

- FRB of St. Louis, *Financial Innovations*, Kluwer-Nijhoff, 1984.
- Hess, J. D., “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing: Comment,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 No. 4, Nov. 1984, pp. 865–868.
- Jaffee, D. M., *Credit Rationing and the Commercial Loan Market*, Wiley, 1971.
- ————— & Russell, T., “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 No. 4, Nov. 1976, pp. 651–666.
- —————, “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing: A Reply,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 No. 4, Nov. 1984, pp. 869–872.
- Ross, S. A., “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem,” *American Economic Review*, Vol. 63 No. 2, May 1973, pp. 134–139.
- —————, “Equilibrium and Agency—Inadmissible Agents in the Public Agency Problem,” *American Economic Review*, Vol. 69 No. 2, May 1979, pp. 308–312.
- Rothschild, M. & Stiglitz, J. E., “Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 No. 4, Nov. 1976, pp. 629–649, reprinted in Diamond & Rothschild (1978).
- Santomero, A. M., “Fixed Versus Variable Rate Loans,” *Journal of Finance*, Vol. 38 No. 5, Dec. 1983, pp. 1363–1380.
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review*, Vol. 71 No. 3, June 1981, pp. 393–410.
- Vandell, K. D., “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing: Comment and Extension,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 No. 4, Nov. 1984, pp. 841–863.
- Wilson, C. A., “Equilibrium and Adverse Selection,” *American Economic Review*, Vol. 69 No. 2, May 1979, pp. 313–317.
- 鴨池 治 「内生的通貨供給モデルと金融政策および預金金利自由化の効果」 『ファイナンス研究』 No. 3, 1985. 4, pp. 11～38.

～82年は変動が大きかったことに示されるように、10年間はかなり変動があった。円レートが落ちていたのは、83年以降であることからみても、調整期間は10年程度とみておくことが必要であろう。

4) 信用秩序の維持について

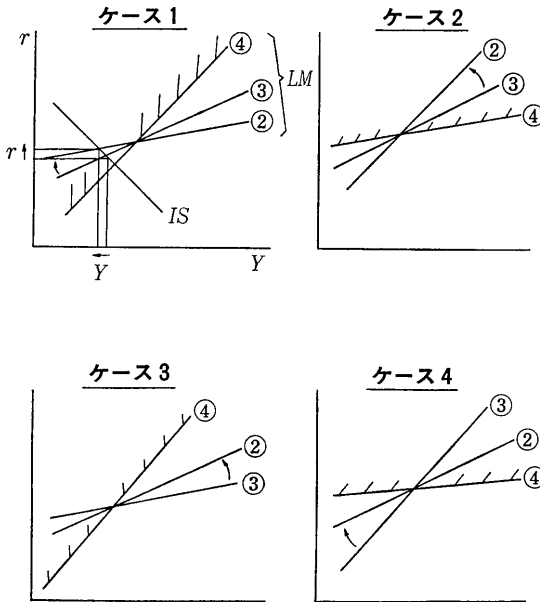
信用秩序の維持については、§ 3—2 において検討したが、今後、個々の銀行の自己責任が高まり、健全経営の必要性の要請の中で、公的当局の役割は限定的となり、deregulation が進むこととなろう。とくに、競争制限的規制（金利規制や業務分野規制など）はその対象となる。そこで、注目されるのが、中央銀行の last resort としての機能と、預金保険制度である。預金保険制度が余りに完備すれば、モラル・ハザードとなるおそれがあるので、「可変的預金保険料制度」variable-premium system が考えられる。これは、個々の銀行の自己資本の水準や資産内容の安全性に応じて保険料率を可変的に設定するものである。risk-taking な銀行に、より高い保険料を支払わせることにより、モラル・ハザードを防止せんとするものである。また、中央銀行の last resort としての役割についても、過度に活用されれば、やはりモラル・ハザードとなる点に注意すべきである。

〈参 考 文 献〉—追加分—

- Akerlof, G. A., "The Market for "Lemons"; Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 No. 3, Aug. 1970, pp. 488-500, reprinted in Diamond & Rothschild (1978).
- Arrow, K. J., *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, Markham, Chicago, 1971.
- Baliveau, B. C., "Theoretical and Empirical Aspects of Implicit Information in the Market for Life Insurance," *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 51 No. 2, June 1984, pp. 286-307.
- Diamond, P. & Rothschild, M. (eds.), *Uncertainty in Economics: Readings and Exercises*, Academic Press, New York, 1978.

3) 金利の動向

(名目金利) = (実質金利) + (インフレ率), であるから, もし, インフレ率が低いままとすれば, 理論的考察のように, 金利の上昇はそれほど大幅ではないといえよう。ただし, 金利の自由化にあらゆる経済主体が不慣れなうちは, 金利が乱高下することも予想される。円レートがフロートしたのは1973年2月であった。73~76年は比較的安定した動きであったが, 77



利を決定できるので, 自由金利の下での LM 曲線を示す。

金利が自由化され, 規制金利 (③式) から, 自由金利 (②式) にシフトするとき, LM 曲線のシフトの方向は表の4つのケースであるが, これを図示すると, 次のようになるが, このことから預金金利の自由化により, 預金金利が上昇する場合 ($\bar{r}_a < r_a(Y, r)$ に, 図の斜線の領域),

- ① もし, $\partial H / \partial r_a > 0$ ならば, 自由化により, 貸出金利上昇, 所得 Y の減少 (ケース 1, 2).
- ② もし, $\partial H / \partial r_a < 0$ ならば, 自由化により, 貸出金利下落, 所得 Y の上昇 (ケース 3, 4).

となり, 貸出金利の上昇・下落は一義的でないことがわかる。鴨池 (1984 1985).

によって低下するものと思われ、 $MC \rightarrow MC'$ のシフトにとどまる。

この場合、市場条件が不変ならば、金利は $r_0 \rightarrow r_2$ の上昇にとどまる。

- ⑤ 需要曲線のシフト……貸出金利が、 $r_0 \rightarrow r_1$ に上昇すると、資金需要者は資金コストの安い他の金融機関へ借入先を変更して資金調達しうる（たとえば、海外での起債による方法）。これは、この貸出市場に新規参入があることと同じであり、 $D \rightarrow D'$ にシフトすることとなり、図のような状況に MR' がくると、 $MC \rightarrow MC'$ としても、金利は r_0 という initial な水準にとどまることとなる。（独占的競争理論によれば金利は下る水準で均衡するが、ここでは触れない。）

このように、金利は上昇すると考えられるものの、その幅が大幅になるとは考えにくい。いずれにせよ、預金金利の上昇と、貸出金利の上げ止まりと考えることが妥当で、利鞘の縮小をエレクトロニクス化でカバーするという状況となるであろう¹⁴⁾。

- 14) ミクロ的分析により、金利上昇の可能性を分析したが、マクロ・モデルによっても金利上昇の可能性は一義的ではない。たとえば、鴨池が拡張した $IS \cdot LM$ モデルによると、

$$IS \text{ 曲線} \cdots Y = C(Y - T) + I(r) + G \quad \text{①}$$

$$LM \text{ 曲線} \cdots H = H(Y, r_d(Y, r), r) \quad \text{②}$$

により、 $IS \cdot LM$ 曲線が示される。この LM 曲線は、ハイワード・マネー $-H$ が、中央銀行信用 L と民間信用・債券 B とから成るので、

$$H \equiv B + L = H \left(Y, r_d, r \right) \quad \text{③}$$

と書ける。ここで、銀行行動から、

$$r_d = r_d \left(Y, r \right) \quad \text{④}$$

と考えれば、先の LM 曲線が導出できることになる。

③式は、所与の預金金利の下で銀行が預金を受入れるものとすれば、③式を満たす Y と r の組合せは、金融市場をクリアし、 LM 曲線を示している。③式はいわば規制金利の下での LM 曲線を示し、②式は銀行が自由に預金金

表 4

	②の傾き < ④の傾き	②の傾き > ④の傾き
$\partial H / \partial r_d > 0$	ケース 1	ケース 2
$\partial H / \partial r_d < 0$	ケース 3	ケース 4

の市場，wholesale 市場に限定されることが望ましい。預金市場への波及は情報面で制約のある預金者に混乱を与えることになり，不利益をもたらすことになろう。

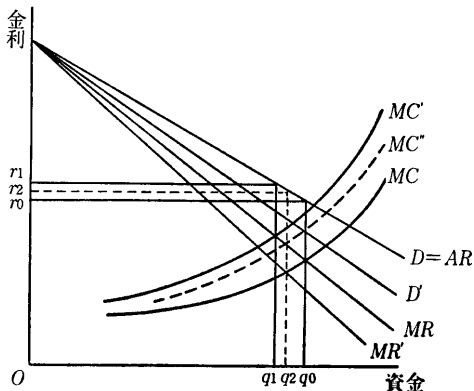
2) 若干の理論的考察

金利自由化で金利は上昇するかどうか，簡単な理論モデルで考えてみよう。金融機関は，顧客に対して独占的地位にある一方，金融機関同士は競争することになるので，いわゆる独占的競争モデルが妥当する。売手独占のケースで考えると，図4-2において $MR=MC$ なる r_0 が均衡貸出金利である。預金金利自由化で預金コストが上昇するから， $MC \rightarrow MC'$ にシフトし，貸出金利にコスト上昇分を上乗せすれば， r_1 が貸出金利となる。預金金利上昇に伴う金利上昇であり，金利は上昇する。

しかし，ここで次の2つのケースが考えられ，金利上昇は必ずしも起るとはいえない。

- ① エレクトロニクス化によるコスト引下げ効果……預金金利上昇としても，（資金コスト＝預金金利＋預金獲得経費＋その他物件費＋人件費＋租税公課）のうち，預金獲得費とその他物件費などはエレクトロニクス化

(図4-2)



獲得した後における market segmentation を念頭に置いているのである。)しかし、金利自由化により、必要以上のリスク(金利の下落)に曝されるおそれがあることも予想され、一定額の個人預金については、保護されることが望まれる。一定額の個人預金をどのように確定するかは難しい課題であるが、マル優を対象とすることが第一であり、その点でグリーンカード的な制度の活用も一つの方法である。預金保険制度はあくまで預金の払戻しに対応する最後の手段にすぎず、預金そのものの減価等には対応しえない。預金金利の引下げへの対抗は充分考える必要がある。

§ 4—3 金利の動向

1) 金融市場の効率化

金利自由化が実現し、金融先物取引市場が完成して、リスク・カバーが容易になれば、金融市場のサブ・マーケットのいくつかは効率的市場となるであろう。効率的市場とは、株式市場や為替市場のように時々刻々新しい情報が市場参加者によって消化され、直ちに株価や為替レートに反映される市場である。金融市場も、金利変動に及ぼすあらゆる条件を金利が体现するものとなると、現時点以降の金利変動は現時点で予測しえない条件によってのみ引起されるという意味で、効率的市場となる。たとえば、株式市場・為替市場のほかに、短期金融市場・債券流通市場などにはその可能性がある。

・為替市場・株式市場で明らかのように、効率的市場では何らかのニュース(政治的、経済的)、外的ショックによっても価格変動が生ずるが、金融市場でもこのようなことが生じうる。アメリカのフェデラル・ファンド・レートの乱高下などはその例である。金融市場が効率的になれば、金利の乱高下が生じないとも限らない。とくに、内外資金の取引は、金利裁定を通じて、海外の金利乱高下を国内にもちこむことになるかもしれない。

もし、金利乱高下が生ずる場合、プロの取引の市場、ないし市場型取引

よう。但し、大蔵省のシナリオでも、小口預金金利自由化は最終段階にきているように、小口預金はその性格からいって個人の預金であり、預金者保護の考え方が強調されるべきである。預金のうち、法人預金、公金預金は大口、かつプロの取引であり、情報入手も容易で、金利の下落をもたらすリスクに対応する能力も大きい。個人預金は小口・零細であり、情報に対してはハンディがある一方、リスク対応がなされにくい。

このような預金者と金融機関の関係は、Ross (1973, 1979) によって示された principal-agency の関係であり、これは能力的・情動的格差の故に成立する脆弱な関係である。この関係の故に、情報劣位である預金者には預金者保護と信用秩序維持が不可欠となる。とくに、金融機関が情報格差を戦略的に利用して一時的に利得を稼ごうとしてリスクーに行動したり、参入・退出が自由になるので、預金者に不利になる行動をしたり、預金保険の故にモラル・ハザードを起こしたりした場合に、情報劣位にある預金者は不測の不利を被る可能性が強い。

そのため、金利自由化の中でいたずらに自己責任原則だけで対応するならば、弱者切り捨てになりかねない。そこで、小口の個人預金については、他の金利自由化から segment することが望ましく、個人預金市場の market segmentation が必要である。たとえば、この市場の金利は大口預金金利が一定期間に変動した割合に応じ、半年毎ないし1年毎に見直すとする市場連動方式 (dual rate system) が考えられる¹³⁾。

預金者は、規制金利の下で、事実上の課税を受けていたのであり、その弊害、不公平を金利自由化により補填されるべきであり、預金金利は一定水準まで上昇して然るべきである。(すなわち、小口預金金利も含めて金利自由化すべしという通常の議論には反対していない。あくまで、本来得べき金利を

13) 小口預金金利の自由化といっても、預金者の所得分配上の不公平を除去する手段・手続きとしての自由化論と、本来の預金金利水準を得た後での、あるいはそのような競争条件の下での、自由化論とは異なる。ここでの議論は、一定の自由化がなされた時の問題、つまり後者を考えている点に注意を要する。

3) 住宅ローン市場

住宅ローンは個人金融であり、産業金融とは異った対応が必要で、個人預金市場と同様の性格をもつ。住宅の量的充足は実現されているものの、その質的充足は不十分で、とくに大都市地域でその傾向が著しい。そのため、良質かつ適正価格での住宅供給は今後共継続して行なわれることが望ましいと思われ、貯蓄率が趨勢的に低下する中で、住宅ローンへの依存度は大きいものがある。金利自由化の中で、住宅ローン金利も固定制から変動制へシフトし、変動幅も大きくなると思われるが、余りに高金利になれば住宅資金需要の足かせとなる。したがって、住宅ローン金利は、安定的で、相対的に低位にあることが望ましいが、金利面での魅力が薄ければ産業金融へのシフトが金融機間の経営姿勢から生ずるであろう。

住宅ローンは、他の貸出市場と market segmentation による分離が必要であり、これは住宅ローンがいわゆる相対型取引といえるので、可能であろう。金融機関も住宅ローン債権を流動化することにより（リファイナンス市場の育成）、市場メカニズムにリンクした住宅ローンを行うことができる。但し、住宅ローンにも2種あり、国民のミニマム・ニーズを達成するものと、大規模住宅で景気変動に対応するもの（景気対策の一環）があり、ミニマム・ニーズに対応する住宅ローンの segment があるべき姿である。この市場へ郵便貯金が参入することは検討されてよい。

住宅政策金融として、住宅金融公庫があるが、①住宅金融公庫債券の引受による郵貯とのリンク方式、②住宅目的貯蓄としての郵貯（これは低利でよい）と低利の住宅ローンのリンク方式、③郵便貯金と住宅公庫の機能的統合、などは検討されるべきである。

4) 小口預金金利の自由化——小口預金金利の下方硬直性

小口預金金利は、低金利政策の下で「事実上の課税」を受けており、その弊害を早急に除去し、自由化されるべきであり、おそらく上方改定され

大となり、貸出金利が上昇しても逡減する。というのは、極大期待収益率 ρ_{MAX} に対応する貸出金利 i^* 以上の金利では、借手のリスクが i^* のケースよりも大きいと金融機関が判断し、その期待収益率は下落するからである。借手が i^* 以上の金利を申し出ても、デフォルト・リスクが高まるだけで、貸手にとって金利を引上げる誘因は存在しないという逆選択が生ずる¹¹⁾。したがって、図4—1の右側のように、貸出供給曲線は、 i^* 以上の金利について、backward bending となる。

図4—1の右側の領域で、信用割当が望ましい状況が示されている。この状況では、 i_w で需給均衡が成立するが（ワルラス的均衡）、パレート最適ではない。むしろ、 i^* の下で、 Z の信用割当をする方が、パレートの的には望ましいのである ($S(i_w) < S(i^*)$)。このような市場をクリアーする i_w よりも低い水準 i^* を実現するには、金利規制などの手段が必要となる¹²⁾。

このように、個人金融市場は、情報偏在が一般的であり、貸手の逆選択効果のため、借手が市場から排除される危険が大きく、十分な資金供給を受けられない可能性が強い。したがって、個人ローン市場については、規制を残すことが必要であるといえよう。とくに、住宅ローン市場は、企業金融に比して限界的であるので、住宅ローン金利を完全に自由化することが必ずしも借手である個人にとって望ましいとはいえないであろう。

11) デフォルト・リスクが低い借手ほど、資金単位当たりコストの期待値は大きく、その reservation 金利は低い。しかし、貸出金利の引上げは、市場にとどまる借手の平均貸倒れ率を引上げ、貸倒れ率の低い借手から順に市場から退出していく（金利変化の逆選択効果）ので、市場に残るのはリスクな借手ばかりとなる。したがって、借手の金利引上げの申し出は、貸手にとって平均貸倒れ率の上昇による利潤の期待値の減少となるにすぎない。Stiglitz and Weiss (1981)。

12) $i_w \leq i^*$ の場合にも信用割当が望ましいことは、Jaffee and Russell (1976) により示されているが、Vandell (1984), Hess (1984) などとの論争がある。Stiglitz and Weiss は、個人ローン市場についてだけでなく、貸出市場一般について論じており、ここでの説明は限定的であり、注意を要する。

⑥ 競争的均衡が存在しえたとしても、古典型ワルラス型均衡の最適性はなく、解のユニークネスもない、ことが知られている。これは、質の差の識別が困難なとき、「逆選択」adverse selection や「モラル・ハザード」が発生するからである。

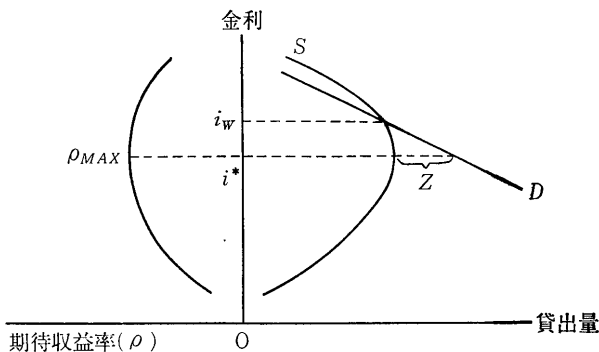
このような情報の不完全性を考えるとき、金融市場（とくに貸出市場）で信用割当が望ましいケースの存在が、Jaffee and Russell (1976) や Stiglitz and Weiss (1981) などによって示されている。これを念頭に置き、個人金融市場を考察する。

2) 対個人金融市場

個人金融、とくに小口資金の取引である個人ローン市場では資金ロットが小さいため、金融機関が審査を十分に行うことは困難であり、screeningにより大まかな類型化が行われるにすぎない。ところが、個人はきわめて異質的であり、この類型化した集合には、リスクの異った借手が含まれている。貸手である金融機関は、借手の情報についてバイアスを持っていることになる。

このような場合、Stiglitz and Weiss が示したように逆選択効果が生ずる。図4-1の左側に示したように、金融機関の期待収益率は ρ_{MAX} で極

(図4-1) 金融機関の期待収益率と金利：貸出市場



この大蔵省のシナリオ自体は、一つの展望として、妥当である。しかし、問題は小口預金の金利自由化を、預金者保護との関連でいかにバランスさせるかである。

§ 4—2 個人金融の問題

1) 個人金融市場の特殊性——情報偏在の問題

金融自由化、とりわけ金利自由化がその期待された機能を発揮するには、いわゆる競争市場の条件が不可欠である（①large conomy: 多数ないし無限の需要者・供給者の存在、②price taker、③取引される財の同質性、④perfect information、⑤free entry and exit）。この完全競争の条件が近似的に成立すれば、市場メカニズムは十全となるが、これらの条件が満たされないと「市場の失敗」が生ずる¹⁰⁾ことは周知である。金融市場がこれらの競争条件を満足しないので、金利自由化の効果は薄いと論ずることは、余りに皮相であり、金利自由化の意味を解さない議論であるといえよう。しかし、金利自由化のコンテクストにおいて、情報の不完全性については一言を要しよう。

不確実性の下においても、可能なあらゆる起りうる状況についての条件付き請求権 contingent claims の市場におけるパレート最適の競争均衡の成立を示したのは Arrow (1971) である。しかし、contingent claims の市場が設立できず、取引される財・サービスや取引主体の特徴が、当事者の一方に不完全にしか知られていない情報偏在の下にある競争市場では、

④ 競争的均衡は存在しない、

10) 「市場の失敗」には、次のタイプのものがある。

- ①市場調整の歪み（市場は成立するが非効率の作動のケース）……市場調整の遅れ、機能不全（独占、X非効率）、調整過程での逆選択、モラル・ハザード、非市場的組織、収益通増（規模の経済性）
- ②市場の普遍性の欠如（市場の形成そのものが困難）……不確実性、外部性・公共財の存在
- ③市場の解決不能領域（市場ではもともと解決不能）……所得分配問題、私権分配問題

預金の金利上限，MMDA，スーパー NOW の最低預入限度規制は残っているが，撤廃傾向にある）。日本の状況をアメリカの経験のどこに位置付けるかは重要であるが，段階的自由化から始めるにせよ（大口→小口，短期→長期，プロの取引→アマの取引），ある段階まで進行すると自由化に拍車がかかることになろう。

2) 預金金利の自由化

§ 1—1で整理したように，規制金利が残っている分野は，政府，金融機関，企業それぞれの資金調達分野である。もっとも，企業の資金調達については，実効金利では自由化されており，長期プライム・レートが自由化されていないが，これは事実上の意味を失っている。したがって，債券の発行市場と預金金利の自由化が課題である。債券の発行条件については，国債管理政策，財政制約からの要請を除けば問題は少ない。問題は，預金金利の自由化である。

大蔵省の『現状と展望』によれば，預金金利自由化は5段階の自由化である。

- (i) CD の発行単位の小口化および発行枠の拡大，期間の短縮
- (ii) 市場金利連動型大口預金の導入
- (iii) 大口預金ワイドバンド制の導入を含む金利規制の緩和
- (iv) 大口預金の全面的な金利規制の撤廃
- (v) 小口預貯金金利の自由化の検討

このシナリオと同時に，短期金融市場の整備（インターバンク預金金利規制撤廃，BA，TB 市場創設），金融先物市場の検討，預金保険制度の拡充，合併・再編成の推進などが掲げられている。とくに金融機関だけでなく，預金者，借入者にも自己責任原則が貫徹し，規制金利下での安定した金利の保障はなくなることを示している。さらに，郵便貯金の金利決定方式の制度的見直しなしに，預金金利自由化は困難であるとしている。

(表4-1) 金融システムの変化

-
- (i) wholesale 市場
- a) 既存市場の自由化
 - ①債券発行・流通市場の自由化
 - ②コール・手形市場のオープン・マーケット化
 - ③ユーロ円規制の撤廃
 - ④証券手数料の自由化
 - b) 新しい市場機能の導入
 - ①政府短期証券 (TB) 市場
 - ②銀行引受手形 (BA) 市場
 - ③金融先物市場
 - ④オフショア市場
 - ⑤海外CD・CP市場
 - ⑥国内CP市場
- (ii) retail 市場
- c) 金融慣行の変化
 - ①預金貯金金利の自由化
 - ②消費者金融の多様化
 - ③長短プライムレートの撤廃
 - ④債務者預金の消滅
 - d) リスキー・マネーへの対応
 - ①金利・為替の先物取引
 - ②新種商品の多様化
 - ③業態を超えたサービスの多様化
- (iii) 金融再編成
- e) 業態間の垣根の消滅
 - ①総合金融サービス化
 - ②特殊金融サービス (専門性, 地域性)
 - ③経営効率の劣悪な経営体の吸収・合併
 - ④ノンバンクの参入
 - f) market segmentation
 - ①預金者サービスへの対応 (小口, 零細性)
 - ②家計総合取引 (預金・負債の両建て)
-

験からも、自由化は一度走り出すと意外に速く進行するという意見もある。もっともアメリカでも金利自由化が1970年6月に30~89日物大口(10万ドル以上)CDから規制撤廃となり、ハント報告(1971年)などを経て、73年5月からは90日以上物の自由化、市場金利連動型のMMC(78年)、SSC(79年)の登場、NOW(80年)、MMDA(82年)、スーパーNOW(83年)と続く。また、小口定期預金金利も73年から小刻みに実施された。80年金融制度改革法が予定した6年間での金利自由化を3年で達成したことになるが、インフレによる高金利があったことと、最初のステップからは10数年を要していることに注意する必要がある(貯蓄預金、NOW、7~31日物定期

(表3-2) 財投計画の状況

(億円)

	改定計画額 A	翌年度繰越額		不用額		B+C/A
		B	B/A	C	C/A	
77年	139,260	26,493	19.0%	5,313	3.8%	22.8%
78	155,412	32,418	20.9	15,465	10.0	30.9
79	201,270	29,456	14.6	7,284	3.6	18.2
80	182,567	31,190	17.1	1,529	0.8	17.9
82	208,363	33,547	16.1	2,297	1.1	17.2
83	207,029*	33,942	16.4	2,217	1.1	17.5
84	243,461*	36,000	14.8	13,000	5.3	20.1

*) 発初計画

ることが望ましい。なぜなら、財投計画（国債保有を除く）のうち、繰越額・不用額の占めるシェアは増大しているが（近年は77～78年の急増に対して批判があり、表面上は18%程度であるが、実際はもっと大きいと思われる。表3-2）このことは、財投機関の中にその本来の役割を終えたものがあり、財投機構それ自体の見直しの必要性を意味するといえよう。

（82年末に、資金運用部資金は123兆円、簡保資金は20兆円の資産運用というが、国債残高を全て引受けたとしても約40兆円の資金があるわけで、財政投融资本来の機能は充分発揮できるのではなからうか。尚、資金運用部資金は、85年4月末には、153兆2,000億円になった。）

IV] 金利自由化の展望

§ 4-1 金利自由化のもたらすもの

1) GRADUALISM

金利自由化および付随した金融自由化は、金融システムに対して新たな展開を迫ることとなる。表4-1はその態様を整理したものである。この金融システムの変化はどの位のテンポないしタイム・スパンで実現するかが金利自由化のインパクトとしては重要である。金融制度調査会・金融界の一般的意見はグラジュアリズム（漸進主義）であるが、当初6年かけて預金金利全面自由化を目指したものが3年で完了したというアメリカの経

(表3-1) 財政投融资の赤字補填分としての利用

	財投計画 (兆円) A	赤字補填分(兆円)			$(B+C)/A$	$(B+C+D)/A$
		国債 B	地方公共団体 C	事実上 D		
75年	9.7	0.4	1.8	2.2	22.7%	45.4%
78	14.9	1.0	3.1	2.5	27.5	44.3
79	18.3	1.5	3.8	2.4	29.0	42.1
80	20.7	2.5	4.0	2.4	31.4	43.0
82	23.3	3.5	4.4	4.0	33.2	50.0
83	24.4	3.7	4.3	4.6	32.8	51.6
84	24.7	3.6	4.7	4.9	33.6	53.4

すなわち、

①国債の低利発行の要請、および地方公共団体の低利融資、地方債の低利発行の要請が強い、また、国債保有自体が含み損(事実上の課税)を前提とすること、

②財投機関による財投枠外民間資金調達は、赤字補填的性格なので、調達コストは低利であることが望ましく、金利自由化による金利上昇には耐えられないこと、

③財投機関が財投借入により赤字補填を行う場合、資金コストの上昇には耐えられず、財投金利自体が金利体系の中で硬直化し易いこと、がある。このほかに、財投自体がもつ金利自由化に対する阻害要因として、

④政策金融の目的上、基準金利の変更が不可能なものが多い(例えば、住宅金融公庫の基準金利5.5%)、すなわち、市場原理ではなく、他の政策的要請などに依拠していること、

⑤財政制約のため、一般会計からの利子補給金が充分得られず、その分を財投機関の経営努力による場合、資金調達コスト上昇には耐えられないこと、

があげられよう。

財投計画自体は、赤字補填分と本来の財政投融资に区分し、計画運用す

常収支黒字の下でアメリカの高金利により本邦資本が流出すると、円安となるが、この円安が経常収支黒字を拡大する。ここで、金利を引下げると、内外金利差が拡大して、本邦資本流出を加速し、金融政策の機動性・自由度が失われてしまうという制約が生ずるのである。

内外資金交流が活発化すれば、このような状況がしばしば生ずるおそれがあり、為替レートの調整機能がうまく作用しないと、金融政策を為替レート対策として用い、国内均衡に金融政策を機動的に活用するという役割が小さくなってしまうことになる。

§ 3—6 財政投融资の問題

財政投融资が高度成長期に果たしていた景気調節機能・資源配分機能を弱めつつあり、それは実物投資とリンクしない融資（一般会計の肩代わりないし累積赤字への融資）への変質として現われている。とくに、対中央・対地方への融資（国債引受、地方債引受、地方公共団体への貸付増大）が顕著であり、財投資金から締め出された財投機関は財投枠外の民間資金調達（政保債、公社・公団・公庫債発行など）が増加し、これは、政府赤字の肩代わり分で、財政機関の累積赤字補填用の資金である。さらに、財政制約から、財投機関が本来の投資枠以外に、利子補給不足分を財投からの融資で賄っている部分もある。その結果、財投は本来の投融资と赤字補填分に分化して機能せざるを得なくなっている。表3—1は、財投画計中の赤字補填分を示すが、中央・地方政府分だけで（財投機関の赤字分は含まない）、75年の22.7%から83年の32.8%に急上昇していることがわかる（また、地方公共団体への短期貸付は含まないことに注意）。これに、財投機関が民間から資金調達する部分（ほとんどが収益をあげていない機関で、事実上赤字の補填と思われる）を、「事実上の赤字補填」と考えると、財投計画の約50%が赤字補填であることになる。

この点に注目すると、財投は金利自由化のネックとなることがわかる。

策は難しくなり、公開市場操作の有効性も小さくなる。74年以降、 M_1 流通速度の上昇、 M_1 需要関数の所得弾力性低下、 $[M_2+CD]$ 需要関数の金利弾力性低下などの構造シフトが起こっているといわれるが、そのシフトが漸進的なので、適正通貨量の捕捉が保たれているともいわれる。

2) 変動金利制の問題点

金利自由化の中で、貸出金利が弾力化されたものに変動金利制による貸出がある。この変動金利制は、住宅ローンのように、長期貸出の場合に、借入期間中の金利負担を平準化して、借入時点における金利の高低からくる借手の不公平さ、負担の相違を除去し、併せて貸手である金融機関の期間損益の平準化を図るものである。

たとえば、83年から民間住宅金融に変動金利制が導入されたが、借入時の金利の高低は金利の市場メカニズムの活用により、金利機能の活用つまり景気調節機能ももつはずである。ところが、期間中の金利負担が借入時点の金利の高低にかかわらず一定なので、高金利時に、住宅買い控えの緩和に寄与することが期待される。すなわち、通算借入期間でみた金利の平準化により、借入時の金利水準と関係なく借入れが行なわれることは、金利政策の有効性を減殺する可能性がある。

但し、貸出金利そのものが自由化され、借入期間中は借入時の金利のまま固定されるケース（固定金利制）には、金利機能が発揮されることは言うまでもない。

3) 為替レートの制約

金利自由化は、内外資金交流を強めると思われるが、資金交流が一方的になると、為替レートの一方的変動から、金融政策を為替レート対策として使用しなくてはならないケースが生じ、金融政策の有効性が弱められる。これは、82～83年の内外ディレンマ・ケースがその典型的な例である。経

の要請は大きい。

しかし、低利発行だけが財政負担の軽減になるわけではない。発行方式の選択により発行手数料を節約すること、満期を多様化すること、高金利時に短期物、低金利時に長期物を発行することなどによっても、財政負担の軽減は実現される。とはいえ、国債発行が当分余儀無いものであり、かつ85年度からは借換債発行が行なわれる以上、低利発行の要請は依然大きいものがある。

§ 3—5 金融政策の有効性

金利自由化は、金融市場における金融サービス生産の効率性を引上げ、社会に利益をもたらすわけだが、金利自由化は金利機能の発現を通じ、金融政策の有効性を高めることが期待されるはずである。しかし、金融政策の有効性が損われることもあり、自由化の制約となりうる。

1) マネー・サプライの捕捉困難性

統計上のマネー・サプライは、新金融商品の登場で捕捉が難しくなる。アメリカで *missing money* といわれたこの問題は、日本でも現行は $M_2 + CD$ が一応の指標であるが、普通預金並みの機能をもつ中期国債ファンドなどの投資信託、あるいはビッグ、ワイド、ハイ・パックなどへの資金シフトが起こっていることは、non-bank public の金融資産ないし通貨性資産の保有増加がマネー・サプライに現われないことになる。無論、統計の整備などによって対応すればよいといえるが、通貨需要関数の不安定化、流通速度の低下などが生じ、物価安定などに必要な適正通貨量の判定が難しくなるという新たな問題もある。とくに、ノンバンクが銀行の商品と代替的な高利回り商品を提供し、ディスインターメディエーションが発生すると、金融政策の対象外に通貨がシフトし、金融政策の有効性・機能性は低下する。準備預金制度にノンバンクを加えても、窓口規制による金融政

§ 3—3 自由化に伴う効果の非対称性

自由化は、経済主体にとっていかなる効果をもつであろうか。法人、金融機関にとっては、資金運用・調達の両面において効果は大きいと思われる。しかし、個人にとっての効果はそれほどは思われぬ。たしかに、預金金利は上昇するであろう。この点はプラスである。ところが、アメリカの自由金利商品が、MMC・MMDAについて当初の最低預入限度2,500ドル(85年1月から1,000ドル)とされていたように高利回り商品は、ロットが大きい。

『貯蓄動向調査』によれば、84年末にサラリーマン世帯の平均貯蓄残高は648.9万円というが、全サラリーマン世帯の2/3はこれ以下である。最も世帯の多い貯蓄残高は184万円にすぎず、このうち約5割が生保などを除く、任意性の貯蓄(預貯金)であるにすぎない。家計の working balance を除けば、事実上高利回り商品に向けられる規模は小さいはずである。したがって、この個人が自由化によってうける効果が小さい以上、その非対称性に対して何らかの対策を講じない限り、消費者の勝利とはいえず、自由化礼讃とはいいいにくいのである。

§ 3—4 国債管理政策

国債管理政策とは、できる限り財政負担の軽減を図りながら国債が経済の各局面において無理なく受入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還について行われる種々の政策をいうが、その目的として、国債の多様化、発行時期・方式の効果的選定、有効な流通市場の育成、満期構成の最適化、関連する経済政策との協調、そして財政負担の軽減が挙げられる。この財政負担の軽減は発行コストの削減という要請だけでなく、借換えに当たっての利払の削減も重要である。したがって、国債発行を続ける限り、そして借換債の発行が必要な限り、財政負担の軽減化、すなわち低利発行

§ 3—2 信用秩序の維持

金利自由化、金融自由化の中で、投資家、預金者保護と並んで金融システムの信頼性確保が挙げられる。これは、信用秩序の維持として議論されているが、従来は保護行政によって実現されてきた。いわゆる「護送船団方式」である。これは、金融システムへの公共性の要請にもとずき、長短分離を縦糸ととし、専門性・地域性を横糸に、業態間をきめ細かく分離する方式で、ノンバンクの参入あるいは海外からの参入に障壁を設けるものであった。とくに、金融システムが、決済システムとして機能することが信用秩序の根幹に据えられ、手形交換制度が狭義の決済システムとしてワークした。金融業を規制産業とした所以である。

信用秩序は、市場におけるディシプリンと業界の自主規制、および当局による競争制限的規制、バランス・シート規制により維持されるが、後者による処が大きかった（事前的規制）。もし、この規制を取り去ったとき、市場のディシプリンないし自由規制で信用秩序は維持されるだろうか。そこで、預金保険制度、last resort としての中央銀行としての機能がクローズアップされる。しかし、大きな信用秩序の動揺・混乱に対しては決して充分とはなりえないから、当局による金融機関に対する検査の充実、ディスクロージャーの推進が不可欠となる。

信用秩序の維持は、自由化にブレーキをかけるものとしては、妥当な側面も多いが、いわば既得権益の擁護の面も強い。したがって、競争激化が避けられない中で、経営破綻を引起した場合には、再編成によって対処し、自己責任原則の貫徹が不可欠となる。公的当局が経営危機に陥った銀行をいつも救済すれば、銀行が risk-taking となり、モラル・ハザードに陥る。自由化による信用秩序の混乱は避けなければならない。周到なプログラムが必要である。むしろ、信用秩序の維持による自由化抑制は、自由化による構造変化への対応を遅らせ、信用秩序維持の妨げとなるおそれがある。

トないし阻害要因はないのであろうか。金融市場はすべて市場型取引ないし市場型証券によって取引されるわけではなく、相対型取引によって支えられる部分も大きい。金利自由化が経営の効率化を迫るものである以上、経営体質の弱い金融機関の存立を危うくする。とくに、金利自由化が業態間の垣根撤廃を伴って進行することは、信用秩序の維持、金融再編成（合併、転換など）が生じ、自由化のスピードを抑えるであろう。

§ 3—1 民間金融界の論理

民間金融界は、金利自由化に対して積極的対応、前向き対応、漸進的対応に大別されるが推進賛成論が多い。いわゆる自由化必然論が支配的で、その際、①金融弱者の扱い（中小企業、農林漁業、消費者等）、②金融再編成の懸念（業態間の摩擦、大対中小の摩擦など）、が条件として付されることも多い。しかし、それ以上に、③国債および郵便貯金に対するネック論がある。国債については、自由化を促進する一方で、大量発行は、発行コストの軽減要請という財政の論理から、できるだけ早く是正するべきとするものである。

郵便貯金が阻害要因となる考え方は、民間金融界に根強い。郵便貯金が特殊商品で特別な税制措置をもち、コスト原理の働かない金利設定等により、シェアを拡大している（ディスインターメディエーション）ことこそ、弊害とするものである。とくに、郵貯金利の取扱いが別建てであることが（金利二元論）、金利自由化のネックとなると考える。郵貯がコストを無視し、市場原理を無視した金利設定をすれば、民間金融機関には対抗しえないとする論理である。これに対しては、①金利決定への預金者の意思の反映のルートとして重要である、②郵貯金利は運用利回りに制約され、運用利回りも市場実勢に制約されるので、市場実勢以上の金利はありえない、などの批判もある。いずれにせよ、一元化が望ましいかどうかは、金利だけで議論できない面も多い。

② 家計の負債行動

§ 2-3 C & C (Computer & Communication: 情報化)

§ 2-4 金融自由化

(以上前号)

(以下本号)

Ⅲ] 金利自由化の阻害要因

§ 3-1 民間金融界の論理

§ 3-2 信用秩序の維持

§ 3-3 自由化に伴う効果の非対称性

§ 3-4 国債管理政策

§ 3-5 金融政策の有効性

- 1) マネー・サプライの捕捉困難性
- 2) 変動金利制の問題点
- 3) 為替レートの制約

§ 3-6 財政投融资の問題

Ⅳ] 金利自由化の展望

§ 4-1 金利自由化のもたらすもの

- 1) GRADUALISM
- 2) 預金金利の自由化

§ 4-2 個人金融の問題

- 1) 個人金融市場の特殊性——情報偏在の問題
- 2) 対個人金融市場
- 3) 住宅ローン市場
- 4) 小口預金金利の自由化——小口預金金利の下方硬直性

§ 4-3 金利の動向

- 1) 金融市場の効率化
- 2) 若干の理論的考察
- 3) 金利の動向
- 4) 信用秩序の維持について

Ⅲ] 金利自由化の阻害要因

金利自由化については、必然の流れとの認識が一般的であり、預金者にとっても預金金利上昇などによりメリットがあるとされるが、ディメリッ

金融自由化の論理（Ⅱ）

——金利自由化を中心に：展望——

村 本 孜

〈内 容 目 次〉

I] 金利自由化の論理

§ 1-1 低金利政策のメカニズム

- 1) 日本の金融システム
- 2) 競争重視論と規制重視論
- 3) 低金利政策の論理
- 4) 低金利政策のインプリケーション
 - ① 政府金融のケース
 - ② 債券市場のケース
 - ③ 預貯金市場のケース
 - ④ 低金利政策のメリット
 - ⑤ 低金利政策の弊害

§ 1-2 金利自由化の意義

- 1) 金利の機能
- 2) 金利自由化の意義
- 3) 金利自由化の問題点

II] 金利自由化の促進要因

§ 2-1 外 圧

- 1) 市場開放要求
- 2) 金融の国際化

§ 2-2 内 圧

- 1) 国 債
- 2) 金利選好
 - ① 家計の貯蓄行動