

## 『金融研究』（第11巻第3号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』を発行している。以下は、第11巻第3号（平成4年10月発行）所収論文の概要を紹介したものである。

日本の貯蓄率について：最近の研究結果のサーベイ

林 文夫

ここ数年、日本は世界の主要な資本供給国としての役割を果たしているが、日本が資本供給国であり続けるかどうかは政策的にも重要な問題である。こうした分析にあたっては、日本の高貯蓄率の背景および今後の見通しについての分析が行われる必要があるが、本論文ではこのテーマに関する最近の研究をサーベイし、日本の貯蓄率についての理解を深めることを目的としている。

本論文では、まず、国民所得統計、家計調査等のデータを吟味し必要な調整を加えたうえで、マクロ（総貯蓄）、ミクロ（年齢階層別貯蓄）両面の貯蓄率に関していくつかの定型化された事実が確認される。すなわち、マクロでは、日本の貯蓄率は米国との比較では確かに高いものの、貯蓄率が際立って高いのは1960年代後半から70年代の高度成長期に限定されており、その後はむしろ低下基調にあることが確認される（なお、最近の貯蓄率の上昇は政府の財政収支の改善によるところが大きい）。一方、ミクロでは、家計による資産蓄積はライフ・サイクルのかなり早い段階から行われており、かつ、高齢者は蓄積した資産のかなりの部分を遺産として残している、という事実が確認される。この点は、同居世帯家族の存在による統計的なバイアスのために最近まで明らかにされることがなかった点である。

次に、このような事実を整合的に説明する代表的な貯蓄モデルが紹介される。すなわち、拡張されたライフ・サイクル・モデルによれば、広く遺産による世代間移転が行われているという事実は、市場では入手不可能なサービスに対する支払いが、親から子への遺産というかたちで行われているものと解釈できる。しかしながら、実際に行

われている遺産の規模を、こうしたサービス代価の支払いとして完全に説明できるかどうかには疑問が残り、既存の実証結果から判断する限り、「遺産の大部分は利他的なものである」との仮定を置く王朝モデルによる説明も排除することはできない。また、ライフ・サイクルのかなり早い段階からの資産蓄積は、若年期の所得対比でみた過小消費を意味するが、これは将来の所得に対する期待が控え目であることが前提となる。こうした考え方に立つと、高度成長期における高貯蓄率は、期待を上回って所得が持続的に増加した結果と解釈することができる。

住宅市場の効率性：ミクロデータによる計測

伊藤隆敏、廣野桂子

わが国の土地および住宅問題を論ずる際、地価および住宅価格の絶対水準の高さが指摘されることが多い。しかし、経済学的な観点からみれば、地価および住宅価格が当該土地および住宅の生産性を反映している限り、価格の絶対水準自体は何ら問題ではない。わが国の土地および住宅問題のより本質的な問題は、地価および住宅価格の絶対水準の高さではなく、価格／賃貸料比率の高さにある。地価および住宅価格を将来の賃貸料収入と期待キャピタル・ゲインの割引現在価値として考えると、賃貸料収入の安定を前提とすれば、価格／賃貸料比率は期待キャピタル・ゲインの大きさによって決定される。したがって、期待キャピタル・ゲインが「異常に大きい」か否かをチェックすることにより、住宅市場の効率性に関するひとつの手がかりを得ることになる。本論文は、こうした問題意識の下、わが国の住宅市場の効率性について、ミクロデータを用いた実証分析に基づく検討を加えたものである。

すなわち、本論文ではまず、わが国の住宅市場について、住宅情報誌の掲載物件を基に住宅価格および賃貸料のマイクロデータセットを作成する。次に、これに基づき資産としてみた住宅保有の収益率を推計する。この場合に重要な情報は、購入した住宅を賃貸したならば、いくら賃貸料が得られるか（帰属家賃）であるが、本論文では、これをいくつかの方法により推計している。また収益率の計算にあたり取引費用、税金、保有期間などの仮定の違いから、短期保有の場合と、長期保有の場合を区別して考えている。さらに本論文では、住宅市場の効率性、すなわち住宅保有の超過収益率（住宅保有の収益率マイナス代替資産の収益率）が、ファイナンス理論の意味での市場の効率性と整合的であるか否かをテストしている。

本論文における以上の分析からは、住宅投資の収益率と、それと代替的な安全資産の投資収益率の差から算出される暗黙に期待されている住宅のキャピタル・ゲインの水準は確かに高いものの、過去における住宅価格の推移からみて正当化できないほどの高さとはいえないこと、購入価格／賃貸料比率をみると、短期的にはかなりの変動を示すものの、長期的にはかなり安定していること、さらに、よりフォーマルな検定によると、わが国の住宅市場は通常の弱効率性の基準を満たしており、必ずしも非効率とはいえないこと、等の結果が得られている。

#### 預金保険とモラルハザード

—リスク中立的な保険料に関するひとつの考察—

岩村 充

近年、信用秩序維持政策のあり方を巡る議論が盛んに行われており、そうした中、自己資本比率規制とともに預金保険制度に対する関心が高まっている。もっとも、同制度については、その弊害としてモラルハザードの問題がしばしば指摘されてきた。

本論文は、こうした預金保険に伴って生じるモラルハザードの分析を試み、その対応策として、いかに保険料率を設定すべきかを検討したものである。預金保険制度の問題については、預金保険とオプション取引の類似性に着目したオプション理論の応用分析が標準的なモデルとして存在する。しかしながら、本論文では、代替的なアプローチとして、銀行経営者が、株主利益の期待値の最大化を図るとの仮定の下で、預金保険が存在しない場合と存在する場合とについて、簡単なモデルによる分析を行っている。その結果、預金保険が存在しない場合には、銀行経営のモラルハザードが銀行の投資行動をチェックする預金市場のメカニズムにより防止されるのに対し、存在する場合には、上記の預金市場の機能が麻ひし、銀行経営者に銀行資産のリスクを増大させる誘因が与えられ、モラルハザードが生じることが確認される。

次にこうした結果を踏まえ、モラルハザード性を相殺するような保険料率設定の方法を考え、そのような料率はどのようなものかを若干の仮定の下で計算する。より具体的には、銀行経営の状況に応じて保険料率を変える可変保険料率の考え方に基づき、預金保険のリスク選好的なインセンティブを相殺する「リスク中立的な保険料率」の分析を数値例に基づき試みている。

試算結果によると、リスク中立的な保険料率を適用する場合、保険料率が自己資本比率に応じて大きく変化するほか、預金保険が元本保証型か元利保証型かによって、保険料率に大きな乖離が出るため、実際の適用にあたってはこうした点に留意すべき、といったインプリケーションが得られる。

・『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

・『金融研究』（第11巻第3号）は日本信用調査株式会社より販売、定価1,030円。