

金利自由化後の 預金者の金利感応度

日本銀行金融研究所研究員 北村 行伸
一橋大学経済研究所非常勤講師

1985年3月の市場金利連動型預金の導入を初めとし、94年10月の流動性預金金利の自由化をもって、預金金利自由化は完了した。この間、預金者にとって預金の選択肢は増え、預金金利の自由競争も徐々に促進されてきている。今後、金融機関は預金金利自由化の下で、預金者の厳しい選択の目にさらされることになる。(本稿で述べた意見は個人的なものであって、筆者の所属する組織の見解ではないことをお断りしておきたい。)

1. 金融自由化前後の 預金者金利の実態

これまで日本の家計・預金者は金利に対する感応度が低いと論じられることが多かった。例えば、最近出版された『日本人の貯蓄』（富永健一、間々田孝夫(編著)）の中には「人々が金融商品を選ぶ基準について調べてみると、安全性を求める気持ちが圧倒的に強く、利回りの高さを求める気持ちは、それほど強くないことがわかります」とか、「しばしば『金利選考』が強まったといわれますが、『貯蓄行動と貯蓄意識に関する全国調査』では、利回りのよい金融商品を求める気持ちは強まっていません」とある。し

かし、この調査は安全性、収益性、利便性、流動性などの「金融資産選択基準」の中から上位二つを選ぶという設定になっており、経済学的に意味のある設問とは言えない。つまり、すべての金融商品には安全性、収益性、利便性、流動性などの属性が程度の違いこそあれ付随しており、経済学的に「金利選考」があるとは、安全性、利便性、流動性など他の条件が一定であれば、より金利の高い金融商品を選択することを指すはずだからである。また、ポートフォリオ選択理論によれば、それぞれの属性を勘案して金融資産を組み合わせれば、安全性を確保しつつ高い収益性をあげることも可能になる。いずれにせよ、収益性が意識調査の中で一位でないからといって、「金利選考」が強くないとは必ずしも言えないのである。

また、高山(1992)では、『全国消費実態調査』において、年間収入調査の中で利子・配当所得に関する意識が極めて低いことが指摘されている。実際、利子所得は預金残高に積み上げられてしまうことが多いので、多くの家計・預金者にとっては預金を解約し現金を手にするまで利子所得として意識されることが少ないということであろう。しかし、これもまた「金利選考」が弱いことを意味しているわけではない。また

まったお金を一定期間預金しようとする時に金利の高い金融商品を選ぶようにすることと、いったん預けた預金の利子所得を満期まで意識していないこととは別の話なのである。

とはいえ、これまでマクロ経済の消費・貯蓄関数の計量的推計では金利があまり有意には効かないとされてきたことも事実である。この点に関して、アメリカではレーガン大統領の経済諮問委員会委員長であったフェルドスタイン、ブッシュ大統領経済諮問委員会委員長であったボスキ、そして、現在財務省副長官に就任しているサマーズら政権に近い経済学者たちが税制や消費者信用の規模、期待インフレ率、資産効果などを考慮すれば、貯蓄は金利感応的であるという研究を発表してきた。

わが国の場合も、消費・貯蓄関数に金利が効かなかったのは、規制金利や消費者信用の不在、マル優などの税制優遇措置などの要素を勘案せずに市中金利を無定見に使ってきたからであったと考えられる。この間の事情を説明するために描いたのが図1である。

図1は預金者にとって、実質金利が事前と事後でどのように乖離しているかを示すことによって金融自由化前後の違いを明らかにしたものである。ここで、事前的実質金利とは国民所得の家計消費の異時点間最適化行動（消費の限界代替率）から導かれる実質金利水準である。こ

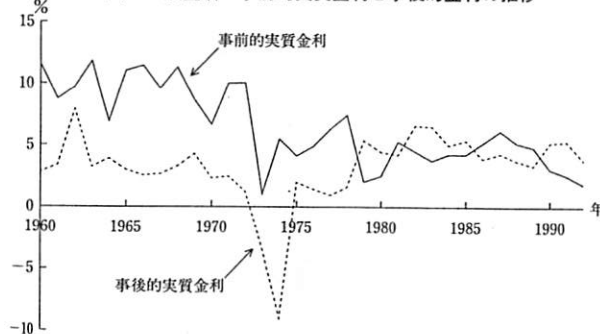
れは、家計があたかもその金利水準に応じて消費と貯蓄を最適に決めていたのだとみなすことによって求められるものである。事後の実質金利とは、利付き電電債名目金利からGDPデフレーターの変化率を引いて求めたものである。これは利付き電電債を保有していた時に事後的に得られる実質金利の水準を表している。

図1は、75年まで規制金利、消費者信用の不在などで、預金者は自由競争金利からは程遠い実質金利に直面していたが、75年以後、特に80年代に入ってから消費者の事前に要求している実質金利と金融市場が事後的に提供する実質金利がほぼ同じ水準に収束してきていることを示している。これは物価水準が安定していたためでもあるが、消費者信用の拡大や金利自由化など、広い意味での金融自由化の結果であると考えられる。このように、預金者の思惑と実際に支払われた金利との間に大きな乖離があった60年代や70年代では、消費・貯蓄関数に市中金利が効かなかったのは当たり前であって、むしろ、この間、預金者から低金利で集めた貯蓄を、企業の投資活動へ振り向け、高度経済成長を達成してきたという、ダイナミックな経済不均衡について、実質金利の乖離という観点から議論されて来なかったことの方が驚きである。

2. 金利自由化下の 金利感応度の測定

これまでの議論から金融自由化の流れの中で、実質金利が次第に競争的な金利水準へ収束してきていることがわかった。次いで、本節では預金金利自由化の下での預金者の金利感応度を測定したい。ところで、残念ながら、預金金利完全自由化後（94年10月以後）の動向について、計量的

図1 預金者の事前的実質金利と事後的金利の推移





北村行伸(きたむら ゆきのぶ)
1956.7.13生 京都府出身
81.3慶応義塾大学卒 88.11
オックスフォード大学学院
Ph.D. 同.12OECD(経済協
力開発機構)エコノミスト
91.9日本銀行金融研究所研究
員、一橋大学経済研究所非常
勤講師

に意味のある推計をすることは時期尚早である
と言わざるを得ない。そこで、ここでは金融自
由化および金利自由化の進展してきた75年から
92年にかけての家計(預金者)の金融資産選択
行動が金利にどれだけ感応していたかを報告し
たい(この報告は、筆者と伊藤隆敏教授(一橋
大学、現IMF)との共同研究に基づいている)。

先に述べたように、適切な実質金利を選択す
ることが預金者の金融資産選択行動を理解する
上で重要になってくる。我々は実質金利の推計
にあたってマル優やその他の税制上の控除を考
慮に入れた実効税率を計算し、その上で税引後
の実効実質金利を推計した。それを資金循環表
の個人部門金融残高の変動と対応させたものが
表1と表2の金融資産選択モデルである。

この表の結果をまとめると次のようになる。
第一に、表1から明らかなように、ほぼ理論ど

おり、自己の金利上昇はその資産需要を増やす
効果があり、他の金融資産金利上昇はその資産
需要を減らして他の資産へシフトする効果を持
つことがわかった。これは実効実質金利で見
限り、金融資産選択行動が適切に金利に感応し
ていることを意味している。

第二に、金利に感応して資産選択が行われる
結果、金融資産のシェアもその時々で変化して
いる。銀行定期預金は75年から80年まで35%以
上の高いシェアを確保してきたが、80年に入り、
郵便貯金や公債へのシェアの一部が流れて行
った。また、80年代末から90年にかけての株式
市場ブーム期には株式のシェアが14%程度まで
伸びていった。そしてバブルがはじけるととも
に株式のシェアは急激に縮んだ。このことは、
表1で取り上げた金融資産が代替的であることを
意味している。

第三に、現金需要(M1)と生命保険需要は他
の金融資産需要とは切り離して考慮すべきであ
る。というのは、両方とも他の金融資産の金利
変動とはほぼ無関係にシェアを変えてきてお
り、他の金融資産との代替性が低いと考えられ
るからである。現金シェアは75年の18%から92
年の9%までほぼ一貫して低下してきた。また、

生命保険シェアは逆に、75年の13%から92年の
23%までほぼ一貫して増加してきている。表2
の生命保険シェアの推計式では一期前のシェア
(自己ラグ)が係数1で極めて有意に効いている。

これは生命保険が契約性の高い商品であり、
解約ペナルティの大きさ等を考えると、生命保
険に入ると他の金融商品の金利とは無関係に、
その契約を続けることを意味している。

最後に、金融資産選択に関しては、実質金利
の大きな変化、特にバブルの発生期の低金利と
収縮期の高金利に応じて変動しており、88年の
税制改革によるマル優廃止などが貯蓄に及ぼし
た影響は比較的小さかったと言える。ただし、
このことはただちに、利子課税が貯蓄に影響を
与えないということの意味しているわけではない。
つまり、88年当時、公定歩合は年2.5%の低
水準にあり、マル優廃止の貯蓄抑制効果は明確
ではなかったのである。

3. 1990年代の金利感応度と 今後の展望

ここでは、90年代に入ってから金融資産選

択の動向をさらに詳しく見てみたい。90年8月
に公定歩合が年6%を記録して以来、95年8月
現在の公定歩合年1%に至るまで、一貫して利
下げが行われてきた。預金金利の自由化は確実
に進行しつつも、このような金利環境の下では
預金金利も低下してきた。

野村総研の証券調査レポート(経済No.95-12)
に掲載された近年の「主要個人金融資産純増額
の推移」が表3である。これによると、公定歩
合年6%を記録した90年前後には預金金利もピ
ークを迎えており、88年の一時払養老保険、89
年の都市銀行定期預金、90年の郵便局定期貯金、
都市銀行定期預金、信託銀行のビッグ、長期信
用銀行のワイドなど、長期固定運用型の金融資
産が積み上がっていったことが見て取れる。そ
れに対して、94年度の個人金融資産選択の動向
は、簡単に言えば、低金利下で積極的な運用は
行われず、流動性の高い金融商品に資金シフト
しているということである。郵便貯金では定額
貯金の据え置きが半年間と流動性が高いためそ
れほど顕著ではないが、都市銀行では定期預金
よりも流動性預金(貯蓄預金)、信託銀行ではビ
ッグ(2年あるいは5年据え置き)よりもヒッ

表1 金融資産選択モデルの推計結果(I)

説明変数 (t値)	銀行定期 シェア	郵便貯金 シェア	公債 シェア	株式 シェア
定数項	0.0309 (1.374)	0.0068 (0.540)	0.0021 (0.379)	0.0225 (0.702)
自己ラグ(一期前)	0.8745(22.966)**	0.9531(46.900)**	0.9742(48.811)**	0.8162 (8.965)**
土地/金融資産比率	0.0186 (2.364)**	0.0045 (1.350)	0.0020 (1.281)	▲0.0052(▲0.581)
銀行定期金利	▲0.4727(▲1.119)	▲0.1680(▲0.783)	▲0.2577(▲2.644)**	0.2301 (0.360)
郵便貯金金利	0.9242 (1.573)	0.2933 (0.949)	0.2727 (1.929)*	▲0.3127(▲0.342)
公債金利	▲0.3762(▲1.615)	▲0.0977(▲0.759)	▲0.0052(▲0.089)	▲0.0345(▲0.097)
株式収益率	▲0.0262(▲2.166)*	▲0.0027(▲0.416)	▲0.0071(▲2.337)**	0.0520 (2.858)**
土地収益率	▲0.0417(▲2.145)*	▲0.0101(▲1.505)	▲0.0130(▲4.227)**	0.0250 (1.186)
誤差標準偏差	0.0041	0.0023	0.0010	0.0063
被説明変数平均	0.3402	0.1711	0.0225	0.0889

Log of Likelihood=1287.1334

推計期間: 1975. II-1992. IV、推計方法: 完全情報最尤法、**=99%有意水準、*=95%有意水準。

表2 金融資産選択モデルの推計結果(II)

説明変数 (t値)	現金 シェア	生命保険 シェア
定数項	0.0005 (0.115)	▲0.0093(▲1.198)
自己ラグ(一期前)	0.7274 (14.184)**	1.0533 (33.701)**
土地/金融資産比率	0.0053 (2.220)*	—
土地資産純増/金融資産比率	—	0.0334 (6.133)**
可処分所得/金融資産比率	0.2679 (5.844)**	▲0.0135(▲1.223)
現金自己金利(=ーインフレ率)	0.2263 (3.718)**	▲0.0931(▲1.983)*
生命保険収益率	—	0.0414 (0.857)
郵便貯金金利	▲0.3076(▲5.334)**	—
株式収益率	—	▲0.0040(▲1.175)
R ²	0.9957	0.9934
誤差標準偏差	0.0020	0.0011
被説明変数平均	0.1251	0.1445

推計期間: 1975. II-1992. IV、推計方法: 最小二乗法、**=99%有意水準、*=95%有意水準。
季節ダミーの推計結果は省略した。

ト(1カ月据え置き)、長期信用銀行ではワイド(5年満期)よりも割引金融債(1年満期)の残高が伸びた。一方、証券関連商品では、株式投信が90年以降の株価低迷で3.4兆円の資金流出となり、MMFも0.5兆円の減少となった。

95年度には個人向け利付き金融債7.5兆円(10月償還分は年平均利回り9.6%で3.1兆円)、ビッグ10.7兆円など、高金利期に設定された金融商品の満期償還が予定されている。5年前のような金利水準のピーク時には、長期固定運用への積極的な資金シフトが行われるが、現在のようなボトム時には、今後の金利反転の時期を伺いつつ、流動性の高い金融商品を中心に個人金融資産が積み上がっていくものと見込まれる。

また、仮に低金利が今後しばらく続くのであれば、短期の低金利商品でつないでいくよりも、少しでも収益の高い長期商品に預けた方がいい

という判断もあり得る。そのような判断を反映して伸びているのが、長期商品でありながら、途中で金利の方向性が変わった場合に、ペナルティなく中途解約できる郵便局の定額貯金である。

これまでの節では、預金金利は実質金利でみなければならないと主張してきたが、現在のよう物価下落が著しい時期には、実質金利でみると、収益性はそれほど低下していないという見方もあり得る。しかし、ここで重要なのは、事後的に確定される実質金利ではなく、事前の期待インフレ率によって決まってくる実質金利である。預金者が今後の金利とインフレ率の方向性を見定めて金融資産選択を行っているとするれば、現在の資産選択の推移から預金者の将来の金利予想やインフレ期待に関する情報が読みとれるはずである。実際に流動性の高い短期金

融商品に資産がシフトしているということは、預金者はそれほど遠くない将来に名目金利が反転するかあるいはそのうち物価下落が止まり、再びインフレ局面に入ると予想していると考えられる。その結果、金利の期間構造も順イールドになっていると考えてもいいだろう。このような預金者の予想が現実のものとなるかどうかは、実体経済の景気回復に依存しているのだが、逆に景気回復は預金者の予想に裏付けられた消費・貯蓄行動にも依存していることは指摘しておきたい。

ところで、94年10月から自由化された預金金利は、当初、一部の中小金融機関を除けば高金利政策を打ち出すところも少なく、城南信金の「夢付き定期預金」の懸賞金部分が金利に当たるのか、あるいは景品とみるべきかという点で物議をかもした。しかし、95年に入ってから全国の民間金融機関が一斉に懸賞金(現金)付き定期預金、懸賞(景品)付き定期預金、金利優遇付き金融商品、その他ユニークな商品・景品付き預金などを発売し始めた。これらの懸賞(景品)は販売促進活動の一貫として位置づけることができるが、過度の懸賞付き預金は、本来の金融商品選択を歪める危険性があることは公正取引委員会の指摘するところである。しかし、貝塚(1995)も論じているように、これらの懸賞付き預金は低金利局面での金利競争に限界があるために導入された苦肉の策であって、本来の金利競争が本格化してくれば、付随的な性格のものに落ちつくであろう。

金利自由化の下では、多様な金融商品を販売している金融機関が競争して預金を集める必要から、当然、金利・その他のサービス面での競争が激化し、その結果、商品内容の改善が促され、利用者利便の向上につながる事が期待されている。その半面、金融機関にとっては、規制金利下で保証されていた利ザヤも低下していくことになる。現在、銀行経営が破綻した場合、預金者は預金残高の元本と同額で最高1,000万

円までは預金保険機構によって保証されている。もし、金融機関が貸出金利収入とのバランスを考えない高い預金金利を設定しても、預金保険機構によって保証されている限り、預金者が高金利を求めて預金するという行動は1,000万円までは阻止できない。しかし、それ以上の預金額については保証の限りではないことから、無謀に高い預金金利によって預金獲得競争に乗り出しても、必ずしも預金の増加にはつながらないようにはなっている。今後は、預金保険機構によるモラル・ハザードを防止するようなメカニズムを一層充実させるとともに、預金者が金融機関を総合的に、健全に評価するためにも、金融機関に積極的な情報開示を求める必要があるだろう。

本論文では、預金者の金利感応度は極めて高く、資産選択行動は驚くほど合理的に行われてきたことを示唆してきた。預金金利自由化の意義というのは、預金者の貯蓄をいかに競争的な金利で集めてくるかということだけではなく、預金者の将来の経済状態の予想や金融機関に対する評価が預金者の金融資産選択行動に表れる、すなわち、金融機関の預金獲得額に反映されるということでもある。つまり、預金金利自由化は、消費者としての家計が消費財選択に極めて厳しいように、預金者としての家計も金融資産及び金融機関の選択に対して、ますます厳しい目を光らせてゆくことを意味しているのではないだろうか。

参考文献

- 池尾和人、金子隆、鹿野嘉昭「ゼミナール現代の銀行」、東洋経済新報社、1993年
- 貝塚啓明「預金を考える懇談会報告書について」、『金融』、1995年7月号
- 高山憲之(編著)『ストック・エコノミー』、東洋経済新報社、1992年
- 富永健一、間々田孝夫(編著)『日本人の貯蓄』、日本評論社、1995年

表3 主要個人金融資産純増額の推移(単位:兆円)

年度	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	残高
郵便貯金	0.5	1.5	1.4	▲5.1	11.7	6.2	4.3	4.9	199.1
(通常預金)	0.1	▲0.2	0.5	▲0.7	▲0.3	1.0	1.2	1.1	15.5
(定額預金)	0.4	1.7	▲3.2	13.7	19.1	4.4	3.7	4.1	164.0
都市銀行預金	6.1	4.7	10.0	8.1	1.2	▲0.8	1.8	3.3	90.1
(定期預金)	4.0	2.8	8.6	8.6	0.9	▲1.2	0.4	1.3	70.4
(流動性預金)	2.1	1.9	1.4	▲0.5	0.3	0.4	1.4	2.0	19.7
(貯蓄預金)	—	—	—	—	—	0.2	0.1	0.9	1.4
ビッグ	▲0.3	3.8	3.3	5.3	2.5	1.8	0.3	▲0.9	31.4
ヒット	0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.1	0.9	1.0	0.8	0.3	3.1
ワイド	▲0.4	▲0.0	0.0	4.4	0.8	▲0.0	▲0.0	0.0	7.9
割引金融債	1.5	0.3	▲0.1	▲0.8	0.9	0.4	0.2	0.1	20.6
株式投信	10.2	4.8	3.9	▲2.5	▲6.4	▲5.8	▲2.8	▲3.4	18.0
MMF	—	—	—	—	—	6.3	2.6	▲0.5	8.4
株式	▲0.5	▲3.2	▲1.3	0.2	▲2.6	▲0.4	▲1.4	▲1.6	n.a.
抵当証券	0.4	0.9	0.7	2.0	1.3	▲0.4	▲0.9	▲0.6	4.7
一時払養老	4.1	4.3	2.5	1.2	1.3	1.7	1.4	0.7	n.a.

出典: NRI証券調査レポート経済 No.95-12 (1995年6月9日刊)、野村総合研究所