

低金利政策下における日銀貸出市場と公社債市場*

——事実上の補助金と事実上の課税の均等関係について——

家 森 信 善

第1節 はじめに

高度成長期の公社債市場においては、いわゆる人為的低金利政策が実効的であったと一般に考えられている。公社債の発行条件は低位に抑制されていたので、主要な買い手である都市銀行は公社債購入後ただちに売却すれば大きなキャピタル・ロスをこうむるのが通常であった。かりに、売却せずにキャピタル・ロスを実現しないとしても、低金利の公社債を保有している銀行は機会費用という損失をこうむっていたことになる。

そして、銀行が公社債市場における低金利を甘受していた事実を例証として、低金利政策の実効性が高かったとしばしば主張される。民間企業である銀行が長期にわたってその経営負担を受け入れていたとすれば、政府当局の銀行コントロール力は絶大であったことになり、日本の金融上の特徴のほとんどが政府の直接的な権力行使の結果であったと考えることもできるかもしれない。しかも、このような見解は、十分な学問的な検討が加えられないまま、「低金利政策の神話」(原田[1986])として日本経済に対する基本認識の1つとなってしまっている。それだけに、改めて「低金利政策の神話」が単なる迷信にすぎなかったのではないかという視点から事実を確認しておくことは、高度成長期の日本経済の実態を明らかにする上で重要な研究課題であると考えられる。つまり、(日本的と称される非経済的な諸要因によってではなく)なんらかの経済的な裏付けによって長期間にわたって民間銀行は低金利の国公社債を引き受けることができたのではないかという問題を検証

することが必要なのである。

実際、公定歩合による日本銀行貸出が国公社債引き受けに対する「事実上の補助金」であるとしばしば指摘されている。なかでも、岩田・浜田(1980)や寺西(1982)は、この「事実上の補助金」の額を定量的にとらえる試みを行っている。特に、寺西は、都市銀行全体では低金利の国公社債の引き受けという「事実上の課税」と日銀貸出という「事実上の補助金」とが均等していたという「驚くべき事実」——本稿では寺西仮説と呼ぶ——を発見し、この事実を作業仮説として、次の2点を指摘した。すなわち、第1に、低利の日本銀行貸出が銀行貸出金利の低下につながらず、銀行貸出市場における低金利政策の実現性を日銀貸出に求めることは不可能であるという点である。第2に、日本銀行が国公社債を直接引き受ける場合よりもはるかに少ない日銀貸出で国公社債の消化が可能であった点である。これにより、マネーサプライのコントロールが比較的容易であったと考えられるのである¹⁾。

寺西の指摘した点以外にも、寺西仮説は「低金利政策の神話」に対する重要なインプリケーションを持っている。すなわち、寺西仮説を受け入れると、もし銀行に補助が行われていなかったならば、銀行による低金利国公社債の引き受けは行われなかった可能性があるという点である。つまり、銀行の低金利国公社債の引き受けは行政的・権力的な影響力行使のみによって実現していたとはいえ、わが国銀行行政の通俗的なイメージの変更が必要になるかもしれないのである。銀行は一方的に規制されていたのではなく、規制されることに合理性があったた

めに規制に従っていたのかもしれない、寺西仮説はわが国の金融機関と公的当局の関係を考える上でもきわめて重要な作業仮説であるといわざるをえない。

以上のように寺西仮説の持つインプリケーションは広範であり、それだけに寺西の見いだした「驚くべき事実」が本当にロバストなのかを十分綿密に検証しておく必要がある。その際、本稿の検証方法の特徴は次の点にある。(1)寺西仮説を個別都市銀行のレベルで検証する。これにより、寺西の結果が寺西自身も危惧していたような偶然の産物ではないことを確認することができる。(2)真の「事実上の課税」額の上限值と下限値を推計することで、その範囲に「事実上の補助金」がおさまっているかどうかというテストを新たに行う。(3)「事実上の課税」額についての寺西の推計方法の妥当性を明らかにする。

本稿の構成は次の通りである。第2節で、岩田・浜田(1980)と寺西(1982)の議論を紹介する。第3節で、個別都銀レベルでの実証を行う上での留意点を述べた後、実証結果を報告しその解釈を行う。その際、寺西の実証方法の妥当性についても検討する。第4節で、本稿のまとめを行い今後の課題について述べる。

第2節 「事実上の補助金」と「事実上の課税」

(1) 事実上の補助金

低金利政策下での「事実上の補助金」と「事実上の課税」とを定量的に把握しようとしたのが、岩田・浜田(1980)の先駆的研究である。

受け入れた預金だけでは資金が不足する場合、都市銀行は市場借入れと日本銀行借入れという2つの資金調達手段を持っている。一般にわが国の場合、市場借入れ金利よりも日銀からの借入金利の方が低かったため、日銀貸出を受ければ市場で資金を調達する場合に比べて有利であった。都市銀行が不足資金を調達していたコール市場を日銀借入れの代替的な資金調達の場合であると考えると、コールレートと公定歩合の差

かける日銀貸出残高が「事実上の補助金」となる。たとえば、コール市場の金利が5%で公定歩合が3%であれば、公定歩合で日銀から1億円を調達した場合の「事実上の補助金」は、200万円(=1億円×2%)と計算できる。

彼らはこのような発想のもとで都市銀行に対する「事実上の補助金」を計算し、「都市銀行に対して低利で供与される日本銀行貸出が、事実上はあたかも補助金のような機能を果たし、しかもその額が無視できない大きさであることがわかった」(205ページ)と結論したのである。

(2) 事実上の課税

都市銀行は日本銀行からの低利融資を受ける一方、さまざまな規制によって「事実上の課税」を受けている。岩田・浜田(1980)はそのなかでも低金利の国債の半ば強制的な保有を取り上げて、この政策によって都市銀行がどの程度の経済的負担をこうむっているのかを検討した²⁾³⁾。

低金利の国債を保有することで銀行はうべかりし利益を失っていることになると考えた岩田・浜田は、国債の応募者利回りと国債流通利回りとの差で機会費用を代理できるとして、「事実上の課税」額を求めた。たとえば、同じ条件の国債の流通利回りが5%の時に、シンジケートにはめ込まれる形で利回り4%の国債を1億円引き受けた都市銀行は、100万円の「事実上の課税」を負担していると彼らは考えたのである。

その結果、1975年以降を別にすれば、この「事実上の課税」は「事実上の補助金」に比べてほとんど無視できる規模であった。たとえば、1966年度下半期は、「事実上の補助金」が26.7億円に対して、「事実上の課税」は0.94億円であった。このように圧倒的に補助金が多いことから、岩田・浜田は、「低利の公定歩合で日本銀行貸出を受ける権利を有する都市銀行は、事実上の補助金を、本来より安い金利で貸し出すという形で、貸出先である顧客に補填していると考えてよい」(208ページ)と結論した。このような推論を正当化する根拠の一つとして、補助を受けているはずの都市銀行が、地方銀行と比

べて特別に良好な営業成績を記録していない点を彼らはあげている。

しかし、この日銀借入れの転嫁を通じての低金利政策の実現というシナリオの現実的重要性には疑問がある。というのは、かりに補助金を転嫁して低金利政策が実施されていたとしても、その金額は岩田・浜田推計では最高でも555億円(1974年度)であった。これがすべて都市銀行の貸出先企業に帰属したとすると、1974年末の貸出金残高は43兆451億円であったから、これによる金利低減効果は貸出金利をたかだか0.1%ポイント引き下げただけにすぎないことになり、企業の経済活動に有意な影響を与えたとは考えられないからである。

また、次項で紹介する寺西(1982)が指摘するように、都市銀行は国債ばかりでなくその他の低金利の地方債・事業債なども事実上強制的に引き受けさせられており、この部分の負担についても検討する必要がある。

(3) 寺西仮説

岩田・浜田(1980)の分析は、その結果の解釈に議論の余地が残るものの、都市銀行が低金利の国債を引き受けた理由を経済学的な考察方法で定量的に分析した先駆的な研究であった。この岩田・浜田の研究を発展させたのが寺西(1982, 第8章[3])であった。寺西は岩田・浜田とほとんど同一の方法で「事実上の補助金」を算出しながら、岩田・浜田の推計値(2586億円)とほぼ同じ2255億円(1966年から1977年の累計)という値を得た。

他方、「事実上の課税」の取扱いにおいて寺西は新しい試みを行っている。すなわち、寺西は岩田・浜田と異なり、国債だけではなく地方債、政府保証債(公社・公団債)、金融債、事業債を含めて「事実上の課税」額を推計しようと考えたのである。その結果、岩田・浜田の推計では「事実上の課税」額が約112億円であったのに対して、寺西は2472億円という数字を算出している。

寺西推計(第2-1表)によれば、都銀に対する「事実上の補助金」(=2255億円)は、「事実上の

第2-1表 寺西(1982)の推計結果

年	事実上の補助金	事実上の課税
1966	0	18.0
1967	42	66.2
1968	222	193.5
1969	253	289.1
1970	484	286.4
1971	90	8.3
1972	90	-222.0
1973	-375	342.5
1974	512	1047.5
1975	612	360.5
1976	77	375.8
1977	248	-293.8
累計	2255	2472.0

(注1) 単位は億円である。

(注2) 寺西(1982)の第8-14表および第8-15表より抜粋。

課税」(=2472億円)とほぼ等しいという「驚くべき事実」が見いだされたのである⁴⁾。つまり、「日銀信用にまつわる補助金は一般会計から日銀を経由して都銀に供給される。これに対して、都銀は累計額において補助金とほぼ等しい額の租税を低利公社債の引受というかたちで支払っている。」「補助金は、都銀の株主、従業員の所得となるのでもなく、また、低利貸付という形で都銀の借り手に転嫁されたわけでもない。それは、一般政府、企業、公社・公団、地方公共団体、長期信用銀行という公社債発行主体に供給されていると考えられる。」そして、「補助金が貸付金利の低下とは結びつかない」と寺西は結論しているのである。

このように、岩田・浜田は補助金が貸出金利の低下につながる可能性を指摘したのに対して、寺西は補助金の利益が社債発行者に帰属すると主張したのである。これは、高度成長期の金融構造を理解していく上できわめて重要な相違点であると考えられる。つまり、寺西の見解は、貸出市場においては実効金利ベースで需給が(近似的に)均衡していたという立場につながり、岩田・浜田の見解は貸出市場には(人為的低金利政策の結果)信用割当が残っていたという立場につながっていくからである。

(4) 寺西推計の検討

寺西(1982)の実証結果によって寺西仮説の成立を結論するには、次のような解決すべき問題が残されている。

寺西推計の第1の問題点としては、(流通利回り一応募者利回り)に保有残高をかけたものが当該年の「事実上の課税」になるという仮定である。本来「事実上の課税」を求めようとすれば、金利差にかけるべきは新規に購入した国債の金額と償還までの期間である。たとえば、今、5年間運用できる資金が1億円あり、これを流通利回りより1%ポイント低い国債に向けなければならないとすると、 $1\% \times 1 \text{億円} \times 5 \text{年} = 500 \text{万円}$ というのが、(割引率を無視した)総課税額になる。しかし、寺西推計では、かりにこの銀行がもともと9億円の国債を持っていたとすると、 $1\% \times 10 \text{億円} = 1000 \text{万円}$ が「事実上の課税」となってしまうのである。

岩田・浜田は国債のみを扱っていたので、このような推計方法でもかなり正確な近似であったと思われる。なぜなら、国債の大部分が1年を経過すると日銀に買い取られたと言われており、単純にすべての国債が1年後に買い取られるとすれば、バランスシート上の残高はこの1年間に購入した国債の金額に等しくなるからである⁵⁾。しかし、他の証券についてはこれは必ずしも正しくなく、新規購入額と償還期間のいずれをも知ることができないというデータの制約以外に、寺西の推計方法を正当化することは、寺西自身も述べているように困難である。

しかし、この事実はむしろ寺西仮説をより一層興味深いものとしている。すなわち、もし厳密に日本銀行と都市銀行が利益と費用のバランスをはかっていたとしたら、寺西の推計方法によって寺西仮説が成立する保証はなく、もし寺西仮説が成立していたとすれば、現実の政策運営においてこの金利差が一つの指標になっていたと考えることが可能である。しかも、この金利差が価格指標として長期間存続するには、当事者のどちらか片方を一方的に不利にしないこと、したがって真の値の十分な近似になっていることが必要条件である。第3節の推計では、この寺西の推計方法が真の「事実上の課税」の

かなり良好な近似になっていた可能性を明らかにする。

第2の問題点は、寺西の行った試算は都市銀行全体に対してであり、寺西自身も危惧しているように偶然均等化している可能性を否定できない点である。寺西仮説は、都市銀行に与えられたアメとムチがある程度の期間をとれば等しくなっていたという内容であったから、分析の自然な拡張は各都市銀行ごとに寺西仮説が成立しているか否かを調べることであろう。もし都市銀行の合計値において「事実上の補助金」と「事実上の課税」とがたまたま等しくなっていたとすれば、個別の都市銀行で調べれば寺西仮説が成立していないであろうし、逆に寺西仮説が正しいならば、各都銀ごとにアメとムチが累計値として均等化していたはずである。各都銀ごとに寺西仮説を検証して、寺西仮説の成立が歴史的偶然ではないことを確認しようというのが第3節の内容である。

第3節 寺西仮説の検証

(1)長期信用銀行のケース

まず、何らかの定義関係からこの均等化が生じているわけではないことを示すために、長信銀について寺西とまったく同じ金利データを使い、同じ期間(1966年から1977年)について計算してみた。その結果は第3-1表に示した通りで、年平均値をみると「事実上の補助金」は5.9億円、「事実上の課税」額は35.8億円であり、両者の差異は明確である。平均値の差の検定を行うと、 t 値は2.070となり、10%水準で寺西仮説は棄却される。

つまり、長期信用銀行については「事実上の補助金」と「事実上の課税」は等しくなく、後者の方が大きいのである。したがって、都市銀行の場合も「事実上の補助金」と「事実上の課税」が偶然等しくなることはあっても、等しくなる必然はないはずなのである。

(2)都市銀行の個別データを使った実証分析

(a)分析の対象

第3-1表 長信銀の「事実上の補助金」と「事実上の課税」

年	事実上の補助金	事実上の課税
1966	0	3
1967	1	8
1968	5	21
1969	5	33
1970	11	33
1971	3	2
1972	1	-37
1973	-9	55
1974	18	168
1975	22	95
1976	3	120
1977	11	-73
年平均値	5.9	35.8
標準偏差	8.4	66.7

(注)単位 億円。

寺西仮説を個別都銀のレベルで検証する上ではいくつかの困難があり、寺西自身の推計方法をそのまま単純には適用できない。

まず、われわれは寺西と同一のサンプルで分析するために期間を1966年から1977年とした。ただし、寺西は暦年データを利用しているが、個別都市銀行のバランスシートは年度末値しか利用できないので、1966年度から1977年度を分析の対象期間にした⁶⁾。

分析の対象は都市銀行に限定した。1966年度末の都市銀行は13行であったが、68年度には太陽銀行が加わり、69年度には埼玉銀行が加わった。都銀全体のデータを使う必要から、これらの2行は都銀に転換した年度からわれわれのサンプルに加えることにした。さらに、71年度には第一銀行と日本勧業銀行が合併し、73年度には神戸銀行と太陽銀行が合併している。第一勧業銀行の場合、1966年度から合併までの数値は、第一銀行と日本勧業銀行の計数を合算して算出することにした。太陽神戸銀行の場合、66、67年は神戸銀行単独の数字で算出し、太陽銀行が都銀転換を果たした68年以降は、神戸銀行と太陽銀行の計数を合算して算出することにした。

(b)「事実上の補助金」の推計方法

都市銀行全体の日本銀行借入れは『経済統計年報』に掲載されているが、個々の都市銀行の

日本銀行借入れは、1963年まではほとんどの都市銀行で報告されていたものの、それ以降報告されなくなっている。唯一、東京銀行が1970年度まで日銀借入れ額を公表している。したがって、われわれが知りえるのは、1970年度までは東京銀行を除いた都市銀行全体の日本銀行借入れの合計値であり、1971年度以降は全都銀の日本銀行借入れの合計値のみである。したがって、個別銀行にこれを案分しなければならない⁷⁾。

そこで、各銀行のバランスシート上の借入金をウェイトにして『経済統計年報』記載の3月末の日本銀行借入れを各行に配分することにした。ただし、1970年までは東京銀行の日本銀行借入れがわかっているのので、東京銀行の日本銀行借入れを控除してから、残りを各行の借入金のウェイトに従って配分した。

次に、寺西に従ってコールレートと公定歩合の差を日銀借入れ1単位あたりの補助率であると考えたことにした。ただし、寺西とは異なりコールレートと公定歩合のいずれについても年度平均値を使うことにした。寺西は暦年平均のコールレートと暦年末の公定歩合とを使っていたために、算出された補助率はかなり不安定でマイナスになる年すらもあった。われわれは両者ともに平均値を使うことでこの点をかなり改善できた。この金利変更の効果により、補助金の額が若干多めに推計されることになった。寺西の使ったデータで金利データのみをわれわれのものに変えて、「事実上の補助金」を計算し直すと2631億円になる。(前述のように、寺西の推計値は2255億円であった。)寺西自身がより正確であると認めている岩田・浜田の推計値は2586億円であり、われわれの推計値と50億円程度しか相違していない。もちろん、いずれの場合でも「事実上の補助金」が「事実上の課税」に等しいという寺西仮説は成立している。

(c)「事実上の課税」額の推計方法

次に、「事実上の課税」額の推計手続きについて述べよう。個別都銀のバランスシートでは、社債の勘定項目に金融債、公社・公団・公庫債(公社債と略称)ならびに事業債が含まれており、

個々の内訳金額は不明である。『経済統計年報』によると都銀全体ならば年度末の社債内訳が公社債と金融債について得られる。社債から公社債と金融債を引いた残りを事業債であるとみなし、都銀の間でその相対比率が安定的であると仮定すれば、各行の社債保有残高に算出された比率を乗ずることによって金融債、公社債、事業債の保有金額が得られる。

最後に、課税率のデータとしては次の3つを考えた。まず、寺西の推計方法通り各債券の(流通利回り-応募者利回り)のデータをそのまま使うことである。この推計を「事実上の課税 T 」と呼ぶことにする。

先に述べたように寺西の方法での「事実上の課税 T 」が不正確な推計値となる可能性を否定することはできない。そこで、「事実上の課税」を知るために次のような代替的な方法をとってみた。銀行は国債、地方債、社債の保有平均利回りについて公開しており、国債の保有平均利回りが3%であれば、銀行は国債保有残高1億円に対して300万円の国債金利を得たということになる。銀行にとって有価証券投資と代替的な投資目的は長期貸付であるから、国債に投じた1億円で貸出を行っていたら追加的に得られたであろう金利収入が機会費用になる⁹⁾。そして、各債券の保有利回りと長期貸付金利との金利差が当該債券1単位あたりの課税になり、それに各債券の保有残高を乗ずることによって、「事実上の課税」額が得られる。この推計値は寺西の推計方法よりも課税額を正確に表していると考えられる。

各債券の保有平均利回りは各銀行ごとにそれぞれ得られるが、残念ながら都市銀行の長期貸付実効金利をデータとして得ることはできないので、われわれは次の2つの金利を代理変数として考えることにした。まず、都市銀行貸付約定平均金利である。しかし、これは表面金利であり実効金利を下回っている可能性がきわめて強く、また有価証券投資に比べて期間が短い資産であるので、これを使った推計——「事実上の課税 A 」と呼ぶ——では機会費用を過小評価することになると考えられる。実際、「事実上

の課税 A 」を計算すると9行でマイナスとなり、有価証券の引き受けは負担になっていないという奇妙な結果を得る。「事実上の課税 A 」は、いわば「事実上の課税」の最小値ということになるのである。

もう一つの代理変数として長信銀の貸付約定平均金利を使うことにした⁹⁾。長信銀は都市銀行と比べて拘束預金などの比率が小さく、実効金利と約定金利が近接しており、また長信銀貸付と有価証券とは投資期間も似ていると考えられるからである¹⁰⁾。しかも、長期貸付市場において金利裁定が働いていたと考えられる(家森[1993a, 1993b])ので、長信銀の貸付金利が都銀の運用金利をある程度近似できるとしても大きな問題がないであろう。ただし、長信銀の貸付約定金利を使った推計では、国公社債投資の機会費用を過大評価する可能性を否定することはできない。というのは、国公社債を発行する経済主体(国、公社、長信銀、超大企業など)は平均値でみて借入れを行っている企業よりもはるかに信用リスクが小さく、さらに不完全ではあるが証券の売却可能性によって銀行の負う流動性リスクも貸付の場合より小さいからである。したがって、長信銀の貸付約定平均金利を使って得た「事実上の課税 B 」は、「事実上の課税」の最大値であるとみなすことができよう。

(d) 実証結果

以上の計算手続きによって都市銀行各行について「事実上の補助金」ならびに「事実上の課税 T , A , B 」の年平均値を計算した結果が第3-2表にまとめられている¹¹⁾。

第3-2表では1977年度末での国債残高の多い順に銀行を並べている。同表の見方を三菱銀行を例にとって説明しておこう。三菱銀行の欄の第1行目を見ると、「事実上の補助金」は1年間あたり24.6億円であったことがわかる。第2行目が寺西の方法による「事実上の課税 T 」の年平均値を示しており、21.5億円であった。その行の第2列目の数字は、「事実上の補助金」と「事実上の課税 T 」が等しいかどうかの t 統計量である。帰無仮説を両者が等しいとおいた時、 t 値は0.239となり、10%の有意水準(1.717)で

第3-2表 「事実上の補助金」と「事実上の課税」

銀行名	平均値	t 値	銀行名	平均値	t 値
三菱銀行	24.6		東海銀行	10.9	
7101	21.5	0.239	4725	19.4	-0.876
	-11.8	1.872		-3.8	0.907
	46.4	-3.005		37.0	-6.662
富士銀行	26.1		太陽神戸	7.9	
6951	24.8	0.098	4630	16.9	-1.073
	-3.2	1.421		-1.9	0.767
	52.4	-3.557		34.4	-5.527
第一勧業銀行	24.4		東京銀行	47.7	
6622	27.0	-0.195	3224	9.2	2.950
	1	1.473		6.3	2.691
	52.8	-4.169		24.5	1.783
三和銀行	14.5		大和銀行	8.7	
6606	23.1	-0.767	2805	9.7	-0.209
	-8.4	1.351		0.5	1.240
	43.9	-7.146		20.8	-5.279
住友銀行	15.3		埼玉銀行	4.1	
5976	23.7	-0.704	2763	12.1	-1.227
	-9.1	1.469		-0.8	0.478
	44.2	-6.584		23.4	-5.887
三井銀行	13.5		協和銀行	6.1	
4736	14.2	-0.094	2558	11.4	-0.976
	-4.6	1.682		-3.0	1.265
	27.7	-3.935		22.4	-6.900
			北海道拓殖	4.2	
			2523	7.9	-0.919
				-2.6	1.019
				17.0	-5.113

(注1) 銀行名の下に数字は1977年度末の国債残高(単位 億円)である。

(注2) 平均値の欄は各銀行ごとに、上から「事実上の補助金」、「事実上の課税 T」、「事実上の課税 A」、「事実上の課税 B」の年度平均(1966年度-1977年度, 単位 億円)を示す。

も棄却できないことになる。

第3行目は「事実上の課税 A」を計算したものである。先にも述べたようにこれは「事実上の課税」の最低限をあらわすものと考えられるが、三菱銀行の場合、-11.8億円であった。文字どおり受け取れば、三菱銀行の場合貸付を行うよりも有価証券投資の方が利回りが良かったことになる。しかし、この結果は貸付の実効金利が表面金利をかなり上回っていたためであると思われる。第3行第2列目の数字1.872は、「事実上の補助金」と「事実上の課税 A」との平均値の差のt検定量であり、10%水準で帰無仮説を棄却できる。すなわち、10%水準で評価すれば、「事実上の補助金」は「事実上の課税 A」より有意に大きいということになる。

第4行目は、「事実上の課税 B」を計算したものである。これは、逆に課税の上限を示すと思われる。三菱銀行の場合、46.4億円に達している。第4行第2列目のt値-3.005から、帰無仮説は1%水準(2.819)でも棄却される。したがって、「事実上の補助金」は「事実上の課税 B」より有意に小さいということになる。

ちなみに、われわれの計算によると「事実上の補助金」の都市銀行全体の累積額は2483.7億円で、他方、「事実上の課税 T」の都市銀行全体の累積額は2572.5億円となり、寺西の試算と比べてより均等化が鮮明になっている¹²⁾。

課税額の上限と下限を画するものと考えられる「事実上の課税 A」および「事実上の課税 B」は、すべての銀行について「事実上の課税

T 」を挟んでいる。さらに詳しくみると、東京銀行を除けば、「事実上の課税 T 」は「事実上の課税 A , B 」のほぼ中間に位置している。寺西の推計はこの意味で、真の「事実上の課税」に近い値を算出していたといえよう。かりに当局と銀行の間でアメとムチが均等化するように交渉する場合、何らかの簡略計算をすることで片方に一方的に有利であればその計算方法が長期にわたって有効であるとは考えられない。寺西の推計方法は少なくとも長期間存続するための必要条件を満たしていたのである。

寺西仮説の正否を検討していこう。これまで述べてきたように「事実上の課税」はデータの制約から直接計算できないが、上限と下限については計算することができた。したがって、この枠内に「事実上の補助金」が入っていないときには、寺西仮説は明らかに棄却されることになる。第3-2表の結果では、東京銀行を除くすべての銀行について、「事実上の補助金」は下限である「事実上の課税 A 」と上限である「事実上の課税 B 」との間に挟まっていた。このもっとも緩いテストでは、東京銀行を除けばすべての銀行について寺西仮説が成立していたことになる。

さらに、「事実上の課税」の近似値として寺西の方法によって計算した「事実上の課税 T 」を使ってみると、東京銀行を例外として「事実上の補助金」と「事実上の課税 T 」はほぼ同じ水準にあることがわかる。上位都銀6行中、三菱銀行、富士銀行、第一勧業銀行、三井銀行の4行は特に均等化が顕著にみられた。これをフォーマルに見るには、各銀行の第2行第2列目の t 値をみればよい。東京銀行を除けば、すべての都市銀行で帰無仮説は通常の有意水準では棄却できず、寺西仮説は否定されない¹³⁾。東京銀行は統計上都市銀行として扱われているものの、明らかに他の都市銀行と異質であり、東京銀行の結果はわが国の低金利政策の目的の一つである輸出振興の観点から理解すべきものと思われるが、詳細は今後の検討課題としたい¹⁴⁾。

東京銀行を除いた都市銀行間で結果を比較してみると、埼玉銀行と太陽神戸銀行の t 値が大

きく、この両行については寺西仮説棄却の可能性が相対的に大きいことがわかる。都市銀行化してからのサンプルを取り扱っているものの、非都市銀行であったという両行の経歴が結果に影響しているのかもしれない。今後地方銀行レベルでの実証研究を行わなければ確定的なことはいえないものの、地方銀行と都市銀行の間には「事実上の補助金」と「事実上の課税」の関係において何らかの差異があったことが予想される。

第4節 むすび

本稿の目的は寺西仮説を各都市銀行レベルのデータを使って検証することであった。寺西の方法によって推計した「事実上の補助金 T 」は厳密な理論的根拠を持たない計算値であったが、他の方法によって計算した「事実上の課税」の上限値と下限値のほぼ中間に位置しており、真の値の良好な近似になっていた可能性が強い。「事実上の補助金」も東京銀行を除けばすべての銀行において「事実上の課税」の上限と下限の間に存在していた。これは寺西仮説を支持する結果であった。さらに、寺西の方法による「事実上の課税 T 」を「事実上の課税」の真の値であると考えると、「事実上の補助金」と「事実上の課税」がほとんどの都市銀行でほぼ等しかったという結果が得られた。したがって、寺西仮説が個別都銀のレベルでも検証できたと判断することが許されるであろう。

低金利政策が実行されていた可能性のある市場として、日本銀行貸出市場、国公社債市場、金融機関貸出市場、預貯金市場、政府金融機関貸出市場などが指摘される。本稿はこのうち日銀貸出市場と国公社債市場との関係に議論を限定した。本稿の実証結果によれば、国公社債市場での低金利政策は、低金利の日本銀行貸出の存在によって(量的に)説明可能である。しかし、公社債市場での低金利政策が実行可能であったとしても、貸出市場の低金利政策が実行可能であったことを意味しない。なぜなら、前者が可能であったのは公定歩合による日銀貸出によ

て事実上の補助金が給付されていたからであり、後者を可能にするには何らかの(量的に膨大な)別の補助金が必要になるからである。つまり、貸出市場で低金利政策が実行されていたとすると、日銀貸出ではとうてい量的に説明不可能なのである。少なくとも「事実上の補助金」を低い貸出金利の形で貸出先に転嫁し経済成長に寄与したというシナリオは明らかに現実的な妥当性を持たないであろう。もちろん、預金金利規制によって貸出市場での低金利政策が可能になったという指摘もあり、それについては今後の検討課題としたい¹⁵⁾。

本稿の分析の限界を述べておこう。まず、都市銀行の受けていた「事実上の補助金」ならびに都市銀行に課せられていた「事実上の課税」の概念について検討の余地がある。すなわち、本稿では、岩田・浜田(1980)および寺西(1982)の定義に従って、補助金ならびに課税額の金額を算出した。しかしながら、銀行に対する暗黙的なベネフィットやコストは、本稿で考慮したもの以外にもあるかもしれない。たとえば、地方債を地方銀行が引き受けているのは地方公共団体の指定金融機関としてのベネフィットを期待しているためで、公社債の引き受けが他の業務での追加的な収益をもたらしようとの指摘がある。残念ながら(公社債の引き受けに帰因する)このような間接的な利益を定量的にとらえる方法はこれまでのところ議論されておらず、今後の課題とせざるを得ない。

第2に、金利の付かない準備預金を中央銀行に積まなければならないという(累進的)預金準備規制は、大銀行ほど重い負担を強いているという意味で、間違いなく都市銀行に対する一種の課税になっている。しかし、預金準備のコストを推計した吉野ほか(1993)によると、都市銀行が無金利の準備預金を保有することによって負担しているコストは年度平均(1972-1990)で1678億円に達するが、低金利の日銀借入れによるベネフィットは年度平均でわずか276億円にすぎず、量的な観点から判断して準備預金のコストを日銀貸出によって還元しているとは考えられない。また、諸外国でも無金利の準備預金

が強制されているが、そのコストを(低金利の)中央銀行貸出によって補填している例はないと思われる¹⁶⁾。準備預金のコストを補填しているものとしては日銀貸出以外のもの——たとえば、決済業務の独占化——を考えなければならないであろう。

第3に、窓口規制による貸出制限の機会ロスをどのように考えるかである。すなわち、窓口規制に従うことで貸出収益を失った銀行に対して、日本銀行貸出によって補填が行われていた可能性である。しかし、窓口規制の実効性については考えられているほど有効ではなかったとする見解もあり¹⁷⁾、またロスを推計するためには窓口規制が行われていなかった場合に実現していたであろう貸出量を推測することが必要となる。

今後の分析の拡張方向としては、上述した問題点の解決とともに、次の3点をあげておきたい。第1に、分析期間の延長である。われわれは岩田・浜田(1980)および寺西(1982)の実証研究に対応して、分析期間を1966年から1977年とした。寺西の推計方法では公社債の流通利回りがデータとして必要であるために、1966年以前に遡ることは不可能である。しかし、われわれの使用した「事実上の課税A, B」を使えば、高度成長期前半期についても分析が可能となる。ただし、この場合のテストは課税の上限値と下限値の間に補助金が納まっているか否かに限られ、テストの検出力はあまり強くないことが予想される。第2に、都市銀行と他の業態、たとえば信託銀行や地方銀行との比較検討である。本稿では長信銀についての分析を簡単に行ったが、都市銀行の場合と大きく異なっていることが示された。また、埼玉銀行や太陽神戸銀行といった他業態から転換してきた銀行と他の都市銀行の結果が微妙に相違しており、地方銀行等と都市銀行とでは寺西仮説の正否への異なった解答が予想される。第3に、東京銀行の結果の検討である。東京銀行は都市銀行において唯一寺西仮説が成立しなかった。これは輸出振興の観点からの補助政策があったためではないかと考えられるが、低金利政策の実効性をめぐ

って検討すべき課題の1つである。

(論文受付日 1993年11月25日・採用決定日 1994年5月9日)

注

* 本稿の作成に当たっては、本多佑三神戸大学教授と藤原賢哉広島大学助教授の両先生から数々のご助言をいただいた。また、2名の本誌匿名レフリーからは当初の投稿原稿に対して非常に有益なコメントをいただいた。もちろんありうべき誤りはすべて家森の責任である。

1) 日銀信用が割り当てられているもとはシグナルとしての役割を除けば公定歩合は政策的な意味をほとんど持たないとの見解がある。しかし、コールレートとの差によって所得分配上の効果があった点に注意する必要がある。

2) 国債などの引き受けが引き受け側のコストになっていたという見解は通説であり、われわれもそれに従う。しかし、これには異論もある。たとえば、鈴木(1983)は、「公共債の引受は、資金繰の面でも採算の面でも、決して圧迫要因ではなかったのである」(204ページ)と述べている。

3) 国債の保有が都市銀行に片寄っていることをデータによって確認しておこう。資金循環勘定によると、1966年末に市中金融機関全体が保有する国債残高は6554億円であり、その約半分の3077億円の国債をわずかに13行の都市銀行が保有していたのである。

4) もし「事実上の補助金」と「事実上の課税」が各年度ごとに等しいというのが帰無仮説であれば、第2-1表の結果から符号検定および平均値の差の検定を行うことができる。まず、補助金が課税を上回るのがちょうど12年の内6年であり、符号検定からは寺西仮説を棄却できなかった。次に、平均値の差の検定を行ってみると t 値は0.143となり、両者が等しいという帰無仮説を棄却することはできなかった。なお、本稿で行う平均値の差の t 検定では母分散が同一であるとして検定している。

5) 鈴木(1983, 204ページ)によると、「国債の場合は、発行後1年を経過すると、約4分の3が」「売却損が出ない」価格で日本銀行に買い取られた。

6) 上半期末のバランスシートも利用できるが、ここでは下半期末のバランスシートのみを利用した。

7) さらに、『経済統計年報』に記載されている都市銀行の借入金、個別の都市銀行のバランスシート上の借入金を合計したものと等しくない。この原因としては、都市銀行間の借入金相殺されるためではないかと思われる。個別銀行の日銀借入れ残高がわからないという問題は、岩田・浜田(1980)の第3章でも論じられている。

8) 実際には貸出にともなう諸費用が存在しているので、貸出にともなう限界的な費用の部分だけ本稿の機会費用の数字は過大になっている。

9) 比較的金利データが揃っていないという理由で利付き電電債の市場金利を代替的な金融資産金利とした

計算も行ってみたが、長信銀貸付金利を使った場合と計算結果はよく似通っていた。

10) 金融制度研究会(1969)によると、長期信用銀行の(拘束性預金/貸出)比率は0%(1968年5月)、(債務者預金/貸出)比率は11.6%であり、他方、都市銀行の同じ値はそれぞれ、5.7%、47.0%であった。

11) 埼玉銀行は都市銀行への転換が1969年度であるのでサンプル数が9年になるが、他の銀行はすべて12年の平均値である。

12) 寺西推計とわれわれの推計の差は金利データや残高値のとり方(平均値か末値、暦年か年度)のためであると考えられる。

13) 各銀行に共通の金利を使って算出された「事実上の課税 T 」と「事実上の補助金」が各銀行ごとに等しいということは、結局、公社債の引受額と日銀貸出との間に安定的な比例関係があったことを意味している。もちろん、そうであったからといって、特別な比例定数を選ばない限り「事実上の補助金」と「事実上の課税」が等しくなるわけでない。

14) 先に見たように債券発行銀行である長期信用銀行の場合、東京銀行のケースとは逆に「事実上の課税」の方が大きかったので、債券発行銀行であることの影響ではないと思われる。

15) 預金金利の上限規制による都市銀行全体への「事実上の補助金」は、寺西(1982)の推計によれば、年平均で1500億円をはるかに越えていた。この値は、日銀貸出による「事実上の補助金」が年平均20億円程度であったのと比較して非常に大きな値であることがわかる。簡井ほか(1993)は預金金利規制による利益が企業に移転したのかを実証的に検討し、相当部分が銀行に留まっていたという結果を得ている。

16) 準備預金に対する金利の付与は古くからの論争点の一つである。たとえば、Pierce(1991)は、金融システムの安定性を高めるために準備預金に金利を付けるべきであると提言している。

17) たとえば、鈴木(1974, p.185)によれば、都市銀行は引き締め期に「日本銀行の貸出査定を守りながらも、実際には、いわゆる含み貸出しを行って」おり、窓口規制のような「道徳的説得は、本来銀行側にこれを守ろうという協力の意思がないかぎり、政策としての効果は発揮されない。」

参考文献

- 岩田一政・浜田宏一(1980)『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社。
 金融制度研究会(1969)『金融制度調査会資料 第2巻/長期金融制度』財政金融事情研究会。
 清水啓典(1980)「銀行貸出市場と人為的低金利政策」『一橋論叢』第84巻第4号 pp.49-66。
 志村嘉一(1978)『現代日本公社債論』東京大学出版会。
 鈴木淑夫(1974)『現代日本金融論』東洋経済新報社。
 鈴木淑夫(1983)『日本金融経済論』東洋経済新報社。
 簡井義郎・上岡孝一・洞口神也(1993)「銀行業の効率性について」郵政研究所ワーキング・ペーパー。
 寺西重郎(1982)『日本の経済発展と金融』岩波書店。
 原田泰(1984)『経済政策論の神話』有斐閣。

家森信善(1993a)「生命保険会社貸付と銀行貸付」
『保険学雑誌』第542号 pp.1-17.

家森信善(1993b)「保険会社貸付市場の分析—貸付金利の調整機能を中心にして—」『ビジネス・レビュー』第41巻第2号 pp.49-60.

吉野直行・前田実・南部一雄・小巻泰之・坡山奇右

「新規預金の導入と預金準備率」『ファイナンシャル・レビュー』第26号 pp.103-150.

Pierce, James L.(1991), *The Future of Banking*, Yale University Press.(藤田正寛監訳 家森信善・高屋定美訳『銀行業の将来』東洋経済新報社1993年.)

農業経済研究 第67巻第1号

(発売中)

都市住宅環境における農地と緑地のアメニティ評価

—メッシュ・データを用いたヘドニック法による接近—

.....丸山敦史・杉本義行・菊池眞夫

食料消費構造における傾向的变化と所得弾力性.....時子山ひろみ

—食料消費の「成熟」に関する計量的考察—

The Japanese Beef Market Following Liberalization:

What Has and Has Not Happened?H. Mori and W. D. Gorman

Price Responsiveness of Wheat Trade with Government Controlled

Markets: Implications for the U. S. Wheat Export Demand Elasticity

.....M. Kaneda

〈特別記事〉

学会誌「研究ノート」の問題について.....泉田洋一

〈書評〉

A. Fujimoto, *Malay Farmers Respond*安延久美

宮本誠著「奈良盆地の水土史」.....佐藤常雄

阿部英樹著『近世庄内地主の生成』.....牛山敬二

細川允史著『変貌する青果物卸売市場』.....桂 英一

〈会報〉

会員名簿発行のお知らせ

理事会・総会ニュース

編集委員会だより

B5判・60頁・定価1240円 日本農業経済学会編集・発行/岩波書店発売