

金融・証券講座

貝塚啓明／志村嘉一／蠟山昌一 編

第Ⅴ卷

金融・証券政策の課題

金融・証券講座

貝塚啓明／志村嘉一／蠟山昌一 編

第Ⅴ卷

金融・証券政策の課題

東洋経済新報社

金融・証券講座 第V巻

定価 2000 円

昭和56年9月17日 発行

編者 貝塚啓明／志村嘉一
蠟山昌一

発行者 中井義行

発行所 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

郵便番号 103 電話03(270)4111(大代表) 振替口座東京3-6518

© 1981 〈検印省略〉 落丁・乱丁本はお取替えいたします。 3033-9149-5214
Printed in Japan

編者のことば

今日、枚挙に暇がない程に豊富な金融・証券市場をめぐる話題を、政策的観点からとりあげ、日本の金融システムの改善の方向を明らかにするための基礎的な考察、分析の成果をまとめたのが、この第Ⅴ巻『金融・証券政策の課題』である。

1970年代の半ば、第1次石油ショック・狂乱物価の経験によって高度成長の時代の終わりは誰の目にも明らかとなった。それと共に高度成長を支え、それに支えられてきた金融の仕組みも、大きな転換期を迎えることとなった。高度成長から安定成長への移行につれて、金融構造の変化は著しい。1975年度以降の大量国債発行に象徴されるような資金循環の変貌は、それに応じた仕組みの変化をともしなわざるをえない。短期資金市場が急速に発達したのは、その好例である。

様々な金融の仕組みの変化それ自体については、本講座の第Ⅱ巻『金融・証券市場の制度と構造』が正面から取り扱っているし、他の巻の諸論文も折に触れての言及を行っているが、この第Ⅴ巻は金融・証券市場の制度・構造の変化の政策としての側面に焦点を絞っている。

制度や構造の変化の政策的な側面とは何なのであろうか。つい今しがた例として挙げた短期資金市場の急速な発達に即して、考えてみよう。1970年代に至

るまで、日本の短期資金市場の大宗はコール・マネー市場であった。しかし、1971年5月、手形売買市場がコール市場から分かれて発足して以来、短資市場は次第に拡大し、1970年代末にはその発展の速度は加速化され、今日のようにほぼ確立された市場システムができあがった。近時の急速な発展については、本巻の第6章の153ページ以下とくに154ページの表6.9で要約されている。この拡大・発展の過程は、①新しい金融手段が、②従来とはちがった市場参加者をも加えて、③参加者の資金需給に対する規制を緩和する措置を伴いつつ、④需給をより敏感に反映する伸縮的な金利決定のメカニズムを確立するという諸側面の複合的な展開としてとらえることができる。そうして、これらの展開過程のどの側面をとっても、そこには何らかの政策判断が介在し、その判断いかんによって、市場の拡大・発展のあり方は異なってくる。新しい金融手段が創造される際、政策はそれを公認することで市場の発展を促進できる。逆に、市場参加者に一定の制約を加えることで、市場の拡大を抑止できる。従来の規制をどの程度緩和するか。どのような金利決定のメカニズムを確立させるか。いずれも、単なる自然の流れとしては済まされない政策的な課題である。また、敢えて言えば、制度や構造の変化を自然な流れにまかせることも、ひとつの政策であると理解できよう。

このように、金融の制度、構造の変化は、政策をぬきにしては考えられない。そうして、従来、狭い意味で金融政策と名づけられていた日本銀行の政策行動も、制度・構造の変化につれて、それなりの対応を要請されることとなるし、逆にまた、日銀の政策行動のいかんで全体の金融制度・構造の変化が左右されることにもなる。本巻の第1章は、こうした意味で重要な日銀の政策の対応とそのインパクトを、今日的視野に立って概観したものである。

第2章は、その題名が示すように、これまで金融と言えばその象徴として考えられてきた都市銀行を対象として、そのシェアの長期的低落の傾向を分析したものである。金融構造の変化のひとつの現われである都銀のシェア・ダウン

の背後に、これまでの政策（銀行行政その他）がどの程度まで働いていたかについて、計量的にとらえようとするこの試みは、日本の金融・証券政策研究の今後のひとつの方向を示すものと思われる。

第3章は、都銀のシェア・ダウンとは逆にそのシェアを上昇させてきた郵便貯金ひいては公的金融仲介過程の提起する真の政策的意味は何かを、慎重に検討している。いわゆる郵貯問題については様々な評価が下されよう。事実、甲論乙駁きわめて賑やかである。だが、これが現在の日本の金融制度・構造の曲り角を象徴する問題として、長期的・総合的な観点からとらえる議論は必ずしも多くない。本巻が刊行される時期には、首相の諮問機関である「金融の分野における官業の在り方に関する懇談会」の答申が公表され、その内容いかんによっては、論議は一層白熱化するかもしれない。そうした際においても、郵貯問題の真に提起する課題が共通に理解され、その上で、具体策をめぐって活発な論争が展開されることが望まれるのである。

郵貯制度のあり方を考え、その具体的な改革措置を設計する上でも、さらに、これからの日本の金融制度・構造の変化を政策的に誘導、改革する上でも、自由化という問題をどのように理解し、評価するかは、避けて通れない問題である。第4章、第5章それに第6章は、それぞれ、ユニークな「自由化論」となっている。改めて言うまでもなく、自由化という言葉はひとつのスローガンにすぎず、その含意は論者によって様々であり、そこからまた多様な論議が派生する。ここで、以上の3章の内容を要約することは不必要であろう。読者がこれらを眼光紙背に達する態度で精読され、自らの「自由化論」ひいては日本の金融の将来ヴィジョンを描かれることを編者として切に望みたい。

第7章、第8章は、日本の金融システムの将来を考える場合に不可欠な、金融・証券市場の現状認識を、とくに政策課題との関わり合いの上で、整理したものである。第7章は市場の法人化現象を中心に、金融機関・証券会社の寡占体制の現実を明らかにしているし、また、第8章では、いわゆる人為的低金利

政策といわれる政策が、実は、金融・証券市場での非競争的条件と不可分な関係にあることを試論として提示している。このような考察・分析から、日本の金融メカニズムの改革が、一片の法律改正、一言のスローガンでは実現できない根深い問題であることは、容易に理解されよう。だが、それ故にこそ、息の長い、整合的な政策措置の積み重ねが要請されているのである。金融・証券問題の専門家は、こうした汲めども尽きない分析課題に恵まれたことに感謝すると同時に、それらに対する解答をたえず用意する社会的責任を問われていると言えるのである。

1981年 8 月

蠟 山 昌 一

目 次

編者のことば

第1章 現代金融政策

呉 文二

1 経済・金融情勢の変化と金融政策	3
2 金融政策の目標と運営	8
2.1 金融政策の目標	8
2.2 金利の調節	9
2.3 マネーサプライの管理	13
2.4 為替相場の調整	14
3 金融政策の手段	16
3.1 貸出政策	16
3.2 債券売買操作	20
3.3 手形売買操作	21
3.4 準備率操作	23
3.5 窓口指導	24
4 金融政策の効果	26

第2章 わが国銀行業の長期的構造変化

堀内 昭義

—都市銀行シェア・ダウンの実証分析—

1 はじめに	29
--------------	----

2	都市銀行シェア・ダウンの原因	30
2.1	金融サービスに対する需要構造の変化	33
2.2	銀行行政・金融政策の影響	40
2.3	要 約	45
3	簡単な計量分析	46
3.1	時系列データによる計測	47
3.2	クロスセクション・データによる計測	49
4	結 論	59

第3章 郵便貯金制度の現状と金融政策

志村 嘉一

1	はじめに	61
2	郵便貯金の急増と問題の背景	62
3	論争の焦点	64
3.1	民間金融機関による郵貯批判	64
3.2	郵政省の主張と民間金融批判	67
3.3	郵貯問題に対する日銀の立場	70
4	論点の整理	73
4.1	金融政策と現行郵貯制度	73
4.2	金利決定方式と貯蓄理念	75
4.3	郵貯資金の運用	78
4.4	個人預貯金制度と所得配分	79
5	金融政策の新たな課題と郵貯制度	80

第4章 金利自由化論についての一考察

榊原 英資

1	マクロ・モデルと金融市場	83
2	実務家の金利自由化についての判断	87
3	供給サイドへの理論的接近の必要	89

4	アメリカにおける商業銀行の構造と成果の研究—サーベイ—	95
5	日本における金利自由化	101

第5章 国債管理政策と金利自由化

鈴木 康之

1	はじめに	109
2	国債管理政策論の課題	113
3	国債大量発行と消化問題	120
4	国債大量発行と金利自由化	127
5	おわりに	133

第6章 金利自由化の政治経済学

中島 将隆

1	転換期の国債管理と金融政策	141
2	国債市中消化拡大政策と金利自由化の進展	147
2.1	国債市場隔離政策の修正	147
2.2	金利自由化の進展	151
3	金利自由化の限界	157
3.1	自由化を阻止する金利体系の制約	157
3.2	金利体系に包摂された自由化	162
4	金利自由化の政治経済学	167
4.1	なぜ金利体系が維持されるのか	167
4.2	金利自由化の現代的意義	169

第7章 金融・証券の法人化と大衆化

奥村 宏

1	日本の寡占体制	177
1.1	法人資本主義 (Corporate Capitalism)	177
1.2	企業集団	179
1.3	寡占体制と金融・証券	182

2 寡占体制における金融機関の役割	185
2.1 系列融資	185
2.2 株式所有	187
2.3 役員派遣	189
2.4 金融機関のグループと系列化	191
3 寡占体制における証券会社の役割	192
3.1 株式所有の「法人化現象」	192
3.2 引受業務	194
3.3 産業資金調達の場合	195
4 大衆化	196
4.1 金融の大衆化	196
4.2 証券の大衆化	198
5 金融・証券の課題	200
5.1 法人化から大衆化へ	200
5.2 寡占と競争	201

第8章 金融・証券政策の有効性

蠟山 昌一

1 本章のねらい	203
2 「人為的低金利政策」の有効性	206
2.1 「人為的低金利政策」とは	206
2.2 金利規制と金利硬直性	210
2.3 信用割当の仕組：起債を例に	213
2.4 預金金利規制と「人為的低金利政策」	215
2.5 「人為的低金利政策」の意味	219
3 金融政策の有効性—結びに代えて—	222

執筆者紹介

索引

金融・証券講座

第Ⅴ巻

現代金融・証券政策の課題

第 1 章

現代金融政策

呉 文 二

1 経済・金融情勢の変化と金融政策

金融政策の目標や手段についての基本的な事柄は国によっても、時代によってもあまり変わらないが、具体的な事柄になるとかなりの相違がある。日本の場合でも、昭和45年頃までの高度成長期と46年頃以降の時期とでは経済・金融情勢がいちじるしく変化し、それに伴って金融政策も変化した。本稿では昭和50年代前半における日本銀行の金融政策を主たる対象とすることとする。¹⁾

まず、昭和46年頃以降における経済・金融情勢の主な変化をあげてみよう。

(i) 変動為替相場制

IMF 体制から変動為替相場制への移行は昭和 40 年代後半における顕著な変化であった。40年代後半には政府にまだ固定為替相場制的な考え方が強く、為替相場をかなり政策的に決めようとしていたが、50年代になると、為替相場が急激に変動する時には変動幅を小さくするような介入操作を行うだけで、為替相場の動向は市場にまかせるという方針をとるようになった。

為替相場の変動は、国内物価、企業収益、輸出入等に大きな影響を与える

1) 私は昭和40年代前半を主たる対象として、『金融政策』（昭和48年、東洋経済新報社）を書いた。本稿はその続編のような性質のものである。

が、その動向は短期的には予想しにくいので、政府、日本銀行、企業等にとっては、経済環境の不安定性が増加したといえよう。

(ii) 国債の増加

昭和50年代に入ってから国債の発行が激増した。国債発行額の大部分は銀行等のシンジケート団によって引き受けられている。40年代においては国債の発行はそれほど多くなかったので、銀行は国債を保有していれば、1年経過後にはその大部分を日本銀行によって買い入れてもらうことができた。そこで、政府は銀行保有国債の市中売却を事実上禁止していたが、50年代になるとそうはいかなくなり、52年秋政府の禁止措置が廃止——ただし当初は発行後1年間、現在は上場までの間（7～9カ月）禁止——された。それ以後、銀行は大量の国債を売却するようになったので、国債は債券流通市場における売買の中心となり、その相場は市場の実勢を反映して決まることとなった。債券流通市場の利回りはコール・レート等短期金融市場の利回りと密接な関係があるから、国債の残高累増、債券流通市場の拡大は、当然、金融政策にも大きな影響を与えることになる。国債の増発自体が金融市場に影響を与えることは以上述べたとおりであるが、もう一つ見逃せない点は企業金融に与える影響である。政府が国債の発行によって調達した資金を政府支出として支払うと、その資金は企業によって受け取られ、企業金融を楽にする。簡単な例をとれば、政府が銀行に国債を引き受けさせて資金を調達し、その資金で企業からその生産物を購入すれば、企業は銀行から資金を借り入れなくても済むわけである。それを資金循環分析でいえば、公共部門の資金不足が拡大し、企業部門の資金不足が縮小したということになる。そのうえ、50年代には企業の設備投資が高度成長期ほど活発でないこともあって、企業金融の銀行借入依存度は低下してきている。

(iii) 金融の国際化

昭和50年代に入ってから資金の国際移動はいちじるしく増加してきた。それは、短期金融市場においても、株式・債券市場においても、企業への貸付市場

においても目立っている。資金の移動は金利裁定を目的とするもの、投機を目的とするもの、長期的な見地から行われるものなど、その目的はさまざまである。したがって、資金の対外移動が為替相場や国内金融に大きな影響を与えるにもかかわらず、その動向を予想することはきわめてむずかしい。

(iv) 金利の自由化

昭和50年代の金融市場における注目すべき変化は金利の自由化ないし弾力化が進んだことである。従来も、金融緩和期には金利が市場の実勢を反映して低下したが、金融が逼迫に転ずると、政府は金利を市場の実勢以下に抑えようとする傾向が強かった。しかし、54年以降の金融逼迫期には、国債利回りをはじめとして各種金利がかなりの程度弾力的に変更されるようになった。これには、国債の増加、金融の国際化といった環境の変化が大いに関係している。

(v) 石油価格の高騰

昭和48年に第1次石油危機に見舞われ、54年には第2次石油危機が生じた。第1次石油危機の後はいざらけ石油価格の安定が続いたが、第2次石油危機後は石油価格の引上げが頻繁に起こりそうな状況である。石油の問題だけを経済情勢の重要な変化として取り上げるのはおかしいかもしれないが、日本のエネルギーや輸入に占める石油の重要度からいって、石油価格高騰が国内物価に及ぼす影響はきわめて大きく、金融政策上も重要な問題である。また、石油の価格が上昇するだけでなく、場合によっては、供給が不円滑になるという懸念は、企業の設備投資意欲を減退させている。日本経済が再び高度成長路線に戻ることはなかりとうというのが、現在、共通の認識になっているが、その理由の一つは、石油供給の制約にあるといえよう。

以上のような経済・金融情勢の変化に伴って起こった金融政策上の主な変化をあげてみよう。

(a) 物価の安定

金融政策の目標として国内物価の安定が従来以上に明確になってきたように

思われる。昭和20年代の終りから40年代の初めまでは、国内物価の安定が金融政策の目標でなかったとはいえないが、直接的にはむしろ国際収支の赤字防止が目標となっていた。ところが、アメリカをはじめとして、世界的にインフレ傾向が強くなったため、昭和44年には国際収支が黒字のまま、国内物価がいちじるしく上昇するようになった。そこで、はじめて国内物価安定を目的として金融引締政策がとられた。40年代後半には為替相場が変動制になり、それによる国際収支の調整も期待されるようになったし、他方日本の外貨準備は豊富になり、国際収支の変動に対処できるようになったので、金融政策の目標は国内物価の安定に置かれるべきであった。しかし、実際には変動為替相場制に不慣れなこともあって、48～49年には激しいインフレを招いた。50年にはインフレの抑制の過程において実質成長率がマイナスとなり、スタグフレーションに陥った。当時は世界的にスタグフレーションが生じたので、その原因について盛んに議論がなされた。

この議論は今日もなお続いているが、軽微なインフレは失業を少なくするから是認されるべきだというケインジアン的意見に対する反対が強くなり、インフレを長期にわたって継続すると、経済の体質がスタグフレーションに陥りやすくなり、結局は失業を少なくすることもできないというマネタリスト的意見が有力となっている。そういう意味で、50年代になってから、物価安定の重要性についての認識は一般化したといえよう。これに対応して、金融政策の目標が国内物価の安定にあることも明確になってきた。

ただ、昭和48～49年のインフレも石油の急激な値上げによって加速されたし、54～55年のインフレは主として石油の値上げによって起こったように、インフレの原因が海外から来るようになったことは注目に値する。海外のインフレの国内への波及を遮断する直接的な方法は為替相場を円高にするような政策をとることである。しかし、石油の値上げが大幅な場合には、その影響を遮断するほど短期間に円高にすることは実際問題としてむずかしい。そこで、海外