

金融研究会

わが国の貸出市場の特徴

会議の概況

日本銀行金融研究局（現金融研究所）は、昭和57年8月31日（火）、標題テーマによる金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会には、学界から次の7先生にご参加を頂き、また金融研究局からは江口英一（局長・現所長）、鈴木淑夫（次長・現副所長）がパネルに加わった。

議 長	貝 塚 啓 明	東京大学教授
報 告 者	蠟 山 昌 一	大阪大学助教授 （現教授）
	植 田 和 男	大阪大学助教授
	筒 井 義 郎	大阪大学助手
コメンテーター	浜 田 宏 一	東京大学教授
	堀 田 昭 義	一橋大学助教授
	池 尾 和 人	岡山大学助手

今回は若手学者を中心にして、日本の貸出市場に関し、理論的角度からわが国学界で問題となっている諸点について議論を行ったが、今後の研究に向けていくつかの有益な示唆が得られた。当日は次の4つのサブ・セッション、すなわち、

1. 貸出市場の均衡・不均衡分析
2. 競争市場型モデルによる貸出市場の解釈
3. 相対市場型モデルによる貸出市場の解釈
4. 金融政策運営に関するインプリケーション

に分けて討議が行われたが、当日の議論の中で注目された点を摘記すれば次のとおり。

① 植田（敬称略、以下同様）、筒井は、改善された統計的手法を用いて実証分析を行ったところ、両者とも、わが国の貸出市場は不均衡（金利変動で需給がバランスしていない状態）であるとの結果が得られたと報告。こうした不均衡を説明する要因として、浜田、鈴木は標準金利など制度的要因によるものか、貸出取引自体が持つ相対取引的性格によるものかを解明することが今後の課題と指摘。

② 次に、貸出市場を金融市場全体の中で有機的にとらえるフレームワークとして、植田、池尾は次の4つの視点を合せてみる必要があると指摘。

④ 政策当局は銀行貸出とマネーのどちらをコントロールしようとしているか、

⑤ 貸出市場は均衡か不均衡か、

⑥ 貯蓄が投資に向う経路において貸出が支配的か、それとも証券等のウエイトが高まり多様化しているか、

⑦ オート・エコノミー（自律経済）かオーバードラフト・エコノミー（貸越経済）か。^(注1)

鈴木は、最近⑥では証券、⑦では自律経済の比重が高まっているのは明らかなので、

（注1） オート・エコノミーは企業が主として自己資金で支出を賄っている経済、オーバードラフト・エコノミーは主として借入によって支出を賄っている経済を指す。

あとは④のとらえ方次第で①の金融政策のあり方が問われようと述べた。

③ 蠟山は、貸出取引をワルラス的な競争市場取引^(注2) としてとらえることの問題点を指摘し、相対取引モデルによる理解が有益と主張。この見方に対しては賛否両論が出されたが、蠟山は最近の債券市場の発達につれて、貸出取引においても次第に市場取引型の要素が強まりつつあると追加的に説明。

④ このようにフレームワークの違いはあるが、日本の金融構造が相対型から市場型へ、数量制約型から価格伸縮型へと移行しつつあるという点でパネリストの意見は一致し、政策当局はどの変数を政策変数とするかの決定に当たってこうした構造変化を十分に考慮すべきであること、具体的には、窓口指導はかつては有効であったがこうした金融構造の変化につれて金利機能活用の必要性が高まること、フィナンシャル・イノベーションによる貨幣概念の攪乱といった現象を防ぐには適切なテンポで自由化を進める必要があること、などの指摘があった。

これらの点を含めた会議の概要について一応の整理を試みれば次のとおりである。

1. 貸出市場における均衡・不均衡分析

植田は、貸出市場の均衡・不均衡を統計的

に厳密にテストするとの立場から、現実の金利が均衡金利へ調整されるスピードを計測するという定式化を用いて実証したところ、日本では調整スピードが遅く不均衡、米国では調整スピードが早く均衡との結論が得られたと報告。

一方、筒井は、日本の貸出市場に関する Fair = Jaffee 流^(注3) の既往実証分析結果が均衡・不均衡区々の結論になっているのは計測式の定式化に原因があるためであることを明らかにしたうえ、この点を改善し、かつ判定方法等についても工夫をこらした再計測を行い、植田同様わが国の貸出市場は不均衡との結論を得たと報告。

これらの報告に対し、貸出市場分析に関して先駆的業績を持つ貝塚、浜田、鈴木は「従来の分析を統計的厳密性の点で大きく前進させるもの」と高く評価。もつとも、植田の計測については「供給超過期間が実感に比べて多すぎることからみて、価格調整式の定式化にまだ改善の余地がある」（筒井）、また筒井の計測については「サンプルを分離することなどによりパラメーター推定値の一致性、斉合性が欠けるという統計手法上の問題が生じている」（植田）など、各々問題は残されており、「今後双方の欠点をなくす方向で計測の一段の改善を図りたい」（筒井、植田）との意欲が示された。

(注2) ワルラス的な競争市場取引とは、価格によって需給が完全にクリアされる市場取引。このような取引が成立するためには、①取引される財の同質性、②多数の需要者、供給者、③情報の完全性、④参入と退出の自由といった条件が満たされることが必要。

(注3) Fair = Jaffee の論文で用いられた貸出市場の不均衡分析手法。まず、不均衡の仮定のもとに対象期間を金利の動き等によって超過需要（供給）期に分け、それぞれについて供給（需要）関数を推計。これらの式の説明力が、均衡を仮定し全期間を対象として推計された需給関数より優れていれば不均衡が存在していると考え。

2. 競争市場型モデルによる貸出市場の解釈

(1) 不均衡の意味とその原因

こうした実証結果に対し、堀内は「常に不均衡が存在するというのは、経済学において通常想定する合理性という点からみて矛盾がある。不均衡による歪みが市場でどのように解決されているかを行動仮説を含めて理論的に詰める必要があり、またそうしてこそ意味がある」と述べ、一方池尾からは「貸出市場における行動概念を需要曲線と供給曲線を用いたワルラス的フレームワークでとらえようとする自体に無理がある」との指摘があった。こうした議論を踏まえ、「不均衡という計測結果の背景には制度的要因と貸出取引自体の性格によるものとの2つの解釈があり得るので、その点の解明が今後の研究課題であろう」（浜田、鈴木）という総括的見解が出された。

(2) クレジット・パラダイムとマネー・パラダイム

植田は、貸出市場を金融市場全体の中で有機的にとらえるフレームワークとして、中央銀行が貸出をコントロールするクレジット・パラダイムとマネーをコントロールするマネー・パラダイム^(注4)という概念を提示し、従来の日本の貸出市場はクレジット・パラダイムとしてとらえるのが適当と述べた。これに対し

て池尾は、

① 政策当局が銀行貸出とハイパワード・マネー（あるいはマネーサプライ）のどちらをコントロールしようとしているか、という植田が提示した視点に加え、

② 貸出市場が均衡しているか不均衡か、

③ 貯蓄が投資に向う経路において貸出が支配的か、それとも証券等のウェイトが高まり多様化しているか、

④ オート・エコノミー（自律経済）かオーバードラフト・エコノミー（貸越経済）か、といった視点も入れて「多面的にとらえるべき」と指摘した。

鈴木はこうした池尾の整理に基づき、昭和30～40年代のわが国については、

① 政策当局は銀行貸出をコントロール

② 貸出市場は不均衡

③ 資金の流れについては銀行貸出が中心

④ 経済はオーバードラフト・エコノミーとのクレジット・パラダイム的な見方が妥当しようが、最近では③が債券市場の発達等により変化、また④も企業、家計の資産蓄積に伴いオート・エコノミーの色彩を強めており、したがって②の貸出市場が均衡か不均衡かが明らかになれば、こうした構造変化を前提にして①の政策のあり方についての示唆が得られよう、との見解を提示した。また浜田も「クレジット・パラダイムは借入面の制約に応じて支出を抑えるという意味で信用割当のある世界であり、これがいつも支配的であるとはいえない」とし、大勢としては現在「クレジ

（注4） パラダイムをトマス・クーン流に厳密に解釈すれば、現実を体系的に説明する自然科学あるいは社会科学のフレームワークとして、その時代において普遍的に認められている概念。経済学では古典派、ケインジアン、マネタリスト、新古典派体系等が該当。ただし一般的には、その時々々の経済構造を典型的に表わすひとつのパターンといった意味で使われることがあり、植田もこの意味で用いている。

ット・パラダイムからマネー・パラダイムへの移行期にある」(植田ほか)との認識であった。

なお、最近米国でもB. Friedman などがクレジットの重要性を強調し始めているが、彼の言うクレジットは銀行貸出だけでなく債券による調達等も含めたもっと広い概念であり、そうした違った使われ方もしているので、「クレジット・パラダイム、マネー・パラダイムという言葉が一人歩きするのはやや心配」(貝塚)という注意があった。またフロアー参加の呉からも、「日本銀行は政策運営にあたってマネーを重視しつつも他の指標にも注目している。マネーのみを重視するのがマネー・パラダイムというのであれば、日本銀行がマネー・パラダイムに即した政策運営へ移行したとは必ずしもいえないのではないか」という感想が述べられた。

3. 相対市場型モデルによる貸出市場の解釈

蠟山は、現実の貸出取引に関する定型的事実(stylized facts)として、

① 貸出量は説明可能な安定的性質を持つ変数であること、

② これに対して貸出金利は複雑な分布をしており、市場金利のように単一の金利で表わせないこと、

③ 金利以外にも担保や拘束性預金といった様々な条件が入ること、

④ 銀行と借り手との間には、預金取引、情報提供等の取引関係があり、これも念頭において貸出取引が決定されていること、を挙げ、これらを斉合的に説明するには、競争市場型モデルでは困難と指摘。そして、「貸出量は借り手と貸し手との合算利潤最大化によって一義的に定まるが、取引条件は金利の

みならずその他の各種要因をも反映した形で交渉力に応じて定まるという相対市場型モデルによれば理論的に説明可能」との試論を提示した。

これに対し、浜田からは「孤島における孤立交換のような双方独占的要素が強すぎる説明」、堀内からは「金利等の取引条件が両者の交渉力によって決まるというこのモデルでは、一般的に操作可能な命題は導き出せない」との批判があったが、これらの点に関し池尾は「蠟山の考え方に基本的には同意できる。ただし、モデルの展開には改善の余地があり、交渉に際してゲーム理論を応用すれば特定の解が得られる。また、一定の効用関数を想定することにより貸出金利、量等に対する外部金利の影響を分析できるし、交渉決裂の際には第三者との取引を行うといった想定により孤立性は排除でき、金利裁定行動も取扱い得る」と述べた。

続いて蠟山は、こうした相対市場型モデルは昭和30~40年代のわが国の貸出市場については典型的に成立していたが、最近では各種オープン・マーケットの発達につれて貸出取引においても相対交渉の余地は狭まっており、徐々に市場型(具体的には投資信託型)取引の要素が強まりつつあるとの見方を示した。この点、浜田も「情報の不完全性の解消につれて市場機会が増加してきている。したがって、ゲーム型解釈が本来正しいとしても、その見方にあくまで依るべきか、それとも大枠としては競争市場型でみても良いのか、という判断は、それが現実をどこまで説明できるか、といった観点からなされるべきであろう」とコメントした。

この間分析の鍵となる貸出金利の取扱いについては、「過去の取引を含むストックについての金利である貸出約定平均金利を市場の

限界的需給を即座に反映する金融市場金利や債券市場金利と直接比較すること自体に無理がある」（鈴木）との指摘がなされ、この点「新規貸出に関する金利のデータが利用可能となれば、貸出市場の分析を進めるうえで大きなプラス」（貝塚）との発言があった。

4. 金融政策運営に対するインプリケーション

植田は、銀行貸出をコントロールする日本の従来型の金融政策は従来の金融構造のもとでは理論的にも有効といえるが、最近では金融構造自体が変化していること、また、米国ではフィナンシャル・イノベーションによりマネーの概念が変化してきているため、政策当局がコントロールする変数としてクレジット（広義）を見直す気運が生じていることなどを指摘したうえ、「政策当局が金融構造の変化に応じてコントロールする変数の選択を行うという観点が重要であり」、また具体的な選択にあたっては、「投資関数などの諸関数の安定性や需要の利子弾力性、資産の代替性等を考慮することが必要」と述べた。

政策変数の選択にあたって金融構造の変化を勘案すべきとの植田の意見に対してはパネリスト全員が「重要な指摘」（浜田、堀内ほか）と評価し、またこの点に関して蠟山は「わが国における金融構造の変化は、よく言われるような間接金融→直接金融への変化ではなく、相対型間接金融→市場型間接金融への変化としてとらえるべき」と強調した。また浜田からは「米国のフィナンシャル・イノベーションはRegulation Q による金利規制が硬直的すぎたことによる面が大きい。自由化を適切なテンポで進めていけば、フィナンシャル・イノベーションによって貨幣の概念が急速に変化してしまうといったことは避けら

れるのではないかと」の指摘がなされた。

鈴木は、「貸出市場の不均衡が前述のいずれの要因によるにせよ、市場金利が上昇すれば銀行貸出が抑制されるとの結論が得られるので、経済がオーバードラフト・エコノミーであれば金融政策の有効性は市場金利のコントロールを通ずる貸出の調整によって維持できる。一方、オート・エコノミーになるとその効果は弱まるが、支出の利子弾力性が高いことを前提とすれば、オープン・マーケット金利のコントロールによって金利全般が変動しこれが支出活動に影響を及ぼす形で政策の有効性が確保されるのではないかと述べた。

この点について植田からは、「日本では果して需要が実質金利に対して弾力的であると言えるのだろうか。需要を操作し得たのは金利の効果ではなく信用割当によるものではなかったのか」との疑問が投げかけられた。

これに対し鈴木は、「昭和54～55年にかけての金融引締めピーク時に窓口指導の粹余しが生じたことからみて、実質金利は支出活動に抑制的に働いている」として弾力性オペティミズムの立場を表明した。また江口は「かりに信用割当がこれまで有効であったとしても、今後でも有効であり続けるとみるかどうかにより重要であり、結局価格メカニズムに頼らざるを得なくなるということではないかと指摘した。

最後に貝塚は「米国と英国は市場型取引が同じように早くから発達したにもかかわらず、その後の発展過程を大きく異にしている。即ち英国の場合には慣習と協調を重んじ、金利も余り動かさず、その結果米国のようなフィナンシャル・イノベーションもあまり生じていない。今後わが国が市場型になっていくとしても、それが米国型になっていくのか英国型になっていくのかという点についても改めて考

える必要があろう」との指摘を行い、議論を締めくくった。

以 上

当金融研究会に提出された次の論文につき
入手ご希望の方は、日本銀行金融研究所にお
申し込み下さい。

蠟山・筒井
植田

「貸出市場の理論と実証」
「貸出市場と金融政策」