

日本の金融政策：効果波及経路と有効性*

鈴木 淑夫**

1. はじめに
2. 高度成長期 — 1973 年以前
3. 低成長期 — 1974 年以降
4. 今後の展望

1. はじめに

このペーパーの目的は、日本における金融政策の効果波及メカニズムを説明し、その有効性を考えることにある。日本の金融システムはいま歴史的な変革期にあり、金融政策の効果波及メカニズムも変わりつつある。このためこのペーパーでは、まず第2章において、変化が始まる以前、すなわち1973年以前の高度成長期における金融システムとそこにおける政策効果の波及経路を概観する。次に第3章では、変化の始まった1974年以降について、金融システムがどう変わりつつあり、これが効果波及経路にどのような影響を与えつつある

かを論ずる。最後に第4章では、金利規制撤廃と金融革新が金融政策に及ぼす影響について展望する。

2. 高度成長期 — 1973 年以前

(1) 金融システムの特徴¹⁾

1. 間接金融の優位

第2次大戦後における日本の金融システムは、①各種金融業務の分離と②金利規制という二つの制度的枠組みによって特徴付けられている。すなわち、①銀行と証券、銀行と信託、短期金融と長期金融などの各業務は分離され、それぞれ専門化された機関²⁾によって扱われている。ユニバーサル・バ

* 本稿は昭和59年5月25、26日の両日、フンデスパンクで開かれた Ausschuss für Geldtheorie und Geldpolitik des Vereins für Socialpolitik に提出した論文の日本語版である。

** 日本銀行金融研究所長

1) 1973年以前の高度成長期における日本の金融システムの特徴については、〔2〕第I部に詳しく述べられている。

2) 日本の主な金融機関は次の通り。

- ① 預金銀行業務（預金は2年以下、貸出は短期と中期＜4年以下＞）を行う都市銀行（13行）、地方銀行（63行）、相互銀行（71行）、信用金庫（456庫）、信用組合（468組合）など。
- ② 預金銀行業務に加え、金融債（1年と5年）を発行し長期貸出（5年以上）を行う長期信用銀行（3行）。
- ③ 預金銀行業務に加え、信託業を営む信託銀行。信託業務の中心は合同運用の金銭信託と貸付信託（2年と5年）であるので、②と同じ長期金融専門機関。

なお、①、②、③の銀行には、公共債の引受、同窓口販売（1983年4月以降）、および同ディーリング（1984年6月以降）を除き、証券業務は許されない。

- ④ 債券、株式、投資信託を扱う証券会社。
- ⑤ 生保と損保に専門化した保険会社。

ンキングのような銀行・証券の兼営は原則として許されない。また、②預金と貯蓄勘定の金利、債券の発行金利、合同運用の金銭信託・貸付信託の予想配当利回り、および標準貸出金利は規制ないしは強い行政指導の下にある（以下「規制金利」と呼ぶ）。

銀行など民間金融仲介機関にとっては、資金調達手段の金利が低目の水準に規制され、反面資金運用の中心である貸出金利は標準金利以外は規制されておらず、また預金歩留りを考慮した実効貸出金利は標準金利を含め表面貸出金利よりも高かった。この安定収益を基礎に民間金融仲介機関は優良な地域に支店網を張りめぐらし、資金吸収と融資の活動を強化することができた。このため1973年迄は、国内金融システムにおける貸り手から最終的借し手への資金循環（flow of funds）の

うち、70～80％は民間金融仲介機関を経由しており、証券市場を経由する流れは一時的な増資ブームや対日証券投資の急増が起った1970、71年を除くと10％に満たなかった（第1表参照）。換言すれば、間接金融の直接金融に対する圧倒的優位が高度成長期の金融システムの大きな特色であった。

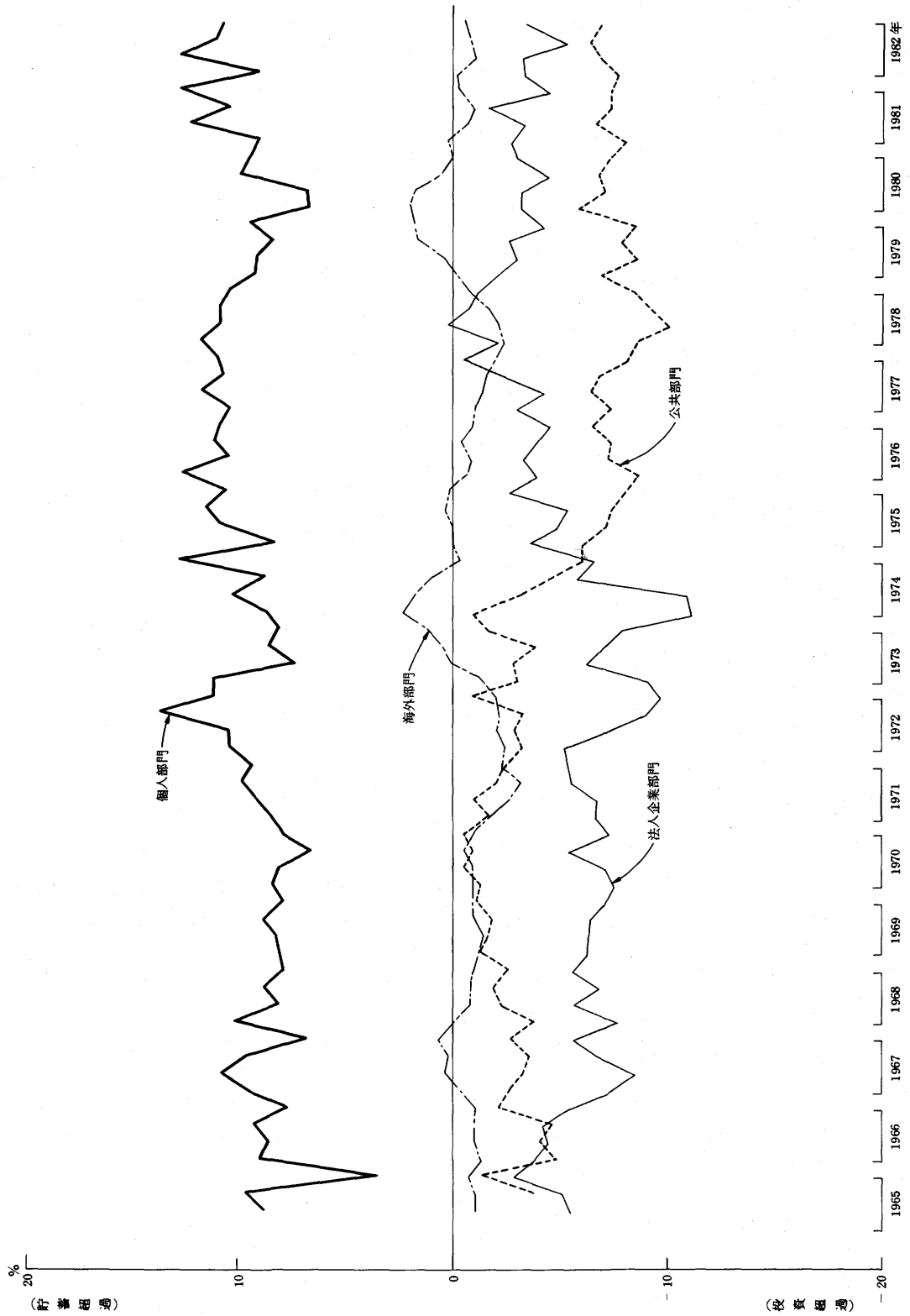
ロ. 法人企業部門の「オーバー・ボロイング」

このような資金の流れにおける最終的借り手は、主として法人企業部門であり、財政部門の赤字は小さかった。すなわち第1図に示すように、1973年頃迄は法人企業部門の資金不足額対GNP比率は6～10％の間を変動しているが、この間、公共部門のそれは1～4％の間にとどまっていた。この結果、法人企業部門全体でみて企業の外部資金依存度は所要資金全体の約65％と高く、流動性は低かった。間接金融の優位の下では、外部資金は

（第1表） 国内金融システムにおける貸し手から最終的借り手への資金循環経路（単位 ％）

	民間 金融 仲介	うち		公的 金融 仲介	証券 市場	うち国内資金			海外 資金	合計
		預金 銀行	信託 部門 保険 会社			債券	株式	投資 信託		
1965年中	78.6	63.2	11.3	15.5	5.9	3.5	5.1	△3.0	0.3	100.0
1966	78.4	69.6	10.0	19.3	2.3	2.6	2.2	△1.7	△0.8	100.0
1967	77.4	66.1	12.0	16.2	6.4	3.1	1.0	△1.1	3.4	100.0
1968	72.5	58.3	13.0	18.4	9.1	2.5	2.7	0.2	3.7	100.0
1969	73.3	60.3	11.7	16.9	9.8	2.3	2.9	1.1	3.5	100.0
1970	71.0	60.3	12.8	16.7	12.3	3.0	4.8	0.6	3.9	100.0
1971	70.2	57.8	11.7	16.2	13.6	3.4	2.8	1.0	6.4	100.0
1972	77.5	66.2	10.5	16.1	6.4	1.3	2.0	1.4	1.7	100.0
1973	74.6	64.1	10.9	18.6	6.8	3.1	3.6	0.6	△0.5	100.0
1974	69.0	58.0	10.7	21.1	9.9	1.7	2.3	0.3	5.6	100.0
1975	69.8	58.8	10.4	23.3	6.9	3.5	2.0	1.6	△0.2	100.0
1976	67.4	56.0	10.2	23.7	8.9	3.9	1.8	1.0	2.2	100.0
1977	60.5	49.6	9.5	29.2	10.3	6.6	2.4	0.9	0.4	100.0
1978	62.4	54.2	6.7	25.4	12.2	6.4	1.4	0.7	3.7	100.0
1979	59.3	48.0	9.6	28.6	12.1	6.3	2.2	0.4	3.2	100.0
1980	54.9	41.9	11.6	31.2	13.9	7.6	1.6	△0.6	5.3	100.0
1981	61.4	49.8	9.9	25.5	13.1	7.3	2.4	1.9	1.5	100.0
1982	56.1	42.4	12.7	29.2	14.7	5.5	2.9	3.0	3.3	100.0

(第1図) 部門別投資超過(赤字)貯蓄超過(黒字)の対GNP比率



増資・起債よりも主に借入の形をとった。このため法人企業部門全体の借入依存度は当時60%程であった。このような高い借入依存度は当時「オーバー・ボロイング」と呼ばれた。

ハ、インターバンク市場の発達と公開市場の未発達

間接金融の優位の下では、民間金融仲介機関相互の短期貸借市場であるインターバンク・マネー・マーケットは、コール市場、手形売買市場という形で大いに発達した（第2表参照）。この市場では都市銀行がネットの借り手、その他の金融機関がネットの貸し手である。

これに対し、直接金融の場合である公開金融市場に関しては、マネー・マーケットの場合、1967年以降に現先市場がイノベーションとして誕生したものの規模は小さく（第2表参照）、また資本市場の場合は、株式市場は発達しているものの債券市場は未発達であった（第3表参照）。TB市場や中・長期債市場のような公開金融市場が未発達であった理由は、主として次の三点である。第一に、公共債は信用が安定し、ロットも大きいので、公開金融市場の資産には最も適しているが、財政赤字が小さいため（第1図参照）、その発行量が少なかった。第二に、債券の発行金利が均衡金利よりも低い水準に規制されていたため、満期前の売却は損を蒙ることが多く、流通市場は現先取引を除くと発達しなかった（第2表および第3表参照）。第三に、間接金融の優位の下では、公共債はシンジケート団を構成する金融機関によって引受けられ、社債は発行企業の主要取引銀行によって消化されることが多く、企業や個人は金融債以外の債券になじまなかった。換言すると、間接金融の優位の下では、公共債と社債の引受は本質的には金融機関貸出に等しく、金融債の消化は本質的には預金に等しく、債券は真の市場性を十分に

は持っていなかった。

(2) 金融政策の効果波及経路

イ、日常の金融調節

日本銀行の保有する日常の金融調節の手段は、主として日銀窓口における貸出量の調節であり、手形売買市場が発達した1971年以降（第2表参照）は、更に手形オペレーションが有力な手段としてこれに加わった。

日本銀行の公定歩合は常にインターバンク・マネー・マーケットの金利よりも低いことから判断できるように、日銀貸出は公定歩合を支払う金融機関に受動的に供給されるのではない。インターバンク・マネー・マーケットにおけるネット借り手の都市銀行を中心に、信用割当の形で供与されている。銀行は、預金準備制度の下で、16日から翌月15日までの日銀預け金の平均残高を所要額以上とするよう求められているので、日銀の貸出窓口における信用割当が厳しくなると所要平均残高を積上げるテンポが遅れ、これを取戻すためのマネー需要がインターバンク市場で増加するので、市場の金利は上昇する。信用割当の態度が甘くなれば、同様の理由でインターバンク市場の金利は低下する。³⁾

ブレトン・ウッズ体制の下で日本の国際収支は長期的に均衡していたので、経済成長に伴い現金需要が累増していくと、これに対応して日銀の貸出残高も累増するという問題が起った。当時これは「オーバー・ローン」と呼ばれた。これを避けるため、1963年以降、適正成長に対応する現金需要増加分は、資金不足期における金融機関とのバイラテラルな長期国債買オペで供給し、他方日銀貸出残高については各行ごとに限度額を設定した。

1971年以降、手形売買市場が形成されたため、

3) このメカニズムの詳細は、〔2〕第Ⅲ部、とくに第10章、および〔6〕、とくに別紙1参照。

日本の金融政策：効果波及経路と有効性

(第2表) マネー・マーケットの取引残高の推移

(単位10億円、%)

	コール 市場	構成比	手形 市場	構成比	現先 市場	構成比	C D 市場	構成比	合計	構成比
1965年末	809	100.0							809	100.0
1966	747	100.0							747	100.0
1967	1,012	86.9			152	13.1			1,164	100.0
1968	985	77.2			291	22.8			1,276	100.0
1969	1,546	79.1			408	20.9			1,954	100.0
1970	1,817	74.6			619	25.4			2,436	100.0
1971	1,472	54.1	369	13.5	882	32.4			2,723	100.0
1972	1,048	25.8	1,792	44.1	1,224	30.1			4,065	100.0
1973	1,227	17.4	4,089	58.0	1,738	24.6			7,053	100.0
1974	2,160	23.9	5,207	57.6	1,673	18.5			9,039	100.0
1975	2,332	27.2	4,403	51.4	1,835	21.4			8,570	100.0
1976	2,567	26.3	5,091	52.3	2,089	21.4			9,742	100.0
1977	2,616	22.7	6,084	51.4	3,136	26.5			11,837	100.0
1978	2,326	17.7	6,590	50.2	4,207	32.1			13,123	100.0
1979	3,473	22.3	6,327	40.6	3,960	25.4	1,820	11.7	15,580	100.0
1980	4,133	24.7	5,738	34.3	4,507	26.9	2,358	14.1	16,736	100.0
1981	4,699	28.5	4,016	24.3	4,481	27.2	3,291	20.0	16,486	100.0
1982	4,494	24.2	5,413	29.2	4,304	23.2	4,342	23.4	18,551	100.0
1983	4,456	21.0	6,763	31.9	4,288	20.3	5,665	26.8	21,172	100.0

(第3表) 債券流通市場の売買高の推移

(単位10億円、カッコ内シェア%)

	国債	地方債	金融債	事業債	その他共合計	うち アウトライト取引	現先取引
1970年	0.4(5)	0.9(11)	3.3(43)	0.7(9)	7.7(100)	n.a.	n.a.
1971	0.3(3)	1.5(14)	4.3(40)	0.9(8)	10.8(100)	n.a.	n.a.
1972	0.4(3)	2.2(16)	5.9(41)	0.9(7)	14.3(100)	n.a.	n.a.
1973	0.9(4)	3.2(15)	9.6(45)	1.2(6)	21.2(100)	n.a.	n.a.
1974	1.6(5)	4.1(13)	14.0(43)	1.7(5)	32.3(100)	11.8(37)	20.5(63)
1975	1.1(2)	11.5(23)	20.4(40)	2.9(6)	50.9(100)	22.3(44)	28.6(56)
1976	2.4(4)	20.5(32)	24.4(38)	3.3(5)	64.9(100)	27.7(43)	37.2(57)
1977	13.6(12)	34.9(31)	39.0(34)	6.2(5)	113.2(100)	52.4(46)	60.8(54)
1978	61.6(32)	43.9(23)	52.3(27)	9.7(5)	193.2(100)	86.9(45)	106.3(55)
1979	91.3(45)	39.4(19)	43.2(21)	6.6(3)	204.2(100)	87.4(43)	116.8(57)
1980	158.8(58)	41.7(15)	40.6(15)	5.5(2)	272.5(100)	116.5(43)	156.0(57)
1981	181.6(63)	37.3(13)	39.2(14)	7.1(2)	288.4(100)	146.9(51)	141.5(49)
1982	203.9(62)	44.4(14)	30.9(9)	7.2(2)	327.1(100)	191.8(59)	135.3(41)
1983	247.2(64)	51.5(13)	29.5(8)	7.5(2)	385.1(100)	247.9(64)	137.2(36)

(注) 東京所在の証券会社の売および買合計

この市場のブローカーを通じて市場操作ができるようになった。この結果、日常の市場調節における大きな調節は手形オベが担うようになり、貸出量調節は限界的な仕上げの役割を担うようになった。

ロ. 銀行の資産選択に対する金利効果と窓口指導

日本銀行の日常の金融調節によって政策的に制御されたインターバンク市場の金利変動は、銀行の貸出行動に大きな影響を与えた。インターバンク市場の金利は伸縮的に変動し、引締め期には二桁に達するのが普通であったが、これに対して貸出金利は、標準金利が規制され、また資金コストを形成する預金、金融債、貸付信託の諸金利も規制されて硬直的なため、粘着的である。その結果、インターバンク市場の金利が大幅に上昇すると、対顧客貸出を抑制し、インターバンク市場での貸出増加または借入返済に走り、低下すると、その逆の動きをする。⁴⁾

このような銀行のポートフォリオ調整を促進するため、日本銀行は「窓口指導」を用いてきた。これは、個別銀行の対顧客貸出増加額の総計に関するモラル・スエーションである。民間銀行が窓口指導に従う理由は、第一にインターバンク市場金利が上昇しているため、窓口指導に従って貸出を抑えた方が採算上有利であり、第二に各行が一斉に貸出を抑えるため、窓口指導に従った急激な貸出抑制が長い間の優良な顧客関係(long-term good customers relationship)にヒビを入れる恐れが少ないからである。逆にいうと、インターバンク市場金利の大幅な引上げを伴わずに行われた窓口指導や、広範な銀行を含めないで行われた窓口指導は、必ずしも有効ではなかった。⁵⁾

ハ. 企業投資に対する銀行貸出の影響

企業の銀行借入に対する依存度は、「オーバー・

ボロイング」と呼ばれる程に高く、また企業の流動性は低かったので、上記イとロのトランスミッション・メカニズムに基づく銀行貸出の変動は企業投資に対して決定的な影響を与えた。また高度成長期には、この企業投資が成長の主導要因であったから、この企業投資の変動は総需要に大きな影響を与えた。また高度成長時代は新規参入が容易なこともあって、商品・サービスの市場は競争的であり、賃金も労働市場の需給と企業収益に敏感に反応したので、総需要の変動は金融政策の最終的目標である物価に強い影響を及ぼした。

ニ. 要 約

以上を要約すれば、高度成長期の金融政策の運営は、インターバンク市場金利を操作変数(operating variable)、民間銀行の対顧客貸出増加額を中間目標(intermediate objective)として行われたといえる。また政策効果の波及経路を支えた諸条件は、次の4点である。

(イ) 日本銀行は貸出政策と後には手形オベを併用し、多くの市場が未発達な中で唯一つ発達したインターバンク市場の金利を適確にコントロールできた。

(ロ) 多くの金利が規制され硬直的であった中で、インターバンク市場の金利は伸縮的に変動したので、その銀行貸出行動に対する効果は大きかった。その効果は更に窓口指導によって補完された。

(ハ) 間接金融の優位と企業の低流動性・「オーバー・ボロイング」の下では、(ロ)のメカニズムで変動する銀行貸出の企業投資に対する影響は大きかった。

(ニ) 企業投資主導型の高度成長の下では、企業投資の総需要に対する影響は大きく、更に価格と賃金が伸縮的であったため、物価に対する影響も大きかった。

4) インターバンク市場の金利と対顧客貸出との関係に関する実証分析は、〔2〕第Ⅱ部、とくに第6章、第7章参照。

5) 窓口指導の効果については、〔6〕、とくに別紙2参照。

3. 低成長期——1974年以降

(1) 金融システムの変化

イ. 財政赤字の拡大と国債残高の増加

第一次石油危機以降、日本の実質経済成長率は高度成長期（1955～73年）の平均10%から3～5%台に低下した。これに伴い、企業投資の伸びは鈍化し、反面、公共支出（社会保障費など移転支出を含む）の伸びは高まった。その結果、GNPと公共部門移転支出の合計に占める企業投資の比重は20%（1973年度）から13%（1982年度）へ低下し、反面、公共支出の比重は23%から31%へ上昇した。この間、GNPと公共部門移転支出の合計に見合った所得分配率をみると、公共部門の租税・社会保険料などの収入は、増税や保険料引上げにより22%から26%へ上昇したものの、公共支出比率の上昇（23%→31%）には及ばず、他方法人企業部門の粗貯蓄は、低成長に伴う収益の悪化により11%から8%へ低下したものの投資比率の低下（20%→13%）よりも小幅にとどまっている。その結果、資金循環表における公共部門と法人企業部門の資金不足（投資の貯蓄に対する超過）は、対GNP比率でみて、公共部門は1973年以前の1～4%から1975年以降の6～10%へ上昇し、法人企業部門は逆に6～10%から0～5%へ下落した（第1図参照）。

このような部門別資金過不足構造の変化の結果、公共債、就中、国債の大量発行が1975年度から始まった。高度成長末期の1973年度末の国債残高は、同年度のGNPの6.5%に過ぎなかったが、1975年度以降は急増しており、1983年度末にはGNPの39.4%に達すると推計される。

ロ. 公開金融市場の発達

国債残高の急増は、これ迄未発達であった公開金融市場を発達させることとなった。第3表は債券流通市場の売買高の推移を示したものであるが、大量発行の始まった2年後の1977年から国債引受

シンジケート団のメンバーが引受国債の売却を積極化し始めたため国債売買高が急激に増え始め、市場規模は急速に拡大した。この結果、1983年の売買高（その64%は国債売買）は高度成長末期の1970～73年の約20倍にも達している。1980年迄は、この債券売買のうち半分以上は現先取引であったが、1981年以降は現先市場の拡大がとまり、1983年にはアウトライイト取引が64%、現先取引が36%となった。つまり公開市場の中で長期市場の規模がマネー・マーケットの規模を上回った。

ハ. 企業の「オーバー・ボロイング」後退、流動性上昇、運用・調達の多様化

公共部門とは対照的に、法人企業部門では既にイ.で述べたように資金不足対GNP比率が低下しているので、所要資金に占める内部資金の比重上昇と、外部資金とくに借入依存度の低下が起っている。これを法人企業部門全体についてみると、高度成長末期の1970～73年度の平均で内部資金（留保利益と減価償却）の比重は35%、外部資金のそれは65%で、この外部資金のうち90%が借入金、10%が増資・起債であった。これに対し、最近の1980～82年度の平均では内部資金と外部資金の割合は52%対48%と逆転し、しかも外部資金のうち83%が借入金、17%が増資・起債である。高度成長期の金融システムの一つの特徴であった「オーバー・ボロイング」は明らかに解消しつつある。

とくに大企業についてみると、外部資金調達ルートが多様化が目立つ。第4表上段はそれを示したものである。1970～74年に全体の83%を占めていた円建借入が1981～83年には48%へ低下し、代って海外からのインパクト・ローン、増資、起債（とくに外債発行）の比重が上昇している。

また内部資金依存度の上昇は、自己資金の蓄積による企業流動性の上昇を招いているが、これに加え、国内の円建借入の比重低下は、コンペンセ

(第4表) 大企業の資金調達と運用

[外部資金調達ルートの多様化]

(増減額構成比 %)

	'70~'74年 平 均	'75~'77年 平 均	'78~'80年 平 均	'81~'83年 平 均
借 入 金	83.9	72.1	58.0	60.9
円 貨 借 入	82.5	68.1	53.2	47.7
インパクト・ローン	1.4	4.0	4.8	13.2
社 債	6.0	14.0	17.1	14.1
国 内 債	6.1	10.7	13.0	4.6
外 債	△0.1	3.3	4.1	9.5
株 式	10.1	13.9	24.9	25.0
本 邦 株 式	10.1	13.1	24.1	23.4
D R	0.0	0.8	0.8	1.6
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0
円 による 調 達	98.7	91.9	90.3	75.8
外 貨 による 調 達	1.3	8.1	9.7	24.2

[資金運用の変化]

(増減額構成比 %)

	'70~'74年 平 均	'75~'79年 平 均	'80~'83年 平 均
現 ・ 預 金	61.2	40.4	51.1
う ち C D	-	3.9	16.6
外 貨 預 金	2.2	1.2	26.7
短 期 有 価 証 券	6.7	36.3	11.1
投 資 有 価 証 券	32.1	23.3	37.8
規制金利商品での運用	63.0	39.3	9.4
自由金利商品での運用	8.1	31.3	54.1
株 式 で の 運 用	28.9	29.4	36.5
外 貨 で の 運 用	2.8	2.7	34.8

注 対象企業は資本金10億円以上、全産業、2,270社
(この計数は調査統計局が集計<一部推計>した)

イテイング・バランスの減少に伴う預金の流動化を可能にした。その結果大企業の資金運用は、第4表下段に示すように、規制金利下の預金など（1970～74年に63%）を1980～83年には9%にまで減らし、代って自由金利のCD、外貨預金、および債券（現先を含む）を1970～74年の8%から1980～83年には54%に迄増やすに至った。

ニ. 間接金融の優位後退

公開金融市場の発達を背景に、企業の資金運用は規制金利の預金から自由金利の市場ヘシフトしているが、個人の資金についても企業程ではないにせよ、預金から債券や投資信託ヘシフトしている。そのため預金銀行の資金事情は悪化し、シ団引受国債を流通市場へ売却している。また、企業の外部資金調達に占める国内銀行からの借入も、前述のように比重が落ちている。その結果、日本の金融システムにおける貸し手から最終的借り手への資金循環において、民間金融仲介機関の占めるシェアは、第1表に示したように、高度成長期の70～80%から最近では55～60%へ低下してしまった。このうち、信託勘定と保険掛金のシェアは一時低下した後、最近では再び上昇傾向にある。従って、民間金融仲介の地盤沈下は、預金銀行のシェアが高度成長期の60～70%から最近では40%近くに低下したことによるものである。高度成長期の金融システムの一つの特徴であった銀行中心の間接金融の優位もまた後退している。

代ってシェアが拡大しているのが、郵便貯金で資金を受入れ、政府金融機関から低利で貸出す公的金融仲介と国債流通市場を中心とする証券市場である。⁶⁾

(2) 政策効果波及経路の変化

1. 高度成長期メカニズムの役割後退

最近10年間に起った金融システムの変化 — 3.(1)のイ.～ハ. — は、高度成長期における金融政策の効果波及メカニズム — 2.(2)のイ.～ハ. — の役割を以下の点で後退させた。第一に、企業の国内銀行借入依存度の低下と流動性の上昇に伴い、国内銀行貸出の量的変動は企業投資に対して以前ほど強い影響を及ぼさなくなった。第二に、総需要に占める企業投資の比重低下に伴い、企業投資の変動は総需要ひいては物価に対し、以前程決定的な影響を及ぼさなくなった。

このことを別の角度からみると、マネーサプライの供給経路に占める貸出の比重が低下し、代って公共債、就中、国債の比重が上昇したため、貸出の量的変動のマネーサプライに対する影響力が低下したのだといえる。従って、民間支出活動に対する政策効果を示す量的金融指標は、従来のような銀行貸出増加額よりも民間経済主体一般が保有するマネー・ストックの方が適切になってきた。

日本銀行が1975年以降中間目標としてマネーサプライを重視するようになったのはそのためである。

ロ. 新たに開けた公開市場経由のチャネル

最近10年間における公開金融市場の発達に伴い、日本銀行が日常の金融調節でインターバンク市場の金利を動かす — 2.(2)のイ. — と、金利裁定を通じて公開市場の金利も変動するようになった。ここから新たに次の二つの効果波及メカニズムが生まれた。

(イ) 金融仲介の中断

公開金融市場の金利が上昇すると、金融仲介機関の資金調達手段である預金、金融債、金銭・貸付信託の金利は、規制下にあるため公開市場金利ほど伸縮的には上昇せず、両者の金利格差は拡大する。そのため金融仲介機関から公開市場への資金流出が増加し、資金ポジションの悪化から金融

6) 企業と個人の資産構成の変化とその原因、およびそれを反映した資金循環のチャネルの変化については〔5〕において詳細に論じたので参照されたい。

仲介機関の貸出が抑制される。この金融仲介の中断は、政策効果波及の一つのチャネルである。

(ロ) 支出活動に対する金利効果

公開金融市場の発達につれ、企業、個人などの資金がこの市場に大量に運用されるようになったので、公開市場の金利は企業、個人などの自己資金による支出活動の機会費用として重要な地位を占めるに至った。そのため、公開市場の金利上昇は、機会費用の上昇を通じて民間支出活動一般を抑制する効果を持つようになった。一番最近の引締め期の経験によると、金融引締めの効果がピークに達した1980年第2および第3四半期に、一部の銀行は窓口指導の枠を使いきらなかったが、これは現先、CDなど公開市場の金利が13～14%に達したため民間経済主体が支出活動を抑制し、借入需要が減退したためだと理解されている。つまり、この時期には高度成長期以来の量的貸出抑制のメカニズムよりも、新しい金利効果のメカニズムの方が強く効いたと解釈できる。

4. 今後の展望

(1) 金融システムにおける規制撤廃

第2次大戦後における日本の金融システムは、2.(1)のイ.の冒頭で述べたように、①各種金融業務の分離と②金利規制という二つの制度的枠組みによって特徴付けられてきた。しかし今やこの二つの規制は変更を迫られている。

1. 金利規制のもたらす不公正・非効率と金利自由化

金融システムにおける貸し手から最終的借り手への資金の流れの中で、金利規制の対象である民間金融仲介機関のシェアは、3.(1)のニ.で第1表を用いて述べた通り、最低10年間に低下の一途を辿っている（間接金融の優位後退）。これは

第一に、現先市場、中期国債入札発行市場、長期国債流通市場などの公開市場の発達と、これを背景とする投資信託の開発に伴い、直接金融のシェアが上昇しているためである。第二には、規制金利の利回り曲線が金融逼迫期を含め常に右上りとなっているため、10年間金利が固定しその間の引出しも可能な貯蓄口座を提供する郵便局（公的金融仲介）のシェアが、2年以下の預金や5年以下の金融債と金銭・貸付信託を提供する民間金融仲介機関のシェアに比して上昇しているためである。

金利規制に由来するこうした不公正と非効率を是正するため、1979年に銀行のCD発行が認められた。その後、CD発行の量的制限の緩和が続いており、また最低発行単位も当初の5億円から3億円に引下げられ、更に引下げられようとしている。この傾向が続けば、やがてCDとのバランス上、大口預金の金利は全面的に自由化されるようになるだろう。

1985年から始まる国債の大量借換に備え、国債消化を一層円滑にする趣旨から、本年6月以降、銀行に国債のディーリングが認められた。銀行が窓口で既発国債を販売して保護預りとし、その利息を定期預金や貸付信託に複利で積立てる「国債定期口座」や「国債信託口座」を売り出すと、満期まで保有する限り公開市場金利基準の定期預金の設定と同じことになる。また満期前の国債売却に伴う元本割れのリスクを回避するため、国債担保の貸越しも行われるようになるだろう。こうした動きの中で、やがて市場金利基準の定期預金も誕生し、中口預金の金利自由化も進むだろう。⁷⁾

以上のような預金金利の自由化と併行して、貸出標準金利も現在の公定歩合基準から市場金利基準にいずれ変わるだろう。そして貸出金利一般も、現在より伸縮的に変動するようになるだろう。

7) 郵便局（公的金融仲介）は300万円以下の個人貯蓄勘定を扱っているため、民間金融仲介の少額預金に関する金利自由化は、公的金融仲介の金利決定と民間のそれとを一元化する方式が見つかる迄実現しないだろう。

ロ. 業務分野規制の見直し

銀行は前述のように本年6月から国債のディーリングに進出したが、他方証券会社の側では、決済勘定に近い商品の提供に乗り出した。1か月経った後の引出しが自由で、利回りが通知預金や3か月、6か月定期預金の金利よりも高い「中期国債ファンド」と称する短期投資信託を1980年に降提供し始めたのである。これを前提に銀行の要求払預金と証券会社の「中期国債ファンド」とを業務提携で結ぶキャッシュ・マネイジメント・サービスも実施されている。また、証券会社は預り国債を担保とする貸越により、こうしたサービスの拡充に努めている。以上の動きは銀行と証券を分離する業務分野規制を事実上回避するイノベーションといえよう。

銀行と信託の兼営を制限する規制も修正を迫られている。人口の高齢化に伴う年金基金と保険掛金の増加傾向に伴い、信託業務への参入制限は不公正と非効率の温床となりかねないからである。

短期金融と長期金融を分離して前者を一般の預金銀行、後者を長期信用銀行と信託銀行に取扱わせる考え方も、時代遅れとなりつつある。金融機関の資金調達手段と貸出の金利がいずれも市場金利基準となり、伸縮的に変動するようになると、金利変動リスクを回避するため、固定金利の長期金融資産に対する需要と供給は減退する。このため、長期金融専門機関も変動金利型の長期資産を扱う傾向を強め、長短金融分離の意味は次第に薄れていく。

ハ. 金融国際化の影響

金利規制と業務分野規制が日本よりも緩い海外の金融システムにおいて、日本の金融機関が内国民待遇を受けて金融業務を営んでいるため、外国

の金融機関も日本の金融機関も日本の金融システムで同様の自由度を得て営業したいと考える傾向がある。日本はこうした国際的相互主義の要求をそのまま受入れる訳ではなく、日本の実情に合わない要請は勿論拒絶しようが、こうした動きは少なくとも日本の規制緩和の促進要因である。

(2) 将来の金融政策の有効性

金利と業務分野に関する規制の撤廃ないし緩和の動きは、日本の金融政策の中間目標と効果波及経路に次のような影響を及ぼしつつあるし、今後とも及ぼし続けるだろう。

イ. 通貨流通速度と通貨需要関数の構造的シフト

日本銀行は、最近10年間における政策効果波及経路の変化——3.(2)のイ。——に鑑み、金融政策の中間目標としてマネー・ストックを重視するようになったが、このマネー・ストックと名目GNPの関係を示す通貨流通速度や通貨需要関数は、次のような構造的シフトを示している。

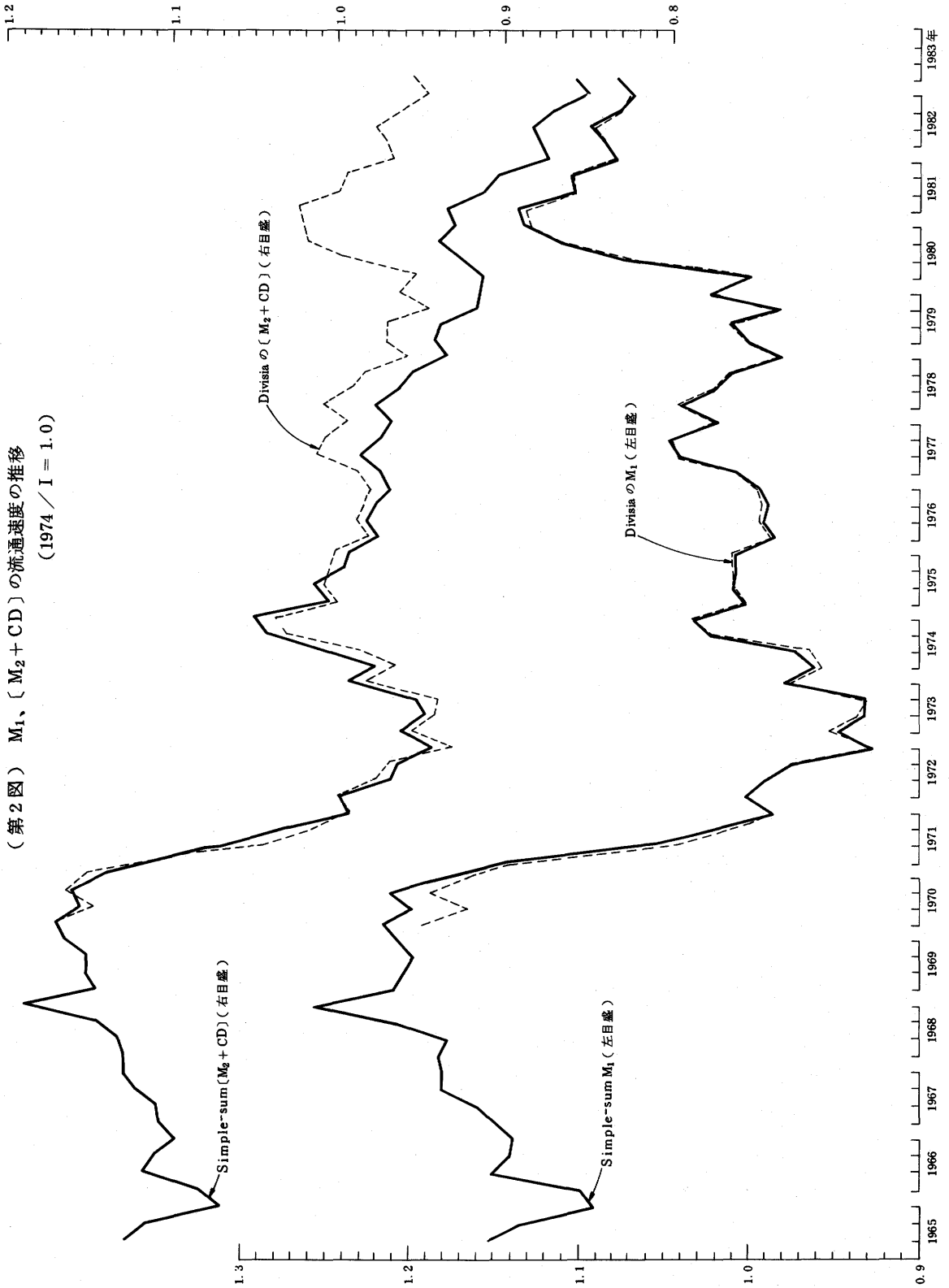
(イ) 第2図に示したように、 M_1 の流通速度は1973年迄低下傾向を辿ってきたがその後横這いに転じ、1980年以降は上昇傾向にある。これは現金と要求払預金の節約を可能とする金融革新、例えばクレジットカードの使用、給料の預金振込、各種税金・料金の自動振替、CDとATMの設置、総合口座、キャッシュ・マネイジメント・サービスなどが普及したためである。

(ロ) 同じく第2図に示したように、 $(M_2 + CD)$ の流通速度は最近に至る迄引続き低下傾向にあるが、 $(M_2 + CD)$ の構成要素を moneyness の割合を比重に用いて加重平均し、Divisia $(M_2 + CD)$ を作成してみると、⁹⁾その流通速度は1973年まで低下したあと、その後はほぼ横這いに近い。

8) 総合口座とは、定期預金や貸付信託を担保として当座貸越を行う要求払預金の勘定で、これによって要求払預金の残高の節約が促進されている。

9) 日本の Divisia monetary aggregate については、〔1〕〔4〕を参照。

(第2図) M_1 、 $(M_2 + CD)$ の流通速度の推移
(1974 / $I = 1.0$)



これは1974年以降、 $[M_2 + CD]$ の内部において、市場金利と連動する高利回りで moneyness の程度の低い構成要素が増えていることを示している。

(イ) 通貨需要関数を公開市場が未発達な1977年第1四半期以前と、発達し始めた1977年第2四半期以降の二つの時期に分けて計測してみると、第5表に示したように1977年以降、 M_1 については所得弾性値が低下し、 $[M_2 + CD]$ については金利弾性値が低下している。¹⁰⁾これは流通速度のシフトと同じように、 M_1 については現金と要求払預金を節約する金融革新が進行中であり、 $[M_2 + CD]$ については市場金利に連動する構成要素が増えているためである。

(ロ) Divisia マネーサプライを用いて通貨需要関数を計測すると、第5表に示した通り、Simple-sum (単純集計) のマネーサプライの場合に比し、所得のパラメーターの有意性が高くなり、長期の所得弾性値は1に近づき、また関数の fitness も僅かながら改善される。¹¹⁾ 換言すると、Divisia マネーサプライと所得の関係は金融革新の下でも比較的安定している。

以上のように、金融革新の進行につれて通貨流通速度と通貨需要関数は構造的シフトを示しているが、日本の場合、その構造的シフトは所得との関係で適正な通貨量を見失う程に急激かつ予見不能な形で現われている訳ではない。とくに日本銀行が最も重視している $[M_2 + CD]$ については、年間の適正通貨量の増加率を予測するのに際し、所得弾性値の構造的シフトの影響はあまり大きくない。また今後は、Divisia $[M_2 + CD]$ が適正通貨量判定に役立つかどうか、さらに研究を進めてみたい。

ロ. 政策効果波及経路の変化

$[M_2 + CD]$ の需要関数において金利弾性値が低下しているという上述の事実は、政策効果の波及経路が変わりつつあることを示唆している。高度成長時代から存在してきた波及経路のうち、2.(2)のロ.で説明した「銀行貸出に対するインターバンク市場金利の影響」は貸出金利の粘着性に依存している。また最近10年間に新たに開かれた波及経路のうち、3.(2)ロ.の(イ)で説明した「金融仲介の中断」は、預金、金融債、金銭・貸付信託の金利の硬直性に依存している。しかし、今後金利規制が次第に撤廃され、貸出金利の伸縮性の上昇、およびマネーサプライ構成要素中の市場金利連動部分の増加が進むと、市場金利の貸出に対する影響と金融仲介中断は次第に弱まるだろう。

しかし、こうした動きとは対照的に、3.(2)ロ.の(ロ)で説明した「支出活動に対する金利効果」は逆に強まってくる。なぜなら、貸出、預金、金融債、金銭・貸付信託などの諸金利がいずれも市場金利と同じように伸縮的に変動するので、資金余剰部門の支出の機会費用と、資金不足部門の支出の費用の双方が、これまで以上に伸縮的に変動するからである。日本では支出活動の金利弾性値は十分に高いので、これによって全体としての金融政策の有効性は維持されるだろう。¹²⁾

金融政策の有効性がますます金利の効果に依存し、貸出や通貨の量の変動に依存しなくなるということは、次のような変化を含んでいる。第一に、貸出や通貨の量が所得に先行して変動する度合は弱まり、両者は次第に一致して変動するようになってくるだろう。第二に、資金の調達と運用が多様化し、内外の流出入のモビリティも高まるの

10) 通貨需要関数の構造的シフトについては、〔1〕〔4〕に詳しく紹介されている。

11) Divisia money と Simple-sum money の需要関数の比較については、〔1〕〔4〕に詳しく紹介されている。

12) 日本における金利規制の撤廃と金融政策の有効性の関係については、詳しくは、〔3〕第Ⅲ部第8章を参照。

(第5表) Divisia および Simple-sum 通貨需要関数の計測結果

計測期間	被説明変数	説明変数					R ² (S.E.)	D.W. (ρ)	長期GNP 弾力性	長期金利 弾力性
		CONSTANT	LAG(-1)	GNP	R	r				
'70/IV {' '77/1	Simple-sum- M ₁	0.2675 (4.3021)	0.7663 (9.0995)	0.2635 (1.8853)	-0.1191 (-4.2048)		0.9726 (0.0366)	1.8797 (0.0732)	1.128	-0.510
	Simple-sum- M ₂ + CD	0.2274 (5.0714)	0.7489 (10.211)	0.3008 (2.5332)	-0.1682 (-5.5825)		0.989 (0.0111)	1.8667 (0.1420)	1.198	0.607
	Simple-sum- M ₃ + CD	0.3676 (3.8064)	0.6332 (4.8368)	0.5729 (2.5664)	-0.2496 (-2.5792)		0.9860 (0.0115)	2.1460 (0.3578)	1.562	-0.680
	Simple-sum- M ₁	0.1871 (4.9824)	0.9497 (11.066)	0.1308 (1.9956)	-0.0971 (-4.7928)		0.9581 (0.0296)	2.1634 (-0.5615)	2.600	-1.930
'77/II {' '83/1	Simple-sum- M ₂ + CD	0.0243 (2.3118)	0.7836 (8.4164)	0.3680 (2.5301)	-0.0001 (-0.0487)		0.9978 (0.0080)	2.1094 (-0.3140)	1.701	0.001
	Simple-sum- M ₃ + CD	0.0576 (5.1716)	0.8742 (15.558)	0.2665 (2.5578)	-0.0491 (-4.8852)		0.9993 (0.0057)	2.2940 (-0.5243)	2.118	-0.390
	Divisia M ₁	0.1620 (4.7718)	0.8359 (17.661)	0.1052 (2.1542)	-0.0702 (-4.5884)		0.9874 (0.0207)	2.0001 (-0.1910)	0.641	-0.428
	Simple-sum- M ₁	0.1709 (4.6724)	0.8250 (16.813)	0.1051 (2.1711)	-0.0748 (-4.5210)		0.9833 (0.0213)	1.9859 (-0.1223)	0.600	-0.427
'70/IV {' '83/1	Divisia M ₂ + CD	0.1356 (4.4676)	0.7855 (12.219)	0.2247 (2.8275)	-0.0822 (-2.7311)		0.9929 (0.0148)	2.0031 (0.0912)	1.048	-0.383
	Simple-sum- M ₂ + CD	0.1244 (3.5127)	0.8171 (10.174)	0.2244 (2.0010)	-0.0830 (-2.9384)		0.9908 (0.0126)	2.1867 (0.4122)	1.216	-0.453
	Divisia M ₃ + CD	0.1233 (4.0888)	0.7819 (10.453)	0.2627 (2.5128)	-0.0347 (-1.2233)		0.9949 (0.0137)	2.0043 (0.1178)	1.204	-0.159
	Simple-sum- M ₃ + CD	0.1170 (3.4478)	0.8626 (10.261)	0.2015 (1.4188)	-0.0265 (-0.9133)		0.9942 (0.0113)	2.2242 (0.4566)	1.467	-0.198

(注) 関数の形は次の通り。

$$\log(M/P) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M/P)_{-1} + \alpha_2 \log(GNP/P) + \alpha_3 \log R + \alpha_4 \log r$$

M : Divisia または Simple-sum, M₁, M₂ + CD および M₃ + CD

GNP : 名目GNP

R : "benchmark rate", すなわち "money" の代替資産の金利。

r : "own rate", すなわち "money" 自身の金利。M₁ の場合は 0 (定式化に含めない)。M₂, M₃ については各々定期預金金利、定期郵便預金金利で代表。

通貨はコール・レート、現先レート、電々優利回り等が用いられることが多いが、ここでは Divisia monetary aggregates の理論との整合性を保つため、Divisia index 作成の際に使用した "benchmark rate" を採用 (詳細については (1) 参照)。

で、特定部門の金融を選択的にコントロールすることは難しくなる。窓口指導の有効性も低下傾向を辿るだろう。しかし、全体としての円金融をコントロールしている限り、金利を通ずる政策の有効性は維持されよう。これを脅かすケースがあるとするれば、居住者同志の取引の決済が外貨で行われる場合（perfect currency substitutionの世界）と、非居住者保有の円貨が増加し、これが居住者の円金融に攪乱的影響を及ぼす場合であろう。

前者のケースは、外為法で禁止されている。後者については、ユーロ円市場の過度の発達を促さない政策が望ましい。しかし、日本銀行のベース・マネー・コントロールが維持されている限り、多少のタイムラグや攪乱的変動があるとしても、基本的には居住者保有の円建マネーサプライは十分にコントロールすることができよう。

以 上

【参考文献】¹³⁾

- [1] 石田和彦 「Divisia Monetary Aggregates について」
 『金融研究』第 3 巻第 1 号、日本銀行金融研究所
 Ishida, K., “Divisia Monetary Aggregates”, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Vol. 2, No. 1, 1984.

- [2] 鈴木淑夫 『現代日本金融論』東洋経済新報社 1974 年
 Suzuki, Y., Monery and Banking in Contemporary Japan Yale University Press, 1980.

- [3] _____ 『日本金融経済論』東洋経済新報社 1973 年
 _____, “Interest Rate Decontrol, Financial Innovation, and the Effectiveness of Monetary Policy”, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Vol. 1, No. 1, June 1983.¹⁴⁾

- [4] _____, “Financil Innovation and Monetary Policy in Japan”, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies Vol. 2, No. 1, 1984 (forthcoming) and in Financial Innovation and Monetaty Policy, Bank for International Settlements, March 1984.

- [5] _____, “Changes in Financial Asset Selection and the Development of Financial Markets in Japan”, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Vol. 1, No. 2, October 1983.

- [6] 安田 正 「マネーサプライ・コントロールのあり方」
 『金融研究資料』第 10 号 日本銀行金融研究局 1981 年 11 月
 Yasuda, T., “A Theoretical Interpretation of the Window Guidance: A Game Theoretic Interpretation”, Bank of Japan, Discussion Paper Series No. 4.
 _____, “Supply of Legal Reserves and the Short-Term Money Market Rates”, Bank of Japan, Discussion Paper Series No. 6.

13) 本論文の性格上、参考文献は日本銀行員の作成した文献で、英訳版の存在するものに限られている。

14) 英訳版は、和文の第Ⅲ部第 8 章相当部分のみ。