

戦後日本の高度経済成長期における 金融規制と「人為的低金利政策」

小 村 衆 統

(受付 2002 年 10 月 11 日)

【1】 序

戦後日本における高度経済成長期の金融規制は、分類上では主としていわゆる競争制限的規制とバランス・シート規制であった。そこで最初にこれらの金融規制分類上の位置付けを示しておこう。

金融取引は将来にわたる契約を伴うから、取引当事者が共に契約が円滑に締結され、実行されるという確信を持つことがきわめて重要である。したがって、金融取引の有効性を保証するための最低限のルールが必要である。商法や証券取引法そして最近の金融サービス法等は、金融取引一般の有効性を保証するような形で規定している。このようないわゆる「取引法」の規定は、金融取引者や金融機関の活動を制約するものであり、広義の「金融規制」に含まれる。しかし今日一般に「金融規制」と呼ばれているのは、金融機関の活動をより直接に規制するいわゆる「業者法」である。金融機関・業者は金融取引の担い手であり、金融システムの中核的位置を占める。したがって、今日、金融機関・業者に対する規制の目的は、金融の「システミック・リスク」の顕現を予防することであり、そしてその起因となる個別金融機関の破綻等を未然に防止することにある¹⁾。

「金融機関・業者規制」は、今日一般的には次のように分類されている。まず、「事前規制」と「事後規制」に大分類される。前者は、個別金融機関・業者の経営健全性の維持を通じて破綻を未然に防ぐための規制であり、「競争制限的規制」と「健全経営規制」（バランスシート規制等）とに分類される。後者は、たとえ個別の金融機関・業者の破綻や取り付け等が発生したとしても、それらの波及によって金融システム・決済システムが機能不全に陥らないよう防止するために、それらを速やかに処理するためのルールである。したがって、後者は「金融のセーフティ・ネット」と呼ばれており、預金保険制度、公的資金支援、金融機関・業者の相互扶助制度等である。

高度経済成長期において、政府・大蔵省は金融機関の間での競争を事前に防ぐために、金

1) 岩田 [2000] pp. 132~133 参照。

利規制・業務分野規制・新規参入規制・店舗規制・内外市場分断規制等のいわゆる競争制限的規制を設定すると共に、個別金融機関の経営・財務状況を安定化させるために、行政指導によって諸種のバランスシート規制を行った。さらに政府・大蔵省はこのような金融システム安定化政策の下で、日本銀行の金融政策の妥協的運営を引き出すことにより「人為的低金利政策」の実現を図り、それによって日本企業の国際競争力を高め、日本経済の経済成長を高めようとしたといえよう。他方、「預金保険制度」の発足が1971年7月であったから、高度経済成長期のほとんどで金融セーフティ・ネットの制度的仕組みは存在しなかったといえよう。しかし実際上は公的資金支援（日銀融資等）を前提にしていたと考えられる。

【2】 高度経済成長期における競争制限的規制

この期間における金融業に関する競争制限的規制として、価格規制、業務分野規制、内外市場分断規制、新規参入規制、店舗規制、新商品規制等が挙げられる。以下、これら各規制の概要を説明する。ただし、小稿では主として銀行業に関する規制を対象とする²⁾。

（1）金利規制

日本では、第2次世界大戦後から1970年代前半ぐらいまで、預金金利、長短貸出プライムレートなど銀行貸出金利および公社債の発行条件は、法律や行政当局を含む関係者間の協議によって決められる「規制金利」であった。

① 預貯金金利規制

この時期の民間金融機関の預金金利規制は、1947年12月に交付・施行された「臨時金利調整法」（通称、臨金法）に基づくものであった。臨金法の立法趣旨は、第1に金融機関の経営を危機に陥れるような過度な金利競争を回避することにあつたが、このほかに戦後のインフレ高進の下でコスト面から物価安定を図るため、貸出金利の不当な高騰を抑制することにも重点が置かれたようである。銀行が預金獲得のため預金金利を競争的に引き上げ資金調達コストが上昇すると、銀行は収益を維持するために、十分なリスク対策をしないままリスクの大きい高利回りの貸出や証券投資を行うようになり、その結果銀行の財務状況が著しく悪化し、ひいては破綻に至ることになるからである。

臨金法によれば、預金金利の最高限度は大蔵大臣の発議により日本銀行政策委員会が金利調整審議会に諮問のうえ決定し、大蔵大臣が告示することになっている。預金金利の最高限度は、当初は預金の種類（10種類）・期間ごとに定められていたが、1970年に金利の弾力化を

2) 以下は、日本銀行調査局 [1969]、[1979]、日本銀行金融研究所 [1986] に依っている

図る趣旨から簡素化された（定期預金を1本化し4種類）。しかし実際には、臨金法による告示の範囲内で日本銀行がガイドラインとして預金細目金利を定め、金融機関にその遵守を要請したので、各金融機関は自行の預金金利をガイドラインの上限に決めた。したがって、実質的にはそれまでと同様に種類・期間ごとの規制が行われていた。

郵便貯金金利は、郵便貯金法に基づいて郵政大臣が郵政審議会に諮問し、その答申を踏まえて閣議で決定され、政令により交付されることになっていた。郵便貯金金利と民間金融機関の預金金利とは必ずしも連動的ではなかったが、1971年9月に郵政、大蔵、内閣官房長官の3者間で、民間金融機関の預金金利の決定・変更の際には、郵便貯金金利も整合性を重んじて機動的に対処する趣旨の合意が成立した。

② 民間金融機関の貸出金利規制

民間金融機関の短期貸出金利は、その最高限度が法律によって制限されていた。主要な銀行（全国銀行、信託銀行、保険会社および農林中央金庫）については、短期貸出金利（1年未満）の最高限度は、臨金法に基づき大蔵大臣の発議により日本銀行政策委員会が金利調整審議会に諮問のうえ決定し、大蔵大臣が告示する。民間の中小企業金融機関については、短期貸出金利の最高限度はそれぞれの業体法に基づき大蔵大臣が認可するというものであった。

金融機関はこのような法定最高限度の範囲内で実際の適用金利を決めることになるが、全国銀行については短期貸出金利の実際の最高限度は、1958年以降公定歩合の変更の都度、全国銀行協会連合会（全銀協）の申し合わせによる自主規制の形で連動して動かされるようになった。さらに、1959年3月には「標準金利」制が導入され、標準金利が全銀協の申し合わせにより公定歩合の変更と同幅だけ動かされることになった。標準金利（「短期プライムレート」）は「信用度の特に高い手形の割引および貸付」に適用されるものであるから、これが貸出金利の事実上の下限となる。標準金利は1970年以降、公定歩合の年利0.25%高とされた。

しかしこのような申し合わせは「独占禁止法」との関係もあって、1975年4月に廃止され、その後は公定歩合の変更に際し日本銀行総裁が各銀行に追従方を要請し、これを受けて各銀行が自主的に公定歩合に連動して短期貸出金利の最高限度とプライムレートを変更する形となった。実際には、全銀協会長銀行が先行して変更し、これに他の銀行も追従するといういわゆる「リーディング・バンク方式」であった。ところが1981年3月には、公定歩合引き下げ1%に対し短期プライムレートの引き下げ幅は0.75%であったため、両金利の格差は0.5%に拡大した。

各銀行の個別企業に対する短期貸出金利（「貸出約定金利」）は、上記のように決められる最高限度金利と短期プライムレートとの間で決定されたのであり、これ自体は規制されていたわけではない。事実、貸出金利と自由金利の短期市場金利や公社債流通利回りとの裁定関係がかなりあったとみられる。そして表面上の貸出金利の水準に比べて、いわゆる「貸出実効金利」は

取引相手に応じて少し高めに決められた³⁾。高度経済成長期（大体1955－1973年）には短期プライムレートの適用先は一部の優良企業に限られていたが、その後、企業の銀行借入依存度の低下が進むにつれて、短期プライムレートの適用先は次第に広範な企業・業種にまで拡大した。

長期貸出（期限1年以上）金利については、臨金法は適用されず、自主規制の申し合わせも行われていなかった。しかし実際には、長期信用銀行と信託銀行は電力会社等優良企業向け長期貸出に適用する金利（「長期プライムレート」）については、政策当局を含む関係者間の合意に基づいて決定していた。この結果、長期プライムレートは各金融機関共に、同時期に同幅の変更が行われ、その水準は長期信用銀行と信託銀行の5年物調達金利（すなわち、利付金融債応募者利回り、貸付信託予想配当率）に一定の利幅（各、0.9%、0.88%）を上乗せした水準で揃っていた。長期プライムレートは長期貸出の最優遇金利として、事実上下限の機能を果たしていた。

③ 政府金融機関の貸出金利規制

政府金融機関の貸出金利は、それぞれの法律あるいは業務方法書によって決められていた。それらの長期貸出金利については、民間の長期プライムレートと同水準の「貸付基準利率」が設定されたが、政策的見地から資金用途を特定した貸出については、長期プライムレートより低い「貸付特別利率」が別途設けられた。貸付基準利率も特別利率の多くも民間の貸出金利に追随して変更された。

④ 信託配当率

信託銀行の金銭信託予定配当率および貸付信託の予想配当率は、それまでは臨金法の適用対象であったが、1961年4月以降同法の対象から除外され、建前上は各銀行が自主的に決定することになった。しかし実際には、預金金利や債券金利等とのバランスを考慮して関係者間の合意により一律の水準に決定された。

⑤ 公社債の金利

新発債の発行条件（表面利率・発行価格）については、発行主体あるいは引受主体が自主的決定の建前の下で、関係者との交渉や他の金利等のバランスを考慮して決定した。したがって、これらも規制金利とみなされる。ことに長期利付国債については、「国債発行世話人会」において毎月の国債発行額・発行条件について協議が行われ、それに基づいて発行条件が決められた。そして1975年頃までは、長期利付国債の金利が最も低く、次いで政府保証債、地

3) 1962年（昭和47年）当時の「貸出実効金利」を、鈴木〔1974〕（p. 61）は次のように推計している。預金への「事後的な限界歩留り率」を約40%、過去10年間の貸出約定平均金利を7.2%、預金金利を4%として計算すると、「貸出実効金利」は約9.3%（ $= (7.2 - 4 \times 0.4) \div 0.6$ ）となる。これによれば、貸出実効金利は貸出約定金利の約2%高である。また、このような事後的貸出実効金利を銀行の種類別にみると、都市銀行が9%弱、地方銀行が9%強、信用金庫が約11%であったという。この貸出実効金利の推計は貸出約定平均金利に基づいているので、純粹の短期貸出自体の実効金利ではないが一応の目安になるであろう。

方債、金融債、事業債の順で高くなる形の金利体系が重視された。

政府短期証券については、「国債に関する法律」に基づき大蔵大臣がその時々金融情勢を勘案しながら発行条件（割引歩合）を決定することになっていたが、実際には公定歩合に連動して、しかもそれより低い水準に決められた。

⑥ 規制金利体系

以上のような各種の規制金利の水準や変動に関して、密接な相互関係が存在していた。こ

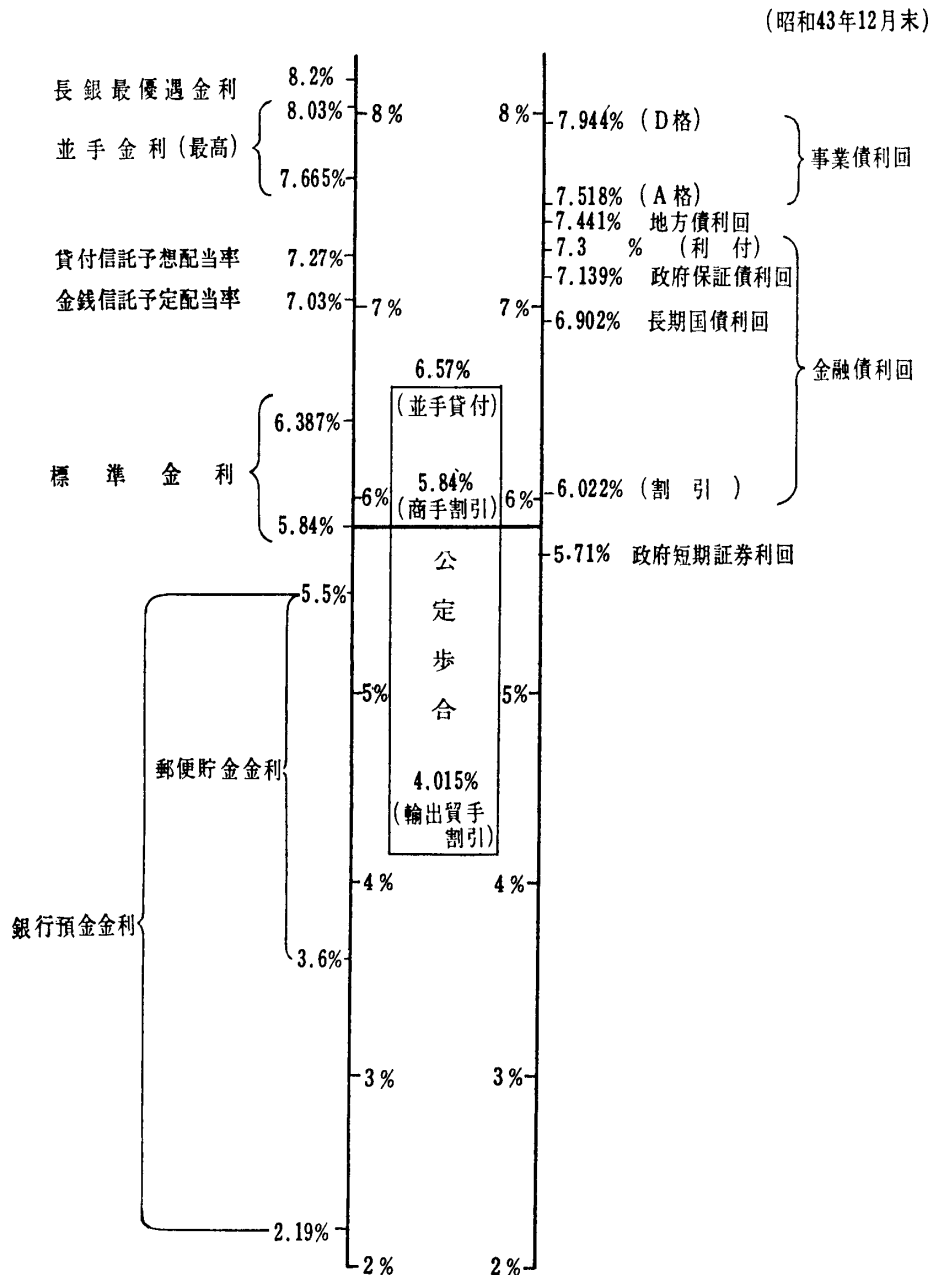


図1 現行金利体系

(出所：日本銀行調査局『わが国の金融制度』(1969年))

の関係は「規制金利体系」と呼ばれ、規制当局および市場関係者によって金利決定の基準として極めて重視されていた（図 1 参照）⁴⁾。このような規制金利体系は、次のような暗黙のルールに基づいていた。（i）流動性の低い長期の資産・負債の金利は、流動性の高い短期の資産・負債の金利よりも常に高いこと、（ii）公社債の発行利回りは、信用度の高い発行主体のそれが信用度の低い発行主体のそれよりも低いこと、（iii）金融機関の資金調達金利と運用金利との間のマージンを安定的に維持すること、以上の 3 点である。このようなルールに基づく規制金利体系は、公定歩合を基軸として高度経済成長政策および間接金融優位・オーバボロイングの金融システムの下で円滑に機能したといえよう。

（2）民間金融機関の業務分野規制

この時期の業務分野規制は、次の 3 つの特徴的な分業体制をとったことである。すなわち、長期金融と短期金融の分業、預金業務と信託業務の分業、金融仲介機関と証券会社の分業である。

① 長期金融と短期金融の分業（長短金融の分離）

わが国における長短金融の分離は、1927年に制定された「銀行法」で強調されているように、基本的には「商業銀行主義」の理念に基づくものである。また、1952年に制定された「長期信用銀行法」の趣旨として、（i）専門家のメリットを生かして資金の円滑な供給をはかる、（ii）預金者の保護のために、普通銀行等の資金調達と資金運用の期間対応を確保する、（iii）普通銀行のオーバーロンを改善する、の 3 点が挙げられている。

長期金融を主業務とする長期信用銀行には中期（5 年物）金融債の発行が認められたのに対し、普通銀行等の定期預金の期間については、金融債との競合をさけるために大蔵省が最長期間を相対的に短くするように行政指導を行った。しかし普通銀行等の資金運用の期間は規制されていなかった。したがって、長短金融の分離は預金と金融債という手段とその期間による資金調達面に重点が置かれていたことになる。

② 預金業務と信託業務の分業（銀行・信託の分離）

1948年、信託会社は銀行に転換し兼営法に基づき信託業務を兼営することになり、信託銀行が創立された。また1959年には、大蔵省の行政指導により兼営都市銀行の信託部門が分離統合され、信託銀行が設立された。大蔵省は、このような銀行・信託分離による信託銀行の存在意義を長期金融機能への専門化にあるとみなしていた。実際、信託銀行の主業務は合同

4) 図 1 について若干の注釈を加えておく。並手金利（300万円以下：8.03%，300万円超：7.665%），標準金利（再割引適格分：5.84%，これに準ずるもの300万円以下：6.387%），銀行預金金利（1 年定期預金：5.5%，普通預金：2.19%），郵便貯金金利（定額貯金 1 年以上：5.5%，通常貯金：3.6%）。通常貯金の金利は零細貯金を優遇する見地から，銀行の普通金利よりも高めに決められていた。

運用の金銭信託や中期の貸付信託であった。

③ 銀行業務と証券業務の分業（銀行・証券の分離）

銀行・証券分離の原則は、1947年に公布された「証券取引法」において明確に規定された。証券取引法第65条の規定により、銀行等は投資目的や信託契約による場合以外、証券業務を行うことは禁止されていた。国債、地方債、政府保証債は同条の適用外とされていたが、実際には行政指導により国債の引き受け以外は禁止されていた。

こうした銀行・証券の分離の根拠として、次の2つの考え方があった。1つは、価格変動の大きい株式や長期債券の保有は銀行の財務状況・経営を不安定にし、商業銀行主義の理念に反するという考え方である。もう1つは、いわゆる利益相反の問題であり、銀行による証券業務の兼営は預金者と投資家の利益が対立して混乱を起こす恐れがあるとする考え方である。しかし、投資目的の株式・債券保有は禁止されていなかった点からみると、このような考え方が十分に認識されていたかは疑問といえよう。

（3） 内外市場分断規制（外国為替管理）

わが国では、国内と海外との間の金融取引を制限して国内金融市場と海外金融市場を分断するために、1933年に「外国為替管理法」が制定され、全面的な為替管理が導入された。そして第2次大戦後の1949年には「外国為替および外国貿易管理法」（外為法）が制定され、それにより対外取引は全面的に原則禁止とされ、政省令により個別に禁止を解除するという扱いがなされた。1950年代は厳しい外国為替管理が維持され、海外金融市場の国内金融市場への影響を遮断することによって国内金融市場における種々の規制が有効に機能するようサポートする役割を果たした。その後徐々に規制緩和が行われたがその進捗は緩慢であり、時には再度強化されることもあった。

1960年には、輸入ユーザンスを中心とする標準決済制度の規制緩和や非居住者自由円勘定の設定等資本移動規制の緩和ことに短期資本移動規制の緩和が実施された。そして1964年にはIMF 8条国への移行に伴い経常取引は原則自由とされた。しかし短資流入が活発となり、外貨準備が急速に増加してきたので、1968年には円転換規制の導入や短期インパクトローン規制の強化等を中心に短期外資に対する流入規制が強化された。他方、長期資本については、対外直接投資の自由化（1969年）および対外間接投資の自由化（1970年）が段階的且つ急速に進められた。これより先1967年7月には第1次資本自由化（対内）措置が実施された。

（4） 有担保原則

わが国では主要な金融取引において有担保原則が、明治末期から昭和初期にかけて漸次確立されてきた。そして昭和初期の金融恐慌をきっかけとしての長期経済停滞の下で信用不安

が高まり、金融取引の安全を保証するため、銀行貸出、社債発行、インターバンク取引等の主要な金融取引において「有担保原則」といわれる取引が慣行化するようになった。

ことにコール取引については、明治中頃の草創期にはほとんどが無担保だったが、金融恐慌をきっかけとして昭和2年（1927年）にコール市場参加銀行がコール協定を結び、国債担保の原則、長期物禁止の原則等の申し合わせを行い、有担保取引が定着することとなった。

（5）新規参入規制

新規参入規制とは、金融業の営業を認可するかどうかに関する規制である。わが国では、銀行業、保険業、証券業を営もうとする場合、大蔵大臣の免許を受けなければならないことが、それぞれの法律で定められている（「銀行法」第4条、「保険業法」第1条、「証券取引法」第28条）。ことに銀行業の場合、最低資本金額が定められており、さらに大蔵大臣は免許の審査に際し、財産的基礎、申請者の知識・経験・社会的信用、当地の金融秩序を乱さないかどうかを考慮すべきであるとされている。他方、銀行、保険会社、証券会社は、大蔵大臣の認可なしには廃業することは出来ないと定められており、また大蔵大臣は営業免許取消の権限も有している（「銀行法」第37条・第27条、「保険業法」第110条・第12条、「証券取引法」第34条・第35条）⁵⁾。

新規参入規制の第1の目的は、経営能力の極めて疑わしいメンバーや当初から何らかの犯罪を目指している人物や組織によって金融業が開設された場合に生ずる金融上の混乱を未然に防ぐことにある。このような意味での新規参入規制は、金融市場の安定性維持および公正取引の維持という観点から重要である。新規参入規制の第2の目的は、金融機関ことに銀行の数を制限することにある。銀行数が多すぎると、過当競争の結果、正常利潤を大幅に下回る利益しか得られない銀行が多数発生することにより、金融市場が不安定になる可能性がある。新規参入規制は、この可能性を低くするのに有効であると考えられていた。

他方、金融業からの退出（廃業）が、ほとんど無条件にないし退出コストゼロで行うことができるのであれば、著しい営業怠慢および不正行為の可能性を高めるであろう。したがって、金融業からの退出に関しても規制する必要があると考えられていた。

（6）店舗規制

金融機関の店舗（支店・営業所等）の設置や配置転換、廃止などについては、銀行法など各業態の法律により、大蔵大臣の認可が必要となっていた。銀行業に関しては、従来「銀行法」第6条で定められていた。また、代理店の設置および廃止も同様とされている。このような

5) 筒井 [1992] pp. 187～188 参照。

店舗規制の目的は、過当競争の防止、利用者の利便、効率的な店舗配置にあるとされていた。

【3】 高度経済成長期におけるバランスシート規制

（1） バランスシート規制の概要⁶⁾

バランスシート規制は、金融機関の各種資産および負債の保有に制約を課することによって、金融機関の経営の健全性を確保しようとするものである。わが国では、ことに預金者保護の観点から銀行の経営健全性の確保が、当局の行政指導の最重点とみなされてきた。銀行の業務運営については銀行の自主的活動を尊重する建前をとっていたが、実際上は大蔵省が銀行局長の通達等によって、預貸率、流動性資産比率、営業用不動産比率、自己資本比率、および配当率等の指導を行っていた。各々の内容を簡単に見ておこう。

① 預貸率：総預金残高に対する貸出金残高の割合を平均残高で80%以内に抑えることが求められた。目的は、オーバーローンおよび日銀借入依存を是正することであった。

② 流動性資産比率：預金に対する流動性資産（現金、預け金、金銭信託、コールローン、金融機関貸付金、有価証券、銀行引受手形）の割合が平均残高を30%以上にすることを目標とした。目的は、流動性状況を高め、資産構成を是正することであった。

③ 営業用不動産比率：狭義自己資本に対する営業用不動産の割合を50%以内に抑えることを目標とし、当面の低減目標を40%にするよう要請された。目的は、資金の固定化を防止し、資産構成を健全化することであった。

④ 自己資本比率：期末預金残高に対する広義自己資本（資本勘定+引当金勘定）の割合を10%に達するように指導していた。目的は預金者保護であった。

⑤ 配当率：記念配当を除く配当率を年10%以内、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行については9%以内にするよう求められた。目的は、自己資本の充実のため、銀行配当等の流失を極力抑制することであった。なお、1970年9月期からは、配当規制が若干緩和され、配当率年10%以内までは原則自由となり、また、一定の算式により算出される最高配当率の範囲内で最高15%まで配当できることとなった。

⑥ 経常収支率：経常収入に対する経常支出の割合を78%までにするよう指導していた。目的は、銀行の内部留保の充実であった。しかし、1967年9月期から統一的な経理基準が実施されることになり、経常収支率についての指導は1968年9月期以降廃止された。

6) 日本銀行調査局 [1969] pp. 174~175 および [1979] pp. 195~196 参照。

(2) バランスシート規制に関する実状

高度成長期のバランスシート規制に関して当時の銀行の実状はどのようなであったか。この点について、1966年頃の状況は次のようであった⁷⁾。

1966年9月の業態別平均（単位：％）

	都市銀行	地方銀行
預貸率	98.9	83.2
流動性資産比率	26.8	25.1
営業用不動産比率	61.0	40.7
自己資本比率	5.8	7.4
経常収支率	83.5	76.5

以上のように、平均値で地方銀行の営業用不動産比率と経常収支率以外は基準を充たしていなかった。また個別銀行毎にみた場合、上記5つの基準のうち基準を充たしている数と未充足の数はつぎのようであった。

都市銀行の場合、1：4が2行、0：5が11行であった（当時、都市銀行数は総計13行）。地方銀行の場合は、5：0が1行、4：1が9行、3：2が6行、2：3が24行、1：4が18行であり、2：3および1：4が過半を占めていた（当時、地方銀行数は総計63行）。

上記バランスシート規制の比率は高度経済成長期間を通じてみた場合、大要次のような状況であった⁸⁾。

まず預貸率については、都市銀行は平均100%超、地方銀行は平均85%で、80%以内を実現したことはなかった。流動資産比率については、都市銀行が1966年頃に27%弱、地方銀行は1959年頃に約27%が各々最大であり、平均はそれらよりかなり低かった。営業用不動産比率については、都市銀行は1960年代中頃では50%ないしそれ以下で基準を充たしていたが、その後は50%を越えた。地方銀行は1960年代中頃以外は40%水準で基準をほぼ満たしていた。自己資本比率については、1970年における都市銀行の7%強、地方銀行の8%弱が各々最大であり、それ以前も地方銀行は大体7%台を維持していたが、都市銀行は5%以下に低下した時期もあった。経常収支比率については、都市銀行の比率は1957年頃に急上昇し、高度経済成長期を通じて85%前後の水準で推移したのに対し、地方銀行は1950年初頭以降高度成長期を通じてほぼ75%水準を維持した。

以上のように当時実際には、主要な普通銀行（都銀・地銀）は平均でも個別でも大部分が、バランスシート規制に関する基準をほとんど充たしていなかった。この点に関して、当時の行政指導当局である大蔵省銀行局長は、基準値が実際の平均値よりもはるかに高いのは理想が現実からかけ離れ過ぎているのであり、基準が高すぎるという面があるので、基準を平均

7) 大蔵省銀行局 [1] pp. 348～349 参照。

8) 伊藤 [1995] pp. 195～204 参照。

値ぐらいまで引き下げることが望ましいという趣旨の発言をしている⁹⁾。しかしその後の高度経済成長期を通じてこれらの基準は変更されなかった。

なお伊藤 [1995] によれば¹⁰⁾、以上のような大蔵省の経営諸比率指導は、時期によってその重点が移動されたという。おおよそ1949年～56年期間は、経常収支率規制に中心が置かれていた。これは主として人件費を中心とする経費を抑制することによって内部留保を厚くすることを促進するためであった。また、おおよそ1957年～1965年前後の期間は、預貸率規制に重点が置かれた。これは過剰投資の抑制というマクロ上の目標のためであった。

【4】「人為的低金利政策」の実態と所得分配効果

1950年代前半から70年代始め頃までの日本の高度経済成長は、主として産業界を中心とする国民側の努力によるものであったが、一般に政府の経済政策ことに産業政策も重要な役割を果たしたとみなされている¹¹⁾。そして、そのような産業政策がいわゆる「人為的低金利政策」およびその他の諸金融規制によって支えられてきたということも慣行的な仮説となっている。この場合の「人為的低金利政策」の定義は一般に必ずしも明確ではないが、ここでは金利を市場の需給実勢によって成立する水準よりも人為的に低く抑え込む政策と定義しておく。したがって、政策当局が資金の供給を増加させることによって金融を緩和し金利を引き下げる本来の低金利政策とは区別される。以下では、「人為的低金利政策」の実態はどうであったのか。その目的は何であったのか、そしてそれは部門間の所得分配にどのような影響を与えたのか。これらの問題について従来から為されてきた議論を参考にして、若干の考察を行いたい。

(1) 人為的低金利政策の実態——高度経済成長期における主要金利の状況——

先に記したように、高度経済成長期において多くの金利は公式的あるいは非公式に規制されていた。しかしながら統計上の観察結果から、1970年代始め頃以降の金利やその当時の先進主要諸国の金利と比べて十分に低い金利に固定されていたとはいえないとして、高度経済成長期において政策当局が「人為的低金利政策」を採用したとする伝統的な議論に対して疑義を呈する見解がある¹²⁾。そこで以上の点を直感的・視覚的に判断するために、以下では統計数値と共にグラフを作成し表示することにした。なお、観察期間は1950年から1980年とし、日本と比較するために主要国としてアメリカ、イギリス、西ドイツ、フランスの4カ国

9) 大蔵省銀行局 [1] pp. 349 参照。

10) 伊藤 [1995] p. 207。

11) 中村 [2001] pp. 189～196参照。

12) 例えば、Horiuchi [1999]。

を対象とした¹³⁾。データは、日本銀行調査局『国際比較統計』、『外国経済統計』および Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates*, 3rd ed. revised. 1996, Rutgers University Press. に依っている（いずれも年次データ）。

日本の戦後高度経済成長期をいつの期間とみなすかについて幾つかの見方があるであろうが、ここでは1955年から1973年までとしておく。1956年度（昭和31年度）の『経済白書』は「もはや戦後ではない」と断言し、戦後復興経済からの離脱を宣言した。そして1974年秋の第1次石油ショックを契機として経済成長率は大きく低下し、その後はいわゆる安定経済成長期となった。1955年～1973年の期間、日本の実質経済成長率は年平均約10%で、世界の主要な諸国のそれよりもはるかに高かった。しかも率の高さの割に変動も比較的小さかった。すなわち日本の変動係数は0.347でフランスに次いで低い（図2、表1参照）。以下、日本の高度経済成長期における日本の諸金利が、主要諸国（アメリカ、イギリス、西ドイツ、フランス）の同時期のそれらと比べてどのようなであったかをみてみよう。

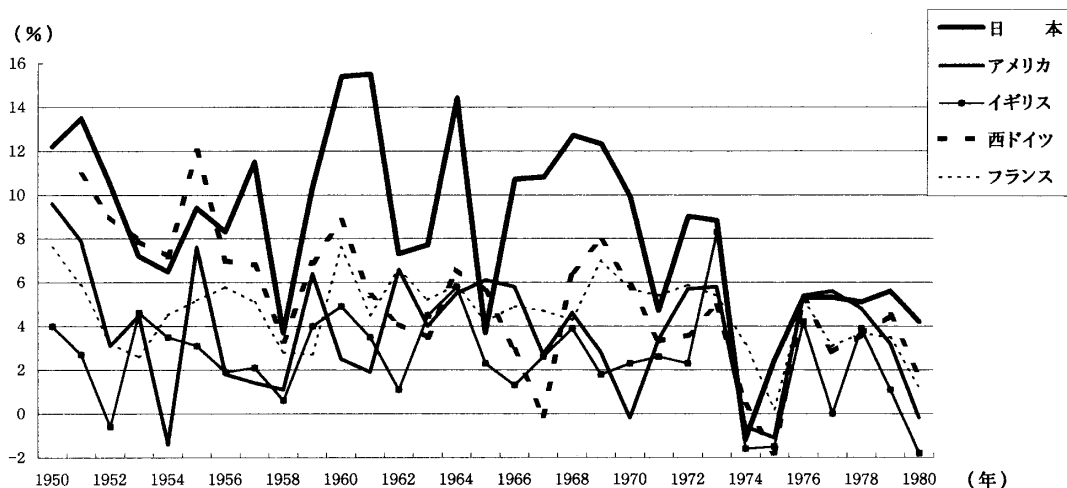


図2 主要諸国の実質経済成長率の推移 1950—80年（単位：%）

13) 以下の調査は、Horiuchi [1999] および鈴木 [1974] に触発されたものである。

Horiuchi [1999] では、日本、アメリカ、イギリス、西ドイツの4カ国における中央銀行貸出金利、預金金利、短期金融市場金利、銀行プライムレートおよびWPI、CPIの各変化率を、1953年から1982年までの期間にわたって比較した結果として、高度経済成長期における日本の金利は他の3カ国の金利と比べて名目値でも実質値でも低くはなく、むしろ高かったと主張されている。また日本における高度経済成長期の金利をそれ以降の金利と比べてみても、名目値、実質値共に低いとは言えず、むしろ高めであったとして、「人為的低金利政策」の実態が明らかにされている。

鈴木 [1974] では、日本、アメリカ、西ドイツ、フランスの5カ国における公定歩合、短期金融市場金利、銀行貸出金利、預金金利および債券市場利回りの各変動係数を、1962年1月～1972年12月の期間（月次データ）にわたって日本のそれを他の4カ国と比較した結果として、日本の短期金融市場金利は他国とほぼ近い伸縮性を示していたが、その他の4種の金利は他国に比べて著しく硬直的であったと結論している。

まず中央銀行貸出金利（公定歩合）については、1960年代中頃まで日本が相対的にかなり高かった。その後イギリスが、そして1968年頃からフランスも日本より高くなったが、日本の公定歩合は高度経済成長期を通じて5～7%の比較的高い水準で非常に硬直的であった（変動係数0.176）（図3，表2参照）。日本のインターバンクレート（コールレート）もまた60年代中頃まで他の4カ国のそれよりもはるかに高く、且つ硬直的であった。日本国内ではコールレートはもっとも自由な金利であったが、その伸縮性は高度成長期を通じて他の4カ国よりもかなり小さかった（変動係数0.280）（図4，表3参照）。

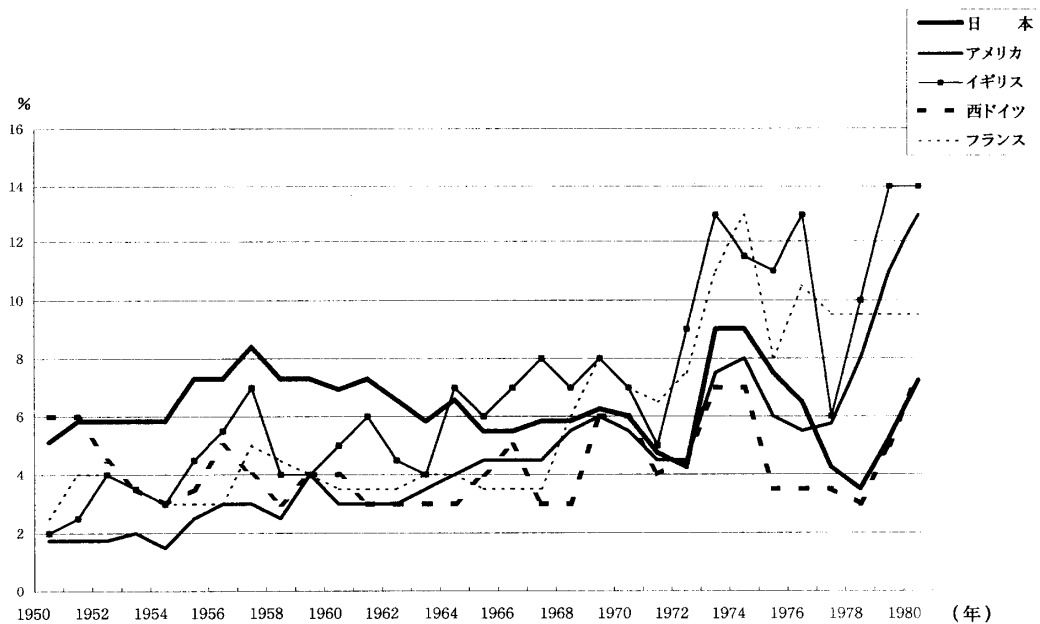


図3 主要諸国の公定歩合の推移 1950—80年（単位：%）

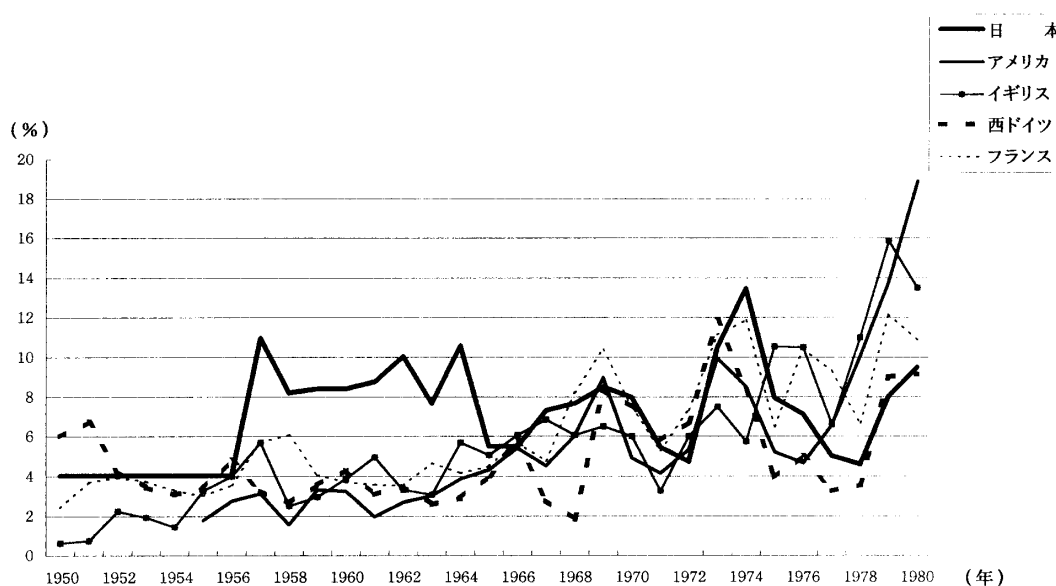


図4 主要諸国のマネーマーケットの推移 1950—80年（単位：%）

銀行預金金利については、1950年代当初から60年代中頃まで日本は他の4カ国よりもかなり高かった言えよう。それ以後はフランスを除く3カ国も日本並みなしそれ以上の水準となった。しかし高度経済成長期を通じて日本の預金金利が他の4カ国と比べるまでもなく極めて硬直的であったことは特記されなければならない。たとえば日本の1年もの定期預金金利は1950年代前半は年利6%で固定され、その後1957年から1966年までの10年間は5.5%で一度も変更されなかった。高度経済成長期において日本の預金金利の変動係数(0.048)は他の4カ国よりも1桁小さかったのである(図5、表4参照)。

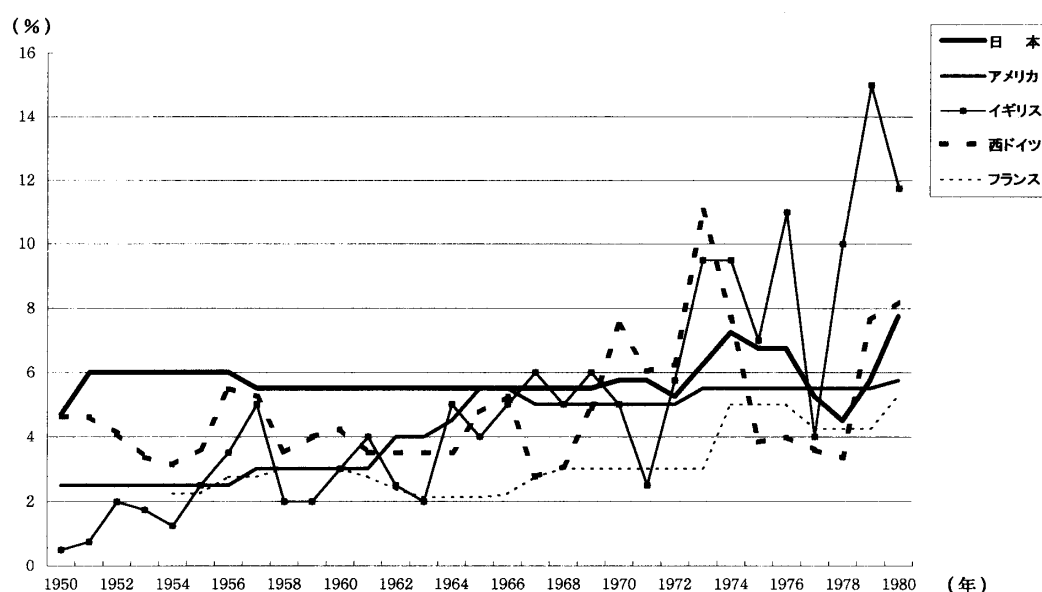


図5 主要諸国の銀行預金金利の推移 1950-80年 (単位: %)

銀行の短期貸出金利については、データの制約のため国によってかならずしもプライムレートでないものも含まれているので単純に比較することはできないが、1950年代初頭から1960年代中頃にかけて日本の水準は相対的に高かったと言えよう。しかもこの期間、かなり硬直的であった。60年代中頃以降は日本の水準が相対的に低くなったと思われる。しかし1970年初頭に至る高度経済成長期を通じて日本の短期貸出金利は他の4カ国と比べて伸縮性に乏しかった(変動係数0.147)のであり、これは自主規制により上昇が抑制されていたからである(図6、表5参照)。

長期国債利回りについても、日本の水準は1950年始めから1960年代半ばまでの期間他の4カ国のそれよりも高く、且つ極めて硬直的であった。1960年代中頃以降、イギリスや西ドイツ等の利回りが日本のそれよりも高くなっていったが、これは日本の利回りがその後も非常に硬直的であったことに依ると言えよう。1955年~1973年までの高度成長期における日本の長期国債応募者利回りの変動係数は0.046であり、定期預金金利のそれとほぼ同じで、同様に他

戦後日本の高度経済成長期における金融規制と「人為的低金利政策」

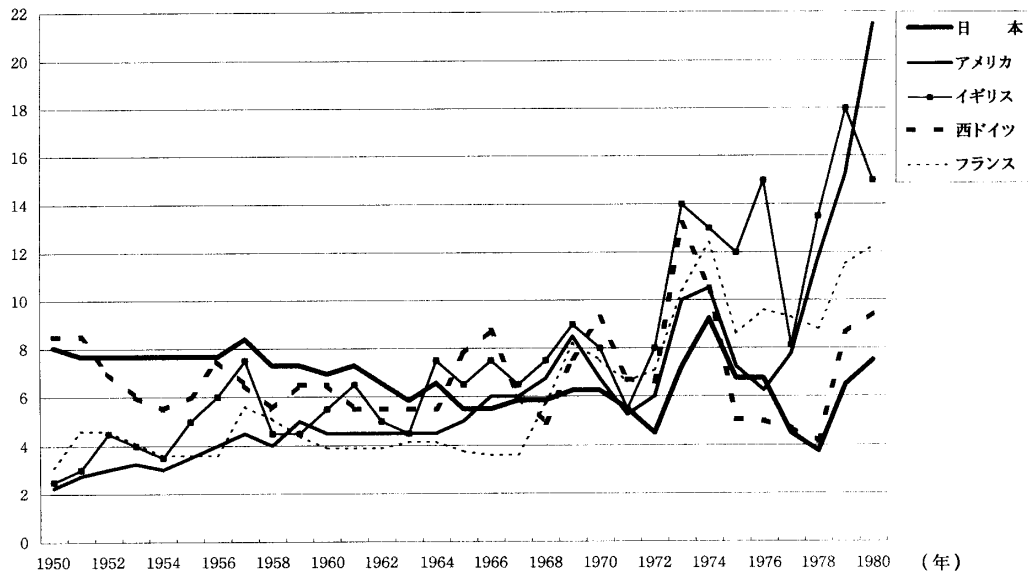


図6 主要諸国の短期貸出金利の推移 1950-80年

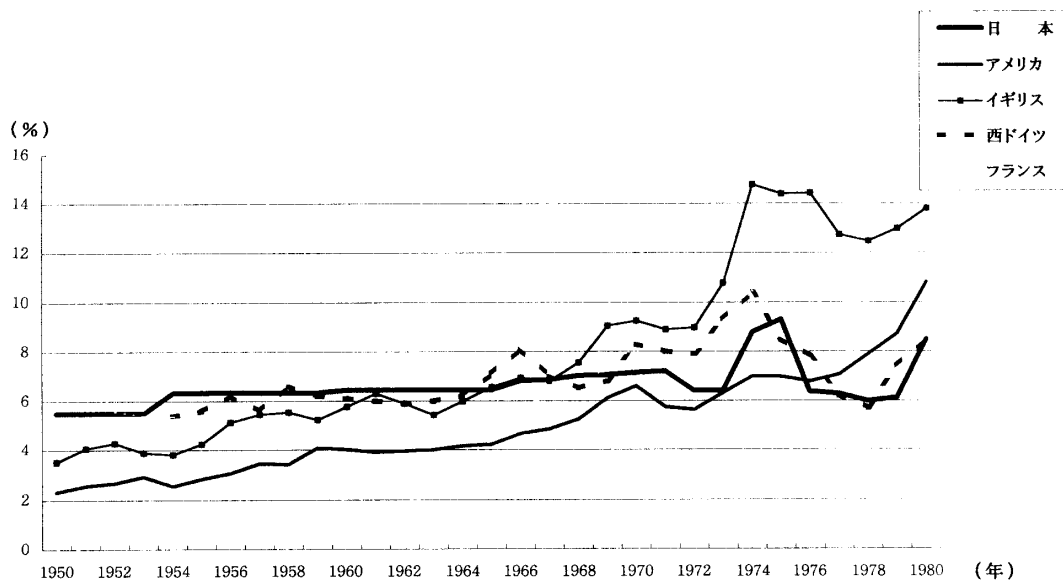


図7 主要諸国の長期国債利回りの推移 1950-80年（単位：%）

の4カ国よりも1桁小さかった。このことは当時の長期国債利回りが規制金利であったことを明白に示している（図7、表6参照）。

以上の観察結果は、日本の主要な金利の名目値は1950年始め頃から1960年代中頃までの期間、主要な4カ国のそれらよりも高く、インターバンクレート（1950年代半ばから）や預金金利は相対的にかなり高かったことを示している。したがって少なくとも日本の高度経済成長期の中頃までは、日本の金利は一般に主要4カ国の金利よりも高かったといえるから、この

限りでは高度経済成長期の前半約10年間は、日本の金利が低金利であったとはみなしがたい。

しかしながら日本では高度経済成長期に自由金利のコールレートに比べて公定歩合や預金金利等の規制金利が硬直的に且つ相当低く設定されていた（図8，表10参照）。このような関係は主要4カ国にはみられなかったから（日本と比較的類似した西ドイツと比べても（図9参照）），日本において自由金利に比べて規制金利が相対的にかなり低い水準に硬直的に維持されていたことを日本的低金利政策とみなすことができるかもしれない。

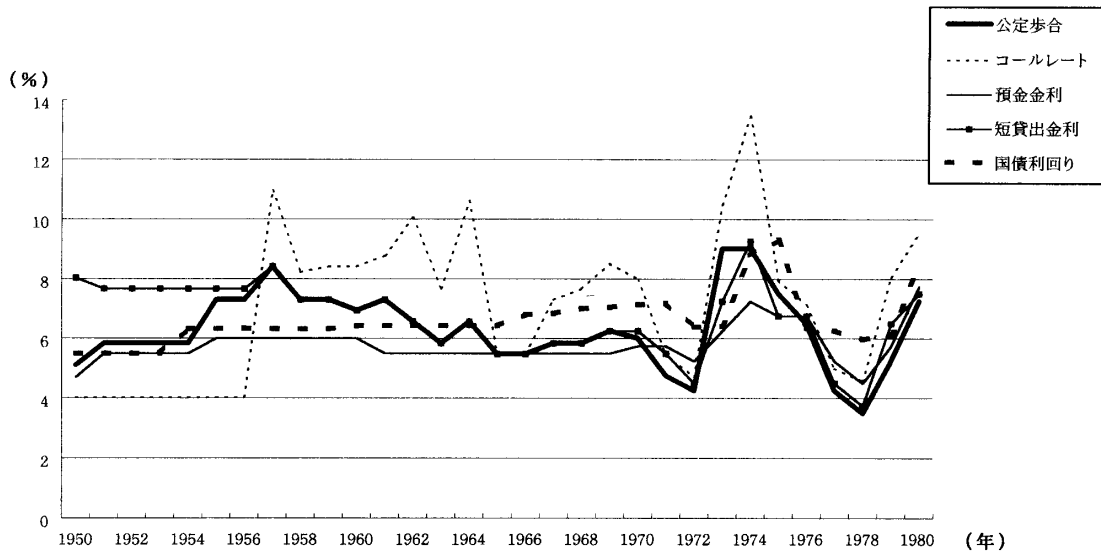


図8 日本の各種金利の推移 1950—80年

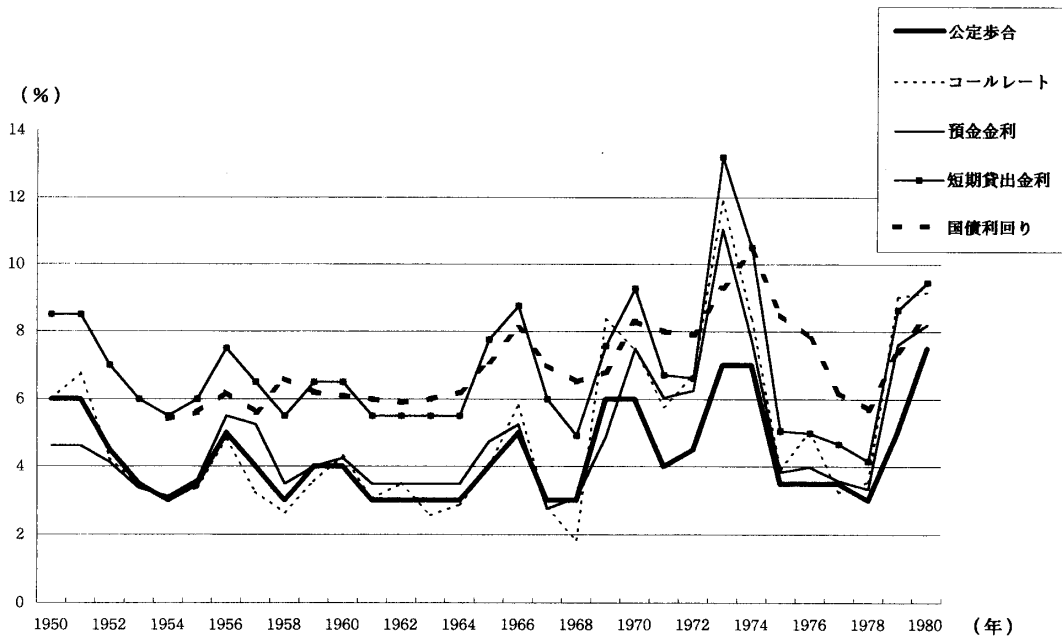


図9 西ドイツの主要金利の推移 1950～80年

以上では主要金利の名目値に関して検討してきたが、それらの実質値についてはどうであつたろうか。日本の実質預金金利は、1960年代初頭に急低下し、1年もの定期預金金利（年利）は1961年にはマイナスとなった。これは物価が急上昇したためであり、GNPデフレーターは1961年にそれ以前の5年間の年平均1%から約7%へ急上昇した。これ以降、高度成長期を通じて5～6%であった。これにより実質預金金利（1年もの定期預金の年利）は1960年からの5年間では年平均約0.5%、1965年から1973年までの9年間では年平均ほぼ-0.5%と超低金利であった。高度経済成長期の初期5年間位は物価が比較的安定していたので、実質預金金利（上記預金金利）は年平均約5%と比較的高かった。しかし高度経済成長がほぼピークに達した1960年頃には、それまでの高度経済成長の結果としてギャロッピング・インフレーションが発生し、そのため硬直的な名目預金金利の下で実質金利は急低下したのである。その後の7年間（1974年～1980年）では年平均ほぼ-1%とさらに低下したが、これは石油ショック等を起因とする激しいインフレーションによつたものであり、この現象は高度経済成長期の場合とは異なった要因によるものと言えよう（図10、表8および図11、表7）参照。

このような日本の実質預金金利を主要4カ国と比べてみると、高度経済成長前期（1950年代後半）は日本が他の4カ国よりもかなり高かったし、後半には超低金利になったとはいえ、アメリカを除くと低いとは言えない。むしろ年平均-2%～-1%のフランスよりも高かった（図10、表8参照）。一方、日本の実質預金金利は多少の伸縮性を示していた（変動係数0.280）。

日本の実質短期貸出金利についてはどうであつたろうか。実質短期貸出金利（標準貸出金利）の変動は実質預金金利とよく似た傾向を示していて、1950年代後半5年間の年平均6.5%という比較的高い水準から、1960年代初頭に約1%に急低下し、60年代前半は年平均1.6%で推移した。

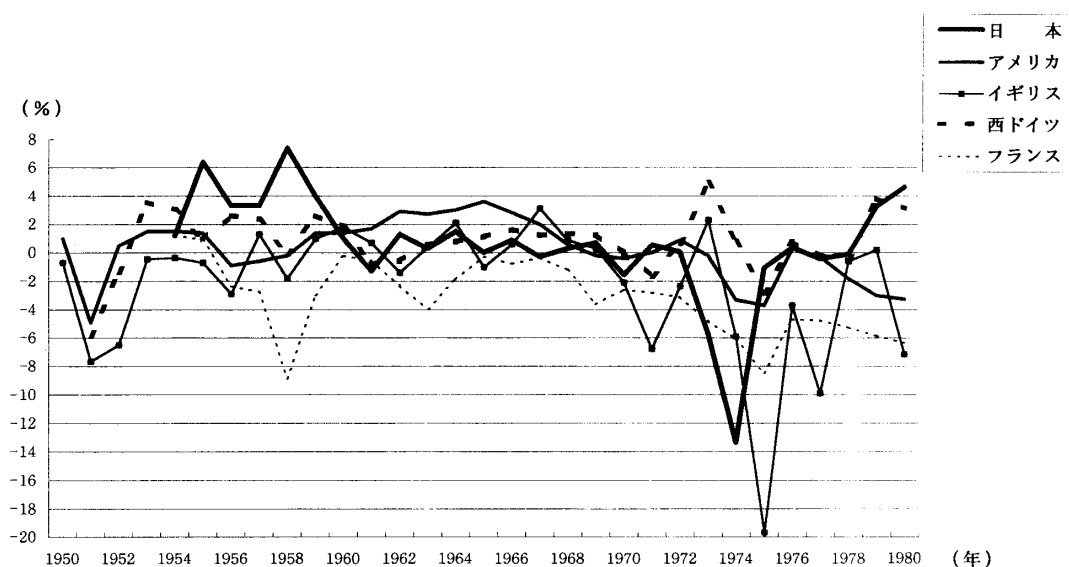


図10 主要諸国の実質預金金利の推移 1950～1980年

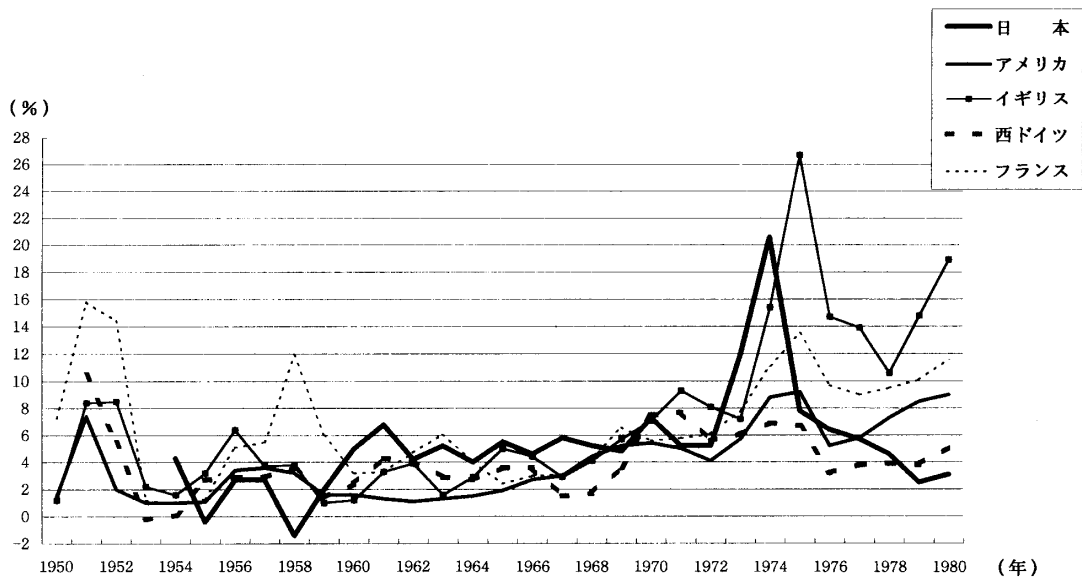


図11 主要諸国の GNP デフレーター推移 1950～1980年

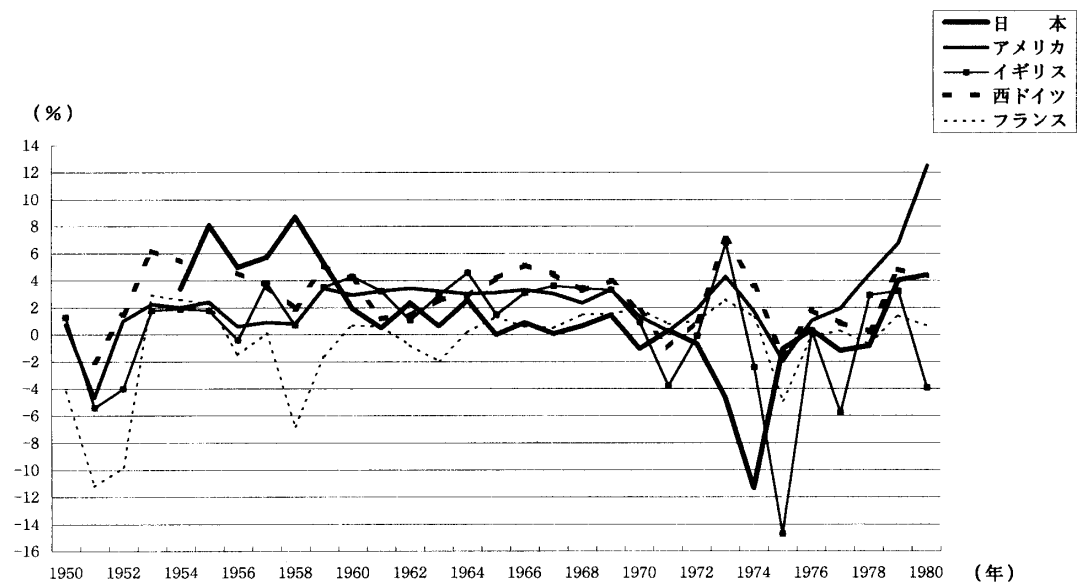


図12 主要諸国の実質短期貸出金利の推移 1950～1980年

さらに1960年代後半は年平均1%以下に低下し、1970年代前半にはインフレーションの激化によりマイナスとなった。このように実質短期貸出金利も高度経済成長のピーク後は高度成長期を通じて超低金利であった。これを同期間について他の主要4カ国のそれらと比べてみると、フランスとほぼ同じ水準だが、他の3カ国よりも低い水準であった(図12、表9参照)。

しかしこのことから高度経済成長期に単純な人為的低金利政策が実施されていたとはみなしがたい。前述のように当の期間、短期貸出金利の名目値は上限規制により硬直的であった

が、主要国と比べてことさら低い水準ではなかったものであり、その実質値が非常な低水準となったのは高度経済成長に伴って生じたインフレーションによるものであったから、強いて言えば当時の「人為的低金利政策」は金利規制とインフレーション政策或いはインフレ容認政策とのポリシーミックスとみなすことできるかもしれない。銀行の短期貸出金利と高度経済成長との関係は、「人為的低金利政策」が高度経済成長に貢献したか否かをめぐっての実証分析上の議論においてキーポイントであった。

表 1 主要諸国の実質経済成長率の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	8.64	12.06	9.60	3.81	0.347
ア メ リ カ	3.66	4.10	3.61	2.44	0.547
イ ギ リ ス	2.34	3.96	2.77	0.61	0.579
西 ド イ ツ	7.20	5.68	5.91	2.37	0.464
フ ラ ン ス	4.32	5.96	4.94	2.87	0.230

表 2 主要諸国の公定歩合の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	7.52	6.64	5.78	6.18	0.176
ア メ リ カ	3.00	3.30	5.00	8.18	0.311
イ ギ リ ス	5.00	5.30	7.20	11.36	0.334
西 ド イ ツ	3.90	3.20	4.20	4.71	0.287
フ ラ ン ス	3.90	3.70	4.90	9.93	0.421

表 3 主要諸国のインターバンクレート推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	7.12	9.09	7.20	7.95	0.280
ア メ リ カ	2.50	2.94	6.15	9.66	0.510
イ ギ リ ス	3.68	4.18	6.03	10.54	0.306
西 ド イ ツ	3.53	3.26	6.32	6.04	0.524
フ ラ ン ス	4.48	3.92	7.53	9.69	0.403

表 4 主要諸国の銀行預金金利の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	6.00	5.58	5.61	6.29	0.048
ア メ リ カ	2.80	4.00	5.17	5.54	0.259
イ ギ リ ス	3.00	3.42	5.42	9.75	0.439
西 ド イ ツ	4.37	3.83	5.73	5.47	0.394
フ ラ ン ス	2.75	2.42	2.79	4.71	0.130

表 5 主要諸国の短期貸出金利の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	7.67	6.64	5.82	6.43	0.147
ア メ リ カ	4.20	4.50	6.69	11.46	0.292
イ ギ リ ス	5.50	5.80	8.06	13.52	0.317
西 ド イ ツ	6.40	5.70	7.87	6.78	0.270
フ ラ ン ス	4.46	4.00	6.27	10.35	0.363

表 6 主要諸国の長期国債利回りの推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	6.32	6.43	6.81	7.33	0.046
ア メ リ カ	3.38	4.00	5.48	7.89	0.238
イ ギ リ ス	5.12	5.87	8.31	13.65	0.253
西 ド イ ツ	6.04	6.04	7.67	7.79	0.149
フ ラ ン ス	5.44	5.03	6.91	10.03	0.188

表 7 主要諸国の GNP デフレーター推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	1.12	5.18	6.17	7.24	0.608
ア メ リ カ	2.58	3.44	4.16	7.69	0.518
イ ギ リ ス	3.62	4.42	5.98	16.43	0.506
西 ド イ ツ	2.7	2.80	4.54	4.77	0.477
フ ラ ン ス	5.96	3.86	4.96	10.64	0.452

表 8 主要諸国の実質預金金利の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	4.88	0.56	-0.56	-0.96	2.408
ア メ リ カ	0.22	2.34	1.01	-2.15	1.188
イ ギ リ ス	-0.62	0.72	-0.56	-6.68	-9.451
西 ド イ ツ	1.67	0.37	1.18	0.70	1.307
フ ラ ン ス	-3.21	-1.78	-2.17	-5.93	-0.907

表 9 主要諸国の実質短期貸出金利の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数 1955～1973
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	
日 本	6.55	1.60	-0.35	-0.81	1.616
ア メ リ カ	1.62	3.14	2.54	3.78	0.457
イ ギ リ ス	1.88	3.22	2.08	-2.91	0.966
西 ド イ ツ	3.80	2.42	3.32	2.01	0.639
フ ラ ン ス	-1.50	-0.26	1.32	-0.29	12.817

表10 日本における主要金利の推移

	各期間（年単位）の年平均（％）				変動係数
	1955～1959	1960～1964	1965～1973	1974～1980	1955～1973
公定歩合	7.52	6.64	5.78	7.95	0.176
コールレート	7.12	9.09	7.20	7.95	0.280
預金金利	6.00	5.60	5.61	6.29	0.048
短期貸出金利	7.67	6.64	5.82	6.43	0.147
国債利回り	6.32	6.43	6.81	7.33	0.046

（3）人為的低金利政策の目的と所得分配効果

日本の戦後高度経済成長政策の基本的戦略目標は、経済的に欧米先進諸国に「追いつけ、追い越せ」ということであった。そしてそのための戦術は、重化学工業を中心とする「輸出・設備投資主導型高度成長」であった。このような戦略・戦術の下で、金融政策の第1の役割は、「輸出」と「設備投資」を促進することであった。したがって、金融政策の目標は企業およびその資金供給者である銀行の金利負担を減らすために金利をより低くすることと卸売物価を安定させることであり、それらを通じて日本企業の国際競争力を強化することであった。

たとえば、高度経済成長期の1963年に提出された『金融制度調査会答申集』には、金利引き下げについて次のように記されている。「わが国の金利水準は、諸外国のそれに比べて割高であるので、これを国際水準並みに引き下げることが、長期的な政策目標としては正しいものと考えられる。このことは、オーバー・ボロイングのために金利負担がいつそう大きくなっているわが国の企業が、貿易自由化に対処して国際競争力を強化するために必要であるばかりでなく、不安定な短期外資の動向により金融市場に不当な影響が及ぶことをさけるためにも必要である。」¹⁴⁾

高度経済成長が軌道に乗り始めると、企業の設備投資収益の見通しが楽観的となり、設備投資意欲の高まりとともに、設備投資資金需要が増大し、日本の諸金利が主要諸国のそれらに比べてかなり高くなっていった。そのような状況の下で、日本の金利を主要諸国の金利水準にまで低下するように政策当局が、ベースマネーを増加しマネーサプライを増加させようとするインフレを惹起することになる。そこでそのような方法をさけて、政策当局は金利を市場実勢で決まる水準よりもかなり低く規制し、資金供給面についても「貸出限度額適用制度」や「窓口指導」によって直接的に抑制する方法を採った。このため高度経済成長の下で企業の超過資金需要が常態化し、銀行による企業に対する「信用割当」が発生することになった。この「信用割当」こそ上記の高度経済成長の基本戦略を実現するための基本戦術で

14) 大蔵省銀行局 [2] p. 218

あったとみなすことができよう。この点の論理構造を寺西〔1982〕は、綿密に分析し論じている¹⁵⁾。非常に興味深い分析なので、その要旨を示すことにする。

寺西〔1982〕は、「人的低金利政策の基本的目的は、経済的自立の達成とその後の高度経済成長政策を可能ならしめるための長期資金の創出および割当を行うことであった」¹⁶⁾とし、「長期資金の信用割当は日銀信用および預貯金の信用割当によって支えられた」¹⁷⁾とみなしている。長期資金市場ことに公社債市場における低金利規制は、市中金融機関ことに都市銀行による低利公社債の大量保有によって可能となったが、それを可能ならしめたのは市中金融機関に対する日銀信用であった。その理由として次の2点が挙げられている。

① 通常、公定歩合、特に債券を担保とする日銀貸出歩合は債券の応募者利回りよりも低かった。したがって債券担保の日銀借入は銀行にとって順軌であった。ことに日銀貸出の主たる対象である都市銀行は、公社債を担保として低利の日銀借入を受け、その借入資金をより金利の高い貸付等に運用することによってかなりの超過利潤を得ることができた。それ故、高度経済成長期において低利の日銀貸出は、都市銀行に対して一種の補助金としての効果をもたらしたとみなされる。

② 流通市場が十分に発達していない公社債を銀行に多量に保有可能ならしめるためには、それによって生ずる銀行の流動性の不足を補う必要がある。そのため日銀は原則として銀行の借入需要に対して受動的に信用供与を行った。都市銀行等の主たる調達資金は1年もの定期預金であり、このような定期預金によって償還期限5－10年の公社債を多量に保有するためには、流動性の高い準備資産を多量に保有する必要がある。したがって日銀借入は都銀等の準備資産として機能していたとみなすことができる。

さらに預貯金金利の低利規制もまた預金者から市中銀行に所得移転を発生させることによって、市中銀行が低利の公社債を多量に保有することを可能にさせる要因となった。たとえば日本の代表的な預金金利である1年もの定期預金の金利は、高度経済成長期の1955－72年の18年間では年利5.5～6.0%であり、ことに1957－70年の13年間は5.5%に固定されていた。当時、日本の名目預金金利は主要諸国のそれらよりも若干高かったが、都市銀行のもう1つの調達資金であり、ほぼ自由金利であったコールレートと比べる極端に低かった。また同時期のインフレ率（GNPデフレーター）を差し引いた事後的な実質預金金利は、1960－72年の13年間の年平均で0.2%であったたから超低金利といえよう。

預金金利の低利規制によってどれだけの所得が預金者から銀行に移転したかを求めるためには、もし規制がなかったとすれば預金金利はどのような水準になったかを推定しなければ

15) 寺西〔1982〕pp. 454～499 参照。

16) 寺西〔1982〕p. 454

17) 寺西〔1982〕p. 482

ならない。寺西〔1982〕は都市銀行にとってコール取入と預金とは代替的な調達資金であるとみなし、預金はその一部を支払準備として保有しなければならない点を考慮すると、コール取入の単位コストはコールレート $\times(1 - \text{支払準備})$ となり、これは自由市場において成立する均衡自由預金金利と等しいとみなしうるとして、これと実際の規制預金金利との差を預金1単位当たりの所得移転とみなし、移転額を計算している¹⁸⁾。ほぼ自由金利のコールレートは1年もの定期預金金利よりも通常高い水準であったから、預金者から都市銀行への移転所得額は次の式で推定されている。

$$[\text{コールレート} \times (1 - \text{支払準備率}) - 1 \text{ 年もの定期預金金利}]$$

$$\times \text{都市銀行の1年もの定期預金残高}$$

寺西〔1982〕によれば、1966年から77年までの12年間では、移転所得の累計額は1兆3,461億円であり、これは都市銀行の同期間の経常利益累計額の約3分の1に相当するものであった。同期間の1年当たりの移転所得額は約1,121億円だったことになる。これは極めて大きな額である。寺西の以上の推計は部分均衡分析に依るものであり大変興味深いが、その推計方法には幾つかの問題がある。

①上記の推定式は、コールレートの水準が預金金利規制のない場合と異ならないと前提されていることになる。しかし預金金利規制の下でコールレートは可成りの影響を受けると考えられる。②コールレートと定期預金の各調達期間には可成りの差があるから、両者を単純に代替的とみなすことは問題である。調達期間を調整するとすれば、コールレートは一層高くなり、所得移転額の推定値はより大きくなると考えられる。③預金の調達には種々の営業費用が必要である。したがって預金調達の限界コストは預金金利プラス要した限界営業費となる。この点を考慮すると、移転所得額の推定値は小さくなると考えられる。④1年もの定期預金だけでなく、可成りのシェアを占める普通預金や他の定期預金をも含めて推定するとすれば、預金者から都市銀行への移転所得額の推定値は大きくなるであろう¹⁹⁾。

このように都市銀行は預金金利の低利規制によって預金者から多額の移転所得を取得し、また日銀から多額の低利信用供与を受けることによって、長期資金金利ことに公社債利回りの低位規制を支えたのであり、したがって都市銀行が受けた一種の補助金は、少なくとも部分的には公社債の発行者に流れたとみなすことができると寺西は論じている。当時、事業債の発行者は大企業であり、また金融債の発行者は長期信用銀行で、その主たる貸出先は大企業であったから、長期金利規制の恩恵を受けたのは主として大企業であった。このようにして長期資金は大企業部門ことに設備投資関連産業部門により多く配分されたが、この長期資金の信用割当は銀行と企業の交渉力を通じるスピルオーバー効果によって銀行の短期貸出の資

18) 寺西〔1982〕 pp. 493～494 参照。

19) 筒井〔2001〕 pp. 373～374 参照。

金配分をも規定した。すなわち大企業部門ないし設備投資関連部門は銀行短期貸出市場において競争的均衡水準以下の低利で資金を調達することができたが、それは部分的に中小企業による均衡水準以上の金利支払いによって可能になったとみなしうるというのである。そしてこれがいわゆる「融資循環の二重構造」のメカニズムの中核をなすものとみなされている。

預金金利規制は預金者の所得を部分的に銀行部門に移転させただけでなく、その何らかの部分は銀行を通じて企業部門に移転された可能性があるとして、筒井等 [2001] はその移転額を試算している²⁰⁾。この試算はつぎの3つの仮定に基づいている。①預金および貸出の需給は実質金利によって調整される。②日本の金利自由化以降の預金・貸出の実質金利は競争均衡金利である。したがって預金者と銀行間および銀行と企業間には所得移転は生じていない。③均衡金利および正常利鞘は時期によって変化しない。仮定②について普通銀行の均衡実質金利のデータとして1987年～1991年間の平均実質金利を用い、貸出金利は表面金利を用いている。

普通銀行について預金者からの所得移転額の推定結果は1961年～1985年の期間を5年ごとにグループ分けして示されている。それによると1961年～1965年の5年間では、預金者からの所得移転額は5967億円であり、これは資金融通額の4.7%に当たり、銀行と企業の間で1:1.35の割合で分配された。すなわち金額は銀行分が2544億円で、これは同期間の普通銀行経常利益の約1.3倍にものぼり、企業分は3423億円で資金融資額の2.7%であった。つづく1966年～1970年の5年間には所得移転の割合は少し低下し、銀行滞留分の割合も若干低下した。1971年～1975年の5年間では預金者からの所得移転の資金融資に対する比率は9.6%に急伸し、その大部分は企業部門に流れた。これはこの期間における非常に高いインフレ率によって預金金利とともに貸出金利も事後的にマイナスとなったためである。1966年～1975年の10年間では、預金者からの所得移転額は6兆8632億円であり、年当たり6863億円となり、先に示した寺西推計よりもはるかに大きい。ちなみにこの期間における銀行部門と企業部門の取り分の比率は、銀行部門1に対し企業部門4であった。1966年～1970年の期間では1:1.6であり、1970年～1975年の期間では1:5.3となっている。

以上の推定による預金者からの所得移転額は驚くべき大きさであり、推定法も興味深いものであるが、それには幾つかの問題がある。仮定①、②、③はいずれも日本の金融の実状からみて、その妥当性は高くはないであろう。ことに仮定②のように、金利自由化後の1987年～1991年における実質預金金利を均衡実質預金金利とみなすことは問題であろう。もっとも著者達が指摘されているとおり、均衡預金金利を推定することは日本での場合、極めて困難であることは認めざるを得ない。

20) 筒井 [2001] pp. 237～240 参照。この点について、寺西 [1982] では指摘されているが移転額の推計はなされなかった。

【5】 結 び

(1) 先に示したように高度経済成長期における金融業務ことに銀行業務に対する競争制限的規制は国内で徹底的なものとすることによって成功したと言えよう。また海外金融市場との分断規制が国内の金融規制を成功させるために極めて重要であろう。高度経済成長期における競争制限的金融規制は、金融システム・銀行システムの安定性を維持するのに有効であったことは評価できるであろう²¹⁾。しかし反面いわゆる「護送船団方式」の金融行政が行われたことにより、大銀行（都市銀行等）に巨額の超過利潤が発生するなど資金の適正配分の観点からみれば、金融の効率性を阻害した可能性は大きいと思われる²²⁾。

そのような競争制限的規制の中で高度経済成長と最も関わりが深いとみなされる金利規制についてみれば、国内に資金運用・調達ができる自由な金融市場があり、そこでより有利な金利が提示されれば、資金は規制金利市場から自由金利市場へ移動てしまい、規制金利は実効的ではなくなってしまうであろう。それゆえ高度経済成長期を通じて多くの種類の金利を規制の下におき規制金利体系を形成する必要があった。

しかし内外資本分断規制は高度経済成長期を通じて常に一律に厳しいものであったわけではない。この期間、内外資本取引の規制は強力化と緩和の波があった。そしてこのことが日本銀行の金利政策の発動のタイミングと効果に少なからず影響を与えたと一ノ瀬 [1995] は論じている²³⁾。それによれば、1950年代は厳しい為替管理が国内の人為的低金利政策の実効性を支える条件となったことは明らかであるが、1960年代前半には短期資本流入規制が緩和され、続いて長期資本流入規制も緩和されたことにより外資流入が増加したため、政府・大蔵省はそれを利用して金融引き締めを発動を引き延ばさせ、また引き締め時の金利引き上げ幅を抑制させようとした。これに対し日本銀行は対立しつつも結果的には従うことになったため、引き締め政策の実体経済への効果は相対的に弱いものとなった。1960年代後半以降は、それまでの短資流入の急増および外貨準備の急増に対応して再び短資流入規制が強化され、また物価上昇抑制の意図もあって日本銀行の金融引き締め政策は早めにしかし緩やかに実施されるようになった。

1955年のいわゆる金融正常化以後、公定歩合政策が日本銀行の金融政策の中心的な役割を担うことになり、日銀は景気対策として公定歩合をできるだけ弾力的に変更する意向をもつ

21) この点についてはあまり異論はないであろう。例えば、トマス・カーギル [2001] pp. 45～47 参照。

22) 高度経済成長期における金利規制による「低金利政策」を当時、市場メカニズムを重視する観点から積極的に批判する見解もあった。鎌倉 [1969] pp. 17～30 参照。

23) 一ノ瀬 [1995] の大部分 (pp. 1～155) はこの点の詳細な分析に当てられている。その「終章」(pp. 151～155) に要約が記述されている。

ていたが、実際にはそれ以後金融引き締め度に公定歩合は引き上げられたが、緩和の時には引き締め以前よりも低い水準に引き下げられたから、公定歩合は1950年後半および1960年代を通じて趨勢的に低下し、連動関係にあった全銀貸出約定平均金利や標準金利も長期趨勢的に低下した。その他の種々の規制金利も程度の差はあれ趨勢的に低下した。このような公定歩合の変更傾向は日本銀行が低金利方針の大蔵省の拘束を受けたことによる面が強い²⁴⁾。大蔵省は規制金利体系の中軸である公定歩合の趨勢的低下策と預金金利の低位固定策によって「人為的低金利政策」自体の実現には成功したと言えよう。そしてこのような低金利傾向が大蔵省の意図によるか否かに関わりなく結果的に物価上昇を助長したと考えられる。

高度経済成長期の通貨供給変化率を見てみると、1950年代後半は準通貨（定期性預金）の増加率が年率20～25%と高かったが、1960年代に入ると現金通貨および預金通貨の増加率が急速に高まった。1960年代を通じて、現金通貨の増加率は15～20%であったし、預金通貨も大きく変動しつつ高い増加率を示した。これらの通貨増加率はいずれも、同時期の実質経済成長率よりもかなり高かった（図13参照）。ことに預金通貨の増加は民間銀行の信用供与増加に依るところが大きかった。この状況から見て、マネーサプライの大幅の増加が、デMAND・インフレを引き起こす要因となり、またコスト・インフレを支える要因となったと考えられる²⁵⁾。したがって政府・日銀は結局、積極的にまた受動的にインフレーション政策ないし

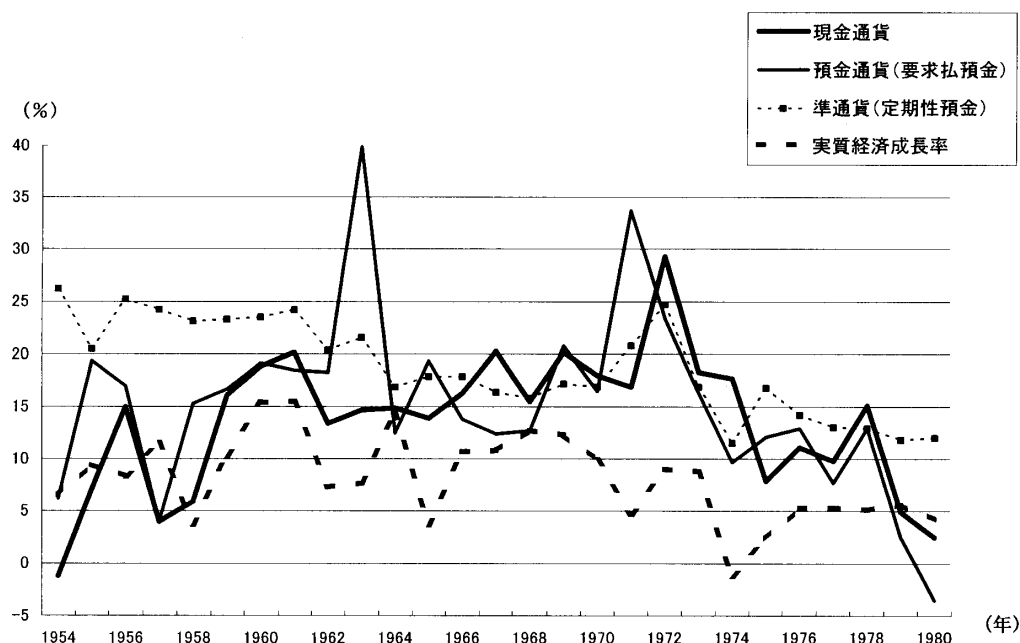


図13 通貨供給変化率と実質経済成長率 1954～1980年

24) 町永 [1983] p. 189, 呉 [1973] p. 119, 田中 [1980] pp. 174～175 参照。

25) この当時のインフレーションのメカニズムおよびインフレーション理論に関して、小村 [1968] を参照されたい。

インフレーション容認政策を採ったと言えよう。つまりインフレーション政策による実質金利の超低金利政策ということになるであろう。

(2) 「人為的低金利政策」が高度経済成長に対し重要な役割を果たしたというのが通説的見解であるが、それが高度経済成長の最終的資金供給者であった預金者に対して総括的にどのような効果を与えたかに関しては厳密な検証がなされていないように思われる。高度経済成長期において銀行預金金利は、「臨時金利調整法」による最高限度の範囲内で設定されたいわゆる「日銀ガイドライン」によって、規制がないとした場合よりも長期にわたりかなり低い水準に固定化されていたため、その期間を通じてみれば預金者から銀行に多額の（確定は容易でないが）所得移転が発生していたとする見解に対しあまり異論はないであろう。

しかし預金者の損失はこの点だけではないであろう。高度経済成長のピーク時であった1960年代初頭からギャロピング・インフレーションが発生し、そのため10数年間のにわたって硬直的であった預金金利の実質値（硬直的な名目預金金利－物価上昇率）は大きく低下し超低金利となった。これによって預金者から資金の借手である企業に多額の実質所得移転が発生したと考えられる（98ページ参照）。このことが企業の実質投資を増大させ実質経済成長を高め、さらに実質賃金を上昇させるのに寄与したのであれば、その分預金者としての家計の損失はカバーされたと考えることができよう。したがって高度成長期における「人為的低金利政策」の預金者への効果を計るには、これらの点についての検証が重要であろう。

「人為的低金利政策」が高度経済成長に寄与したか否かに関しては、1970年代後半から1980年代中頃にかけて多くの計量経済学的手法ことに不均衡計量経済学的手法による実証研究が発表され、活発な議論が展開された²⁶⁾。それらの議論において最も重要な論点となったのは、銀行の短期貸出金利が貸出市場の需給をほぼ均衡させる水準であったか否かという点であった。この論点に関してこれらの研究の中で、人為的低金利政策によって短期貸出金利は低水準で硬直化し、そのため短期貸出市場では超過需要と銀行による信用割当が常態化していたという見解が相対的に多かったが、他方いわゆる実効金利を考慮すると短期貸出金利は均衡近似金利の水準であって規制は有効に働いていなかったとする見解もかなり有力であったし、また表面金利でも市場均衡機能が働いていたとする見解もあった。先に示したように高度成長期において実質短期貸出金利は超低水準であったが、人為的低金利政策の実施に際して政策当局が実質短期貸出金利を強く認識していたようにはみえない。したがって結果的にそれが高度経済成長にかなり寄与したと考えることができるかもしれない。本稿ではこれらの点について検討することはできなかったが、今後の課題としたい。

26) これらの議論の展望等については、筒井 [1982] pp. 38～53 および [2001] pp. 223～233 を参照。

【参 考 文 献】

- 伊藤 修 [1995]『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会
一ノ瀬 篤 [1995]『固定相場制期の日本銀行金融政策』岡山大学経済学研究叢書 第17冊
岩田規久男 [2000]『金 融』東洋経済新報社
大蔵省銀行局編 [1]『金融環境・金利・金融機関の規模』（金融制度調査会資料第1巻）
大蔵省銀行局編 [2]『金融制度調査会答申集』（金融制度調査会資料別巻）
トマス・カーギル [2001]「日本の銀行危機を引き起こしたのは？」（星岳雄，ヒュー・パトリック篇 筒井
義郎監訳『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社）
鎌倉 昇 [1969]『日本の金融政策』東洋経済新報社
呉 文二 [1973]『金融政策——日本銀行の政策運営』東洋経済新報社
小村衆統 [1968]「現代日本の物価上昇機構」（『政経論叢』第17巻第3号 広島大学政経学会）
鈴木淑夫 [1974]『現代日本金融論』東洋経済新報社
田中生夫 [1980]『日本銀行金融政策史』有斐閣
筒井義郎 [1982]「わが国銀行貸出市場の不均衡分析」（『季刊 理論経済学』April 1982 理論・計量経済学会
機関誌）
筒井義郎 [1992]「金融規制」（貝塚啓明・池尾和人編『金融理論と制度改革』有斐閣）
筒井義郎 [2001]『金 融』東洋経済新報社
寺西重郎 [1982]『日本の経済発展と金融』岩波書店
中村隆英 [2001]『日本経済 その成長と構造 第3版』東京大学出版会
日本銀行調査局 [1969]『わが国の金融制度』日本銀行調査局
日本銀行調査局 [1979]『わが国の金融制度 [改訂・増補版]』日本銀行調査局
日本銀行金融研究所 [1986]『＜新版＞わが国の金融制度』日本銀行金融研究所
町永昭吾 [1983]「日本の金融政策」（唄野・町永・三木谷・安居共著『世界の金利・日本の金利』有斐閣
Horiuchi Akiyoshi [1999] “The “low interest policy” and economic growth in postwar Japan” (W. M. Tutui
ed., *Banking in Japan Vol. II: Japanese banking in high-growth era, 1952–1973*)

（本稿は、広島修道大学総合研究所調査研究費（1999年度・2000年度）の助成を受けて行った研究の一部である。）