# 農協の金融資産選択

## ——コール・ローンを中心として——

市岡幸三

一 はしがき
二 金融資産の構成
三 コール市場の特徴と農協
(1) データの吟味
(2) 単純な図解
(3) タイム・ラグの構造
四 コール貸残高決定の構造と諸要因
五 むすび

### 一 はしがき

この論文は、農協の金融資産選択のうち、とくにコール・ローンについて、実証的分析を試みようとするものである。金融機関における金融資産選択の理論的骨子は、利潤極大（＝利鞘極大）化理論そのものと考えてよかろう。つまり、金融機関の保有する金融資産には、貸出、有価証券、コール・ローン、預け金および現金、外国為替等があるが、それらの保有額ないしシェアーは、それらから得られる利鞘が極大となるような点で決定されるとみてよい。

ここでは、農協（資料の制約によって分析対象は四六信農連の合計値のみとなった）も右のごときビヘービアをとるもの

との見透しに立って、とくにコール貸保有について実証しようとするものである。そして、この問題を特にここで取り上げた意図は次のごとき点にある。第一点は、首尾一貫した農業金融論を構築せんがためには、金融機関をも論理体系の中に組みこむことが必要であり、そのためには農業金融機関たる農協のビヘービアを認識することが必要なことである。筆者は、かねてから、そのことの必要性を主張してきた。[1] それゆえに、この小論も、いわば右のテーマに対する実証的な第一次接近といってよい。農協が商業銀行と同じような金融資産選択のビヘービアをとる、という考え方については、おそらく幾多の反対意見が出るであろう。そして、その論拠は、農協は農業政策の一環として設立をみたものであって、商業銀行とは本質的に異なるから、という点にあるのではないかと思う。確かに、制度的にみればそのようにいえるし、農協の資金的規模も経済的自由度も、また法的保護も商業銀行の場合とは違っていよう。しかし、そうした特殊性があるにしてもここ一〇年来の農協のように、資金が豊富となるにつれて、その金融諸活動が中小金融機関のそれと大差ない側面も顕著となりつつあること[2]は否定できない。また、これとは別に、農協は各段階で独立採算制を採るしくみとなっている。自由な経済社会で独立採算制を採ることの意味は、自力で経営を維持ないし発展することを強いられていることに等しく、この面からも農協の利鞘極大化行動は不可避となってこよう。たとえ農協が獲得した利鞘の使途が、銀行や企業と多少違っていたとしても、利鞘を獲得する過程では、銀行や企業と同じ経済合理主義という基盤に立脚することが必要と考えられるからである。そして、こうした見解の妥当性いかんについては、以下の分析が証明するはずである。

第二点としては、農業部門では農業資金のスレ違い現象がみられ、農協もその一翼を担っていることについては、すでに多くの研究者によって指摘されてきた。しかし、それがいかなるプロセスを経ているかについては、若干の

ケース（たとえば関連産業融資）を除いては、これまでほとんど分析されたことがなかったのである。周知のように、金融市場の代表としては貸付市場、コール市場、有価証券市場等がある。農協におけるコール・ローンの問題も、まさに農業資金流出の一つの側面を意味するとともに、右の金融市場（とくにコール市場）の問題にほかならないのである。小論の第二の意図は、農協の金融資産選択のビヘービアを、農業以外の金融市場との関連の下で考察する、という点にもあったわけである。

第三点としては、同時決定を意味する農協の金融資産選択モデルの設定が必要だとしても、それには、まず個々の金融資産選択の実態認識から始めねばならない。本稿執筆の狙いの一つは、この点にもある、といってよい。なお分析の期間は、主として昭和三五～四二年の間とした。

注(1)　拙稿「農業金融試論(一)」『本誌』第二一巻第四号、昭和四二年一〇月。

(2)　この点については、農林中央金庫調査部『農協の農外融資』（昭和四三年七月）が実情の一端を紹介している。

## 二　金融資産の構成

農協の金融資産選択の軌跡は、その資産勘定書に集中的にみられる。そこでまず、農協各段階の主要な金融資産の実情を概観し、課題接近へのいとぐちとしよう。

第一表は、単協・信農連・中金における昭和四二年一〇～一二月の平均月別残高でみた主要金融資産の構成を表わす。なお、ここでは、貸付金の中から転貸部分を除いてある。この表をみると、まず単協では約三・七兆円の金融資産のうち、約五一%が信農連への預け金となる。シェアーが二番目に大きい貸出金は約四三%となり、有価証

第1表　主要金融資産構成　（単位：%）

| | 単　協 | 信農連 | 農林中金 | 都市銀行 | 地方銀行 | 相互銀行 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 現　金 | 0.6 | 0.3 | 1.7 | 9.3 | 7.2 | 7.6 |
| 預け金 | 52.9 | 46.4 | 0.4 | 1.1 | 1.5 | 4.5 |
| うち系統外 | 1.8 | 2.2 | 0.4 | − | − | − |
| 有価証券 | 3.3 | 21.6 | 23.3 | 14.6 | 14.5 | 8.4 |
| 貸　出 | 43.2 | 31.7 | 74.6 | 69.0 | 73.5 | 79.5 |
| うちコール | ? | 9.1 | 11.4 | − | 3.1 | 2.7 |
| うち農外 | ? | 13.2 | 37.1 | − | − | − |
| 外国為替 | − | − | − | 6.0 | 0.2 | − |
| 計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 金融資産総額（億円） | 36,622 | 23,157 | 17,497 | 194.989 | 101,296 | 44,638 |

注 1. 資料出所，農林中金『農林金融』巻末統計，同『農林金融統計』，日銀統計局『経済統計年報』.
2. 各計数は昭和42年10～12月の平均月末残高.
3. 貸出残高÷預金残高＝預貸率とした農協各段階のそれは次の通り.
単協45.5%，信農連34.3%，農林中金106.2%.
4. 貸出うち農外は，農林中金分は非所属団体貸出残高でコールを含まず，信農連分は41年同期における准会員・員外貸出残高をもととする推計，コールを含まず.
5. 信農連，相互銀行のコールには金融機関貸付金を含み，農中・地銀のコールにはそれを含まず.
6. 金融資産には転貸を含まず.

券・系統外預け金・現金等は微々たる存在でしかない。なお預金残高を分母とする預貸率は約四六%となる（第一表注3）。

次に信農連では、預け金と貸出のシェアーが単協よりも小さくなる反面、有価証券のシェアーが約二二%にものぼる。これが農林中金になると、約七五%の貸出、約二三%の有価証券が、金融資産の大部分を占めるようになる。

第一表をさらに立ち入ってみると、そこには幾つかの特徴をうかがうことができる。その第一は、農協資金の農外流出を意味する各種金融資産のシェアーが、農協系統組織の上部へゆくほど大きくなる、という点である。なお、ここでいう農外流出は、金融資産保有にともなう資金が、明らかに農業以外で役立てられて

いると思われる部分を指している。さて、資金の農外流出を意味する有価証券保有をみると、すでに指摘したように単協では総金融資産のシェアーが僅かに三・三%でしかなかったものが信農連や農林中金では二〇%以上となる。これは都市銀行や地方銀行におけるそれが一五%弱、相互銀行が約八%であること（第一表）と比べて、一つの特徴をなす。

またコール・ローンにおいても、信農連で九%台であったものが、農林中金では一一%台となる。単協でのそれはみることができないが、事実においてはコールと類似した資金運用（たとえば金融機関貸付）が、都市近郊農協においてみられることは珍しくない。

次にいわゆる農外貸出においても、単協の実績は、少なくとも統計上ではみることができない。しかし事実においても皆無かというと決してそうではなく、かなり広くそれがおこなわれているといわねばならない。(3) 信農連の農外貸出は、准会員および員外貸出からコール貸を除いたものを農外貸出としてとらえてみたが、そのシェアーは一三%以上となった。これが農林中金になると、そのシェアーはいよいよ増大し三七・一%となる。農林中金の数値は、統計に基づいて非所属団体への貸出残高から、コール貸残高を除いた分である。この非所属団体は、いわゆる関連産業と呼ばれる企業と、系統外金融機関となっている。参考までに非所属団体貸出残高中の系統外金融機関貸出残高のシェアーを、三九年から四一年度末についてみると、それぞれ二八・八%、三一・五%、一五・五%となり、年によって激しい変動をみせている。この系統外金融機関貸付は、コール・ローンを問題とするかぎり無視できない項目であるが、これについては後でふれたい。

次には、農協系統の金融資産を一括して、そこにおけるコール・ローンや有価証券のシェアーを概観しておきた

い。いうまでもなく農協上部組織の金融資産は、単協からの預け金（信農連のばあい）あるいは再預金（農林中金のばあい）といった負債が主たる原資となっている。それゆえに農協系統の金融資産を一括するには、右の預け金、再預金といった重複計算を除去する必要がある。そこで、それを試みた結果は第二表のように、農協全組織の金融資産は約四・八兆円となった。この金額は単協金融資産約三・七兆円よりも、およそ一・一兆円ほど多い勘定となる。これは、上部組織には独自の負債（たとえば借入金、農林債券発行、単協以外の取引諸団体からの預金等）が存在するからである。

さて、農協組織全体からみた有価証券のシェアーは二一％余となって、第1表でみた都銀・地銀・相銀のどれよりも大きい。また、コール貸残高についても八・五％となって、右の三金融機関を大きく引き離していることは注目に値しよう。参考までに農協全組織における農外流出資金は、総金融資産の約四八％にあたり、そのうちの約三〇％が有価証券とコール貸ということとなる。この農外流出の計算では、単協の金融機関貸付や農外貸出は含まれておらず、それでもなおかつ第二表のようになることに注目

第2表　農協の農外流出資金

（単位：％）

| | | 各資産額／金融資産総額 |
|---|---|---|
| 農外流出 | 系統外預金 | 2.6 |
| | 有価証券 | 21.3 |
| | コール貸 | 8.5 |
| | その他の農外貸 | 15.4 |
| | 小計 | 47.8 |
| 組合員貸出 | | 52.2 |
| 計 | | 100 |
| 金融資産総額（億円） | | 48,312 |

注 1. 資料出所第1表と同じ.
2. その他の農外貸は第1表の信農連・中金の数字をとった.
3. 金融資産総額は，上部段階での重複計算を除去して導いた.
4. 数値のすべては農協各段階のそれを合したものから導いた.
5. 昭和42年10～12月の3カ月平均月末残高につき.
6. 組合員貸出は一応，農業貸出とみなしたが，実質的にはかなりの農外貸出が含まれている.

しよう。

農協のコール貸は、金融資産からみて、決して無視できるほどに小さい額ではないし、他の中・小金融機関と比べても、そのシェアーは大きい方に属することを知った。農協の金融資産選択において関係の深いコール貸市場の実態と、そこにおける農協の地位はどうか。次節では、この点を取り上げてみたい。

注(3)　農林中央金庫『前掲書』。

## 三　コール市場の特徴と農協

日本の金融市場は独特な構造をもっており、これについては、すでに多くの人々によって指摘(4)されてきた。コール市場の性格は、金融市場の独特な構造そのものの一部であると同時に、貸付市場とも深い関係にあることはいうまでもない。

コール市場の特徴については、すでに別の機会に指摘したところであるが(5)、その要点は次のようなことである。

第一点はコールの出手と取手が、半ば恒久的に固定化傾向をもっていることである。出手についてみると、その主要な担い手は信託銀行（各種銀行の信託勘定も含む）・地方銀行・相互銀行・信用金庫・信用組合・農林中金・信農連などとなっている（第三表）。その他、保険会社・長期信用銀行なども、徐々に出手として目立った存在となりつつあり、それ自体としては興味ある問題を提起している。さらに、同じ出手間でも、地位の交代傾向（信託・地銀・相銀・信金・信組等のシェアーの低下と農協系統・保険会社・長銀等のシェアーの上昇）がみられるが、これについても立ち入った考察は割愛したい。ともあれ地銀、中・小金融機関および地方の金融機関が出手として固定化傾向を示して

第3表　コールの出手・取手別構成

（単位：%）

| 年次 | 出手 | | | | | | | 計 | | 取手 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 長銀 | 全国銀行信託勘定 | 地銀 | 相銀，信金 | 中金連 | 保険会社 | その他 | 割合 | 金額（億円） | 都銀 | 証券会社 | 長銀 | その他 |
| 昭37 | 2.5 | 30.9 | 16.1 | 20.9 | 12.7 | 4.2 | 12.7 | 100 | 5,561 | 49.7 | 24.8 | 6.2 | 19.3 |
| 38 | 2.3 | 25.1 | 15.3 | 20.6 | 22.0 | 3.5 | 11.2 | 100 | 7,752 | 64.1 | 16.8 | 2.5 | 16.6 |
| 39 | 2.2 | 22.2 | 11.7 | 20.1 | 28.7 | 4.7 | 10.4 | 100 | 10,854 | 73.8 | 13.5 | 1.0 | 11.7 |
| 40 | 4.1 | 22.2 | 13.6 | 19.9 | 28.2 | 4.3 | 7.7 | 100 | 13,336 | 86.1 | 5.7 | 0.3 | 7.9 |
| 41 | 8.0 | 25.1 | 13.6 | 17.6 | 19.3 | 8.0 | 8.4 | 100 | 10,445 | 82.9 | 4.1 | 0 | 13.0 |
| 42 | 8.1 | 25.7 | 13.9 | 13.9 | 22.3 | 9.0 | 7.1 | 100 | 11,123 | 84.0 | 2.9 | 0 | 13.1 |

注 1. 日銀統計局『経済統計年報』「コール市場資金」の項により作成.
2. 各年次の数値は月別平均残高につき.



いることに間違いはない。そして農林中金・信農連は、固定化傾向にある出手金融機関の一つとして、年によっては三〇%に近いシェアーを示すほど、コール市場では重要な役割を演じているのである。

出手の固定化傾向に対して、取手のそれはいっそう顕著である。とくに、昭和四〇年以降の傾向は、都市銀行が独占的に取手に回っているといっても過言ではない。かつて、株式市況が繁栄をみた頃には、証券会社は都銀とともに取手の中心であったのが、今日では昔日の面影をみることはできない。このように、コールにおける出手・取手の固定化傾向を通じて、われわれは国民経済における産業資金の一つの流路を判然と読みとることができる。地方ないし中・小企業（農業も含む）に基盤をもつ地銀ないし中・小金融機関によるコール・ローンは、大企業に癒着する少数（せいぜい一〇銀行前後）の都市銀行によって一手に掌握され、やがては大企業へ流入していくというのがそれである。本来的にあるべきコール市場の一つの姿は、不特定多数の金融機関相互間の資金過不足を、超短期の資金貸借によってバランス化を計る[6]、という点にあるとされている。その意味で、コール資金はバランシング・ファクターとさえいわれるほどである。しかし、日本のコ

第4表　コール出手条件別残高構成　（単位：%）

| 年次 | 月越物 | 月中期日物 | 翌日物無条件物 | 計 | 金額（億円） |
|---|---|---|---|---|---|
| 昭和 35年 | 9.5 | 10.0 | 80.5 | 100 | 2,572 |
| 36 | 14.4 | 12.1 | 73.5 | 100 | 3,335 |
| 37 | 18.4 | 14.1 | 67.5 | 100 | 4,031 |
| 38 | 23.6 | 20.8 | 55.6 | 100 | 5,151 |
| 39 | 29.6 | 23.6 | 46.8 | 100 | 7,559 |
| 40 | 26.2 | 18.1 | 55.7 | 100 | 9,237 |
| 41 | 35.0 | 30.6 | 34.4 | 100 | 7,868 |
| 42 | 36.7 | 36.5 | 26.8 | 100 | 8,365 |

注 1. 資料出所第3表と同じ.
2. 東京市場の年間月別平均残高につき.

ール市場には、そうしたメカニズムはみられず、出手・取手の固定化傾向こそが一般的な姿でさえあるのである。

特徴の第二点としては、本来、超短期であるべきコール貸の長期化傾向があげられる。参考までに、コールのうちでも比較的短期のものとして翌日物・無条件物等と、比較的長期なものとしての月越物・月中期日物等の、年平均月別残高を用いてシェアーを出してみると、第四表のようになる。昭和三五年には、短期物のシェアーは八〇・五%であったのに、四二年には二六・八%と激減してしまうのである。そして、これとは逆に月越物・月中期日物等のシェアーは、着実に増大化傾向を示すようになってくる。しかし、話しはこれに止どまらないところに、コール貸長期化傾向の真の問題がある。それはこうである。

昭和三〇年を過ぎる頃から、コール市場では、融資期間一カ月以上の、いわゆる「しばり物」のコール貸が増え始めた。全国銀行協会では、こうした長期のコールをコールとして扱わないで、金融機関貸付金として処理するよう申し合わせ、大蔵省もこれを追認する（昭和三四年七月）という出来事があった。第四表に示した計数は、いわば「しばり物」を除いたところの一カ月以内のコール貸についてのそれであるわけであるが、

第5表 各種金利（年率）

（単位：%）

| 公定歩合改訂年月 | 公定歩合 商業手形割引率 | 公定歩合 公債担保貸付利率 | コールレート | 全国銀行貸付利率 | 有価証券利回り | 定期預金金利 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 昭和35年 8月 | 6.94 | 7.30 | 8.40 | 8.22 | 7.25 | 6.00 |
| 36 1 | 6.57 | 6.94 | 8.03 | 8.09 | 7.25 | 6.00 |
| 7 | 6.94 | 7.30 | 8.40 | 7.96 | 6.98 | 5.50 |
| 9 | 7.30 | 7.67 | 8.58 | 8.06 | 6.97 | 5.50 |
| 37 10 | 6.94 | 7.30 | 8.22 | 8.26 | 6.97 | 5.50 |
| 11 | 6.57 | 6.94 | 10.41 | 8.21 | 6.97 | 5.50 |
| 38 3 | 6.21 | 6.57 | 7.30 | 8.04 | 6.97 | 5.50 |
| 4 | 5.84 | 6.21 | 6.94 | 7.93 | 6.97 | 5.50 |
| 39 3 | 6.57 | 6.94 | 9.13 | 7.82 | 6.97 | 5.50 |
| 40 1 | 6.21 | 6.57 | 8.40 | 8.04 | 6.97 | 5.50 |
| 4 | 5.84 | 6.21 | 6.94 | 7.99 | 6.97 | 5.50 |
| 6 | 5.48 | 5.84 | 6.57 | 7.92 | 6.97 | 5.50 |
| 42 9 | 5.84 | 6.21 | 6.94 | 7.45 | 6.98 | 5.50 |

注 1. 日銀『経済統計年報』による．公定歩合以外のレートは公定歩合改訂翌月のもの．
2. コール・レートは東京市場における無条件物中心レート．
3. 全国銀行貸付利率は，利率別貸付残高を用いた加重平均利率．
4. 有価証券利回りは公社債，金融債，事業債の平均レート．
5. 定期預金金利は1年ものの金利．

その範囲でもなおかつ長期化傾向のみられるところに日本コール市場の特徴があるものといえよう。

さきにもふれたように、コール市場は短期金融市場の代表といわれている。右の簡単な説明でわかるように、日本のコール市場は、その短期的性格を半ば失いつつあるものといってよいであろう。

第三の特徴は、日本のコール・レートは在るべき姿からいって概して高かったばかりでなく、そのことが日本の金融市場における利子体系の特徴を造り出すのに貢献している、という点である。コール資金は短期資金であるゆえに、長期資金よりもそのレートが低いのが理論的(7)には正しい。しかし、日本の現実は第五表が示すように、長期貸出金のレートを意

味する有価証券利回りや、全国銀行貸出金利よりも、ほとんどの場合において高かったのである。ただし、概して不況期だけは、長期金利に接近ないしはそれ以下となる場合もある。正常な金利体系は、利率の高い順からみて、公定歩合、長期金利、コール・レートとなるべきであるのに、日本では全くその逆となっている。この点についても、「金利体系の歪み」としてすでに多くの人々によって指摘されてきたところである。(8)

このように、日本の金融市場の金利体系は歪みがあるとともに、その歪んだ体系の中へコール・レートも、有価証券利回りも位置づけられているのである。しかも、コール・レートは激しく伸縮的に、他方の有価証券利回りは預金金利とともにきわめて硬直的に、である。

また、日本の金利体系は右のような意味での歪みをもっているだけでなく、各種金利の変化の相互関係も、きわめて薄弱である。参考までに各種金利の相関係数を計ってみたが、有意な関係がみられるのは公定歩合とコール・レートだけで相関係数は辛うじて $R=0.65$ という状態である。金利体系の説明については幾多の分析に俟つほかないが、現状でも次のようなことが考えられる。それは、金利の多くは制度的に決められているが、いわゆるプライスメカニズムが充分に機能していないようになされていることである。公定歩合・預金金利などは明らかに制度的決定によるものである。有価証券利回り（株式を除く）も、大きい程度に制度的決定に依存している。さらに、ここで引用したコール・レートでさえ、実は全銀協の申し合わせレートであって、実効レートではなかったのである。さきに、公定歩合とコール・レートとの相関が強いといった。しかし、コール・レートは右のような申し合わせレートであってみれば、公定歩合と相関するのは当然といってよかろう。人為的決定力の強弱はあっても、二つの金利は同一の金融市場の状況と対応して決定されるであろうからである。さらに、全国銀行貸付利率だけは完全

競争下で、全く自由に決定されたものとかいえば、かなりの疑問が残る。この点については、充分な検討が必要だとしても、いわゆる銀行の系列下ないし大企業との癒着状態の下で決定される利子率は、完全競争下でのそれと全く同一とは考えられないからである。いずれにせよ、人為的に決められる利子率の多くが、相互に関係し合っていないところに、利子率の体系として致命的な欠陥があるように思われてならない。

さて、以上ではコール市場における幾つかの主要な特徴をみてきた。しかし、なぜこうした構造的特徴が生ずるかについては言及しなかったので、簡単な説明を加えておこう。この点について結論を先にいえば、わが国の産業発展の在り方と、それと表裏の関係にある金融の在り方によって導かれた構造的特徴といえよう。

つまり、戦後の焼土からスタートした日本の諸産業は、その発展のために低利の産業資金を必要とした。ここにいわゆる低金利政策が必要であったし、その低利は公定歩合（日銀の貸出利率）に象徴的にみられるところである。そして発展への軌道に乗りはじめた日本経済は、その持てる能力と数次にわたる国際経済上での僥倖とに支えられながら、今日に至ったわけである。しかし、その過程では次のような経済構造が形成されてきたことは看過できない。その一つは人口重圧によって経済構造が二重構造とならざるを得なかったし、それはまた金融の二重構造をも生み出したことである。大企業は大銀行たる都市銀行を、中・小企業は中・小金融機関を基盤としつつ今日の発展をみたのがそれである。そして、金融の二重構造は単に金融機関のそれだけではなく、後でふれるように金融の質的側面についても二重構造を示すこととなったのである。その二は、経済の拡大再生産は戦後から今日まで続き、それには強い資金需要が永続的に存在していた。半恒久的に存在するオーバー・ローンの実情が、そのことをよく示している。企業の社内留保の増加傾向と、それによる借入資金依存度の低下が起こりつつある今日においてすら、

そうした状態は解消していないのである。

以上は、コール市場と直接的・間接的に関連をもつところの、企業あるいは金融の構造といってもよい。そして、既述のコール市場の特徴も、実は右の経済および金融構造の一側面を示すものにほかならない。たとえば、高いコール・レートの存在およびコール貸の長期化傾向は、強い資金需要の反映にほかならない。つまり、相対的な資金不足は、コール市場の本来的な性格（短期資金市場）を、産業資金市場へ変質させると同時に、そこで成立する利子は、不足下の限界市場価格として概して高かったものと考えられる。また、高いコール・レートは、概して資金コストの高い中・小金融機関にとって、好適な資金運用の場となり、これが出手の固定化傾向を生むに至る、等々がそれである。さらに看過できないことは、高いコール・レート目当ての中・小金融機関の行動は次のごとき問題に連なっていることである。それは、高いコール・レートに引張られる中・小金融機関では、よほどの不況期を除けば、概して資金不足状態を招き、これは中・小企業への貸付利子をも高める方向に作用する、ということである。そして、このことは、金融の二重構造の質的側面を示すものにほかならない。もちろん、中・小企業への貸付け金利が高いことについては、右のほかに貸手にとってのリスクの大、高いコール・レートへの慣習等の要因も無視できないであろう。

(3)

このように、コール市場の特徴は、金融市場構造の一側面を示すと同時に、金融の二重構造の再生産をも内容とするものであったのである。そして農協は、コール貸という金融資産選択活動を通じて、そうした特徴をもつた金融市場に固く編みこまれている、ということができよう。

注(4)　金融論の専門家は、大なり小なりこの問題に言及している。中でも計量経済学の手法によって金融市場の特徴を実証さ

れた鈴木淑夫氏の『金融政策の効果』（昭和四一年一月）は出色である。また川口弘氏の『金融論』（昭和四一年八月）も大いに参考となる。そしてここで明らかにされた金融市場の特徴は、金融の二重構造、金利体系の歪みと金利メカニズムの欠如、半恒久的なオーバー・ローンの存在、有価証券市場の未発達、等々に求められている。

（5）拙稿「コール市場と中・小金融機関」伊藤俊夫教授還暦記念論文集『金融と経済の諸問題』所収論文（未刊）。

（6）たとえば天利長三「長期金融市場と短期金融市場」『金融学会報告』X一二七頁（昭和三四年九月）。

（7）W. T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962. 小泉明監修、山田良治・花輪俊哉共訳『貨幣の理論』第九章（昭和三九年三月）。

（8）たとえば鈴木淑夫『前掲書』第一二章。拙著『農家をめぐる資金循環』第二章、研究叢書第七四号（昭和三九年三月）。

（9）資料は若干古いが、山下邦男「銀行費出に関する諸問題」『金融ジャーナル』（昭和三九年四月）によれば、銀行の大企業と中・小企業への貸出実質金利は実証期間（昭和三三～三七年）を通じて、後者の方が年二%程度高くなっている。なおこの種のデータは、学界においてきわめて貴重な存在となっている。

## 四　コール貸残高決定の構造と諸要因

農協の金融資産選択にとって、重要な意味をもつコール市場は上述のような性格をもっていた。この節では、農協のコール・ローンが、果たしてどのような構造の下で決定されるか、そこでの諸要因は何であるのか、等々について分析を進めたい。

まずコール・ローンは短期金融であるから、課題に接近せんがためには、日々のフローによるコール貸額、および日々のコール条件別レートの検討から始めるのが順当であろう。しかし、それらに関する公表された資料は皆無なので、コール・ローンは日本銀行統計局『経済統計年報』、農林中金『農林金融』巻末統計等で公表されたコール貸月末残高を用いることとした。また、コール・レートは右の日銀統計所載のものを利用することとしたい。

ところが、コール関係の計数は、たとえ公表されたものであっても、いきなり分析に利用できるものは少ないのが実情である。そこで分析に先立って、資料の吟味をおこなっておこう。

### (1) データの吟味

#### (イ) 残　高

まず、コール・ローンの考察を完全におこなうには、いわゆる「しばり物」にみられるように、貸付期間一カ月以上のものまで含めた資料が必要となってくる。つまり既述のような、コールの分身たる「金融機関貸付金」と、コール・ローンとを一括した考察が必要となってくる。しかし、農協関係の公表計数の中から、右の両者を完全にとらえることは不可能なのが実態である。単協については、すでにふれたように、両者とも公表数字は皆無である。信農連については、月刊誌『農林金融』の巻末統計をみると、コール・ローンなる項目の下に両者が一括して示してある。また農林中金『農林金融統計』においても、事情は右と全く同じである。さらに、日銀『経済統計年報』をみると、「コール市場資金」の項では、信農連の両者の合計と、中金の金融機関貸付金を除くコール・ローンが一括された上で「コール」として公表されている。また日銀統計の「信農連主要勘定」の項では、両者の合計額が「金融機関貸付金」として公表されている。このように、信農連のコール・ローンについては、両者の合計額が、その公表される統計書ないし項目によって、コールあるいは金融機関貸付金といった具合いに、違った名称を付せられているのである。そして、不便にも両者を分離することは、絶対に不可能なのである。

これに対して、農林中金の方はどうか。まず金融機関貸付金は、年報『農林金融の実情』で、年度末残高が公表

第6表　信農連金融資産におけるコールのシェアー　(単位：%)

| | コール | その他の貸出 | 有価証券 | 預け金 | その他 | 計 | 金額(億円) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 昭和 37年 | 9.8 | 30.0 | 17.8 | 41.3 | 1.1 | 100 | 6,462 |
| 38 | 11.8 | 28.3 | 16.6 | 42.3 | 1.0 | 100 | 8,343 |
| 39 | 17.9 | 28.7 | 12.1 | 40.5 | 0.8 | 100 | 10,928 |
| 40 | 11.4 | 24.5 | 12.3 | 51.2 | 0.6 | 100 | 14,720 |
| 41 | 5.8 | 24.3 | 17.8 | 51.7 | 0.4 | 100 | 17,154 |
| 42 | 6.0 | 25.7 | 22.2 | 45.8 | 0.3 | 100 | 20,163 |

注 1. 原資料出所第1表と同じ.
2. 数値は月別平均残高によって算出.
3. 昭和37年分は6月以降の計数につき.
4. 金融資産には受託貸，転貸部分を含まず.
5. コールは金融機関貸付金とコール・ローンの合計.



されるだけである。そして、ほかの月の残高は「非所属団体貸出金」として、関連産業貸出金などと共に一括して公表されている。せめて月末残高の時系列データーを得たいと思っても、その手がかりは全く閉ざされている。他方、いま一つの分身たるコール・ローンについては、日銀統計からも『農林金融』巻末統計からも、容易に入手することができる。

右の事情によって、分析に堪え得るコール貸残高のデータは、信農連分のみということとなる。しかも限られた分析（たとえば金融機関貸付金とコール貸との対応関係の考察は不可能）だけにしか利用できないのである。参考までにいうと、コール・ローンと金融機関貸付金の両者が日銀統計上で公表されている金融機関は、僅かに相互銀行と全国信用金庫連合会のみである。

右の事情によって、コール・ローンの分析は、辛うじて信農連についてだけしか試みることができない。いま信農連におけるコール貸残高の、主要金融資産におけるシェアーの動きをみると第六表のようになる。昭和三七～四二年の間にシェアーは約一八%から約六%の間で変動してきたわけである。なお第六表の金額はデフレート

していないが、以下の分析では、日銀の東京卸売物価指数でデフレートしたものを用いる。

(ロ) レート

既述のように、コール・レートの資料としては日銀『経済統計年報』所載のものがある。これは主として全銀協の申し合わせレートで、実効レートではない。しかも、これは次の事情によって、分析対象期間(昭和三五～四二年)を通して利用できそうもない。それは、三七年九月までは、コール条件別レートの公表がなく、単一レートしか得られないからである。

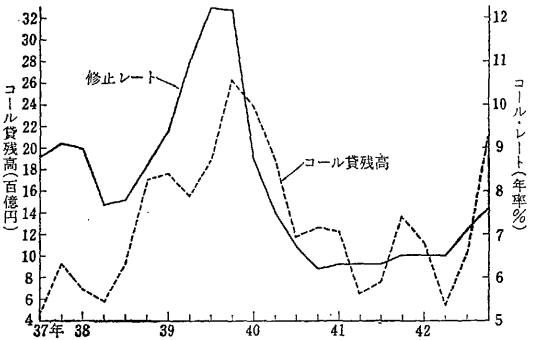
ところが三七年一〇月からは、翌日物・無条件物・月越無条件物等の、個別レートが公表されるようになり、資料も一段と精緻となる。しかし、これはあくまで全銀協の申し合わせレートであって、実効レートではない。そこで次には、公表された申し合わせレートが、どの程度に実勢を反映しているかを吟味する必要が生じてくる。

これについては、幸いにも三九年一一月までの一地方銀行における月別実効コール・レートのデータ[10]を入手することができたので、これを用いて申し合わせレートを吟味してみた。まず申し合わせレートは、三七年一〇月から三九年一一月までの条件別コール・レートを、東京コール市場における月別条件別コール貸残高で加重して、加重平均コール・レートとした。これと、前記実効レートとを比較してみると、その水準も傾向も、きわめてよく合致することが判明した[11]。したがって以下の分析では、右の加重平均による修正レートを用いていくこととする。

(2) 単純な図解

さて、修正レートを三カ月刻みの月平均として、これを同じく三カ月平均とした前記のコール貸残高と対比して

第1図　コール・レートとコール貸残高




みると第1図のようになる。なお、各期の三カ月平均レートは、一カ月ずつ前にずらした月の平均値である。たとえば各年第一期のレートは、前年一二月および当該年次の一～二月の三カ月平均値である。レートを一カ月前にずらした意味は、厳密でないとしても、今月のコール貸残高の中には、先月のレートの影響下で決定された部分も、かなりあると判断されるからである。しかし、これまでの説明でわかるように、コール貸残高の中には、一カ月以上の長期貸付たる金融機関貸付金が含まれていることはいうまでもない。したがって、これを説明せんがためには、レートの修正が右の程度で充分でないことは明らかである。しかし、それらの吟味のための手がかりが得られないのが実情であるので、問題を残したまま先へ進みたい。

さて、第1図についてみると、残高とレートとの関係については、幾つかのことが指摘できるように思う。その一つは、残高とレートとの間には、かなり強い関係がありそうだ、ということである。この事実は（詳細な関係の強さの計測は後出）、

農協――ここでは信農連――もまた金融機関の一つとして利鞘極大化の行動をとるであろう、といった冒頭の予想を鮮やかに立証するものにほかならない。なお、信農連の金融資産選択においては、コール・レートの水準はあくまで相対的な意味しかもっていないことはいうまでもない。そして、レート低落期に信農連はコール以外のいかなる資産を選択するかの問題がここで提起されているが、これについては別の機会に論じたい。

その二は、コール市場の大きな変動期（たとえば昭和四〇年前後）にあたっては、レートのピークが、残高のピークよりも一期前に現われることである。レートが残高のピークより先に現われることについては、専門家（たとえば前記注(10)の勝目氏）も認めているところである。なお勝目氏は、ピークのずれは三カ月とは明言しておらず、これは出手金融機関の性格、データ処理の違い等によって異なってこよう。

その三は、コール貸の季節性がみられることである。図にみられるように、各年の第二期（四～六月）の残高は、同じように判然した落ちこみを示している。ここでの数値は、四六信農連の合計値であるゆえに、概して資金不足信農連の、農耕資金必要期の資金繰りの困難さ、いわば農業金融機関の特色、が合計数値の上に現われたものといってよかろう。

### (3) タイム・ラグの構造

前項の考察で明らかなように、コール貸残高決定の主要因は、何といってもコール・レートであることに間違いはないだろう。しかし、第一図で推測できるごとく、レートのほかにも幾つかの要因が考えられるので、その点にまず検討を加えておこう。

まず最初に考えられることは、総金融資産残高の大きさである。いい換えるならば、転貸資金の借り入れのように、紐のついた負債でなく、同じ負債でも預金のような負債を基盤とする金融資産の大いさが、コール貸残高の決定要因となる、ということである。このことは、預金の多い信農連では金融資産も多く、かつコール・ローンも多いという事実を知るだけで、多くの説明を必要としないであろう。また、転貸資金の存在は、それだけ信農連の余裕金を増大させ、そのことがコール貸残高決定に機能するという影響を無視できない。しかし多くの事実は預金ないし余裕金の少ない信農連に転貸資金も多いことを示しているので、ここでは転貸資金のコール貸への影響は無視することとした。

第二の要因としては、いわゆる季節性があげられる。このことは季節による金融資産残高の変化が、コール貸残高の一決定要因となる、といってもよいであろう。しかし、そのこと自体は他の金融機関についてあまり顕著にみられない現象なので、ここに敢えて独立した一つの要因として取り上げたわけである。季節性の実態は、一年の第四期（一〇～一二月）に預金増加がピークに達し、第二期（四～六月）に預金が激しく減り貸付も増える、といった事実を指すものである。これは季節性を強く受ける農業生産および農家の資金繰りが、農協金融に反映したまでのことである。具体的には、大部分の農産物代金は第四期に農協へ流入し、第二期あたりを中心として生産および生活資金が引き出され、時には貸付も増加する、といったことを内容としている。そして、こうした金融資産変化の季節性が、コール貸残高の大いさの決定要因ともなるのであり、その様相はすでに第1図でみたところである。

第三には、個別金融資産における、即時的な代替可能性の強弱があげられる。すなわち、信農連は与えられた各種金融資産の利子率の下で、利鞘極大の道を求めて自由かつ敏捷に、個別金融資産の選択ないし乗り換えが可能か

否かの問題である。そうした可能性の強弱が、各時点ごとのコール貸残高の決定に機能していると考えられるからである。

この点に関してはやや立ち入った説明が必要であろう。しかし結論を先にいえば、少なくともコール貸に関するかぎり、信農連では利子率に対して即時的な金融資産の代替がおこなわれることが、やや弱かったと断言できよう。つまり、コール貸残高はレートの変動に対して充分に伸縮的ではなく、そこではかなり大きなタイム・ラグがみられたからである。そしてこの事実は、とくに昭和四〇年前後のコール・レートの暴落期に顕著であったことは、すでに第1図でみたところでもある。このレートの動きに対する残高の動きの後れは何故に生じたのか。少なくとも、信農連の金融資産選択が、利率に対して敏感でなかったというよりは、むしろ即時的な個別金融資産の代替が困難であったという金融市場の構造にこそ問題があったのではないかと考えられる。

いま、その点について具体的にいうと、次のようなことが考えられる。その一は、コール・ローンの長期化傾向によって、満期の到来までにかなりの期間を要したことである。このことはまた、レートの暴落期であったがゆえに、貸手にとってかえって有利であったことはいうまでもない。

その二は、コール貸に代わる有利な金融資産が容易に入手し難かったのではないか、ということである。信農連のコール貸に代わる金融資産としては、有価証券・貸出・農林中金への預け金等がある。しかし、四〇年前後のような厳しい不況の下では、右のような金融資産への乗り換えは必ずしも容易ではなく、そこでは次のような事情が存在していたことを看過できない。

まず系統預金の増加、および貸付の拡張については、両者が相互に関係し合うところの事情があった。そもそも、

農協系統機関の一般貸付市場での立場は、他の中・小金融機関と同様、概して大銀行が相手としないような中・小企業への貸付が多い。このことは、農協系統機関が、いわば、限界的な貸付市場での融資を担当していたことを意味する。こうした状況下で不況が訪れた場合、真先にその影響を蒙るのは、限界部門としての中・小企業であることは事実が示す通りである。農協系統金融機関は、深刻な不況の訪れとともに、その危険に対処すべく、この面への貸付は、拡張どころかむしろ縮減の必要さえあったものと予想されるのである。また、不況期でも安全融資が可能なような企業（主として大企業）への貸付は、すでに大銀行による独占的な貸付市場が形成されていて、好不況にかかわらず信農連や農林中金の直接的参入が許されるような状態ではなかった。たとえ農協系統が大企業への融資に参加していたとしても、それは大銀行の不足を補っているに過ぎない。それは限界的貸付市場での貸付を意味していると同時に、不況によって大銀行が資金的なゆとりをもてば、限界市場への参入者は、いち早くそこから排除される、といった関係にあるものといえよう。とくに、四〇年前後の不況期のように、大企業の社内留保と自己金融力の増大によって、大銀行ですら貸付市場の開拓が必要なような状況下では、右の限界市場からの排除ということも起こり得よう。以上のように、不況下の農協系統機関では、一般金融市場で貸付の推進を計ろうとしても、事態はむしろ貸付市場の狭隘化を思わせるような事情ばかりであったものと理解される。

他方、農業部門への貸付の拡張はどうか。率直にいって、これも俄かに貸付の伸張が期待できそうもない状態であった。周知のように、農業部門への長期融資はすでに制度金融（主として公庫金融）が占めていて、系統機関の俄かな参入は不可能であったからである。また農協資金を原資とする農業近代化資金の拡張においても需要者側に限界があって、コール資金を肩代わりするには、はなはだ微弱な存在でしかなかったものと考えられる。

かくして不況の訪れとともに、農協各段階では、いわば資金過剰問題がクローズアップされてきたのである。だが、農協の資金過剰は、農業および非農業部門の貸付市場の狭隘化によるだけではなく、不況下でも伸びる農協預金によって、深刻さは一段と強化されたことを看過できない。それはこうである。

まず農協の預金源泉の一つである農産物代金は、景気（需給関係も含む）と関係なく、常に高いところで制度的に決めなれてきた（その典型は米価）。また、半ば持続的な国内経済の労働不足は農家の兼業所得を連続的に増加させ、農地の売却は不況による地価の目立った低落なしに依然として進行していたのである。

かくして農協では、不況期でも増える預金と、狭隘化された貸付市場とによって、その資金過剰状態は一段と深刻さを増したものといわねばならない。そして最も深刻であったのは、上部組織たる農林中金であった。というのは、単協や信農連では農林中金へ預金すればコストを償うだけの利子収入が約束されていたのに反して、農林中金ではフルな資金運用は貸付市場の狭隘化によって、きわめて困難であったからである。こうした場面は、豊作貧乏という古い言葉が、まさに当てはまるようなそれであった。そして、こうした事態は次のような新しい事態を生み出していったことも、また事実である。

それは、農協界は全組織をあげて対応策を試み、具体的には農協の体質改善運動の一環としての、下部組織における貸付市場の開拓の推進がそれである。(12) このことを別言すれば、上部組織への預け金という資産選択はなるべく押え、貸付資産を末端組織で増やそう、ということにほかならない。そしてこの方策は、結果として農業生産部門への融資拡大というよりは、むしろ消費金融（オート・ローン、ホーム・ローン等）および非農業者への貸付の分野で目ざましい成果をあげた(13)のである。かくして、上部組織への預金の伸びの減少と、単協ないし信農連における消費

金融・農外融資等の拡大によって、深刻な資金過剰問題は一応の解決をみるに至ったわけである。

以上のように、不況下でのコール貸から貸付ないし預け金に乗り換えようにも、そこには即時的な移行がきわめて困難な事情が存在したのである。それには長い時間が必要であったことはいうまでもない。それと同時に、第1図でみた残高のタイム・ラグの主たる構造も、右の事情を内容とするものであったものと考えられるのである。

つぎにタイム・ラグに関して、いま一つの事情にふれておきたい。それは農協の有価証券取得にも長い時間を必要とする、ということである。周知のように、日本の公社債市場は未発達の一語につきる。それは利子率が制度的に決められることはともかくとして、それの保有は自由市場における売買を通じてではなく、大銀行への割り当てによっている、ということを意味するものである。この状態の下で、もし農協が公社債を入手しようとすれば、それの割り当て銀行や証券会社から譲渡を受ける以外に方法はない。とくに問題の四〇年前後にあっては、硬直的な有価証券利回りが、コール・レートの暴落によって有利化したのである。この点は、第六表によってある程度の見当がつくが、日銀統計をみれば一層はっきりしている。また公社債の利回りも、銘柄によっては一段と有利化の度合いが高いことを示している。たとえば日銀統計によれば、四二年の一二月における利回りは、短期証券割引歩合五・六六%から、事業債の七・五%の間に分布しているのである。

ところで、有価証券の利回りが、コール・レートよりも相対的に有利化した下では、有価証券保有を希望する金融機関は単に農協だけではなくなろう。かくして、二つの条件（保有希望者の増加と銀行からの譲渡）は、コール貸から有価証券への乗り換えに、長い待ち時間を要請することとなろう。

最後に、タイム・ラグの要因としては、以上のほかに「見込み違い」が考えられるが、簡単化のために、それへ

の言及はさけたい。

以上で信農連を中心とするコール貸残高決定の構造と、そこにおける諸要因への考察をひとまず終えたい。そして、そこで述べてきたことを念頭に置きつつ、コール貸残高が利子率に対して後れをもつ関係を数式的に示してみると次のようになろう。

$$C_{ait}=f(r_t, r_{t-1}, \cdots\cdots, A_{ait}) \quad \cdots\cdots(1)$$

ここで $C_{ait}$ は季節性を除去[14]した信農連の今期のコール貸残高、$r_t$ は今期のコール・レート、$r_{t-1}, \cdots\cdots$ は前期および関係あるそれ以前のコール・レート、$A_{ait}$ は季節性を除去した今期の金融資産残高、などをそれぞれ表わす。ところで、(1)式を遅延配分模型（Distributed Lags Model）の考え方に従って展開すると、次式のようになるはずである[15]。

$$C_{ait}=b_0+b_1r_t+b_2C_{ait-1}+b_3A_{ait} \quad \cdots\cdots(2)$$

ただし $C_{ait-1}$ は一期前のコール貸残高をあらわす。なお、本来ならばここで(1)式から(2)式への数式展開をおこなうべきであろうが、その詳細は右の注記(15)を参照されたい。

さて、(2)式のモデルに従って計測してみた結果は次のようになる。

$$\log C_{ait}=-2.0147+1.0695\log r_t+0.4940\log C_{ait-1}+0.3345\log A_{ait} \quad \cdots\cdots(3)$$

$$(0.385) \qquad (0.132) \qquad (0.231)$$

$$R^2=0.7750$$

かなり有意な結果が出たといってよかろう。なお、一期前のコール貸残高を説明変数としない場合の計測結果は、

次の通りである。

$$\log C_{at}=0.5447+1.9949\log r+0.9006\log A_{st}$$
$$(0.385)\qquad(0.228)$$
$$R^2=0.5998$$

(3)の計算結果と比べて、有意性がかなり劣っていることは明らかである。

さて、これまでの考察は、いわば(2)の計算式を導くためのそれであったといってよい。そして、計算式に従って計測した結果は、充分に満足のできるものとはならなかったのである。なぜであろうか。果たして、右の計測で採用した変数に誤りはなかったであろうか。

ここで、さし当たり想起できることに二つの問題がある。第一は、計測に用いたデータは四六信農連の合計値であったが、資産内容は信農連ごとで大差がある。したがって資産内容の共通した信農連をグループ分けして、幾つかのグループについて計測する必要はなかったか、ということである。

第二は、説明変数の一つとして取り上げた金融資産に誤りはないか、ということである。というのは、ここでのテーマは信農連の金融資産選択のビヘービアの究明ということであり、換言すれば利子率に対するビヘービアの探求ということであった。そしてそこでは、利子率に対するコール貸残高のタイム・ラグの存在が大きな問題であったわけである。また、タイム・ラグに関しては、利子率に対する個別金融資産の即時的な代替可能性の強弱の問題として考察を進めてきたことも既述の通りである。こうした考え方からすれば、コール貸残高の説明変数として採用した金融資産残高の内容について、これを代替の即時性、換言すれば流動性の観点から吟味してみることが必要

となってこよう。

そこでいま、信農連の実情に立脚して、金融資産の内容に立ち入ってみると、そこでは、大雑把ながら次のごとき問題に逢着する。それは端的にいって、コールを除く貸付と、その他の金融資産とは、やや異質の側面をもっている、ということである。信農連にかぎらず農協一般では、大まかにいって預金から貸付を除いた残余を余裕金といっているほどで、貸付については独特なニュアンスがもたれてきた。それは、特殊金融機関としての農協の信用事業において、農業貸付こそが政策の一つの意図である、と考えられてきたことに由因があるものと思う。しかし、信農連の貸付の現実は、必ずしも政策の意図通りとはなっておらず、貸付の中には時として余裕金運用としての農外貸付が、個別信農連の資金事情によっては含まれている。コール貸なども、まさに上記の貸付の一部にほかならない。しかし、他方ではまた薄利ないし逆鞘を覚悟の要綱融資などもみられるし、農業融資もみられるのである。説明変数としての金融資産の中には、右の説明のように異質な諸動機によって構成された貸付金も含まれていたわけである。そして、信農連がその金融資産選択行動の中で、利率と対置してコール貸との二者択一を考える貸付（コール貸を除く）が、どれほどあるかは、皆無ではないとしても、はなはだ疑問となってくるのである。もしそうだとすれば、説明変数としての金融資産の中には、コール貸とは無関係の要素が含まれていたこととなる。

こうした反省から導かれる結論の一つは、説明変数たる金融資産の中から、利子率だけを動機としない貸付を除外することである。しかし与えられたデータについてそれをおこなうことは不可能であるので、コール貸を除くすべての貸付を除外する以外に方法はない。また、こうすることは、流動性の高い金融資産（現金・預け金・有価証券・コール貸）の中でのコール・ローンの選択、という具合いに問題も一段と整理されることとなろう。さらに信農連

の立場からすれば、やや形式的ではあるが、余裕金運用における個別金融資産の選択、ということとなろう。

いま右に従って(2)式の $A_{at}$ の代わりに $A_{at}'$（信農連の現金・預け金・有価証券・コール貸残高の合計から季節性を除去した数値）を用いて回帰分析を試みると次のようになる。

$$\log C_{at} = -4.7542 + 1.5289 \log r_t + 0.3571 \log C_{at-1} + 0.6319 \log A_{at}' \quad \cdots\cdots (4)$$
$$(0.337) \qquad (0.114) \qquad (0.189)$$
$$R^2 = 0.8448$$

ここに明らかなように、同じラグ・モデルでも、説明変数としての金融資産の中から流動性の小さい貸付残高を除くことによって、(3)式の場合よりも、かなり有意性が高くなった。それは相関係数が大きく、標準誤差も総じて小さくなったことが示している。さらに、コール貸残高の利子弾力性や金融資産弾力性も大きくなった。これに対して、前期のコール貸残高に対する弾力性は、約〇・五から〇・三六へと、かなり小さくなったのである。

次に参考までに、独立変数から前期のコール貸残高を除き、貸付残高を独立変数たる金融資産残高から除外した場合の計算結果を掲げておこう。

$$\log C_{at} = -3.7426 + 2.2396 \log r + 1.0380 \log A_t'$$
$$(0.301) \qquad (0.165)$$
$$R^2 = 0.7606$$

有意性が目立って高くなったことは、(4)式の場合と同様である。

さて、(3)式の計算結果の検討から導かれた二つの問題のうち、一つについての吟味は以上で終った。いま一つの

問題（近似的な資産内容をもった信連ごとにグルーピングした上での分析）が残されているが、資料入手の可能性の検討から始めねばならぬほど膨大な作業を必要とするので、その考察は機あらば他日を期したい。

注(10)　勝目行政「コール市場について」『金融ジャーナル』第六巻第二号六五頁第六表（昭和四〇年二月号）。

(11)　その詳細は拙稿前掲「コール市場と中・小金融機関」をみられたい。

(12)　農林中金『農林金融の実情』第Ⅰ部Ⅲ（一九六七年版）。

(13)　拙稿「農協融資の一側面」『農林金融』昭和四三年五月号。および前掲『農協の農外融資』参照。

(14)　季節性除去の方法については各種のものがあろうが、ここでは計測期間各月の平均値をもって、各月の指数を導出するといった単純の方法によった。

(15)　(1)式から(2)式への数学的展開については土屋圭造『農業経済の計量分析』（一九六二年一〇月）第七章において詳しく述べられている。なお、本稿では数学的展開については考察を加えず、著者の学問的成果だけを引用させてもらった。

## 五　むすび

農協の金融資産選択に関する研究は始まったばかりである。そして、その第一次接近として、農協におけるコール・ローンの選択問題の一ケースを、信農連について概観してきたわけである。

小論の考察によって得られたことのうち、とくに重要な一点だけを繰り返してみると、農協もまた利率に対して、きわめて敏感である、ということである。とくに余裕金の運用において、そのことが強く妥当することは明らかにしてきたところである。しかし、これはあくまで信農連の事例分析からいえることで、農林中金や単協にまで敷衍することは、つつしまねばならぬことと思う。それを言うためには、なお多くの分析を俟つことが必要である。また、たとえ信農連に限定したとしても、すべての金融資産選択についても利子弾力的と即断を下すべきではなかろ

う。たとえば既述のように、貸付の中には利子要因だけをもってしては説明し切れない問題も含まれているからである。政策的意図をもった貸付、預金吸収のための低利を覚悟の貸付等々がそれである。そして、これらの貸付のかなりの部分は、他の金融機関と違ったところの、いわば農協の特殊性にほかならないのである。

小論を終えるにあたって、分析結果および分析の過程から得られたところの、今後の課題を指摘して一応のむすびとしたい。その課題は大別して二つある。一つはコール・ローンに関するもので、それは信農連間の異同の検証、農協各段階別の考察、等を内容としている。

いま一つの問題群は、個別金融資産相互の関係を、資産選択の視点から検証してみることである。たとえば、コール・レートの低落によって、コール貸残高は減少した。しかし、景気回復によって、それは再び増加傾向をみせているのである（第1図に示された四二年後半の動きをみよ）。この間、コール貸残高の変動は、他のいかなる個別金融資産の変動と対応したものであったのか。そして、そこにおける条件は何であったのか。この問題の解明こそ、冒頭の課題に答える最大な道にほかならない。

（研究員）