

金融自由化と家計・企業・銀行行動

菅原 晴之

1. はじめに

本稿は、1980年代後半から最近に至るまでの家計、企業、銀行および家計の金融行動に関する実状とその要因について評価する。さらに、マクロモデルを用いて、金融政策が資産選択やフロー変数にどのような影響を及ぼしたかについて評価したい。

以下の内容は、次の通りである。まず第2節で、日本の金融自由化のプロセスと金融政策の関連について概説する。第3節では、日本の金融機関と海外との資金フローに着目する。第4節では、日本の主要な金融政策手段の1つとして短期金融市場介入政策が実施されるに着目し、当該市場の主要指標であるコール・レートと金融政策の関係について実証分析により、金融政策の妥当性を評価する。¹⁾第5節では、以上の理論仮説と政策波及効果に関する計測結果を明らかにする。

日本の銀行は1980年代後半のバブル期以前において、預金量や貸出量の拡大という量的な競争を演じてきた。結果的には各金融機関の資金量のシェアは概ね変動していないが、各金融機関が従来はそのシェアを低下させないように努力するので、マクロ的には資金量はある程度伸びてきたのである。しかし、1980年代後半になると、日本の企業、特に大企業は国際的信用度が高

まり、同時に欧米で金融の自由化が急速に進んだので、海外における資金調達ルートを拡大することが容易になった。その結果、日本の金融機関の貸出は預金量ほど伸びなくなった結果、金余り現象が生じて金融機関は比較的運用利回りが高かったノンバンクや不動産業への貸出を急激に増やした。また、海外ではこれらの潤沢な資金をユーロ市場で長期および短期の債券、外国株式、外国不動産等に投資した。さらに、日本の金融機関は同市場で借入可能な短期資金の額が急速に拡大したので、この資金を同じユーロ市場で長期債券に運用したのである。²⁾

その後、1990年代には国内の地価や株価が大幅かつ長期間にわたって下落した。海外ではブラジル通貨危機、ロシア通貨危機、アジア通貨危機などのショックが続くなど、国内金融市場も少なからぬ影響を受けた。

資産価格や貨幣量が不良債権に影響を与え、不良債権が資金の需要サイドと供給サイドに影響を与えることを考慮して、フロー経済がどのような影響³⁾を受けるか、このような経済に金融政策が適切に実施されたかを評価したい。

2. 金融自由化と金融政策

戦後日本の資金供給の特色として、民間金融機関（銀行、信託銀行、保険会社）が供給する資金フローが日本経済全体の70%に達し、特に市中銀行の資金フローは40-60%に及んだ。高度成長期には、民間金融機関が集める資金は経済の成長とともに増加するが、旺盛な民間設備投資が貸出需要を増加させたので、好景気の時期には金融機関が信用割当を実施したともいわれる。しかし、1970年代後半から民間金融機関の預金等の残高は一定の伸びを示したが、民間企業は設備投資を大幅に抑制したので銀行貸出が伸び悩んだ。一方、政府部門は従来の均衡財政主義から恒常的赤字財政に転じた結果、国債を発行して資金を調達した。このころから国債の発行残高が激増したものの、日本銀行が国債の大量引き受けを拒否したので民間金融機関の資金繰りが困

難になった。すなわち、各金融機関に対するシンジケート団方式では国債の消化が困難になってきた。

そこで、政府は1977年に国債の市中における転売を許可した。これが国債の流通市場の発足である。また、1979年には、銀行の窓口で国債の転売が許可され、証券会社の窓口でも中期国債が販売できるようになった。このように、資金フローの構造が変化した結果、市中銀行経由の運用割合が低下する反面、証券会社、保険会社および財政投融资の資金フローの割合が上昇した。

このように銀行の資金フローが減少したのに対応して、1979年にはCDの発行が認められ、1985年にはMMCと大口定期預金の金利が自由化された。引き続いて、1989年には小口定期預金の金利も自由化され、1993年6月にはすべての定期預金金利が自由化された。さらに、1994年10月には流動性預金の金利も自由化された。ただし、市中銀行の預入額は伸び悩み、郵便貯金が顕著に増加したが、1990年に金利が急激に上昇し、その後1991年には低下したものの、預貯金金利の低下は市場金利の実勢より遅れるため、郵便貯金への資金シフトは1992年まで続いた。その後、資金の預入サイドにおける銀行離れは止まったが、1990年代は銀行の貸出と運用の環境が激変した。

まず第1に、国内の地価と株価が暴落した結果、運用資産が額面割れした上、融資の担保が貸出の評価額を大幅に割り込むなど、銀行の経営基盤が揺らぎ始めた。特に1980年代後半から不動産業への融資や企業の土地・株式購入に対する融資が大幅に増加したため、資産価格の暴落は銀行の資金繰りを左右するようになった。第2に、高度成長時代には輸出主導の大企業に対して、銀行が優先的に資金を割り当てるほど貸出市場では資金の超過需要が恒常化していたが、安定成長の時代になると貸出市場は超過供給が常態化するように転換した。1970年代後半から1980年代前半には、既述のように銀行による国債への運用が増加したものの、1980年代後半には財政再建を進めた結果、民間設備投資が旺盛であったにもかかわらず、民間金融機関の資金フローの超過供給はむしろ拡大した。第3に、1980年代前半ではアメリカをはじめ

めとして世界的に高金利に時代であったため、米国国債への運用によって日本の銀行は相当の収益を確保できたが、1980年代後半には金利が急速に低下したため、銀行は潤沢な資金フローに見合う運用先を見いだす必要があった。日本の金融機関はリスクの大きい分野に資金を運用し始めたものの、1990年代における国内のバブルの崩壊、ブラジル通貨危機、ロシア通貨危機、アジア通貨危機のような内外環境の激変に対応する運用能力もリスク対処法も取得していなかった。

3. 日本の金融機関の国際資金フロー⁴⁾

内外の金融情勢の変化に応じて、戦後政府は外国為替及び外国貿易管理法（現外国為替及び外国貿易法）をたびたび改正した。

1971年のニクソンショック当時は、円高に対応するため資本の自由化、円転換規制・自由円残高規制などの撤廃が実行された。その後、1977年の円高期には為替管理の自由化、海外直接投資の促進のため、外為法の規制を緩和した。一方、投機的資金の流入を防ぐため、非居住者自由円預金に対して準備率を設定するなど規制を強化した。

1987年には円高によるキャピタルロスが懸念され、内外で株式市場が一時的に暴落したので、この年には日本の金融機関による外国証券投資額が減少したものの、1991年まで日本の金融機関は外国証券投資の割合を上昇させ続けた。しかし、1992年には国内資産価格が暴落した結果、金融機関の運用はもとより貸出先の担保の評価割れや不況による貸出先企業の倒産などにより、金融機関の資金繰りが困難になり始めた。その結果、金融機関は外国債券の一部を売却するなど、資金フローの流れが逆転するようになった。しかも、資金フローが逆転した年は急速な円高が生じたので、この方法で資金を調達した金融機関は相当のキャピタルロスが発生したのである。

1979年の外為法改正により、海外資本移動が原則として自由化されたのを

契機に日本の金融機関はユーロ市場における資金運用を急激に増加させた。しかし、1988年に BIS 基準が設定されたので、内外の銀行は量から質の競争に転換し始めた。海外における不動産投資も、1989年をピークとしてその後の金融引き締め政策により、急速に減少した。

4. 日本の金融政策

本節では、日本の金融政策が時代とともにどのように変化し、実体経済にどのように作用してきたかを実証して、金融自由化の背景を論述する。日本の金融政策の操作目標として、ハイパワード・マネーのような量的指標を用いるべきか、各種金利水準を操作すべきかという論争が続いてきた。このテーマについては、岩田 [1993]、翁 [1993] などの議論で知られているが、外挿モデルのテストでは日本銀行はコール・レートが金融政策の操作目標として用いられてきた。

日本の金融政策は、高度成長期において国際収支の天井と実体経済を照らしながら行われてきた。⁶⁾ すなわち、景気後退期には窓口規制をゆるめて民間企業の資金需要にできるだけ応じられるよう、資金供給をゆるめにする。その結果、輸出企業を中心に設備投資が増加し、国内の消費、輸出が増加する結果、景気が回復する。一方、インフレが懸念されるなど景気が過熱するようになると、輸入も相当増加するので経常収支の赤字が拡大し、固定相場制における為替レート水準を維持すべき義務を果たすため、金融引き締め政策を実行する。引き締め政策が実体経済に浸透すれば、輸出の伸びが鈍化するので経常赤字額が縮小する。したがって、金利水準を相対的に上昇させずに引き締め政策を実行するためには窓口規制による量的貸出額を規制することにより、民間設備投資水準を抑制するのである。このような民間設備投資の資金需給がタイトになれば、インターバンク市場もタイトになるのでコール・レートも上昇する。コール・ローンと代替関係にある日銀信用に対する

需要は、割当による量的引き締めまたは公定歩合の上昇により減少することになる。

1971年末より、日本は変動相場制に移行した。同年8月にアメリカが変動相場制への移行が発表されたので、日本の輸出減少が懸念され、また市場金利の上昇から設備投資が減少する可能性もあると考えられたので、日本銀行は金融緩和政策を実行した。ただし、当初は金利の上昇が引き起こす景気の後退が懸念されたが、むしろその後インフレ予想の高まりが最大の関心事となった結果、インフレ抑制を政策目標の重点課題とした。そのため、1973年初から4月にかけて一転して金融引き締め政策に転じた。具体的には、73年1月より預金準備率を引き上げた。引き続いて、4月より日銀貸出の態度をいっそう厳しくして、マネーサプライ増加の抑制を図った。また、73年4月に公定歩合を0.75%引き上げて5%とし、同年12月には9%という記録的な高水準まで次々と引き上げた。

当時は供給サイドの要因によってスタグフレーションが発生していたにもかかわらず、金融政策当局は需要要因による景気後退とインフレを想定して、まず金融緩和政策を実行し、その政策効果の浸透を検証するまもなくインフレ抑制に対処する引き締め政策を実行した。結果的には、インフレに対処すべき引き締め政策を実行するタイミングが遅かったことに加えて、供給サイドの要因である景気後退に需要サイドの景気回復策を講じた処方誤りはインフレを促進する結果となった。

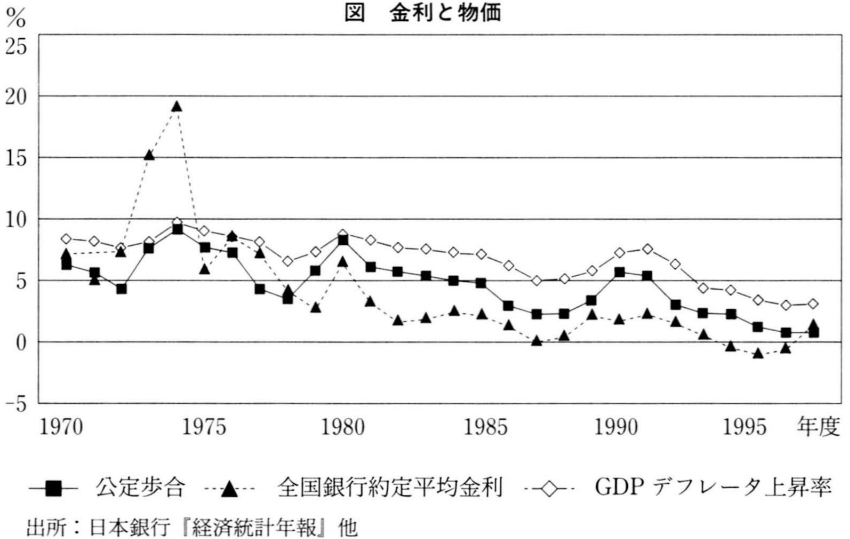
1979-80年に生じた第2次石油危機当時は、日本銀行も早めにインフレの芽を摘むように、弾力的かつ機動的に金融引き締め政策を実行した。また、過去の石油危機の経験を教訓として石油の備蓄計画も実行され、省エネ技術も相当進んだこともあり、石油の輸入量が減少しても一定の経済成長率を実現することが可能になった。そのため、原油価格の急騰に遭遇しても物価上昇や景気の大規模な後退を伴うことなく、政策当局は経済運営を実行することができた。

1980年代前半にアメリカが高金利ドル高政策を続けた結果、アメリカは双子の赤字を抱えたため、マクロ経済のサステナビリティ問題が顕在化した。その後、1985年9月にプラザ合意が実現したのを受けて、主要先進国政策当局は急激な金利の低下とドルの大幅な下落という環境の激変に見舞われた。それまでの高金利ドル高政策を是正した後、適正な為替相場と金利水準に軟着陸するため、1987年にルーブル合意が形成された。同年初頭に西ドイツが超低金利の緩和政策を是正して金利を引き上げたのに続いて、日本も春以降金融政策の方針転換の時期を探っていたが、政治レベルとの合意形成ができないまま10月には日米同時にブラック・マンデーに遭遇した結果、金融政策を転換する機会を逸した。また、当時は財政再建が重要な政策課題であったため、経済成長および経済の安定化目標を達成するための政策手段は、金融政策のみに依存していたことも忘れてはならない。

金融政策の目標としては、物価水準の安定が戦後一貫して重視されてきたと考えられる。また、1980年代から為替レートの安定が政策目標として重視されてきたことも検証すべきであろう。ただし、地価・株価のような資産価格の安定に関しては、1970年代前半における資産インフレの経験があるにもかかわらず、政策当局はその重要性を認識していたとはいえない。すなわち、安定化目標の物価には資産価格が含まれていなかったのである。また政策目標としての物価の安定についても、政策発動のタイミングや他の政策目標との整合性から、十分な成果を得られなかったケースも少なくない。

例えば、1989年5月以降5回にわたって公定歩合が引き上げられた。この引き締め政策は90年8月の引き下げまで続くが、金融政策当局の独立性が確保されていなかった事情もあり、引き締めのタイミングは2年遅れたといえよう。市場金利の代表であるコール・レートが既に88年春から上昇に転じたことから見ても、この引き締め政策が市場を後追いしていることはほぼ自明である。むしろその副作用として顕在化した株価と地価の暴落が、金融システムおよび実体経済に及ぼした影響はきわめて大きい。また90年に実施され

図 金利と物価



た総量規制に至っては、既に株価が暴落した後に実施されており、3年遅れの引き締め政策といえよう。このような政策を実行しても、過剰に資金が集まっている金融機関にとって運用先と運用の技術を高めて収益率を高めるように誘導できない。むしろ政策上の弊害として生じた資産価格の暴落が引き起こしたキャピタルロスの補填に過剰な資金を活用せざるを得ないため、かえって貸し渋りが発生する事態になった。⁷⁾92年当時、大蔵省は既にすべての住専と多くの農協および少なからぬ中小金融機関が事実上破綻していることを把握していた。政策当局の予想に反して資産価格の下落が続いた結果、97-98年に、山一証券、北海道拓殖銀行、2つの長期信用銀行などが相次いで倒産するまで資本注入を実施しなかった。

このような事態に至った理由は次の通りである。第1に、政策当局が資産デフレの見通しを楽観視していたことである。第2に、金融機関の資産状況に関して、国民に十分情報を公開しなかったことである。そのため、政府が経営破綻しそうな金融機関に公的資金を注入しようとしても、その根拠となる法案を通すための理解を国民から得られなかったのである。第3に、大蔵

省は財政赤字を解消するため、可能な限り公的資金に依存せずに金融システム⁸⁾の信用を回復したかったのである。

5. 計測結果

金融政策当局は主要な政策手段として、短期金融市場介入政策を採用している。そこで、金融政策手段が短期金利に反応する変数を選別するため、期間ごとに四半期データに基づく金融政策反応関数を測定した。

(1)——最小二乗法推定—— (1971:2-1979:4)

$$\begin{aligned} \text{INTCR} = & +2.56468 + .005700\text{DOT}(\text{M2CDH}@(-1)) - .008231\text{EXR}(-1) \\ & (4.06) \quad (.17) \quad (-2.46) \\ & +.042045\text{DOT}(\text{PLANDX}(-1)) + .051641\text{DOT}(\text{WPI}(-1)) \\ & (2.00) \quad (2.33) \\ & +.850047\text{INTCR}(-1) \\ & (10.56) \end{aligned}$$

決定係数=0.9623 標準誤差=0.549 ダービン・ワトソン比=2.362

(2)——最小二乗法推定—— (1980:2-1990:4)

$$\begin{aligned} \text{INTCR} = & -.910970 + .128185\text{DOT}(\text{M2CDH}@(-1)) + .011560\text{EXR}(-1) \\ & (-.62) \quad (1.10) \quad (2.96) \\ & +.042798\text{DOT}(\text{PLANDX}(-1)) + .099993\text{DOT}(\text{WPI}(-1)) \\ & (.78) \quad (3.87) \\ & +.522934\text{INTCR}(-1) \\ & (5.23) \end{aligned}$$

決定係数=0.9076 標準誤差=0.631 ダービン・ワトソン比=1.078

(3)——最小二乗法推定—— (1986:1-1990:4)

$$\begin{aligned} \text{INTCR} = & +4.37940 - .262503\text{DOT}(\text{M2CDH}@(-1)) - .015079\text{EXR}(-1) \\ & (2.78) \quad (-2.29) \quad (-1.61) \end{aligned}$$

$$+ .099925\text{DOT}(\text{PLANDX}(-1)) + .046058\text{DOT}(\text{WPI}(-1))$$

(2.02) (1.45)

$$+ .972794\text{INTCR}(-1)$$

(7.87)

決定係数=0.9391 標準誤差=0.369 ダービン・ワトソン比=2.487

(4)——最小二乗法推定—— (1991:1-1999:3)

$$\text{INTCR} = + .519227 - .057877\text{DOT}(\text{M2CDH}@(-1)) + .000793\text{EXR}(-1)$$

(.85) (-.76) (.23)

$$+ .088612\text{DOT}(\text{PLANDX}(-1)) + .001197\text{DOT}(\text{WPI}(-1))$$

(1.59) (.04)

$$+ .822597\text{INTCR}(-1)$$

(11.73)

決定係数=0.9901 標準誤差=0.241 ダービン・ワトソン比=1.048

(5)——最小二乗法推定—— (1991:1-1995:4)

$$\text{INTCR} = -2.51139 + .003064\text{DOT}(\text{M2CDH}@(-1)) + .036664\text{EXR}(-1)$$

(-1.44) (.03) (2.13)

$$+ .133138\text{DOT}(\text{PLANDX}(-1)) - .077523\text{DOT}(\text{WPI}(-1))$$

(1.58) (-.79)

$$+ .501531\text{INTCR}(-1)$$

(2.94)

決定係数=0.9840 標準誤差=0.294 ダービン・ワトソン=1.254

(6)——最小二乗法推定—— (1996:1-1999:3)

$$\text{INTCR} = - .005048 - .009552\text{DOT}(\text{M2CDH}@(-1)) - .001425\text{EXR}(-1)$$

(-.02) (-.29) (-.99)

$$- .040241\text{DOT}(\text{PLANDX}(-1)) + .008491\text{DOT}(\text{WPI}(-1))$$

(-1.49) (.60)

$$+ 1.06808\text{INTCR}(-1)$$

(6.01)

決定係数=0.9396 標準誤差=0.039 ダービン・ワトソン比=1.414

注) INTCR: コール・レート (有担保, 翌日物), M2CDH@: マネーサプライ (平均残高, 季節修正済), EXR: 外国為替相場 (円対ドル相場, 東京, 直物, 中心値), PLANDX: 全国市街地価格指数 (移動平均による四半期加工済みデータ), WPI: 卸売物価指数, DOT: 対前期比増加率

計測結果から判断すれば, 1970年代の政策当局はインフレに関する判断が遅れたものの, 物価や地価の上昇に対応して短期金融市場を引き締めるように誘導している。為替レートの上昇に対応して短期金利が上昇する政策反応も有意性が高い。しかし, 1980年代になると, 卸売物価や為替レートにのみを利かせているものの, 金融政策が地価, 株価, マネーサプライの増加目標を判断基準に依拠する政策は忘れられていたといえよう。1980年代後半には, 資産価格, 一般物価, 為替レートなどの有意性が失われ, マネーサプライとの連動性に因果関係が見られる。しかし, 当時はマネーサプライ管理政策が実行されたのではなく, 低金利政策が資産インフレを引き起こし, 貨幣需要が高まった結果, マネーサプライはロングサイドの貨幣需要に引き寄せられたと考えられる。この当時は, かかる数量制約が政策決定の影響を及ぼしたと考えられるため, 数量制約が存在しない状態を前提にした金余り現象がバブルを引き起こしたという仮説と対立することになる。

(7)——最小二乗法推定—— (1980:1-1989:4)

$$\begin{aligned} \text{EXR} = & +193.6045 + 10.2173(\text{USGB30}(-1) - \text{INTGB}(-1)) - 1,341.59 \\ & (12.56) \quad (2.83) \quad (-8.91) \\ & \text{BLCURNT@}(-4)/\text{GDP.N@}(-4) \end{aligned}$$

決定係数=0.7009 標準誤差=26.004 ダービン・ワトソン比=0.257

(8)——最小二乗法推定—— (1990:1-1999:3)

$$\begin{aligned} \text{EXR} = & +166.5823 - 10.2806(\text{USGB30}(-1) - \text{INTGB}(-1)) - 447.2271 \\ & (21.93) \quad (-5.04) \quad (-6.75) \\ & \text{BLCURNT@}(-4)/\text{GDP.N@}(-4) \end{aligned}$$

決定係数=0.5734 標準誤差=10.502 ダービン・ワトソン比=0.647

注) USGB30:アメリカ30年もの長期国債利回り, INTGB:日本長期国債利回り, BLCURNT@:日本の経常収支(季節修正済み)

1990年代前半の金融政策は、もっぱら為替レートの変動に依存する傾向が強まった。国内的には景気の動向に配慮して、景気回復のための超低金利政策に傾斜しつつあった。1990年代後半は、いずれの説明変数とも有意性が見られず、バブル崩壊に対する処理に追われた結果、金融政策の効果が低下したことをうかがわせる。1980年代に確認された金利平価説による為替レートの決定仮説も、90年代には成立しなくなった。アメリカの金融政策との協調性が失われつつあるとともに、日本の金融政策がゆがめられているので本来長期金利に回帰するはずの短期金利が、ゼロ金利政策という異常事態に陥って、金利体系と金融政策の秩序が失われていることが浮き彫りになった。2000年8月ようやくゼロ金利政策が解除されたが、異常な低金利政策が資金配分の効率性や所得分配の不正を引き起こした影響は無視できないと推測され、低金利政策の功罪を検証・予測することは今後の課題である。

注

- 1) 1990年までのインターバンク市場とマネーサプライとの因果仮説については、藤野 [1994] 第4章が詳しい。
- 2) 1980年代後半における金融政策当局の自己批判論文として、翁(他) [2000年6月] は一読の価値がある。
- 3) 1990年代の金融政策のあり方を、政策担当者の立場から論点を整理したものととして白塚 [2000年5月] が参考になる。
- 4) 日米両国の財政金融政策が、相互に相手国に及ぼす影響や両国間の資本移動の要因とその影響を論じたものとして、野口・Yamamura [1996] は注目すべき最新の成果が収められている。
- 5) 1980年代の施策の失敗を教訓として、90年代前半に金融自由化を早急に推

進するためにクリアすべき問題点を論じたものとして、貝塚（他）[1993]は重要な示唆に富む論文が含まれている。

- 6) かかる論点に関する歴史的、実証的分析を展望するためには、藤野 [1994] が便利である。
- 7) 最近の金融システムに関する論点整理と実証分析に関しては、『経済白書』の第1章第10節に要領よくまとめられているが、金融破綻や貸し渋りの要因分析と責任の所在に対する切り込みは弱い。
- 8) 組織としての金融システムや政策金融は、経済発展パターン、あるいは文化的歴史的パラメータに応じて最適な組織を必要とするものであり、日本の金融システムは1970年頃にその宿命は終わったともいえる。日本固有の歴史的発展のプロセスと新しい世界的な潮流における金融システムのシナリオを考察するには、Aoki (et. al.) の研究成果が最先端であろう。

参考文献

1. Aoki, M., H.-Ki Kim and M. Okuno-Fujiwara, *The Role of Government in East Asia Economic Development*, Oxford U. P., 1996.
2. Blinder. A. S., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Pr., 1998.
3. 藤野正三郎『日本のマネーサプライ』勁草書房, 1994年。
4. 岩田規久男『金融政策の理論』日本経済新聞社, 1993年。
5. 貝塚啓明（他）『90年代の金融政策』日本評論社, 1993年。
6. 経済企画庁（編）『経済白書 平成12年版』大蔵省印刷局, 2000年。
7. 野口悠紀雄・K. Yamamura『比較 日米マクロ経済政策』日本経済新聞社, 1998年。
8. 翁邦男『金融政策』東洋経済新報社, 1993年。
9. 翁邦男（他）『ゼロ金利下の金融政策－中央銀行エコノミストの視点』2000年4月。
10. 翁邦男（他）『資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓』2000年6月。
11. 白塚重典（他）『日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応：中間報告』2000年5月。