

# 金利政策の効果

## は し が き

わが国は、過去10年間3回にわたる景気の行き過ぎを経験した。そのいずれの場合も、国際収支の大幅な赤字と物価の騰貴を伴ったが、これらの行き過ぎを是正するために主導的な役割を果たし、かつ果たしつつあるのは、広い意味での金利政策を中心とする金融政策であった。したがって過去2回の引締めが比較的早期に均衡を回復した事実からみて、金利政策の効果はきわめて強力であるように思われる。

金利政策については、最近西欧でも新たな観点からその有効性が見直されているようである。もちろん西欧とわが国とでは、金利政策の効果について金融機構の相違からくる若干の違いはあるが、ここでは西欧の新しい見方を若干紹介するとともに、わが国の金利政策がいかに機能してきたかについて簡単な回顧とあわせて若干の展望を行なってみたい。

## 1. 金利政策に対する考え方の変遷

### (1) 金本位制時代

金利政策は中央銀行の金融政策手段の中でも最も古い伝統を有するものであるが、このような手段を最初に確立したのは、19世紀後半における英蘭銀行であった。当時の英国は金本位制であったから、金準備の確保が英蘭銀行の最大の政策目標であり、同行は金の国外流出を阻止しようという場合には公定歩合を引き上げ、金を流入させる必要がなくなると公定歩合を引き下げた。当時同様な意図をもった公定歩合操作は、ドイツ、オーストリア、ベルギー、オランダなどにもみることができる。

しかし同じ金本位制時代でも、20世紀にはいると、しだいに国内経済に対する金利政策の影響も

意識されだしてきた。たとえば1918年に出された英国カンリッパ委員会の報告書は、公定歩合の効果として依然対外的効果をより重視しているものの、国内面についても、たとえば公定歩合を引き上げると信用の抑制—物価の低落—国内経済活動への圧迫—輸入抑制—輸出促進という過程を通じて均衡を回復する力が作用すると述べている。さらに進んで1931年に発表されたマクミラン報告では、金利の国内景気調整機能をカンリッパ報告以上に重視している。

### (2) 不況時代と戦時経済

しかし1930年代の大不況時代になると、金利政策に対する考え方が大きくゆらぐに至った。すなわち1930年代の深刻な不況に対処するため、各国は国内均衡優先の考えから、相次いで金本位制から離脱し、為替レートの切下げ、為替管理の強化をはかるとともに、金融面では金利を低位に固定して、いわゆる低金利政策を推進した。しかし、それにもかかわらず、低金利が企業の投資を刺激し、国内景況を上昇させる力に乏しかったところから、金利政策の効果について非常に懐疑的な見方が有力になった。英国において1938年に実施されたオックスフォード大学の実態調査や、米国におけるハーバード大学の調査の結果が、ともに企業活動に対する利子率の影響が小さいことを示唆したため、金利政策に対する疑問はいっそう強まったきらいがあった。しかしここで見のがしてならぬのは、これらの調査がともに世界的な不況の時代を背景としたものであること、および当時は金利政策が放棄されていた時代ということである。経済の深刻な沈滞といった異常な時期にあっては、金利コストの若干の軽減が企業の投資活動を刺激しないのはむしろ当然であろう。しかし、ともかく金利政策は使用されないまま戦争に突入り、経済の各分野にわたって直接統制が実施され

たため、金利政策は約20年間にわたってほとんど活用されないまま経過した。

### .(3) 金利政策の復活

戦後も混乱期にはこうした考えが受け継がれ、統制経済が支配的であり、英国などではさらにいっそう低金利政策が推進された。しかしその反面一部の国々、たとえばベルギーやイタリアは戦後のインフレーションと混乱を克服するため、いち早く公定歩合を引き上げるなどして通貨政策を復活した。こうした通貨政策の復活による早急な立直りによって金利政策の効果はあらためて見直されるに至り、1950年の朝鮮動乱後の経済危機に対処するため、各国はきそって通貨政策を復活するに至ったのである。すなわち1951年3月米国では連邦準備制度と財務省のアコードが成立し、爾後金利は弾力的に動かされるようになったし、また英国でも1951年の末から翌年初めにかけて20年ぶり(戦争直前の一時期を除けば)に公定歩合が引き上げられた。こうした金利引き上げによって各国の経済危機は予想外に早く克服されたが、これによって1950年代における通貨政策の弾力的運営の基礎が築かれたとみることができよう。

しかし1950年代の「通貨政策の復活」は、金本位制時代の考え方の単なる復活ではなかった。そこには金利政策の効果についてのいくつかの新しい認識があった。すなわち、

第1に金融引締めの場合、借り手に対するコスト上昇の効果よりも、むしろ貸し手である金融機関ないし投資家に対して与える効果が重視されるようになったことである。金利が上昇すると金融機関や投資家の手持り有価証券の市場価格は下落するから、その証券の所有者はキャピタル・ロスを生ずる。ところが証券所有者は帳簿上にキャピタル・ロスを計上することをきらうし、また価格低落が一時的とみなされるならば、証券保有者はその有価証券の売却を停止して凍結しておくだろうから、こういう過程を通じて信用は抑制されるというのである。こうしたロック・イン(封じ込め)効果はニューヨーク連邦準備銀行のローザ氏によ

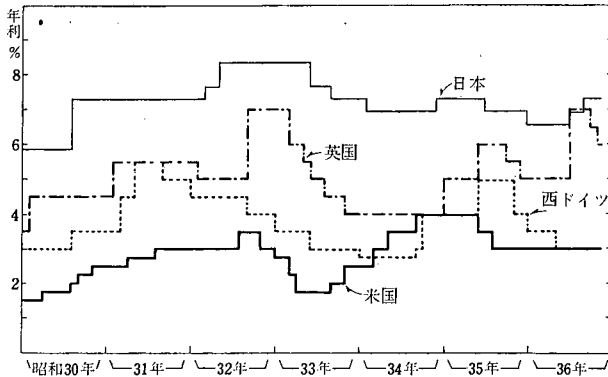
って強く主張されるに至ったため、ローザ効果とも呼ばれている。ラドクリフ委員会報告の、いわゆる「一般的流動性効果」も、その主張は必ずしも明確ではないが、このような効果の一つの内容とするものであろう。もちろんこのような効果が認識されるに至ったのは米英両国にみるごとく、金融資産の多様化とともに、利回り感覚に鋭敏な商業銀行以外の金融機関や機関投資家が発達し、金利のわずかな変動も多くの経済主体の資産選択に大きな影響を及ぼすとみられるようになったためである。

第2に金利政策が金融機関や企業の先行き期待感に与える効果が、あらためて強く認識されるようになったことである。公定歩合の変更は中央銀行の決意の表明とみられるので、銀行や企業は、それによって将来の金融政策の方向を知り、それに適応するように行動する傾向が強い。英蘭銀行はラドクリフ委員会に対する覚え書の中で、金利政策のこの効果をとくに強調している。

第3に金利政策の効果を確認するための条件として、金利政策の弾力的運営の重要性が強く認識されるようになったことである。公定歩合が弾力的に変更され、これに伴って市中金利も変動するならば、一時高金利の時期となっても、やがてまた低金利にもどることが期待されるから、企業は投資計画の実施を延期したり、社債の発行を延期したりするからである。なおこの点については、公定歩合の変動をかなり大幅に行なうことの必要性も同時に痛感されている。たとえばラドクリフ報告は、金利に対する経済界の反応について「3段ギヤー」の考え方が広く受け入れられていることを示している。すなわち経済界はその時々金利水準を「高い」「低い」「正常」の3段階に分けて考えており、したがって経済界の動きに影響を与えるのは、明らかにギヤーが切り換えられたと感じる時であると述べている。公定歩合操作について長い伝統を有する英国では、公定歩合は1%刻みで引き上げ、0.5%刻みで引き下げるといわれる「ゴッシェンの法則」に従って操作する

慣習があるといわれているが、情勢によっては年利2%（日歩5厘5毛）という大幅な引上げも決して前例がないわけではない。昭和32年9月および本年7月に、英蘭銀行は公定歩合を5%から7%へ引き上げ、早急に事態を沈静に導いたが、これらはその最近の事例としてまだわれわれの記憶に新しいところである（第1図参照）。

〔第1図〕 各国における公定歩合の推移



第4にこのような効果の反面、その限界もまた意識されるようになってきたことが注目される。金利の低下が深刻な景気の沈滞に対しては、それほど刺激的な効果がないことは古くからいわれていたが、最近では自由化によって国際短資の動きが激化し、それが攪乱要因となって、金利政策の効果を減殺する、ないし金利政策の弾力的な運営を制約することも否定できないところである(注)。

しかし、それにもかかわらず基礎的な不均衡がない時には、金利政策はこれを弾力的に運営すれば、すでに述べたようないろいろな過程を通じて信用のコストとアベイラビリティを動かし、さらに企業に対する心理的效果を通じて、金融調節を効果的に行ないうる事が、諸外国では広く認められるようになっている。

## 2. わが国における現状

このような欧米諸国の金利政策の運営態度やその効果に対する考え方は、わが国においても基本

的には当然あてはまるわけで、日本銀行がここ数年来金利政策を活用している背景には、こうした金利政策の効果についての強い信頼が存するからである。ただ、わが国の金融構造は欧米各国とは違った特異なものがあるだけに、同じ金利政策の効果といいながら、欧米とは異なる効果の波及過程ないし範囲があるように思われる。そこで以下わが国における金利政策の効果について、戦後の景気変動から得た経験を参考にしながら検討してみたい。

### (1) コスト効果

コスト効果は、金利の上昇が企業の金利負担や金融機関の資金コストの上昇を招くことによって、企業の投資活動や金融機関の貸出態度を変更させることをねらいとするものである。今日欧米諸国においては、金利コストが企業の投資決意に及ぼす影響については懐疑的な見解もかなり強いようであるが、企業がオーバー・ボロイングの状態にあるわが国

では、まだこのコスト効果がきわめて有効に働く条件下にあるように思われる。

すなわち、市中金利が上昇すれば、銀行から借りている企業の金利負担は当然増大する。この場合企業の予想利潤率がどのような状態にあるかということも重要な要因となるが、この予想利潤率にあまり大きな変化がないとすれば、金利負担の増大は企業収益を低下させ、投資意欲を減殺させる。こうした効果は諸外国でも当然みられるわけであるが、企業の借入依存がきわめて低い欧米では、金利水準が上がってもコストを大きく増大させることにならないので、コスト効果はそれほど大きくないといわれている。しかしわが国の場合には異なる。すなわち、次表でみるようにわが国企業の収益力は欧米の主要国と大差がないものの、その金利負担は企業収益の約半ばを占めており、諸外国の企業に比して著しく高い。このため金利負担の増大に耐える力が、わが国の企業の場合かなり低い。この原因は、一つにはわが国金利

(注) この点については次号掲載予定の「交換性回復後の欧米諸国の金融政策」参照。

水準の国際的な割高にもあろうが、主因はむしろ他人資本が総資本の7割にも及ぶというわが国企業の資本構成に求められるべきものである。この点総資本の6~7割を自己資本で占める欧米の企業とは著しく対照的であり、比較的小さい金利の上昇でも企業の投資活動に大きな影響を及ぼすという事情が潜んでいる。

企業の金利負担と収益力 (%)

区 分	金 利 負 担	企業収益率 カッコ内は税引後	資本収益率 カッコ内は税引後
日 本	49.7	4.4 (3.4)	2.6 (1.6)
米 国	8.9	10.3 (6.6)	9.4 (5.7)
英 国	3.6	10.5 (5.8)	10.2 (5.5)
西ドイツ	15.6	8.4 (3.5)	7.1 (2.2)

(注) 1. 金利負担 =  $\frac{\text{支払利子}}{\text{純利益} + \text{支払利子}}$   
 企業収益率 =  $\frac{\text{純利益} + \text{支払利子}}{\text{総資本}}$   
 資本収益率 =  $\frac{\text{純利益}}{\text{総資本}}$

2. 日本: 昭和35年度下期、主要企業512社集計分(全産業)。  
 米国: 1960年、大企業100社集計分(全産業)。  
 英国: 1961年7月~9月発表分、546社集計分(全産業)。  
 西ドイツ: 1959年、1,857社集計分(全産業)

資料: 日本: 統計局調べ、主要企業経営分析。  
 米国: First National City Bank, Monthly Letter  
 1961年7月号。  
 英国: Economist 1961年10月14日号。  
 西ドイツ: Die Abschlüsse der Aktiengesellschaften  
 für das Geschäftsjahr 1959年版。

こうした金利のコスト効果が在庫投資に敏感に反映することはもちろんであるが、設備投資についても効果は相当大きい。もちろん予想利潤率が異常に高いとか、競争があまりに激しいとかいった場合には、設備投資は金利変動に対しあまり敏感でないかもしれないが、それでも高金利の時期における設備投資は、その企業に対し長期にわたって高金利の負担を負わせる結果となるので、設備投資の繰延べ効果は十分期待しうるところである。とくに長期金利が弾力的に変更されるような場合には、企業はこのような高金利の時期はそれほど長くは続かないと考えるであろうから、投資の繰延べ効果はいっそう大きいはずである。

金利のコスト効果は企業に対するものばかりで

はない。金融機関についてもある。たとえば金融が引き締められると、公定歩合の引上げやコール・レートの高騰によって金融機関の資金コストは上昇するから、金融機関は自然借入増加を抑制するようになる。この効果は、常時多額の日銀借入金やコール資金に依存している都市銀行にとくに大きい。こうしたコスト効果は高率適用制度や窓口指導によっても補完されればいっそう効果的に作用する。引締めが非常に強力な場合には銀行経理に対する圧迫は一段と強まり、ついには昭和32年の時のように貸出が増大しても収益は減少するということになり、その圧迫によって、銀行はその貸出方針を再検討せざるをえなくなる。

## (2) 心理的效果(予測効果)

次に注目しなければならないのは、金利政策の心理的效果である。公定歩合の変更は、景況の見通しに対する中央銀行の判断を示すとともに、中央銀行の政策態度の変化を意味する。すなわち公定歩合の引上げは、景況の先行き不安を示す警戒信号であり、中央銀行は景気過熱に対処して断固として引締め政策をとることを表明したものと受け取られる。したがって金融機関は先行き日本銀行からの借入のいっそうの困難さと取引先企業の採算悪化を考えあわせ、いっそう慎重な貸出態度をとるようになるであろうし、一般企業も景況の不振と将来における資金調達難を予想して、その経営態度に慎重さが加わり、さらには事業計画の変更を行なうようになる。株式市場においてはかかる弱気観が最も端的に現われ、株価が下落する。このような効果はすでに述べたように諸外国においてもよく認識されているところであるが、わが国の場合、企業は市中銀行の貸出に、また市中銀行は日本銀行の貸出に依存するところがきわめて大きいため、公定歩合の変更による心理的效果がいっそう強く作用しているように思われる。

## (3) アベイラビリティ効果

通常公定歩合の引上げに先立ってまず窓口指導が強化されることが多いが、こうした窓口指導の

強化のみで公定歩合の引上げが行なわれないと、いくら日本銀行が窓口指導を強化しようとしても、そこには大きな限界が存する。なぜならば窓口指導は日本銀行と取引先銀行との話し合いによって行なわれるものであるから、一般企業に対しては金融引締め趣旨が浸透しない場合が多いし、銀行としても金利を引き上げないでの引締めは、本格的なものとは受け取りにくいからである。したがって公定歩合の引上げが行なわれなければ、中央銀行は広く経済界全体に警戒信号を掲げたことにならないし、銀行も企業も本格的な引締め態勢にはいりにくい。公定歩合を引き上げてはじめて窓口指導もより強力になる。このように公定歩合の引上げとこれに伴う窓口指導の強化により、日本銀行から多額に借り入れている市中銀行は当然、取引先に対する貸出態度の変更を余儀なくされるが、これは銀行信用のオペラビリティの急速な低下を意味する。わが国の企業は銀行借入に対する依存が著しく大きいだけに、銀行信用のオペラビリティが低下すれば、企業としてもその投資態度に強い影響を受けざるをえないわけである。

このほか金融の繁閑や金利の変動が、有価証券市場を通じて経済全体の流動性に及ぼす影響も重視されなければならない。わが国の場合確定利付証券の流通市場の発達が遅れているため、英米諸国のようにわずかな金利の変動が、直ちにこれら証券の市場価格の下落をもたらす、その保有者のビヘイビアに影響を及ぼすという効果は比較的弱い。しかしながら公定歩合の引上げや金融の窮迫化によって株式市場が大きな影響を受けることは、戦後においてもしばしば経験したところである。こうした株価の下落は、株式保有者の流動性を縮小させることによって支出を抑制するとともに増資環境を悪化させる。このような株式市場に対する影響のほかに、金融引締めは起債市場にも影響を及ぼす。わが国の起債市場の現状では、一般個人や機関投資家による消化が比較的少なく、起債量の半分近くが金融機関によって消化されて

いるから、起債市場の状況は銀行の流動性によって強い影響を受ける。現在起債量や起債条件は関係者間の話し合いで定められているが、金融の引締めによりによって引受会社や受託銀行が消化難の見通しを持つような場合には、発行額が圧縮されることになる。こうして債券発行銀行や企業の資金調達も、この面からも制約されるわけである。

このように金融の窮迫や金利の上昇は経済全体の流動性を低下させ、それがまた金利の上昇を招くというように、金利政策の効果は累積的に波及し、しだいに経済各部門の活動を調整していくのである。

#### (4) 国際短期資金移動に対する影響

国際短期資金の移動に対する金利政策の影響は、近年為替自由化に伴って、とみに重大な関心が寄せられるようになった。長い間の為替管理の実施によって、国際短期資金の動きは著しく制約を受けてきたが、昭和33年末以降西欧通貨の交換性が回復したのに伴い、短期資金は活発な動きを示すようになった。わが国においても昨年後半からいわゆるユーロ・ドルを主体とする多額の外資が流入したことは周知のとおりである。このような短期資金移動は政治不安や為替不安によっても起こるが、国際間の金利差がその基本的な要因である。したがって公定歩合の引上げに伴って市中金利が上昇すれば外資の流入はいっそう刺激されることになる。景気が過熱すれば、すぐ国際収支のカベに突きあたる日本経済にとって、このような外資の流入は外貨危機を未然に防ぐ役割を果たしてくれる。もっともそれが反面において経済の過度の行き過ぎを可能にする危険も大であることを否定できないが、このことは別の角度からみれば、金利が国際資本移動に非常に大きな影響力をもっていることの一つの証左ともいえよう。

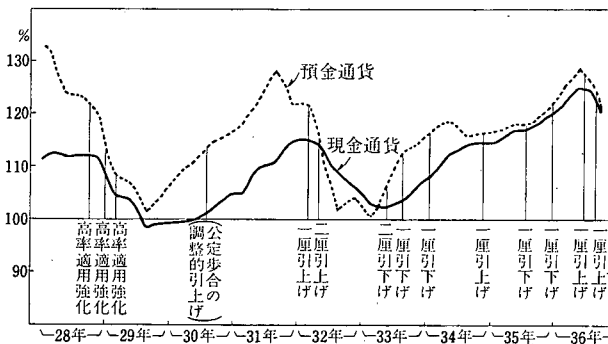
#### (5) 金利政策の浸透過程

公定歩合の引上げは、まず金融機関にも一般企業に対しても心理的影響を与える。とくに市中銀行に対しては同時に強力な窓口指導も実施されるから、市中銀行のビヘイビアは公定歩合の引上げ

を契機に急速な変化を示す。公定歩合が引き上げられるような状況のもとでは、一般に国際収支の逆調、財政の揚超、旺盛な資金需要といった原因から金融市場は自律的にもある程度締まっているので、金融は一段と窮迫化するようになる。これは企業にとっては借入コストの増大と、信用のペイラビリティの低下を意味し、その流動性は急速に低下し、金繰りが苦しくなる。景気上昇の後期には意図した在庫蓄積が相当増大しているので、企業は先行き見通しの悪化と金利負担の増大、金繰り難から在庫調整を行なうようになる。一方では売り急ぎも現われ、商品市況がしだいに悪化し、卸売価格も下落に転じる。決済条件の悪化や有価証券価格の下落による流動性の低下がさらに進むと、在庫調整は一段と進展する。この段階になると輸入も落ち付きを示すようになる。さらに設備投資についても、先行き悲観的な見通しが強くなるとともに金利負担の増加ないし資金調達難から再検討や繰り延べが行なわれるようになる。

こうして企業の投資が減退するようになると、個人消費も慎重さが加わり、総需要は停滞ないし縮小に転ずる。その結果物価が一段と低下し、製造業者は製品在庫の圧迫に耐えかねて、生産調整を始めるようになる。また国内市況の悪化から輸出に吐け口を強く求めるようになり、輸出は促進される。その結果国際収支も改善される。——おおざっぱに言って金利引き上げはこういう波及過程を通じて、国内均衡を再び回復するというのが、

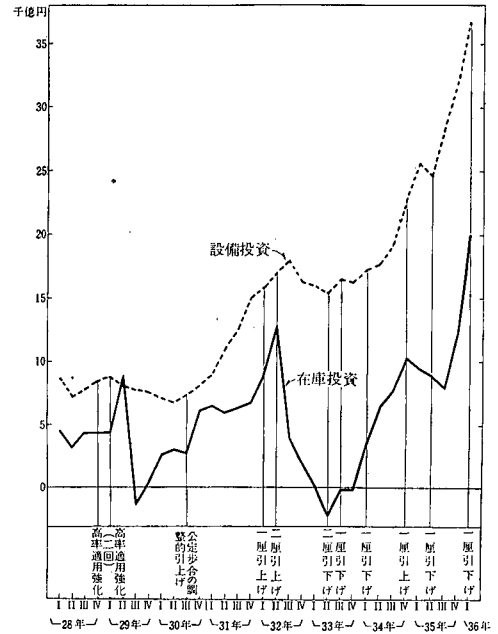
〔第2図〕 通貨の動きと公定歩合



(注) 現金通貨は四半期末月の銀行券月中平均発行残高の前年同月比。預金通貨は四半期末月の月末預金通貨残高(通貨増減要因分析による)の前年同月比。

戦後これまで2回の経験の示すところである。

〔第3図〕 設備投資・在庫投資の変動と公定歩合



資料： 経済企画庁「四半期別国民所得統計(季節変動調整済み)」。

### 3. 金利政策をいっそう効果的にする条件

このように金利政策は現状でもきわめて強力である。が、現在のわが国では金利政策の効果が全面的に発揮されるのを阻害ないし減殺する要因が存在していることも否定できないところである。金利政策は本来金利の価格機能を通じて資金の需給調整を行なおうとするものであるから、このようなメカニズムがうまく働くことが金利政策を効果的なものにする重要な前提であるが、わが国では次のような金利の価格機能の発揮を妨げるいろいろな要因が存在しており、金利政策をいっそう効果的に運営するためには、これらの要因を除去することが重要な課題である。

こうした要因として、まず第1にあげなければならないのは、固定的な金利の存在である。金利のメカニズムは、金利が自由に形成されてはじめて、資金の需給を調節しうるものである。これがいかに重要であるかは、す

果的なものにする重要な前提であるが、わが国では次のような金利の価格機能の発揮を妨げるいろいろな要因が存在しており、金利政策をいっそう効果的に運営するためには、これらの要因を除去することが重要な課題である。

で述べたように戦後の諸外国における通貨政策の復活が、主として政府短期証券金利を市場の実勢にゆだねることを中心に、金利の自由化によってはじまったことからみても明らかなるところである。現在金融正常化の必要性が強く叫ばれているが、正常化とはとりも直さず金利の自由化であるといっても過言ではないぐらいである。

第2の要因としてオーバー・ローンの存在、過度の間接金融方式といった、わが国特異の金融構造の問題がある。こうした金融構造の特異性は、コール・レートの異常な高騰、銀行のクレジット・ベース観念の稀薄化といった弊害を招き、さらに有価証券市場の発達を妨げている。間接金融方式が過度になれば、企業と銀行の間に系列関係が生ずることによって、市場原理に基づく信用の配分や自由な金利の形成を阻害することになりやすい。その結果わずかな金利変動が資産選択の効果を通じて、金融市場に大きな影響を及ぼすという側面では、金利機能を制約している。

もちろんこれまでわが国の金利政策も、しだいにその運営に改善が加えられてきた。すなわち戦後しばらくの間、日本銀行は金融情勢に応じて高率適用制度の運営を強化したり緩和することによって、日本銀行貸出の実効金利を動かしていた。その後昭和30年8月、日本銀行は公定歩合を日歩1銭6厘から一挙に2銭に引き上げるとともに、高率適用制度を大幅に改正した。この改正により、以後一般的な金融調節手段としては公定歩合の操作によることとなり、高率適用制度は個々の取引先金融機関の日本銀行に対する過度の依存を避けるための例外的な懲罰制度という本来の姿にもどることとなった。その後市中貸出金利は市中銀行の申し合わせによりしだいに公定歩合と歩調を合わせて変更されるようになり、さらに米国のプライム・レートにならって市中貸出金利の中心となる標準金利方式も採用された。

このようにわが国における金利政策の運営は、しだいに改善を加えられながら今日に至っているが、まだまだ今後改善を要する問題は多い。

#### 4. 今後の課題

本来からいえば、銀行は一定の流動資産を保有し、それを基礎に信用拡張を調節していくのが望ましい姿であろう。そうなれば、景気が行き過ぎようとする時など、国際収支の逆調や財政の揚超で金融市場の流動性が低下するので、一定の流動性をクレジット・ベースとして行動する市中銀行は、自然貸出の増大を推えるようになる。これが金融市場の自動的な調節のメカニズムであるが、その際、日本銀行は市場の流動性の状況を望ましい状態に調節してさえゆけば、全体としての通貨信用の調節を行なうことができるわけである。

ところが現在のわが国では市中銀行の流動性はきわめて乏しいうえに、日本銀行から多額の借入を行なっているため、流動性をクレジット・ベースとすることができないし、現在の貸出は市中へのプレッシャーの増大とならないので、日本銀行としても窓口指導でこれを補完せざるをえない状況にある。もちろん現状でも、強力な引締めを行なう場合には、その効果は上述したごとくきわめて強力である。しかし金利が市場の実勢に応じて変動するようなメカニズムが十分働かない現状では、また日常の金融調節が受動的な調節手段である貸出によってのみ行なわれている状況下においては、日常のいわゆるキメの細かい調節ができにくいし、また企業の強い資金需要に押されてズルズルと過大な貸出を実行しやすいらみがある。したがって今後の課題は景気が過熱した場合だけでなく、ノーマルな経済状態のもとでも有効にかつキメの細かい調節ができるようなメカニズムに改めることが是非とも必要である。そのためには、上述した金利の固定化の現状とかオーバー・ローンの現状を改善するなど、いわゆる金融の正常化を実施しなければならない。それができれば金利政策は平常時にも、また非常時にもいっそう資金需給調節の役割を果たすことができるようになる。