

日本における金融革新と金融政策*

鈴木淑夫**

1. はじめに — 目的、構成、要旨
2. 金融革新と金融システムの構造変化：背後にある諸要因
3. 銀行システムと金融市場における主な変化
4. 金融政策上の含意
5. 各国比較と日本の特徴 — むすびにかえて

1. はじめに — 目的、構成、要旨

本論文の目的は、日本における金融革新の現状と見通し、その金融システムの変化に対する影響、および両者の金融政策に対する含意を検討するとともに、日本の金融革新を国際的視野から考察することにある。以下の構成は、2.で金融革新と金融構造の変化の背後にある諸要因を論じ、3.で現実に進行している金融システムと金融市場の変化を述べ、4.でそれ等の変化が持つ金融政策上の含意を考える。最後に5.では国際比較を通じ、日本の金融革新の特色を明らかにしたい。2～5.の要旨は次の通りである。

日本の金融システムは、高度成長の終焉とフロー制移行によって画される1973、74年頃を境に顕著な構造変化を示しており、その過程で金融革新も徐々に進んでいる。変化の契機となったのは国債の大量発行であり、変化を促進したのが金融国際化とマイクロ・エレクトロニクスや情報通信技術の発達である。国債の大量発行はまず証券会社の側の金融革新を刺激し、公開市場の発達を促し、民間金融仲

介機関、特に預金銀行のシェア低下をもたらした。このため預金銀行の側の金融革新も始まり、資金吸収手段に対する金利規制の撤廃や金融業務の垣根の修正も徐々に進んでいる。その過程で、金利は以前よりも伸縮的に変動するようになったが、予見不能な乱高下を示して銀行経営や金融システムの安定性を脅かす程ではない。これは物価その他のマクロ経済パフォーマンスが1976年頃から比較的安定しているので、不確実性に基づく金利変動が少ないためであり、このほか金利などの規制がなお残存していることも響いていよう。

金融革新の進行により、通貨需要関数は明らかに構造的シフトを示しているが、それによって適正通貨量を見失うという程急激なシフトではない。金融革新も規制撤廃も漸進的なためであろう。金融政策の効果波及経路においては、銀行信用のオペラビリティを通じるメカニズムの重要性が後退し、代って公開市場の金利変動を通じるメカニズムの重要性が増している。コントローラビリティと因果関係のいずれからみても、 $[M_2 + CD]$ は依然として有用な中間目標である。しか

* 本稿は1983年11月9、10両日に開催されたBISエコノミスト会議に提出された論文の日本語版を改訂したものである。

** 日本銀行金融研究所長

し、金融システムに構造変化が生じている状況下、日本銀行は、他の金融変数にも十分な注意を払い、効果波及経路に何が起きているかを判断している。また、マネタリー・コントロールに際しては長期的なターゲティングに心懸け、短期的に政策的攪乱をひき起こすようなコントロールは行っていない。

2. 金融革新と金融システムの構造変化 ：背後にある諸要因

金融システムの構造変化と金融革新の背景としては、(1)高水準で大幅に変動し、予見不能なインフレ率と金利、(2)規制の枠組み、とくに金融仲介に対する既往の規制とその緩和、(3)金融業、銀行業の産業組織的特徴、(4)国際的金融環境の変化と内外金融市場の一体化、(5)財政赤字の拡大とその影響、(6)金融部門における技術進歩、の六つの要因（以下「要因(1)(2)……(6)」、と呼ぶ）が挙げられる。以下本章では、この六つの要因に明示的に触れながら、日本の金融革新と金融システムの構造変化の背後にある諸要因を述べよう。

(1) 金融システムの構造変化

日本の場合、高度成長期の終った1974年以降に金融システムの構造変化が起こっており、その過程で金融革新も進行し始めた。第1表の資金循環経路の構成比は、このことを端的に物語っている。1973年までの高度成長期には、預金銀行のシェアは60%台で安定しており、これを中心に民間金融仲介のシェアは70%台に安定していた。反面証券市場のシェアは、株式を中心に一時的な証券ブームの起こった1970年、円切上げの思惑で外資が証券市場に流入した71年を別とすれば10%以下であった。

このような直接金融に対する間接金融の圧倒的

優位は1974年以降徐々に後退し始め、1983年には預金銀行のシェアは42%、民間金融仲介全体のシェアは、信託銀行信託部門・保険会社などのノン・バンクのシェアが低下していないにも拘らず、55%に下がってしまった。反面証券市場を通じる直接金融のシェアは、ほぼ19%に達した。この間、郵便貯金で資金を受け入れ、政府金融機関から融資する公的金融仲介のシェアは20%弱から27%へ高まった。

この構造変化の背後にある歴史的事情は、第一次石油危機後の低成長移行と、フロート制移行に伴う金融国際化の進展——要因(4)——である。

低成長移行は、それまでGNPの1~4%で循環変動をしていた公共部門の赤字を8%程に高め——要因(5)——、反面それまでGNPの8%程度であった法人部門の赤字を4%程に低めた（第1図参照）。このため国債残高の対GNP比率は急上昇し、1983年度末には39%に達した。一方、高度成長期には緩やかにしか上昇せず、1973年末には31%にしか過ぎなかった民間非金融部門保有の純金融資産（粗金融資産マイナス負債）残高対GNP比率は、1974年以降急上昇し、1983年末には80%に達した。

(2) 構造変化の背後にある金融革新とその原因

この場合、もし仮りに民間非金融部門が急速に蓄積した金融資産を預金の形で保有し、急増する国債を間接的に保有したならば、民間金融仲介の優位という高度成長期の金融システムは構造的変化を示さなかつたろう。しかし現実には第1表が示唆するように、民間非金融部門のポートフォリオの中では、預金のシェア低下、信託・保険のシェア横這い、債券と郵便貯金のシェア上昇が起こった。その主要原因は以下のように要約出来るだろう。¹⁾

1) 1974年以降に起こった金融システムの構造変化とその原因について、本論文では要約のみを述べるが、詳しくは、Suzuki (1983b) 参照。

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 預金 銀行	信託 部門 保険 会社	公的 金融 仲介	証券 市場	うち国内資金			海外 資金	合計
						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	57.4	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
1983	54.5	41.6	10.0	26.6	18.9	8.5	1.2	5.8	3.4	100.0

(資料) 日本銀行「資金循環応用表」

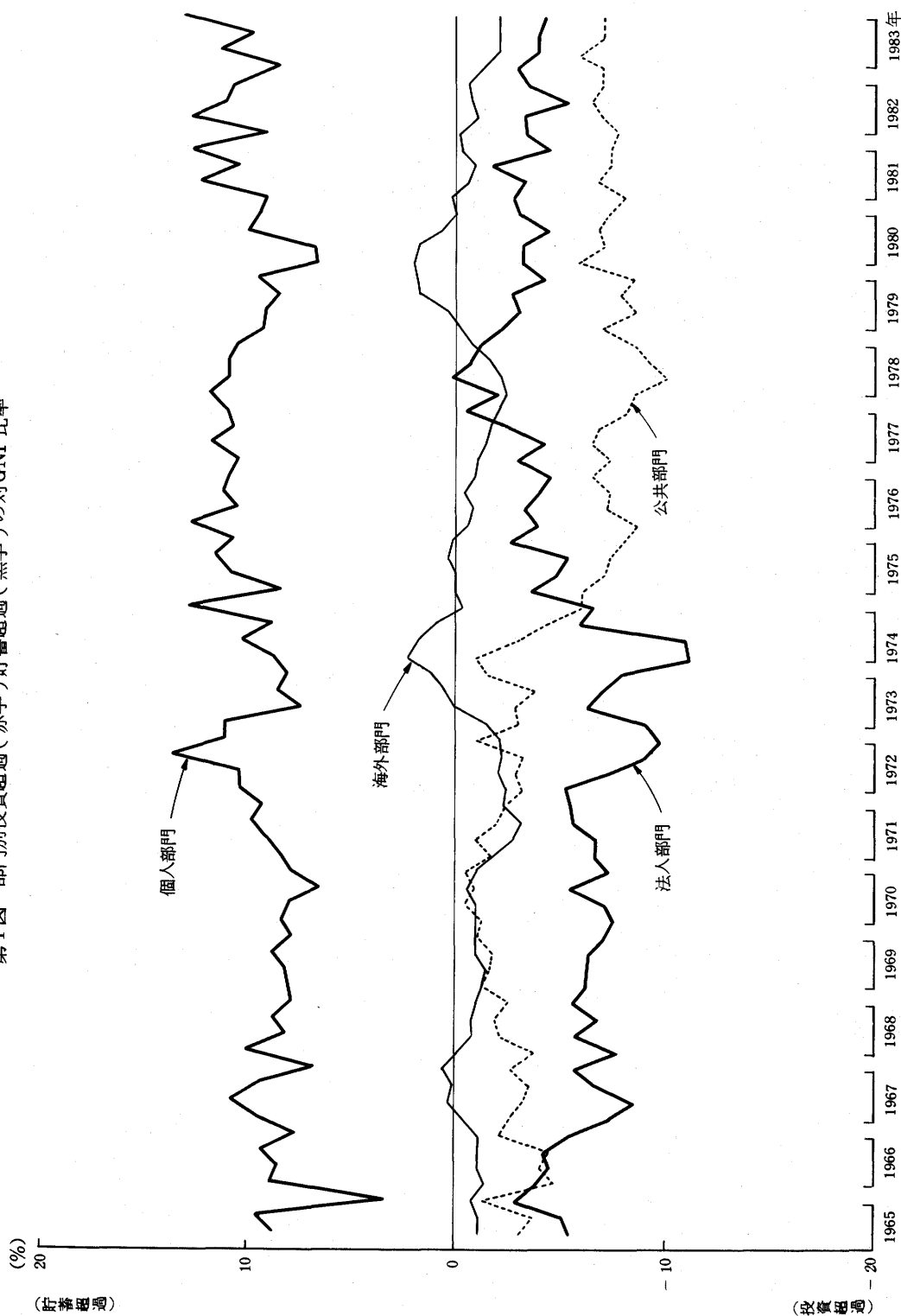
まず資金供給側の事情としては、上記のような金融資産の蓄積加速のほか、低成長移行に伴い企業の売上げ増加率や個人の賃金上昇率が低下したため、民間非金融部門が受取金利の違いに敏感となったことが指摘出来る。こうした金利選好の高まりが以下の三つの制度的構造的条件と結び付いて、投資勘定内部における銀行定期預金のシェア低下と、銀行の提供する決済勘定の節約をひき起こした。

1. 金利規制の存在と金融システムの産業構造的 特色

第一の条件は、金利規制の存在 — 要因(2) — と金融システムの産業構造的な特色 — 要因(3) —

に求められる。日本の民間金融仲介機関は、その資金吸収手段によって次の四つに分けることが出来る。(a)要求払預金と期間2年以下の定期預金(1981年以降、2年定期の変形である期間3年までの「期日指定定期」が発足。後述)しか提供出来ない都市銀行、地方銀行、相互銀行、信用金庫等。これ等の預金のほかにも、(b)期間1年と5年の金融債を発行出来る長期信用銀行等と(c)期間2年と5年の金銭信託・貸付信託を提供出来る信託銀行。(d)保険掛金を提供する保険会社。(a)~(d)の業態が、集めた資金によって証券業務を行うことについては、公共債の引受を除き1983年まで禁止されてきた(1983年に至り、(a)~(c)に対し、

第1図 部門別投資超過（赤字）貯蓄超過（黒字）の対GNP比率



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

新発国債の窓口販売が認可され、本年6月には既発国債の窓口販売〈ディーリング〉が認可された。後に詳述)。これを例外とすれば、証券の引受、販売、仲介は証券会社の固有業務であり、その意味で銀行業と証券業の分離が基本原則である。一方、公的金融仲介機関は、郵便局において期間10年までの貯蓄勘定を提供している。

官民金融仲介機関の提供する上記の金融資産（預金、金融債、金銭・貸付信託、郵便貯金）の金利と官民の発行する債券（後に述べる中期国債を除く）の発行金利は、規制又は行政指導の下にあるか、あるいは政府と協議の上自主決定される（以下合わせて広い意味で“規制金利”と呼ぶ）。第2図は、規制金利の利回り曲線と長期国債流通市場に成立する自由金利の利回り曲線を、金融緩和期（1979年3月）と金融逼迫期（1980年3月）について描いたものである。ここから二つの特色が読みとれる。一つは規制金利の曲線が自由金利の曲線を常に下回っていることであり、今一つは、規制金利の曲線が金融逼迫期を含め常に右上がりとなっていることである。このことが、次の二種類の資金シフトを生み出す大きな原因となった。

一つは、自由金利と規制金利の格差を反映し金融仲介機関から長期国債流通市場へ資金がシフトしたことである。その過程で一つの金融革新がこのシフトを促進した。10年物長期国債の大量発行は1975年から始まったので、満期1年未満の国債は流通市場には存在しなかったし、TB市場も発行金利が低く規制されていて存在しない。しかし企業は市場での短期運用を求めていた。そこで証券会社は、米国のRPsに相当する現先取引の仲介や販売を強化した。「現先市場」は1960年代に発生していたが、低成長移行に伴って資金不足の縮小した企業の余裕資金が3か月や6か月定期預金から現先へシフトするに及んで急速に発達し、日本におけるオープン・マネー・マーケットの先

駆けとなった。第二の資金シフトは、金融仲介機関の内部で起こった。金利の期間構造に関する期待理論が教えるように、金利先安期待が支配する金融逼迫期の利回り曲線は右下がりとなるのが合理的であるが、第2図が示すように、規制金利の利回り曲線は金融逼迫期を含め常に右上がりである。その結果、金利先安感の存在する時期を中心に個人の貯蓄資金を主体として、資金は2年以下の定期性預金から5年の金銭・貸付信託と金融債、更に10年の郵便貯金と長期国債へとシフトする傾向を強めた。こうした短期資産から長期資産へのシフトは、金銭・貸付信託の中途解約手数料が低く、10年の定期郵便貯の6か月経過後途中引出しが自由であること（手数料ゼロ）によっても促進された。

このような金利の影響のほか、信託・保険・郵貯については、次の制度的条件も寄与している。所得水準の上昇につれ所得弾性値の高い生命保険掛金残高の伸びが高く、また人口構成の老令化につれ老令年金基金の伸びが高いため、これらの資金を受け入れることを制度上認められている信託銀行、生命保険会社、郵便局は、資金吸収上相対的に有利な地位にある。

ロ、規制緩和の進展

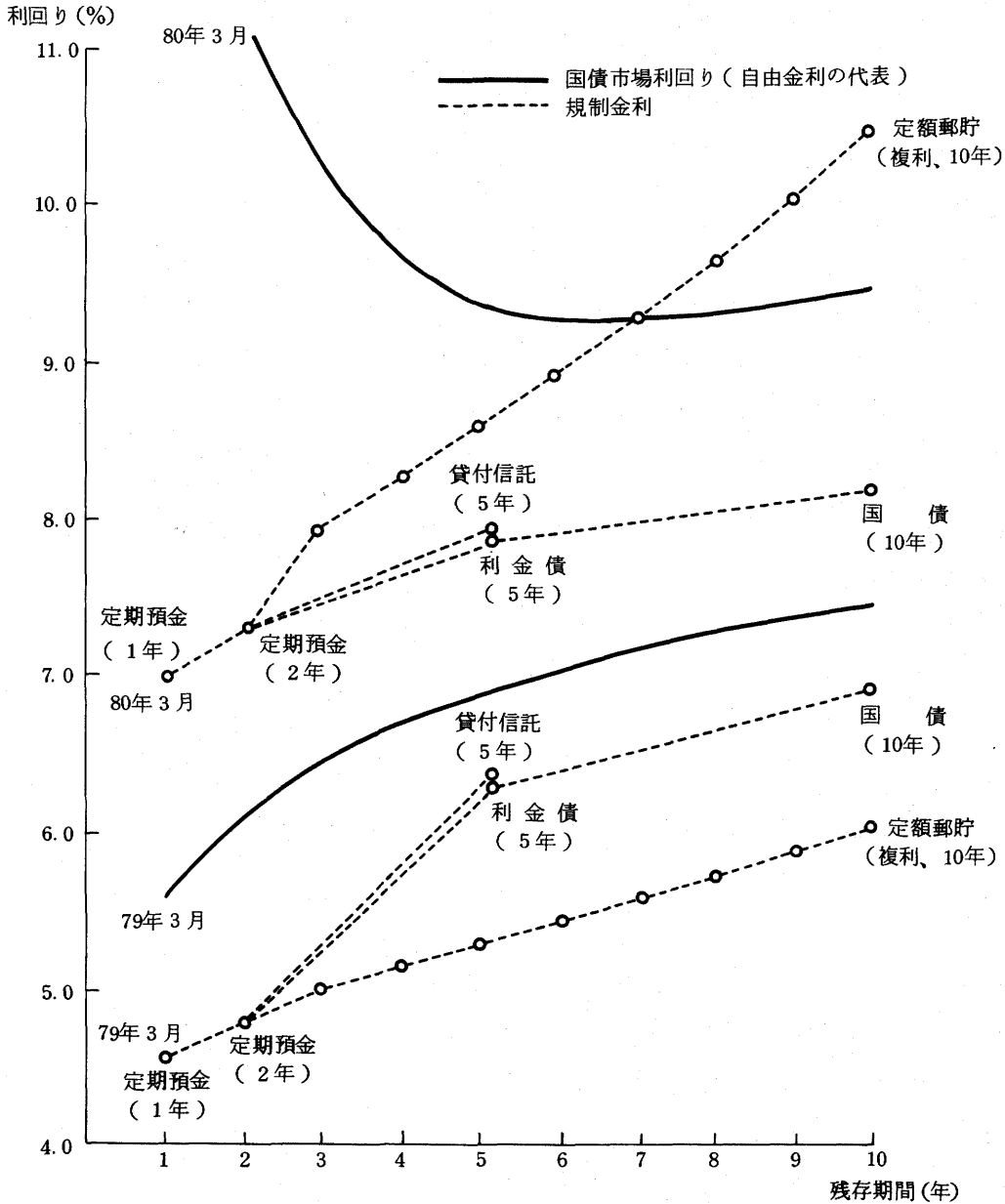
金融構造変化の第二の理由は、金利と金融業務の規制——要因(2)と(3)——が部分的に撤廃ないし修正されたことの影響である。規制撤廃の動きは、主として次の三つの事情によるものである。

(イ) 国債発行金利の部分的自由化

国債発行量が増加するにつれ——要因(5)——、高度成長期のように市場実勢を下回る発行金利によるシンジケート団引受発行のみでは消化が円滑に進まなくなった。これは第2図に示したように国債の発行金利と流通利回りに格差があるため、発行量が増えるにつれ、国とシ団との金利交渉がしばしば難航するからである。その結果1978年以降、期間2～4年の中期国債の公募入札発行、1982年以降はこれに加えて公募定率発行が始まった。つま

第2図 既発国債市場利回り（自由金利）と規制金利の利回り曲線

— 1979年3月（緩和期）と80年3月（引締め期）—



（資料） 日本銀行「経済統計年報」等

りこの部分に関する限り国債発行金利は自由化され、市場の決定に委ねられたことになる。この金利は対応した期間の規制金利（定期預金、金銭貸付信託など）よりも高いため、主として個人の貯蓄資金を中心に、金融仲介機関から証券市場への資金流出が起こった。

この資金シフトは、証券会社による今一つの金融革新によって促進された。1980年以降における「中期国債ファンド」という短期投資信託の設定である。この投信は、設定後1か月を経ると換金可能な反面、その金利は1年未満の銀行定期預金より高いため、企業、個人双方の資金が流入し、年々ほぼ倍増している。これは米国のMMMFに類似した金融革新である。このほか証券会社は、債券の利息を運用するための短期投資信託である「利金ファンド」、既発長期国債を組み入れた中期（2～5年）、長期（7年）の様々な高利回りの「国債ファンド」などの新しい投資信託を設定している。第1表に示したように、資金循環経路における投資信託のシェアは未だ極めて低いものの、1982年、83年に急増しているのはこのためである。

1983年中、証券会社が応募し、直接、あるいは投資信託を通じて企業や個人に販売した中期国債は国債発行量全体の28%に達する。また1.で述べたように、証券会社がシンジケート団で引受け、個人などに販売した長期国債および割引国債は同じく12%である。残りの60%は銀行を中心とする金融仲介機関が購入したが、その一部は現先市場や国債流通市場でネットの売却超過となっている。国債消化に関しては間接金融優位の金融構造は明らかに後退しているのである。

（ロ） 銀行業務の部分的自由化

このように預金銀行のシェアが低下する中で、銀行に対する規制撤廃も部分的に進んでいる。まず1979年に銀行に対し最低発行単位5億円のCD発行が広義自己資本の10%以内という量的制約付

で認められ、その後枠は徐々に拡大、本年1月には、75%以内まで拡大された。更に本年4～6月以降は毎四半期毎に発行枠が5%ずつ拡大され明年4月以降には100%まで拡大される予定である。また最低発行単位も本年1月には5億円から3億円に引下げられ、更に明年4月までには1億円に引下げられる予定である。更に発行期間の下限も、同じ頃までには現行の3カ月から1カ月へ引下げられる予定である。これ等によって銀行は、量的制約の下ではあるが、証券会社の現先に対抗し、自由金利の大口預金を企業などに提供し得るようになった。またこうした動きは、2～3年のうちに大口預金金利全体の自由化に波及するだろう。

一方金利規制の下ではあるが、1981年以降金利を次々と元本に加え、複利計算によって最終利回りを高め、途中換金も容易にした「期日指定定期預金」（期間3年まで）が銀行に、「ビッグ」と称する貸付信託（期間5年）が信託銀行に、「ワイド」と称する金融債（期間5年）が長期信用銀行に、それぞれ認められた。更に1983年には新発長期国債と新発中期国債の窓口販売が銀行に認められたが、これを機会に預金銀行や信託銀行は、顧客に売却したあと預った新発国債の利息を自動的に期日指定定期預金や金銭信託に振込んで複利で利息を運用する「国債定期口座」あるいは「国債信託口座」を発売した。また本年6月以来これ等の銀行のうち大規模行を中心に既発国債の窓口販売（ディーリング）が認められた。将来これ等の既発国債を用いた同様の口座が売り出されるならば、期日まで保有しない限り元本が保証されないという点を除き、国債流通市場の自由金利を反映した定期預金や金銭信託と類似の口座が銀行の窓口で提供されることとなる。これは、米国におけるMMCやSSCの導入と同じ意味を持つ金融革新である。また明年4月までには、市場金利基準のMMCそのものが発行される予定で、目下細目の検討が進んでいる。

(ハ) 国際金融業務の自由化

1973年のフロート制移行後、金融の国際化が一段と進展し——要因(4)——、国内の金利と金融取引を海外金融システムと同じように自由化する必要に迫られた。まず1974年、外貨預金の金利が自由化されたが、これは日本における預金金利自由化の第一歩である。もっとも当時はまだ居住者の外貨預金保有は許可制であったが、1978年には300万円を限度に保有が自由化され、更に1980年には保有限度を撤廃し、完全に自由化された。その後、1984年6月には円転規制が撤廃され、銀行は外貨預金を円貨運用に回ることが可能となり、この結果円投外貨預金は先物で為替リスクをヘッジしておけば事実上自由金利の円預金として利用することが出来るようになった。

また居住者が海外市場から直接、あるいは邦銀を通じて外貨建てで借入れること（インパクト・ローン）も、1980年には完全に自由化された。一方証券取引についても、居住者の外貨証券取得と非居住者の対内証券投資は、原則自由化されている。

他方外国銀行の日本国内における金融業務は、邦銀のそれに対する規制と同じもの以外は、規制されないことが1981年の銀行法改正の際、念のため明記された。また本年6月から始まった国債のディーリング業務についても都銀、大手地銀等と並んで外銀の参入が認められた。また外国証券会社に対しては、本年12月以降ユーロ円債の引受主幹事務を開放することになっている。

このように国際金融業務の自由化は、居住者の外貨取引や外銀等の業務を中心に進められてきたが、本年5月に発表された「日米円ドル委員会報告書」において、円の国際化について画期的な自由化措置が講じられた。すなわち、非銀行部門の資金調達手段については①ユーロ円債につき4月から居住者発行のガイドラインが緩和され、12月からは新たに外国民間企業等の発行も認められることとなり、②邦銀および外銀の円建対外貸付

の自由化（4月から）に続き、6月には居住者向けのユーロ円貸付も短期（1年以内）に限って自由化された。また、銀行の資金調達手段についても③本年末までに短期（6カ月以内）のユーロ円CDの発行が居住者には販売しないとの条件の下に認められることとなった。

こうした国際的なユーロ円取引の自由化は、国内の円金融市場の代替市場が拡大することにはかならないので、国内の証券市場における自由な金融取引と並んで、国内金融仲介機関に対する諸規制を緩和させる圧力として一層大きな影響を及ぼすであろう。

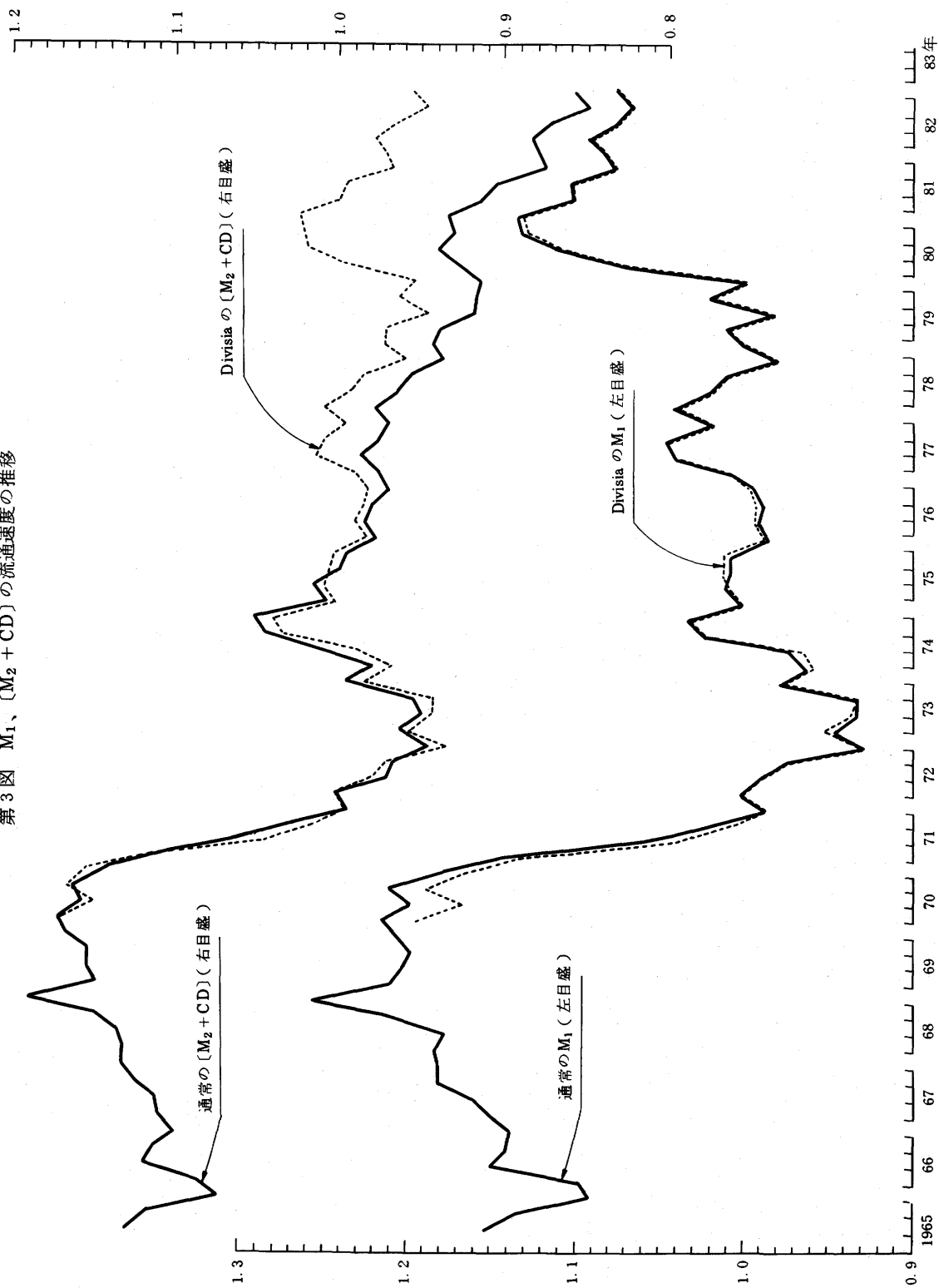
ハ. 技術進歩の影響

金融構造変化の第三の理由は、マイクロ・エレクトロニクスと情報通信の技術進歩により金融の情報伝達・取引指示・資産負債管理の取引コストが低下——要因(6)——した結果、決済勘定の金融革新が進行し、現金と要求払預金の節約が進んでいることである。1974年以降、民間非金融部門保有のネット金融資産残高対GNP比率は、前述の通り急上昇しているが、その中にあって通貨（ M_1 、現金と要求払預金）残高対GNP比率（第3図流通速度の逆数）は低下傾向にある。これは明らかに銀行にとってシェア低下要因として働いている。

現金の節約は、個人のクレジット・カードによる決済、給与の預金振込（1969年以降）、公共料金の自動振替（1955年以降）など自行内オンライン化で可能となった新しい決済慣行の普及と、各銀行オンライン・システム相互のネットワーク化により可能となったCD（Cash Dispenser）、ATM（Automated Teller Machine）を通じる預金の代払いシステムの確立（1975年以降）によるところが大きい。

一方、要求払預金の節約は、「総合口座」の創設（1972年）に負うところが大きい。これは要求払預金の残高が支払額に対して不足した時は、自動的に定期預金、あるいは貸付信託を担保とし

第3図 M_1 、 $(M_2 + CD)$ の流通速度の推移



て貸出す口座で、事実上投資勘定に決済機能を付与したものである。これはその本質において、米国のNOW勘定に対応した金融革新である。また普通預金と中期国債ファンドを結び付けることにより、米国のSweep勘定やキャッシュ・マネジメント・サービスに対応した金融革新が本年4月に始まった。

これ等の通貨節約的金融革新の起源は多くの場合1973年以前の高度成長期であるが、それが1974年以降の低成長期に入って普及したのは、前述した金利選好の高まりと、マイクロ・エレクトロニックスの技術進歩によるところが大きい。

(3) 要 約

以上2.を要約すると、日本の金融構造の変化と金融革新は、国債大量発行——要因(5)——に触発されたことに特徴がある。しかし国債の大量発行それ自体は十分条件ではない。高度成長期以来の金利規制——要因(2)——とそれに支えられた間接金融優位の金融組織の特徴——要因(3)——という条件の下では、大量に発行される国債が銀行のポートフォリオに累増し、資金繰りを圧迫した結果、政府はその転売を認め、国債流通市場が発達し始めた。これが証券会社側の金融革新(現先)と預金銀行のシェア低下を生み出すことになったのが事の始まりである。このため銀行などに対する金利と金融業務の規制が部分的に撤廃されるようになり、今度は銀行側の金融革新を誘い、今や相互に競争する形で金融革新が進んでいる。更に、この傾向を促進した要因としては、低成長移行に伴う企業、個人の金融資産蓄積の加速と金利選好の高まり、金融国際化——要因(4)——に伴う自由化の要請、マイクロ・エレクトロニックスと情報通信の技術進歩——要因(6)——などが見逃せない。日本の場合、インフレ率と金利が高水準で乱高下したのは1974年を中心とする一時期のみであり、要因(1)は金融構造の変化と金融革新の背景にある

本質的な条件とはいえない。

3. 銀行システムと金融市場における主な変化

(1) 負債管理(Liability Management)

銀行、非銀行金融機関、企業、および家計の資金調達手段と、企業および家計の資金運用手段を、自由金利の手段(instruments)と規制金利の手段に分けて一覧表にしたのが第2表である。自由金利の手段は種類としてはかなり多くなって来た。しかし日本の場合は金融革新と金利規制の部分的撤廃が漸進的に進められているうえ、金融機関の負債のうち最も高いウエイトを占める預金の金利が、外貨預金の金利自由化に続いて最小発行単位3億円のCDを量的制約付で認めた以外、自由化されていない。このため金融機関の負債に占める自由金利の負債の比率は1983年末には、まだ16.2%であった(第3表参照)。これを企業や個人の資金運用の側からみると、非金融法人部門全体の1983年末の保有金融資産中、自由金利の金融機関の負債であるCDと外貨預金の比重は、合計して6.8%にすぎず、個人の場合は1%に満たない。もっとも個人の場合は、国債や複利計算で利回りの高い期日指定定期預金、ビッグ貸付信託、ワイド金融債などの保有比率を高めており、1983年末にはそれ等は保有金融資産の15.1%となった。

したがって、日本の金融機関の国内金融仲介業務に関しては、金利変動に伴う負債管理の複雑化はまだ将来の問題であろう。当面の負債勘定面の処理は、総合口座、期日指定定期、ビッグ貸付信託、ワイド金融債、国債定期口座、国債信託口座などのように、振替、決済、当座貸越、利息支払、期日管理、途中解約などの処理が複雑化した負債が金融革新につれて増加しているため、これを効率的にコンピューターで管理し、端末機との間で情報伝達することが中心である。

第2表 各部門に利用可能な金融商品一覧

		調 達					運 用			
		銀 行		非銀行金融機関			企 業	家 計	企 業	家 計
		預 金 銀行	長信行	信 託	保 険	証 券				
自 由 金 利 商 品	非居住者円預金・外貨預金	○	○						○	○
	コ ー ル ・ 手 形	○	○	○		○				
	譲 渡 性 預 金	○	○						○	
	現 先	○	○	○	○	○	○		○	
	投資信託（中国ファンドを除く）					○			○	○
	中 期 国 債								○	○
	外 貨 借 入	○	○	○	○	○	○	○		
	海 外 起 債	○	○			○	○			
	外 国 証 券								○	○
	銀 行 借 入 一 般						○	○		
広 義 の 規 制 金 利 商 品	預 金	○	○						○	○
	郵 便 貯 金									○
	中 国 フ ァ ン ド					○			○	○
	金 銭 ・ 貸 付 信 託			○					○	○
	金 融 債		○						○	○
	政 府 短 期 証 券								○	○
	長 期 国 債 等 (注)								○	○
	事 業 債						○		○	○
	銀行借入（プライムのみ）						○			
そ の 他	保 險				○				○	○
	株 式	○	○	○	○	○	○		○	○

(注) 割引国債、地方債、政保債を含む。

(2) 変動金利貸出と負債の短期化

日本には変動金利貸出に関する正確な統計はないが、一般の貸出の場合、期間1年以内の貸出は手形の期日（通常3か月又は6か月）が来る度に金利は変り得るので一種の変動金利貸出とみなせよう。また期間1年超の長期貸出の場合も、長期信用銀行の貸出金利は固定されているが、それ以外の金融機関の貸出は利払期（3か月または6か月毎）が到来する度に金利は変り得るので、変動金利貸出といえる。第4表は各種銀行の貸出構成比の推移を示したものであるが、この表に明

らかなように、固定金利の長期信用銀行長期貸出（中心は期間5年）のウェイトは1978年頃から低下傾向にあり、1983年度末には全体の9.2%（1年超貸出の中では24%）となった。また比重が高まっている変動金利貸出のうちでは、期間1年超（中心は期間3～4年）の貸出の比重が上がった。

他方特殊な固定金利の長期貸出である住宅ローンについても、1982年には資金調達コストを勘案して銀行業態別に異なる金利を設定するようになった。また1983年に親子2世代の債務継承に

第3表 民間銀行部門の資金調達内訳

(構成比%)

	広義規 制金利 合 計 (A)	預 金	金融債	日 銀 借 入	自 由 金 利 合 計 (B)	コー ル マ ネ ー 、 却 手 形	譲 渡 性 預 金	現 先	外貨預 金、非 居住者 円預金	外貨債	対外短 期債務	総資金 調 達 (A+B)
1965年末	96.0	83.4	8.9	3.7	4.0	3.1	0	0	0.9	0	—	100.0
66	96.9	84.0	9.2	3.8	3.1	2.4	0	0	0.7	0	—	100.0
67	96.6	84.4	9.4	2.9	3.4	2.8	0	0	0.6	0	—	100.0
68	97.3	85.0	9.4	2.9	2.7	2.2	0	0	0.6	0	—	100.0
69	96.9	84.9	9.0	3.0	3.1	2.6	0	0	0.5	0	—	100.0
70	93.8	82.1	8.6	3.1	6.2	2.9	0	0	0.5	0	2.8	100.0
71	93.8	84.5	8.6	0.7	6.2	2.2	0	0	1.2	0	2.7	100.0
72	93.3	82.8	8.5	1.9	6.7	2.6	0	0	1.8	0	2.3	100.0
73	91.1	80.9	8.4	1.7	8.9	4.4	0	0	1.7	0	2.9	100.0
74	88.3	78.7	8.5	1.1	11.7	5.3	0	0	1.6	0	4.9	100.0
75	89.7	79.8	8.9	1.0	10.3	4.1	0	0	1.6	0	4.6	100.0
76	90.2	80.2	9.0	1.0	9.8	4.0	0	0	1.5	0.1	4.2	100.0
77	91.0	80.8	9.2	1.0	9.0	4.1	0	0.2	1.7	0.1	3.0	100.0
78	90.9	80.7	9.1	1.0	9.1	3.7	0	0.3	2.0	0.1	2.9	100.0
79	88.9	79.3	8.8	0.7	11.1	3.8	0.6	0.4	1.7	0.1	4.4	100.0
80	87.0	77.6	8.6	0.7	13.0	3.8	0.8	0.4	2.7	0.1	5.3	100.0
81	85.8	76.9	8.4	0.4	14.2	3.5	1.0	0.3	2.9	0	6.6	100.0
82	84.8	75.7	8.6	0.5	15.2	4.2	1.1	0.3	3.1	0	6.5	100.0
83	83.8	74.0	8.9	0.9	16.2	4.7	1.4	0.2	3.7	0	6.3	100.0

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」等

よる期間25～30年ローンが誕生したが、これについては、変動金利制が導入された。

以上のように、日本の銀行の場合も変動金利貸出が少しずつ増えてはいるが、ただ貸出期間については諸外国のように短期化している訳ではなく、3～4年物の比重が増えている。

次に預金の側をみると、総合口座を中心とする通貨節約的な金融革新を反映し、1974年頃から要求払預金の比重が低下し、定期性預金と自由金利預金(CD、外貨預金、非居住者円預金)の比重が上昇している。定期性預金の内部では、1年以上の長期預金の比重が上昇し、3か月・6か月の預金の比重は下がっている。3か月・6か月の定期預金は企業保有分が主体であり、主として自由金利預金と現先ヘシフトしているため、比重が低

下したものである。いずれにせよ、負債側についても諸外国のような明瞭な短期化の傾向は日本では認められない。

日本の銀行では資産、負債の両側で短期化が進んでいない点で諸外国とは異なるが、その理由は主として次の二点であろう。一つは、預金金利を含む規制金利の利回り曲線が、既に2.で第2図を用いて説明したように常に右上がりとなっているため、顧客が長期資産を选好し、預金の短期化が生じないことである。このため負債の期間とマッチさせるために貸出を短期化する動機が銀行に欠けている。今一つは、1978年頃から日本の物価は安定し、予見不能でボラティルな金利変動があまり存在しなかったため、危険回避のために資産負債の双方を短期化しようという動機が金融機関

第4表 銀行の貸出・預金の期間別構成

(貸出・預金の総残高に対する構成比)
(単位 %)

	貸 出		預 金						自由金利分**
	1 年 以 内	1 年 超	規 制	金 利 分			1 年、1 年 6 月、2 年、3 年、5 年、7 年、9 年、11 年、13 年、15 年、17 年、19 年、21 年、23 年、25 年、27 年、29 年、31 年、33 年、35 年、37 年、39 年、41 年、43 年、45 年、47 年、49 年、51 年、53 年、55 年、57 年、59 年、61 年、63 年、65 年、67 年、69 年、71 年、73 年、75 年、77 年、79 年、81 年、83 年、85 年、87 年、89 年、91 年、93 年、95 年、97 年、99 年、101 年、103 年、105 年、107 年、109 年、111 年、113 年、115 年、117 年、119 年、121 年、123 年、125 年、127 年、129 年、131 年、133 年、135 年、137 年、139 年、141 年、143 年、145 年、147 年、149 年、151 年、153 年、155 年、157 年、159 年、161 年、163 年、165 年、167 年、169 年、171 年、173 年、175 年、177 年、179 年、181 年、183 年、185 年、187 年、189 年、191 年、193 年、195 年、197 年、199 年、201 年、203 年、205 年、207 年、209 年、211 年、213 年、215 年、217 年、219 年、221 年、223 年、225 年、227 年、229 年、231 年、233 年、235 年、237 年、239 年、241 年、243 年、245 年、247 年、249 年、251 年、253 年、255 年、257 年、259 年、261 年、263 年、265 年、267 年、269 年、271 年、273 年、275 年、277 年、279 年、281 年、283 年、285 年、287 年、289 年、291 年、293 年、295 年、297 年、299 年、301 年、303 年、305 年、307 年、309 年、311 年、313 年、315 年、317 年、319 年、321 年、323 年、325 年、327 年、329 年、331 年、333 年、335 年、337 年、339 年、341 年、343 年、345 年、347 年、349 年、351 年、353 年、355 年、357 年、359 年、361 年、363 年、365 年、367 年、369 年、371 年、373 年、375 年、377 年、379 年、381 年、383 年、385 年、387 年、389 年、391 年、393 年、395 年、397 年、399 年、401 年、403 年、405 年、407 年、409 年、411 年、413 年、415 年、417 年、419 年、421 年、423 年、425 年、427 年、429 年、431 年、433 年、435 年、437 年、439 年、441 年、443 年、445 年、447 年、449 年、451 年、453 年、455 年、457 年、459 年、461 年、463 年、465 年、467 年、469 年、471 年、473 年、475 年、477 年、479 年、481 年、483 年、485 年、487 年、489 年、491 年、493 年、495 年、497 年、499 年、501 年、503 年、505 年、507 年、509 年、511 年、513 年、515 年、517 年、519 年、521 年、523 年、525 年、527 年、529 年、531 年、533 年、535 年、537 年、539 年、541 年、543 年、545 年、547 年、549 年、551 年、553 年、555 年、557 年、559 年、561 年、563 年、565 年、567 年、569 年、571 年、573 年、575 年、577 年、579 年、581 年、583 年、585 年、587 年、589 年、591 年、593 年、595 年、597 年、599 年、601 年、603 年、605 年、607 年、609 年、611 年、613 年、615 年、617 年、619 年、621 年、623 年、625 年、627 年、629 年、631 年、633 年、635 年、637 年、639 年、641 年、643 年、645 年、647 年、649 年、651 年、653 年、655 年、657 年、659 年、661 年、663 年、665 年、667 年、669 年、671 年、673 年、675 年、677 年、679 年、681 年、683 年、685 年、687 年、689 年、691 年、693 年、695 年、697 年、699 年、701 年、703 年、705 年、707 年、709 年、711 年、713 年、715 年、717 年、719 年、721 年、723 年、725 年、727 年、729 年、731 年、733 年、735 年、737 年、739 年、741 年、743 年、745 年、747 年、749 年、751 年、753 年、755 年、757 年、759 年、761 年、763 年、765 年、767 年、769 年、771 年、773 年、775 年、777 年、779 年、781 年、783 年、785 年、787 年、789 年、791 年、793 年、795 年、797 年、799 年、801 年、803 年、805 年、807 年、809 年、811 年、813 年、815 年、817 年、819 年、821 年、823 年、825 年、827 年、829 年、831 年、833 年、835 年、837 年、839 年、841 年、843 年、845 年、847 年、849 年、851 年、853 年、855 年、857 年、859 年、861 年、863 年、865 年、867 年、869 年、871 年、873 年、875 年、877 年、879 年、881 年、883 年、885 年、887 年、889 年、891 年、893 年、895 年、897 年、899 年、901 年、903 年、905 年、907 年、909 年、911 年、913 年、915 年、917 年、919 年、921 年、923 年、925 年、927 年、929 年、931 年、933 年、935 年、937 年、939 年、941 年、943 年、945 年、947 年、949 年、951 年、953 年、955 年、957 年、959 年、961 年、963 年、965 年、967 年、969 年、971 年、973 年、975 年、977 年、979 年、981 年、983 年、985 年、987 年、989 年、991 年、993 年、995 年、997 年、999 年、1001 年、1003 年、1005 年、1007 年、1009 年、1011 年、1013 年、1015 年、1017 年、1019 年、1021 年、1023 年、1025 年、1027 年、1029 年、1031 年、1033 年、1035 年、1037 年、1039 年、1041 年、1043 年、1045 年、1047 年、1049 年、1051 年、1053 年、1055 年、1057 年、1059 年、1061 年、1063 年、1065 年、1067 年、1069 年、1071 年、1073 年、1075 年、1077 年、1079 年、1081 年、1083 年、1085 年、1087 年、1089 年、1091 年、1093 年、1095 年、1097 年、1099 年、1101 年、1103 年、1105 年、1107 年、1109 年、1111 年、1113 年、1115 年、1117 年、1119 年、1121 年、1123 年、1125 年、1127 年、1129 年、1131 年、1133 年、1135 年、1137 年、1139 年、1141 年、1143 年、1145 年、1147 年、1149 年、1151 年、1153 年、1155 年、1157 年、1159 年、1161 年、1163 年、1165 年、1167 年、1169 年、1171 年、1173 年、1175 年、1177 年、1179 年、1181 年、1183 年、1185 年、1187 年、1189 年、1191 年、1193 年、1195 年、1197 年、1199 年、1201 年、1203 年、1205 年、1207 年、1209 年、1211 年、1213 年、1215 年、1217 年、1219 年、1221 年、1223 年、1225 年、1227 年、1229 年、1231 年、1233 年、1235 年、1237 年、1239 年、1241 年、1243 年、1245 年、1247 年、1249 年、1251 年、1253 年、1255 年、1257 年、1259 年、1261 年、1263 年、1265 年、1267 年、1269 年、1271 年、1273 年、1275 年、1277 年、1279 年、1281 年、1283 年、1285 年、1287 年、1289 年、1291 年、1293 年、1295 年、1297 年、1299 年、1301 年、1303 年、1305 年、1307 年、1309 年、1311 年、1313 年、1315 年、1317 年、1319 年、1321 年、1323 年、1325 年、1327 年、1329 年、1331 年、1333 年、1335 年、1337 年、1339 年、1341 年、1343 年、1345 年、1347 年、1349 年、1351 年、1353 年、1355 年、1357 年、1359 年、1361 年、1363 年、1365 年、1367 年、1369 年、1371 年、1373 年、1375 年、1377 年、1379 年、1381 年、1383 年、1385 年、1387 年、1389 年、1391 年、1393 年、1395 年、1397 年、1399 年、1401 年、1403 年、1405 年、1407 年、1409 年、1411 年、1413 年、1415 年、1417 年、1419 年、1421 年、1423 年、1425 年、1427 年、1429 年、1431 年、1433 年、1435 年、1437 年、1439 年、1441 年、1443 年、1445 年、1447 年、1449 年、1451 年、1453 年、1455 年、1457 年、1459 年、1461 年、1463 年、1465 年、1467 年、1469 年、1471 年、1473 年、1475 年、1477 年、1479 年、1481 年、1483 年、1485 年、1487 年、1489 年、1491 年、1493 年、1495 年、1497 年、1499 年、1501 年、1503 年、1505 年、1507 年、1509 年、1511 年、1513 年、1515 年、1517 年、1519 年、1521 年、1523 年、1525 年、1527 年、1529 年、1531 年、1533 年、1535 年、1537 年、1539 年、1541 年、1543 年、1545 年、1547 年、1549 年、1551 年、1553 年、1555 年、1557 年、1559 年、1561 年、1563 年、1565 年、1567 年、1569 年、1571 年、1573 年、1575 年、1577 年、1579 年、1581 年、1583 年、1585 年、1587 年、1589 年、1591 年、1593 年、1595 年、1597 年、1599 年、1601 年、1603 年、1605 年、1607 年、1609 年、1611 年、1613 年、1615 年、1617 年、1619 年、1621 年、1623 年、1625 年、1627 年、1629 年、1631 年、1633 年、1635 年、1637 年、1639 年、1641 年、1643 年、1645 年、1647 年、1649 年、1651 年、1653 年、1655 年、1657 年、1659 年、1661 年、1663 年、1665 年、1667 年、1669 年、1671 年、1673 年、1675 年、1677 年、1679 年、1681 年、1683 年、1685 年、1687 年、1689 年、1691 年、1693 年、1695 年、1697 年、1699 年、1701 年、1703 年、1705 年、1707 年、1709 年、1711 年、1713 年、1715 年、1717 年、1719 年、1721 年、1723 年、1725 年、1727 年、1729 年、1731 年、1733 年、1735 年、1737 年、1739 年、1741 年、1743 年、1745 年、1747 年、1749 年、1751 年、1753 年、1755 年、1757 年、1759 年、1761 年、1763 年、1765 年、1767 年、1769 年、1771 年、1773 年、1775 年、1777 年、1779 年、1781 年、1783 年、1785 年、1787 年、1789 年、1791 年、1793 年、1795 年、1797 年、1799 年、1801 年、1803 年、1805 年、1807 年、1809 年、1811 年、1813 年、1815 年、1817 年、1819 年、1821 年、1823 年、1825 年、1827 年、1829 年、1831 年、1833 年、1835 年、1837 年、1839 年、1841 年、1843 年、1845 年、1847 年、1849 年、1851 年、1853 年、1855 年、1857 年、1859 年、1861 年、1863 年、1865 年、1867 年、1869 年、1871 年、1873 年、1875 年、1877 年、1879 年、1881 年、1883 年、1885 年、1887 年、1889 年、1891 年、1893 年、1895 年、1897 年、1899 年、1901 年、1903 年、1905 年、1907 年、1909 年、1911 年、1913 年、1915 年、1917 年、1919 年、1921 年、1923 年、1925 年、1927 年、1929 年、1931 年、1933 年、1935 年、1937 年、1939 年、1941 年、1943 年、1945 年、1947 年、1949 年、1951 年、1953 年、1955 年、1957 年、1959 年、1961 年、1963 年、1965 年、1967 年、1969 年、1971 年、1973 年、1975 年、1977 年、1979 年、1981 年、1983 年、1985 年、1987 年、1989 年、1991 年、1993 年、1995 年、1997 年、1999 年、2001 年、2003 年、2005 年、2007 年、2009 年、2011 年、2013 年、2015 年、2017 年、2019 年、2021 年、2023 年、2025 年、2027 年、2029 年、2031 年、2033 年、2035 年、2037 年、2039 年、2041 年、2043 年、2045 年、2047 年、2049 年、2051 年、2053 年、2055 年、2057 年、2059 年、2061 年、2063 年、2065 年、2067 年、2069 年、2071 年、2073 年、2075 年、2077 年、2079 年、2081 年、2083 年、2085 年、2087 年、2089 年、2091 年、2093 年、2095 年、2097 年、2099 年、2101 年、2103 年、2105 年、2107 年、2109 年、2111 年、2113 年、2115 年、2117 年、2119 年、2121 年、2123 年、2125 年、2127 年、2129 年、2131 年、2133 年、2135 年、2137 年、2139 年、2141 年、2143 年、2145 年、2147 年、2149 年、2151 年、2153 年、2155 年、2157 年、2159 年、2161 年、2163 年、2165 年、2167 年、2169 年、2171 年、2173 年、2175 年、2177 年、2179 年、2181 年、2183 年、2185 年、2187 年、2189 年、2191 年、2193 年、2195 年、2197 年、2199 年、2201 年、2203 年、2205 年、2207 年、2209 年、2211 年、2213 年、2215 年、2217 年、2219 年、2221 年、2223 年、2225 年、2227 年、2229 年、2231 年、2233 年、2235 年、2237 年、2239 年、2241 年、2243 年、2245 年、2247 年、2249 年、2251 年、2253 年、2255 年、2257 年、2259 年、2261 年、2263 年、2265 年、2267 年、2269 年、2271 年、2273 年、2275 年、2277 年、2279 年、2281 年、2283 年、2285 年、2287 年、2289 年、2291 年、2293 年、2295 年、2297 年、2299 年、2301 年、2303 年、2305 年、2307 年、2309 年、2311 年、2313 年、2315 年、2317 年、2319 年、2321 年、2323 年、2325 年、2327 年、2329 年、2331 年、2333 年、2335 年、2337 年、2339 年、2341 年、2343 年、2345 年、2347 年、2349 年、2351 年、2353 年、2355 年、2357 年、2359 年、2361 年、2363 年、2365 年、2367 年、2369 年、2371 年、2373 年、2375 年、2377 年、2379 年、2381 年、2383 年、2385 年、2387 年、2389 年、2391 年、2393 年、2395 年、2397 年、2399 年、2401 年、2403 年、2405 年、2407 年、2409 年、2411 年、2413 年、2415 年、2417 年、2419 年、2421 年、2423 年、2425 年、2427 年、2429 年、2431 年、2433 年、2435 年、2437 年、2439 年、2441 年、2443 年、2445 年、2447 年、2449 年、2451 年、2453 年、2455 年、2457 年、2459 年、2461 年、2463 年、2465 年、2467 年、2469 年、2471 年、2473 年、2475 年、2477 年、2479 年、2481 年、2483 年、2485 年、2487 年、2489 年、2491 年、2493 年、2495 年、2497 年、2499 年、2501 年、2503 年、2505 年、2507 年、2509 年、2511 年、2513 年、2515 年、2517 年、2519 年、2521 年、2523 年、2525 年、2527 年、2529 年、2531 年、2533 年、2535 年、2537 年、2539 年、2541 年、2543 年、2545 年、2547 年、2549 年、2551 年、2553 年、2555 年、2557 年、2559 年、2561 年、2563 年、2565 年、2567 年、2569 年、2571 年、2573 年、2575 年、2577 年、2579 年、2581 年、2583 年、2585 年、2587 年、2589 年、2591 年、2593 年、2595 年、2597 年、2599 年、2601 年、2603 年、2605 年、2607 年、2609 年、2611 年、2613 年、2615 年、2617 年、2619 年、2621 年、2623 年、2625 年、2627 年、2629 年、2631 年、2633 年、2635 年、2637 年、2639 年、2641 年、2643 年、2645 年、2647 年、2649 年、2651 年、2653 年、2655 年、2657 年、2659 年、2661 年、2663 年、2665 年、2667 年、2669 年、2671 年、2673 年、2675 年、2677 年、2679 年、2681 年、2683 年、2685 年、2687 年、2689 年、2691 年、2693 年、2695 年、2697 年、2699 年、2701 年、2703 年、2705 年、2707 年、2709 年、2711 年、2713 年、2715 年、2717 年、2719 年、2721 年、2723 年、2725 年、2727 年、2729 年、2731 年、2733 年、2735 年、2737 年、2739 年、2741 年、2743 年、2745 年、2747 年、2749 年、2751 年、2753 年、2755 年、2757 年、2759 年、2761 年、2763 年、2765 年、2767 年、2769 年、2771 年、2773 年、2775 年、2777 年、2779 年、2781 年、2783 年、2785 年、2787 年、2789 年、2791 年、2793 年、2795 年、2797 年、2799 年、2801 年、2803 年、2805 年、2807 年、2809 年、2811 年、2813 年、2815 年、2817 年、2819 年、2821 年、2823 年、2825 年、2827 年、2829 年、2831 年、2833 年、2835 年、2837 年、2839 年、2841 年、2843 年、2845 年、2847 年、2849 年、2851 年、2853 年、2855 年、2857 年、2859 年、2861 年、2863 年、2865 年、2867 年、2869 年、2871 年、2873 年、2875 年、2877 年、2879 年、2881 年、2883 年、2885 年、2887 年、2889 年、2891 年、2893 年、2895 年、2897 年、2899 年、2901 年、2903 年、2905 年、2907 年、2909 年、2911 年、2913 年、2915 年、2917 年、2919 年、2921 年、2923 年、2925 年、2927 年、2929 年、2931 年、2933 年、2935 年、2937 年、2939 年、2941 年、2943 年、2945 年、2947 年、2949 年、2951 年、2953 年、2955 年、2957 年、2959 年、2961 年、2963 年、2965 年、2967 年、2969 年、2971 年、2973 年、2975 年、2977 年、2979 年、2981 年、2983 年、2985 年、2987 年、2989 年、2991 年、2993 年、2995 年、2997 年、2999 年、3001 年、3003 年、3005 年、3007 年、3009 年、3011 年、3013 年、3015 年、3017 年、3019 年、3021 年、3023 年、3025 年、3027 年、3029 年、3031 年、3033 年、3035 年、3037 年、3039 年、3041 年、3043 年、3045 年、3047 年、3049 年、3051 年、3053 年、3055 年、3057 年、3059 年、3061 年、3063 年、3065 年、3067 年、3069 年、3071 年、3073 年、3075 年、3077 年、3079 年、3081 年、3083 年、3085 年、3087 年、3089 年、3091 年、3093 年、3095 年、3097 年、3099 年、3101 年、3103 年、3105 年、3107 年、3109 年、3111 年、3113 年、3115 年、3117 年、3119 年、3121 年、3123 年、3125 年、3127 年、3129 年、3131 年、3133 年、3135 年、3137 年、3139 年、3141 年、3143 年、3145 年、3147 年、3149 年、3151 年、3153 年、3155 年、3157 年、3159 年、3161 年、3163 年、3165 年、3167 年、3169 年、3171 年、3173 年、3175 年、3177 年、3179 年、3181 年、3183 年、3185 年、3187 年、3189 年、3191 年、3193 年、3195 年、3197 年、3199 年、3201 年、3203 年、3205 年、3207 年、3209 年、3211 年、3213 年、3215 年、3217 年、3219 年、3221 年、3223 年、3225 年、3227 年、3229 年、3231 年、3233 年、3235 年、3237 年、3239 年、3241 年、3243 年、3245 年、3247 年、3249 年、3251 年、3253 年、3255 年、3257 年、3259 年、3261 年、3263 年、3265 年、3267 年、3269 年、3271 年、3273 年、3275 年、3277 年、3279 年、3281 年、3283 年、3285 年、3287 年、3289 年、3291 年、3293 年、3295 年、3297 年、3299 年、3301 年、3303 年、3305 年、3307 年、3309 年、3311 年、3313 年、3315 年、3317 年、3319 年、3321 年、3323 年、3325 年、3327 年、3329 年、3331 年、3333 年、3335 年、3337 年、3339 年、3341 年、3343 年、3345 年、3347 年、3349 年、3351 年、3353 年、3355 年、3357 年、3359 年、3361 年、3363 年、3365 年、3367 年、3369 年、3371 年、3373 年、3375 年、3377 年、3379 年、3381 年、3383 年、3385 年、3387 年、3389 年、3391 年、3393 年、3395 年、3397 年、3399 年、3401 年、3403 年、3405 年、3407 年、3409 年、3411 年、3413 年、3415 年、3417 年、3419 年、3421 年、3423 年、3425 年、3427 年、3429 年、3431 年、3433 年、3435 年、3437 年、3439 年、3441 年、3443 年、3445 年、3447 年、3449 年、3451 年、3453 年、3455 年、3457 年、3459 年、3461 年、3463 年、3465 年、3467 年、3469 年、3471 年、3473 年、3475 年、3477 年、3479 年、3481 年、3483 年、3485 年、3487 年、3489 年、3491 年、3493 年、3495 年、3497 年、3499 年、3501 年、3503 年、3505 年、3507 年、3509 年、3511 年、3513 年、3515 年、3517 年、3519 年、3521 年、3523 年、3525 年、3527 年、3529 年、3531 年、3533 年、3535 年、3537 年、3539 年、3541 年、3543 年、3545 年、3547 年、3549 年、3551 年、3553 年、3555 年、3557 年、3559 年、3561 年、3563 年、3565 年、3567 年、3569 年、3571 年、3573 年、3575 年、3577 年、3579 年、3581 年、3583 年、3585 年、3587 年、3589 年、3591 年、3593 年、3595 年、3597 年、3599 年、3601 年、3603 年、3605 年、3607 年、3609 年、3611 年、3613 年、3615 年、3617 年、3619 年、3621 年、3623 年、3625 年、3627 年、3629 年、3631 年、3633 年、3635 年、3637 年、3639 年、3641 年、3643 年、3645 年、3647 年、3649 年、3651 年、3653 年、3655 年、3657 年、3659 年、3661 年、3663		

* 期日指定定期預金(期間3年以内<1年据置>)は81年6月創設。

** 自由金利分は、CD、外貨預金(含む海外店)、非居住者円預金の合計。

(資料) 日本銀行「経済統計年報」等

や企業などで弱いことである。このような状況の中で変動金利貸出の比重が増えているのは、全般的な金利自由化、ないしは規制金利の弾力化という傾向の中で固定金利長期プライム・レートの有名無実化が進んでいるためと考えられる。

(3) 新しい金融市場の発達

金融革新の中で誕生した新しい金融商品のうち、流通市場を形成しているのは現先とCDである。しかし日本の場合この市場は既に存在していた同種の金融市場と競合したり、それを侵食したりしたのではなく、殆ど存在していなかったオープン・マネー・マーケットを新たに生み出したのである。日本にはインター・バンク・マネー・マーケットは以前から存在していたので、その規模と比較してみると第5表の通りである。1983

年末現在、CD、現先の両者を合わせた規模はマネー・マーケット全体の47.1%を占める。

これ等の市場のうち、現先市場は、既に2.で述べたように、日本の金融システムにおいて直接金融のシェアを高める上で一つの役割を演じている。またCDと現先で構成されるオープン・マネー・マーケットの誕生は、4.(3)で述べるように、金融政策の効果波及メカニズムの上で、新しい二つの経路を生み出した。

なお、金融先物市場の創設については、日本の場合ボラティルで予見不能な金利変動が少ないので、将来はともかく今のところその必要性はさほど大きくない。

(4) 小売銀行業的サービスの発達

小売銀行業的サービスの発展を現金節約的なサ

第5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

(資料) 日本銀行「経済統計年報」

ービスの発展と要求払預金節約的なサービスの発展に分けて述べよう。

現金節約的なサービスとしては、まず個人の収入の側で、1969年以降、給与の預金振込サービスが開始された。1981年6月の調査によると、都市銀行の取引先企業の給与支払総額の42.6%は、個々の受取人の預金口座に直接振込まれている。一方、支払については、1955年以降、電話、電気、水道の料金、社会保険料、税金などの定期的支払について請求書が直接銀行へ行き、個人の預金口座から自動的に振込まれる制度が開始され、今日広く普及している。また買物に際しクレジット・カードによって消費者信用を利用し、後に預金口座で自動的に決済する慣行もある程度普及した。1981年の統計によると、家計の最終消費支出の8.6%はクレジット・カード等販売信用を使用している。機械による預金からの現金引出と預入については、1969年にCD(Cash Dispenser)、1979年にATM(Automated Teller Machine)が導入された後、急速に普及した。1982年9月の普及状況は第6表の通りである。設置台数は26千台に達し、都市銀行の店舗への普及率はほぼ100%である。しかも各金融機関は、1980年以降、自行の総合オンライン・システムを他行のそれと連結し、CD、ATMを通じる預金からの現金代払いシステムを作った。現在システムは7つ(加盟金融機関610)に分かれているが、システ

ム内であれば他行のCD、ATMからも現金を自由に引出せる。

日本電々公社では、企業、家庭等あらゆる経済主体を複合的な情報通信手段で結ぶ高度情報通信システム(INS:Information Network System)を企画し、建設を開始した。本年9月には一部の地区で実験サービスが行われ、1985年以降、逐次実用化する予定である。このINSを始め、各種の高度情報通信システムの建設が目下進行中ないしは検討中なので、将来はこれ等を通じて各行のオンライン・システムと顧客のオンライン・システムまたは端末機を結ぶことによって、現在部分的ながら行われ出したファーム・バンキングが促進されるほか、ホーム・バンキングが実現することも予想される。

次に要求払預金の節約につながるサービスは、既に2で述べたように、1972年の「総合口座」創設である。これによって、理論的には要求払預金の残高をゼロにしたまま、決済が出来るようになった。当座貸越の金利は、担保となっている定期預金や貸付信託の金利の0.25%高であるから、ゼロ・バランスのコストは0.25%である。1983年3月現在、銀行の定期預金の約15%は総合口座の担保となっており、その意味で決済勘定として機能しうる状態にある。

以上の小売銀行業的サービスの発展によって、理論的には現金と要求払預金の残高をゼロにしても生活は可能である。事実、マネーサプライ M_1 の流通速度は、前掲第3図に示したよう上昇している。しかし、クレジット・カードの通用しない支払の度に、CDやATMまで行って現金を引出すのは煩瑣なことであり、こうした取引コストが存在する限り、将来もゼロ・バランスの世界に到着するとは思えない。

(5) 金融サービス供給の多様化と垣根の不鮮明化
銀行と証券会社との間で金融サービスの垣根が

第6表 銀行のCDまたはATMの設置状況

(1982年9月)

	設置店舗数		設置台数
		普及率%	
都市銀行	2,821	99.8	9,813
地方銀行	5,117	85.6	8,611
相互銀行	2,957	73.3	3,952
信用金庫	3,302	56.1	3,770
信用組合	150	5.7	152

(注) 普及率=設置店舗数/全店舗数

不鮮明となり、相互乗り入れが始まる傾向およびそれ以外の周辺業種が金融サービスに乗り出すという傾向は日本にも見られる。

まず銀行は、1983年から新発の長期国債と中期国債の窓口販売が認められ、本年からは既発国債の窓口販売（ディーリング）が認められた（但し明年5月までは残存期間2年までの国債に限定）。これで国債に関する限り証券会社との金融サービスの違いは殆ど無くなった。また銀行はこれまでクレジット・カード業務は認められていなかったのに、系列グループ企業等との共同出資による独自のクレジット・カード会社を設立し、この業務に乗り出して来た。しかし1982年の銀行法の改正により、クレジット・カード業務が銀行の附随業務として認められるようになったため、自からクレジット・カード業務を行おうという動きがでていた。銀行としては預金者に発行しているキャッシュ・カードとクレジット・カードとを結合することにより、1枚のカードで預金受払、買物の決済、貸出という多様なサービスを提供することが出来る。そして、これにより信販会社や貸金業者に対抗して、消費者金融分野でのサービスの向上を図ろうとしているわけである。

一方、証券会社は、既に2で述べた「中期国債ファンド」の設定により、振替決済機能は持っていないものの、1か月経てば引出し自由という意味で、一種の要求払預金を提供している。また、国債を組入れた投資信託や販売後預っている国債などは、途中換金の際の元本が不確定という点を除けば、本質的には定期預金と殆ど同じである。また、証券会社は、預り国債を担保とする融資につき、個別契約方式の融資を一定限度額に限り認められたが、極度額方式による融資を認めるよう金融当局に要望している。銀行が国債担保による総合口座の創設を企図し、また次に述べるように信販会社や大手スーパーなどが消費者金融に乗り出している時、証券会社の個人向けの国債担保ローンに

対する制限をいつまでも厳しくしておく訳にはいかないかも知れない。さらに最近では顧客（投資家）に対しオンラインで債券・株式等の情報を提供するというサービスも開始された。これは、現在は情報の提供に止まっているが、将来は取引自体のオンライン化（いわばファーム・ディーリング）に繋がる公算が強い。

周辺業界の金融サービスに対する進出としては、ここ数年来、信販会社、貸金業者、大手スーパーなどが、小口の消費者金融に急速に乗り出して来ている。その急成長の背景の一つは技術革新によりCDの設置や信用情報サービスのオンライン化が可能となったことによるが、規制上も、これらに対しては、銀行などの場合と異なり、店舗規制や金利規制がないか、あっても緩やかであるということにもよる。特に83年中には、貸金業者の店舗および貸出残高の急増が目立った。

4. 金融政策上の含意

(1) 通貨の定義と通貨の需要および供給

日本のマネーサプライの定義は、現金と要求払預金が M_1 、 M_1 に定期性預金を加えたものが M_2 、 M_2 に金銭・貸付信託、郵便貯金、農協・漁協・信組・労金の預貯金を加えたものが M_3 となっている。

日本の場合、決済勘定に関する金融革新は、既に述べたように、既存の要求払預金と当座貸越の担保となる定期預金または貸付信託とを組合わせた「総合口座」という形をとり、新しい金融資産の誕生という形をとらなかった。したがって、高金利の付いた決済勘定が新たに誕生し、これを M_1 と M_2 のいずれに入れるべきかという定義上の困難に直面したことはこれまでのところない。

一方投資勘定に関する金融革新は様々の新しい金融資産を生み出しているが、それらは定期預金と金銭・貸付信託はマネー、投資信託と債券はマネーの外という既往のマネーの定義の中で処

理されている。すなわち、CDは定期預金の一種とみなされ、 $[M_2+CD]$ 、あるいは $[M_3+CD]$ として観察されることが多い。また今一つの自由金利預金である外貨預金も準通貨の一種とみなされ、 M_2 の中に含まれている。また金利規制の下で工夫されている「期日指定定期」は M_2 、「ビッグ」と称する貸付信託は M_3 、「国債定期口座」と「国債信託口座」は、定期預金の部分が M_2 、金銭信託の部分が M_3 に、それぞれ入っており、預り国債はマネーに含まれない。それ以外の新商品である現先、中期国債、「ワイド」と称する金融債、中期国債ファンド、様々の国債ファンドなども、もともと債券と投資信託がマネーの定義に含まれていないため、マネーに含まれていない。

マネーの定義は以上のように処理されているが、問題は金融革新につれ、そのように定義されたマネーの需要関数が明らかにシフトしていることである。前掲第3図は、 M_1 と $[M_2+CD]$ の流通速度を示したものであるが、金融システムの構造変化が起こり、金融革新も進み始めた1974年以降とそれ以前とでは、趨勢に変化が起こったことが分かる。すなわち M_1 の流通速度は、1973年頃までは低下傾向を示していたが、1974年以降は逆に上昇傾向に転じた。これに対して $[M_2+CD]$ の流通速度は一貫して低下傾向にある。

M_1 の流通速度が反転上昇したのは、既に2.(2)のハで述べたように、通貨節約的な金融革新が進行していることの影響である。それにも拘らず、この M_1 を部分的に含む $[M_2+CD]$ の流通速度に趨勢の屈折が認められないのは何故であろうか。この疑問を解くため、ここでDivisia moneta-

ry aggregates を推計してみた。これは通常の monetary aggregates である M_1 や M_2 などを預金種類別の構成要素に分解し、moneyness の程度に応じた比重を使って加重平均したものである²⁾。

推計したDivisia M_1 とDivisia $[M_2+CD]$ の流通速度は第3図に点線で示した。これを見ると、 M_1 の流通速度については通常の場合とDivisiaの間に趨勢の変化はない。しかし、 $[M_2+CD]$ については、Divisia $[M_2+CD]$ の流通速度が1977年頃から通常の流通速度に比して上方へ乖離し、大勢として横這い傾向を示している。したがって、通常の $[M_2+CD]$ の流通速度が、金融革新の進行の下でも引続き低下傾向を示しているのは、マネーを余分に持つという決済勘定の金融革新に反する動きが起きているためではなく、投資勘定の金融革新を映じて、利回りが高く、moneyness の程度の低い構成要素が $[M_2+CD]$ の中で増えているためである。具体的には、1984年6月末には、 $[M_2+CD]$ 残高のうち、自由金利のCDが3.0%、外貨預金が1.7%、金利規制下の高利回り商品である「期日指定定期」が15.3%を占めた。また後に本章の(2)で述べるように、高度成長期に比すれば、規制された定期預金金利の水準についても、現金や要求払預金の金利に比して高くなり、変動も頻繁になっている。

以上のように、決済勘定の金融革新が M_1 需要に影響を与え、投資勘定の金融革新が M_2 需要に影響を与えているので、通貨需要関数は1974年以降とそれ以前とでは明らかに構造的シフトを起こしている。そこで次のような通貨需要関数を1965/Ⅲ-1973/Ⅳと1974/Ⅰ-1983/Ⅱの二

2) Divisia monetary aggregatesの研究事例としては、Barnett (1980) (1983)、Barnett & Spindt (1982)、Cockerline & Murray (1981)、石田(1984)を参照。

ここでは、 M_1 を五つ、 $[M_2+CD]$ を六つの構成要素に分解し、それぞれの構成要素を保有する機会費用がマネーとしての効用に対応していると考え、それをmoneynessを示す比重に採用した。

つの時期、および後者の時期を更に1974/I - 1980/I と1980/II - 1983/I の二つの時期に分けて計測してみた。

$$\begin{aligned}\log(M/P)_t = & \beta_0 + \beta_1 \log GNP(R)_t \\ & + \beta_2 \log RCALL_t + \beta_3 \log RTD_t \\ & + \alpha \log(M/P)_{t-1} + u_t\end{aligned}$$

ここで、 M : M_1 および $[M_2 + CD]$ 、 P : GNPデフレーター、 $GNP(R)$: 実質GNP、 $RCALL$: コール・手形レート (加重平均)、 RTD : 定期預金金利 (1年もの)、 u_t : 攪乱項であり、 M 、 $RCALL$ 、 RTD はいずれも月次データの四半期平均で、金利を除くすべてのデータは季調済みである。

計測結果は第7表の通りである。次にこれ等の通貨需要関数の安定性をテストするため、ChowテストによるF値を計算してみた³⁾。その結果は第8表に示した。この結果をみると、1973年以前と1974年以後とでは、 M_1 需要関数も $[M_2 + CD]$ 需要関数も、構造が有意に変わっている (前者は1%水準、後者は0.1%水準で有意)。これに対し1974年以降を更に1980/I以前と1980/II以後に分けて計測した関数については、 M_1 と $[M_2 + CD]$ の双方について有意な構造変化は認められなかった。したがって金融システムの構造変化と金融革新に伴う通貨需要関数のシフトは、1973、74年頃を境に起こっているが、74年以降についても更にもう一段階の新しいシフトが起こっている証拠はない。

1973年以前と1974年以後の通貨需要関数のパラメーターを第7表によって比較し、構造的シフトの原因を考えてみよう。まず M_1 需要関数

については、所得弾性値がはっきり低下している (長期弾性値 1.24 → 0.65)。これは決済勘定節約的な金融革新によるものであろう。一方金利については市場金利の代表であるコール・レートの有意性が落ちている (t値 3.2 → 0.9)。もっとも符号条件が反対で有意性もなかった定期預金金利は、符号条件が正しくなり、有意性も多少改善している (t値 0.1 → 0.7。1980/II以降は1.6)。これは恐らく定期預金の金利が引続き規制されているとはいえ、後述のように1979年頃から伸縮性が高まり、コール・レートとの間でmulti-collinearityを起こしているのかもしれない。次に $[M_2 + CD]$ 需要関数をみると、1974年以降の式に系列相関が残っている⁴⁾ ので (ダービンhは2.73)、これを除去した式 (第7表最下段、ダービンh 0.376) と1973年以前の式を比較すると、所得弾性値はあまり変化していない (長期弾性値 1.15 → 1.47)。しかし市場金利の弾性値は明瞭に低下し (長期弾性値 -0.365 → -0.071)、有意性も落ちた (t値 6.3 → 1.2)。これは $[M_2 + CD]$ の中に含まれている多くの金利が市場金利を反映して動き、あるいはそれと格差を保ちつつも、頻繁に改訂されるようになって来たためであろう。なお、定期預金金利それ自体は、multi-collinearityのためかいずれの時期も有意ではない。

以上のように日本の通貨需要関数も、 M_1 は所得弾性値が低下してmissing moneyが発生し、 $[M_2 + CD]$ は金利に対する感応度が落ちるという構造変化が金融革新の結果生じている。第4図と第5図はこれを確認したものである。1973年以前の M_1 需要関数によって1974年以降を外挿

3) 通貨需要関数の安定性に関する実証研究としては、米国においてはGoldfeld (1976)、Heller & Khan (1979) 等が、また日本においてはHamada & Hayashi (1983) 等がある。

4) 説明変数にコイック・ラグ項が含まれているため、ここではダービン・ワトソン比に替わりダービンh統計量により検定。

第7表 通貨需要関数の計測結果

被説明変数	計測期間	説明変数				ρ	R^2	S. E.	ダービンh	$\frac{\beta_1}{1-\alpha}$	$\frac{\beta_2}{1-\alpha}$
		α	β_0	β_1	β_2	β_3					
M_1 $M_2 + CD$	65 / III - 73 / IV	0.8055 (12.70)	-0.1873 (0.827)	0.2418 (3.23)	-0.0826 (3.19)	0.0114 (0.0910)	-	0.0177	1.267	1.243	-0.4247
		0.7851 (19.80)	0.1824 (1.96)	0.2469 (5.41)	-0.0784 (6.25)	0.0265 (0.446)	-	0.0090	0.6504	1.149	-0.3648
M_1 $M_2 + CD^*$	74 / I - 83 / I	0.7051 (7.25)	1.6484 (3.11)	0.1926 (2.64)	-0.0176 (0.879)	-0.0310 (0.747)	-	0.0149	0.7484	0.653	-0.0597
		0.7474 (9.64)	-0.9561 (3.40)	0.3760 (3.41)	-0.0296 (2.30)	0.0382 (1.50)	-	0.0095	2.726**	1.489	-0.1172
M_1 $M_2 + CD$	74 / I - 80 / I	0.6129 (4.13)	0.4375 (0.622)	0.3870 (2.49)	-0.0118 (0.581)	0.0113 (0.258)	-	0.0143	1.134	1.000	-0.0305
		0.6338 (6.17)	-1.9982 (3.98)	0.5833 (4.11)	-0.0261 (2.01)	0.0639 (2.28)	-	0.0091	2.285**	1.251	-0.0713
M_1 $M_2 + CD$	80 / II - 83 / I	0.4944 (2.29)	8.5370 (1.69)	0.1154 (0.284)	0.0339 (0.435)	-0.2764 (1.55)	-	0.0130	-1.099	0.228	0.0670
		0.7227 (4.55)	1.4024 (0.488)	0.2266 (0.687)	-0.0194 (0.536)	-0.0713 (0.747)	-	0.0075	-1.601	0.817	-0.0700
* 1次の系列相関を除いた推計式 $M_2 + CD$	74 / I - 83 / I	0.7251 (8.36)	-0.9501 (2.68)	0.4038 (3.28)	-0.0196 (1.15)	0.0138 (0.411)	0.440	0.0086	0.3762	1.469	-0.0713

** 有意水準1%で系列相関が存在

第8表 通貨需要関数の構造変化 (Chowテスト)

テスト実施期間	自 由 度	F 値	
		M ₁	M ₂ + C D
65/Ⅲ-73/Ⅳと74/Ⅰ-83/Ⅰとの間の構造変化	F (5,61)	3.464 *	5.818 **
	有意水準	0.805 %	0.019 %
74/Ⅰ-80/Ⅰと80/Ⅱ-83/Ⅰとの間の構造変化	F (5,27)	1.158	1.868
	有意水準	35.5 %	13.3 %

* 1%水準で有意。

** 0.1%水準で有意。

テストすると、推計値は過大となりmissing moneyが発生している。一方1973年以前の〔M₂+CD〕需要関数によって1974年以降を外挿テストすると、推計値は実績値の周囲を循環的に振れ、所得弾性値に変化はないものの金利に対する弾性値に構造的変化が起こったことを示している。

最後にマネーサプライの供給について述べるならば、日本銀行は操作変数としてベース・マネー、あるいは準備指標を用いず、インターバンク市場金利を用いているので、通貨需要関数の構造的シフトに伴う貨幣乗数の変化はマネーの供給をコントロールする上で格別問題をひき起していない（詳しくは本章の(3)で述べる）。

2) 諸金利の動向

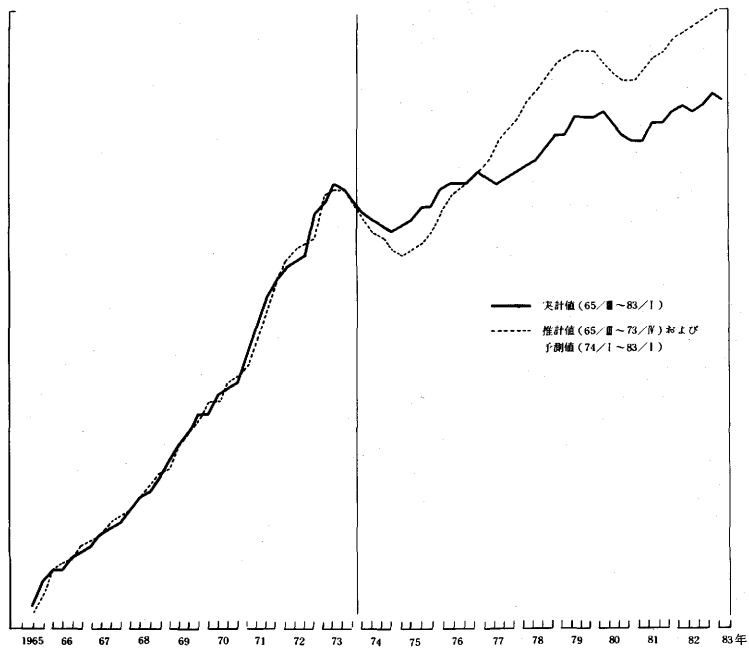
過去24年間の主要金利の推移を月次ベースで描くと第6図の通りである。一見して極めて明瞭なことは、高度成長期の1973年以前とそれ以後との相違である。コール・レートを除くと、どの種類の金利についても、1973年以前は変動幅が小さいのに対し、1973年以後は大幅に変動している。

高度成長期の変動が小幅であったのは、主として次の三つの理由による。第一に、公定歩合の水準が低く、その変動幅が小さいことから分かるよ

うに、政策的に金利を低水準に安定させようという意図があった。これは投資と輸出のコストを下げ、高度成長を実現することに狙いがあった。このため預金金利を始めとする各種の規制金利も、低水準で硬直的であった。第二に、このような人為的低金利政策が可能であった経済的背景として、インフレ率が低かったことが指摘できる。1960～72年の平均インフレ率はCPIで5.7%、WPIで1.1%である。CPIとWPIのインフレ率の乖離は高度成長に伴う価格体系の急激な変化を映じたもので、一般物価のインフレ率はこの中間であったと考えられる。第三に制度的背景としては、間接金融優位の金融システムと為替管理による国際資金移動の制約から金融市場間にセグメンテーションが存在し、各種金利の硬直性が維持されたことである。間接金融優位の下では、インターバンク市場が発達し、そこにおけるコール・レートは比較的伸縮的に変動していたが、公開のマネー・マーケットや債券市場はあまり発達せず、コール・レートとこれ等の市場金利との裁定は不十分であった。また公開市場がこのような状態にあったため、金融仲介機関による貸出の金利も公開市場金利との裁定が不十分で、硬直的であり、信用割当が支配的であった。こうした各種市場のセグメンテーションとそれに基づく金利の低水準硬直化や信用割当が国際的な金融取引によって崩

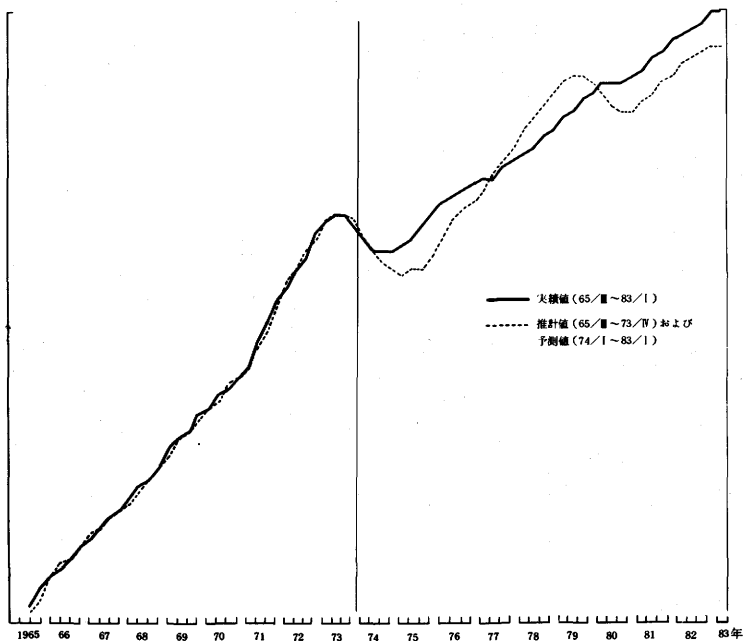
第4図 M_1 需要関数^{*}の外挿テスト^{**}

(^{*} 自己回帰型 ^{**} 外挿期間 74/I ~ 83/I)

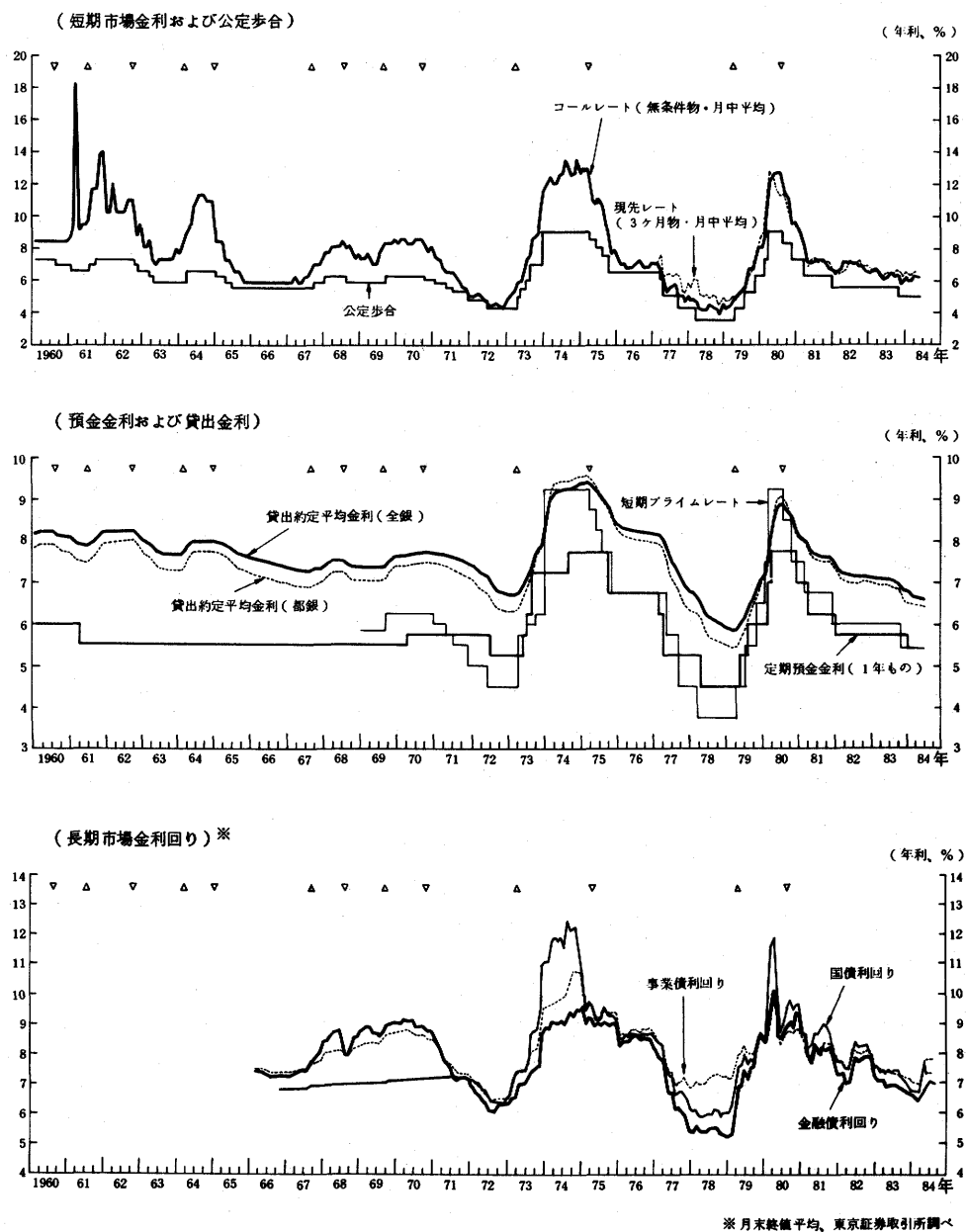


第5図 $[M_2 + CD]$ 需要関数^{*}の外挿テスト結果^{**}

(^{*} 自己回帰型 ^{**} 外挿期間 74/I ~ 83/I)



第6図 主要金利の推移



されることも為替管理によって防がれていた。

次に、1973年以降各種金利の変動が大幅になり、平均的な水準が高まったことについては、その原因を二つの時期に分けて考えるのが適切であろう。第一の時期は1973～78年である。この時期は1971年末の円切上げ後におけるマネーサプライの過剰供給と超積極財政政策、および第一次石油ショックによって大インフレーションが発生し、前年比インフレ率のピークはCPIで26.2%（1974年10月）、WPIで33.8%（1974年2月）にも達したため、公定歩合と各種規制金利は大幅に引上げられ、インターバンク市場金利も高水準に誘導された。その結果、比較的スティッキーであった公開市場の金利と貸出金利も大きく変動したのである。このインフレーションが収束するまでは長時間を要し、金利が元の低水準に戻ったのは1976～77年である。

これに対し1979年以降の金利変動は、どちらかといえば1972年以前の高度成長期の諸事情が反転したことによる面が大きい。第一は人為的な低金利政策が放棄され、適正なマネーサプライ増加率と整合的な水準に金利を伸縮的に動かす政策が採られたことである。このことは第二次石油ショック後のピーク・インフレ率が、CPIで9.0%（1980年9月）、WPIで18.4%（1980年5月）と前回インフレ期に比し極めて低かったにも拘らず、第6図に明らかなように、公定歩合、各種市場金利、および預金金利を含む各種規制金利の水準は前回ピーク並みに遅滞なく引上げられ、インフレ収束後は速やかに引下げられたことによっても分かるだろう。第二は、金融システムにおける民間間接金融のシェア低下と公開市場の発達、金融革新の進展、および金融国際化によって、金融システム内部の競争が促進され、市場のセグメンテーションが薄れたことにより、各種金利、特

に長期金利の伸縮性が高まったことである（短期金利は1973年以前も1974年以後も、常に金融政策を反映して動いており、その伸縮性の相違は主として政策の相違を反映している）。第6図をみると1979年以降債券流通市場の利回りが月次でやや小刻みに動いていることが看取できる。これを映じ、シ団引受の国債発行金利を始め、広い意味の規制金利である各種債券発行金利、金銭貸付信託金利の変更頻度も以前に比して高まっている。また長期貸出については、既に3.(2)で述べたように、変動金利の比重が高まっている。

市場金利の利回り曲線は2.の第2図に示したが、この期間構造は日本の場合も期待理論により説明出来ることが実証されている⁵⁾。したがって、1979年以降の長期市場金利の小刻みの変動は、期待理論と整合的な次の四つの理由によるところが大きい。第一は米国金利のボラタイルな変動に伴い、日本の予想短期金利もボラタイルに変動していることである。これは米国金利の上昇は円安要因となるため、日本銀行は金利引下げの政策を採らないという予想が市場を支配して予想短期金利が上昇し、逆は逆となるためである。第二は、1982年5月に日本の財政赤字が予想外に大きいと判明した際、長期金利が反発した。これは将来のクラウディング・アウト発生の期待が強まり、予想短期金利が上昇したためである。第三に1982年4月から10月頃まで、日本銀行は円安を阻止するためインターバンク市場金利を高目に誘導したが、これが金利裁定を通じて現先、CDなど公開短期市場の金利を上げ、こうした現在の短期金利の上昇が割引きされた強さで現在の長期金利にも響いた。第四に、さまざまな理由から為替相場がボラタイルに変動しているため、国際的な資本の流出入が活発で、これが資金需給を通じ現在の長・短金利水準一般を小刻みに動かしている。

5) 日本の市場金利の期間構造については黒田・大久保(1981)、(1982)、黒田(1982)を参照。

(3) 政策効果の波及メカニズム

1973年以前の間接金融優位の金融システムにおいては、民間金融仲介機関、とくに銀行の民間部門に対する信用割当をコントロールすることによって金融政策の効果が波及していたが、1974年以降の金融システムの構造変化によって公開市場が発達し、そこにおける伸縮的な金利変動によって新たに二つの効果波及経路が加わった。

まず1973年以前をみよう。当時は、日本銀行の政策手段、特に貸出窓口における中央銀行信用の割当によってインターバンク市場の金利が公定歩合を上回って大幅に上昇すると（第6図のコール・レート参照）、銀行や他の民間金融仲介機関は、貸出金利や社債発行金利が硬直的なため、貸出や社債消化を抑制してインターバンク市場でのローン放出、マネー返済に走った。その結果民間部門への信用供与が抑制されて信用のアベイラビリティが低下し、その支出活動が抑えられた。この過程は、銀行の対民間貸出増加額に対する窓口指導によって補完され、銀行の資産調整速度が早まった⁶⁾。

しかし1974年以降、公開市場である現先市場と国債流通市場が発達し、その金利が金融政策の影響を受けるインターバンク市場金利との裁定関係から伸縮的に変動するようになった。その結果、1979～80年の金融引締めの際には、現先市場の金利は第6図に示したように12～13%に上昇したが、そこから次の二つの効果波及経路が開けた。第一は、フィナンシャル・ディスタントミディエーションの発生である。前掲第2図に示したように、市場金利の利回り曲線は、金利の期間構造に関する期待理論が教えるように、金融逼迫期には右下がりとなるが、他方規制金利の利回り曲線は既に述べたように常に右

上がりである。このため第2図に明らかなように5年以下の期間では公開市場の自由金利と銀行などの提供する資産の規制金利との格差が著しく拡大し、資金は民間金融仲介機関から公開市場に流出し、民間金融仲介機関の信用供与が抑えられる。この場合、民間金融仲介機関の信用を得られなくなった顧客が公開市場で資金調達をすることが出来るならば、マクロ的な引締め効果は挙らないが、実際にはそれ等の顧客の多くは起債の出来ない中小企業であったり、十分な公開市場資産を保有せぬ企業であるため、マクロ的な引締め効果が挙げた。第二は、公開市場の大幅な金利変動が直接民間支出を抑える効果である。すでに2.で述べたように、1974年以降民間非金融部門の金融資産の蓄積は加速し、そのかなりの部分は現先市場、CD市場、中期国債発行市場、長期国債流通市場など金利規制のない公開市場に運用されているので、それ等の市場金利の大幅上昇は投資や消費の機会費用の上昇を意味する。金融引締めの最終局面である1980年の第2、第3四半期には、このような金利上昇に伴う民間支出活動の自主的抑制などから資金需要が落ち、いくつかの銀行では窓口指導の枠を余した。つまり、支出の金利弾力性に基づくこの効果波及経路の方が、高度成長期以来の信用割当に基づく効果波及経路よりも強まったのである。

金融革新と金利規制の撤廃が進むにつれ、古くからの波及メカニズムとこの新しい二つの波及メカニズムは次のように変わるだろう⁷⁾。まず、古くからのメカニズムは、貸出金利と債券発行金利の硬直性という条件に依存している。今後金利自由化の推進によりこれ等の金利が市場金利と同じように伸縮的に変動するようになれば、金融政策によってインターバンク市場の金利を変動させても、

6) この時代の金融政策手段とその効果波及経路については、鈴木(1974)第Ⅱ、Ⅲ、Ⅳ部を参照。

7) 金融革新と transmission mechanism の関係についてのより詳細な議論については、Suzuki (1983a) を参照。

民間金融仲介機関の貸出と新発債消化の態度に影響を及ぼすことは出来なくなり、この波及メカニズムは消えるだろう。

同様に、新しい波及メカニズムのうちディスインターミディエーションは、預金金利など民間金融仲介機関の提供する資産の金利の硬直性に依存している。したがって、これ等の規制金利が市場金利に対応してより頻繁に変更されるようになり、あるいは最終的に自由化されれば、この波及メカニズムも消えるだろう。

したがって金融革新と金利規制の撤廃が互いに因となり果となって進むにつれ、三つの波及メカニズムのうち二つは消え、残るのは民間支出活動に対する金利の影響だけになるだろう。しかし、この事は金融政策の有効性低下を意味しないであろう。何故なら、この時点では、TB市場の誕生を含め、一層広範に発達した公開市場の金利がより伸縮的に変動するのみならず、民間金融仲介機関の提供する金融資産、とくに預金の金利と信用の金利がいずれも一層伸縮的に変動するのであるから、資金不足の経済主体の支出活動のコスト（支払金利）も資金余剰の経済主体の支出活動のコスト（機会費用としての受取金利）も、以前より大きく動くからである。日本銀行は、金融政策の有効性を確保するためにも、こうした金利自由化を進める方針である。勿論この場合も、支出の金利弾力性についてペシミズムを抱く人にとっては、なお疑問が残るかも知れない。しかし日本の場合、さまざまな統計的検証により、実質金利の実質総支出に対する効果が確認されている。最新の研究としては、多変量時系列モデルを応用したパワー寄与率の手法を用い、実質総支出に対する実質金利、名目金利、およびマネーサプライ($M_2 + CD$)のそれぞれの因果関係をテストした結果がある⁸⁾。この結果によると、実質総支出に対しては実

質金利が最も強い影響を及ぼしている。もっとも実質総支出から実質金利へのフィードバックも若干あり、完全に一方方向の因果関係ではない。なおマネーサプライの実質総支出に対する影響は小さく、名目金利は全くない。マネーサプライの場合はリアルな変数ではなく、名目総支出や物価などノミナルな変数への影響が大きい。

以上のような国内経済に対する直接的な波及メカニズムのほか、内外金融市場の一体化が進むにつれ、金利が為替相場を通じて支出活動に影響を及ぼすという間接的な波及経路が出てきた。この場合、実質金利の低下は購買力平価から離れた円安、すなわち実質為替相場下落（同じことであるが交易条件の悪化）をもたらす。これは国内経済に物価上昇と実質所得の減少というリアル・ショックを与え、スタグフレーションの要因となる。したがって他方で実質為替相場下落が輸出数量を増やし、リアル・ショックによる実質所得の減少を相殺しない場合には、この波及メカニズムにおいて金利低下が実体経済活動を抑えることになる。これは金利低下の国内経済活動に対する通常の直接的な効果とは逆の方向であり、互いに相殺合って景気に対する効果は不確かなものになる。確かなのは為替相場下落と物価上昇という望ましくない効果のみである。

日本の現状はまさにこのケースに近い。何故なら貿易摩擦に対する配慮から、円安が輸出数量の大幅増加をもたらさないように自主規制をしているからである。これはいわば内外ジレンマ・ケースである。

最後に実質総支出の金利弾力性が前述のように高く、反面本章の(1)で述べたように通貨需要関数の金利弾力性が低くなると、財政赤字の拡大を伴う拡張的財政政策は従来に比しより大きなクラウディング・アウト効果を持つことになる。逆に

8) パワー寄与率についての説明、および実証研究の詳細については Okubo (1983) を参照。

いえば、財政赤字の縮小努力は従来よりも金利低下の効果が大きく、長期的に民間投資活動を刺激して経済のサプライ・サイドを改善する反面、短期的には景気抑制の効果が大きくなる。これは現在最も望ましい政策選択の一つといえる。日本で財政赤字縮小方針を最優先させている理由もここにある。

(4) 通貨のコントロールと政策選択

金融システムの構造変化と金融革新の進展は、現在までのところ、日本の適正通貨量の判定を困難に陥れたことはない。まず第一に、本章の(1)で述べたように、マネーの定義上の困難に直面したことはない。第二に、同じ場所で述べたように、通貨需要関数は構造的シフトを起こしているが、それは適正通貨量の判定が困難になるほど大幅、かつ急激なものではない。日本銀行は、物価など最終目標との因果関係、およびコントローラビリティの観点から、マネタリー・アグリゲートのうちの $[M_2+CD]$ に最も注目しているが、1973年第4四半期以前の $[M_2+CD]$ 需要関数によって1974年第1四半期以降を外挿テストしてみると、既に第5図に示したように、推計値は実績の周囲を循環変動しており、第4図に示した M_1 の場合のようにmissing moneyが発生しているわけではない。したがってわれわれは、適正な $[M_2+CD]$ を判定する際、金利弾力性の低下にさえ注意すればよいことになる。これについては第7表に示したように、1974年第1四半期以降の新しい金利弾力性を含む新通貨需要関数を参考にすることが出来る。

次に $[M_2+CD]$ のコントローラビリティに関しては、既に述べたように、われわれの操作変数

はベース・マネー、準備指標などの量的金融指標ではなく、インターバンク市場の金利である。この金利変動は、既に本章の(3)で述べたように、三つの波及メカニズムで物価などの最終的政策目標に響くが、そのうち1973年以前から存在する古い経路と、ディスインターミディエーションの経路は $[M_2+CD]$ を政策目標に対し先行的に変動させる要因であり、支出の金利弾力性に依存する経路は同時的に変動させる要因である。したがって金利自由化と金融革新が行き着く先の遠い将来には、既に述べたように始めの二つの波及メカニズムが消え、 $[M_2+CD]$ の政策目標に対する先行性は消えるかも知れない。しかしこれについては、事前的な通貨の需要と供給の不均衡を反映した通貨のバッファー・ストック（意図せざる在庫変動）の存在を指摘し、通貨変動の先行性は消えないという意見もある⁹⁾。いずれにせよ、将来のことについては未だ確定的なことは言えない。取敢えず日本の現状においては、1974年第1四半期以降のサンプルを用い、銀行間市場の金利変動と $[M_2+CD]$ の因果関係を検証すると、前者から後者に対して強い影響が及んでいることが、パワー寄与率の手法によっても統計的に検証されている¹⁰⁾。したがって、当分の間、われわれは $[M_2+CD]$ のコントローラビリティに不安を感じないであろう。

$[M_2+CD]$ と最終的政策目標の因果関係についても、シムズ・テスト、パワー寄与率のテスト、名目総支出関数の計測、多変量時系列モデルによる計測など様々の手法で統計的検証が続けているが、いずれの場合も $[M_2+CD]$ から物価と名目総支出に向かう因果関係が確認されている¹¹⁾。また $[M_2+CD]$ は、物価と実質GNPからのフィ

9) Judd & Scadding (1981) を参照。

10) Okubo (1983) を参照。

11) Kuroda, Namba, & Oritani (1980)、折谷(1981)、Okubo (1983) を参照。

ードバックが少ないという意味で、名目金利や実質金利よりも外生性が高く、その意味で中間目標に最も適した指標であることも確認されている。¹²⁾

以上のように、適正量判定の難易、コントロールビリティ、および因果関係から判断して、われわれは「 M_2+CD 」を中間目標として最も重視する1970年代後半以来の政策運営を変更する必要を感じていない。しかしこのことは、われわれが銀行信用、金利、為替相場など他の中間的な金融変数に無関心であることを意味しない。われわれはこれ等のマネーサプライ以外の中間的な金融変数にも十分な注意を払っているし、物価や名目総支出など最終的政策目標の動きをも勘案するという複眼的な態度で政策を運営している。これは政策効果の波及経路には多くの条件が介在し、その中には予測不能な人々の期待も含まれているため、波及経路の中間にある「 M_2+CD 」と最終的な物価との因果関係は他の金融変数に比して最も確かなものであるとしても、その量的関係にはかなりの振れがあるからである。

またわれわれは、「 M_2+CD 」を短期的にコントロールしようとは思っていない。「 M_2+CD 」と名目総支出や物価との間の因果関係は2年に及ぶ長いラグを伴っている。したがって現在の名目総支出や物価を安定させるためには、過去2年間の加重平均的な「 M_2+CD 」増加率を安定させれば十分である。短期的なマネタリー・グロースの安定に努めることは、政策目標の達成にとって無意味であるばかりではなく、攪乱的な金利や為替相場の乱高下を招くという意味で有害でさえある。

(5) より広い問題：金融の安定と規制の在り方

既に3.の(2)と4.の(2)で述べたように、日本国内の金融システムでは、予見不能な金利の乱高下に

よって銀行経営が危険にさらされ、それが金融システムの安定性を脅かすという問題は存在しない。インフレの鎮静、良好なマクロ経済パフォーマンス、規制の残存などにより、国内金利はユーロ市場や米国市場の金利のように乱高下はしない。

国内金融システムの安定性という観点から将来問題になると思われることは、金利自由化と金融革新が相互に因となり果となって進むにつれ、これまで預金金利の規制を前提に経営を続けてきた金融機関が激しい金利競争にさらされ、利鞘の縮小から経営困難に陥らないか、という問題である。これは広範に存在する相互銀行(69行)、信用金庫(456庫)、信用組合(468組合)など中小の預金銀行について懸念される。日本銀行は、金融機関を2～3年に1回の頻度で考査し、経営の健全性と安定性の実情を把握し、一行の経営行詰りがシステム全体の動揺に繋がらないよう十分な注意を払っている。同時に規制撤廃も、出来る限り漸進的に進め、経営が適応するのに十分な時間を与えたいと考えている。

金融システム全体の安全性に関する今一つの問題は、マイクロ・エレクトロニクスと情報通信の技術進歩に伴うシステム・リスクの問題であろう。今後、インターバンク取引のEFT(Electronic Fund Transfer)化によって決済機能の広範化、迅速化がすすむにつれ、コンピューターシステムの事故や犯罪に伴うシステム・リスクも増大する。そして一旦事故が発生すると、信用秩序に及ぼす影響はこれまでに比べ大きなものとなる可能性が強い。これを防止するためには、決済機構自体のセキュリティシステムが何より大切であり、日本銀行もこの問題を研究している。しかし同時に決済機構に加盟する個々の金融機関のセキュリティ対策が十分かどうか重要である。これをチェックすることが考査に当り要請されてこ

12) Okubo (1983) を参照。

よう。

次に金融政策の有効性を確保する観点から、金融システム内部の全ての資金調達手段に所要準備を課したり、あるいは銀行システムのすべての資産構成に対して適正比率を強制することについては、いろいろ問題もあろう。この種の一律の規制があれば、それを回避するための新機軸が工夫され、かえって金融システムの効率と公正が阻害されよう。金融システムの安定性や金融政策の有効性にとって危険な時期は、規制撤廃の途上にある過渡期である。この時期は、時代遅れとなった規制がなお残る反面、規制回避の新機軸の自由度が広がってくるため、当局にとって何が起こるか予見することが難しい。しかし規制撤廃が現状で最も適当と思われる段階に到達し、残存規制が新しい枠組みを構成するようになれば、ある種の新しい安定が金融システムに戻るのではないだろうか。

しかしいずれにせよ、将来のことを断定的に判断することは出来ない。いえることは、経済的諸条件の変化に伴って時代遅れとなり、システムの効率と公正を阻害している規制を撤廃して行くことが望ましいということである。その規制撤廃を漸進的に進める過程で、システムの効率と公正の変化に注意を払い、新しい経済諸条件にもっともふさわしい水準の残存規制、システムの枠組みを探る以外に方法はあるまい。

5. 各国比較と日本の特徴 — むすびにかえて

(1) 金融革新のメカニズム

いかなる時代、いかなる国においても、一般に金融革新は、過去において重要であったものの、時代遅れとなってしまった旧来の金融の制度的枠組みや諸規制と、新しい経済的諸条件との矛盾を解決したり、回避するための民間金融部門の創意工夫として発生する。そして金融当局が、既存

の制度的枠組みや規制の陳腐化に気付き、これを撤廃することにより金融革新はさらに発展する。

1970年代以降、全ての先進諸国において大なり小なり金融革新が進んできた共通の背景には、各国において、この10年間に共通の新しい経済的諸条件が同時に出現し、これらに旧来の金融の枠組みが対応出来なかったという事情がある。

また、金融革新のスピードと広がり、そしてそれが通貨流通速度と金融政策の中間目標に与えるインパクトが、国毎に異なるのは、新しく進展した経済的諸条件の程度と、古い制度や規制の類型、そしてこれら相互間の矛盾の程度が各国によって異なっているからである。

最近10年間に新たに進展した諸条件としては、以下の四つを挙げることが出来る。第一に、1973年の第一次石油危機以来全世界に広がったインフレーションに伴うボラタイルかつ高水準の金利、第二に、コンピューターや情報通信技術における技術革新の金融取引への応用、第三に、1973年の変動相場制移行後先進諸国間で活発化した国際的資金移動、そして第四に、金融システム内部におけるオープン・マーケットの発展を刺激した国債の大量発行（公共部門の赤字拡大）である。

これらの四つの新しく生まれた経済的諸条件に対して対応出来なかったいくつかの金融の制度的枠組みあるいは規制が存在していた。まず第一に、金融仲介機関の金融商品に対する金利規制、第二に、銀行業と証券業を厳密に分ける業務分野規制、あるいは金融業務を区分してきた民間カルテルの存在、第三に、金融機関の負債の一部に対する無利息または低利の支払準備制度、第四に、内外金融市場を分断してきた為替管理等の規制である。

四つの新たに進展しつつある諸条件と、四つの旧来の枠組みおよび規制との間で最近10年間に生じた数々の矛盾や、その結果としての金融革新について、改めて詳述する必要はあるまい。ここでは念のために、若干の例を挙げておこう。ボラタ

イルかつ高水準の金利と、規制金利や支払準備制度との間の矛盾は、市場連動型の金利を付された多くの革新的金融商品が出現する背景となった。またコンピューターや情報通信技術の発達に伴い、銀行業と証券業との間の厳密な垣根を回避するような各種のキャッシュ・マネジメント・サービスやリテール・バンキング・サービスが発展していった。更に活発な国際間の資金移動と内外市場を分離する規制との間の矛盾を解決するために、ユーロ市場やオフショア・マーケットが重要な役割を担うようになった。

(2) 金融革新の各国別諸類型

以上のようなアプローチを念頭に置くならば、金融革新とその通貨流通速度の安定性および金融政策の中間目標に対するインプリケーションという観点から、先進諸国を以下の三つのグループに分類することが可能であろう。もちろん、同一グループにおいても国によって若干の相違があるのはいうまでもない。¹²⁾

第一グループは、米国、カナダ、英国から成る。これら三か国は、最近10年間で新たに進展した諸条件の全てを備えると同時に、四つの制度的枠組みや諸規制の殆どをも兼ね備えていた。例えば、米国の場合、ボラタイルかつ高水準のインフレ率、金融取引に利用されるコンピューターや情報通信技術の急速な発達、金融市場に大量の国債をもたらした公共部門の大幅赤字、活発な国際間の資金流入の全てが存在していた。その一方で米国は Regulation Q（現在廃止）、銀行業と証券業を分離する Glass-Steagall 法、無利息かつ高水

準の支払準備制度をも持ちあわせていた。

新たに進展しつつある諸条件全てと、陳腐化した制度的枠組みの殆ど全てを兼ね備えているために、それらの間の矛盾は三か国において非常に深刻であり、時代遅れとなった規制を回避するための金融革新は急速に進んだ。こうした金融革新は、当局の規制緩和措置によって追認されることによりさらに進展し、殆どコントロール不可能な状態となった時期がある。このような状況では、従来の定義に基く通貨量の moneyness の急激な変化と、通貨需要関数と通貨流通速度のシフトが予期せぬ形で起こり、その結果中央銀行が通貨の最適量を見失うに至ったのは当然かも知れない。その結果米国連邦準備制度は M_1 重視の姿勢を和らげたほか、カナダ銀行は通貨量の目標値設定を止め、英欄銀行は M_0 のようなスターリング M_3 以外の目標値を模索しているが未だ成功していない。

しかし、これら三か国の経験を一般的な傾向とみなすべきではない。他にも異なる経験をもつ多くの国々が存在する。

すなわち正反対の柱として第二グループが挙げられよう。これは西ドイツ、スイス、オランダ、オーストリアから成る。これらの諸国では、預金金利は 1960 年代の後半に自由化された。また、これらの諸国では、ユニバーサル・バンキング・システムが採られており、銀行は証券業務を許されている。このように、第二グループの国々は金融革新を引き起こした四つの規制のうち二つを持っていなかったのである。

さらに、新たに進展しつつある諸条件についても、それら諸国の金利は、インフレ率が相対的に

12) 例えばカナダは、金利規制がないが、他の規制、経済状況、そしてその結果としての通貨流通速度の変化といった点で米国や英国に似ているので、第一グループとした。また日本は第三グループの中でインフレ率の低い唯一の国である。しかし、日本は、金融制度や規制とその金融革新との関係に関する限り、第三グループの他の国々と共通の背景を持っている。要するにグループの数を多くしても、必ずしも国際比較分析の結果は改善されないし、かえって分かりにくくすることさえある。

低く安定していたので、第一グループほど高くなくまた激しく変動してもいない。さらに、コンピューターと情報通信技術の進歩およびその金融取引への応用は、第一グループほど進んでいない。つまり、第二グループは、第一グループの持つ四つの新たに進展しつつある条件のうち、二つしか持っていない。

その結果、新たな経済的諸条件と旧来の金融の制度的枠組みとの間の矛盾は深刻ではなく、第二グループの国々の金融革新は極めて限定され、通貨需要関数と通貨流通速度も安定している。これら四か国の中央銀行は今までのところ、通貨量の目標値設定にさほどの困難を経験していない。

第一グループと第二グループの間には、第三グループが存在する。ここに属するのは日本、フランス、イタリア、ベルギー、スウェーデンである。これらの諸国に共通な背景は、公共部門の赤字増加による国債の大量発行が自由に金利の決まるオープン・マーケットの発達を促したことである。これらの国々では市場で決定される金利が金融仲介機関の規制金利よりも高いため、金融革新はこの金利格差を利用することから始まり、狭義通貨の流通速度や通貨需要関数はシフトしている。

しかしながら、これらの国々の中央銀行は金融政策実施にあたっては、様々な理由からこれらの金融制度の変化による悪影響を受けていない。

ベルギーの場合、その中間目標は通貨量ではなく、為替レート、それも対ドイツマルクレートである。フランス、イタリア、スウェーデンの場合は通貨の増加より国内信用の増加に注意を払っている。

(3) 日本の経験からの金融政策上の含意

日本の場合はやや複雑である。日本は、米国との間に多くの共通した制度や経済的諸条件を持っている。例えば日本には Regulation Q のよう

な金利に対する規制があり、銀行と証券会社の厳密な業務の区別が存在し、マイクロ・エレクトロニクスと情報通信技術の急激な進歩があり、しかもこれらは金融業務に活発に利用されつつある。

しかし、日本の金融革新のペースは米国ほどには速くない。これは自由化が徐々にしか進んでいないからである。こうした漸進的自由化は、物価安定を背景にして初めて可能である。物価やその他のマクロ経済動向は 1977 年以来安定しているので、金利の不安定な変動は稀であり、急激な自由化を余儀なくされることはないのである。

しかしながら前掲第 8 表の Chow テストの結果をみると、日本でも金融革新が 1974 年頃から進んだために、 M_1 と $[M_2 + CD]$ の需要関数が 1973 年以前と 1974 年以降では、構造的に変化していることが分かる。日本の場合、決済勘定の金利はまだ自由化されていないが、投資勘定の金利はより市場連動型になってきており、また、 M_1 に対する需要の価格弾力性と $[M_2 + CD]$ に対する需要の利子弾力性は非常に低下してきている。その結果、 M_1 の流通速度の低下傾向は 1974 年を境としてキンクし、それからは上昇傾向に転じている。 $[M_2 + CD]$ の流通速度の低下傾向については変化がなかったが、Divisia $[M_2 + CD]$ を計算すると、この流通速度の低下傾向もまた 1974 年周辺でキンクしており、それからは比較的安定している。

しかし、日本においては M_1 と $[M_2 + CD]$ に対するこうした需要の構造変化は、適正通貨量を見失うほど急激ではなく、年毎の通貨量の成長のコントロールビリティを脅かしてもいない。なぜなら構造変化が起こるのに 10 年かかったからである。パワー寄与率による分析結果から判断すると通貨量と物価の因果関係については、定量的関係は徐々に変化しているものの期間中は継続している。¹³⁾

13) Okubo (1983) を参照。

金融革新のプロセスが完了した世界における金融政策の有効性、中間目標としてのマネーストックの適否、および金融システムの安定性、についてはまだよく分からないところがある。しかしながら物価やその他のマクロ経済のパフォーマンスがより安定していれば、そうでない場合に比して金融政策はより有効であり、適正通貨量はより容易に決定出来、金融制度はより安定的であることは

確かである。日本の経験に関する限り、これまでのところ、金融革新が経済を不安定にさせるという証拠を見出すことは出来ない。従って、金融政策及び金融システムに対する金融革新の効果を評価するとき、それらが金融革新そのものの結果であるのか、それとも経済不安定化の結果であるのかを十分見極めることが大切である。後者の攪乱的影響を金融革新のそれと誤認してはならない。

【参考文献】

- [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、1984年4月
- [2] 黒 田 晃 生、大久保 隆 「わが国における国債流通市場の利回り決定メカニズムについて：期待理論によるアプローチ」『金融研究資料』第9号、日本銀行金融研究局、1981年9月
- [3] 黒 田 晃 生、大久保 隆 「債券利回りの期間構造理論に関する実証分析 — 『時系列モデル』による実証 —」『金融研究資料』第11号、日本銀行金融研究局、1982年2月
- [4] 黒 田 晃 生 「期待インフレ率と金利の期間構造 — 理論モデルの提示およびわが国の国債流通利回りを対象とした実証分析 —」『金融研究』第1巻第1号、日本銀行金融研究所、1982年10月
- [5] 折 谷 吉 治 「マネーサプライと物価、実質GNPとの関係 — インフレの成長抑圧効果の検証 —」『金融研究資料』第7号、日本銀行金融研究局、1981年2月
- [6] 鈴 木 淑 夫 『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年 (Suzuki, Y., Money and Banking in Contemporary Japan, Yale University Press, 1980)
- [7] Barnett, W.A., "Economic Monetary Aggregates", Journal of Econometrics 14, 1980.
- [8] ———, "The Optimal Level of Monetary Aggregation", JMCB, Feb. 1983.
- [9] Barnett, W.A. & Spindt, P.A., "Divisia Monetary Aggregates: Compilation, Data and Historical Behavior", F.R.B. Washington D.C., Staff Studies No. 116, May 1982.
- [10] Cockerline, J.P. & Murray, J.D., "A Comparison of Alternative Methods of Monetary Aggregation: Some Preliminary Evidence", Bank of Canada, Technical Report 28, Nov. 1981.
- [11] Goldfeld, S.M., "The Case of the Missing Money", Brookings Papers on Economic Activity No. 3, 1976.
- [12] Hamada, K. & Hayashi, F., "Monetary Policy in the Postwar Japan", Bank of Japan, 1st International Conference Papers (mimeo.), 1983.
- [13] Heller, H.R. & Khan, M.S., "The Demand for Money and the Term Structure of Interest Rates", JPE, Feb. 1979.
- [14] Judd, J.P. & Scadding, J.L., "Liability Management, Bank Loans and Deposit 'Market' Disequilibrium", F.R.B. San Francisco, Economic Review, Summer 1981.
- [15] Kuroda, I., Namba, S. & Oritani, Y., "Money, Income, and government Expenditure: A Test of Monetarist Hypothesis on the Japanese Economy", Bank of Japan, Discussion Paper Series No. 1, April 1980.
- [16] Okubo, T., "Money, Interest, Income, and Prices", Bank of Japan, Monetary and Economic Studies Vol. 1, No. 2, Oct. 1983.

- [17] Suzuki, Y., "Interest Rate Decontrol, Financial Innovation, and the Effectiveness of Monetary Policy", Bank of Japan, Monetary and Economic Studies Vol. 1, No. 1, June 1983 a.
- [18] _____, "Changes in Financial Asset Selection and the Development of Financial Markets in Japan", Bank of Japan, Monetary and Economic Studies Vol. 1, No. 2, Oct. 1983 b.