

1

金利の「硬直性」という現象は、わが国の金融市場を理解する上での中心的テーマとして多くの研究者の興味を集めてきた。本論文は、わが国金融市場、とりわけ貸出市場における金利の「硬直性」という特徴とそれを生み出した市場メカニズムの機能を、均衡モデルを用いて明らかにしようとするものである。

金利自由化がなされる前のわが国の貸出市場に関しては、規制によって貸出金利が低位に固定されていたために、信用割当が存在する不均衡な市場であったというのが通説である、と著者は主張する。本論文は、高度成長期において人為的低金利政策とよばれた金利規制は、預金市場、日銀貸出市場、ならびに公社債発行市場においては存在していたが、貸出市場においては有効な規制が存在せず、貸出金利は硬直的ではなく、弾力的であったこと、また担保、とりわけ土地担保の果たす役割に着目し、貸出取引において担保率が金利とともに変動して、貸出市場を均衡させる可能性があることを示すことによって、通説が裏付けられるものではないことを説明しようとしている。価格メカニズムは機能していたが、預金金利規制の下では貸出のコストが変動しなかっただけであり、貸出金利は必ずしも硬直的ではなかったとの問題意識にたって、著者は本論文を執筆している。

本論文の構成は以下のとおりである。

序 目的と構成

第1章 日本の金融・資本市場の特殊性

第2章 担保と貸出の理論

第3章 金利規制下の市場メカニズムと金融自由化

第4章 金融自由化と銀行貸出の実証分析

第5章 純新規貸出金利統計と市場均衡

第6章 貸出金利の「硬直性」と貸出市場の均衡

第7章 金融自由化と金融政策

第8章 金融制度と市場メカニズム

2

第1章は、これまでに日本の金融研究において対象とされていた主要な問題、すなわち貸出金利の硬直性、有担保原則、規制と過当競争、金融システムの安定性などについての概観である。著者はこれらの点を再検討し、第2章以下で取り上げる論点の整理を行っている。

第2章は、以下の第3章から第7章までにわたって詳細に分析されるわが国銀行の貸出行動の実証分析の基礎となる理論モデルを提示した章である。著者の基本的主張は、ただ単に利率のみに注目したのでは銀行の行動は十分に分析することが不可能であり、銀行の貸出行動を分析するには、貸出担保・保証制度をその本質的要素として明示的に導入したモデルが必要であり、それに基づいて、銀行の行動に関してより豊富なインプリケーションを得ることができるという点にある。

銀行貸出に伴う貸倒れリスクと、それを防止するための担保を明示的に考慮に入れると、銀行の期待利潤 π はつぎのように表される

$$\pi = rA - iA - (1 - \tau)A \cdot p$$

ここで、 A は貸出需要額、 r は貸出利率、 i は調達資金の機会費用、 p は貸倒れ確率の期待値、 τ は貸出額に占める担保された割合、すなわち担保率を表す。上式の右辺の第3項は、担保を付けたとしても貸倒れのときには貸出額が全額回収されず、貸出額を下回る金額しか回収できないことによって生ずる期待損失を表しており、銀行の期待利潤を求めるときにそれが差し引かれることになる。なお、貸出需要額 A は、貸出利率と担保率の減少関数と仮定される。そして、期待利潤を最大にするように、銀行は貸出利率と担保率を決定する。

従来の銀行行動モデルは、本章のより一般的モデルの極限的ケースとして位置づけることができると主張している。さらに、従来説明できなかった不均衡的現象を、銀行の利潤最大化行動の結果としての均衡的現象として理解可能となすとしている。大企業への融資集中、融資循環の二重性、預金歩留り率の高い企業への優先的貸付、信用割当の存在、貸出金利の硬直性といった現象が、本モデルを使うことによって容易に説明可能であることが説得的に述べられている。

特に、信用割当に関して言えば、利率だけをみていると、一見、資金超過需要が存在して、信用割当が行われているようにみえても、担保率を考慮に入れると、利率に関して生じている超過需要は調整され、信用割当は存在しなくなることが主張されている。また、短期金融市場の金利に比べて貸出金利の変動が小さいという、金融自由化以前にみられた「貸出金利の硬直性」といった現象も、資金コストの変化に対応した貸出金利の変動幅は、利率のみが銀行のコントロール変数である場合よりも、担保率弾力性が大きければ大きいほど、実際にはより小さくなるということから説明がつくとしている。

第3章では、第2章で展開された担保と貸出の理論を基礎に、現実には日本の金融市場で規制がどのような形で機能していたのか、またその撤廃がどのような影響を持つと考えられるかが分析されている。

貸出金利規制としては、「臨時金利調整法」による上限金利と全国銀行協会連合会による「自主規制金利」があった。しかし、「臨時金利調整法」による金利規制は、1950年代後半以降、規制としての役割を果たしてこなかったことが主張されている。50年代後半に導入された「自主規制金利」に関しても、自主規制の上限を超える利率での貸出が50%以上を占めていたことから分かるように、金利の最高限度を画するという意味での効果をまったく持っていなかったとしている。

しかし、「臨時金利調整法」に基づく預金金利規制については、1994年の預金金利の完全自由化まで有効であったとし、預金市場での人為的低金利政策が、銀行にとっての資金の機会費用を低下させ、それによって貸出金利を全般的に低下させる効果を持った。また、社債市場での起債調整による低金利政策が、大企業の貸出需要の利子率弾力性と担保率弾力性を上昇させ、大企業に対する貸出金利を低下させる効果を持ったことが主張されている。

これに対して、金利自由化が金融機関の貸出行動に及ぼした影響は、次のようになると主張されている。一方で、金融自由化が預金金利を上昇させ、銀行の調達コストを上昇させる。他方、貸出の代替市場としての資本市場が拡大するにつれ、貸出需要の利子率弾力性が增大するため、調達コストの上昇を貸出金利の引き上げに転化することができなくなり、貸出利鞘の低下をもたらす。それをカバーするための貸出量の拡大、あるいはよりリスクの高い貸出へのシフトが起こった。これが、住宅ローンなど個人向け貸出を含む中小企業向け貸出や不動産担保融資が1980年代後半に急増した原因であると主張されている。

従来わが国では、有担保原則がとられていたが、この規制も貸出市場では、有効に働いていたとは考えられず、これまでのわが国の相対的に高い担保付貸付比率は、有担保原則のためというよりも、貸出市場における需給関係から決定されていたと主張している。そして、貸出市場での有担保原則の緩和の結果、担保付貸付比率の低下が起こっているのではなく、借入需要の低下の結果、担保率弾力性が増大し、銀行にとっての利潤最大化のための最適担保率が低下した結果としている。

第4章では、金融自由化が進展する過程で担保と銀行貸出がどのように変化してきたかを実証的に明らかにし、第2章のモデルの含意を現実のデータにより検証する。モデルによって予測される金融自由化の影響としては、中小企業向け貸出の増加と担保率の上昇、大企業向け貸出の低下と担保率の低下、長期貸出比率の上昇(低下)と担保率の上昇(低下)、大企業向け長期貸出条件の緩和、信用度の相違による金利と利鞘の格差拡大などがあり、1975年から1995年までの20年間にわたる銀行業態別のデータを観察して確認している。

また、長期信用銀行と信託銀行の大企業向けの貸出条件が悪化しており、貸出先を短期間に急激に変化させていること、全業態において中小企業・個人向け貸出が増加し、なかでも都市銀行の住宅ローンが急増していること、バブル期に長期信用銀行と信託銀行のノンバンク向け貸出が急増していることや、同じくバブル期に長期信用銀行と都市銀行がとりわけ急速に不動産業向け貸出を増加させていることも観察する。

次に本章では、担保としての地価の上昇が貸出額の増大と貸出金利の低下を生むメカニズムに関する理論モデルを提示し、それに基づいて、過去40年間のデータを用いて地価と貸出との関係に関する実証分析を行った結果、両者の間に相関があり、また地価から貸出への因果関係が存在することを示している。

第5章では、金融市場の分析で利用されてきている貸出約定平均金利を検討し、その限界的変化を表すと著者が考える「純新規貸出金利」を計算して、それを用いて市場均衡仮説の再検討を行っている。純新規貸出金利とは、貸出を金利別に分類し、貸出増分額がプラスであるような金利ランクをその貸出増分をウエートとして加重平均したものである。この金利は、変動金利や繰り上げ返済を考慮に入れられるから、新規貸出し金利よりも適切であると著者は主張する。

従来、日本の貸出市場においては貸出金利が硬直的で十分な需給調整の役割を果たしておらず、市場は不均衡であるという認識が一般的であった。その主張の根拠となっていたのは、貸出約定平均金利の伸縮性が、コール・レートや諸外国の貸出金利に比して小さいということである。しかし、コール・レートは限界的資金調達に関する金利であり、それと比較して伸縮性を言うためには、貸出金利に関しても限界的概念に基づくものが必要と著者は主張する。この限界貸出金利は、限界返済金利と足し合わせると約定平均金利の変化に等しくなるものである。

さらに、純新規貸出金利を用いて、貸出市場の均衡・不均衡に関する従来の3つの代表的な実証研究を追試し、その結論がどのように変更されるかを検討して、均衡仮説の方が不均衡仮説よりも妥当性が高いと述べている。

貸出金利の「硬直性」という現象は、日本の金融市場を理解する上での中心的問題点として多くの研究者の興味を集めた。第6章では、限界貸出金利の概念をより詳細に検討して、貸出市場の均衡問題に関する考え方を示している。

まず、従来の銀行行動モデルの代表例であり、コールレートと比較して貸出金利の「硬直性」を主張する鈴木淑夫氏(1966)のモデルを検討する。このモデルが制約のない金融市場でのモデルであり、現実の市場では様々な規制や制約があること、および、インターバンク資金市場は本来はごく短期の準備調整のための市場であって、より長い満期を持つ貸出の原資を調達するための市場ではなく、銀行貸出の原資は貸出に満期が対応した預金や借入金などを中心とする調達資金であることから、このモデルは適切ではないと指摘した上で、著者は2段階意思決定モデルとよぶ新たなモデルを提示する。2段階モデルでは、ある程度長期(3から6ヵ月程度)の単位期間の貸出・資金調達の決定と、ごく短期(1日、1週間、1ヵ月)の単位期間の当初計画からの乖離と日々の資金繰りとの調整が2段階で行われると考えて、貸出の限界費用は各種調達資金のコストの加重平均であることを導き、鈴木モデルの主張するようにコールレートは銀行行動における貸出の限界費用とは考えられない、と述べている。

さらに本章では、分析の単位期間を明確にすることが重要であると主張して、各種調達資金の変化分をウエートとする加重平均により計算される「より正確な、真の限界費用」のデータを算出し、概念的に対応する貸出金利と総費用、具体的には限界、新規、平均のそれぞれの貸出金利と調達コストを比較する。その結果、「純新規貸出金利」が6ヵ月単位で計測した限界費用と連動した動きをすることから、貸出金利には硬直性が存在せず、貸出市場は以前から均衡であった可能性があることを示す結果が得られた、と主張している。第7章では、貸出市場が均衡であったという前提のもとで、貸出市場の構造、とりわけ銀行の資金調達構造と貸出金利変動の関係を金融政策の変化と関連づけて、金融自由化を軸として期間を分け、理論的・実証的に分析している。

まず、前章で観察された貸出金利と調達コストとの高い相関は、金融自由化進展以前の時期では貸出供給曲線が水平に近い非常に緩やかな傾きをもっていたことを意味すると述べ、さらに日銀貸付金の増加率がコールレート水準そして銀行貸出増加率に対して高い相関をもつことを観察し、これらをすべて整合的に説明すると著者が主張する市場均衡モデルを提示している。そこでは銀行の利潤を最大にする最適貸出利子率は、貸出の限界費用を構成する4つのコスト、すなわち、貸出に伴う派生預金の預金金利、銀行部門以外の市場

からの調達資金のコスト、市場性資金のコスト上昇分、そして公定歩合による日銀借入、の加重和であることが示され、それが、ハイパワード・マネーの供給源であるコール市場、オープン市場、そして日銀貸出における各利子率との関連においてどのように変化するかを吟味している。

このモデルのインプリケーションとして、日本の貸出金利の「硬直性」が、貸出供給曲線の緩やかな傾きと1973年までのほとんど変化しない預金金利および規制金利に依拠して再び説明され、さらにオープン市場の発達がこの貸出供給曲線の傾きを右上がりに押し上げてきたことを述べ、従って金融政策としては、拡大したハイパワード・マネー調達市場全体をコントロールするためには、日銀貸出を通じる量的調整から金利機能を活用した金融調節に手段の重点が移るだろう、としている。

つぎに、貸出金利を資金調達コスト、営業経費、利鞘の3つの構成要素の和として分解し、都市銀行と地方銀行のそれぞれにおいて貸出金利の変化とその要因の分析を行っている。

1980年代半ばまでは、地方銀行は預金以外の資金調達の割合がほとんどゼロに近いのに対して、都市銀行は自由金利の市場性資金や日銀借入れなど預金以外の調達資金の割合が10%から20%程度あること、預金以外の資金調達の割合は1980年代半ば以降は両者とも平行的に急上昇すること、そして利鞘は地方銀行のほうが高く推移しており、長期的には両者とも低下傾向にあること、をグラフで示している。1980年代半ばまでは、利鞘と貸出金利とが正確に対応しながら変動したが、そのなかで、1973年までは、資金調達コストはほとんど変動しないものの貸出金利は公定歩合の変更に合わせて連動したことから著者はカルテル金利の存在を観察し、ついでカルテルが維持されたのは資金調達量に関する諸規制のためであるとしている。1980年代半ば以降は貸出金利が調達コストに敏感に反映するようになったことにより、利鞘は比較的安定的に推移していると観察している。

著者は再び貸出金利の「硬直性」の非存在に言及して、1973年以前は資金調達コスト自体がほとんど変化していなかったこと、その後資金調達コストが大幅に変動するようになってからは貸出金利も連動するようになったことがグラフから観察され、この事実だけでも「硬直性」の非存在の根拠として十分であるとしている。また利鞘が高金利時に拡大し低金利時に縮小していることから、「暗黙の契約理論」が主張するような動きはないとしている。さらに著者は、とりわけ1973年以前には、公定歩合変更と同時にマネーサプライ・コントロールを行うという政策が厳格に行われていたことをグラフから確認し、そのメカニズムの説明を行っている。

最後に、従来の金融政策手段である公定歩合と貸出増加額規制(窓口指導)に関して次のように結論している。高度成長期には、公定歩合の変更は貸出金利に直接影響を与えたものの、預金金利規制のもとでは、窓口指導が最も有効な政策手段であった。為替変動相場制への移行とともに始まった低成長期には、預金金利は公定歩合に連動して変化するようになり、窓口指導の必要性は大きく低下し、公定歩合の変更が最も有効な政策手段として機能した。しかし、不幸にもこの有効さ故に、誤った低金利政策がバブル現象を生みだしたとしている。この時期は利鞘の変化は資金調達コストの変化をそのまま反映したものになっており、カルテル的価格形成は消滅した、としている。金利自由化進展後(1980年代半ば以降)は自由金利預金額が規制金利預金額を上回るようになり、規制金利体系を前提とする公定歩合政策の有効性が大幅に低下し、短期金融市場の金利調節を通じる機動的な金融政策の有効性が高まった、としている。

第8章では、まず、銀行の役割に関して、貸手と借手の間にある情報の非対称性、決済サービス、および信用リスクに関わるシグナルなどに注目する従来の理論の紹介と著者による批判をごく簡単に述べたあと、長期融資は証券市場を通じる資金調達と代替性が高いことなどを踏まえ、銀行の役割の特殊性は、短期融資という短期的に変動する不確実な借入需要に対処する低コストの手段を提供するところにあると主張している。さらに銀行の情報生産活動に関する議論の整理を行っている。すなわち、銀行の業務を商業銀行と投資銀行に分け、商業銀行は借手と貸手の間の情報の非対称性があることがその存在理由であり、これに対して投資銀行はこの情報の非対称性を解消することがその役割であるとし、近年の金融・経済環境の大きな変化のなかで、商業銀行の投資銀行化という流れについて論じている。そこでは、日本においては担保を重要視したことが、銀行の情報生産コストを節約する役割を果たしたものの、担保の徴求という効率的なリスク管理手法に依存させることになり、日本の銀行の情報生産機能を抑圧してきた、と指摘している。これらの議論を踏まえて、最後に、日本の当面の金融制度改革に関して、金融システムの安定性と市場メカニズムの有効な機能を軸にして、金融制度構築の提案を概論的に展開している。

3

本論文について評価すべき主要な点はつぎのとおりである。

第1は、銀行の貸出と資金調達に関する新たな2つの主要なモデルを提示していることである。その1つは、担保、とりわけ土地担保に着目し、これを取り込んだ銀行の貸出行動の理論モデルである。貸出行動において担保率が金利とともに変動して、貸出市場を均衡させる可能性があることを指摘するこのようなモデルを作成したことは、著者の貢献の1つである。

次いで、従来からの通説の基礎になっている鈴木モデルを批判し、その欠点を補うために、2段階意思決定銀行行動モデルを作成している。通説では、コール・レートが貸出の限界費用であるとするが、著者は、長期の貸出のための資金調達行動と短期の資金繰り行動を2段階に分けてモデル化し、貸出の限界費用が各種の調達資金のコストの加重平均であることを導いている。

第2に、金利に関する広範なデータを議論の基礎におくという姿勢を終始維持している点が評価できる。著者はこの姿勢のもとで、主としてグラフを使った記述的な実証分析を行い、限界貸出金利や限界費用について数々のグラフを提示することにより、それぞれについて、考えられるさまざまな側面について貸出金利に硬直性が存在しない、という主張の根拠を一貫して示そうとしており、その丁寧さが説得力を高めている。

第3に、貸出金利の硬直性というこれまでの通説を否定するべく、著者は従来の貸出市場の分析で利用されてきた貸出約定平均金利を検討して、貸出金利の変動指標としてはそれが適切ではないことを指摘している。また、貸出約定平均金利の「限界」的变化を表すものとして純新規貸出金利という新しい概念を創り、実際のデータからその金利を算出し、それをを用いて貸出金利が弾力的に変動していることを示した。さらに、貸出市場が均衡していた可能性のあることを提示した。これらの点が評価できる。

本論文の若干の問題点としては、以下があげられよう。

第1は、第2章で担保率が変動して貸出市場が均衡することをモデル化し、第6章では貸出金利が変化して均

衡に向かうというモデルを作成しているが、両モデルの関連、ならびにこれらの変数の役割分担が必ずしも明らかではなく、この点を改良して両者を統合した全体のモデル化を行えばより完成度が高いものとなったであろう。

第2は、実証分析の一部に見られる方法に関するものである。本論文では、主としてグラフを用いて視覚に訴える方法をとっているが、いくつかの個所では時系列分析などの方法を採用していれば、より説得力を増せたであろう。

第3は、純新規貸出金利概念に関わる点である。これは著者がモデル分析で重要であるとする限界貸出金利の概念とは完全には一致するものではない。理論から導出される限界貸出金利は観察可能ではないので、近似的な概念を使わざるを得ないが、純新規貸出金利の代替的な指標を並立させて比較検討するべきであろう。

本論文は以上のような問題点を残してはいるものの、わが国貸出市場に関する理論的かつ実証的な研究者としての著者の長年の研究成果を集大成したものであり、これまでの通説的な理解に対し正面から反論する理論と実証的根拠を提示することによって、学界に貴重な貢献をしたものと認められる。よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせて考慮し、本論文の著者が一橋大学博士(商学)の学位を受けるに値するものと判断する。