

わが国の貸出市場と契約取引

——貸出金利の硬直性に関する一解釈——

脇 田 安 大（現営業局）

1. 要 旨
 2. 貸出金利の「低位硬直性」の検討
 3. 「暗黙の契約」理論による硬直性の解釈
 4. 結びにかえて
- 〔付〕 使用統計および推計方法

1. 要 旨

本稿の目的は、「暗黙の契約」理論の考え方を貸出取引に適用することによって、貸出金利の硬直性の原因に関して新しい視点を提供することである。

従来、わが国貸出市場の特徴として「金利の低位硬直性」が指摘される傾向が強く、一般的通念になっているといっても過言ではなからう。そして、その原因として「金利規制の存在」や「公定歩合との連動」という制度的要因が強調されることが多かった。しかし、貸出金利についてのこのような捉え方に対しては黒田〔9〕によって原理的批判が加えられるとともに、池尾〔5〕、〔6〕らによってリスク回避度が異なる主体間の経済合理性追求の結果として貸出金利の硬直性を説明しようとする「暗黙の契約」理論の適用が試みられている。

そこで本稿では、各種統計が利用可能な昭和37年以降のわが国の貸出金利を観察し、

実際の貸出金利が「暗黙の契約」に基づく金利であるとみなせるか否かについて若干の考察を試みた。

本稿の構成と要旨は次の通りである。まず2.では、貸出金利の推移を約定金利ベース（表面金利ベース）と貸出に伴う預金歩留りを勘案した実効金利ベースでそれぞれ市場金利と比較しながら観察し、貸出金利は低位硬直的であるか否かを検討した。その観察結果によれば、①金利水準は約定ベースでは「低位」とみられるが、実効ベースでは必ずしも「低位」であったとはみなし難い、一方②金利の変動については約定ベース、実効ベースとも「硬直的」であったとみなして差し支えない、というのが主要な結論である。

次に、3.では、この2.の結論を受けて、金利の硬直性を説明する理論のひとつである「暗黙の契約」理論の基本的な考え方を紹介するとともに、わが国貸出市場における取引が「暗黙の契約」に基づく契約取引であるとみなすことができるかどうかという点につい

て検討する。検討結果によれば、わが国の貸出市場においては、契約取引の特徴とも言える逼迫期における銀行から企業へ、緩和期における企業から銀行への循環的な所得移転がみられ、したがって契約取引が行われていたとみなすこともあながち不自然ではなく、少なくともひとつの有力な仮説として成立しているのではないかと考えられる。

2. 貸出金利の「低位硬直性」の検討

(1) 表面金利による観察

貸出金利が低位硬直的であると言われる場合、コール・レートや手形売買レート、現先レート、あるいは公社債流通利回り等との比較においてであることが多い。そこで本稿でも、まず単純に、貸出金利と他の金利との比較から始めることとしよう。図1は、貸出約定金利（全銀ベース・総合）、コール・レート（無条件物）、現先レート（3か月物）、利付電債利回り（5銘柄平均）、金融債店頭気配（残存2.5年）のおのおのについて昭和37年以降の動向を示したものである。この図にみられるとおり、貸出金利を約定（表面）ベースで他の金利と比較すると変動幅は明らかに小さい。またその水準は、貸出の場合案件審査のための人件費等が他の資産運用手段より嵩むことや default risk が大きいことを考慮すれば、実質的にはかなりの低水準で推移していると言ってよいであろう。

(2) 実効金利の推計と観察

しかし、多くの場合には貸出に伴って債務者預金が発生しており、貸出金利の実勢を把握するには表面金利よりも預金歩留りを調整した金利（以下、「貸出実効金利」という）

が適切であろう。そこで、以下では、各種統計が利用可能になる昭和37年以降について四半期ベースで都・地銀別に貸出実効金利を推計し、コール・手形売買レートとの比較を行った。

（貸出実効金利の概念）

推計に先だって貸出実効金利の概念を整理しておこう。銀行は一般的に次のようなバランス・シート上の制約を受けている。

$$R + L + C \equiv D + B \quad (1)$$

ただし、R；現金（日銀預け金を含む）

L；貸出

C；コール・ローンや有価証券等の貸出以外の資産

B；日銀借入

D；預金

ここで、預金(D)は貸出(L)に伴う歩留り預金（派生預金）とそれ以外の預金（本源的預金）とに区別できるから、歩留り率を α 、本源的預金を $\bar{D}$ とすると、

$$D = \bar{D} + \alpha L \quad (2)$$

となる。また、現金(R)は預金引出しに備えての支払準備や準備預金制度に基づく日銀預け金として保有されるから、預金(D)の比率(β)として次のように表わすことができる。

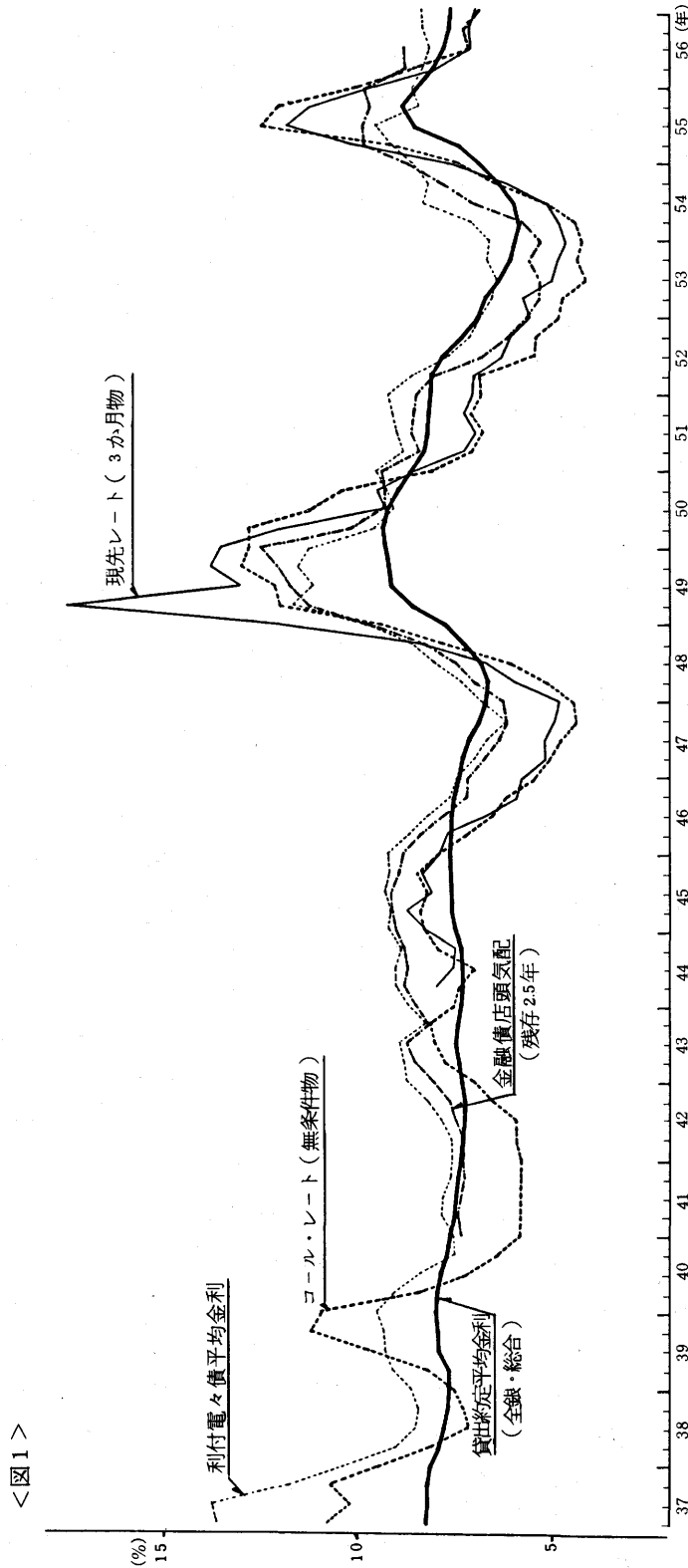
$$R = \beta D \quad (3)$$

この時、銀行利潤(π_b)は、貸出以外の資産運用（コール・ローンや有価証券投資）コストや日銀借入に伴うコストはネグlijブルであるとみなして捨象し、預金に関しても預金金利以外のコストは要しないと仮定すると、

$$\pi_b = \{r_L L - C(L)\} + r_C C - r_D D - r_B B \quad (4)$$

ただし、 r_L ；貸出表面金利

r_C ；貸出以外の資産運用の利回り



r_D ; 預金金利

r_B ; 公定歩合

$C(L)$; 貸出に伴うコスト

であり、(4)に(1)~(3)を代入して整理すると、

$$\pi_b = \left(\frac{r_L - \alpha r_D}{1 - \alpha + \alpha\beta} - r_C \right) (1 - \alpha + \alpha\beta) L - C(L) + Q \quad (4)'$$

ただし $Q = \{ (1 - \beta) r_C - r_D \} \bar{D} + (r_C - r_B) B$

となる。

したがって、銀行が短期利潤極大化を追求すると仮定すれば、利潤極大化の条件は、

$$r_C = \frac{r_L - \alpha r_D}{1 - \alpha + \alpha\beta} - \frac{C'(L)}{1 - \alpha + \alpha\beta} \quad (5)$$

で与えられる。つまり、コール・ローンや有価証券投資のような貸出以外の資産運用は純理論が想定するようなオークション・マーケット的な市場で取引が行われ、その価格である r_C は個別銀行にとっては与件であるから、銀行は r_C を機会費用として貸出の限界純収益が r_C に一致するまで貸出を行うと考えられる。この(5)式の右辺第1項は、貸出を1単位実行した場合に実際にその銀行から引出される資金の金利であるから、「貸出実効金利」と言おう。^(注1)

(推計と観察)

まず、貸出表面金利(r_L)以外のコンポーネント、 α 、 β 、の動きは図2(都銀)、図3(地銀)の通りである(各コンポーネントの推計方法および使用統計は<付>参照)。

これらの計数を基礎に、鈴木〔12〕、岩田・浜田〔7〕等で採用されているように、貸出約定平均金利(総合、月末値平均)を代入して貸出実効金利を推計し、コール・手形売買

レート(加重平均)と比較したのが図4、5および表1である。

<表1>貸出実効金利(r_L =貸出約定平均金利のケース)とコール・手形売買レート(加重平均)との比較

		平均	変動係数
貸出実効金利	都銀	10.77%	0.112
	地銀	10.93	0.097
コール・手形売買レート		8.29	0.300

期間 1962 / I ~ 1981 / II

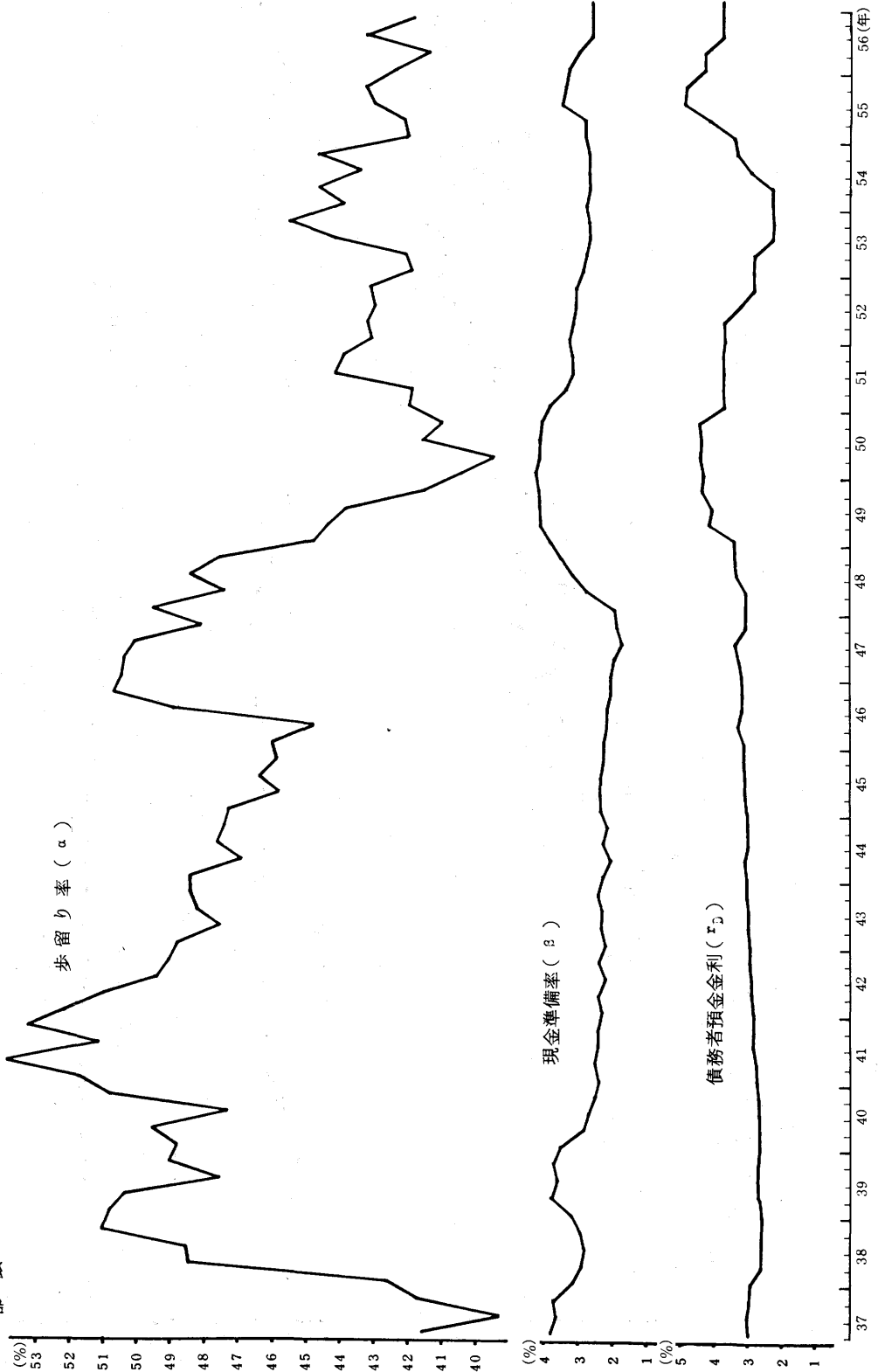
これを観察すると、わが国貸出市場の実効金利は、①コール・手形売買レートを下回る期間は昭和37年、49~50年、54~55年といったごく一部であり、20年間の平均金利水準をみても10%台と、コール・手形売買レートを大幅に上回ること、②コール・手形売買レートに比べて変動が小さいこと、等が読みとれる(表1参照)。

しかし、長期貸出を含み平均的約定期間が比較的長い貸出約定平均金利をベースに推計した貸出実効金利と、平均的約定期間が比較的短いコール・手形売買レートとを、金利の期間構造を無視して直接比較することは問題であろう。そこで、約定期間をできるだけ近づけて比較するために、貸出実効金利を短期貸出約定平均金利をベースに推計したものに改めるとともに、コール・手形売買レートについても約定期間の長いもの(~46年;コール・レート無条件月越物、47~53年;手形売買レート平均、54年~;手形売買レート3か月物の最高と最低の平均)を採用して比較したのが図6、7および表2である。

これから読みとれるように、①貸出実効金

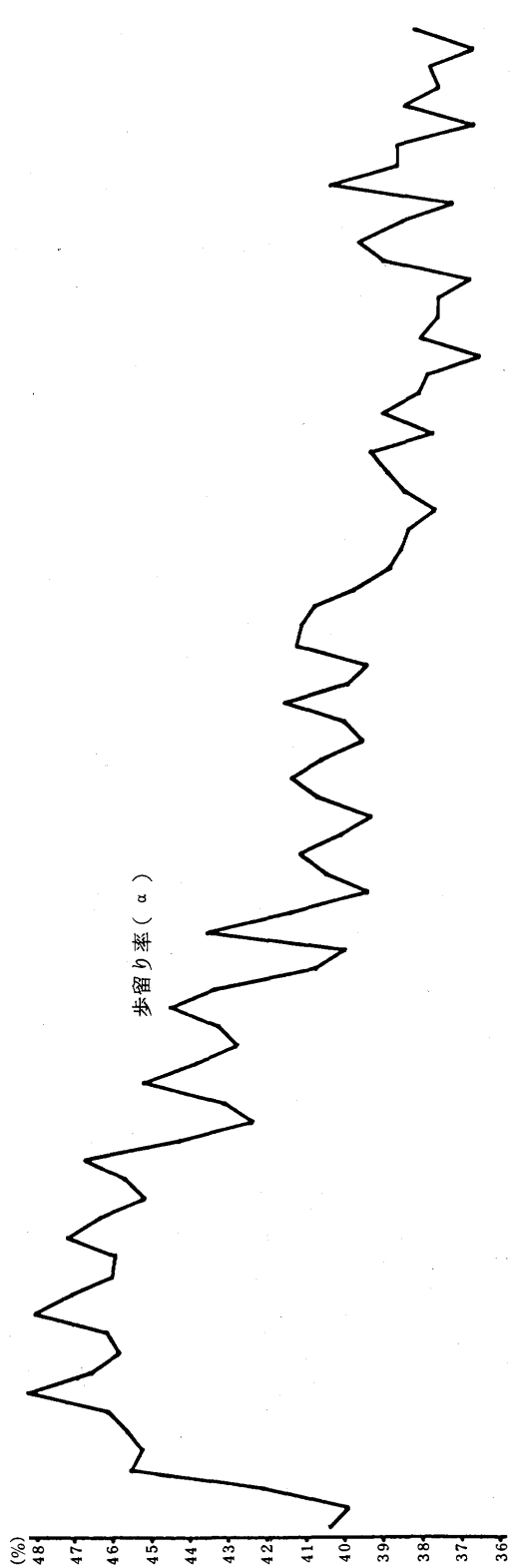
(注1) 鈴木〔12〕p.110参照。

<図2>
<都 銀>

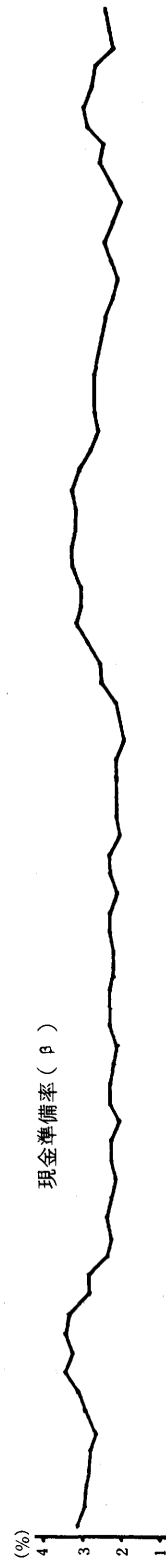


<図3>

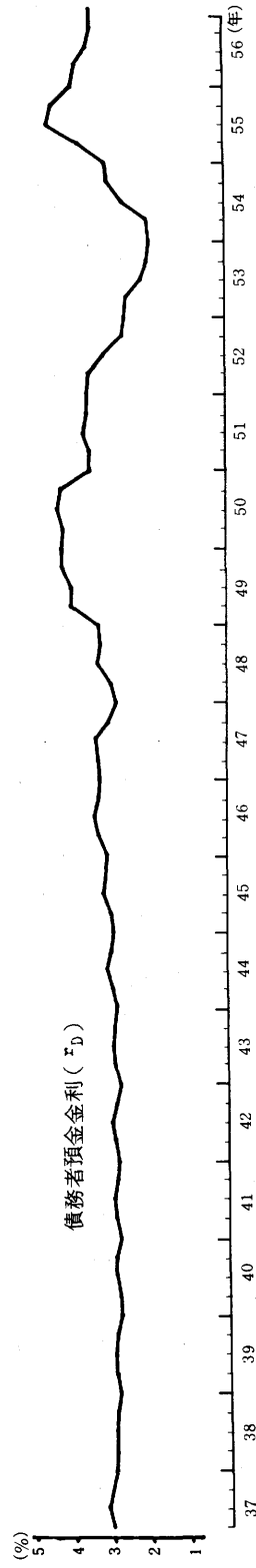
<地 銀>



現金準備率 (β)

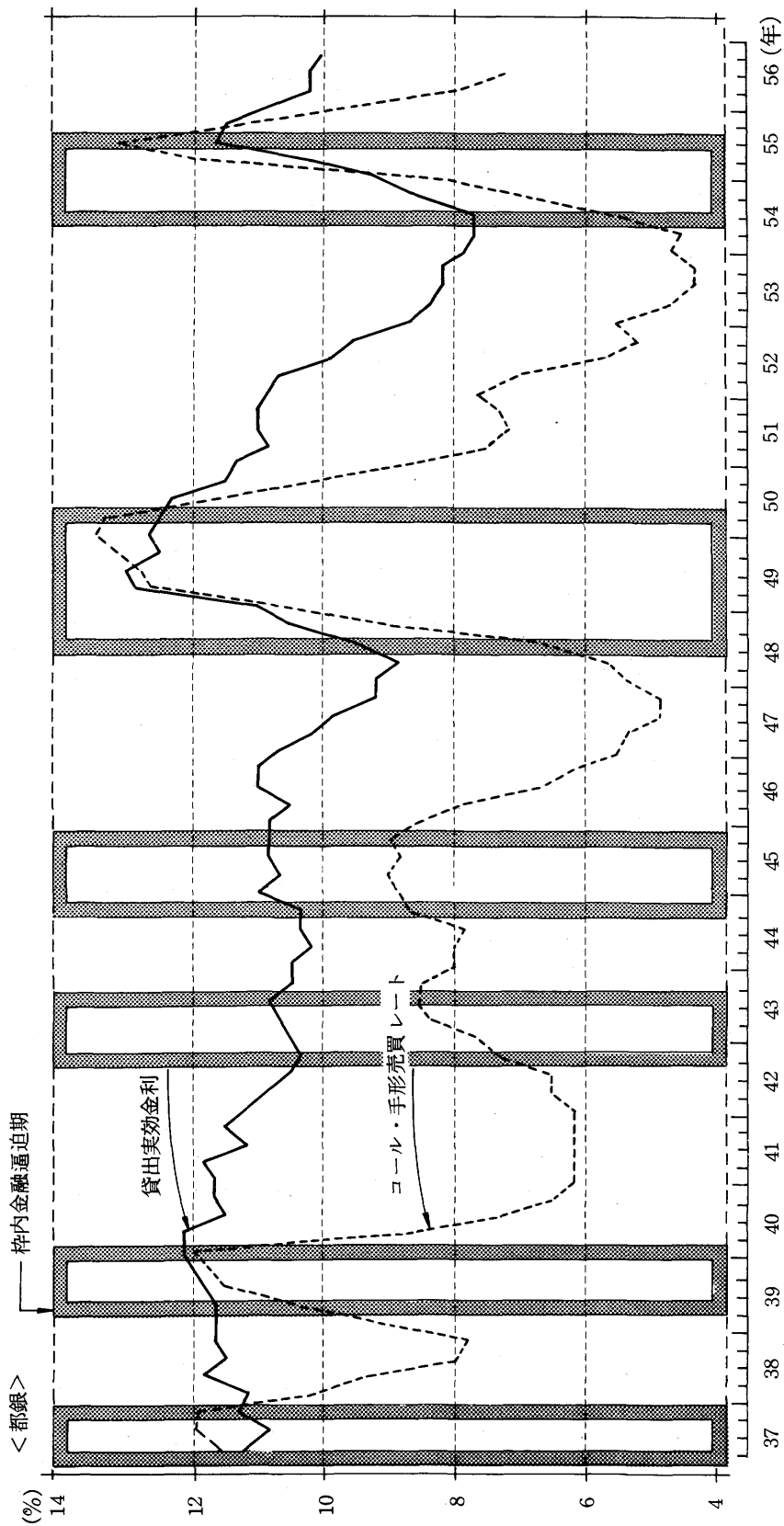


債務者預金金利 (r_D)

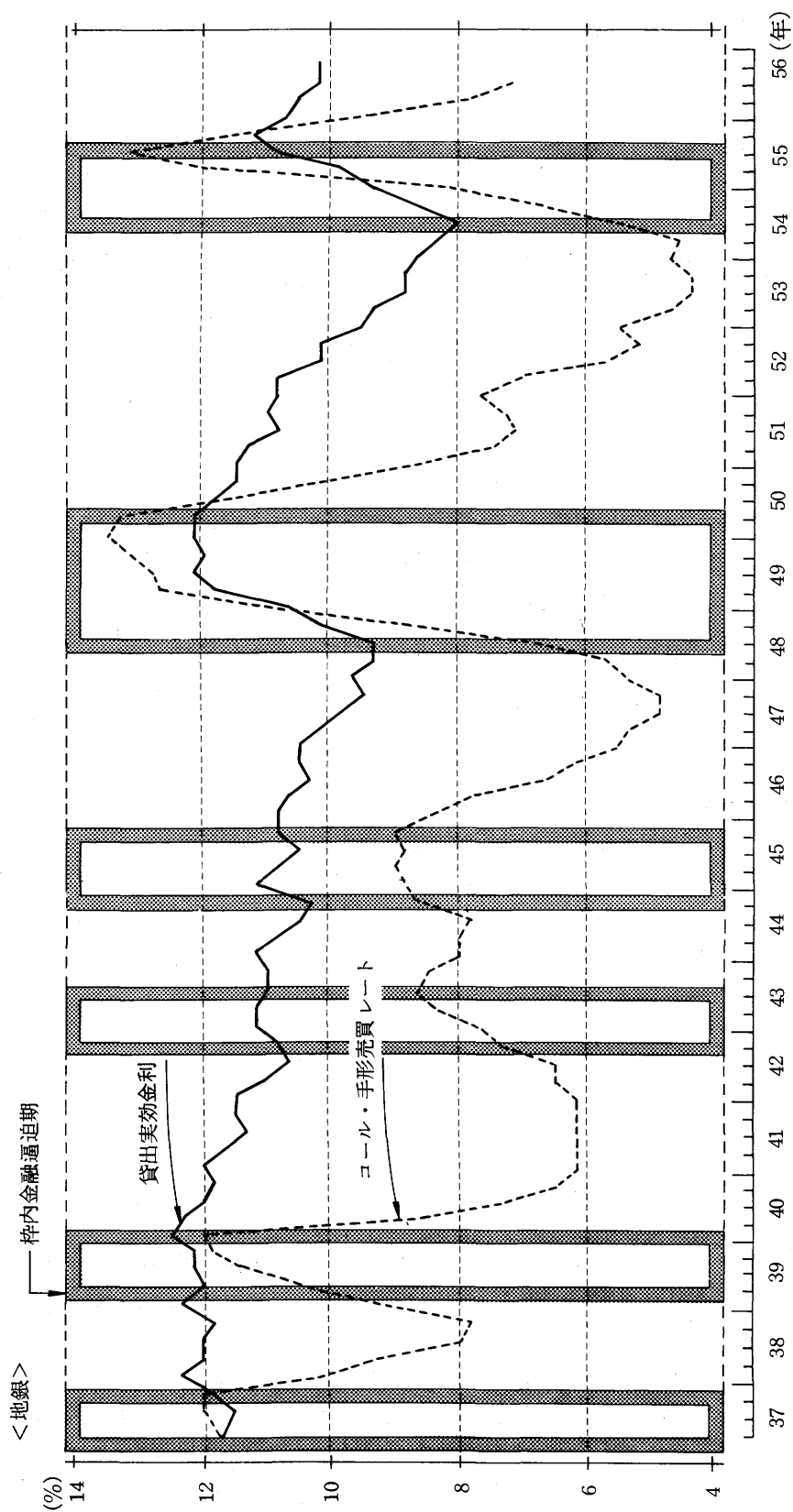


貸出実効金利とコール・手形売買レート推移

<図4>

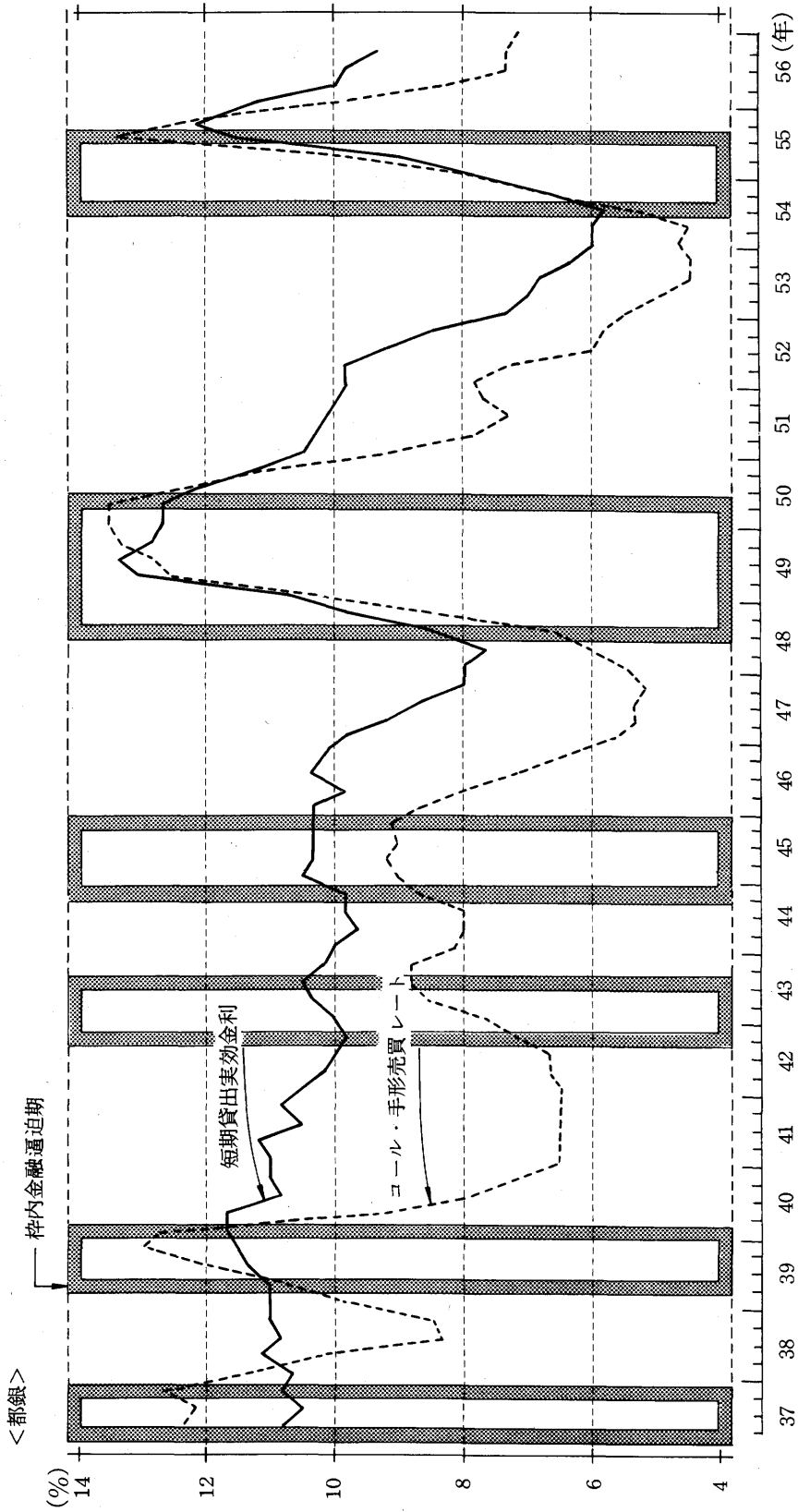


貸出実効金利とコール・手形売買レート推移

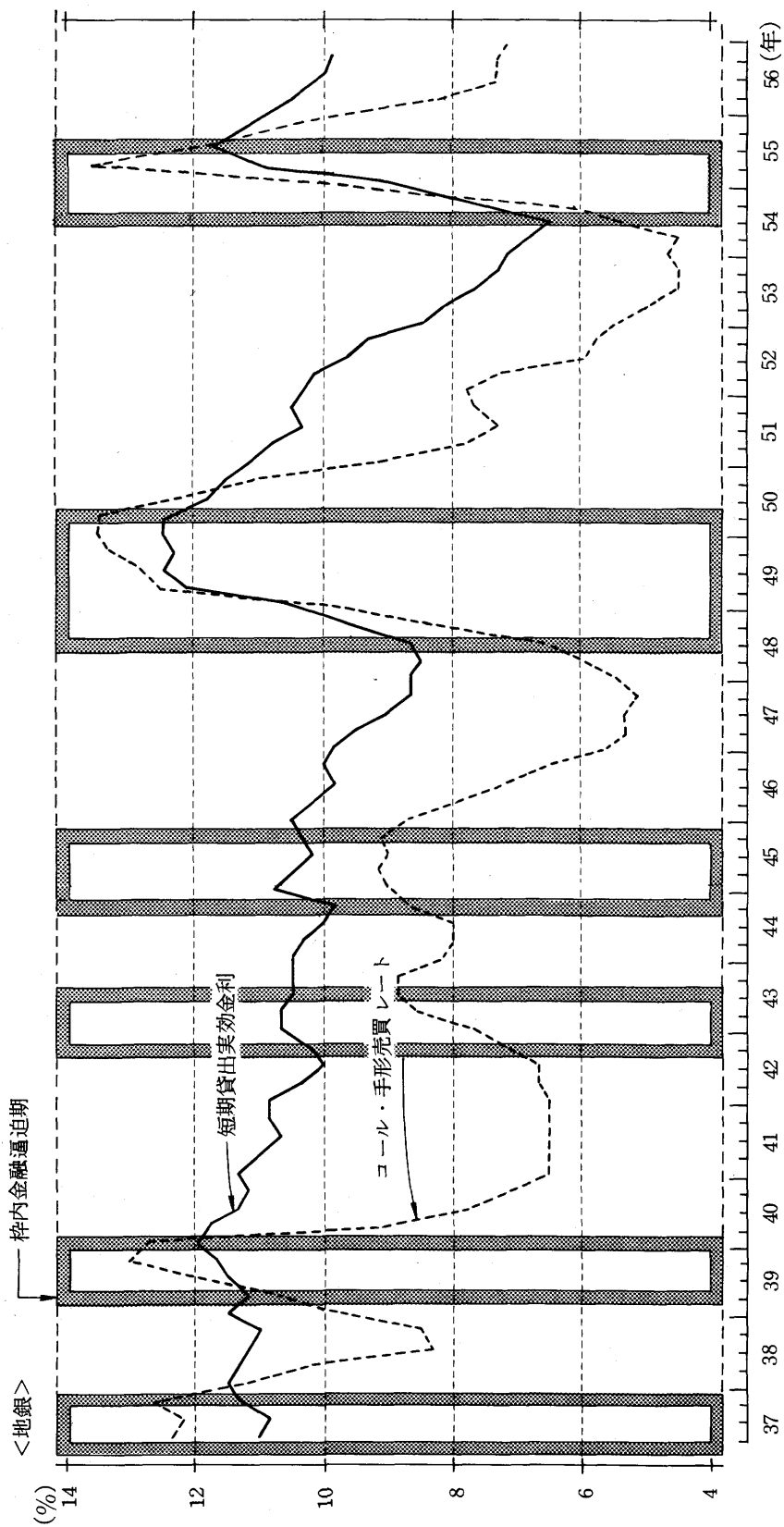


<図6>

短期貸出実効金利とコール・手形売買レート推移



短期貸出実効金利とコール・手形売買レートの推移



＜表2＞貸出実効金利（ r_L ＝短期約定平均金利のケース）とコール・手形売買レート（最長期物）との比較

		平 均	変動係数
		%	
貸出実効金利	都 銀	10.12	0.161
	地 銀	10.38	0.130
コール・手形売買レート		8.54	0.297

期間 1962 / I ~ 1981 / II

利とコール・手形売買レートの金利水準は若干近づいたとは言え、なお相当な格差が存在しており、また②貸出実効金利の変動も、若干は大きくなっている（変動係数、都銀 0.112 → 0.161、地銀 0.097 → 0.130）が、コール・手形売買レートに比べれば依然かなり硬直的である。

以上のような貸出実効金利の観察から得られた結論は次のように要約できよう。

① わが国の貸出金利は、実効ベースに換算すると一部の金融逼迫期を除いてコール・手形売買レートを上回り、20年間の平均水準でも2%程度高かったとみられる。もちろん、(5)式からもわかるように、コール・手形売買レートと直接比較すべきものは、貸出実効金利から貸出の限界コストを差引いた貸出の限界純収益であるから、ここでの観察結果から直ちに貸出金利の方が「高位」であったと主張することはできないが、貸出金利が金利規制によって「低位」に固定されていたとの一般通念は少なくとも再吟味される必要があると思われる。

② 一方、貸出金利の変動は実効ベースでもコール・手形売買レートに比べて小さく、一般通念である「貸出金利の硬直性」は支持されているとみられる。

3. 「暗黙の契約」理論による硬直性の解釈

(1) 「暗黙の契約」理論の基本的な考え方

わが国の貸出金利は、実効ベースでも、コール・手形売買レートに比べてかなり硬直的であることを確認した。以下ではこの原因について考えてみよう。

貸出金利の硬直性の原因について、従来の考え方はおおよそ次のようなものであったとみて過言ではなからう。すなわち、本来であれば需給に応じて伸縮的に変動するはずの貸出金利が、金利上限規制の存在、あるいは公定歩合との事実上の連動による決定など、要するに制度的要因によって自由な変動を阻害されていることによるとの見方である。しかし、こうした考え方に対する最大の疑問は、なるほど表面金利に関しては経済合理性が妨げられるような制約があったことは事実であるが、実効金利ではその制約をくぐり抜けることが不可能ではなかった筈であるにも拘らず、なぜそれをしなかったのだろうかという点である。

このような制度的要因に原因を求める従来の考え方に対して、最近、労働市場における「暗黙の契約」理論（implicit contract theory）を貸出市場に適用して、市場参加者の経済合理的な契約の結果として金利の硬直性を理解しようとする考え方が提示されている。この「暗黙の契約」理論は金利の硬直性を考えるうえで示唆に富んでいると思われるので、以下では労働市場を例にその基本的な考え方を紹介し、次いで貸出市場への適用を試みてみたい。

(労働市場での説明)

労働市場を例にして、①直物市場^(注2)における将来の価格(賃金率)が不確定であり、②売手と買手の間にリスク回避度の差がある場合、取引当事者双方の経済合理性追求の結果として事前に将来の取引条件も決めておく“契約取引”が選好される可能性があることを説明しよう。

まず、直物労働市場を想定する。同市場では実体経済の状況をその都度反映して賃金変動するが、ここでは単純化のために直物市場で起る状態は1、2の2つだけであり、状態1が生じたときの賃金は W_1 、状態2のときは W_2 とする。具体的には逼迫(=1)と緩和(=2)であり、したがって $W_1 > W_2$ である。実際にどちらの状態が生じるかは事前には知られていないが、労働者、企業とも各々の状態が起る確率(状態1がおきる確率= P_1 、状態2= P_2 、 $P_1 + P_2 = 1$)については同一の認識を持っているものとする。また、企業と労働者のリスクに対する態度の相違を強調して、企業をリスク中立的、労働者をリスク回避的であると仮定する。

賃金 W から得られる労働者の効用関数を $U = U(W)$ で表わすと、直物市場に参加したときに得られる労働者の期待効用は、

$$P_1 U(W_1) + P_2 U(W_2) \quad (6)$$

で表わされ、リスク回避的な労働者はこの期待効用の最大化を行う。一方、企業は粗収益から人件費以外のコストを差引いた額 R_i ($i = 1, 2$)から状態に応じて賃金を支払うから、期待利潤は、

$$P_1 (R_1 - W_1) + P_2 (R_2 - W_2) \quad (7)$$

となり、リスク中立的な企業はこの期待利潤の最大化を行う。

ところで、このような直物取引以外にも、企業は労働者に対して、直物市場の賃金はどうなるかにかかわらず事前に、状態 i ($i = 1, 2$)が起こったときには $\hat{W}_i$ の賃金を支払うという契約取引をすることも可能である。そのような契約取引から得られる労働者の期待効用は、

$$P_1 U(\hat{W}_1) + P_2 U(\hat{W}_2) \quad (8)$$

であり、企業の期待利潤は、

$$P_1 (R_1 - \hat{W}_1) + P_2 (R_2 - \hat{W}_2) \quad (9)$$

である。

以上から、労働者と企業が直物市場での取引よりも契約取引を選好する条件は、

$$P_1 U(W_1) + P_2 U(W_2) \leq P_1 U(\hat{W}_1) + P_2 U(\hat{W}_2) \quad (10)$$

$$P_1 (R_1 - W_1) + P_2 (R_2 - W_2) \leq P_1 (R_1 - \hat{W}_1) + P_2 (R_2 - \hat{W}_2) \quad (11)$$

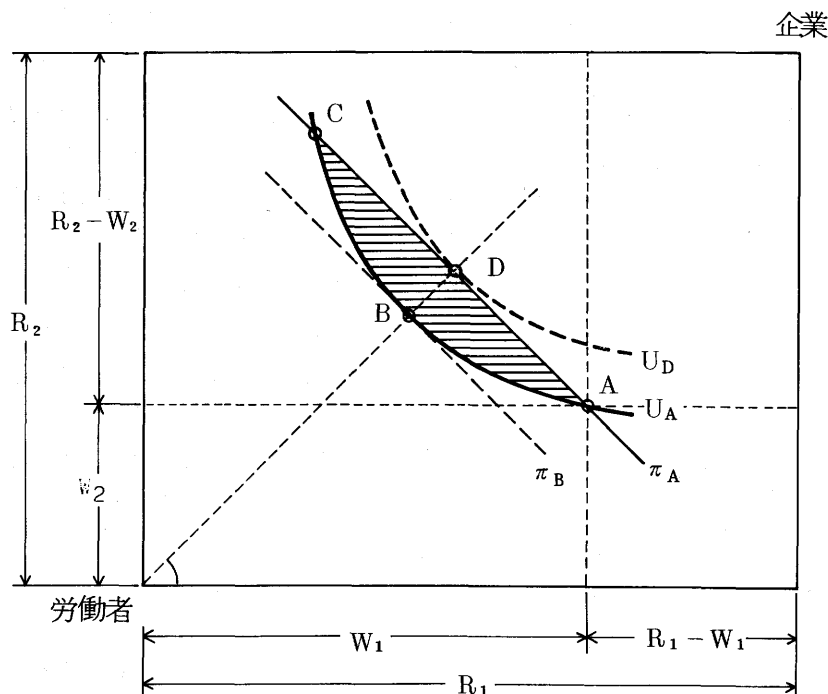
となるが、これらを満たす条件が存在することは、簡単な図によって示すことができる。^(注3)

図8は、左下の角から労働者の受取る賃金、右上の角から企業の利潤をはかり、横軸には状態1における賃金(W_1 あるいは $\hat{W}_1$)と企業利潤($R_1 - W_1$ あるいは $R_1 - \hat{W}_1$)の合計(R_1)、縦軸には状態2における賃金と利潤の合計(R_2)を示したボックス・ダイアグラムである。この図で、労働者、企業が直物市場で取引したときに得られる賃金、企業利潤を示したのがA点に相当する。一方、図のABCに囲まれた斜線部分が契約取引をすることによってA点よりパレート改善される契約

(注2) 本稿において直物市場とはその時々需給に応じて価格が決定される市場を言う。同市場における取引を直物取引と呼び、これに対置される概念が契約取引である。

(注3) 以下の説明は、倉沢、藪下[8]p.8に負う。

<図8>



の範囲を示している。なぜなら、期待効用の最大化を求める労働者はA点を通る期待効用の無差別曲線 U_A より右上の領域を、また、期待利潤の最大化を求める企業はA点を通る傾きが P_1/P_2 の等期待利潤線 AC より左下の領域を、それぞれ選好するからである。^(注4)

つまり、図の斜線部分は契約取引を行うことによる余剰であると考えられる。なお、この範囲でどの点が実際の契約として選択されるか（余剰をどのように配分するか）は交渉力等にゆだねられるため一義的には決められない。企業にとって最も有利な点は点B、労働者にとっては点Dであることは言うまでもない。

いずれにせよ、直物市場を通じての取引に

優越するこのような取引契約は明示的な契約である必要はなく、暗黙の契約であってもよい。現実の労働市場においては多くは長期雇用関係に基づく「暗黙の契約」であると考えられる。そして、こうした契約が結ばれた場合には賃金の変動幅は $\hat{W}_1 \sim \hat{W}_2$ となり、直物市場における変動幅 $W_1 \sim W_2$ に比べて小幅化することが図から読みとれる。

（貸出市場への適用）

労働市場におけるこのような「暗黙の契約」理論を貸出市場に適用できるのではないかと示唆は従来もみられたが（例えば、Baltensperger [2]、堀内 [4]、黒田 [10]、拙稿 [13] 等）、最近池尾 [5] [6]、J. FriedとP. Howitt [3] らによって本格的な適用の試

（注4） 労働者、企業とも危険に対して中立的である（あるいは危険回避度に差がない）場合にはパレート改善される余地は発生せず、契約取引のメリットはない。

みが行われている。以下では貸出市場において「暗黙の契約」が発生する可能性があることを労働市場とのアナロジーで示してみたい。

企業はある程度長期的な見通しのもとに営業計画、投資計画をたてて行動している。これらの計画に要する資金を外部資金に依存する場合、金融情勢の繁閑を敏感に反映して金利が変動する直物金融市場から調達すると、金利変動に伴い利息支払後の収益（＝純収益）は不安定なものとならざるを得ない。したがって、純収益の安定を望むリスク回避的な企業は金利変動に伴うリスクを回避するために、できれば社債発行等による長期金融市場からの資金調達を増やしたいと考えるであろう。しかし、長期金融市場の性格上、^(注5) 知名度が低い等の理由で大部分の企業にとっては、同市場で資金を調達することは容易ではない。こうしたことから多くの企業は、銀行からの借入に関して契約取引を指向するとみられる。一方、銀行の立場からすると、貸出金利が変動しても調達コストもほぼそれに見合っただけで変動している限り収益はさほど不安定にはならない。したがって、一般論としては、銀行は貸出金利の変動に関して企業よりもリスク回避的でないと考えられる。そこで、以下では労働市場における「暗黙の契約」理論を貸出市場に適用するにあたって、単純化のために企業をリスク回避的、銀行をリスク中立的であると仮定して議論を進めることとする。

いま直物金融市場で起る状態を i ($i=1, 2$ 、 1 =金融緩和、 2 =逼迫) とし、状態 i が

生じたときの金利を r_i ($r_1 < r_2$)、各々の状態が生じる確率を P_i とする。これに対して、契約取引を行う場合の金利は $\hat{r}_i$ (一般的には $\hat{r}_1 \leq \hat{r}_2$ と考えられる) とする。また、企業の借入金一単位当りの期待粗収益率を π 、支払利子控除後の期待純収益率 ($\pi - r_i$ または $\pi - \hat{r}_i$) に対する企業の効用関数を U とする。一方、一単位当りの貸出から得られる銀行の期待収入は直物取引をした場合には $P_1 r_1 + P_2 r_2$ 、契約取引は $P_1 \hat{r}_1 + P_2 \hat{r}_2$ である。

こうした前提のもとで、効用最大化を求める企業と期待収入を最大化する銀行が直物取引よりも契約取引を選好する条件は、

$$P_1 U(\pi - r_1) + P_2 U(\pi - r_2) \leq P_1 U(\pi - \hat{r}_1) + P_2 U(\pi - \hat{r}_2) \quad (12)$$

$$P_1 r_1 + P_2 r_2 \leq P_1 \hat{r}_1 + P_2 \hat{r}_2 \quad (13)$$

であり、これを満たす契約取引の範囲は、労働市場における説明と同様に、図9の斜線部分で表わされる。D点を例にとれば、D点を通る企業の期待効用の無差別曲線はA点を通るものより優位であり、D点を通る銀行の等収入線はA点を通るそれよりも優位であることから、D点は当事者双方によってA点よりも選好される。^(注6)

(契約取引下の市場の特徴)

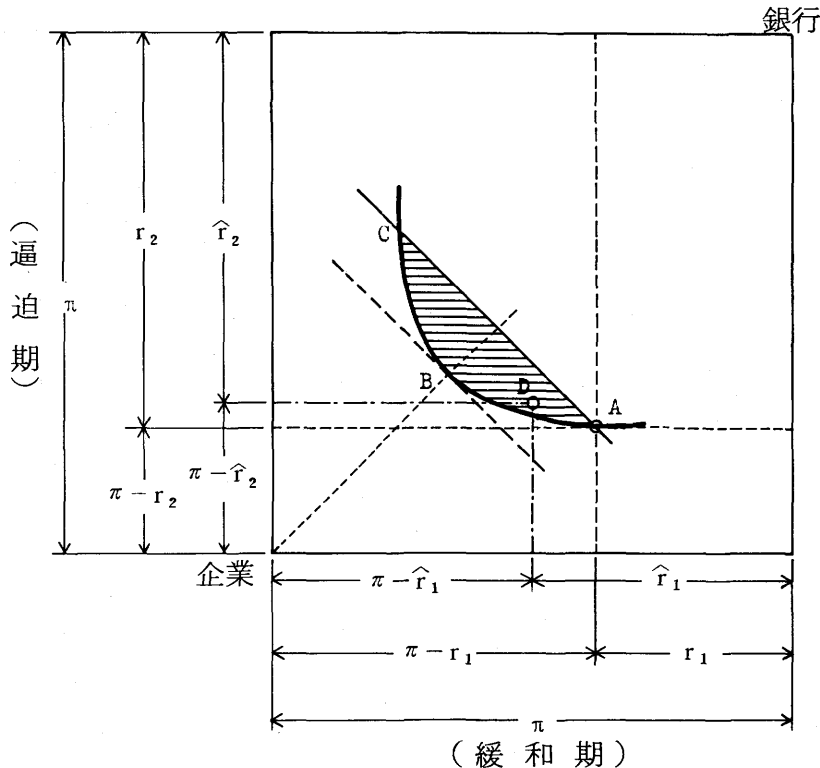
以上のような理由により契約取引が市場で一般化すれば、直物市場とは異なった現象が生じると考えられる。

まず第1は、金利は直物金融市場で成立す

(注5) 社債市場などのオークション・マーケット的な金融市場では、全く自由な起債を許すと品質の悪い (default risk が大きい) 金融商品が出回ってしまうという逆選択 (adverse selection) メカニズムが作用するため、上場審査基準等による適格性のチェックによって事前に起債できる企業の資格を制限している (拙稿 [14] 参照)。

(注6) 以上は基本的な考え方を示したものでありモデルによる厳密な証明は池尾 [5] を参照されたい。

<図9>



るそれに比べて変動幅が縮小することである。図9のD点で表わされる契約がなされれば、金利は逼迫期には $\hat{r}_2$ と直物市場金利を(r_2)下回り、緩和期には $\hat{r}_1$ と直物市場金利(r_1)を上回るから、結果として変動幅は縮小する。

第2に、第1の現象の結果として事後的に見れば、企業と銀行の間で所得移転が発生することである。逼迫期であれば直物市場金利(r_2)が契約取引金利($\hat{r}_2$)を上回るから、直物市場の状態が判明した後であれば銀行としては直物市場で資金運用することが(短期的には)有利であるから、契約を守ることは機会利潤を放棄することになる。一方、企業にとっては緩和期に契約を守ることは低利な直物市場での資金調達を放棄することになる。したがって、事後的に見れば、逼迫期には銀行から企業へ、緩和期には企業から銀行への所得移転が生じていることになる。

つまり、池尾[5]の言葉を借りるならば、『銀行貸出市場で契約取引が行われているならば、金融引締め期には現物市場(直物市場のこと……筆者)の均衡利子率よりも低い利子率で貸出が行われて「信用割当」が発生し、金融緩和期には現物市場の均衡利子率よりも高い利子率で貸出が行われて「押し込み融資」が発生する』とみられる。

(2) わが国貸出市場と「暗黙の契約」理論

以上述べたような契約取引下の市場の特徴的現象は、わが国貸出市場の特徴とされる諸現象によく符号している。このことから、金利の硬直性は貸出金利規制によって市場機構の円滑な作用が阻害されていたために発生したとする通説的な理解に代えて、銀行と企業のリスク態度の差から生じる、いわば経済合理性の追求の結果として発生したとする解釈も

可能であると言えよう。両説の妥当性について直ちに判断を下すことはできないが、以下ではそれに対するひとつの判断材料として、わが国貸出市場での取引における銀行・企業間の所得移転を推計してみた。なぜなら、暗黙の合意に基づく契約取引であれば金融逼迫期には銀行から企業へ、緩和期には企業から銀行への所得移転が発生するのに対し、金利の硬直性が金利規制によってもたらされている場合にはそのような循環的な所得移転が発生する可能性は低く、とりわけ貸出金利を市場実勢以下に抑えようとする“いわゆる低金利政策”により金利の硬直性が生まれたのであれば、逼迫期においてはもちろん緩和期においても銀行から企業へという一方通行の所得移転が発生すると考えられるからである。

・(推計方法)

次のような考え方によって所得移転額を推計してみた。現実の貸出取引は「暗黙の契約」に基づく契約取引であり、貸出実効金利 $(\frac{r_L - \alpha r_D}{1 - \alpha + \alpha\beta})$ は契約貸出金利($\hat{r}_L^C$ と略記)であるとみなす。このような契約取引に代えて、直物(オークション・マーケット的)取引を行うことは原理的には不可能ではない。^(注7)直物取引を行う場合には、銀行は他のオークション・マーケット的市場であるコール・手形売買市場や有価証券の市場と常に完全な金利裁定を行い、(5)式からもわかるように、貸出金利はオークション・マーケット的市場で成立する金利(r_C)に $\frac{C'(L)}{1 - \alpha + \alpha\beta}$ を加えた水準になると考えられる。この金利($r_C +$

$\frac{C'(L)}{1 - \alpha + \alpha\beta}$)を直物貸出金利($\hat{r}_L^S$ と略記)と言おう。したがって、所得移転額は契約貸出金利 $\hat{r}_L^C$ に基づく現実の銀行利潤(π_b^C)と直物貸出金利 $\hat{r}_L^S$ を適用したと仮想した場合の銀行利潤(π_b^S)との差(π_b^S が π_b^C を上回った場合は銀行から企業への所得移転、逆は逆)と考えられる。つまり、銀行から企業への所得移転額($\pi_b^S - \pi_b^C$)は(4)'式から、

$$\pi_b^S - \pi_b^C = (\hat{r}_L^S - \hat{r}_L^C)(1 - \alpha + \alpha\beta)L \quad (14)$$

となる。

実際の推計は、全銀ベースの短期貸出について行った。直物貸出金利($\hat{r}_L^S$)は、コール・手形売買レートと利付電々債・現先レートの平均に、事務的な経費(人件費+物件費)率の $\frac{1}{2}$ を $\frac{C'(L)}{1 - \alpha + \alpha\beta}$ であるとみなして加えたものとし、^(注8)また、契約貸出金利($\hat{r}_L^C$)は2.と同様の方法によった(使用統計等については<付>参照)。

(推計結果の観察)

$\hat{r}_L^S$ と $\hat{r}_L^C$ は、図10のように、概ね金融逼迫期には $\hat{r}_L^S$ の方が上回り、緩和期には $\hat{r}_L^C$ の方が上回るという傾向がみられる。この結果、図11のように、逼迫期には銀行から企業への所得移転が発生し、緩和期には逆方向の所得移転が発生する傾向が強い。

この所得移転額の規模は、短期貸出分のみに関する試算であるにも拘らず、現実の銀行利潤額の3~5割に達することにもめずらしくなく、軽視し得ない大きさである(表3、

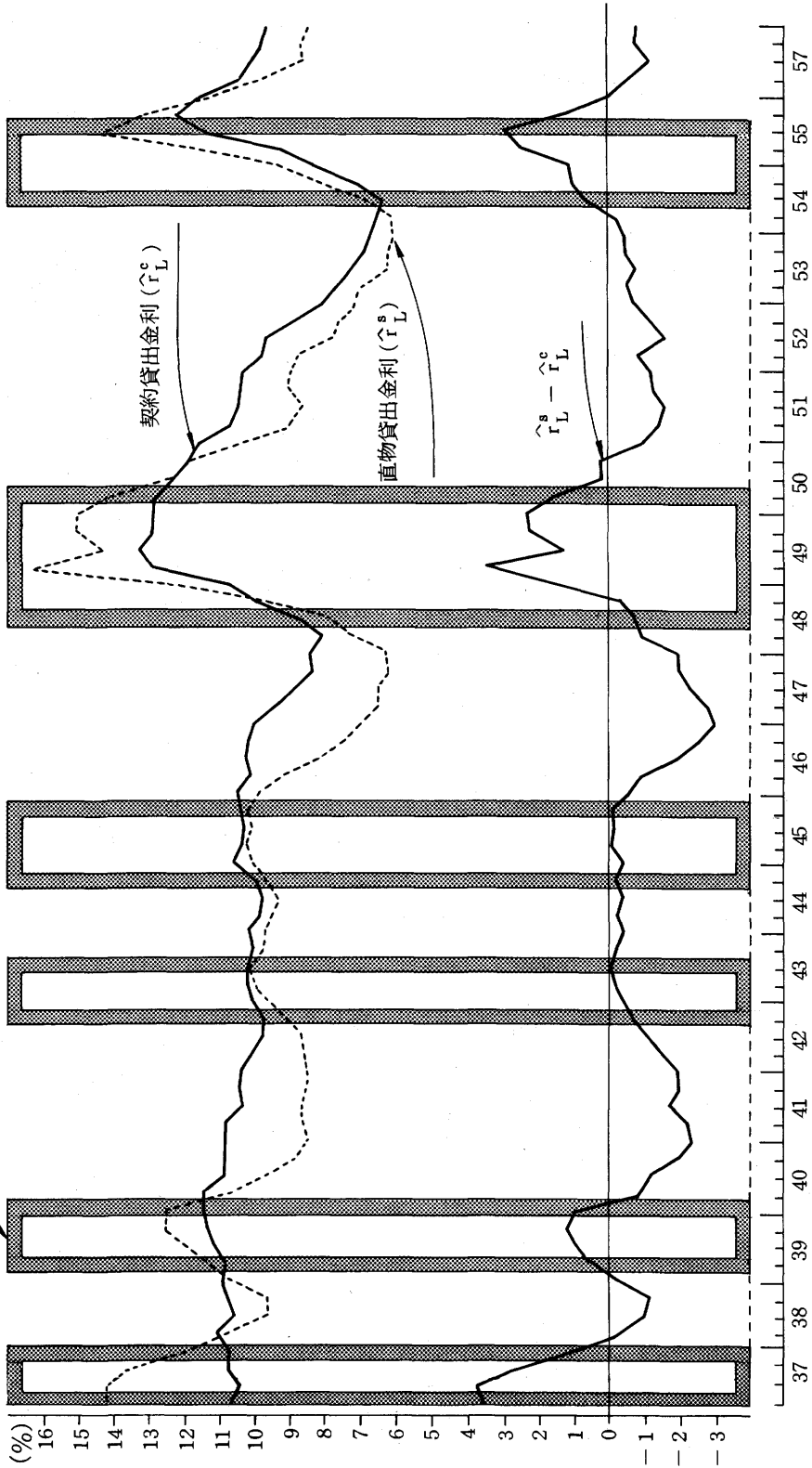
(注7) 銀行貸出取引は、その性格上(拙稿〔14〕参照)、相対取引が支配的であると考えられるが、その場合においても価格(金利)に関しては、繊維や穀物の取引において、現実にもみられるような「直物市場の価格にスライドする」旨の契約を行うことは原理的には可能である。

(注8) 銀行の主要業務は資金吸収と融資であることを考慮し、便宜上、経費の半分が融資に使用されるとみなした。もっとも、経費は平均費用であるため、実際の限界費用より小さくなっているきらいなしとしない。

< 図 10 >

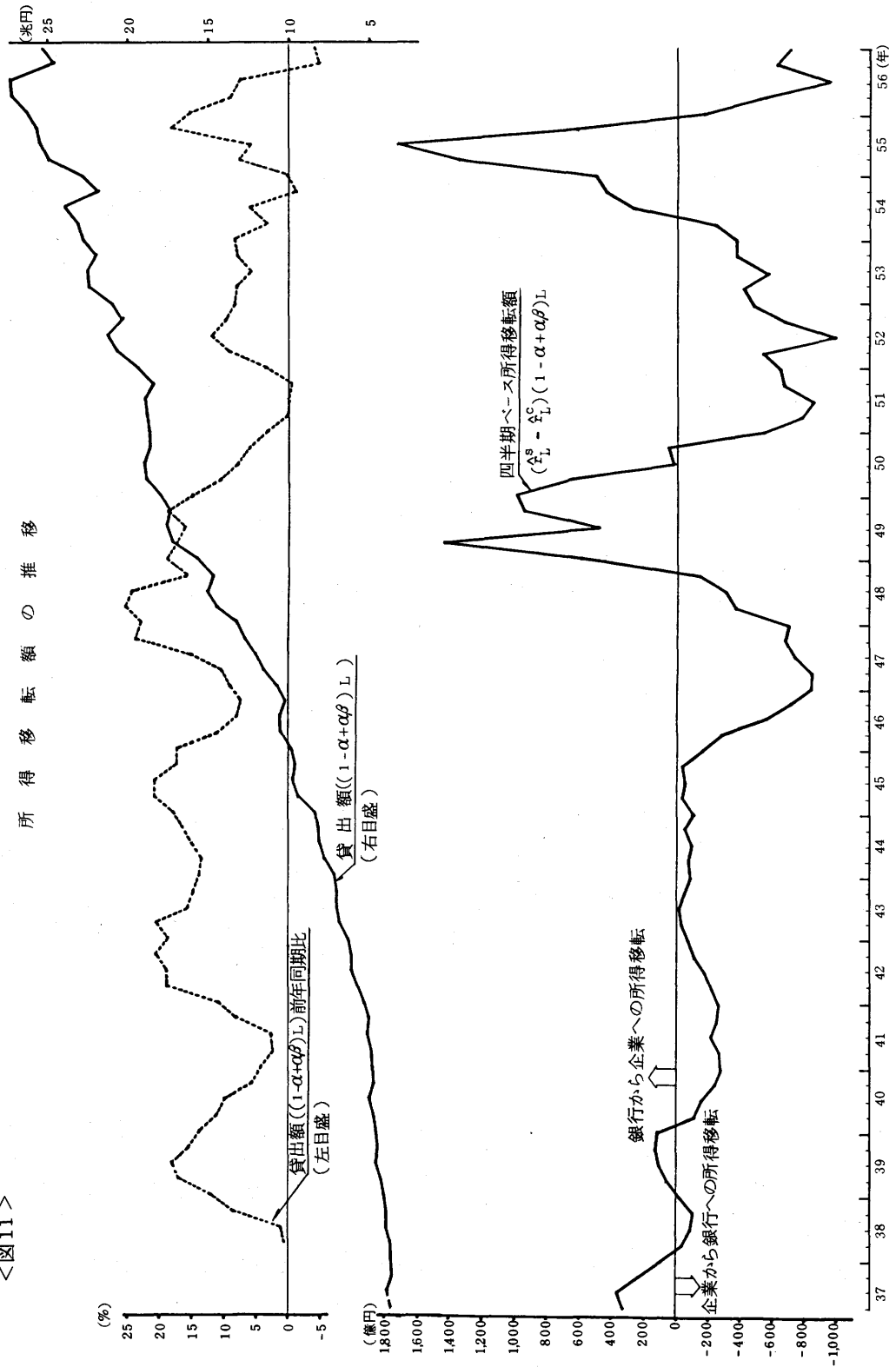
契約貸出金利と直物貸出金利の推移

枠内金融逼迫期



<図11>

所得移転額の推移



<表3> 銀行利潤（実績）と所得移転額（推計）

<全銀ベース、単位：億円、%>

年 度	実際の銀行利潤 (A)	短期貸出が直物取引の形で行われたと仮定した場合の銀行利潤 (B)	銀行から企業への所得移転額 (B - A)	$\frac{B - A}{A}$
37 上期	889	1,481	592	66.6
37 下期	1,029	1,095	66	6.4
38 上	1,117	921	Δ 196	Δ 17.6
38 下	888	923	35	3.9
39 上	932	1,171	239	25.6
39 下	1,059	1,065	6	0.6
40 上	1,191	806	Δ 385	Δ 32.3
40 下	1,263	724	Δ 539	Δ 42.7
41 上	1,247	778	Δ 469	Δ 37.6
41 下	1,311	836	Δ 475	Δ 36.2
42 上	1,335	1,063	Δ 272	Δ 20.4
42 下	1,500	1,396	Δ 104	Δ 6.9
43 上	1,882	1,808	Δ 74	Δ 4.0
43 下	2,001	1,848	Δ 153	Δ 7.7
44 上	2,080	1,940	Δ 140	Δ 6.7
44 下	2,543	2,413	Δ 130	Δ 5.1
45 上	2,885	2,796	Δ 89	Δ 3.1
45 下	3,075	2,644	Δ 431	Δ 14.0
46 上	3,376	2,115	Δ 1,261	Δ 37.4
46 下	3,769	2,107	Δ 1,662	Δ 44.1
47 上	3,308	1,904	Δ 1,404	Δ 42.5
47 下	3,356	2,311	Δ 1,045	Δ 31.1
48 上	4,031	3,589	Δ 442	Δ 11.0
48 下	5,023	7,049	2,026	40.3
49 上	5,873	7,292	1,419	24.2
49 下	5,379	7,011	1,632	30.3
50 上	4,391	4,451	60	1.6
50 下	3,855	2,545	Δ 1,310	Δ 35.3
51 上	4,407	2,898	Δ 1,509	Δ 34.2
51 下	4,515	3,346	Δ 1,169	Δ 25.9
52 上	4,165	2,518	Δ 1,647	Δ 39.6
52 下	4,683	3,792	Δ 891	Δ 19.0
53 上	5,538	4,602	Δ 936	Δ 16.9
53 下	4,755	4,142	Δ 613	Δ 12.9
54 上	3,162	3,859	697	22.0
54 下	3,465	5,308	1,843	53.2
55 上	5,070	7,411	2,341	46.2
55 下	4,801	4,063	Δ 738	Δ 15.4
56 上	5,638	4,057	Δ 1,581	Δ 28.0

<図12>

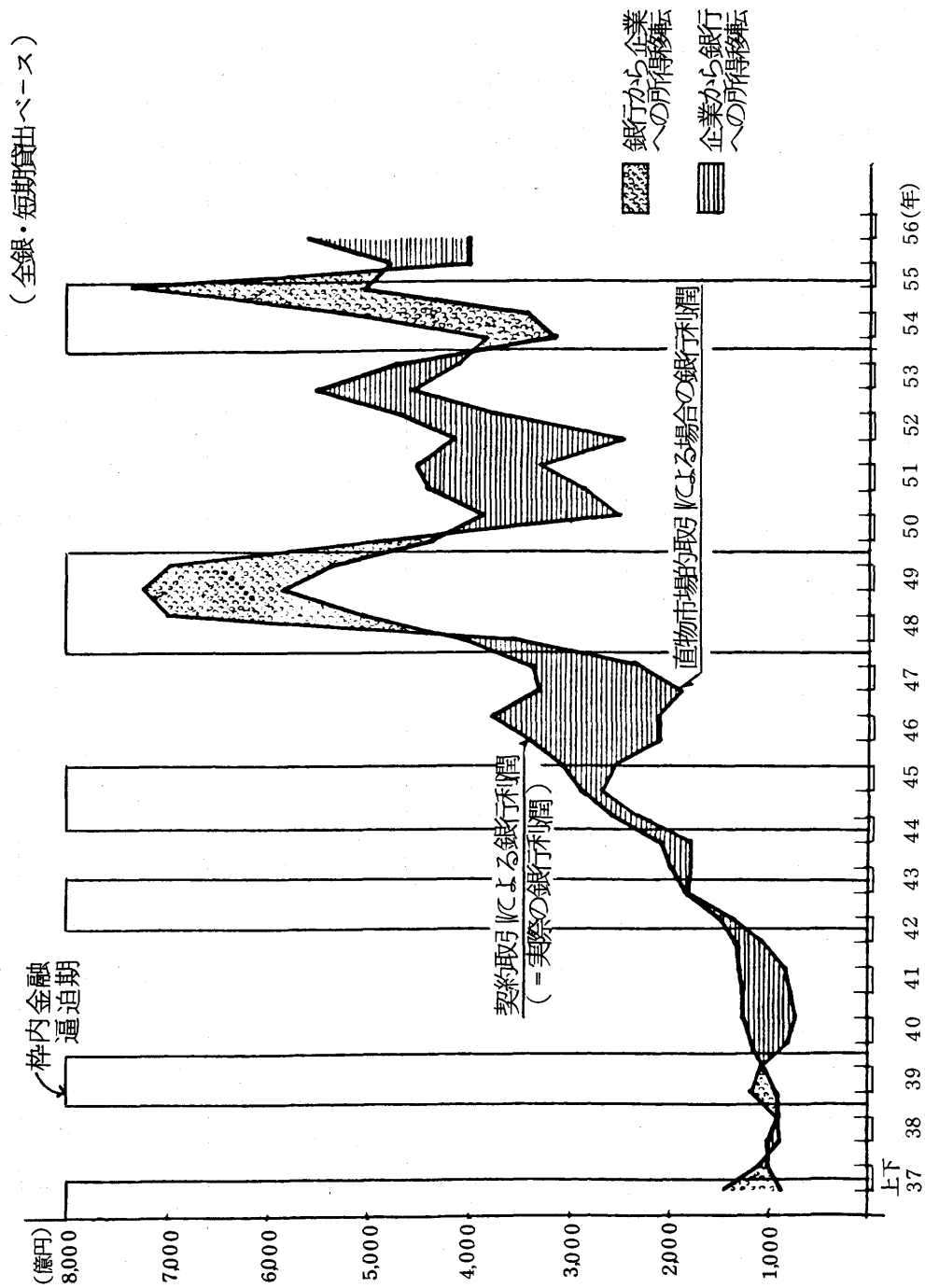


図12参照)。

一方、これを企業サイドから法人企業統計を利用して概観してみよう(図13参照)。企業の営業利益に占める支払利息(銀行借入だけでなく社債等の支払利息も含む)の割合は、少ないときでも50%弱とかなりの高水準で推移しているが、金融逼迫期には概してその割合が上昇する傾向が強く、昭和49年から50年にかけては営業利益だけでは支払利息をまかないきれない状態になっている。この企業の支払利息については、各種借入金のうち金融機関からの1年未満の借入金(手形割引を含む)を用いて、これを直物貸出金利 $\hat{r}_L^S$ で借入れたものと仮定して試算すると、^(注9) 営業利益に占める支払利息のウエイトが増大する逼迫期に一段とウエイトを増す(昭和39年、48~50年、54~55年)。

このような企業・銀行間の所得移転の実績をみると、総じて銀行から企業への所有移転額の方が企業から銀行へのそれよりも小さい。この原因としては、 $\hat{r}_L^S$ 、 $\hat{r}_L^C$ を正確には推計し難いので断定的な判断を下すことは危険であるが、ひとつの解釈として、直物取引に勝る契約取引の範囲の中でも比較的銀行に有利な契約が実行された、つまり図9の斜線部分の中でも銀行に有利なB点に近い領域で決定されたためであると理解することも可能であろう。

4. 結びにかえて

3.での観察によれば、わが国貸出市場にお

ける金利の硬直性は「暗黙の契約」取引が支配的になっていた結果によるものであるとの理解もあながち不自然ではなく、少なくともひとつの有力な仮説であるように思われる。以下では、わが国貸出市場で契約取引が広範に生じたとすればその背景は何かについて若干の考察を行い結びにかえることとする。

企業サイドからの契約取引の必要性については前述したので、ここではそれ以外の要因をとりあげる。

第1に、顧客関係の存在が、契約取引を容易にしたと考えられる。この契約取引は「暗黙の契約」の名称が示す通り、書面等による明確な約定を伴った契約ではない。したがって、直物市場の状態が判明した段階で、もし直物市場の方が有利であれば契約を破棄して直物市場に乗り替えることは不可能ではない。にも拘らずこうした契約が履行された背景には長期相対取引関係(顧客関係)が存在するためであると考えられる。つまり、いったん契約を破棄すると次回以降は契約取引を行うことができなくなるから、長期的に契約取引を望む者は短期的には契約破棄が有利であっても契約を履行することが得策となる。^(注10)

第2に、預金金利規制等の存在が銀行収益の安定性を高め、契約取引をより容易にしたと考えられる。すなわち、銀行利潤 π_b は、

$$\pi_b = (\hat{r}_L^C - r_C)(1 - \alpha + \alpha\beta)L - C(L) + Q \quad (4)'$$

(注9) 試算方式は以下のとおり。

{金融機関からの1年未満借入金(末残、含・割手) $\times (1 - \alpha + \alpha\beta) (\hat{r}_L^S - \hat{r}_L^C)$ + 実績支払利息} $\div$ 実績営業利益

試算はおおよそその動きをみるのが目的であるので、①借入金に末残値を利用、②1年未満借入金には長期借入金の残存期間が1年未満のものが含まれている、③債務者預金金利の受取り分が除去されていない、等の諸点の調整は行っていない。

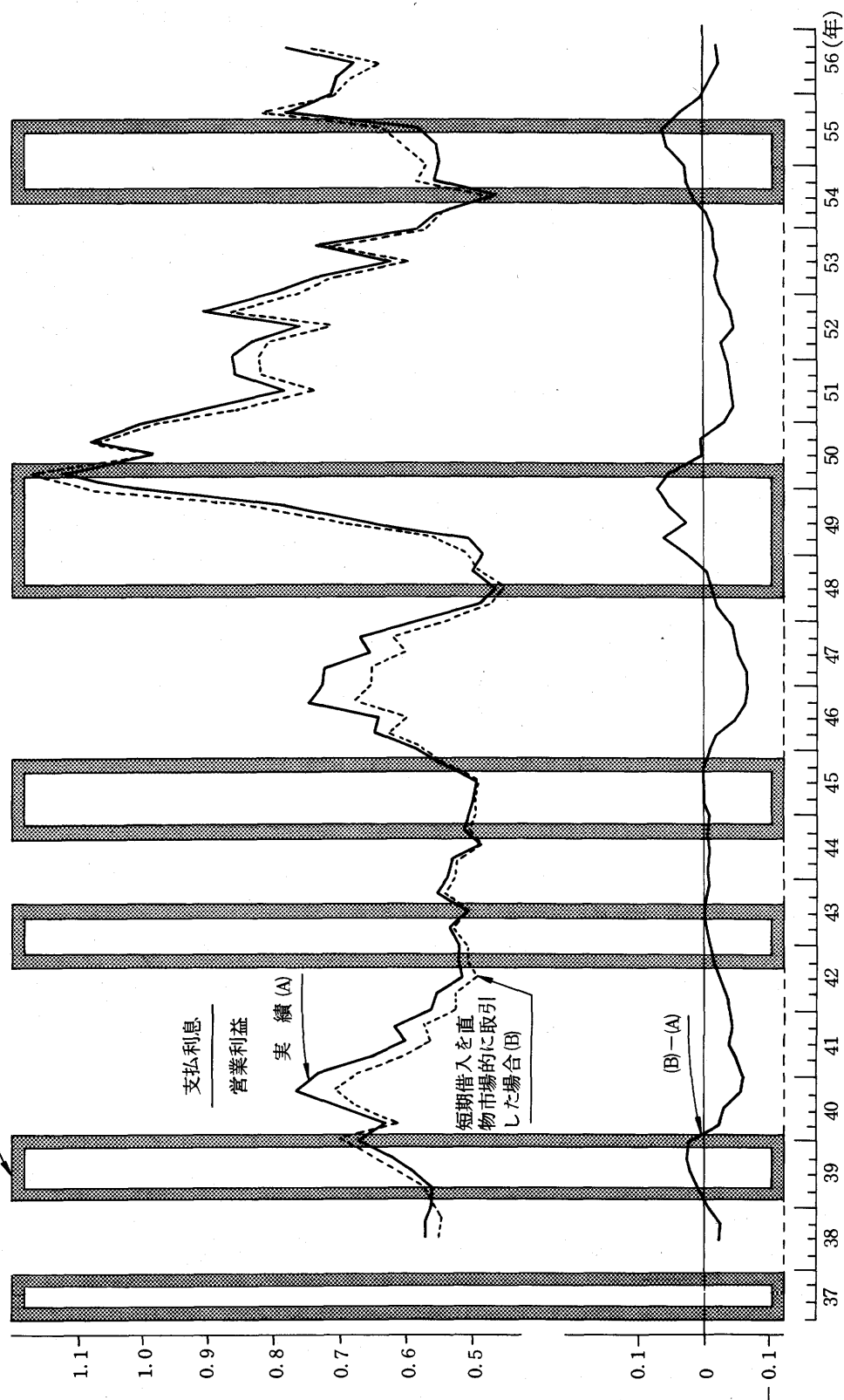
(注10) この点に関する分析は倉沢・藪下(8)が詳しい。

<図 13>

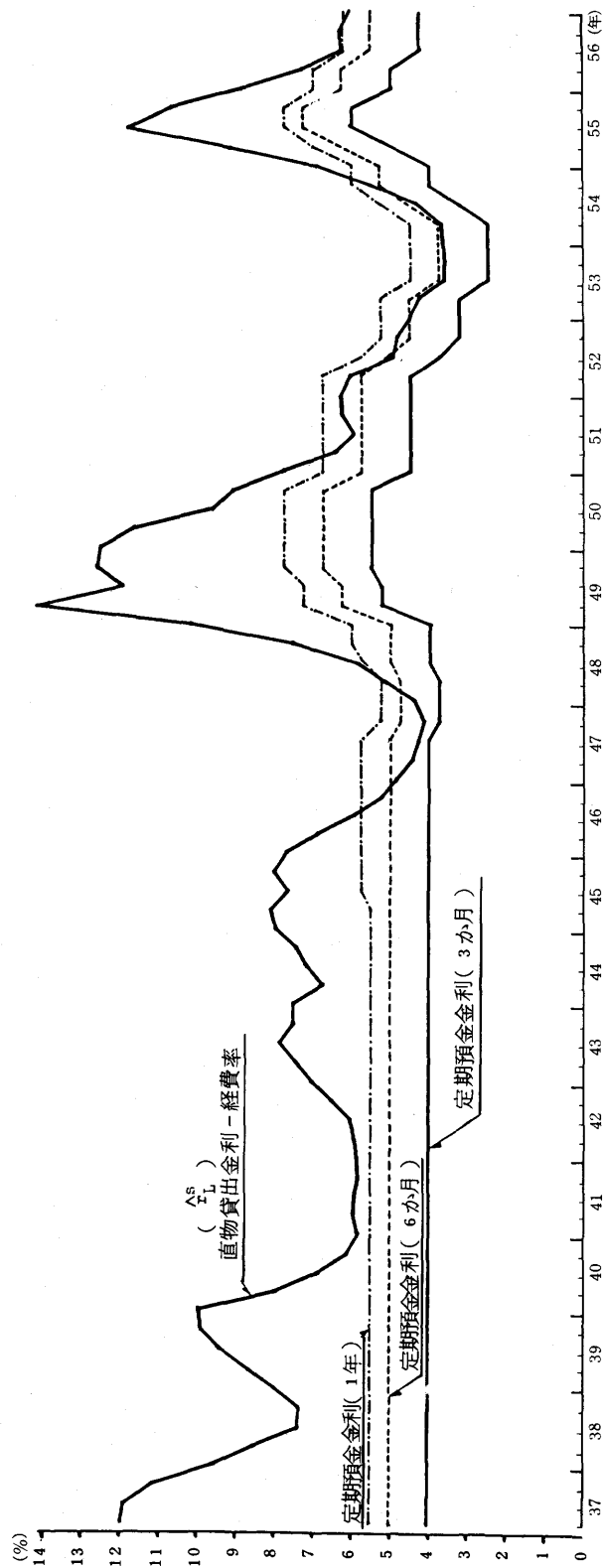
営業利益に占める支払利息の割合

枠内金融逼迫期

法人企業統計



<図 14>



$$Q = \{(1-\beta)r_C - r_D\}\bar{D} + (r_C - r_B)B$$

で与えられるが、預金金利 r_D が規制され公定歩合 r_B が低位に定められているのに対して、コール・手形売買レートや有価証券の利回りはほぼ自由に変動していたと考えると、逼迫期には両者の金利差が拡大して銀行利潤を押し上げ、貸出市場における契約取引によって余儀なくされる企業への所得移転を相殺する。過去20年間のデータを観察すると図14のように金融逼迫期には預金金利とコール・手形売買レート等の乖離幅が拡大する傾向が窺われる。

以 上
(57年9月)

〔付〕 使用統計および推計方法

(A) 都銀・地銀別貸出実効金利(62ページ)

貸出実効金利は $\frac{r_L - \alpha r_D}{1 - \alpha + \alpha\beta}$ であり、各

コンポーネントの使用統計および推計方法は次の通り。

(a) 預金歩留り率(α)

歩留り率(α)は貸出に対する預金の比率であるが、この α を推計するための統計としては、企業サイドからみたものとして「法人企業統計季報」や「短期企業経済観測」があり、銀行サイドからみたものとして「歩積み・両建預金等に関する報告書」、「預金者別預金統計」等が利用できる。このうち、企業サイドからみたものはいずれもカバレッジに問題があるうえ、都・地銀の区別が行われていないのに対し、銀行サイドの統計は悉皆調査かつ都・地銀別となっているので、銀行サイドの統計が望ましい。中でも最も直接的に α を

示したものは「歩積み・両建預金等に関する報告書」にみられる「債務者預金比率」の項目であるが、これは年2回(5月、11月)の計数しか利用できない。一方、「預金者別預金統計」の一般法人預金を貸出金で割った計数は四半期ベースで明らかになるが、一般法人預金の中には債務者預金ではない預金(本源的預金)が含まれるうえ、貸出は一般法人以外に対してもなされている等の難点がある。

もっともこの両者の時系列を概観すると、図15のように絶対水準には相当の差がみられるもののほぼ一定の乖離幅で平行に推移しているといえ、大過あるまい。そこで、一般法人預金・貸出金比率から平均的な乖離幅(昭和39年から55年にかけての「一般法人預金・貸出金比率の平均値」と「債務者預金比率の平均値」との差<都銀0.152、地銀0.077>)を引いた値を α とした。

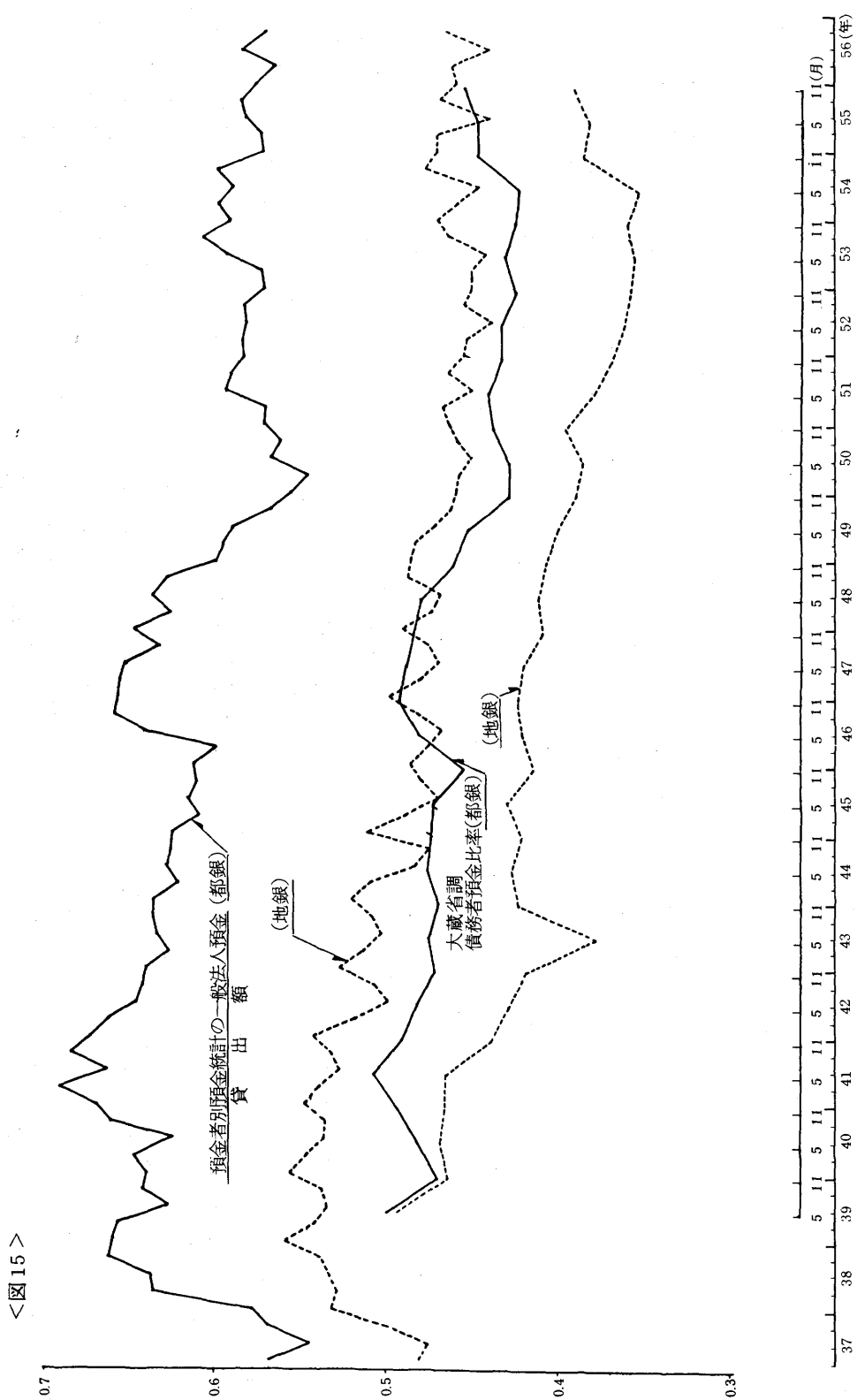
なお、コール・レート等との比較を行う場合には、正しくは新規貸出分に関する α を使用しなければならないが、岩田・浜田〔7〕の指摘にもみられるように(p.75)、銀行は個々の貸出に対して α を別個に勘案するというだけではなく同一企業に対しては既往貸出分をも含めた貸出残高に関して α を勘案することが多いと考えられるので、「限界歩留り率」と「残高歩留り率」を区別しなかった。

(b) 債務者預金に対する現金準備率(β)

債務者預金が増加する場合、銀行は準備預金制度に基づいて日銀預け金を増加させるとともに、預金流出に備えて手許現金を厚目に手当しなければならない。

債務者預金に対する前者(日銀預け金)の比率については、過剰準備がネグリジブルであることから預金準備率そのものであると考え、

$\frac{\text{一般法人要求払預金}}{\text{一般法人預金合計}} \times \text{その他預金の準備}$



率 + $\frac{\text{一般法人定期性預金}}{\text{一般法人預金合計}} \times \text{定期性預金の準備率}$

率、との計算式を用いて都・地銀別に計算した（ただし地銀の預金準備率については預金規模の差によって2つに分れているので平均をとった）。一方、債務者預金に対する後者（手許現金）の比率には $\frac{\text{現金（除く小切手）}}{\text{預金合計}}$ をあ

て、以上の合計を β とした（図16参照）。

（c）債務者預金金利（ r_D ）

一般法人預金における当座預金、要求払預金（除く当座）、定期性預金の比率を債務者預金におけるそれとみなして、 $\frac{\text{要求払預金}}{\text{一般法人}}$

$\left(\frac{\text{（除く当座）}}{\text{預金合計}} \right) \times \text{要求払預金金利} + \frac{\text{定期性}}{\text{一般法人預金合計}}$

$\frac{\text{預金}}{\text{金合計}} \times \text{定期性預金金利}$ を債務者預金金利

とした（図17参照）。ただし、要求払預金金利は普通預金金利と通知預金金利の単純平均、定期性預金金利は、各種金利の平均^(注11)（37/I～45/Ⅳ；3か月・6か月・1年の単純平均、46/I～48/Ⅱ；3か月・6か月・1年・1年6か月の単純平均、48/Ⅲ～48/Ⅳ；3か月・6か月・1年・1年6か月と2年の単純平均の単純平均、49/I～56/Ⅳ；3か月・6か月・1年・2年の単純平均）である。

（B）全銀ベースによる銀行・企業間の所得移転（62ページ）

（a）全銀ベースの貸出実効金利＝契約貸出金利（ $\hat{r}_L^c$ ）

基本的には（A）と同様の方法によって全銀ベースの計数を用いて推計した。

$\alpha \dots \frac{\text{一般法人預金}}{\text{貸出金}} - \left(\frac{\text{一般法人預金}}{\text{貸出金}} \right) \text{の}$

37～55年平均－債務者預金比率の
37～55年平均＜都銀・地銀の単純平均＞）

$\beta \dots \frac{\text{現金（除く小切手）}}{\text{預金合計}} + \left\{ \frac{\text{都銀（一般法人預金のうち）要求払預金}}{\text{全銀一般法人預金合計}} \times \text{都銀}$

のその他預金の準備率 + $\frac{\text{都銀定期性預金}}{\text{全銀一般法人預金合計}} \times \text{都銀の定期性預金の準備率} + \frac{\text{地銀要求払預金}}{\text{全銀一般法人預金合計}} \times \text{地銀のその他預金の準備率} + \frac{\text{地銀定期性預金}}{\text{全銀一般法人預金合計}} \times \text{地銀の定期性預金の準備率} \left. \vphantom{\frac{\text{都銀定期性預金}}{\text{全銀一般法人預金合計}}} \right\}$

$\frac{\text{要求払預金（除く小切手）}}{\text{一般法人預金合計}} \times \text{要求払預金金利} + \frac{\text{定期性預金}}{\text{一般法人預金合計}} \times \text{定期性預金金利}$

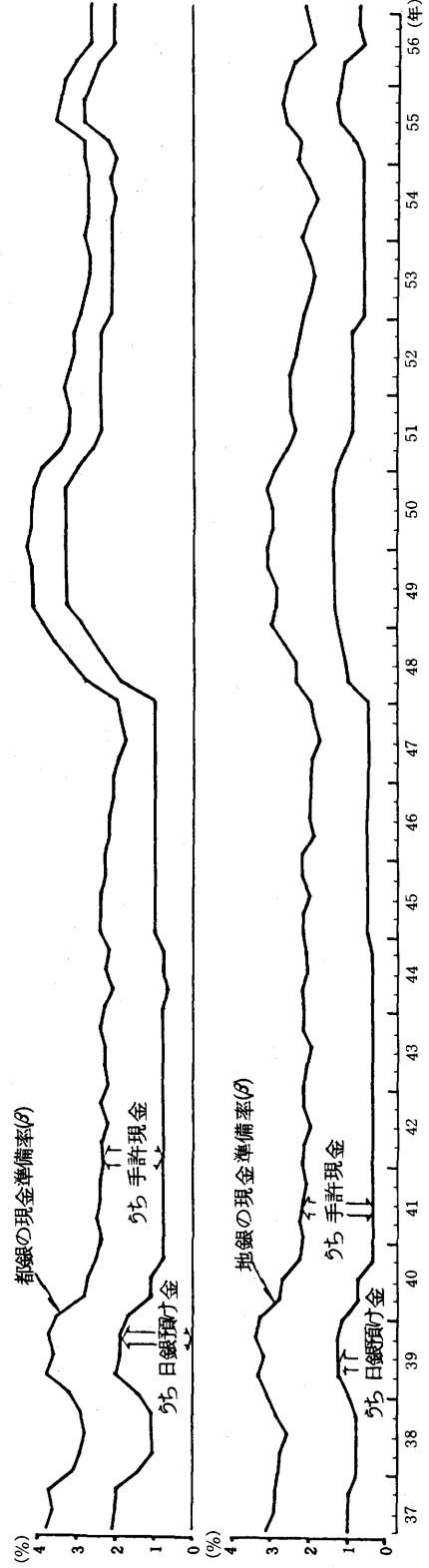
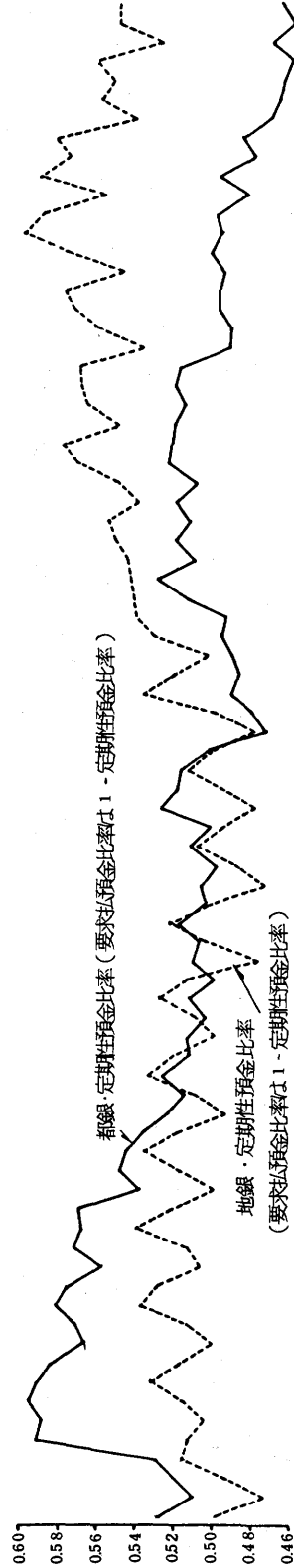
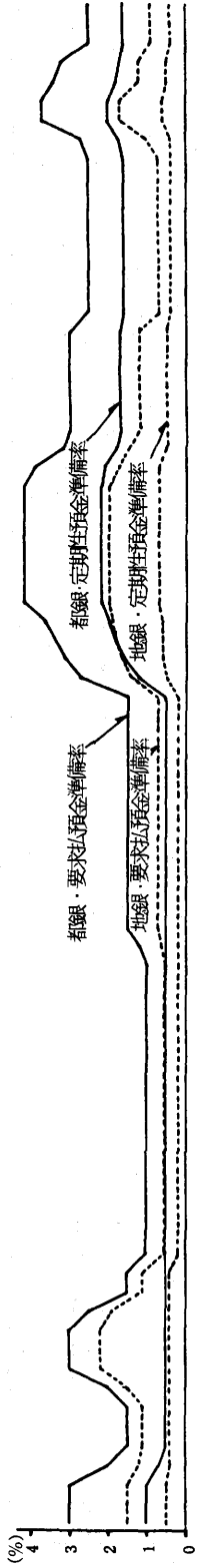
$r_D \dots \frac{\text{要求払預金（除く小切手）}}{\text{一般法人預金合計}} \times \text{要求払預金金利} + \frac{\text{定期性預金}}{\text{一般法人預金合計}} \times \text{定期性預金金利}$

（b）直物貸出金利（ $\hat{r}_L^s$ ）

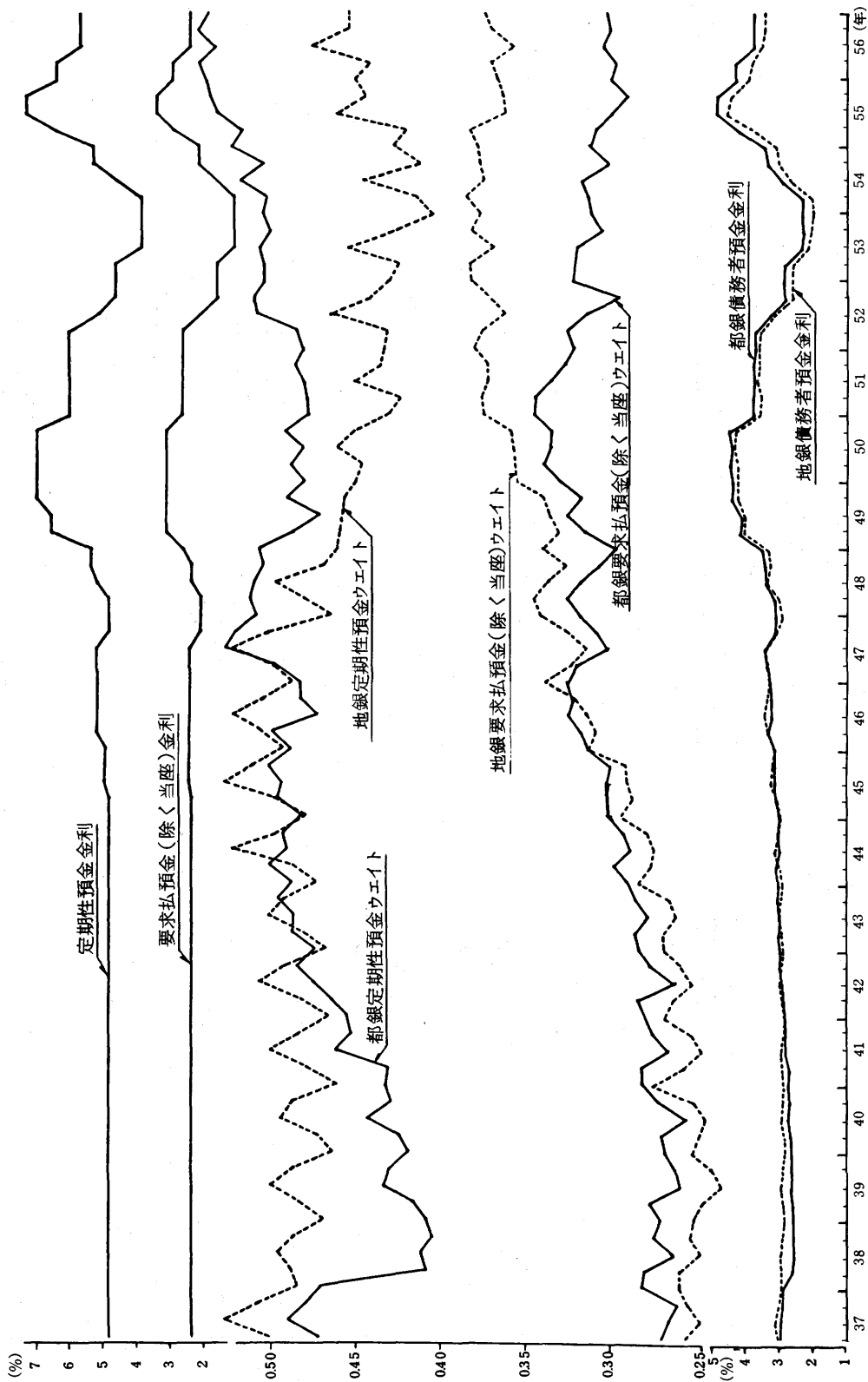
コール・手形売買レートと有価証券の市場の利回りは、図18のようにほぼ連動しているとみられるので、両者を単純平均して $\hat{r}_L^s$ とした。

（注11）単純平均を採用したのは債務者定期預金の期間構成に関する統計的資料が利用できないためである。

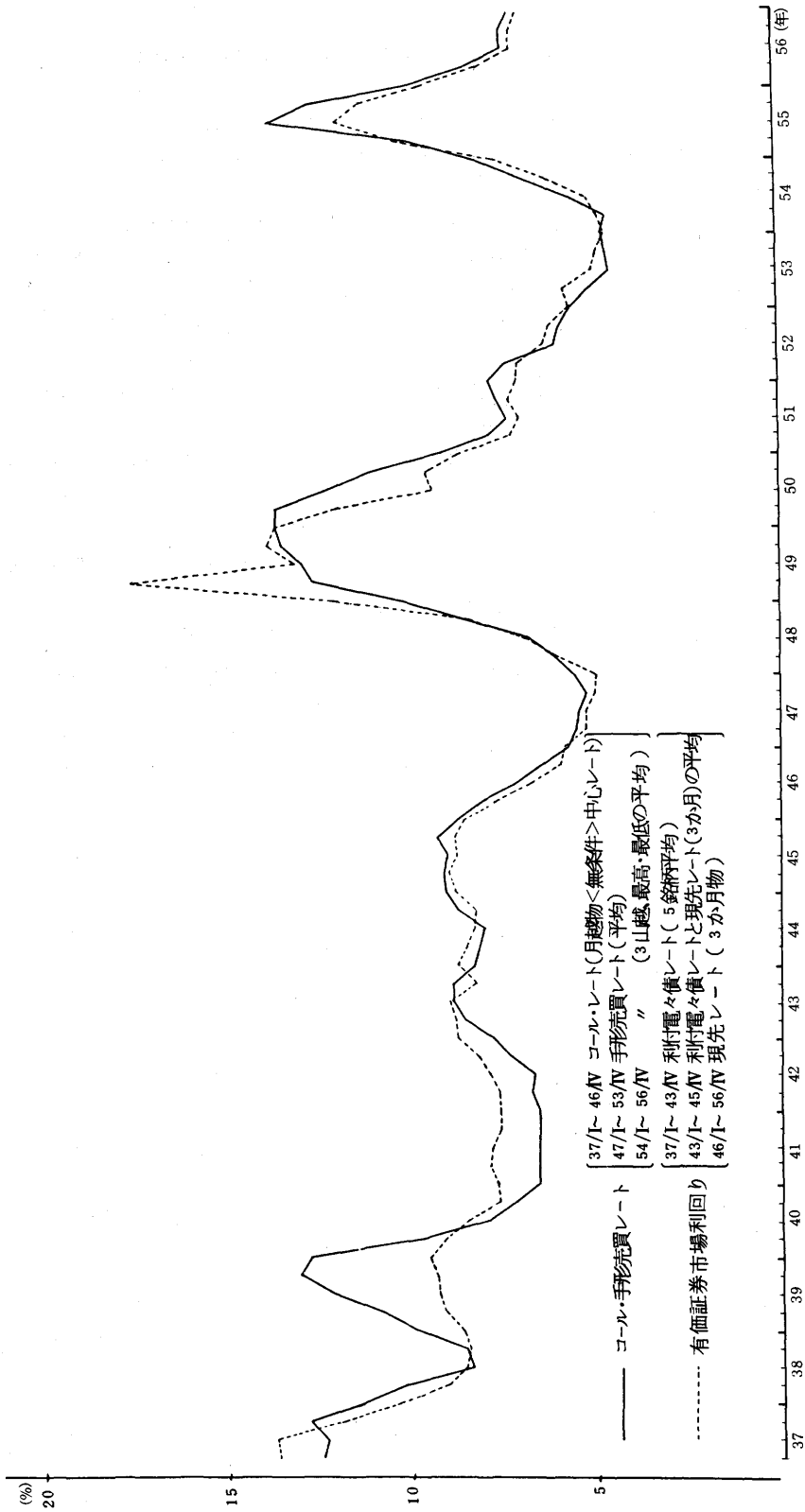
< 図 16 >



<図 17>



< 図 18 >



【参考文献】

- [1] Azariadis, C. "Implicit Contracts and Underemployment Equilibrium." J.P.E. Dec. 1978
- [2] Baltensperger, E. "Credit Rationing – Issues and Questions." J.M.C.B., May 1978
- [3] Fried, J. and P. Howitt. "Credit Rationing and Implicit Contract Theory," J.M.C.B. Aug. 1980
- [4] 堀内昭義 『日本の金融政策』東洋経済新報社、1980年
- [5] 池尾和人 「暗黙の契約と銀行貸出市場」『岡山大学経済学会雑誌』、1981年2月
- [6] " 「貸出市場と相対的交渉」『経済研究』、近刊
- [7] 岩田一政 『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社、1980年
- 浜田宏一
- [8] 倉沢資成 「市場と継続的取引：Customer market に関する一考察」『エコノミ
- 藪下史郎 ア』、1981年12月
- [9] 黒田巖 「わが国金融政策のメカニズム再考」『経済研究』、1980年2月
- [10] " 「わが国における貸出金利の決定について — 従来の議論の再検討と新たな視点 — 」『金融研究資料』、1979年4月
- [11] Okun, A. "Inflation: Its Mechanics and Welfare Costs." Brookings Papers on Economic Activity, 1975
- [12] 鈴木淑夫 『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年
- [13] 脇田安大 「Good Customer Relationship と銀行行動」『金融研究資料』、1981年2月
- [14] " 「情報の非対称性と金融取引」『金融研究資料』、1982年6月