から積極的に貸出利子の引上げを要望する様な事態は先ず認められなかつたと云つてよい。

然るに終戦を契機として戦時中より潜在的に進行し來つたインフレーションは愈々顕現し、市中金融機関の物件費人件費は著しく上昇するに至り、此の爲めその性質上唯一の自由金利とでも稱すべき貸出利子は相次ぎ引上げられ、その上昇振りには各種金利に比し極めて顕著なものが認められる。即ち第四表により先ず証書貸付利子平均の推移を見るに、終戦直後の昭和二十年九月には四分四厘四毛なるものが、同年十二月には四分六厘となり、翌昭和二十一年には金融非常措置の關係上八月頃迄しばらく停滞せるものの九月以降再び上昇を開始し、同月四分六厘六毛、十月四分八厘一毛、十一月四分九厘三毛と続昇し、十二月には竟に五分一厘と五分台を突破し、更に翌々昭和二十二年八月には六分一厘七毛と六分台を超え、本昭和二十三年三月には七分一厘七毛と七分台を超えている。

又割引手形の割引歩合平均をみるに、終戦直後の昭和二十年九月には一銭二厘八毛なりしものが、翌昭和二十一年十二月には一銭五厘九毛、翌々昭和二十二年八月には二銭一厘一毛と二銭台を突破しその後も上昇傾向は止らず本昭和二十三年三月には二銭四厘五毛に達している。

次に当座貸越利子平均に付きみるに、終戦直後の昭和二十年九月には一銭三厘五毛なりしものが、翌昭和二十一年十二月には一銭六厘一毛、翌々昭和二十二年

七月には二銭に達し、更に本昭和二十三年三月には二銭三厘七毛となつてゐる。最後に手形貸付利子平均に付きみるに、終戦直後の昭和二十年九月には一銭二厘三毛なりしものが翌昭和二十一年十二月には一銭六厘四毛、翌々昭和二十二年八月には二銭四毛に達し更に本昭和二十三年三月には二銭三厘五毛となつてゐる。

以上四者の動向はそれぞれ若干特殊のものがあるとは言へ、総体として終戦後に於ける貸出利子の上昇は相当顕著なものがあつることが分るのである。

尚終戦後貸出利子の上昇に対応して市中銀行の貸出協定利子は相次ぎ引上げられるに至つたが、昭和二十二年七月に至る迄は旧來の方式を踏襲し最低利率を引上げるに止まつた。然るに昭和二十二年七月此の如く貸出利子に付き最低限度を設定するのみにては不当なる貸出利子の上昇を抑制することを得ず、特に新々物価体系設定の關係もあり貸出利子に付ても預金利子と同様に最高限度を協定することとしたが、之により貸出利子に関する協定は全くその性質を一変したものと云うべきである。但し其後本協定は預金利子同様公正取引委員会の独占禁止法違反との見解に基き同年十月二十三日廃棄せられたが、其後臨時金利調整法の制定により昭和二十三年一月以降は銀行並びに農林中央金庫と信託会社並に保險会社の二本建を以て貸出利子に関する最高限度が決定されるに到つた。

而して金利協定廃棄直前の貸付利子に関する最高限度は二銭三厘であつたが、臨時金利調整法により日本銀行總裁の決定せる貸付利子の最高限度は二銭五厘で二厘方の引上げが容認される結果となつた。

第四表其ノ一 東京社員銀行貸出金利(証書貸付年利、割引手形日歩)

年 月	証 書		貸 付		割 引		手 形	
	平 均	最 高	最 低	平 均	最 高	最 低		
昭和二十年六月	四分五三	七分八〇	四分〇〇	一銭二三	一銭五〇	一銭一〇		
〃 九 月	四分四四	七分八〇	四〇〇〇	一・二八	一・五〇	一・一〇		
〃 十二月	四分六〇	七分八〇	四〇〇〇	一・二九	一・五〇	一・一〇		

インフレーション下に於ける金利政策の問題点

第四表其ノ二 東京社員銀行貸出金利(当座貸越、手形貸付、日歩)

年 月	平 均	最 高	最 低	手 形 貸 付	手 形 貸 付	手 形 貸 付
昭和二十一年三月	四・六一	七・八〇	四・〇〇	一・三〇	一・六〇	一・二〇
昭和二十一年六月	四・五六	六・〇〇	四・二〇	一・三九	一・〇〇	一・一〇
昭和二十一年七月	四・五八	六・〇七	四・二〇	一・四一	二・〇〇	一・一〇
昭和二十一年八月	四・六二	六・〇七	四・二〇	一・四七	二・〇〇	一・一〇
昭和二十一年九月	四・六六	六・〇六	四・〇四	一・四七	二・〇〇	一・一〇
昭和二十一年十月	四・八一	六・〇三	四・二〇	一・四七	二・〇〇	一・一〇
昭和二十一年十一月	四・九三	六・三九	四・二〇	一・五〇	二・一七	一・二〇
昭和二十一年十二月	五・一〇	六・五〇	四・二〇	一・五五	二・一七	一・二〇
昭和二十二年一月	五・二五	六・五〇	四・二〇	一・五九	二・一七	一・二〇
昭和二十二年二月	五・五〇	七・一七	四・二〇	一・六一	二・一〇	一・二〇
昭和二十二年三月	五・四八	七・五〇	四・二〇	一・七二	二・二二	一・二〇
昭和二十二年四月	五・五四	七・五〇	四・二〇	一・八二	二・三〇	一・三〇
昭和二十二年五月	五・五五	八・八一	四・二〇	一・八七	二・三七	一・三〇
昭和二十二年六月	五・五九	九・〇〇	四・二〇	一・八五	二・四三	一・三〇
昭和二十二年七月	五・八三	九・〇〇	四・二〇	一・九一	二・三七	一・三〇
昭和二十二年八月	六・一七	九・三三	四・二〇	一・九七	二・四三	一・三〇
昭和二十二年九月	六・二二	九・六〇	四・〇二	二・一一	二・五〇	一・三〇
昭和二十二年十月	六・一四	九・六〇	四・〇二	二・一五	二・五〇	一・三〇
昭和二十二年十一月	六・二二	九・六〇	四・〇二	二・二〇	二・五〇	一・三〇
昭和二十二年十二月	六・三一	九・七三	三・八三	二・二六	二・六〇	一・三〇
昭和二十三年一月	六・五〇	一〇・〇〇	四・二〇	二・二六	二・七〇	一・三〇
昭和二十三年二月	六・六七	一〇・〇〇	四・四〇	二・三六	二・八〇	一・三〇
昭和二十三年三月	七・一七	一〇・〇〇	四・五〇	二・三八	二・七〇	一・三〇

昭三二・七・五 二・三〇 二・三〇 最 高

(2) 昭和二十三年一月六日以降は臨時金利調整法に基き左の如き最高限度が設定されている。

イ 銀行及び農林中央金庫に付ては

貸 付 日歩二銭五厘

手形割引 二銭五厘

当座貸越 二銭七厘

但し返済期限一年以上の長期金融並に融資規整上産業資金貸出優先順位表丙に属するものに対する貸出には適用しない。又実施日前に既に此の最高限度を越えてなされた貸出にも適用しない。

ロ 信託会社及び保険会社に付ては、差当り貸付及び手形割引の最高限度は銀行のそれに二厘を加えたものとする。但し此等機関は成る可く銀行のそれに同調する様に努めなければならない。

(5) 国債利子

国債は云う迄もなく有価証券の一種であり、従つてその利子は有価証券利子の一般の原則により当然に市場金利一般の影響を受けて決定されるべきものである。然るに昭和六年満洲事変の勃発以来巨額の国債が発行せられるに及んで、財政負担軽減の必要から人為的に国債利子を低下せしめる必要を生じたが、之を可能ならしめたものは日本銀行の国債引受であつて、本来ならば市場資金の吸収により金融逼迫の因となり従つて金利の上昇を結果する国債の発行が、日本銀行引受の方法をとることによつて逆に反つて金融緩和の原因となり、かくて又市場金利を国債利子に引付けることが出来る様になつた。爾来国債利子は所謂基準金利として終戦に至る迄市場金利を支配することになつたのである。

此の如き機構の下に従来永らく五分であつた国債の利子は満洲事変勃発の翌年たる昭和七年十一月四分五厘に引下げられ、更に翌々昭和八年九月には四分に引下げられたが、二・二六事件勃発後の昭和十一年四月に至り竟に三分五厘国債の発行を見、之が支那事変太平洋戦争の勃発を経て終戦後に至る迄実に十年の永きに亘り継続せられることとなつた。然るに終戦後物件費人件費の昂騰から貸出利子が著しく上昇するに及び、三分五厘国債の市中金融機関による買入の如きは到底不可能となり、此の爲め財政の赤字即日本銀行券の膨脹という恐るべき現象を惹起した。茲に於て国債利子の引上げはやかましい議論の対象と化した。漸く終戦後約二カ年を経たる昭和二十二年九月四分利国債の発行を見るに至り、更に現在国債利子の引上げが再度問題となつている。然し何れにせよ国債利子は戦時中の如き基準金利たる地位を喪失し、市中金融機関の一投資物の利子として問題

とされているに過ぎないことは留意を要する所である。

尚国債利子を論ずる場合には表面上の利子の外発行価格償還期限配当利子所得税等を考慮しその実質利廻りを算出しなければならないが、茲に於ては便宜表面上の利子に付てのみ考察するに止めた。

第五表 国債利子

年 月 日	国債利子
昭和七年十一月二十五日	四・五〇
〃 八年九月一日	四・〇〇
〃 十一年四月八日	三・五〇
〃 二十二年九月二十五日	四・〇〇

(三) 金利体系の不均衡

以上に於て終戦後に於ける各種金利の動向を跡付けたが、その中から観取される傾向は各種金利の上昇割合に相当の差異の存する爲めに、一言にして云えば金利体系の不均衡が生じてゐることである。而して右の中特に問題となる余地の多いものは日本銀行の公定歩合の上昇割合が他種金利のそれに比し軽微であること、貸出利子の上昇割合が他種金利のそれに比し極めて顕著であることの二点に帰着するから、以下に於ては此等の現象を個別的に考察することとする。

(1) 日本銀行公定歩合と他種金利との不均衡

通貨価値が安定した通常の経済の下に於いては、中央銀行の公定歩合は之と直接間接ある他種金利に比し概して高く、仮りに低い場合があつたとしてもその程度は極めて軽微である。此の意味に於て中央銀行の公定歩合は「懲罰的」であるの

であり、又此の如く中央銀行の公定歩合が「懲罰的」であつてこそ中央銀行の發券作用の濫用が抑止され得るのである。何故ならば此の様な金利体系の下に於ては市中金融機関はその必要とする資金を原則としてすべて市中に於て調達し、只月末末等季節的な決済資金の輻輳する場合にのみ真に止むことを得ず一時便宜の手段として中央銀行の高利の資金に依存するといふ慣習がいやでも出来上つてくるからである。今試みに滿洲事變勃発前たる昭和六年に於ける日本銀行の公定歩合を中心とした各種金利の比較を行つてみるに、次の如くである。

日 歩 年 利

○日本銀行公定歩合(國債担保) 一錢五厘乃至一錢 (五分四厘七毛乃至六分九厘三毛)

○國債利子 五 分

○銀行定期預金利子(甲種銀行) 四分二厘乃至四分七厘

○銀行預金コスト(普通銀行平均) 五分七毛

○銀行貸出協定利子(最低) 一錢一厘 (四分一毛)

○銀行貸出平均利率 五分四厘七毛

○コールド物協定歩合(最低) 一錢二厘 (四分三厘八毛)

○コールド無条件平均歩合 九厘六毛 (三分五厘)

右によつて日本銀行公定歩合と國債利子と比較するに、仮りに利廻りを考慮するとしても前者は後者に比し遙かに高く、従つて國債担保により日本銀行より貸出を仰ぐものは相當の逆輸であつた訳である。次に公定歩合と銀行定期預金利子と比較すると、やはり前者は後者に比し遙かに高く、更に経費率をも加へた預金コストと比較しても公定歩合の方が若干高い。従つて市中銀行としては日本銀行より常時貸出を仰ぐが如きは到底負担に耐えず、専ら預金吸収に力を注がざるを得ない訳である。又公定歩合と銀行貸出平均利子と比較しても、前者は後者と等しいか或は之より上位にあり、従つて市中銀行が常時日本銀行より貸出を仰ぎ企業に転貸することも不可能な様に出て来る。況んや、公定歩合とコールド無条件平均歩合とを比較すれば、問題なく前者は後者に比し遙かに高く、かくて市中銀行は月末決済資金を先づコールドに仰ぎ市場コールドの出尽したる後に於て始めて日

インフレーション下に於ける金利政策の問題点

本銀行の貸出に依存するより外はなかつたのである。

然るに滿洲事變の勃発以降巨額の國債が発行されるに及んで、此の謂はゞ古典的な金利体系は崩壊し、市中金融機関が國債を容易に消化し得ることのみを目的として變態的な金利体系が形成されるに至つた。今支那事變の勃発した昭和十二年の下期に於ける日本銀行公定歩合と他種金利との比較を試みてみよう。

日 歩 年 利

○日本銀行公定歩合(國債担保) 九 厘 (三分二厘八毛)

○國債利子 三分五厘

○銀行定期預金利子(甲種銀行) 三分三厘

○銀行預金コスト(普通銀行平均) 三分九厘二毛

○銀行貸出協定利子(最低) 一錢一厘 (四分一毛)

○銀行貸出平均利率 四分六厘三毛

○コールド物協定歩合(最低) 七 厘 (二分五厘五毛)

○コールド無条件平均歩合 七厘八毛 (二分八厘四毛)

右によつて日本銀行公定歩合と國債利子と比較するに、前者は後者より低位に落ち、此の結果國債担保により日本銀行より借入れられる場合は順輸となつた。次に公定歩合と銀行定期預金利子と比較すると、前者は極めて僅か乍ら後者より低位に落ちて了つたため預金コストを考慮しなくても日本銀行より貸出を仰ぐことは極めて有利となつた訳である。又公定歩合と銀行貸出平均利子と比較すれば、前者は後者に比し著しく低位となり、従つて日本銀行より貸出を仰いで企業に転貸すれば著しく有利となるに至つた。但し公定歩合とコールド無条件平均歩合とを比較すれば、前者は後者に比し高位にあり、此の点だけは滿洲事變勃発前と大差がないのである。

最後に最近に於ける日本銀行公定歩合と他種金利との比較を行へば次の如くである。

日 歩 年 利

○日本銀行公定歩合(國債担保) 一錢三厘 (四分七厘四毛)

○國債利子 四 分

一九七

○国債利廻 四分五厘

○銀行定期預金利子(六ヶ月) 四分

○銀行預金コスト 省 略

○銀行貸出利子(最高) 二銭五厘 (九分二厘二毛)

○銀行貸出平均利率 省 略

○コール翌日物歩合(最高) 九 厘 (三分二厘八毛)

○コール無条件平均歩合 一銭四厘 (五分二厘一毛)

右によつて日本銀行公定歩合と国債利子を比較するに、本昭和二十三年四月の公定歩合引上により前者は後者に比し相当上位に立つに至つたが、国債利廻りと比較すればその差は極めて僅少である。然しとに角僅かなりとは云へ公定歩合が国債利廻りを上廻つたことは終戦後における金利体系均衡化の見地からみて一つの進歩であることは疑を容れない。次に公定歩合と銀行定期預金利子とを比較すれば、前者は後者を相当程度上廻るに至つてゐる。然し預金コストと比較すれば公定歩合が低位にあることは本年四月の公定歩合引上の際に於ける日本銀行総裁の談話に徴して明白であり、此の限りに於て預金を吸収するよりも日本銀行より貸出を仰ぐことは依然として有利である。

又公定歩合と銀行貸出利子とを比較するに、前者は後者に比し著しく低位にあり、恐らく此の如き事態は明治十五年日本銀行創業以来明治三十年に至る時代を別とすれば、近來稀にみる変態的現象であらう。最後に公定歩合とコール無条件平均歩合とを比較するに、前者は後者よりも僅か乍ら低位にあり、此の如きは戦争中と雖も見る能わざりし奇異なる現象と云うべきである。要するに金利体系の不均衡の一半は日本銀行公定歩合を中心として他種金利とを比較した場合に於て相当顯著に窺ひ知ることができるのである。

(2) 貸出利子と他種金利との不均衡

既に(1)に於て日本銀行公定歩合を中心として各種金利の比較を行つた際に、部分的にはあるが貸出利子に付ても多少の考察を行つた。従つて此処に於ては(1)との重複を防ぐ意味に於て(1)に於ては国債利子を別とすれば全然触れなかつた有価証券利子乃至は利廻と貸出利子との比較を行つてみよう。

嘗て通貨価値の安定した通常の経済状態の下に於て、銀行の貸出利子は、国債利子を別とすれば、概して有価証券利子乃至は利廻に比較して低位にあつたと云ふ事ができるのであらう。勿論銀行の貸出は有価証券の如くに定型化されて居らず、貸出先たる企業の種類によつて千差万別であり一概に論ずることを得ない性質のものであるが、それにしても銀行の貸出平均利子は統計上算出可能であり、又有価証券にしても発行会社の性質により相当の差異はあるが、やはり中心的な利子乃至は利廻と云つたものは算出できるのであるから、之を對比することは技術的に決して不可能ではない。尚金融機関の貸出利子は今次取引高税法により始めて課税の対象となる迄は永らく源泉に於て課税されることがなく、一方有価証券利子は戦争中市中金融機関の登録国債が国債消化の見地から無税とされる迄は原則として源泉に於て課税される建前であつた為めに、本来ならば源泉課税の金額更に発行価格償還年限等をも考慮した税引利廻りを考慮しなければならぬが、目下資料的に充分計数が得られないので、表面上の利子と税込み利廻りを観察するより外ないといふ事情を了承せられたい。

先づ満洲事変勃発の年たる昭和六年の下期に於ける貸出利子と有価証券利子利廻とを對比してみるに次の如くである。

	年 利
○銀行貸出平均利率(普通銀行)	五分四厘七毛
○国債利子	五 分
○国債利廻	五分三厘九毛
○地方債利廻	五分九厘一毛
○銀行債券利廻	六分一厘二毛
○社債利廻	六分四厘九毛
○株式利廻	六分八厘二毛

右によつてみれば銀行貸出平均利率は国債を除き他の有価証券利廻りに比しすべて低位にあり、又有価証券相互間に於ては株式が最も高く、社債、銀行債券、地方債の順により之に続き、国債が最も低位にあることが分明する。

次に支那事變の勃発した昭和十二年下期に於ける貸出利子と有価証券利子利廻

とを対比するに左の如くである。

	年 利
○銀行貸出平均利率(普通銀行)	四分六厘三毛
○国債利子	三分五厘
○国債利子	三分九厘三毛
○地方債利子	四分二厘三毛
○銀行債券利子	四分二厘八毛
○社債利子	四分四厘
○株式利子	五分三厘一毛

右によつてみれば低金利政策の推進により地方債、銀行債券、社債の利子は国債利子に著しく翰寄せし、此の爲め株式を除き有価証券利子は貸出利子を下廻るに至つてゐるが、国債を除き他の有価証券利子と貸出利子との差はそれ程顕著ではない。又有価証券相互間の順位は満洲事変勃発当時と何等変動は認められないのである。

然るに最近に於ける貸出利子と有価証券利子とを対比するに、左の如く著しい変化が認められる。

	日 歩	年 利
○銀行貸出平均利率(普通銀行)	二銭五厘	省 略
○銀行貸出利子最高限度		(九分一厘二毛)
○国債利子	四分	分
○国債利子	四分五厘	
○地方債利子	六分五厘乃至七分	
○社債利子(一流物)	七	分

右により分明する事實は国債地方債社債のすべてを含めて有価証券利子は貸出利子に比し未曾有の低位にあり、又常に貸出利子より上位にあつた株式利子も終戦後は一流会社と雖も財閥解体再建整備経済力集中排除其他の關係にて無配当のものが尠くなく、又配当を行ひ得る企業も原則として昨年暮迄五分以上の配

インフレーション下に於ける金利政策の問題点

当を禁止せられて居り、此の制限解除後も一割を越ゆる配当をなし居るものは殆んど見受けられず、往年と対比し得る株式利子を算定することすら困難な状態である。かくて金利体系の不均衡なる他の一半は実に貸出利子の異常なる上昇振りに明確に顕現しているものと考えられる。

(四) 金利と物価との不均衡

最近に於ける金利に関する今一つの問題は金利と物価乃至は金利以外の物価の構成要素との不均衡である。そして此の問題は既に考察した金利体系不均衡の問題とは決して無関係ではないので、日本銀行の公定歩合が低位に過ぎ或は市中金融機関の貸出利子が高位に過ぎる感あるのも、見方によれば金利が総体として物価水準の騰貴に応じて上昇せず、又金利以外の物価の構成要素例へば労賃の騰貴に応じて上昇せず、人為的に低位に置かれていることの結果であるとも考えられるのである。

今第六表により終戦後に於ける物価賃銀と金利の上昇割合を比較してみるに、先づ公定価格の代表としての日本銀行調東京卸売物価は昭和二十年九月を一〇〇とする指数が昭和二十二年十二月に於て二五二即ち二十五倍に達している。又闇価格の代表としての日本銀行調東京消費財闇物価は昭和二十年九月を一〇〇とする指数が昭和二十二年十二月に於て五四七即ち五・四倍に達している。更に総理庁統計局調全国男子工業労務者一日当り給与額は昭和二十年九月を一〇〇とする指数が昭和二十二年十二月に於て二一八二即ち二十一倍に達している。一方之に対し金利の代表として東京社員銀行手形貸付平均利率をとり昭和二十年九月を一〇〇とする指数を作成してみると、昭和二十二年十二月に於て僅か一七八に過ぎず、又六ヶ月期限の定期預金利率をとり同じく昭和二十年九月を一〇〇とする指数を作成してみると、昭和二十二年十二月に於て一〇六に止まつている。之によつてみれば終戦以来約二ヶ年半の間に於て、物価は公定二十五倍闇五・四倍、又賃銀は二十一倍に上昇しているにも拘らず、金利は最も上昇率高き貸出利子すら一・七倍の上昇を示せるに過ぎず、又預金利子に至つては殆んど上昇らしい上昇を示していないことが判明するのである。

第六表 終戦後に於ける物価、賃銀、金利の上昇割合

年 月	東京卸 売物価	東京消費 財物価	賃 銀	貸出金利	預金金利
二十年九月	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇
十月	一〇二	九二	九六	—	一〇〇
十一月	一〇八	一一一	一〇〇	—	一〇〇
十二月	一六八	一二五	一三七	一〇三	一〇〇
二十一年一月	一九四	一七一	一九二	—	一〇〇
二月	二一一	一九三	二五七	—	一〇〇
三月	三四一	一八七	三一六	一〇七	一〇〇
四月	四一四	一六六	三五三	—	一〇〇
五月	四二九	一七七	三七七	—	一〇〇
六月	四四三	一八七	四一五	一一三	一〇〇
七月	四九九	一八三	四四六	一一五	一〇〇
八月	五二八	一六九	四七一	一一七	一〇〇
九月	五七六	一六三	五〇七	一二一	一〇〇
十月	五七八	一七二	五三三	一二三	一〇〇
十一月	六四二	一九五	五九五	一二八	一〇〇
十二月	六七二	二二九	六六四	一三三	一〇〇
二十二年一月	七一三	二六一	七六八	一三五	一〇〇
二月	七三五	二八五	八一	一四〇	一〇〇
三月	七七三	三二二	九二〇	一四二	一〇〇
四月	九〇〇	三五一	一、〇二一	一四九	一〇〇
五月	九五八	三七四	一、二二二	一五四	一〇〇
六月	九九六	四二〇	一、二九一	一五八	一〇六
七月	一、四〇五	四五二	一、四一六	一六〇	一〇六
八月	一、八七六	四五四	一、五七一	一六五	一〇六
九月	二、〇〇八	四八一	一、七二二	一七〇	一〇六

二十二年十月	二、二五九	五〇四	一、八七七	一七一	一〇六
十一月	二、四八〇	五一一	一、九九〇	一七三	一〇六
十二月	二、五六二	五四七	二、一八二	一七八	一〇六

〔註〕(1) 賃銀は総理府統計局全国男子工業労働者一日当給与額をとつた。

(2) 貸出金利は東京社員銀行手形貸付平均利率によつた。

(3) 預金金利は六ヶ月定期預金利率によつた。

此の如くインフレーションの進行下に於て金利の上昇が物価賃銀に比較し相対的に緩慢な所以は、闇市場に於ける金利は別として、少くとも市中金融機関の金利に関する限り統制が比較的容易なること、又市中金融機関の損益計算上に於ては、支出面に於ける物件費人件費の比重が比較的少ない間は、預金の利子が引上げられない限り貸出利子や証券利廻の引上げを特に必要としないこと等に求められるが、然し此等の傾向と雖も無制限に継続することは絶対に出来ないものであつて、物価や賃銀の上昇率と金利の上昇率との間に余りにも較差を生ずる場合には、従来支出面に於て比較的僅少の地位を占めていたに過ぎない物件費、人件費等の経費が大なる比重を占むるに至り、その結果金融機関の経営は極めて困難と化すると共に惹いては金融機関の職員の俸給を一般の水準に比し著しく低位に据置く結果とならざるを得ない。即ちその端的な表現が預金コスト中に於て預金経費率が異常に増大しつゝある(しかも金融機関の職員の俸給は一般に比し相当低位にある)ことと、資産の運用利廻りと資金コストとの利鞘が縮小しつゝあることである。殊に最も注意を要するのは、通貨価値の安定せる通常の経済体制の下に於ては、預金コスト中に占める預金経費率の比重は大体四分の一見当で、換言すれば預金平均利率は預金経費率に比し三倍見当の比重を占めていたのであるが、最近に於ては預金コスト中に於ける預金経費率の比重は七割乃至八割に近く、換言すれば預金利子の支払額よりも預金経費の支払額の方が遙かに巨額に上つている事実である。茲に於て市中金融機関は積極的に資産の運用利廻を増大せしめるため比較的弾力性ある貸出利子の引上を圖ると共に、消極的には預金コストに代へて資金コストを低下せしめるために、中央銀行よりの借入金低位に止まることを希望するであらう。ここに現在貸出利子の上昇を抑制すると共に中央

銀行公定歩合の引上げを簡単に断行し得ない苦悩の原因が存するのであつて、結局此の矛盾はインフレーションが収束しない限り一挙に解消することは至難の業と云うべきである。

(四) 今次市中金利の引上並に日本銀行公定歩合の引上に付て

本小論執筆直後の七月一日臨時金利調整法による市中金利の引上げが実施され、更に七月五日よりは日本銀行の公定歩合が引上げられることとなつたので、之に付き簡単に解説する。

先づ市中金利の引上げであるが、右は最近に於ける市中金融機関の資産運用利廻りと資金コストとの利鞘の縮小に対処せるもので、その意義は畢竟するに金利と物価との不均衡是正に帰着すると思はれる。本小論に関係ある市中金利引上げの内容を摘記すれば以下の如くである。

	改訂前	改訂後
○コールレート(翌日物)	九厘	一錢
○定期預金利率	三ヶ月 三分七厘 六ヶ月 四分 一ヶ年 四分二厘	三分八厘 四分二厘 四分四厘
○銀行貸出利率	二錢五厘	二錢八厘

次に日本銀行公定歩合引上の内容は左の如くである。

	改訂前	改訂後
商業手形若くは商業手形に準ずる手形の割引歩合	一錢二厘	一錢四厘
国債スタンプ手形及び貿易手形等を担保とする貸付利率歩合	一錢三厘以上	一錢五厘以上
国債スタンプ手形及び貿易手形以外のものを担保とする貸付利率歩合	一錢四厘以上	一錢六厘以上
当座貸越利率歩合	一錢七厘	一錢九厘

公定歩合引上公表と同時に発表された一万田日本銀行総裁の談話は次の如くである。

日本銀行は公定利率歩合適正化の方針を以て去る四月二十六日、これが引上

インフレーション下に於ける金利政策の問題点

を行い市中金利との不均衡是正を図ることとしたが、今般一般金利の情勢並に当面の諸事情を考慮の上右方針に基き公定利率歩合を二厘方引上げることとした。

右によつて明かな通り今次公定歩合の引上げはそれによつて市中金利を高め物価の引下げを所期するというが如き古典的な効果を狙つてはならず、本小論に於て既に説明せる通り日本銀行公定歩合と市中金利との較差を縮め之により金利体系の不均衡を是正せんとする所に真の目標がある。

いま今次市中金利の引上げ並に日本銀行公定歩合の引上げにより金利の体系が如何様になつたかを見るに左の如くである。

	日	歩	年	利
○日本銀行公定歩合(国債担保)	一錢五厘			(五分四厘七毛)
○国債利率			四	分
○銀行定期預金利率(六ヶ月)				四分二厘
○銀行預金コスト	省	略		
○銀行貸出利率(最高)	二	錢	八	厘 (一割二厘)
○銀行貸出平均利率	省	略		
○コール翌日物歩合(最高)	一	錢		(三分六厘五毛)
○コール無条件平均歩合	一	錢	五	厘 (五分四厘七毛)

右により新公定歩合と国債利率を比較すれば、前者は後者を遙かに上廻り、従つて国債を担保として新規に日本銀行より貸出を仰ぐことは著しく困難となつた。次に公定歩合と銀行定期預金利率を比較すれば、前者は後者を相当程度上廻るに至つてはいるが、然し預金コストと比較すれば、尚公定歩合は低位にある故、此の点よりすれば市中金融機関の日本銀行に対する依存傾向を完全に打破することとは困難である。又公定歩合と銀行貸出利率を比較するに、前者は後者に比し著しく低位にあり、此の限りに於て日本銀行より貸出を仰ぎ転貸することは未だ相当有利である。最後に公定歩合とコール無条件平均歩合を比較するに、今回の引上げにより略々同一水準に到達したものと考えられる。

最後に今後に於ける金利政策の動向に付き具体的に展望を試みる順序であるが、色々差しさわりがあるので次の機会に譲ることとし、今回はインフレーション下に於ける金利政策に関する問題の所在を指摘するに止めておく。(吉野)

大阪金融市場の動向

(特に財政資金並に地方資金
に対する依存度について)

昭和23・10・1

目 次

- 一、はしがき
- 二、大阪市場の地位
- 三、銀行券膨張の要因
- 四、市場資金の需給関係
 - (一) 大阪市場の特色
 - (二) 資金需要
 - (1) 財政資金の撒布引揚状況
 - (2) 貸出の増加状況と貸出分野の変遷
 - (三) 資金供給
 - (1) 預金の増加状況
 - (2) 為替資金流入状況
 - (3) 日銀貸出状況
- 五、コール市場の動き
- 六、結 び

一、はしがき

凡そ狹隘な我国に於て一局地を捕えて金融の動きを分析することは無益の誹を

免れないが、金融市場の名に値するものが僅かに東京、大阪の二大都市に限られ夫々の保有する金融支配力が国を二分する程広範囲に亘り而も両者の消化する資金量が我が国民経済の立場より無視し得ない現実から見えて一局地と雖も金融市場の分析から得られる結論は、それを通して国民経済全体の金融の動きに通ずるものであり強ち無意義なものとはならないであらう。此の意味に於て大阪金融市場の最近一ヶ年を回顧して主として関西地区の金融の動向を分析して見ることとした。大阪の経済力は満洲事変前後より目覚ましい充実発展振りを示しその實力に於て一時は東京を凌駕する勢にさえあつたが支那事変を契機として我国経済の戦時編成に伴う軽工業の企業整備と統制経済の強化に伴う経済力の東京集中により国民経済に占める大阪の地位が漸次低下するに従い金融力も相対的に低下し昔日の勢威を失墜したまゝ太平洋戦争に入りその後重化学工業に転換を終つた頃から戦災を受け初め終戦時に於ては文字通り満身創痍の態であつたが、終戦後は灰燼の中から立ち上り繊維工業を中心とする軽工業主体の産業都を再現せんものとインフレーションの荒波にもまれながら苦難の途を歩んでいたのである。

斯の如く金融市場のスケールに於ては大阪は東京に及ばない現状ではあるが他面夫々広範なヒンターランドを擁している点即ち前者が主として近畿以西の中枢地をなすに対し後者は主として関東以北の中枢地をなし共に大都市と地方を往還する資金の中継地としての重大使命を持ち且つインフレーション下の資金吸収難と需要激増の板ばさみとなつて資金操作に苦心する点に於ては量的には大小の差こそあれ形態は全く類似のものがある。故に大阪を中心とする金融の動きについて何等かの結論を求め終戦後の混乱状態から脱出し新しく変転しつつある資金の流れの中に将来の金融市場のあり方の一端を把握することが出来ればそれはそのまま東京にもあてはまるべきものであり、大阪の悩みはそのまゝ東京の悩みと考へてよいものであらう。

尤も金融市場と一口に云うもその対象は広範多岐に亘り資料の乏しい現状から到底多部門に及ぶことは不可能なるため大綱を把握する趣旨から単に銀行而も主として組合銀行を対象として吟味すると共に資金の流れに対する分析も単に平面的分析に終始し三和、住友、野村三行の金融支配網を通して見た立体的分析は稿を