

那須正彦著『現代日本の金融構造』

(東洋経済新報社, 昭和62年)

西 村 閑 也*

Masahiko Nasu, *Financial Structure of Contemporary Japan*

(Toyo Keizai Shinpo-sha, 1987)

Shizuya NISHIMURA

I

那須正彦氏の『現代日本の金融構造』は、戦後我国の金融構造の特徴についての通説を吟味し、それが如何なる点まで妥当であり、また妥当でなかったのか、そしてそれらの特徴が現在では如何なる変貌を見せつつあるのかを正確なデータを用いて明らかにしようとするものである。

通説による戦後金融構造の特徴づけは、それが他の先進諸国と比較して次の四つのきわだった特異性を有するというものであった。すなわち(1)間接金融優位、(2)オーバー・ローン、(3)資金偏在、(4)オーバー・ボロウイングである。これらの特徴は我国固有のものであり、我国経済の後進性の金融面における現象であるとしてとらえられたのである。それ故にこのような状況は、日本の経済成長に伴って次第に克服されるべきものであるとして考えられていた。ということは、とりも直さず、先進欧米諸国の金融構造は直接金融の支配の下で銀行と非金融企業が健全経営に徹しているために、オーバー・ローン、オーバー・ボロウイングの如き現象は存在せず、また我国の如く中小企業の広汎な分布と

農漁業の強固な残存の上に中小企業・地方企業・農漁業専門金融機関が存在するというような状況がない(経済の同質性)ので、資金偏在も見られない、ということである。那須氏は、これらの通説的観念が、冷静なファクト・ファインディングの上に成立したものではないことを鋭くついている。

II

那須氏はまず「金融構造」という言葉の厳密な定義から始める。このようなセマンティックスからの出発は、一見すると旧時代のドイツ経済学者の演繹的手法に類似しているように思われるかもしれないが、那須氏の場合は語の定義からの出発は必然的にそうせざるをえなくさせる事情があつたとられた方法であつて、ドイツ流の抽象的な定義によって理論構成をはかるといふような恣意的なものではない。むしろこの術語の正確な定義の部分こそが、本書の最も興味あり、精彩に富んだ部分であるという見方もありうるであろう。この方法を取らざるをえなかった事情とは、たとえば「金融構造」とか「間接金融」とかいっても、論者によって微妙に異なったニュアンスで論じられており、したがってまずこれらの術語の正確な定義づけを行っておかないと、各々の論者の主張が正しく理解できず、議論や論争が本来のポイントから屈折

* 法政大学経営学部教授

Professor in Monetary Economics at the
Department of Business Administration,
Hosei University, Tokyo.

させられてしまうおそれがあるということである。

那須氏は、「金融構造とは実体経済における経済諸部門の貯蓄・投資差額の態様（部門別資金過不足のパターン）を基本的背景に、所与の金融システムを制度的条件とする各部門（経済主体）の資産・負債選択によって決まる資金循環の型である。」（本書2頁）と定義する。そこで、資金循環総額の中での間接金融ルートを通る資金額の比重、すなわち間接金融比率が問題であるとされる。第一に、それは最終的貸手の資産選択行動、すなわち彼らがどの程度まで間接資産＝安全資産を自らのポートフォリオに組みこもうとしているかが、そこに反映されている。それは同時に金融仲介機関の資金循環におけるシェアを規定するものでもある。第二にそれは当該の金融システムの作動特性にも影響を与える。間接金融概念を定立したガーレイ／ショウ（J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Washington D.C., 1960, 桜井欽一郎訳『貨幣と金融』至誠堂、1963）は、金融仲介機関の存在によって資金余剰部門から資金不足部門への資金の流れが円滑化されて経済成長が促進されるとした。この観点からすると間接金融比率の高位は、むしろ先進工業国一般の共通性でなければならないことになり、間接金融優位が我国後進性の表現であるという通説は根底から誤まっていることになる。

Ⅲ

このように金融構造は、まず資金循環構造としてとらえることができるが、これを数量的に把握するための最良の資料は、日本銀行の資金循環勘定応用表である。そして通常用いられているのは同第7表「広義の金融市場からの資金供給」である。しかし、これは最終的借手の立場に立って資金の流れをとらえたものであり、ガーレイ／ショウ理論は最終的貸手の立場に立っての議論であるので、そこに多少の食い違い

がある。最終的借手への資金供給をとる場合でも、金融仲介機関経由の資金供給とそうでないものの区別はつけられ、封鎖経済の下ではそれは最終的貸手の立場に立つ区分と同じことになる。しかし開放経済の下では、国内経済部門の資金運用の一部が外国への貸付になり、これは国内の最終的借手の立場からの区分では把握できないことになる。他方、最終的借手が海外で資金調達をすると、それはこの区分の下では間接金融又は直接金融に付加的に算入されてしまう。

とはいっても応用表第6表「国内経済部門の資金運用」を用いると、国内経済部門の資金調達とのリンクが失われてしまう。そこで限界はあるにしても上記第7表を用い、それに必要な修正を加えて間接金融比率を推定する外はない。しかしそうするにしても三つの問題が残る。第一は外資市場の取扱いである。そこには対外借入と発行された有価証券の非居住者取得分とが含まれるが（ガーレイ／ショウはこの市場の存在を捨象していた）、これは直接、間接金融のいずれにも属さないものとしてとらえ、いわば三分法を用いる外はない。第二は企業間信用である。これは本来はすべての企業をとれば貸借同額になってネット・アウトされるはずであるが、個人部門に個人企業が含まれているので企業部門の授信超になっている。これは直接、間接金融の問題からは外して考えるべきである。第三に、応用表では投資信託を直接金融に入れているが、これは明らかに誤りである。

Ⅳ

以上の前提の下で応用表第7表を用いて（投資信託は間接金融に入れる）間接金融比率を計算すると、昭和40～44年度平均の92.7%から、昭和60年度には89.5%になり、僅かに下がっているだけである。他方、外資市場のウェイトは同2.3%→6.2%と大きく上昇しているので、直接金融のウェイトはほとんど上昇していない。し

かしながら、間接金融の内容には大きな変化が生じている。金融機関経由の資金供給の中で貸出の形をとるものは、同80.8%（全資金供給の74.9%、カッコ内は以下同様）→63.1%（56.5%）と大きく下り、有価証券形態での資金供給は19.2%（17.8%）→36.9%（33.0%）に伸びている。また銀行等の預金取扱民間金融機関による資金供給の全資金供給におけるシェアは63.1%→43.8%と下り、公的金融のシェアが17.6%→28.9%、信託・保険等のシェアは12.1%→16.8%と相当の上昇を示している。

そこで我国では間接金融が依然として主力なのであるが、他の主要先進国でもこれはほぼ同じことである。1977～84年平均をとると、間接金融比率が米国で80%弱、英国、西ドイツ、フランスは70%前後であって、我国の90%弱よりは低いが、間接金融が支配的であることは同じである。そして個人部門が資金余剰部門であることも共通である。つまり「個人あるいは家計部門の資産選択行動が——間接金融選好という点で——かなり普遍的な側面をもつものであることを示唆している・・・」（本書58頁）

我国金融の第二の特徴とされたのはオーバー・ローンであるが、都市銀行の正味準備金比率、預貸率、外部負債比率をとると、昭和60年に至るまでそれは解消されていない。正味準備金比率は一貫してマイナスであり（その絶対値は低下しつつあるが）、預貸率は100%に近い水準で推移し、預貸率は110～120%、外部負債比率は10～18%である。しかし日銀借入金比率は大きく下り、昭和60年には2.2%になった。日銀借入に支えられたオーバー・ローンという状況は解消しつつある。

他方、金融自由化に伴って、CD、MMC、大口定期預金など市場性の自由金利商品への依存度が高まり、資金コストが全体として上昇し、かつその変動が著しくなった反面で貸出利率が低下している。そこで、「かつてのようにある程度損益を度外視しても業容面でのシェアの維持拡大をめざすというやり方は・・・不可能に

なりつつあるといえよう。」（本書68頁）。「そしてその損益重視の経営姿勢が、不可避免的にポジションへの配慮を余儀なくし・・・ポジション意識の醸成をもたらしつつある・・・」（本書68頁）。

さらに金融の自由化と国際化のために、正味準備金の概念自身がはっきりしなくなりつつある。CD、MMC、大口定期などの自由金利の市場性資金と、コール・マネー、売渡手形、借入金などの外部負債の区別は曖昧になりつつある。そこで「特定の資産（貸出・有価証券）と負債（預金）とのバランスを問うのではなしに、すべての資産・負債について期間対応とか金利変動リスク等の管理を考えること・・・」が必要になってきた・・・」（本書69～70頁）。この意味でオーバー・ローンという特徴づけは風化しつつある。

第三の資金偏在については、大きなちがいが生じている。昭和50年にコール市場の取り手として都市銀行は85.0%ものシェアを有していたが、昭和60年にはそれは54.1%に低下した。これは都銀がCD、現先、外貨預金などで資金を調達するようになったからであるが、代って外国銀行、地方銀行、証券会社の取り手としての地位が上昇し、出し手としては信託のシェアが大きく増大した。これは投資信託の好調によるものである。手形市場ではこれほどはっきりした変化は生じていないが、やはり取り手も出し手も多様化している。資金偏在は拡散したといえる。

他先進国との比較では、我国の全国銀行預貸率は100%前後であって、米英の60～80%に比べれば高いが、西ドイツの110～130%、フランスの90～120%に比べるとはるかに低い。「オーバー・ローンをわが国金融構造の重要な特色とするパラダイムは問題があったのではあるまいか。」（本書77頁）。

更に、西ドイツでもフランスでも資金偏在はみられ、西ドイツでは大銀行と地銀・個人銀行の間に偏在があり、フランスでは預金供託金庫

から事業銀行などへの資金の流れが存在する。一般的にいて小売銀行が資金の出し手、卸売銀行が取り手となるという偏在現象が成立するのは当然のことである。

第四の特徴であるオーバー・ボロウイングは、ストック・ベースでは解消していないが、フロー・ベースでは企業の資本市場経由の資金調達、特に社債発行によるその急増によって、大きく改善されている。

V

過去20年間に金融構造に大きな変化が生じているにも拘わらず間接金融比率は横ばいである。このことは、ガーレイ／ショウ理論では金融構造の変化を必ずしも完全にはとらえることができないことを意味している。

それでは金融構造はどのように変化したのであろうか。まず外資市場の全資金調達におけるシェアが大きく上昇している。国内法人企業部門と公共部門の海外からの資金調達の全資金調達に対するシェアは、昭和50年0.6%→昭和60年6.2%と大きく上昇している。

次に、最終的借手の金融機関経由の資金調達の中での証券形態での調達が急増している。それは今や全資金調達の30%を上回っている。その大きな原因は最終的借手である公共部門の発行した大量の国債が金融機関によって消化されるようになってきていることである。これに対し最終的貸手の対金融機関資金運用の中で、証券形態をとっているもの（公庫債、金融債、CDなど）のシェアはやや上昇しつつあるものの構造的といえるような変化は見せていない。「間接金融の内部での市場型化の確実な進展・・・は、もっぱら最終的借手たる国内経済部門の資金調達面についてのみ言えることである。」（本書123頁）

とはいっても金融機関からの借入が、非金融部門の資金調達の中で主体的な地位を占めていることは不変である。そしてこのことは、米、

英、西ドイツ、フランスでも同じである。すなわちローン型の金融システムは日本だけの特徴ではない。特に法人企業部門の資金調達に占める金融機関借入の比重は、米国を除く先進諸国では、どの国でも圧倒的に高い。他方、公共部門の資金調達はどの国でもボンド型が圧倒的である。

最終的貸手の資金運用の主力は、対金融機関相対型（預金）であるが、その内容には大きな変化が生じている。個人金融資産の中での通貨（含要求払預金）のシェアは、昭和40年末18.4%→昭和60年末9.8%と大きく下がっているからである。他方、定期性預金、特に郵便貯金のシェア上昇が著しい。信託、保険の比重も増大している。法人企業部門では通貨のシェアは、上と同じ期間に、33.0%→19.8%と下り、有価証券が20.6%→37.2%と上昇している。このような変化は、同時に金融機関の間でのシェア変動につながっており、全国銀行（銀行勘定）の全金融機関資力に対する比率は、上と同じ期間に48.2%→32.3%と大きく下がっている。特に都銀のシェアは24.9%→15.4%である。対照的に公的金融機関のシェアは15.3%→29.2%と上昇している。

VI

このように国債の大量発行があり、間接金融比率は高水準なのであるから、金融連関比率は上昇すると考えられるのであるが、実際にはそれは昭和46年0.92→昭和59年1.13とわずかな上昇を見せたにとどまる。「それは投資による蓄積をはるかにこえるテンポで実物資本ストックの名目値がふくらんでいることを意味する。それは土地価格の上昇により説明するほかはないであろう。」（本書143頁）というのは、「昭和40年代後半以降の“土地”勘定の“調整”、すなわち再評価額をみると・・・“純固定資産”の“資本取引”、すなわち投資を上回り、往々にして2.5倍にも達している。」（本書143頁）からである。

そこで有形資産から再生産不可能有形資産を差引いた上で、金融連関比率を計算し直し、これをFIR₂と名付けると、それは昭和46年2.36→昭和60年2.62に上昇したのみである。これは法人企業部門の外部資金依存度の低下や、企業間信用の相対的縮少によるのではないかと考えられる。

このように金融連関比率はわずかしこ上昇していないのに、金融資産の対GNP比率は大きく上昇している。すなわち、

$$\frac{\text{金融資産}}{\text{GNP}} = \frac{\text{金融資産}}{\text{再生産可能有形資産}} \times \frac{\text{再生産可能有形資産}}{\text{GNP}} \\ = \text{FIR}_2 \times \text{資本係数}$$

という恒等式が成り立つので、FIR₂の小幅上昇の外に資本係数も上昇していることから、金融資産／GNPの比率の上昇が説明される。

VII

以上の考察から次の結論が導出されている。

間接金融の市場型化を主導しているのは、国債の大量発行であって、民間部門向けの資金運用は依然として相対型が主流である。企業の資金調達でも証券発行による資金の取り入れがふえてはいるが、借入がいまだにその主流であり、証券化の大きな部分は海外起債の増によるものであって、それは我国金融機関による資金配分の枠の外のことである。それ故に企業部門への間接金融ルートでの資金供給は相対型が主流であって、ボンド化を過大評価することはできないのである。とはいえ、国債市場、外債市場での動きは、貸出市場に影響を与えざるをえないのであるから、この点でボンド化は軽視することもできない動きである。

しかしボンド型化の進行には限界がある。第一に国債発行が頭打ちである。第二にボンド形式による資金調達が可能なのは上場大企業のみであって、中小企業にはそれは不可能である。全国銀行、政府金融機関、中小企業、金融機関を含めた間接金融全体の中での大企業向のシェ

アは20%以下であるから、ボンド化が進んでもそれはこの枠の中でのことである。第三に個人部門は本質的にリスク回避者なので、直接金融に大きく傾斜して行くことはありそうにもない。第四に、銀行としてもローンの方が顧客との濃密な関係を維持しうると、ローンの金利の方がボンドの利回りより高いのが普通である。またボンド保有にはキャピタル・ロスのリスクが存在する。第五に、企業側でも、短期運転資金は銀行借入に依存せざるをえないし、景気変動や産業構造の予測しえない変化が生じうることを考えると、銀行との関係をたち切るわけにはゆかないであろう。

VIII

那須氏は、金融構造という言葉についての厳密かつ適切な定義を与え、それが最終的貸手の資産選択、最終的借手の負債選択によって決定されることを明らかにした。すなわち本質的には資金循環構造＝金融構造であるとした上で、資金循環が金融仲介機関を経由するかどうかの問題、すなわち直接・間接金融比率によって金融構造を量的に示すことができるとした。しかしこの比率は、我国ではきわめて安定しており、国際的にも格差は意外に小さい。つまり間接金融比率の高位は先進国一般に共通する事柄であって、これだけによって金融構造の時系列的変化や国際的差異をとらえることはできないことが、那須氏によって明らかにされた。つまり、そこにガーレイ／ショウ理論の限界があるわけである。

しかし我国で間接金融比率は高位で安定している中で、最終的借手の資金調達における証券化の進行が見られることも明らかにされている。とはいえ、これは国債の大量発行に主導された証券化である。企業の資金調達における証券化も多少の進展は示しているが、それはせまい限界の中においてであることが証明された。企業の外部資金調達において主力の座を占めているのは、依然として金融機関借入であるが、これ

は米国その他の先進諸国においても同様であることが指摘されている。こうして間接金融優位、オーバー・ローン、資金偏在は必ずしも我国だけの特徴とはいえないという視点を出しているのが、那須氏の今一つの貢献である。これに関連して、蠟山昌一、池尾和人、日向野幹也などの金融構造に関する諸説が紹介され、それらの意義と限界が明らかにされている。

上記のすべての論点を統計的に実証しようとする努力が払われ、総体としての我国の金融構造の推転が明快に分析されている。那須氏の研究は客観的でバランスがとれており、手堅い論理に支えられた結論はきわめて説得的である。しかしながら、いくつかの問題がないわけではない。

第一に、金融構造の推転が我国金融したがって我国経済のパフォーマンスにどのように影響したのかが、必ずしも明確にされていない。金融政策のあり方に対する金融構造の変化の影響も十分には論じられていない。この点は、那須氏の将来の課題でなければならない。

第二に、制度的与件や通貨当局の規制が金融構造をどのように規定していたのかが、必ずしも体系的には追究されていない。もちろん、個々の点についての論及は存在するが、体系的分析としては不十分であるように思われる。たとえば資金偏在について、それが存在すればこそ、インターバンク市場が成立するのであると言われる（本書85頁）。しかしながら資金偏在の存在はインター・バンク市場の成立の必要・十分条件ではない。資金偏在が存在していても、資金不足金融機関が金融債を発行して、資金余剰金融機関から資金を取り入れることが可能である。逆に資金偏在が存在していなくても、一時的な現金準備過不足を調整する市場としてのインター・バンク市場が必要となるのは通説のいうとおりである。我国で資金偏在が問題とされたのは、コール市場が事実上中長期資金の取入れの場とされていたからであるが、そうなったのは銀行合同や店舗設置についての公的規制に

よって全国的支店網を有する巨大銀行の成立が阻止されていたことと、普通銀行の金融債発行が禁止されていたことによるものではないだろうか。そしてこの種の規制が、我国の金融システムの効率的な作動を妨害したのか、促進したのかこそが問題とされなければならないであろう。

第三に、那須氏の国際的比較は必ずしも細心の注意を払って行なわれているとはいいがたい。預貸率、預貸証率、借入金比率などは、国によって統計の対象となる金融機関のカバレッジがことなり、業態の差も大きいので慎重に比較しないと誤った結論に導かれるおそれがある。我国でオーバー・ローンが問題とされたのは都市銀行についてのことであったから、外国についても主要大銀行のみをとって比較すべきであった。そしてその際に、外国大銀行の計数にユーロ業務などの数字が混入していないかどうか十分に注意する必要がある。また西ドイツの一部銀行は債券を発行しているのであるから、預貸率ではなく、貸出／（預金＋債券発行残高）の比率をとるべきであった。那須氏の用いた日銀調査統計局『外国経済統計年報』によると1985年の西ドイツ市中金融機関（ここには商業銀行の外に、貯蓄銀行、振替銀行、信用組合、農業信用組合など信用制度法の規定する金融機関が含まれている）の預貸率は126.3%であるが、上の貸出／（預金＋債券発行残高）の比率をとると89.6%にすぎない。とはいえ、このように広い範囲の金融機関についてのこの比率が90%弱であるという事実は、西ドイツの銀行もオーバー・ローンの傾向を有しているということであり、その点で那須氏の行論が誤っているわけではない。

以上の難点に拘わらず那須氏のこの著作が、日本金融についての特殊性を強調する通説を吟味し直し、それを相対化した上で客観的・数量的な分析を行っている点で我国の学界に大きな貢献をしたものであることは、疑いの余地のない事実である。那須氏の今後の研究の進展を心から待望するものである。