

政策は、ブレトンウッズ体制下でみられた「金融抑圧 (financial repression)」に似ていると指摘している^{34, 35}。

コラム

3-3 我が国のブレトンウッズ体制前後の実質金利の変化

ここでは、ブレトンウッズ体制下でみられた「金融抑圧 (financial repression)」を、我が国の例で確認する。我が国の実質金利は、ブレトンウッズ体制下の1960～70年代を中心に、0%付近で推移し、一時的にマイナス金利になっていた(コラム3-3図)。

第二次世界大戦後の復興過程では、資本・為替規制、金利規制、業務規制等、あらゆる面で金融規制が課されていた。金利規制については、「臨時金利調整法」(1949年)に基づく大蔵省告示などにより、預金金利・貸出金利の最高限度が定められていた³⁶。さらに、資本・為替規制では、「外国為替及び外国貿易管理法」(1949年)、「外資に関する法律」(1950年)及び関連政省令等により、①輸入は政府による承認制(輸入に係る外国為替予算制度<輸入金額・品目を規制>)②外国為替・資本取引の原則禁止・例外自由³⁷、③外貨集中制³⁸、④為替管理機構としての外為銀行(東京銀行)の活用など、民間資金が国内で循環する仕組みが確立された。こうした規制により、1960年代の高度成長期も実質金利は低水準で推移してきたとみられている。

その後、1971年のニクソンショックを機にブレトンウッズ体制が崩壊し、徐々に変動相場制に移行する国が増えていくと、経済活動のグローバル化が進展していったこともあり、資本移動のさらなる自由化等、金融自由化(金利自由化など)の流れが世界各国で進展した。

我が国においても、金利規制については、1979年の譲渡性預金の販売開始以降、国債の流通市場が形成される(後述)ことなどを通じて、段階的に緩和されていった。特に、1985年の日米円・ドル委員会において「定期預金金利の撤廃」が議論され、「市場アクセス改善のためのアクション・プログラムの骨格」(1985年)にて、1987年までには大口預金金利の緩和及び撤廃を実現する方針が策定された。それ以降、MMC(最低預入金額5,000万円以上)の導入(1985年)、小口MMC(スーパーMMC:最低預入金額300万円)の導入(1989年)、貯蓄預金の導入(1992年)と順次規制は解除され、最終的には、1994年の流動性金利(当座預金以外)の完全自由化をもって、預金金利の自由化は完了した。

資本・為替規制については、1960年の「貿易為替自由化計画大綱」にて為替の經常取引の2年以内の原則自由化が掲げられたことをきっかけに、順次規制緩和がなされていった。1964年のIMF8条国移行のタイミングで、外貨予算が廃止され、原則として經常取引に関する為替取引は自由化された。1972年には、外貨集中制度が廃止され、居住者の外貨保有が自由化された。1979年の外為法の全面改正により、対外・対内証券投資などを事前届出制とするなど、資本取引について、原則禁止から原則自由の体系に大きく変更されることとなった。最終的には、1997年の外為法の改正により、資本取引についての許可・事前届出制を原則廃止し、事後報告制に変更することや外為業務の自由化などが盛り込まれ、資本・為替規制についての

- 注 (34) Reinhart, Kirkegaard and Sbrancia (2011) は、ブレトンウッズ体制下では、世界各国で、IMFを中心とした金ドル本位制による固定相場制度が敷かれ、金利規制などの金融規制が導入されていたことから、世界的に、実質金利は低水準(平均的にマイナス)にあった、と指摘している。
- (35) Hellmann, Murdock and Stiglitz (1997) は、金融抑圧 (financial repression) は、政府が民間部門からレントを引き出すことを意図したものである一方、金融抑制 (financial restraint) は、民間部門の中にレントを作り出し、経済効率を高めるもの、としている。
- (36) 預金金利については、告示により定められた上限金利が、ほぼ適用金利とされていた。一方、貸出金利については、一年未満の短期金利についてのみ同法の規制下にあったものの、当時の銀行等は、借り手に対して、融資金の一部を預金として預けさせる「歩積み・両建て預金」を強制したりするなどして、実効的な貸出金利(実効金利)を調整することができたと言われ、貸出金利規制についてはさほど実効的なものではなかったと言われている。また、一年以上の長期金利については同法の適用外であった。
- (37) 具体的には、外為取引や資本取引について、広い範囲で「原則禁止」としたうえで、一方で、政省令によって部分的に禁止を解除したり、個別で許可・認可を与えるといった、一種の裁量行政がなされていた。
- (38) 具体的には、希少な外貨の有効な利用を図ることと、外貨資金の取引を正確に把握するため、政府に外貨を集中し、そしてこれを計画的に使用するという制度が採用された。民間事業者が輸出などによって得た外貨は、当該業者によって取立てられ、業者から外為銀行(為銀)に買い取られ、為銀から大蔵大臣勘定に集中し、外国為替資金特別会計として捕捉される。こうして集中された外貨は、外貨予算制度によって、政府主導の下、計画的に使用されることとなった。

自由化が達成された。

こうした規制の解除は実質金利の上昇に影響を与えたと考えられるが、加えて、オイルショックを経て安定成長期に移る中で、1975年以降の国債大量発行をきっかけに国債流通市場が形成されることにより、国債が市場で取引されるようになったことが、我が国の実質金利の上昇に大きく寄与した。

この前後の動きを見ると、1970年代前半以前には、国内で発行された国債は、銀行を中心としたシンジケート団によって引き受けられ、銀行等が保有することで消化されていた（シ団引受）。この時期には、実質金利は0%付近で推移しており、新発債の発行利回りは、低位抑制されていた。銀行等が引受けた国債は、日本銀行が実施する「国債買いオペ」に引受後1年程度で入れることができたこと³⁹から、国債流通市場がなくとも、国債を引き受けるリスクは小さく、保有期間1～2年程度で年7%程度の利回りを確保できた。そのため、銀行等の引受インセンティブは高かったと考えられる。

しかし、1975年以降の国債大量発行が始まると、日本銀行の「国債買いオペ」が吸収する量を上回るペースで国債が新規発行されたことから、引き受けた国債は必ずしも日本銀行に買い取られることがなくなり、銀行等の保有国債残高は急増することとなった。このように、国債引受にリスクが伴うようになり、銀行等の引受インセンティブは低下した。そのため、国債の円滑な消化が課題となった。こうしたことから、国債の円滑な消化と国債の流動化（他の金融機関や機関投資家への売却）を企図して、1977年4月以降、銀行等保有国債の売却制限が徐々に緩和された。こうして、国債大量発行を背景に国債の流通市場が形成された結果、国債の価格及び金利は市場取引の中で決定されることとなった。

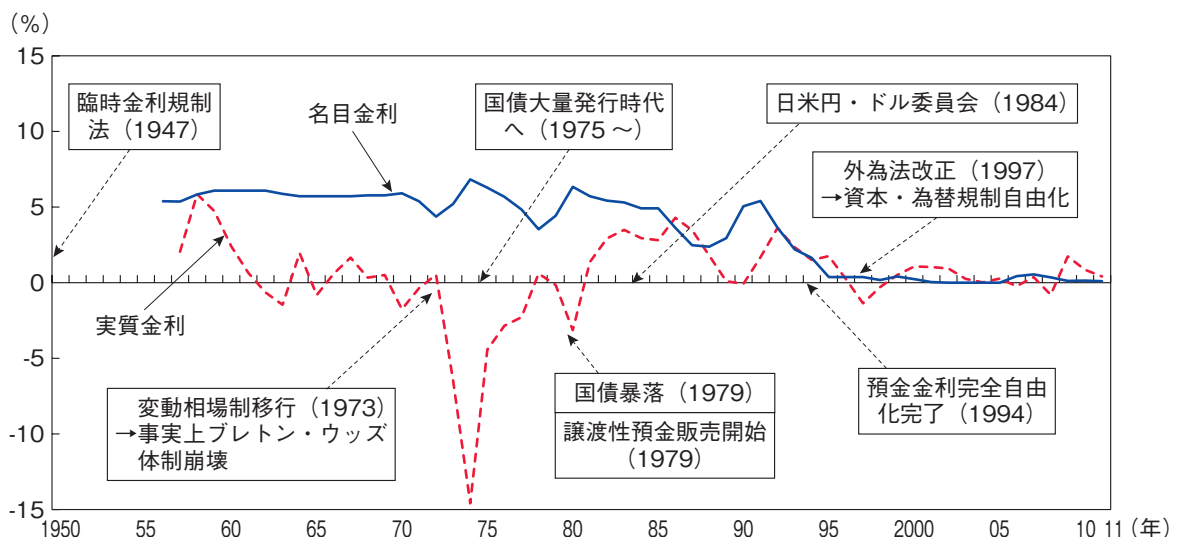
国債流通市場が形成されていくと、前述した金融規制（金利規制等）の影響や財政負担の軽減を企図して低位抑制されていた新発債の発行金利は、流通利回りに即して弾力的に変更されるようになった。加えて、1978年6月の3年債の公募入札開始以降、短中期債を中心に他の年限についても国債の公募入札が実施された。

こうしたことから、経済状況が大きく変化し実質金利が上昇する中、国債は市場実勢価格で取引されるようになっていった。

このように、ブレトンウッズ体制下では、直接的な金融規制により実質金利を抑え込んでいた点で「金融抑圧」と言われているが、現在では、リスク管理の強化や金融システムの安定等を目的とした金融規制が、副次的に国内資金を「封じ込め」ている点で異なる。

コラム3-3図 日本の名目・実質金利の推移

規制金利下では実質金利は低水準。また、2000年代も総じて低水準で推移



(備考) 1. IFS、OECDにより作成。FBレートを実質化。

2. フィッシャー方程式 $\langle (1 + \text{名目金利}) = (1 + \text{実質金利}) \times (1 + \text{インフレ率}) \rangle$ に基づき、実質金利を算出した。(インフレ率=CPI前年比伸び率)

注 (39) 日本銀行は、1966年以降、金融調節の一手段として「国債買いオペ」を実施し、高度経済化の資金需要に応える形で成長資金を供給していた。