

ゆうちょ財団

研究助成論文集

第31巻

2024年10月

一般財団法人 ゆうちょ財団

2023 年度 研究助成論文集 目次

研究分野	研究テーマ	研究者	頁
金融・経済	Credit Chain and Price Variations - Very Preliminary and Do Not Cite -	慶應義塾大学 商学部 教授 寺西 勇生	1
	Inflation targeting, anchoring of expectations, and the stability of liquidity trap	関西大学 経済学部 教授 中川 竜一	37
	企業・経営者の株価予測と金融市場	明治大学 商学部 専任教授 土屋 陽一	71
	日本銀行の株式保有と株式の長期的な利回り	慶應義塾大学 経済学部 教授 一上 響	95
	地方銀行における農業金融参入の実態と要因の解明	東京農業大学 国際食料情報学部 助教 犬田 剛	129
家計経済	個人の貯蓄行動に地域コミュニティ活動が及ぼした影響：近代における三等郵便局（現特定郵便局）の活動に注目して	中央大学 経済学部 准教授 田中 光	171
	生活保護世帯における子育て家庭の貯蓄に関する研究－子どもの大学等の進学へ向けた貯蓄に焦点をあてて－（共同研究）	周南公立大学 福祉情報学部 准教授 牛島 豊広	207
		周南公立大学 福祉情報学部 准教授 竹下 徹	
		周南公立大学 福祉情報学部 准教授 金子 幸	
	相続・事業承継にみる女性と財産－高齢者の資産管理との関係から－（共同研究）	一般社団法人 現代生活学研究所 所長 上村 協子	237
		千葉商科大学 商経学部 准教授 大風 薫	

Credit Chain and Price Variations

- Very Preliminary and Do Not Cite -

慶應義塾大学 商学部 教授 寺西 勇生

要 約

In this paper, I build up a model with multiple price settings in a line of financial transactions by a theory of search and matching. Here, in each financial transaction, price settings by other agents in other financial transactions hold effects on own price setting and vice versa. Eventually, shocks in other markets have effects on own price setting. Moreover, a bargaining power between a seller and a buyer changes a price setting behavior. In a model, a seller and a buyer need to search for a counterpart in each financial transaction. There exists a search friction in a financial transaction and this friction amplifies price variation. Moreover, once one part of a line of financial transactions would be disrupted, a whole transaction stops all contracts in the line and financial agents need to make a new line of financial transactions.

This model is applicable to analyze prices in residential mortgage backed securities and asset backed securities. For example, in residential mortgage backed securities, traditional/commercial banks first provide mortgage loans to households. Here, we have a first negotiation to set a price, i.e., interest rate on housing loan. Then, banks securitize these loans and sell these residential mortgage backed securities to investment banks. In this process, we have a second negotiation to set a price, i.e., return on residential mortgage backed securities. Furthermore, in some cases, investment banks wrap up residential mortgage backed securities as one final financial product and sell it to investors. Here, we have a third negotiation to set a price, i.e., return on a final financial product. In these financial transactions, we observe financial transaction chain through a sequential price setting as replicated in our model.

I first implement normative analyses to show model's properties. In particular, I change separation rates in financial transactions, bargaining powers for interest rate settings among banks, entry costs into financial markets, and matching elasticity. Price variations sensitively change by these parameters and types of shocks. This implies that we have several ways to design a policy to stabilize price variations.

Through analysis using a model, I reveal roles of financial regulations on financial system in particular on financial transactions with long transaction chain such as mortgage backed securities and asset backed securities. I discuss how we avoid large price variations under financial crisis and evaluate what kind of policy tools are effective to stabilize price variations. In particular, I focus on policies working on bargaining powers among banks in setting prices, matching elasticity in frictional market, entry costs into financial markets, and separation rate in financial contracts. Under monopolistic markets, monopolistic financial institution has a large bargaining power and distorts pricings. For example, monopolistic financial institutions tend to set misleadingly high prices (low yields) to investors as shown in the last sub-prime mortgage crisis. Thus, such policies are necessary to stabilize prices. Moreover, if one of financial institutions can play a role of a regulator as Japan Housing Finance Agency in Japan, policies working on such as bargaining powers among banks are realistic and reasonable. I show that price variations in financial markets can decrease to different types of shocks by giving appropriate regulations.

Then, I apply the model to Japanese and US mortgage backed security data and estimate a financial chain model using Bayesian methods. In particular, I use mortgage backed securities data issued by Japan Housing Finance Agency for Japan. Japan Housing Finance Agency buys long-term fixed-rate housing loans, so called as Flat 35, from the private financial institutions and issues mortgage backed securities that are backed by these trust assets. The outstanding amount of mortgage backed securities issued by Japan Housing Finance Agency has increased steadily and reached to about 14 trillion yen at FY2019 as shown in Japan Housing Finance Agency (2020). On the other hand, many financial institutions, including main three institutions of Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae, issue mortgage backed securities in US and a market size is much larger than in Japan. The outstanding amount of mortgage backed securities has increased to 11,671 billion dollars at the second quarter of 2021.

Using data, I show that prices of mortgage backed securities are more volatile than those of safer assets in Japan and US. Estimation results uncover parameters such as bargaining powers among financial institutions for price setting in a financial chain, matching elasticities in financial markets, and entry costs into financial markets. By variance decomposition, I also reveal what types of shocks are dominant to make price variations. One reason why I use Japanese and US data is different market maturities and sizes for mortgage backed securities. In US, a market for mortgage backed securities is much larger than Japan and there was a financial crisis induced by mortgage backed securities. Another reason is that government-related agencies participate in mortgage backed security markets in these countries and it is

realistic and feasible to consider policies for these markets through such agencies.

Then, by using a model, I show several ways to reduce price variations for mortgage backed securities. As a static analysis, for example, to a final demand shock on mortgage backed securities, price variations can decrease when I put a smaller bargaining power on Japan Housing Finance Agency to final investors in Japan. Moreover, price variation can also decrease when a bargaining power of Japan Housing Finance Agency decreases in a market that originates mortgage backed securities with commercial banks. It is not straightforward to have one conclusions to reduce price variations of mortgage backed securities in Japan since such conclusions largely depend on types of shocks. We have a similar conclusion for US mortgage backed security market.

Credit Chain and Price Variations

- Very Preliminary and Do Not Cite - *

Yuki Teranishi[†]

August 2024

Abstract

In this paper, I build up a model with multiple pricing behaviors in a sequence of financial transactions. Prices can be more volatile with multiple pricings since such a long transaction chain tends to include a variety of disturbances. I evaluate how separation rates, matching efficiencies in frictional financial markets, entry costs into markets, and bargaining powers among banks hold significant effects on pricings through simulations. I apply this model to Japanese and US mortgage backed securities data and estimate a model by using the Bayesian method. In Japan and US, price variations of mortgage backed securities are bigger than those of returns of safe assets. This tendency is clearer in the US market. Our model provides several policy/regulation designs to reduce such excessive price variations by changing bargaining powers among financial institutions and matching elasticities in financial markets. By variance decompositions, I show that such appropriate policies for a price stability change by the types of shocks to financial markets.

JEL Classification: E44; E51

Keywords: financial market friction; search and matching

*I thanks for technical support from Takeki Sunakawa and helpful support from Ryo Hagiwara as research assistant. Teranishi gratefully thanks four referees for Yu-cho Foundation and acknowledges financial support from the Yu-cho Foundation (Grant-in-Aid for Research, 2023).

[†]Keio University. E-mail: yukitera@fbc.keio.ac.jp

1 Introduction

In this paper, I build up a model with multiple price settings in a line of financial transactions by a theory of search and matching.¹ Here, in each financial transaction, price settings by other agents in other financial transactions hold effects on own price setting and vice versa. Eventually, shocks in other markets have effects on own price setting. Moreover, a bargaining power between a seller and a buyer changes a price setting behavior. In a model, a seller and a buyer need to search for a counterpart in each financial transaction. There exists a search friction in a financial transaction and this friction amplifies price variation. Moreover, once one part of a line of financial transactions would be disrupted, a whole transaction stops all contracts in the line and financial agents need to make a new line of financial transactions.

Our model is applicable to analyze prices in residential mortgage backed securities and asset backed securities. For example, in residential mortgage backed securities, traditional/commercial banks first provide mortgage loans to households. Here, we have a first negotiation to set a price, i.e., interest rate on housing loan. Then, banks securitize these loans and sell these residential mortgage backed securities to investment banks. In this process, we have a second negotiation to set a price, i.e., return on residential mortgage backed securities. Furthermore, in some cases, investment banks wrap up residential mortgage backed securities as one final financial product and sell it to investors. Here, we have a third negotiation to set a price, i.e., return on a final financial product. In these financial transaction, we observe financial transaction chain through a sequential price setting as replicated in our model.

I first implement normative analyses to show model's properties. In particular, I change separation rates in financial transactions, bargaining powers for interest rate settings among banks, entry costs into financial markets, and matching elasticity. Price variations sensitively change by these parameters and types of shocks. This implies that we have several ways to design a policy to stabilize price variations.

Through analysis using a model, I reveal roles of financial regulations on financial

¹Mortensen and Pissarides (1994) develop a search model for a labor market.

system in particular on financial transactions with long transaction chain such as mortgage backed securities and asset backed securities. I discuss how we avoid large price variations under financial crisis and evaluate what kind of policy tools are effective to stabilize price variations. In particular, I focus on policies working on bargaining powers among banks in setting prices, matching elasticity in frictional market, entry costs into financial markets, and separation rate in financial contracts. Under monopolistic markets, monopolistic financial institution has a large bargaining power and distorts pricings. For example, monopolistic financial institution tend to set misleadingly high prices (low yields) to investors as shown in the last sub-prime mortgage crisis. Thus, such policies are necessary to stabilize prices. Moreover, if one of financial institutions can play a role of a regulator as Japan Housing Finance Agency in Japan, policies working on such as bargaining powers among banks are realistic and reasonable. I show that price variations in financial markets can decrease to different types of shocks by giving appropriate regulations.

Then, I apply the model to Japanese and US mortgage backed security data and estimate a financial chain model using Bayesian methods. In particular, I use mortgage backed securities data issued by Japan Housing Finance Agency for Japan. Japan Housing Finance Agency buys long-term fixed-rate housing loans, so called as Flat 35, from the private financial institutions and issues mortgage backed securities that are backed by these trust assets. The outstanding amount of mortgage backed securities issued by Japan Housing Finance Agency has increased steadily and reached to about 14 trillion yen at FY2019 as shown in Japan Housing Finance Agency (2020). On the other hand, many financial institutions, including main three institutions of Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae, issue mortgage backed securities in US and a market size is much larger than in Japan. The outstanding amount of mortgage backed securities has increased to 11,671 billion dollars at the second quarter of 2021.²

Using data, I show that prices of mortgage backed securities are more volatile than those of safer assets in Japan and US. Estimation results uncover parameters such as

²Source: SIFMA and Bloomberg.

bargaining powers among financial institutions for price setting in a financial chain, matching elasticities in financial markets, and entry costs into financial markets. By variance decomposition, I also reveal what types of shocks are dominant to make price variations. One reason why I use Japanese and US data is different market maturities and sizes for mortgage backed securities. In US, a market for mortgage backed securities is much larger than Japan and there was a financial crisis induced by mortgage backed securities. Another reason is that government-related agencies participate in mortgage backed security markets in these countries and it is realistic and feasible to consider policies for these markets through such agencies. Then, by using a model, I show several ways to reduce price variations for mortgage backed securities.

Our model is related to a model with a search friction. In particular, Wong and Wright (2014) show a role of chains of intermediaries, so called middlemen, on price determinations in a search model. Nosal et al. (2019) make a model where economic agents behave as producers or intermediaries in a search model. They show that financial intermediation induces multiple equilibria and unstable belief-based dynamics, implying that a financial intermediation contributes to make a financial market unstable. Gautier et al. (2021) show an important role of middleman in a financial market. They make a model where a middleman mode and a market-making mode are endogenously determined. Awaya et al. (2021) make a rational bubble model where a chain of middlemen sequentially trade assets.

The rest of our paper is organized as follows. Section 2 describes our model. I show a log-linear model in Section 3. Section 4 provides normative analysis using a model under a variety of parameters and shocks. Section 5 provides positive analysis after estimating a financial chain model using Bayesian estimation methods for Japanese. Section 6 shows a case for US economy. Section 7 shows how we design policy/regulation in Japan and US for a price stability.

2 Financial Chain Model

2.1 Model Setting

There are two financial markets, a first market between banks A and banks B and a second market between banks B and banks C. Structures of two markets are as follows in a time sequence. First, dissolved banks in the last period search for matches for financial transactions in the first market and match with a certain probability. Second, newly matched bank B in the first market can search for matches for financial transactions in the second market. Only when a match is successful for banks B in the second market, banks B can make financial transactions in two markets. Third, a first market opens and banks A and banks B newly matched in the market set an interest rate. When firm B sets an interest rate in the first market, bank B knows the result of interest rate setting in the second market as in Wasmer and Weil (2004) that assume two sequential bargaining in a loan market and a labor market. Forth, a second market opens and banks B and banks C newly matched in the market set an interest rate. When banks set an interest rate in the second market, an interest rate in a first market is as given since a negotiation for an interest rate finished in the first market before the second market opens. Fifth, banks A and banks B are dissolved with a separation rate $\rho \in (0, 1)$. When a bank B is dissolved in the first market, a match between the bank B and the bank C is also dissolved since an interruption of a credit chain. Sixth, banks B and banks C are dissolved with a separation rate $\dot{\rho} \in (0, 1)$. When a bank B is dissolved in the second market, a match between the bank A and the bank B is also dissolved similarly as in the first market.

In two markets, transitions of banks' matching are given by

$$N_t = (1 - \rho)(1 - \dot{\rho})N_{t-1} + \dot{q}_t \dot{v}_t, \quad (1)$$

$$v_t = N^* - (1 - \rho)(1 - \dot{\rho})N_{t-1}, \quad (2)$$

$$\dot{v}_t = q_t v_t, \quad (3)$$

where N_t is number of matched banks in two markets, q_t and $\dot{q}_t$ are probability of filling

vacancies in the first market and second market respectively, and v_t and $\dot{v}_t$ are number of vacancies in the first market and second market respectively. Note that equation (1) holds for two market.

In the second market between banks B and banks C, bank C can be either an active bank or a seeker bank, where a number of seeker is given by $\dot{u}_t$. An active bank lend $Z^C R_t^C$, where Z^C is demand for lending and R_t^C is shock on demand. Thus, this term works as demand for financial products. To be active, a bank must borrow Z^B from banks B. A second financial market is characterized by search frictions, and the flow cost of searching for a vacancy is $\dot{\kappa} > 0$ paid by banks C. With probability $\dot{s}_t$, a seeker bank C is matched with a bank B. Bank C then receives Z^B , lend R_t^C to the next bank in a credit chain, and pay back $R_t^B Z^B$ to bank B, where R_t^B is an interest rate newly set in a second market at time t . We assume that R_t^C is a random interest rate for simplicity.

There is free entry into a second financial market. In equilibrium, the value of a seeker bank C is zero, and hence the cost of searching must equal the expected revenue, or

$$\dot{\kappa} = \dot{s}_t \dot{Q}_t(R_t^B). \quad (4)$$

Here, $\dot{Q}_t(R_t^B)$ is the value of an active bank C as

$$\dot{Q}_t(R_t^B) = Z^C R_t^C - Z^B R_t^B + \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) E_t \dot{Q}_{t+1}(\tilde{R}_{t+1}^B). \quad (5)$$

The first two terms on the RHS of equation (5) show the net current profit from lending, while the third term is the discounted present value of future profit.

Banks B join in two markets. First, banks B join in the first market as in former sections. There is free entry into a first market. In equilibrium, the value of a seeker bank B is zero, and hence the cost of searching must equal the expected revenue, or

$$\kappa = s_t \dot{q}_t Q_t(R_t^A, R_t^B), \quad (6)$$

where s_t is probability of match by a search in the first market and R_t^A is a newly set price in the first market for loans A at time t . A value function of banks B in the market is given as

$$Q_t(R_t^A, R_t^B) = Z^B R_t^B - Z^A R_t^A + \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) E_t Q_{t+1}(\tilde{R}_{t+1}^A, \tilde{R}_{t+1}^B). \quad (7)$$

When banks B set an interest rate of R_t^A , bank B guesses interest rate setting for R_t^B . Banks B need to borrow Z_A from banks to join in the market.

After interest rate setting in the first market, banks B join in a second market given R_t^A and set R_t^B . Banks B must post offers, which we call “vacancies” in the second market, to search for seeker of bank C. Posting vacancies is costless. The value of a new match for a bank B is

$$j_t^1(R_t^A, R_t^B) = Z^B R_t^B - Z^A R_t^A - X_t^B + \beta E_t \left\{ (1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) j_{t+1}^1(\tilde{R}_{t+1}^A, \tilde{R}_{t+1}^B) + [1 - (1 - \rho)(1 - \dot{\rho})] j_{t+1}^0 \right\}, \quad (8)$$

where X_t^B is an exogenous cost shock for financial transactions. Note that this equation holds given R_t^A since bank B join in a second market only after banks B match banks A with R_t^A . Moreover, once banks B is dissolved with banks C, these banks B exit from two markets.

On the other hand, the value of a vacancy for a bank B is

$$j_t^0 = \beta E_t \left[\dot{q}_{t+1} j_{t+1}^1(\tilde{R}_{t+1}^A, \tilde{R}_{t+1}^B) + (1 - \dot{q}_{t+1}) j_{t+1}^0 \right]. \quad (9)$$

Since a vacancy yields no current profit, it has only discounted future values. These two equations imply that the surplus of a bank B from a new match is

$$\begin{aligned} j_t^1(R_t^A, R_t^B) - j_t^0 &= Z^B R_t^B - Z^A R_t^A - X_t^B \\ &+ \beta E_t \left\{ [(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) - \dot{q}_{t+1}] \left[j_{t+1}^1(\tilde{R}_{t+1}^A, \tilde{R}_{t+1}^B) - j_{t+1}^0 \right] \right\}, \end{aligned} \quad (10)$$

In the first market, the value of a new match for a bank A is

$$j_t^1(R_t^A) = Z^A R_t^A - X_t^A + \beta E_t \left\{ (1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) j_{t+1}^1(\tilde{R}_{t+1}^A) + [1 - (1 - \rho)(1 - \dot{\rho})] j_{t+1}^0 \right\}, \quad (11)$$

where X_t^A is an exogenous cost for financial transaction. The first term on the RHS shows current profit from lending, while the second term represents the discounted present value of a future profit.

On the other hand, the value of a vacancy for a bank A is

$$J_t^0 = \beta E_t \left[q_{t+1} \dot{q}_{t+1} j_{t+1}^1(\tilde{R}_{t+1}^A) + (1 - q_{t+1} \dot{q}_{t+1}) j_{t+1}^0 \right]. \quad (12)$$

Since a vacancy yields no current profit, it has only discounted future values. These two equations imply that the surplus of a bank A from a new match is

$$J_t^1(R_t^A) - J_t^0 = Z^A R_t^A - X_t^A + \beta E_t \left\{ [(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) - q_{t+1}\dot{q}_{t+1}] \left[J_{t+1}^1(\tilde{R}_{t+1}^A) - J_{t+1}^0 \right] \right\}. \quad (13)$$

The number of new matches in a period is given by a Cobb-Douglas matching functions in two markets

$$m(u_t, v_t) = \chi u_t^{1-\alpha} v_t^\alpha, \quad \chi \in (0, 1), \quad \alpha \in (0, 1), \quad (14)$$

$$m(\dot{u}_t, \dot{v}_t) = \dot{\chi} \dot{u}_t^{1-\dot{\alpha}} \dot{v}_t^{\dot{\alpha}}, \quad \dot{\chi} \in (0, 1), \quad \dot{\alpha} \in (0, 1), \quad (15)$$

where χ , $\dot{\chi}$, α , and $\dot{\alpha}$ are parameters.

Defining supply and demand in a first and second markets, respectively, as

$$\theta_t = \frac{u_t}{v_t}, \quad (16)$$

$$s_t = \chi \theta_t^{-\alpha}, \quad (17)$$

$$q_t = \chi \theta_t^{1-\alpha}, \quad (18)$$

$$\dot{\theta}_t = \frac{\dot{u}_t}{\dot{v}_t}, \quad (19)$$

$$\dot{s}_t = \dot{\chi} \dot{\theta}_t^{-\dot{\alpha}}, \quad (20)$$

$$\dot{q}_t = \dot{\chi} \dot{\theta}_t^{1-\dot{\alpha}}. \quad (21)$$

The interest rates are determined according to Nash bargainings between the newly matched firms. A new interest rate R_t^A is set by only newly matched firms. Thus, R_t^A solves

$$\max_{R_t^A} [Q_t(R_t^A, R_t^B)]^{1-b} [J_t^1(R_t^A) - J_t^0]^b, \quad (22)$$

where $b \in (0, 1)$ is the bargaining power for bank A. The first-order condition with respect to R_t^A yields

$$bQ_t(R_t^A, R_t^B) = \tau(1 - b) [J_t^1(R_t^A) - J_t^0], \quad (23)$$

where $\tau \equiv b$. Note that τ is given by an assumption that bank B knows the result of interest rate setting in the second market when bank B set an interest rate in the first market.

For a new interest rate R_t^B , we have

$$\max_{R_t^B} \left[\dot{Q}_t(R_t^B) \right]^{1-\dot{b}} \left[j_t^1(R_t^A, R_t^B) - j_t^0 \right]^{\dot{b}}, \quad (24)$$

where $\dot{b} \in (0, 1)$ is the bargaining power for bank B in the second market. The first-order condition with respect to R_t^B yields

$$\dot{b} \dot{Q}_t(R_t^B) = (1 - \dot{b}) \left[j_t^1(R_t^A, R_t^B) - j_t^0 \right]. \quad (25)$$

In a model, except shocks, we have 17 endogenous variables, N_t , u_t , $\dot{u}_t$, v_t , $\dot{v}_t$, θ_t , $\dot{\theta}_t$, s_t , $\dot{s}_t$, q_t , $\dot{q}_t$, R_t^A , R_t^B , Q_t , $\dot{Q}_t$, $J_t^1(R_t^A) - J_t^0$, and $J_t^1(R_t^A, R_t^B) - J_t^0$, and 17 equations for endogenous variables, equations (1), (2), (3), (4), (5), (6), (7), (10), (13), (16), (17), (18), (19), (20), (21), (23), and (25).

2.2 Closed Economy

For simulations, we show a small set of equations that includes the same number of endogenous variables. There are two equations for a credit chain. An equation for interest rate in a second financial market is given by equations (4), (10), (19), (20), (21), and (25) as

$$R_t^B = \frac{\beta \kappa \dot{b}}{Z^B} \dot{\theta}_{t+1} + \frac{(1 - \dot{b}) Z^A}{Z^B} R_t^A + \frac{1 - \dot{b}}{Z^B} X_t^B + \frac{\dot{b} Z^C}{Z^B} R_t^C. \quad (26)$$

An equation for interest rate in a first financial market is given by equations (6), (7), (13), (16), (17), (18), and (23) for the first market as

$$R_t^A = \frac{\beta \kappa b}{[b + b(1 - b)] Z^A} \theta_{t+1} + \frac{b Z^B}{[b + b(1 - b)] Z^A} R_t^B + \frac{b(1 - b)}{[b + b(1 - b)] Z^A} X_t^A. \quad (27)$$

To more closely look at interaction effects between markets, we can combine equations (26) and (27) as

$$\begin{aligned} R_t^A = & \frac{\beta \kappa}{Z^A} \frac{1}{1 - b + \dot{b}} \dot{\theta}_{t+1} + \frac{\beta \kappa}{Z^A} \frac{\dot{b}}{1 - b + \dot{b}} \dot{\theta}_{t+1} \\ & + \frac{1}{Z^A} \frac{1 - b}{1 - b + \dot{b}} X_t^A + \frac{1}{Z^A} \frac{1 - \dot{b}}{1 - b + \dot{b}} X_t^B + \frac{Z^C}{Z^A} \frac{\dot{b}}{1 - b + \dot{b}} R_t^C, \end{aligned} \quad (28)$$

$$\begin{aligned}
R_t^B &= \frac{\beta\kappa}{Z^B} \frac{1-\dot{b}}{1-b+\dot{b}} \theta_{t+1} + \frac{\beta\kappa}{Z^B} \frac{\dot{b}(2-b)}{1-b+\dot{b}} \dot{\theta}_{t+1} \\
&+ \frac{1}{Z^B} \frac{(1-b)(1-\dot{b})}{1-b+\dot{b}} X_t^A + \frac{1}{Z^B} \frac{(2-b)(1-\dot{b})}{1-b+\dot{b}} X_t^B + \frac{Z^C}{Z^B} \frac{\dot{b}(2-b)}{1-b+\dot{b}} R_t^C.
\end{aligned} \tag{29}$$

Market interactions give new features for price dynamics. First, a market tightness in one market makes a disturbance to an interest rate in another market. A response of an interest rate to own and another market tightness strengthens and weakens according to bargaining powers of b and $\dot{b}$ in two markets. Second, a shock in another market also plays an important role to dynamics since a shock in another market is included in equation. A response of an interest rate to a shock in own and another market can increase and decrease according to bargaining powers of b and $\dot{b}$.

From equations (4), (5), and (20), we have

$$\frac{\dot{\kappa}}{\dot{\chi}\dot{\theta}_t^{-\dot{\alpha}}} = Z^C R_t^C - Z^B R_t^B + \beta(1-\rho)(1-\dot{\rho}) E_t \frac{\dot{\kappa}}{\dot{\chi}\dot{\theta}_{t+1}^{-\dot{\alpha}}}. \tag{30}$$

From equations (6), (7), (17), and (21), we have

$$\frac{\kappa}{\chi\theta_t^{-\alpha}\dot{\chi}\dot{\theta}_t^{1-\dot{\alpha}}} = Z^B R_t^B - Z^A R_t^A + \beta(1-\rho)(1-\dot{\rho}) E_t \frac{\kappa}{\chi\theta_{t+1}^{-\alpha}\dot{\chi}\dot{\theta}_{t+1}^{1-\dot{\alpha}}}. \tag{31}$$

These two equations define the dynamics of θ_t and $\dot{\theta}_t$.

Then, from equations (26), (27), (30), and (31), we have a closed system for R_t^A , R_t^B , θ_t , and $\dot{\theta}_t$.

We assume following exogenous shocks.

$$X_t^A = \xi_{XA} X_{t-1}^A + \epsilon_t^{XA}, \tag{32}$$

$$X_t^B = \xi_{XB} X_{t-1}^B + \epsilon_t^{XB}, \tag{33}$$

$$R_t^C = \xi_{ZC} R_{t-1}^C + \epsilon_t^{XC}, \tag{34}$$

where ξ_{XA} , ξ_{XB} , and ξ_{ZC} are auto-regressive parameters and ϵ_t^{XA} , ϵ_t^{XB} , and ϵ_t^{XC} are i.i.d shocks.

3 Log-linearization

We log-linearize the closed economy model around a steady state. Four log-linearized equations describing the closed economy are given as

$$\hat{R}_t^B = \frac{\beta \kappa \bar{\theta} \dot{b}}{M} E_t \hat{\theta}_{t+1} + \frac{Z^A \bar{R}^A (1 - \dot{b})}{M} \hat{R}_t^A + \frac{\bar{X}^B (1 - \dot{b})}{M} \hat{X}_t^B + \frac{Z^C \bar{R}^C \dot{b}}{M} \hat{R}_t^C, \quad (35)$$

$$\hat{R}_t^A = \frac{\beta \kappa \bar{\theta}}{N} E_t \hat{\theta}_{t+1} + \frac{Z^B \bar{R}^B}{N} \hat{R}_t^B + \frac{\bar{X}^A (1 - b)}{N} \hat{X}_t^A, \quad (36)$$

$$\hat{\theta}_t = \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) E_t \hat{\theta}_{t+1} + \frac{Z^C \bar{R}^C}{H} \hat{R}_t^C - \frac{Z^B \bar{R}^B}{H} \hat{R}_t^B, \quad (37)$$

$$\hat{\theta}_t = \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) E_t \hat{\theta}_{t+1} + \frac{1 - \dot{\alpha}}{\alpha} \left[\hat{\theta}_t - \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho}) E_t \hat{\theta}_{t+1} \right] + \frac{Z^B \bar{R}^B}{K} \hat{R}_t^B - \frac{Z^A \bar{R}^A}{K} \hat{R}_t^A, \quad (38)$$

where

$$M \equiv Z^B \bar{R}^B \equiv \beta \kappa \bar{\theta} \dot{b} + Z^A \bar{R}^A (1 - \dot{b}) + \bar{X}^B (1 - \dot{b}) + Z^C \bar{R}^C \dot{b}, \quad (39)$$

$$N \equiv Z^A \bar{R}^A \frac{b + b(1 - b)}{b} \equiv \beta \kappa \bar{\theta} + Z^B \bar{R}^B + \bar{X}^A (1 - b), \quad (40)$$

$$H \equiv \frac{\kappa \dot{\alpha} \bar{\theta}^{\dot{\alpha}}}{\dot{\chi}} \equiv \frac{\dot{\alpha}}{1 - \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho})} (Z^C \bar{R}^C - Z^B \bar{R}^B), \quad (41)$$

$$K \equiv \frac{\kappa \bar{\theta}^{\dot{\alpha}} \bar{\theta}^{\dot{\alpha}-1}}{\chi \dot{\chi}} \equiv \frac{1}{1 - \beta(1 - \rho)(1 - \dot{\rho})} (Z^B \bar{R}^B - Z^A \bar{R}^A). \quad (42)$$

We also have log-linearized shocks.

$$\hat{X}_t^A = \rho_{XA} \hat{X}_{t-1}^A + \hat{\epsilon}_t^{XA}, \quad (43)$$

$$\hat{X}_t^B = \rho_{XB} \hat{X}_{t-1}^B + \hat{\epsilon}_t^{XB}, \quad (44)$$

$$\hat{R}_t^C = \rho_{ZC} \hat{R}_{t-1}^C + \hat{\epsilon}_t^{XC}, \quad (45)$$

where ρ_{XA} , ρ_{XB} , and ρ_{ZC} are auto-regressive parameters and $\hat{\epsilon}^{AC}$, $\hat{\epsilon}^{XB}$, and $\hat{\epsilon}^{XC}$ are i.i.d shocks.

4 Normative Analysis

In this section, I show effects of parameters and shocks on price settings using log-linearized model.³ In particular, we focus on roles of a search friction by α and $\dot{\alpha}$, a bargaining power among agents by b and $\dot{b}$, and separation rate by ρ and $\dot{\rho}$. I also give three types of shocks, X_t^A , X_t^B , and R_t^C .

I set a baseline parameters as shown in Table 1. A discount rate is a conventional value in a monthly base as $\beta = 0.996$. I set matching efficiency as $\chi = \dot{\chi} = 0.5$ and entry cost into a market as $\kappa = \dot{\kappa} = 2$. For parameters of a search friction by α and $\dot{\alpha}$, a bargaining power among agents by b and $\dot{b}$, and separation rate by ρ and $\dot{\rho}$, I set these values as in Table 1 as a baseline case and I change these values and evaluate how parameters are effective on price settings. I set shock persistence as $\rho_{XA} = \rho_{XB} = \rho_{ZC} = 0.5$ as a base case.

4.1 Effect of Separation Rates on Prices

Table 2 shows simulation results when we change separation rates in two financial markets to three types of shocks.

For a shock in the first market X_t^A that works for banks A as an increase in a funding cost by a default risk, price variations increase as separation rates increase. This is because banks are less forward-looking and more focus on present shocks as separation rates increase as shown in equations (30) and (31).

A shock of X_t^B works for banks B as an increase in funding cost by a default risk in the second market. We see similar results as a case of a shock of X_t^A .

I also show a case of a shock of R_t^C . This shock works for all banks as an increase in a final demand for financial products. A market size increases when a shock of R_t^C increases. In this case, price variations decrease as separation rates increase. This is because $Z^C R_t^C$ and $Z^B R_t^B$ moves in the same direction for a shock of R_t^C and a variation

³To run simulations, we need a steady state for a model. When we change deep parameters, we re-calculate steady state values and reflect these values in simulations.

by $\dot{\theta}_{t+1}$ is more volatile than ones by $Z^C R_t^C - Z^B R_t^B$ in equation (30).

These results imply that different types of shocks give different implications for separation rates. Thus, we need to identify which a shock plays an important role in financial market to know desire separation rates to stabilize prices.

4.2 Effect of Bargaining Power on Prices

Table 3 shows simulation results when I change bargaining powers on price setting among banks to three types of shocks.

For a shock of X_t^A in the first market, simulation results show that price variations decrease when b and $\dot{b}$ decrease in each market. This implies that larger bargaining powers in supply sides in two markets can decrease price variations to a shock of X_t^A .

For a shock of X_t^B , price variations basically decrease when b decrease in a first market and price variations decrease when $\dot{b}$ increases in a second market. It means that bargaining powers on banks B need to be larger to reduce price variations to a shock of X_t^B since the shock occurs in a second market.

For a shock of R_t^C , simulation result show interesting pattern. Price variations increase in two market when $\dot{b}$ increases in a second market regardless of increase or decrease in b . This is because a shock occurs in a second market.

These results again imply that we need to identify which a shock plays an important role in financial market to know desire separation rates to stabilize prices.

4.3 Effect of Matching Elasticity on Prices

Table 4 shows simulation results when I change matching elasticity on price setting among banks to three types of shocks. For three types of shocks, simulation results are very complex and can not find specific patterns in these results. Combinations of matching elasticities sensitively change price variations.

To reduce price variations in two markets, we need to put larger elasticity on demand side in a first market and smaller elasticity on demand side in a second market such as $\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.7$ to a shock of X_t^A . This means that price variations decrease when a

matching elasticity of banks B should be larger. For a shock of X_t^A , we need an opposite parameter combination to reduce price variations in two markets. When $\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.3$ and a matching elasticity of banks B is smaller, price variations decrease. For a shock of R_t^C , price variations decrease. When $\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.7$ and a matching elasticity of supply side in two market increase.

Thus, according to types of shocks, necessary responses are different to stabilize prices. We need to uncover roles of different types of shocks on price variations.

4.4 Effect of Entry Cost on Prices

Table 5 shows simulation results when we change entry cost κ and $\dot{\kappa}$ to enter into financial markets. Simulation results show that price variations decrease when κ and $\dot{\kappa}$ decrease in each market to a shock of X_t^A . This implies that smaller entry cost in two markets can decrease price variations to a shock of X_t^A . Moreover, smaller $\dot{\kappa}$ rather than smaller κ plays more important role to reduce price variations. We observe the same results for a shock of X_t^B .

For a shock of R_t^C , simulation results are opposite to cases of X_t^A and X_t^B . Price variations decrease when κ and $\dot{\kappa}$ increase in each market. This implies that larger entry cost in two markets can decrease price variations to a shock of R_t^C . Moreover, larger κ rather than larger $\dot{\kappa}$ plays more important role to reduce price variations.

According to types of shocks, necessary responses are different to stabilize prices.

5 Application to Japanese Mortgage Backed Securities Data

I apply our model to Japanese financial data. In particular, I use mortgage backed securities data issued by Japan Housing Finance Agency. In Japan, Japan Housing Finance Agency is the biggest provider for mortgage backed securities. Japan Housing Finance Agency buys long-term fixed-rate housing loans, so called as Flat 35, from the private financial institutions partnered with Japan Housing Finance Agency. Japan

Housing Finance Agency issues bonds that are backed by these trust assets.⁴ Japan Housing Finance Agency starts to issue mortgage backed securities from 2007 in almost every month and we use these data.⁵ The outstanding amount of mortgage backed securities issued by Japan Housing Finance Agency has increased steadily and reached to about 14 trillion yen at FY2019 as shown in Japan Housing Finance Agency (2020). Compared to Japanese gross domestic product, its ratio is about three percent.

Figure 1 shows 10-years Japanese government bond (JGB), a coupon price, and an weighted average coupon (WAC). WAC is issued by Japan Housing Finance Agency for each originated security and is an weighted average of return of securities that constitute a mortgage backed security by the amount outstanding. A coupon price is for newly issued mortgage backed security. We observe that a coupon price and WAC decreases with 10-years JGB. Spread between a coupon price/WAC and 10-years JGB is not so volatile regardless of two financial crises, in 2008 in the US and in 2012 in the Euro. Table 6 shows basic statistics for Figure 1. A standard deviation of a coupon price is 17 percent larger than that of return of a safe asset. Thus, a market environment to organize securities for mortgage backed securities is stable in Japan for a long time.

Our model is the most applicable to analyze coupon prices of mortgage backed securities by Japan Housing Finance Agency. Japan Housing Finance Agency set coupon price to investors when it issues mortgage backed securities. Here, there is a price negotiation between Japan Housing Finance Agency and these investors through a financial market conditions. In our model in Section 2, a coupon price of mortgage backed security is an interest rate between banks B and banks C in the second market, i.e., R_t^B . Here, banks B are Japan Housing Finance Agency and banks C is investors for mortgage backed securities. WAC can approximate an interest rate between banks A and banks B in the first market, i.e., R_t^A . Here, banks A, for example mega city banks and regional banks in Japan, provide mortgage loans to households and sell these original loans to

⁴Please see Japan Housing Finance Agency (2020) for transaction details between Japan Housing Finance Agency and partner private financial institutions.

⁵Former Government Housing Loan Corporation issued mortgage backed securities since March, 2001.

banks B as securities. This mortgage loan rates that corresponds to X_t^A in a model are approximated by 10-years JGB.

5.1 Bayesian Estimation for Japanese Mortgage Backed Securities

In this section, we estimate a financial chain model using Bayesian estimation method. In estimating the model, I use a log-linearized model as shown in Section 3.

5.1.1 Japanese Data

In estimation, I use monthly data series, over the sample period from June 2007 to December 2021, including a coupon price, average WAC, and 10-years JGB.

5.1.2 Calibrations and Priors for Estimation

I first calibrate some of the deep parameters. A discount rate is a conventional value in a monthly base as $\beta = 0.996$.⁶ We set separation rates in two market as $\rho = 0.03$ and $\dot{\rho} = 0.03$ since a replacement of market participants are very slow in Japan. We set scaling parameters for a steady state such as $Z^A = 1$, $Z^B = 2$, and $Z^C = 8$.

The prior distributions for the estimated parameters is summarized in Table 7. For a financial market and a financial chain model, we have no previous studies for prior distributions. We assume Beta distribution for parameters that have restrictions $[0, 1]$ such as b , $\dot{b}$, α , $\dot{\alpha}$, ρ_{XA} , ρ_{XB} , and ρ_{XC} . For inverse Gamma distribution for standard deviations for shocks such as σ_{XA} , σ_{XB} , and σ_{XC} . We assume normal distributions for other parameters.

5.1.3 Estimation Results

Table 8 report estimated posterior means and the 5th and 95th percentiles.

⁶It implies $\beta = 0.99$ at a quarterly base.

Regarding bargaining power in two markets, a bargaining power of banks A in the first market is $b = 0.4764$ and a bargaining power of banks B in the second market is $\dot{b} = 0.4812$. Thus, bargaining powers are slightly stronger in buyer sides in two markets and there is no extreme bias in bargaining powers. For matching elasticity, we have $\alpha = 0.5545$ and $\dot{\alpha} = 0.6756$. Matching elasticities are relatively larger in supply sides.

As an evidence of market heterogeneity in Japan, parameters capturing market structures differ between two markets. Entry cost into a first market $\kappa = 1.6665$ is smaller than that in a second market $\dot{\kappa} = 2.2376$. Matching efficiency in a first market $\chi = 0.5997$ is larger than that in a second market $\dot{\chi} = 0.3143$. These results imply that participating a first market is easier thanks to lower entry cost and more chance to match in the market.

6 Application to US Mortgage Backed Securities Data

I apply our model to US financial data. In US, many financial institutions issue mortgage backed securities unlike Japan and a market size is much larger in US than in Japan. The outstanding amount of mortgage backed securities has increased to 11,671 billion dollars at the second quarter of 2021.⁷

Figure 2 shows an average of weighted average coupon (WAC), an average of newly issued coupon that is given by an weighted average of coupon price each month by the amount of outstanding, and return of a safe asset. Table 9 shows basic statistics for Figure 2. A standard deviation of a coupon price is 72 percent larger than that of return of a safe asset. Therefore, a return of mortgage backed securities is more volatile than that of return of a safe asset in US. Compared to Japan, price variations of mortgage backed securities is larger on those of return of a safe asset in US.

As the case for Japan, we can assume the same mapping from our model to US data. In this case, banks B are like Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae.⁸ These three

⁷Source: SIFMA and Bloomberg.

⁸Fannie Mae and Freddie Mac issue uniform mortgage-backed security (UMBS) from 2019.

financial institutions have a large share in US mortgage backed security market.⁹ Banks C are commercial banks, money market funds, pension funds, mutual funds, and the Federal Reserve. Banks A are a traditional commercial banks and non banks specialized to mortgage loans. We have the same analysis to reduce price variation of mortgage backed securities as in Japan and we need to identify which shocks are dominant in US market.

6.1 Bayesian Estimation for US Mortgage Backed Securities

For US data, I estimate a financial chain model using Bayesian estimation. In estimating the model, I use a log-linearized model as shown in Section 3.

6.1.1 US Data

In estimation, I use monthly data series, over the sample period from May 2005 to December 2021, including an average coupon price, average WAC, and U.S. Treasury Securities at 10-Year.

In a model, an average coupon price, average WAC, and U.S. Treasury Securities at 10-Year correspond to R_t^B , R_t^A , and X_t^A , respectively.

6.1.2 Calibrations and Priors for Estimation

I first calibrate some of the deep parameters. I basically use the same calibration parameters as in Japan's case. A discount rate is a conventional value in a monthly base as $\beta = 0.996$. I set separation rates in two market as $\rho = 0.03$ and $\dot{\rho} = 0.03$. I set scaling parameters such as $Z^A = 1$, $Z^B = 2$, and $Z^C = 8$. Moreover, I calibrate $\rho_{XA} = \rho_{XB} = \rho_{XC} = 0.95$ since auto-correlations of an average coupon price, average WAC, and U.S. Treasury Securities at 10-Year are about 0.99.

As shown in Table 10, I assume Beta distribution for parameters that have restrictions $[0, 1]$ such as b , $\dot{b}$, α , and $\dot{\alpha}$. For inverse Gamma distribution for standard deviations for shocks such as σ_{XA} , σ_{XB} , and σ_{XC} . I assume normal distributions for other parameters.

⁹For example, please see Ginnie Mae (2021).

6.1.3 Estimation Results

Table 11 report estimated posterior means and the 5th and 95th percentiles.

Regarding bargaining power in two markets, a bargaining power of banks A in the first market is $b = 0.506$ and a bargaining power of banks B in the second market is $\dot{b} = 0.4846$. Thus, bargaining powers are the almost same in buyer and seller sides in two markets. For matching elasticity, we have $\alpha = 0.4655$ and $\dot{\alpha} = 0.5222$. Matching elasticities are also not so different in buyer and seller sides in two markets.

There is heterogeneity in US financial markets since a matching efficiency in a first market $\chi = 0.4784$ is much bigger than in a second market $\dot{\chi} = 0.0492$. It implies that selling final product by matches is not so easy in US. This is partially because our data includes a period of financial crisis occurred in US. On the other hand, entry costs are similar in two markets as $\kappa = 0.9424$ and $\dot{\kappa} = 1.0735$.

7 How to Design Market Policy and Regulation for Price Stability in Japan and US: Examples

Financial crises in US and Euro around 2010 show the critical roles of financial markets in the U.S. and the Euro area to induce financial disturbances. Only a current policy framework, such as monetary policy, can not fully mitigate nor avoid financial crises and so macroprudential policy is geared toward financial stability.¹⁰

7.1 Static Analysis for Price Stability in Japan and US

As shown in Section 4, according to parameters for a bargaining power for a price negotiation, price variations sensitively change. In this section, I show how we actually can reduce price variation for mortgage backed securities in Japan and US by changing bargaining power parameters. In particular, we focus on a static analysis in which

¹⁰Borio (2011) and Drehmann, Borio, and Tsatsaronis (2012) show empirical results to support this point.

parameters are not time-varying and we compare price variations among different constant parameters. Moreover, by a variance decomposition, we know that both a shock through financial intermediation and a shock in a final demand play dominant roles for price variations in Japan and US. We assume these two types of shocks in simulations. It notes that we show some example cases to decrease price variations and we do not seek parameter sets to minimize price variations. Moreover, simulation results do not necessarily match with those in Table 3 and 4 since estimated parameters for Japan and US are different from those in simulations for Table 3 and 4.

A shock in a final investor's demand for mortgage backed security R_t^C holds nontrivial effect on price variations in Japan and US. To a shock of R_t^C , price variations in two markets can decrease when we put a larger bargaining power on intermediation banks, i.e., Japan Housing Finance Agency in Japan and Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae in US, that demand original loans in a first market and a larger bargaining power on investors that finally demands financial product in a second market as shown in the case of R_t^C with $b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$ in Table 3. Table 12 shows that price variations decrease in both Japan and US to a shock of R_t^C when we set larger parameters as $b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$ compared to estimated parameters.

A shock in a second market X_t^B also holds nontrivial effect on price variations in Japan and US. Thus, to reduce price variation in the first market, we need to decrease b and give a larger bargaining power on Japan Housing Finance Agency in Japan and Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae in US. At the same time, price variations in the first market can further decrease by giving a bigger bargaining power on Japan Housing Finance Agency, Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae in the second market as shown in the case of X_t^B with $b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$ in Table 3. Table 12 shows that price variations decrease in both Japan and US to a shock of X_t^B when we change estimated parameters to $b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$. Here, $b = 0.3$ is smaller than estimated parameters and $\dot{b} = 0.7$ is larger than estimated parameters.

References

- [1] Awaya, Yu, Kohei Iwasaki, and Makoto Watanabe, 2021. “Rational Bubbles and Middlemen,” *Theoretical Economics*, Accepted.
- [2] Borio, C., 2011. Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey Challenges and a Way Forward. BIS Working Papers No. 354.
- [3] Drehmann, M., C. Borio, and K. Tsatsaronis, 2012. Characterising the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term! BIS Working Papers No. 380.
- [4] Gautier, Pieter, Bo Hu, and Makoto Watanabe, 2021. “Marketmaking Middlemen,” *Mimeo*.
- [5] Ginnie Mae, 2021. Global Market Analysis Report August 2021.
- [6] Japan Housing Finance Agency, 2020. Disclosure Booklet 2020.
- [7] Mortensen, D.L. and C.A. Pissarides, 1994. “Job Creation and Job Destruction in the Theory of Unemployment,” *Review of Economic Studies* 61(3), pp. 397-415.
- [8] Nosal, ED, Wong Yuet-Yee, and Randall Wright, 2019. “Intermediation in Markets for Goods and Markets for Assets,” *Journal of Economic Theory* 183, pp. 876-906.
- [9] Wasmer, E. and P. Weil, 2000. “The Macroeconomics of Labor and Credit Market Imperfections,” *American Economic Review* 94(4), pp. 944-963.
- [10] Yuet-Yee, Wong and Randall Wright, 2014. “Buyers, Sellers and Middlemen: Variations on Search-theoretic Themes,” *International Economic Review* 55(2), pp. 375-397.

Table 1: Parameter Calibration

Parameters	Explanations	Values
β	Discount factor	0.996
ρ	Exit rate in the first market	0.1
$\dot{\rho}$	Exit rate in the second market	0.1
α	Matching elasticity in the first market	0.5
$\dot{\alpha}$	Matching elasticity in the second market	0.5
b	Banks A's bargaining power in the first market	0.5
$\dot{b}$	Banks B's bargaining power in the second market	0.5
χ	Matching efficiency in the first market	0.5
$\dot{\chi}$	Matching efficiency in the second market	0.5
κ	Entry cost into the first market	2
$\dot{\kappa}$	Entry cost into the second market	2
ρ_{XA}	Shock persistence for banks A	0.5
ρ_{XB}	Shock persistence for banks B	0.5
ρ_{ZC}	Shock persistence for banks C	0.5
Z^A	Banks B's borrowing from banks A	1
Z^B	Banks C's borrowing from banks B	2
Z^C	Banks C's lending	8

Table 2: Simulation Results for Separation Rates

X_t^A shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\rho = \dot{\rho} = 0.1$	0.072279	0.023046	0.400526	0.312646
$\rho = \dot{\rho} = 0.05$	0.053575	0.018254	0.363826	0.315883
$\rho = \dot{\rho} = 0.15$	0.084596	0.026520	0.456164	0.334710
X_t^B shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\rho = \dot{\rho} = 0.1$	0.034434	0.074143	0.874885	1.005834
$\rho = \dot{\rho} = 0.05$	0.006408	0.059948	0.912704	1.037386
$\rho = \dot{\rho} = 0.15$	0.057442	0.083395	0.914833	1.052537
R_t^C shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\rho = \dot{\rho} = 0.1$	1.006554	1.025198	3.204207	2.501171
$\rho = \dot{\rho} = 0.05$	1.030230	1.032912	2.910606	2.527067
$\rho = \dot{\rho} = 0.15$	0.991878	1.022406	3.649309	2.677681

Note: Std denotes a standard deviation.

Table 3: Simulation Results for Bargaining Powers

X_t^A shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$b = \dot{b} = 0.5$	0.072279	0.023046	0.400526	0.312646
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$	0.083557	0.037458	0.375713	0.303726
$b = 0.7$ and $\dot{b} = 0.7$	0.050497	0.010964	0.471004	0.371867
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$	0.088614	0.015074	0.353257	0.255326
$b = 0.7$ and $\dot{b} = 0.3$	0.063101	0.032911	0.547619	0.474742
X_t^B shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$b = \dot{b} = 0.5$	0.034434	0.074143	0.874885	1.005834
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$	0.031884	0.105827	0.635144	0.858085
$b = 0.7$ and $\dot{b} = 0.7$	0.038915	0.048077	1.574857	1.63062
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$	0.010845	0.038604	0.588239	0.653897
$b = 0.7$ and $\dot{b} = 0.3$	0.106136	0.150328	1.933207	2.168472
R_t^C shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$b = \dot{b} = 0.5$	1.006554	1.025198	3.204207	2.501171
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$	0.964991	0.947003	3.005701	2.429807
$b = 0.7$ and $\dot{b} = 0.7$	1.056106	1.088776	3.768029	2.974936
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$	1.019867	1.078002	2.826053	2.042608
$b = 0.7$ and $\dot{b} = 0.3$	0.951916	0.942995	4.380951	3.797932

Note: Std denotes a standard deviation.

Table 4: Simulation Results for Matching Elasticity

X_t^A shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\alpha = \dot{\alpha} = 0.5$	0.072279	0.023046	0.400526	0.312646
$\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.3$	0.079054	0.022731	0.973413	0.357426
$\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.7$	0.069805	0.023552	0.227940	0.363534
$\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.7$	0.066378	0.021476	0.412601	0.271238
$\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.3$	0.074892	0.023193	0.463835	0.401104
X_t^B shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\alpha = \dot{\alpha} = 0.5$	0.034434	0.074143	0.874885	1.005834
$\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.3$	0.034400	0.070679	2.411268	1.111365
$\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.7$	0.042691	0.077476	0.414220	1.195877
$\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.7$	0.035028	0.073991	0.711827	0.934492
$\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.3$	0.030629	0.072424	1.159625	1.252525
R_t^C shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\alpha = \dot{\alpha} = 0.5$	1.006554	1.025198	3.204207	2.501171
$\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.3$	1.058822	1.051859	7.787304	2.859406
$\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.7$	0.937063	1.000632	1.823518	2.908271
$\alpha = 0.3$ and $\dot{\alpha} = 0.7$	1.018281	1.024926	3.300805	2.169905
$\alpha = 0.7$ and $\dot{\alpha} = 0.3$	1.026759	1.040968	3.710679	3.208833

Note: Std denotes a standard deviation.

Table 5: Simulation Results for Entry Cost

X_t^A shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\kappa = \dot{\kappa} = 2$	0.072279	0.023046	0.400526	0.312646
$\kappa = \dot{\kappa} = 1$	0.047279	0.015522	0.446549	0.370950
$\kappa = \dot{\kappa} = 3$	0.085719	0.027199	0.375524	0.284594
$\kappa = 1$ and $\dot{\kappa} = 3$	0.073280	0.024515	0.385283	0.297317
$\kappa = 3$ and $\dot{\kappa} = 1$	0.061221	0.018497	0.4353	0.351109
X_t^B shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\kappa = \dot{\kappa} = 2$	0.034434	0.074143	0.874885	1.005834
$\kappa = \dot{\kappa} = 1$	0.018995	0.054113	1.060928	1.293169
$\kappa = \dot{\kappa} = 3$	0.060138	0.084688	0.785710	0.886107
$\kappa = 1$ and $\dot{\kappa} = 3$	0.038742	0.079283	0.823866	0.961557
$\kappa = 3$ and $\dot{\kappa} = 1$	0.009266	0.060862	0.999709	1.155276
R_t^C shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
$\kappa = \dot{\kappa} = 2$	1.006554	1.025198	3.204207	2.501171
$\kappa = \dot{\kappa} = 1$	1.092278	1.061553	3.572391	2.967602
$\kappa = \dot{\kappa} = 3$	0.968279	1.008316	3.004191	2.276753
$\kappa = 1$ and $\dot{\kappa} = 3$	0.999792	1.019983	3.08226	2.378534
$\kappa = 3$ and $\dot{\kappa} = 1$	1.047623	1.045862	3.482398	2.808874

Note: Std denotes a standard deviation.

Table 6: Basic Statistics for Japanese Data

	Standard Deviation	Average	Max	Min
10-years JGB	0.59	0.6	1.89	-0.26
Average WAC	0.68	1.53	3.04	0.69
Coupon Price	0.69	1.07	2.34	0.15

Data: Bloomberg and Japan Housing Finance Agency.

Note: Monthly base.

Table 7: Prior Distributions for Japan Data

Parameters	Explanations	Means	S.D	Distribution
α	Matching elasticity in first market	0.5	0.15	Beta
$\dot{\alpha}$	Matching elasticity in second market	0.5	0.15	Beta
b	Banks A's bargaining power in first market	0.5	0.05	Beta
$\dot{b}$	Banks B's bargaining power in second market	0.5	0.05	Beta
κ	Entry cost into the first market	1	0.15	Normal
$\dot{\kappa}$	Entry cost into the second market	1	0.15	Normal
χ	Matching efficiency in the first market	0.5	0.15	Normal
$\dot{\chi}$	Matching efficiency in the second market	0.5	0.15	Normal
ρ_{XA}	Shock persistence for banks A	0.5	0.1	Beta
ρ_{XB}	Shock persistence for banks B	0.5	0.1	Beta
ρ_{XC}	Shock persistence for banks C	0.5	0.1	Beta
σ_{XA}	Standard deviation of shock banks A	0.2	0.1	inv(Gamma)
σ_{XB}	Standard deviation of shock banks B	0.2	0.1	inv(Gamma)
σ_{XC}	Standard deviation of shock banks C	0.2	0.1	inv(Gamma)

Table 8: Estimated Means and Posterior Distributions for Japan Data

Parameters	Posterior Means	5th and 95th percentiles
α	0.5545	[0.4819, 0.6354]
$\dot{\alpha}$	0.6756	[0.613, 0.7319]
b	0.4764	[0.433, 0.5121]
$\dot{b}$	0.4812	[0.4459, 0.516]
κ	1.6665	[1.4796, 1.8805]
$\dot{\kappa}$	2.2376	[2.0302, 2.4801]
χ	0.5997	[0.3939, 0.8258]
$\dot{\chi}$	0.3143	[0.2544, 0.37]
ρ_{XA}	0.7871	[0.7833, 0.7902]
ρ_{XB}	0.7830	[0.7743, 0.7902]
ρ_{XC}	0.5872	[0.7832, 0.7902]
σ_{XA}	0.2342	[2.3516, 2.8929]
σ_{XB}	4.1751	[0.091, 0.2904]
σ_{XC}	0.3077	[0.7105, 0.8385]

Table 9: Basic Statistics for US Data

	Standard Deviation	Average	Max	Min
U.S. Treasury Securities 10-Year	0.99	0.72	2.89	-1.07
Average WAC	1.18	6.16	8.86	4.66
Average Coupon	1.7	1.72	5.69	0.38

Data: Bloomberg and Federal Reserve Economic Data.

Note: Monthly base.

Table 10: Prior Distributions for US Data

parameters	Explanations	Means	S.D	Distribution
α	Matching elasticity in first market	0.5	0.1	Beta
$\hat{\alpha}$	Matching elasticity in second market	0.5	0.1	Beta
b	Banks A's bargaining power in first market	0.5	0.05	Beta
$\hat{b}$	Banks B's bargaining power in second market	0.5	0.05	Beta
κ	Entry cost into the first market	1	0.2	Normal
$\hat{\kappa}$	Entry cost into the second market	1	0.2	Normal
χ	Matching efficiency in the first market	0.5	0.2	Normal
$\hat{\chi}$	Matching efficiency in the second market	0.5	0.2	Normal
σ_{XA}	Standard deviation of shock banks A	0.15	0.1	inv(Gamma)
σ_{XB}	Standard deviation of shock banks B	0.15	0.1	inv(Gamma)
σ_{XC}	Standard deviation of shock banks C	0.15	0.1	inv(Gamma)

Table 11: Estimated Means and Posterior Distributions for US Data

Parameters	Posterior Means	5th and 95th percentiles
α	0.4655	[0.3396, 0.5895]
$\dot{\alpha}$	0.5222	[0.3858, 0.6594]
b	0.506	[0.4301, 0.5866]
$\dot{b}$	0.4846	[0.4119, 0.5481]
κ	0.9424	[0.6323, 1.2725]
$\dot{\kappa}$	1.0735	[0.8079, 1.3765]
χ	0.4784	[0.27, 0.6875]
$\dot{\chi}$	0.0492	[0.0166, 0.0841]
σ_{XA}	0.1758	[0.1548, 0.1984]
σ_{XB}	7.0885	[5.9449, 8.3575]
σ_{XC}	0.2728	[0.2399, 0.3018]

Table 12: Static Analyses for Japan and US

X_t^B shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
Japan	0.009647	0.076735	0.346540	1.040909
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$ for Japan	0.004446	0.038154	0.171231	0.517554
US	0.029096	0.155473	1.481980	1.800123
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.7$ for US	0.014469	0.086379	0.826161	1.000126
R_t^C shock	Std(R_t^A)	Std(R_t^B)	Std(θ)	Std($\dot{\theta}$)
Japan	1.048458	1.086254	1.417245	1.488346
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$ for Japan	0.892110	0.926538	2.091193	2.7709
US	2.869635	2.789253	5.138514	4.049632
$b = 0.3$ and $\dot{b} = 0.3$ for US	2.616369	2.503168	8.370174	7.362023

Note: Std denotes a standard deviation.

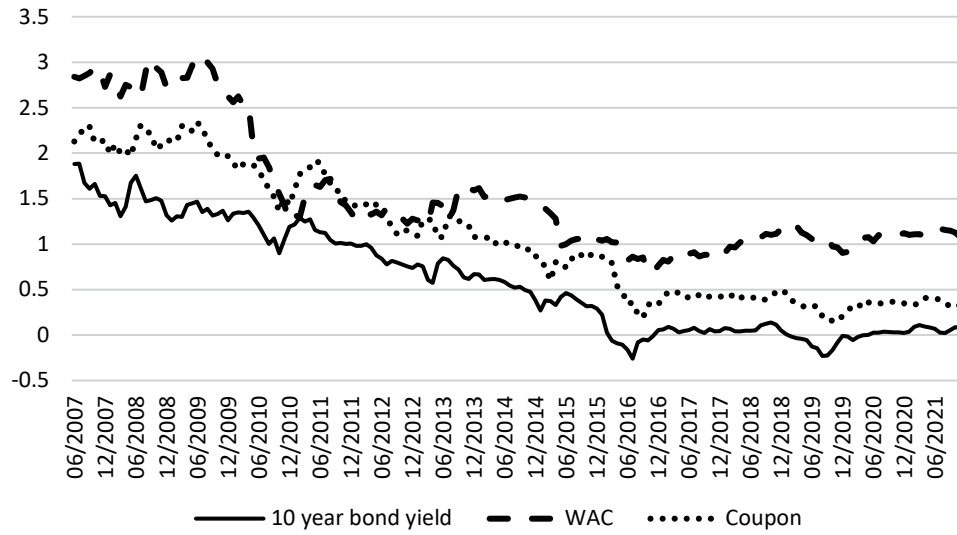


Figure 1: Coupons, WAC, and 10-years JGB in Japan

Data: Bloomberg and Japan Housing Finance Agency.

Note: Monthly base.

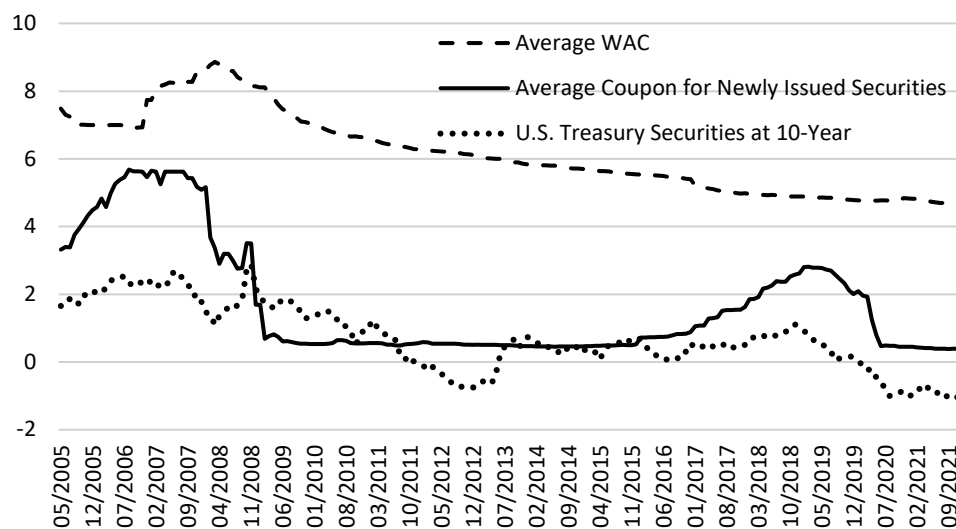


Figure 2: Coupons, WAC, and U.S. Treasury Securities 10-Year in US

Data: Bloomberg and Federal Reserve Economic Data.

Note: Monthly base.

Inflation targeting, anchoring of expectations, and the stability of liquidity trap

関西大学 経済学部 教授 中川 竜一

要 約

本研究は、標準的なマクロ経済モデルを用いて、流動性の罍における人々のインフレ期待の安定性を分析する。中央銀行は、インフレターゲットを発表し、人々の期待をその目標値に向かわせようとする。本研究は、インフレターゲット政策の存在によって流動性の罍における人々の期待が安定的になり、人々のインフレ期待は目標値に向かわず長く流動性の罍の低い水準に留まってしまう可能性があることを明らかにする。その可能性は、中央銀行の信頼性の程度と自然利子率の水準に依存する。中央銀行の信頼性が十分ではなく、自然利子率がマイナスのとき、流動性の罍における人々の期待は安定的になり、経済は長く流動性の罍の水準に停滞する。このとき、人々のインフレ期待は、実際のインフレ率を常に上回るという「上方バイアス」をもつ。また、インフレ期待は異質性をもつ。これらの特徴は、現実のインフレ期待に見られる特徴と一致している。

本研究は、インフレ目標、信頼性の不完全性、および流動性の罍の安定性に関する理論と量的評価を提供することで、現代のマクロ経済政策に重要な洞察を提供している。とりわけ、日本経済が経験している長期にわたるデフレ状態や、2000年代末の世界金融危機後の低インフレ状態、また、2020年代の日本のデフレ脱却のメカニズムを理解する方法を提供している。そして、流動性の罍における金融政策の有効性、およびデフレ状態から脱出するための解決策を提示している。

考えられる解決策の一つは、自然利子率が低い経済では、自然利子率が低い分だけ中央銀行がインフレ目標を引き上げることである。このとき、中央銀行が目標とする名目利子率はプラスとなるため、中央銀行は名目利子率をプラスの領域で自由にコントロールすることができるようになる。その結果、人々の期待および経済もまた流動性の罍から脱却してプラスの領域に向かうことになる。

もう一つ考えられる解決策は、人々の期待形成を柔軟にすることである。多くの人々がインフレ期待をあまり変更しない状況では、経済は長く流動性の罍の水準に停滞することになる。逆に、人々が每期、柔軟に期待を更新すれば、経済は流動性の罍から離れ、中央銀行が目標とする経済状態に向かうことになる。

後者の解決策は、最近の日本のインフレ率の上昇傾向の背後で実現していることかもしれない。最近のインフレ傾向は、原油価格の上昇や円安が引き金となっているが、「物価は変

動するものだ」と人々に強く思わせた可能性がある。その結果、人々の期待形成は柔軟になり、日本経済は流動性の罠から抜け出しつつあるのではないかと考えられる。

逆の見方をすれば、このような物価の大きな変動がなかったことが、日本経済を長くデフレ状態に停滞させてきた原因かもしれない。日銀が 2013 年にインフレターゲットを導入して以降においても、明確なインフレは長く実現しなかった。日銀は "フォワードガイダンス"、"量的・質的緩和"、"イールドカーブ・コントロール" を導入することで、人々のインフレ期待を高めようとしてきた。しかし、市場介入は専ら国債を通じて行われ、リスク資産を通じての介入はわずかであった。これに対し、2000 年代後半の世界金融危機以降、連邦準備制度理事会 (FRB) は国債だけでなく、住宅ローン担保証券などのリスク資産にも積極的に介入してきた。日本で同様の政策を直ちに実施することは難しいのかもしれないが、それでも四半世紀にわたる停滞に完全に終止符を打つためには、検討の余地があろう。

今後の研究では、経済が長期にわたって流動性の罠に陥ったことによって人々のインフレ期待が流動性の罠の水準に固定してしまう状態を分析する予定である。文献によれば、過去 20 年以上のデフレの歴史が「物価は上がらない」という「社会規範」を生み出した可能性がある。そのような人々の期待形成がどのようにして経済を長期的に流動性の罠へ導くのかを明らかにする予定である。

以上

Inflation targeting, anchoring of expectations, and the stability of liquidity trap¹

Ryuichi Nakagawa²
Faculty of Economics
Kansai University

This version: August 4, 2024

¹The author is grateful to Yu-ichi Abiko, Kosuke Aoki, Yasuo Hirose, Shohei Ishibashi, Takushi Kurozumi, Hirokazu Mizobata, Kiyotaka Nakashima, Hidekazu Niwa, Yasunobu Tomota, Yoshiro Tsutsui, and the participants at the Japanese Economic Association Meeting, the Summer Workshop on Economic Theory, and the Monetary Economics Workshop for their insights and suggestions. This work is supported by the Yu-cho Foundation (Grant-in-Aid for Research, 2023).

²Address: Faculty of Economics, Kansai University, 3-3-35 Yamate Suita, Osaka 564-8680, Japan. Phone: +81-6-6368-0590. Fax: +81-6-6339-7704. E-mail: ryu-naka@kansai-u.ac.jp. URL: <http://www2.itc.kansai-u.ac.jp/~ryu-naka/>.

Inflation targeting, anchoring of expectations, and the stability of liquidity trap

Abstract

This paper explores the expectational stability of a liquidity trap. We assume that the central bank announces an inflation target that anchors agents' expectations at the target. We find that a liquidity trap steady state can be expectationally stable in the presence of inflation targeting. A targeted steady state is stable under learning regardless of the degree of central bank credibility, while the liquidity trap steady state becomes stable if the central bank is highly credible and the natural rate of interest is negative. In the stable liquidity trap, the economy exhibits an upward bias in inflation expectations and heterogeneous inflation expectations. These findings are consistent with empirical evidence.

JEL classification: C62; D82; D83; E32; E52

Keywords: Liquidity trap; Learning; Expectational stability; Inflation target; Central bank credibility

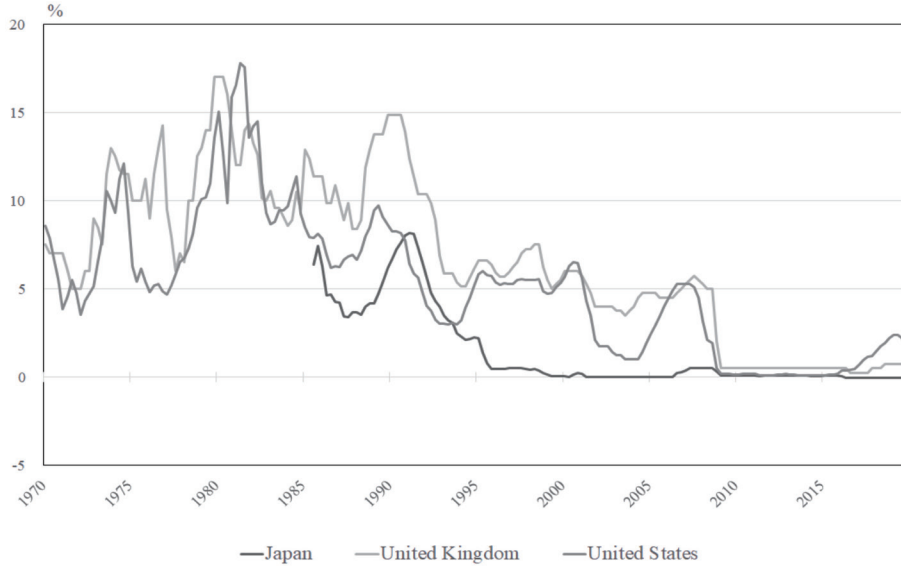


Figure 1: Inflation rates

1 Introduction

Since the global financial crisis in the late 2000s, developed economies have experienced a prolonged period of deflationary processes (Figure 1). To raise inflation expectations, central banks have drastically reduced nominal interest rates (Figure 2), and further introduced inflation targeting and unconventional monetary policies. However, until the late 2010s, economies fell into a so-called *liquidity trap*, where nominal interest rates were lowered to the zero lower bound, rendering conventional monetary policy ineffective in stimulating economies. While the U.S. and European economies have recently escaped from the liquidity trap, the Japanese economy has been trapped and stagnating since the bubble burst in the early 1990s (see Bullard, 2010; Aruoba et al., 2018).

The mechanism of a liquidity trap has been extensively studied. Benhabib et al. (2001) show that under the Taylor type of nominal interest rate rules, there exist two steady states: an intended, targeted steady state where the inflation rate achieves the target and an unintended, low steady state where the nominal interest rate is at the zero lower bound and the inflation rate is below the target. The latter steady state is used to explain the recent persistent stagnation fixed at the zero lower bound. Bullard (2010) considers that the Japanese economy has been stuck in the low steady state and cautioned that the U. S. economy could fall into the same situation. This framework is standard for examining the dynamics of the economy in recent stagnation fixed at the zero lower bound (e.g., Eggertsson and Woodford, 2003; Schmitt-Grohé and Uribe, 2017; Eggertsson et al., 2019). Related studies examine the effect of fiscal policies in a liquidity trap (Mertens and Ravn, 2014; Aruoba et al., 2018) and the effect of neo-Fisherian policies (Bilbiie, 2022; Uribe, 2022).

However, the low steady state is found to be unstable in plausible frameworks of expectation formation. McCallum (2001) linearizes Benhabib et al. (2001)'s model and finds that the low steady state is not stable under adaptive learning. This finding is complemented by Evans and Honkapohja (2005) and Evans et al. (2008), who show the global instability of the low steady state in the original nonlinear model. Further, this suggests a deflationary spiral in which the economy falls unboundedly below the low steady state. Evans and Honkapohja (2005) and Evans et al. (2008) obtain the same result under infinite horizon learning. Eusepi (2010) shows its robustness to communication between the central bank and the private sector, and Hommes and Lustenhouwer (2019a,b) show its robustness to the imperfect credibility of inflation targeting. These characteristics of the low steady state are inconsistent with recent evidence that developed economies have remained near the zero lower bound for several years. In particular, the Japanese inflation rate has remained stable around zero despite the nominal interest rate adhering to the zero lower bound over the past two decades (see Veirman, 2009; Gorodnichenko and Sergeyev, 2021).

This paper uses a standard linear New Keynesian (NK) model with a zero lower bound to re-examine the stability of the low steady state under adaptive learning. Following Orphanides and Williams (2005), we assume that the central bank announces an inflation target that anchors agents' expectations to the target. We examine whether the low steady state is expectationally stable

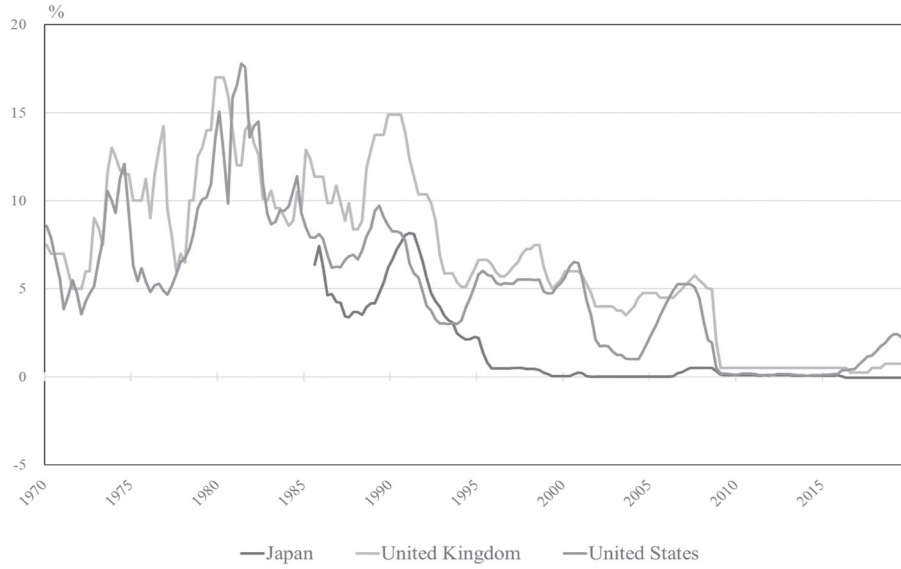


Figure 2: Policy rates

in the presence of inflation targeting. We also consider the case where the central bank (or inflation targeting) is imperfectly credible such that agents' expectations are imperfectly anchored. We then examine how the stability of the low steady state is affected by the degree of central bank credibility. In addition, we clarify the characteristics of the liquidity trap steady state in the presence of inflation targeting. If so, we investigate the characteristics of the stable low steady state.

Adaptive learning models have been confirmed to well explain the dynamics of recent data on inflation persistence and inflation expectations. It is often argued that expectation formation deviates from rational expectations. Candia et al. (2023) find that U. S. firms' expectation formation follows adaptive learning rather than rational expectations. Carvalho et al. (2023) find that

adaptive learning models offer a more robust explanation of the dynamics of long-term inflation expectations indicators. Crump et al. (2023) find that the term structure of the U.S. interest rate is well explained by adaptive learning. Eusepi and Preston (2011) demonstrate that learning dynamics can provide an alternative explanation for business cycle fluctuations. Malmendier and Nagel (2016) build on adaptive learning and find that a weighted average of individuals' inflation experiences over their lifetimes strongly predicts individual inflation expectations.

Such expectation formation is believed to be significantly affected by inflation targeting. Inflation targeting announces to the public the central bank's objective and plan by setting a target for the long-term inflation rate. Since the 1970s, there has been consensus that the long-term inflation rate is primarily determined by the central bank (see Bernanke et al., 1999). This view was reinforced in the early 1980s when Paul Volcker's aggressive stance lowered the inflation rate from 10% to 4% (see Erceg and Levin, 2003). This led central banks to announce inflation targets, either implicitly or explicitly, and since the 1990s, inflation rates have stabilized around the targets (Figure 1). Even if the central bank is not sufficiently credible, inflation targeting is expected to affect the expectations formation in each period by anchoring long-term expectations.¹

This paper finds that the low steady state can be expectationally stable in the presence of inflation targeting. The targeted steady state is always stable under learning regardless of the degree of central bank credibility, while the low steady state becomes stable if the central bank is highly credible and the natural rate of interest is negative. In the stable steady state, the economy exhibits an upward bias in inflation expectations and heterogeneous inflation expectations.

The evidence of the negative natural rate of interest is well provided in the literature, in particular, by Krugman (1998, 2000) for discussion about the Japanese deflation in the late 1990s and Summers (2014, 2015, 2016) for discussion about the U. S. and European "secular stagnation" in the early 2010s. Eggertsson and Woodford (2003) have proposed the "forward guidance" for a decline in the natural rate of interest so significant as to make nominal interest

¹Nakagawa (2022) shows equilibrium with an interest-rate peg rule can be stable by inflation targeting, under which the steady state inflation rate is announced as a long-run inflation target.

rates hit the zero lower bound. Their empirical evidence is also well provided by Krugman (1998, 2000) and Eggertsson et al. (2019) for the U. S. economy, Brand et al. (2018) for the Euro economy, and Okazaki and Sudo (2018) for the Japanese economy. Our results provide theoretical support for these arguments in that the liquidity trap is associated with the negative natural rate in learning frameworks.

This paper is closely related to the literature on the stability of the liquidity trap steady state. To solve this puzzle, several recent studies have shown the conditions under which the low steady state becomes stable. Arifovic et al. (2018) show that the steady state can become stable by introducing social learning expectation formation. Lustenhouwer (2021) shows that pessimistic expectation formation in the private sector is a condition for stability. Eusepi (2007) shows that a monetary policy rule that responds to an expectations variable can be a condition. He shows that a liquidity trap SS (and sunspot equilibria near the trap) can be stable in a nonlinear NK model. The conditions are, however, that a monetary policy rule is forward-looking and the utility function of consumption and money is not separable, or that a production function with money exists. These are rather limited conditions, and the relationship between inflation targeting and the natural rate of interest is not well addressed. So far, little work has been done to explain the mechanism of the long-run liquidity trap in the Japanese economy.

The remainder of this paper is structured as follows. The next section presents our model. Section 3 examines whether the targeted steady state is stable in the presence of inflation targeting. Section 4 analyzes the stability of the low steady state under inflation targeting and clarifies the characteristics of the stable liquidity trap. Section 5 simulates recursive least-squares estimations of the liquidity trap. The final section concludes the paper.

2 Model

2.1 NK model

We use a standard New Keynesian model based on Evans and McGough (2018) and Hommes and Lustenhouwer (2019a):

$$x_t = -\alpha (i_t - E_t^* \pi_{t+1} - r) + E_t^* x_{t+1} + e_t, \quad (1)$$

$$\pi_t = \kappa x_t + \beta E_t^* \pi_{t+1} + u_t, \quad (2)$$

$$i_t = \max \{ i^I + \phi_\pi (\pi_t - \pi^I), i^U \}. \quad (3)$$

Endogenous variables x_t , π_t , and i_t represent the output gap, inflation rate, and nominal interest rate, respectively. Eq. (1) is a log-linearized intertemporal Euler equation derived from households' optimal choice of consumption. The parameter r represents the natural rate. Eq. (2) is the Phillips curve derived from the optimizing behavior of monopolistically competitive firms with Calvo price setting. The exogenous variables e_t and u_t are demand and supply shocks, respectively, and we assume that they follow independent and identically distributed (iid) processes for simplicity. Eq. (3) is the Taylor-type nominal interest rate rule with an effective lower bound i^U . If $i_t \geq 0$, the central bank responds to the deviation of π_t from the inflation target π^I by following the Taylor principle ($\phi_\pi > 1$), and parameter $i^I = r + \pi^I$ is the nominal interest rate corresponding to the inflation target. If $i_t < 0$, the central bank fixes i_t at the lower bound. E_t^* is the operator of agents' expectations at time t , which may or may not be rational. $\alpha > 0$, $\kappa > 0$, and $0 < \beta < 1$ are assumed.

In this paper, we consider the possibility that the natural rate can be negative. In standard NK models, the natural rate is equal to the inverse of the discount factor β , which cannot be negative. On the other hand, Eggertsson et al. (2019) consider the possibility of a negative natural rate in OLG models. Cochrane (2018) simulates shocks that make the natural rate negative. Schmitt-Grohé and Uribe (2017) assume confidence shocks where the natural rate is negative. For simplicity of our analysis, we abstract specific cases of the negative rate and simply assume the possibility of $r < 0$.

Under rational expectations ($E_t^* = E_t$), the fundamental rational expectations equilibrium (REE) takes the following form:

$$y_t = a + cw_t, \quad (4)$$

where $y_t \equiv (x_t, \pi_t)'$ and $w_t \equiv (e_t, u_t)'$, and a is the vector of constant terms and c is the 2×2 matrix of coefficients for w_t .

There are two steady states. The first one is the *intended, targeted steady state* that the central bank pursues when the effective lower bound i^U does not bind:

$$x^I = \left(\frac{1-\beta}{\kappa} \right) \pi^I, \quad \pi = \pi^I, \quad i = i^I (= r + \pi^I). \quad (5)$$

This is found to be stable under learning in the literature.

The other one is the *unintended, low steady state* that is realized when the lower bound binds:

$$x^U = - \left(\frac{1-\beta}{\kappa} \right) (r - i^U), \quad \pi^U = - (r - i^U), \quad i = i^U. \quad (6)$$

The literature shows that the low steady state is unstable under learning and the economy goes to a deflationary spiral (see Evans and McGough, 2018).

This steady state exists if the effective lower bound i^U binds at this steady state.

$$i^I + \phi_\pi (\pi - \pi^I) \geq i^U, \quad (7)$$

The low steady state exists if this condition is violated at this steady state. As $\phi_\pi > 1$, both conditions are reduced to the same condition:

Proposition 1 *Under rational expectations, the targeted and low steady states (5), (6) exist if and only if*

$$r + \pi^I - i^U \geq 0. \quad (8)$$

Otherwise, there are no steady states so that the economy explodes unboundedly.

3 Targeted steady state

The central bank announces the inflation-output gap target (x^I, π^I) and controls the nominal interest rate to achieve this target. We assume the imperfect credibility of the central bank in the way that agents of proportion $\lambda \in [0, 1)$ (Type 1) believe the inflation target and the other agents of proportion $1 - \lambda$ do not believe or know that the central bank pursues the target (Type 2). Parameter λ represents the degree of credibility (see Hommes and Lustenhouwer,

2019a; Ho et al., 2021). First, we examine the stability of the targeted steady state in the presence of imperfectly credible inflation targeting. Candia et al. (2022) find that firms often vary their short- and long-term inflation expectations simultaneously and to the same extent, suggesting that steady-state inflation expectations are not fixed to a target (consistent with Type 2).

3.1 Expectations Formation

Under learning, agents have a perceived law of motion (PLM) of form (4) and specify and estimate the forecasting model of this form using least-squares estimation with available data. Under imperfectly credible inflation targeting, the two types of agents specify different forecasting models.

Type 1 agents recognize the steady state inflation rate and output gap as (x^I, π^I) , respectively, by the central bank's announcement of inflation targeting.² Then, they specify and estimate the following forecasting model:

$$y_t = a_1 + c_1 w_t,$$

where $a_1 \equiv (x^I, \pi^I)'$, c_1 is a 2×2 matrix of coefficients for w_t . Type 1 fix the steady state parameter a_1 at the target (x^I, π^I) , estimate only the coefficient parameter c_1 , and form their forecasts:

$$E_{1t}^* y_{t+1} = (x^I, \pi^I)',$$

where E_{1t}^* is the operator of the Type 1 agents' expectations at time t , which may or may not be rational. Note that we do not need Type 1 expectations in each period to coincide with the inflation target. If there are exogenous shocks following AR (1), $E_{1t}^* y_{t+1}$ deviates from the inflation target and fluctuates around it. However, these extensions do not change our conclusions. To simplify the discussion, we assume that Type 1 expectations in each period coincide with the inflation target.

Type 2 agents do not believe or know the inflation target, but specify and estimate the following forecasting model:

$$y_t = a_2 + c_2 w_t,$$

²Mehrotra and Yetman (2018) have shown that longer-term forecasts are better anchored than shorter-term forecasts.

where $a_2 \equiv (a_{2x}, a_{2\pi})'$, and c_2 is the 2×2 matrix of coefficients for w_t . In contrast to Type 1, Type 2 must estimate all the parameters including the steady state a_2 and form their forecasts:

$$E_{2t}^* y_{t+1} = (a_{2x}, a_{2\pi})',$$

where E_{2t}^* is the operator of Type 2 agents' expectations at time t .

The average of both types of forecasts form aggregate expectations in the NK model:

$$\begin{aligned} E_t^* y_{t+1} &= \lambda E_{1t}^* y_{t+1} + (1 - \lambda) E_{2t}^* y_{t+1} \\ &= \begin{bmatrix} \lambda x^I + (1 - \lambda) a_{2x} \\ \lambda \pi^I + (1 - \lambda) a_{2\pi} \end{bmatrix}, \end{aligned} \quad (9)$$

and the actual law of motion (ALM) around the targeted steady state is

$$y_t = \left(A_I + B_I \begin{bmatrix} \lambda x^I + (1 - \lambda) a_{2x} \\ \lambda \pi^I + (1 - \lambda) a_{2\pi} \end{bmatrix} \right) + C_I w_t,$$

where

$$\begin{aligned} A_I &\equiv \begin{bmatrix} 1 & \alpha \phi_\pi \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} \alpha \pi^I (\phi_\pi - 1) \\ 0 \end{bmatrix}, \quad B_I \equiv \begin{bmatrix} 1 & \alpha \phi_\pi \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} 1 & \alpha \\ 0 & \beta \end{bmatrix}, \\ C_I &\equiv \begin{bmatrix} 1 & \alpha \phi_\pi \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}^{-1}. \end{aligned}$$

3.2 Learning

As shocks follow iid processes, parameter a_2 is estimated by the sample mean of y_t , which is represented by a recursive algorithm:

$$a_{2t} = a_{2,t-1} + t^{-1} (T(a_{2,t-1}) - a_{2,t-1}),$$

where $T(a_2)$ is the map from the PLM to the ALM:

$$T(a_2) \equiv A_I + B_I \begin{bmatrix} \lambda x^I + (1 - \lambda) a_{2x} \\ \lambda \pi^I + (1 - \lambda) a_{2\pi} \end{bmatrix}.$$

The convergence of the algorithm is governed by the associated ordinary differential equation (ODE):

$$\frac{da_2}{d\tau} = T(a_2) - a_2, \quad (10)$$

where τ denotes the notional time.

Proposition 2 *The fixed point of ODE (10) is equal to the targeted steady state (5).*

Note that the fixed points of the other parameters c_2 are C_I . For the existence of this steady state, Eq. (8) must be satisfied.

At the fixed point, the average of forecast (9) is equal to the targeted steady state. The targeted steady state equilibrium is

$$\begin{aligned} \begin{bmatrix} x_t \\ \pi_t \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} x^I \\ \pi^I \end{bmatrix} + C_I w_t, \\ i_t - E_t^* \pi_{t+1} &= r \end{aligned}$$

If the ODE is locally asymptotically stable, parameter a_2 converges to the fixed point under least-squares learning and the economy is determined by the process (10). Under the assumption that shocks follow an iid processes, the other parameter c_2 also converges to their fixed points (see Evans et al., 2008). In this case, the targeted steady state is said to be locally stable under learning.

This steady state exists if the effective lower bound binds (8).

The ODE is locally stable if and only if its Jacobian has all eigenvalues with negative real parts. The stability conditions imposed on the structural parameters are as follows (see Appendix A):

$$\phi_\pi > 1 - \frac{\lambda(1 - \beta(1 - \lambda) + \alpha\kappa)}{\alpha\kappa}. \quad (11)$$

We find that the condition imposed on monetary policy parameter ϕ_π is relaxed by an improvement in the credibility of the central bank. In this sense, the credibility of the central bank improves the expectational stability of the targeted steady state. As Eq. (11) is less stringent than the Taylor principle ($\phi_\pi > 1$),

Proposition 3 *If and only if $r + \pi^I - i^U \geq 0$, the targeted steady state (5) exists and is locally stable under learning regardless of the degree of central bank credibility.*

4 Low steady state

Next, we consider the steady state where the nominal interest rate is fixed at the effective lower bound $i_t = i^U$. We examine the stability of the steady state in the presence of imperfectly credible inflation targeting. This situation corresponds to that of many inflation-targeting countries, particularly Japan. This is similar to Arifovic et al. (2018)'s assumption of a perpetual liquidity trap.

4.1 Expectations formation

Suppose that Type 1 agents are informed of the steady states of the inflation rate and output gap from inflation targeting. In this case, agents of Type 1 specify a PLM:

$$y_t = a_1 + c_1 w_t,$$

where $a_1 \equiv (x^I, \pi^I)'$; that is, agents fix the first element of a_1 at the inflation-output gap target (x^I, π^I) . Then, their forecast is

$$E_{1t}^* y_{t+1} = (x^I, \pi^I)'.$$

Type 2 agents do not believe the inflation target, but specify the following PLM:

$$y_t = a_2 + c_2 w_t,$$

where $a_2 \equiv (a_{2x}, a_{2\pi})'$ and c_2 is a 2×2 matrix of constant terms for w_t and agents must estimate (a_2, c_2) . Then, their forecast is

$$E_{2t}^* y_{t+1} = (a_{2x}, a_{2\pi})'.$$

Therefore, the average of both types of forecasts is

$$\begin{aligned} E_t y_{t+1} &= \lambda E_{1t}^* y_{t+1} + (1 - \lambda) E_{2t}^* y_{t+1} \\ &= \begin{bmatrix} \lambda x^I + (1 - \lambda) a_{2x} \\ \lambda \pi^I + (1 - \lambda) a_{2\pi} \end{bmatrix}, \end{aligned}$$

and the ALM on the zero lower bound is

$$y_t = \left(A_U + B_U \begin{bmatrix} \lambda x^I + (1 - \lambda) a_{2x} \\ \lambda \pi^I + (1 - \lambda) a_{2\pi} \end{bmatrix} \right) + C_U w_t. \quad (12)$$

where

$$\begin{aligned} A_U &\equiv \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} \alpha(r - i^U) \\ 0 \end{bmatrix}, \quad B_U \equiv \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} 1 & \alpha \\ 0 & \beta \end{bmatrix}, \\ C_U &\equiv \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}^{-1}. \end{aligned}$$

4.2 Learning

As v_t follows an iid process, parameter a_2 is estimated by the sample mean of y_t , which is represented by a recursive algorithm:

$$a_{2t} = a_{2,t-1} + t^{-1} (T(a_{2,t-1}) - a_{2,t-1}),$$

where

$$T(a_2) \equiv A_U + B_U \begin{bmatrix} \lambda x^I + (1 - \lambda) a_{2x} \\ \lambda \pi^I + (1 - \lambda) a_{2\pi} \end{bmatrix}.$$

The convergence of the algorithm is governed by the following ODE:

$$\frac{da_2}{d\tau} = T(a_2) - a_2.$$

The ODE is locally stable if and only if its Jacobian,

$$D(T(a_2) - a_2) = (1 - \lambda) B_U - I_2.$$

has all eigenvalues with negative real parts. Appendix B proves the stability condition:

$$\lambda - (1 - \lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda) > 0.$$

Proposition 4 *The low steady state (6) is locally stable under learning if*

$$\lambda > \frac{1}{2\beta} \left(\sqrt{(1 - \beta + \alpha\kappa)^2 + 4\alpha\kappa\beta} - (1 - \beta + \alpha\kappa) \right) > 0, \quad (13)$$

otherwise, the steady state is locally unstable.

The lower bound of the condition is calibrated as 0.51 for $(\alpha, \kappa, \beta) = (1/1.45, 0.77, 0.99)$, 0.42 for $(4, 0.075, 0.99)$, and 0.20 for $(0.164, 0.3, 0.99)$. This implies that the bound is highly plausible. If a part of agents believe in the inflation target, the low steady state can be stable under learning. If all agents believe the target, the fixed point of a_{1x} does not exist, and the low steady state does not exist. If no agents believe the target, the fixed point does exist, but the stability condition of Type 2 agents is not satisfied.

4.3 Fixed point

The fixed point of the ODE is

$$\begin{aligned}
a_{1x} (= E_1^* x_{t+1}) &= x^I = \left(\frac{1-\beta}{\kappa} \right) \pi^I, \\
a_{1\pi} (= E_1^* \pi_{t+1}) &= \pi^I, \\
a_{2x} (= E_2^* x_{t+1}) &= x^I + \frac{\alpha(1-\beta(1-\lambda))}{\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} (r + \pi^I - i^U) \\
&= x^U + \lambda \frac{\alpha\kappa + (1-\beta)(1-\beta(1-\lambda))}{\kappa(\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda))} (r + \pi^I - i^U), \\
a_{2\pi} (= E_2^* \pi_{t+1}) &= \pi^I + \frac{\alpha\kappa}{\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} (r + \pi^I - i^U) \\
&= \pi^U + \lambda \frac{1-\beta(1-\lambda) + \alpha\kappa}{\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} (r + \pi^I - i^U).
\end{aligned}$$

Note that $(a_{2x}, a_{2\pi})$ converge to (x^U, π^U) as $\lambda \rightarrow 0$, but do not converge to (x^I, π^I) as $\lambda \rightarrow 1$.

The steady state forecasts are

$$\begin{aligned}
E_1^* y_{t+1} &= (x^I, \pi^I)', \\
E_2^* y_{t+1} &= \begin{bmatrix} x^I \\ \pi^I \end{bmatrix} + \frac{\alpha(r + \pi^I - i^U)}{\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} \begin{bmatrix} 1 - \beta(1-\lambda) \\ \kappa \end{bmatrix} \\
&= \begin{bmatrix} x^U \\ \pi^U \end{bmatrix} + \frac{\lambda(r + \pi^I - i^U)}{\kappa(\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda))} \begin{bmatrix} \alpha\kappa + (1-\beta)(1-\beta(1-\lambda)) \\ \kappa(\alpha\kappa + 1 - \beta(1-\lambda)) \end{bmatrix}.
\end{aligned}$$

The average of the forecasts of both types is

$$\begin{aligned}
E^* y_{t+1} &= \begin{bmatrix} x^I \\ \pi^I \end{bmatrix} + \frac{\alpha(1-\lambda)(r + \pi^I - i^U)}{\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} \begin{bmatrix} 1 - \beta(1-\lambda) \\ \kappa \end{bmatrix} \\
&= \begin{bmatrix} x^U \\ \pi^U \end{bmatrix} + \frac{\lambda(r + \pi^I - i^U)}{\kappa(\lambda - (1-\lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda))} \begin{bmatrix} (1-\beta)(1-\beta(1-\lambda)) + \alpha\kappa\beta(1-\lambda) \\ \kappa(1-\beta(1-\lambda)) \end{bmatrix}.
\end{aligned}$$

At this steady state, $E_1^* i_{t+1} = i^I$ (that is, Type 1 agents do not know i^U and believes that the central bank can achieve i^I (less than i^U) consistent with its inflation target π^I). From $E_2^* i_{t+1} = i^U$, the average of nominal interest rate expectations is:

$$\begin{aligned}
E^* i_{t+1} &= \lambda i^I + (1-\lambda) i^U \\
&= i^U + \lambda (r + \pi^I - i^U).
\end{aligned}$$

If $r + \pi^I - i^U \leq 0$,

$$i = i_L > E^* i_{t+1}.$$

This implies that interest rates are expected to fall (i.e., a downward sloping yield curve).

Substituting these results into ALM (12), the steady state equilibrium is obtained as follows:

$$y_t = E_{2t}^* y_{t+1} + C_U w_t.$$

The steady state is equal to Type 2 expectations:

$$y = E_2^* y_{t+1},$$

and the steady state real interest rate is

$$i - E^* \pi_{t+1} = r - \frac{\lambda(1 - \beta(1 - \lambda))}{\lambda - (1 - \lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} (r + \pi^I - i^U).$$

Note that even if all agents form their expectations at the inflation-output target ($\lambda = 1$), the low steady state is not equal to the targeted steady state.

The low steady state exists if the effective lower bound binds (8), that is,

$$i^U > i^I + \phi_\pi (\pi - \pi^I) \\ (r + \pi^I - i^U) \left(1 + \frac{\alpha\kappa\phi_\pi}{\lambda - (1 - \lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda)} \right) < 0.$$

Proposition 5 *Under stability condition (13), the low steady state (6) exists if and only if*

$$i^I = r + \pi^I < i^U. \quad (14)$$

In summary, the low steady state exists under the stability condition (13) and the existence condition (14). This suggests that a long-run liquidity trap always occur when two situations occur simultaneously: first, the nominal interest rate target i^I is less than the effective lower bound i^U ; second, the central bank is partly credible enough to ensure the stability of the low steady state.

Proposition 6 *If and only if the stability condition (13) and the existence condition (14) are satisfied, the low steady state exists and is stable under learning and has the following feature:*

$$y = E_2^* y_{t+1} < E^* y_{t+1} < y^U < E_1^* y_{t+1} = y^I, \\ i - E^* \pi_{t+1} > r.$$

The steady state increases and approaches the targeted steady state y^I as the credibility of the central bank improves.

If $r + \pi^I - i^U < 0$,

$$\begin{aligned} \frac{dE^*y_{t+1}}{d\lambda} &> 0, \\ E^*y_{t+1} &= \begin{cases} y^I & \text{if } \lambda = 1 \\ -\infty & \text{if } \lambda - (1 - \lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda) \rightarrow +0 \end{cases} \end{aligned}$$

and

$$\begin{aligned} \frac{dy}{d\lambda} &= \frac{dE_2^*y_{t+1}}{d\lambda} > 0, \\ y &= E_2^*y_{t+1} = \begin{cases} y^U + (r + \pi^I - i^U) \left[\frac{\alpha + \frac{1-\beta}{\kappa}}{\alpha\kappa + 1} \right] & \text{if } \lambda = 1 \\ -\infty & \text{if } \lambda - (1 - \lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda) \rightarrow +0 \end{cases}. \end{aligned}$$

Note that even if $\lambda = 1$, $y = E_2^*y_{t+1}$ does not converge to y^I because the steady state is a liquidity trap.

4.4 Findings

These findings are consistent with empirical results in literature.

4.4.1 Existence of the low steady state

First, we find that if $r + \pi^I - i^U < 0$, the low steady state cannot exist under rational expectations (see Benhabib et al., 2001), but it does exist under learning. This steady state may correspond to the *secular stagnation hypothesis*, defined by Summers (2013, 2014) as a persistently low or negative natural rate of interest leading to a chronically binding zero lower bound (ZLB) (theoretically see Eggertsson et al., 2019). This is a self-confirming equilibrium for Type 2 agents ($y = E_2^*y_{t+1}$). This steady state is more deflationary than that under rational expectations ($y < y^U$). The steady-state nominal interest rate reaches the lower bound ($i = i^U$), but remains greater than the nominal interest rate target ($i = i^U > i^I$). As a result, the steady-state real interest rate $i - E^*\pi_{t+1}$ is greater than the natural rate r . This leads to a more deflationary situation. The real interest rate decreases as the credibility of the central bank improves ($d(i - E^*\pi_{t+1})/d\lambda < 0$).

4.4.2 Stable liquidity trap

Second, we find that the low steady state can be expectationally stable if the credibility of the inflation target λ satisfies condition (13). If the central bank is credible for Type 1 agents, their expectations are fixed at the target so that Type 2 agents' expectations formation governs the expectational stability of the low steady state. If the inflation-output target is credible for some agents, the low steady state becomes expectationally stable.

If the low steady state is stable, then a deflationary spiral does not occur. The literature shows that the low steady state is not expectationally stable, so that the economy diverges from the steady state unboundedly. Actually, real economies do not exhibit a deflationary spiral. As a reason for this, Gorodnichenko and Sergeyev (2021) consider the existence of a lower bound on inflation expectations (the zero lower bound on inflation expectations). Instead, our study assumes that people's expectations are fixed by inflation targeting.

4.4.3 Upward bias in inflation expectations

Third, if the low steady state exists and is expectationally stable, the average expectations are upward biased against the steady state, $E^*y_{t+1} > y$. While Type 2 agents form expectations based on available data, Type 1 agents believe that the inflation-output target is the steady state of the economy. Central bank credibility λ increases the proportion of Type 1 agents and the upward bias in inflation expectations ($d(E^*y_{t+1} - y)/d\lambda > 0$).

The upward bias is a typical feature of the empirical observations of inflation expectations. Afhoff et al. (2021) find that using Euro area data, the unconventional monetary policy of the European Central Bank raised short-term inflation expectations, but had no lasting impact on inflation or economic activity in the Euro area. Gorodnichenko and Sergeyev (2021) find that in low-inflation countries (especially Japan), households often form inflation expectations well above the inflation target and less deflationary expectations. Hori and Kawagoe (2013) find an upward bias in Japanese households' inflation expectations in the 2000s. Weber et al. (2022) find evidence that firms' and households' cognitive abilities lead to higher inflation expectations.

Capistrán and Timmermann (2009) provide a preference-based theory that explains biases in inflation expectations by using asymmetries in preferences. Baqaee (2020) depends on ambiguity aversion. Afrouzi and Veldkamp (2020)

provide a belief-based explanation that parameter uncertainty over positively skewed distributions leads to a systematic upward bias in people’s beliefs about inflation. Gorodnichenko and Sergeyev (2021) derive an upward bias by assuming an exogenous zero lower bound on inflation expectations.

The novelty of our results lies in deriving the upward bias under imperfect central bank credibility in the plausible expectations framework. Recent experience with unconventional monetary policies has cast doubt on the credibility of central banks and their inflation-targeting policies. Adaptive learning models have been confirmed to explain the dynamics of recent inflation persistence and inflation expectations. We show that in this situation, a upward bias in inflation expectations can occur during periods of negative natural rates. This finding is consistent with the upward bias observed after the global financial crisis and during Japan’s past three decades.

4.4.4 Heterogeneous expectations

Fourth, the heterogeneity in expectations persists at a steady state. For the targeted steady state, even if Type 2 agents do not believe the inflation target, their expectations can converge to the targeted steady state in the presence of Type 1 agents believing the target. On the other hand, for the low steady state, even if Type 1 expects the realization of the targeted steady state in the future, Type 2’s expectations converge to the low steady state. Heterogeneity in expectations decreases in central bank credibility ($d(E_1^*y_{t+1} - E_2^*y_{t+1})/d\lambda < 0$). However, a liquidity trap with imperfectly credible inflation targeting holds heterogeneity under learning.

Long-term heterogeneity in expectations is observed in deflationary countries. Hori and Kawagoe (2013) find similar heterogeneity among Japanese households. Hattori and Yetman (2017) confirm that the dispersion of inflation expectations among Japanese professional forecasters is larger than in the U.S. and Canada. Diamond et al. (2020) focus on the deflationary period since 1995 and find that Japanese households’ inflation expectations differ from each other based on their individual inflation experiences. Our results are consistent with these empirical findings.

5 Simulation

We illustrate the stability of the low steady state under inflation targeting using real-time simulations. We set deep parameters as $(\alpha, \beta, \kappa) = (1/1.45, 0.99, 0.77)$, $\phi_\pi = 1.5$, $\pi^I = 0.5$, $r = -1.0$, $\lambda = 0.7$.

Figure 3 illustrates the instability of the equilibrium without inflation targeting. We simulate the updating of the parameter estimates (a, c) in recursive least-squares estimations and the corresponding paths for the temporary equilibrium (x_t, π_t) . The initial values for the parameters and equilibria are set at the fixed points, each of which is indicated by the horizontal solid line in each panel. A decreasing-gain algorithm is used in the simulation.³ The shock v_t follows $N(0, 1)$.

As previously clarified, the low steady-state equilibrium is unstable in the absence of inflation targeting. The constant terms of Type 2 $a_2 = (a_{2x}, a_{2\pi})'$ diverge from the fixed points and explode with equilibrium paths. This explosion then destabilizes the updating of average $a = (a_x, a_\pi)$ and coefficients c , leading to further economic fluctuations.

Figure 4 shows the corresponding simulation in the presence of inflation targeting, under which parameter $a_1 = (a_{1x}, a_{1\pi})$ is fixed at the inflation-output target (x^I, π^I) . We see that inflation targeting stabilizes agents' expectations formation. The constant term parameters of Type 2 and the average a converge to the fixed point. This leads to fast convergence of the other parameter estimates, making the economy stable around the steady state.

6 Discussion

In light of previous results, what possible solutions can be considered for Japan's liquidity trap? One possible solution may be to raise the inflation target. Proposition 5 suggests that if π^I is as high as to violate the condition (14), there will be no stable low steady state. In an economy with a low natural rate of interest r , the inflation target should be raised by that amount so that the targeted nominal interest rate i^I exceeds its lower bound i^U . This ensures that the intended steady state is uniquely stable.

³Following Evans and McGough (2020), we use a decreasing gain sequence with $\gamma_t = t^{-0.8}$ rather than $\gamma_t = t^{-1}$ to increase the speed of convergence.

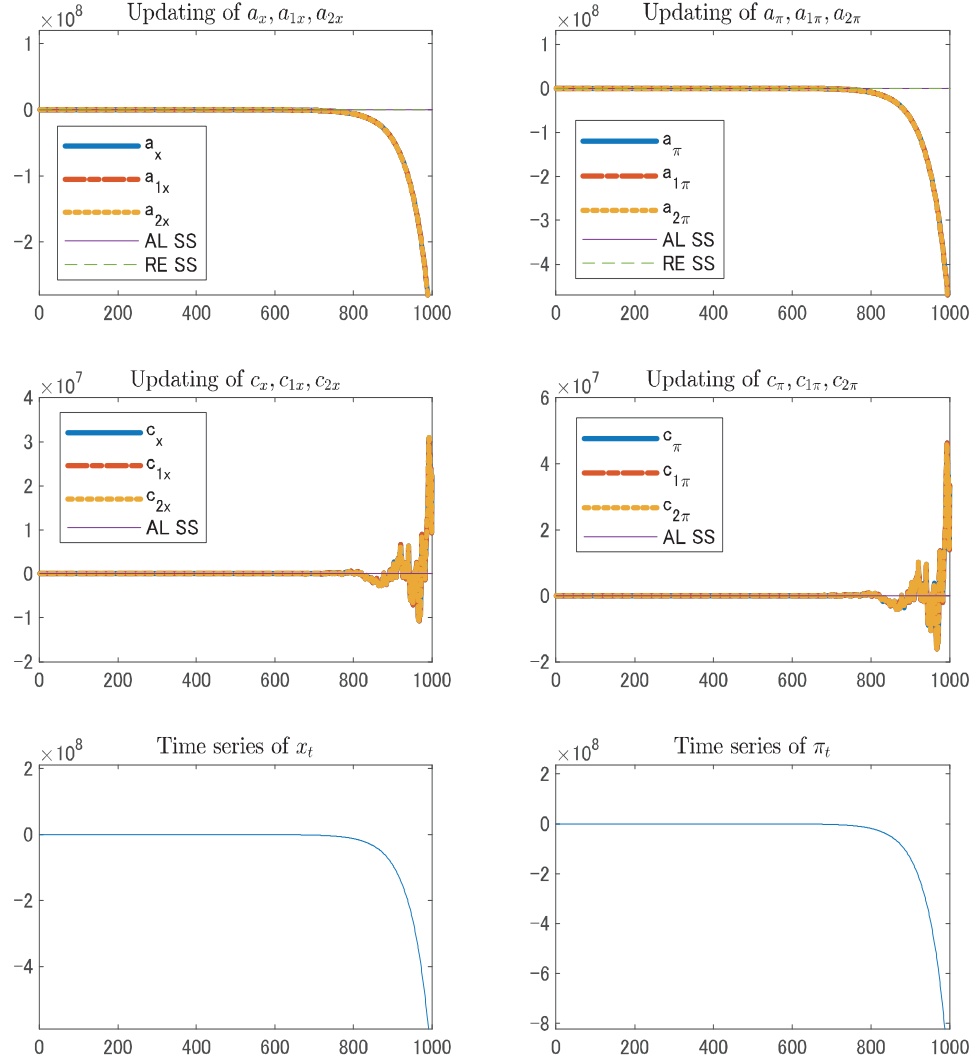


Figure 3: Simulation without inflation targeting for (a, c) (top six panels) and (x, π) (bottom two panels). “AL SS” and “RE SS” represent the fixed point under adaptive learning and the steady state under rational expectations, respectively. $(\alpha, \beta, \kappa) = (1/1.45, 0.99, 0.77)$. $\phi_\pi = 1.5$, $\pi^I = 0.5$, $r = -1.0$, $\lambda = 0.7$.

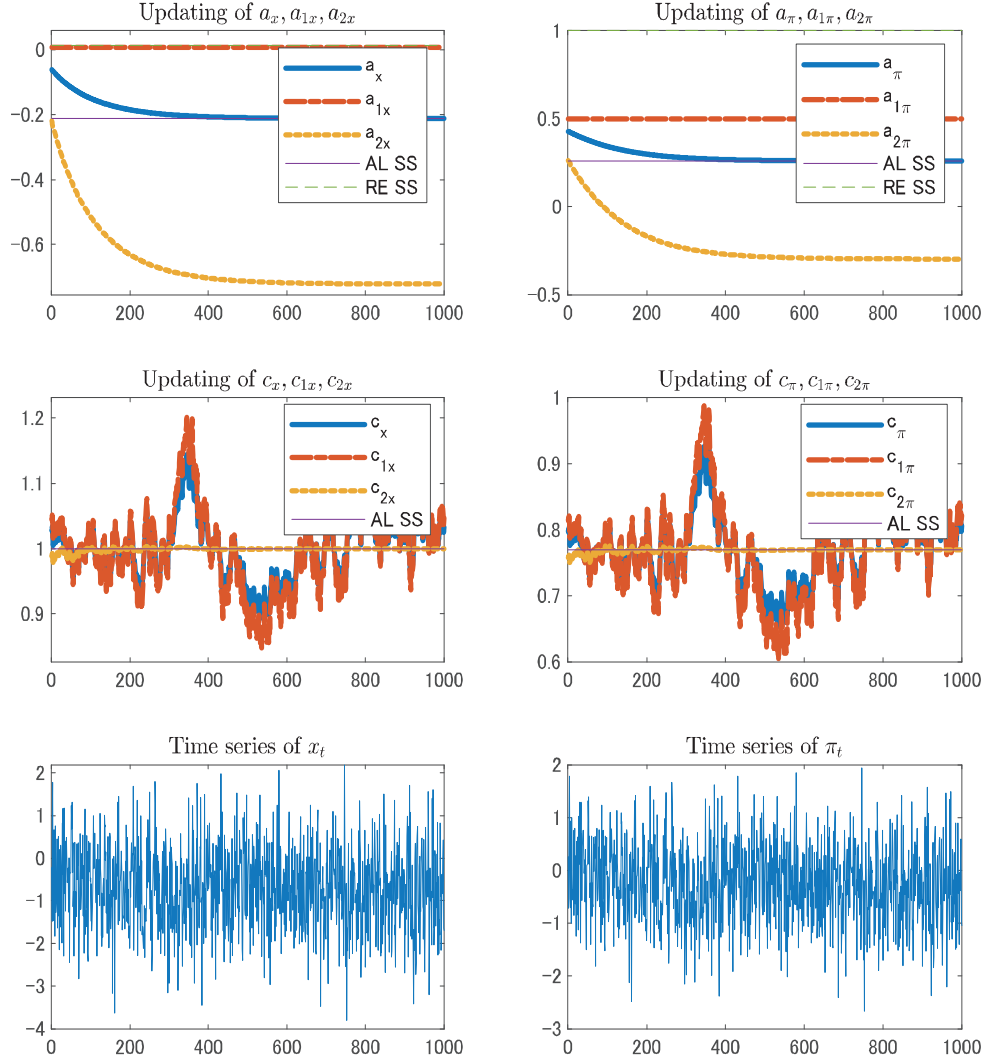


Figure 4: Simulation with inflation targeting for (a, c) (top six panels) and (x, π) (bottom two panels). “AL SS” and “RE SS” represent the fixed point under adaptive learning and the steady state under rational expectations, respectively. $(\alpha, \beta, \kappa) = (1/1.45, 0.99, 0.77)$. $\phi_\pi = 1.5$, $\pi^I = 0.5$, $r = -1.0$, $\lambda = 0.7$.

Another possible solution is to make agents' expectations formation flexible. Equation (13) indicates that the low steady state is stable if many agents anchor their expectations to the inflation target. Conversely, if agents deanchor and update their expectations each period, the low steady state should be unstable, making the intended steady state uniquely stable.

The recent upward trend in Japanese inflation can be explained by the de-anchoring of people's expectations. This may have been triggered by rising oil prices and the depreciation of the yen, which may have led people to believe that prices can fluctuate. Even if these fluctuations are temporary, the de-anchoring of expectations may help the Japanese economy to leave the liquidity trap and converge to the intended steady state.

On the other hand, since the Bank of Japan (BOJ) introduced inflation targeting in 2013, no clear inflation was realized. The BOJ has sought to raise people's inflation expectations by introducing "forward guidance," "quantitative and qualitative easing," and "yield curve control." However, market interventions have been exclusively through government bonds, with only a few interventions through risk assets. In contrast, since the global financial crisis of the late 2000s, the Federal Reserve has actively intervened not only through government bonds but also through risk assets such as mortgage-backed securities. While it would be prudent to exercise caution in implementing similar policies immediately in Japan, it would nevertheless be beneficial to consider them in order to bring an end to a quarter of a century of the liquidity trap.

7 Conclusion

This paper has re-examined the stability of a liquidity trap under adaptive learning. We assume that the central bank announces an inflation target that anchors agents' expectations at the target. We examine whether the liquidity trap steady state is expectationally stable in the presence of inflation targeting. We also consider the case where the central bank (or inflation targeting) is imperfectly credible such that agents' expectations are imperfectly anchored. We then examine how the stability of the liquidity trap is affected by the degree of central bank credibility. In addition, we clarify the characteristics of the liquidity trap.

This paper finds that the liquidity trap can be expectationally stable in the presence of inflation targeting. The targeted steady state is always stable

under learning regardless of the degree of central bank credibility, while the low steady state becomes stable if the central bank is highly credible and the natural rate of interest is negative. In the stable liquidity trap, the economy exhibits an upward bias in inflation expectations and heterogeneous inflation expectations. These findings are consistent with empirical evidence.

Future research will examine the stability of a liquidity trap in a situation where agents fix their long-run inflation expectations at the level of the liquidity trap. It is argued that Japan's deflationary experience of more than two decades has created a "social norm" that prices will not rise. We need to clarify whether such a fixed expectations formation leads the economy into a long-run liquidity trap.

Appendix

A Stability condition of the targeted steady state

The Jacobian is,

$$D(T(a_2) - (a_2)) = \frac{1}{\alpha\kappa\phi_\pi + 1} \begin{bmatrix} \lambda - (\alpha\kappa\phi_\pi + 1) & 1 - \lambda & \alpha(1 - \lambda)(1 - \beta\phi_\pi) \\ \lambda & 1 - \lambda - (\alpha\kappa\phi_\pi + 1) & \alpha(1 - \lambda)(1 - \beta\phi_\pi) \\ \kappa\lambda & \kappa(1 - \lambda) & (1 - \lambda)(\beta + \alpha\kappa) - (\alpha\kappa\phi_\pi + 1) \end{bmatrix}.$$

The Routh-Hurwitz stability criterion suggests that the ODE is stable if and only if the Jacobian has a characteristic polynomial,

$$\det(\gamma I - A) = \gamma^2 + \alpha_1\gamma + \alpha_0,$$

in which γ is either of the eigenvalue of the Jacobian and the coefficients satisfy

$$\alpha_0 > 0, \quad \alpha_1 > 0.$$

These provide

$$\begin{aligned} \phi_\pi &> 1 - \frac{\lambda(1 - \beta(1 - \lambda) + \alpha\kappa)}{\alpha\kappa}, \\ \phi_\pi &> 1 - \frac{\lambda(1 - \beta(1 - \lambda) + \alpha\kappa)}{\alpha\kappa} - \frac{(1 - \lambda)(1 - \beta + \alpha\kappa + 2\beta\lambda)}{2\alpha\kappa}. \end{aligned}$$

The second condition is redundant, and the first condition is a unique sufficient and necessary condition for the stability of the ODE. This condition is more relaxed than $\phi_\pi + \lambda > 1$ (that is, the condition under the announcement of only the inflation target π^I).

B Stability condition of the low steady state

The Jacobian is,

$$D(T(a_2) - a_2) = (1 - \lambda) B_U - I_2.$$

The Routh-Hurwitz stability criterion suggests that the ODE is stable if and only if the Jacobian has a characteristic polynomial,

$$\det(\gamma I - A) = \gamma^2 + \alpha_1 \gamma + \alpha_0,$$

in which γ is either of the eigenvalue of the Jacobian and the coefficients satisfy

$$\alpha_0 > 0, \quad \alpha_1 > 0.$$

That is,

$$\begin{aligned} \lambda - (1 - \lambda)(\alpha\kappa + \beta\lambda) &> 0, \\ \lambda - \frac{\beta + \alpha\kappa - 1}{\beta + \alpha\kappa + 1} &> 0. \end{aligned}$$

These conditions are simplified as follows:

$$\lambda > \frac{1}{2\beta} \left(\sqrt{(1 - \beta + \alpha\kappa)^2 + 4\alpha\kappa\beta} - (1 - \beta + \alpha\kappa) \right) > 0,$$

which is the unique sufficient and necessary condition of the stability of the ODE.

References

- AFROUZI, H. AND L. VELDKAMP (2020): “Biased Inflation Forecasts,” *mimeo*, 1–22.
- ARIFOVIC, J., S. SCHMITT-GROHÉ, AND M. URIBE (2018): “Learning to live in a liquidity trap,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 89, 120–136.

- ARUOBA, S. B., P. CUBA-BORDA, AND F. SCHORFHEIDE (2018): “Macroeconomic Dynamics Near the ZLB: A Tale of Two Countries,” *Review of Economic Studies*, 85, 87–118.
- ASSHOFF, S., A. BELKE, AND T. OSOWSKI (2021): “Unconventional monetary policy and inflation expectations in the Euro area,” *Economic Modelling*, 102, 105564.
- BAQAEE, D. R. (2020): “Asymmetric inflation expectations, downward rigidity of wages, and asymmetric business cycles,” *Journal of Monetary Economics*, 114, 174–193.
- BENHABIB, J., S. SCHMITT-GROHÉ, AND M. URIBE (2001): “The Perils of Taylor Rules,” *Journal of Economic Theory*, 96, 40–69.
- BERNANKE, B. S., T. LAUBACH, F. S. MISHKIN, AND A. S. POSEN (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- BILBIE, F. O. (2022): “Neo-Fisherian Policies and Liquidity Traps,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14, 378–403.
- BRAND, C., M. BIELECKI, AND A. PENALVER (2018): “The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy,” *ECB Occasional Paper*.
- BULLARD, J. (2010): “Seven Faces of ”The Peril”,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92, 339–352.
- CANDIA, B., O. COIBION, AND Y. GORODNICHENKO (2022): “The Macroeconomic Expectations of Firms,” *NBER Working Paper Series*, 30042.
- CANDIA, B., M. WEBER, Y. GORODNICHENKO, AND O. COIBION (2023): “Perceived and Expected Rates of Inflation of US Firms,” *AEA Papers and Proceedings*, 113, 52–55.
- CAPISTRÁN, C. AND A. TIMMERMANN (2009): “Disagreement and Biases in Inflation Expectations,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 41, 365–396.
- CARVALHO, C., S. EUSEPI, E. MOENCH, AND B. PRESTON (2023): “Anchored Inflation Expectations,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 15, 1–47.

- COCHRANE, J. H. (2018): “Michelson-Morley, Fisher, and Occam: The Radical Implications of Stable Quiet Inflation at the Zero Bound,” *NBER Macroeconomics Annual*, 32, 113–226.
- CRUMP, R. K., S. EUSEPI, E. MOENCH, AND B. PRESTON (2023): “The term structure of expectations,” in *Handbook of Economic Expectations*, ed. by R. Bachmann, G. Topa, and W. van der Klaauw, Academic Press, chap. 17, 507–540.
- DIAMOND, J., K. WATANABE, AND T. WATANABE (2020): “THE FORMATION OF CONSUMER INFLATION EXPECTATIONS: NEW EVIDENCE FROM JAPAN’S DEFLATION EXPERIENCE,” *International Economic Review*, 61, 241–281.
- EGGERTSSON, G. B., N. R. MEHROTRA, AND J. A. ROBBINS (2019): “A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11, 1–48.
- EGGERTSSON, G. B. AND M. WOODFORD (2003): “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003, 139–233.
- ERCEG, C. J. AND A. T. LEVIN (2003): “Imperfect credibility and inflation persistence,” *Journal of Monetary Economics*, 50, 915–944.
- EUSEPI, S. (2007): “Learnability and monetary policy: A global perspective,” *Journal of Monetary Economics*, 54, 1115–1131.
- (2010): “Central Bank Communication and the Liquidity Trap,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 373–397.
- EUSEPI, S. AND B. PRESTON (2011): “Expectations, Learning, and Business Cycle Fluctuations,” *American Economic Review*, 101, 2844–2872.
- EVANS, G. W., E. GUSE, AND S. HONKAPOHJA (2008): “Liquidity traps, learning and stagnation,” *European Economic Review*, 52, 1438–1463.
- EVANS, G. W. AND S. HONKAPOHJA (2005): “Policy interaction, expectations and the liquidity trap,” *Review of Economic Dynamics*, 8, 303–323.
- EVANS, G. W. AND B. MCGOUGH (2018): “Interest-Rate Pegs in New Keynesian Models,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 50, 939–965.

- (2020): “Stable near-rational sunspot equilibria,” *Journal of Economic Theory*, 186, 104987.
- GORODNICHENKO, Y. AND D. SERGEYEV (2021): “Zero Lower Bound on Inflation Expectations,” *NBER Working Papers Series*, 29496.
- HATTORI, M. AND J. YETMAN (2017): “The evolution of inflation expectations in Japan,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 46, 53–68.
- HO, T.-K., Y.-C. LIN, AND K.-C. YEH (2021): “Alternative Monetary Policies Under Keynesian Animal Spirits,” *Macroeconomic Dynamics*, 25, 213–239.
- HOMMES, C. AND J. LUSTENHOUWER (2019a): “Inflation targeting and liquidity traps under endogenous credibility,” *Journal of Monetary Economics*, 107, 48–62.
- (2019b): “Managing unanchored, heterogeneous expectations and liquidity traps,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 101, 1–16.
- HORI, M. AND M. KAWAGOE (2013): “Inflation expectations of Japanese households: Micro evidence from a consumer confidence survey,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, 54, 17–38.
- KRUGMAN, P. (2000): “Thinking About the Liquidity Trap,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, 221–237.
- KRUGMAN, P. R. (1998): “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, 137.
- LUSTENHOUWER, J. (2021): “Unanchored Expectations: Self-reinforcing Liquidity Traps and Multiple Steady States,” *Macroeconomic Dynamics*, 25, 845–873.
- MALMENDIER, U. AND S. NAGEL (2016): “Learning from Inflation Experiences,” *Quarterly Journal of Economics*, 131, 53–87.
- MCCALLUM, B. (2001): “Inflation Targeting and the Liquidity Trap,” Tech. rep., National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- MEHROTRA, A. AND J. YETMAN (2018): “Decaying Expectations: What Inflation Forecasts Tell Us about the Anchoring of Inflation Expectations,” *International Journal of Central Banking*, 14, 55–101.

- MERTENS, K. R. S. M. AND M. O. RAVN (2014): “Fiscal Policy in an Expectations-Driven Liquidity Trap,” *Review of Economic Studies*, 81, 1637–1667.
- NAKAGAWA, R. (2022): “Inflation targeting, expectations formation, and macroeconomic stability,” *RISS Discussion Paper Series*, 104.
- OKAZAKI, Y. AND N. SUDO (2018): “Natural Rate of Interest in Japan – Measuring its size and identifying drivers based on a DSGE model –,” *Bank of Japan Working Paper Series*.
- ORPHANIDES, A. AND J. C. WILLIAMS (2005): “Inflation scares and forecast-based monetary policy,” *Review of Economic Dynamics*, 8, 498–527.
- SCHMITT-GROHÉ, S. AND M. URIBE (2017): “Liquidity Traps and Jobless Recoveries,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9, 165–204.
- SUMMERS, L. H. (2013): “Why Stagnation Might Prove to be the New Normal,” .
- (2014): “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, 49, 65–73.
- (2015): “Have we Entered an Age of Secular Stagnation? IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, Washington, DC,” *IMF Economic Review*, 63, 277–280.
- (2016): “The age of secular stagnation: What it is and what to do about it,” *Foreign affairs*, 95, 2–9.
- URIBE, M. (2022): “The Neo-Fisher Effect: Econometric Evidence from Empirical and Optimizing Models,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14, 133–162.
- VEIRMAN, E. D. (2009): “What Makes the Output-Inflation Trade-Off Change? The Absence of Accelerating Deflation in Japan,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 41, 1117–1140.
- WEBER, M., F. D’ACUNTO, Y. GORODNICHENKO, AND O. COIBION (2022): “The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications,” *The Journal of Economic Perspectives*, 36, 157–184.

企業・経営者の株価予測と金融市場

明治大学 商学部 専任教授 土屋 陽一

要 約

経済主体の期待は、その意思決定において基本的な役割を果たす。完全情報合理的期待（**FIRE**）モデルに基づく研究が多く行われてきた一方、近年の研究では**FIRE**モデルに反する証拠が数多く報告されている。企業の期待形成は近年注目を集めている。それらは、**FIRE**モデルに反する証拠を提供するだけでなく、企業の経済成長率予測は各企業の雇用・投資・生産と関連していることを示した。本研究は、経営トップのマクロ経済予測に関する期待形成の特徴を明らかにするために、日本経済新聞の新年調査からデータを収集し検証を行う。

本研究は、日本経済新聞社が毎年行う『新年調査』を用いる。調査結果は、新年の朝刊に発表される。調査対象は 20 人の経営トップ・CEO で、日経平均株価の最高値と最安値の予測を回答する。サンプル期間は 1962 年から 2023 年までである。調査回答者は日本を代表する企業の CEO である。ただし、編集者が任意に調査対象者を選ぶこと、注目度の高い新年号に掲載されることから、バイアスが存在する可能性がある点に留意する必要がある。

まず、平均予測誤差（MFE）、平均絶対誤差（AFE）、平方平均誤差（RMSE）の 3 つの代表的な誤差指標に基づき記述的な分析を行った。その結果、最高値予測は過少評価、最安値予測は過大評価の傾向があることが分かった。興味深い点として、バブル期以降の最安値予測の過大評価が顕著であることが挙げられる。次に、統計的分析として、予測の合理性を検証した。予測合理性の検定として代表的な Mincer-Zarnowitz 検定を用いて、以下の結果を得た。(1) サンプル期間、業種によらず合理性は棄却される、(2) 最高値予測が大きいほど過大予測となる傾向があり、最安値予測は一般的に過大となる傾向がある、(3) 最安値予測の過大評価はバブル期以降強まった。

本研究は、60 年以上におよぶ日本企業の経営トップの株価予測のパフォーマンスと合理性を検証した。最高値予測は過少となること、最安値予測は過大となる傾向が強いことが明らかとなった。特に、最安値予測はバブル期以降に過大となる傾向が強まった。これらの結果から、経営トップの株価予測は利用可能な情報を効率的に考慮したものとは言えず、一般投資家の投資判断において信頼でき

る情報とは言えない。したがって、経営トップの株価予測は、他の情報と組み合わせて利用することが重要であると示唆される。

企業・経営者の株価予測と金融市場

土屋陽一
明治大学商学部

概要

本研究は、日本経済新聞が毎年新年に発表する経営者 20 人の日経平均株価予測を用いて、企業の経営トップがどのように株式市場全体の予測を行っているかを検証するものである。過去 60 年分のデータを分析し、最高値と最安値の予測のバイアスや合理性を評価した。その結果、最高値予測は過少評価の傾向がある一方で、最安値予測は過大評価の傾向が強く、特にバブル崩壊以降はその傾向が顕著であることが明らかとなった。業種間での予測パフォーマンスの差異は小さく、いずれの業種においても予測は合理的でないことが示された。これらの結果から、経営トップの株価予測は必ずしも投資判断において信頼できる情報とは言えず、他の情報と組み合わせて利用することが重要であることが示唆される。

1 はじめに

経済主体の期待は、その意思決定を形作る上で重要な役割を果たす。そのため、期待がどのように形成されるかに大きな関心が払われつつ研究が行われてきた。研究のベンチマークとなる完全情報合理的期待（FIRE）モデルでは、経済主体は新しい情報を迅速かつ正確に取り入れて期待を調整すると想定する。しかしながら、近年の研究では FIRE モデルに反する証拠が数多く報告されており、FIRE モデルとは異なる想定を経済主体と仮定することが一般的になってきた。Coibion と Gorodnichenko（2015）の影響のある研究は、専門家予測のコンセンサス予測がニュースに対して過少反応する証拠を示した。一方で、個々の予測者の期待がニュースに対して過剰反応する可能性があることが示されており、経済主体の期待形成に注目が集まっている（Bordalo et al., 2020; Broer & Kohlhas, 2022）。

これまで最も活発に研究されてきた分野は、民間セクターの経済予測、中央銀行の経済予測、さらにそれらを比較する研究である（Romer & Romer, 2000, El-Shagi et al., 2016）。民間予測者に関する研究はとくに膨大で、Batchelor（2007）は G7 諸国における予測バイアスに焦点を当てながら、さまざまな仮説を包括的にレビューしている。Lamont（2002）と Laster et al.（1999）は、民間セクターの予測者の戦略的行動を検証し、戦略的行動の存在を明らかにした。Loungani（2001）は、先進国および発展途上国における実質 GDP 成長率の多数の民間セクター予測を評価した。他にも、専門家の予測と市場が示唆する予測を比較する研究（Benchimol, El-Shagi, 2020）、予測（または予測スプレッド）がマクロ経済の不確実性に関する情報を取り込んでいるかどうかを評価する研究（Bachmann, Elstner, Sims, 2013, Bloom, 2014, Rossi, Sekhposyan, 2015）などがある。

近年では、これまで分析されてこなかった企業の期待形成が盛んに研究されている。それらの研究が明らかにしたのは、企業の物価・失業率・経済成長率・為替レートに関する予測は FIRE モデルに反するということである。不完全情報モデルやベイズ更新モデルなどの代替モデルと整合的であることが示されてきた（Coibion et al., 2018）。企業の期待形成が注目を集めるのは、これらの期待が企業の経営および投資計画に影響を与え、ひいては企業のパフォーマンスに影響を与えるだけでなく（Kumar et al., 2023; Tanaka et al., 2020）、過度に楽観的な成長予測がマクロ経済全体の停滞を引き起こすという発見に基づいて

いる (Beaudry & Willems, 2022)。上記の問題意識を背景に、これまでの研究では、企業の期待形成においてどのようなニュースが重要な役割を果たし、企業がさまざまな種類のニュースにどのように反応するかが明らかにされてきた。Dovern et al. (2023) は、企業の総合的な生産予測が企業固有のローカル情報に過剰反応することを示した。Born et al. (2022a, 2022b) は、ニュースを企業固有のマイクロニュースと経済全体のマクロニュースに分けることで、企業の生産およびビジネス状況の期待がマイクロニュースに過剰反応し、マクロニュースに過少反応することを発見した。日本に関しては、企業の経済成長率予測が当該企業の雇用・投資・生産と関連していること、過度に楽観的または悲観的な予測を有する企業は利益率も生産性も低いことが示されている (Tanaka et al., 2020)。また、経営者の自社に関する収益予想が当該企業の投資行動を説明すること (Gennaioli et al., 2016) や経営者の自信過剰や楽観度が当該企業の投資行動に影響を与えること (Ben-David et al., 2013) が示された。

ところが、企業の経営トップのマクロ経済予測について明らかにした研究は見られない。これは主に、経営トップのマクロ経済に関する予測が調査されることが極めて限定的であるという利用可能性の問題に起因する。そこで、本研究では、日本経済新聞が毎年新年の記事に掲載している経営者 20 人による当該年度の日経平均株価予測（最高値と最安値）というユニークなデータを利用して、経営トップの株式市場全体の予測を検証する。新聞紙上で回答している経営者のほとんどは、日経平均株価の構成銘柄企業のトップであり、最も成功した、かつ最も影響力のあるビジネスパーソンであると考えられている。したがって、彼らの株価予測は、経営トップの期待形成という問題意識にとどまらない射程を有する。株式アナリスト、民間調査機関・エコノミスト、政策決定者・金融当局などの専門家だけでなく、一般投資家の注目も集めることから、金融市場における有益な情報・示唆を提供するものと考えられる。特に、情報収集に大きなコストをかけられない個人投資家は、経営者の株価予測を用いることで、株式市場の先行きを見通す情報を得ると考え自身の投資行動に役立てる可能性が高い。このような一般投資家への影響という観点からも、経営トップの株価予測の精度や特徴を明らかにすることには意義がある。

具体的には、次の二点を明らかにする。一点目は、CEO 予測のパフォーマンスを検証する。その際、業種による期待形成の差異が生じる可能性を考慮して、業種を 4 つ（製造業を素材型と加工型、非製造業を金融とその他、に分ける）に

分類した検証も行う。二点目として、予測が合理的であるかの統計的検証を行う。予測の合理性は、期待形成の研究において検証される重要な論点である。予測が合理的であるかは大きな意味を持つ。予測が合理的である場合、その予測は予測作成時点で利用可能な情報を利用して作成されており、かつ、バイアスをもたないことを意味する。したがって、CEO予測が優れていることを示唆することになる。一方、合理性が棄却される場合、CEO予測は利用可能な情報を利用しきれておらず改善の余地がある、または、バイアスを有することを意味する。

したがって、CEO 予測を利用する際には留意する必要があることになる。

本研究で得た結論は以下の通りである。一点目について、最高値予測のバイアスは小さいものの最安値予測は過大バイアスを持つこと、業種間による予測パフォーマンスはそれほど変わらないこと、最安値予測のほうが大きく予測を外すケースが多いこと、である。これらの結果からは、新年という状況だからと言ってCEO は特別に楽観的な予測を出しているわけではないことが分かる。また、CEO の株価予測が楽観的にとらえられるのは、株価はそれほど大きく下がらないという意味での楽観性から生じていると考えることができる。二点目について、日経平均株価予測は期間、業種を問わず合理的でないこと、バブル崩壊以降の最安値予測は過大となる傾向が強まったこと、さらに、以上の結果において業種間の差異は見られないこと、である。したがって、CEO予測のみを投資判断に利用することは得策ではなく、他の情報を考慮した上で利用する必要があることが示唆される。

本論文の構成は以下のとおりである。第2節では、分析に使用されるデータの説明を行う。第3節では、CEO予測のパフォーマンスを検証する。第4節ではCEO予測が合理的であるかを検証するための統計的方法論を紹介する。第5節では結果を提示し、その意味を議論する。最終節で本研究の結論をまとめ、本研究の限界を示す。

2 データ

本研究では、日本経済新聞社（以下、日経）が毎年新年の朝刊に発表している『新年調査』の日経平均株価予測を用いる。日経の編集者は当該調査のために12月に40人の経営トップ・CEOを選び、2つのグループに分ける¹。日経は

¹ 日経の編集者は、読者が誰の意見を聞きたいかに基づき、また回答者の業界分布を考慮して、調査対象者を主観的に選ぶ。

一つのグループの 20 人²の CEO に来年の日経平均株価の予測（最高値と最安値）を依頼する。もう一つの 20 人の CEO には、日本経済のマクロ経済指標（GDP成長率や為替レート）の予測を依頼する。調査結果は、予測と回答の説明、および彼らの写真とともに 2 ページの特別レポートとして掲載される。マクロ経済指標に対する調査項目は時とともに変化するため、日経平均株価予測に焦点を当てる。

『新年調査』は 1962 年公表のものから現在まで続いており、60 年を超えるデータの蓄積がある点が特徴である。本研究では 2023 年調査までを含める。この新年の特別レポートは普通の読者だけでなく、日本企業の役員や証券アナリストなどの専門家も注目しており、高く評価されている。この調査の回答者であることは CEO にとって名誉なことと考えられているため、各 CEO は非合理的な予測を避けるために強い努力を払うと想定される³。以上のような注目度の高さから、CEO は予測を真剣に受け止める傾向があり、提出された予測は主に CEO 自身によって行われたものであるか、少なくともスタッフが個人的な予測として提出することを許可していると考えられる。さらに、当該調査は個人の識別が可能である点もメリットである。対照的に、民間調査機関・エコノミストの調査は回答者が明らかにされないため、個人の識別ができないという問題が生じる。また、予測を検証する際に問題となる予測期間の重複が生じない点は、計量経済学的な分析にとってのメリットとなる。

一方で、当該調査から得られた予測にはいくつかの弱点がある。回答者のほとんど全員は、各業種のトップ企業や東京証券所プライム市場に上場されている日本を代表する企業の CEO である。そのため、選ばれた CEO はすべて成功したビジネスマンであることから、類似の予測をする可能性がある。さらに、新年の朝刊に掲載されるという状況から、戦略的な予測行動の可能性も考えられる（Laster et al., 1999）。例えば、CEO は自分の予測が自社の業績に与える影響を心配するかもしれない。証券会社の CEO は収益に悪影響を与えないように意図的に楽観的な予測をする可能性がある。調査対象として選ばれた CEO は影響力のあるビジネスパーソンであるため、株式市場に対して否定的なシグナルを提供することに消極的かもしれない。したがって、CEO は楽観的である可能性

² 1962 年から 1964 年の調査では、30 人の経営トップが回答している。

³ CEO は予測を提出した後に日経平均株価が大きく動いた際、一度提出した予測を修正して再提出することがある(Inoue et al., 2012)。

が高い。また、CEO は成功したビジネスパーソンとして均質であるだけでなく、新年に発表される調査という状況の下でさらに均質になる可能性がある。CEO は自分の予測によって恥をかきたくないと考える可能性があるため、独自の予測を報告するのではなく、保守的な予測を回答するかもしれない。1 年後には予測が正しかったかどうかを検証されることはない。しかし、予測が他と大きく異なる場合、その理由を説明する必要があるかも知れない。その結果、同一調査内で見た場合、CEO 予測は変動しない可能性がある。

なお、本研究では固定効果モデルを用いて分析を行うため、調査回答数が 2 以上の CEO 予測を用いる。また、少数の回答者は CEO ではなく、エコノミスト・株式アナリストであるため、これらの回答者もサンプルから除外する。以上より、サンプルは 1170、CEO は 227 人を分析対象とする。図 1 は各 CEO の調査回答数を示している。多くの CEO は 2 から 4 回の回答にとどまっており、平均回答数は 5 程度である。一方で、最大回答数は 32 回、20 回を超える回答数の CEO も 4 人存在する。図 2 は CEO の産業構成を示している。なお、本研究では日本銀行「短期経済観測」の産業分類を用いて、企業を製造業と非製造業に分けて、製造業を素材型 (Basic materials) と加工型 (Processing) に、非製造業を金融業 (Finance) とその他 (Non-manufacturing (excl Finance)) に、分類した。227 人の CEO のうち 40% 程度が金融業の CEO である。金融業を除いた非製造業は 20% 強の割合を占めており、非製造業の CEO が 60% を超える割合となっている。製造業は素材型が 10% 強、加工型が 20% 台後半となっている。CEO の産業構成は金融業が相対的に多くなっているものの、非製造業が製造業よりも多く、加工型が素材型よりも多い、など日本の産業構造と大きく矛盾していないことが分かる。

図 1. 各 CEO の調査回答数

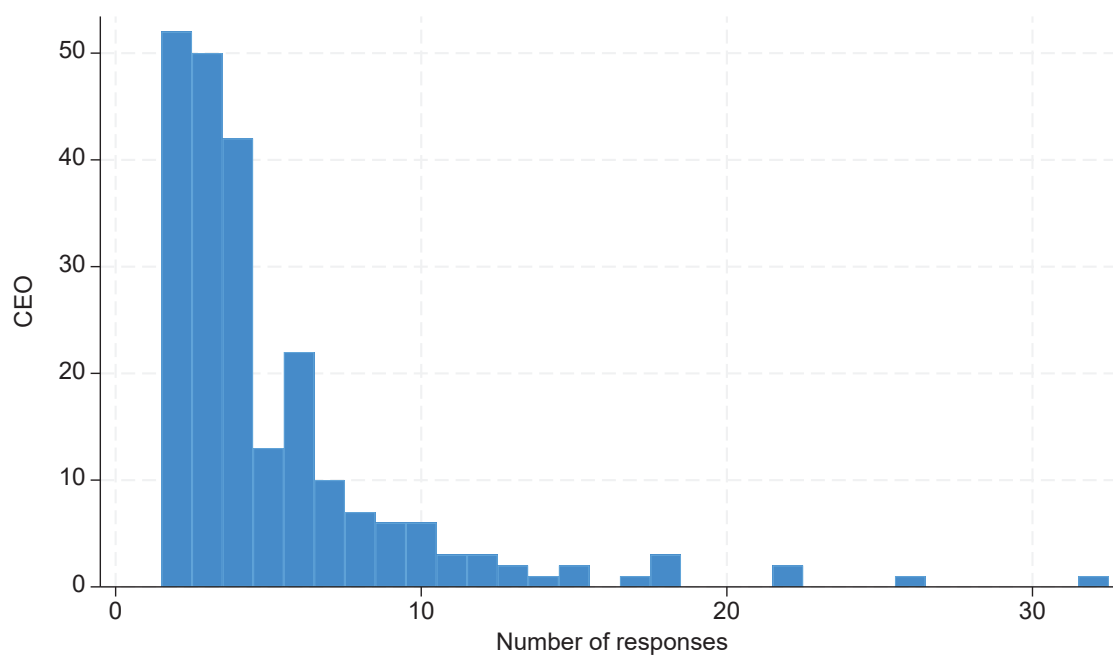
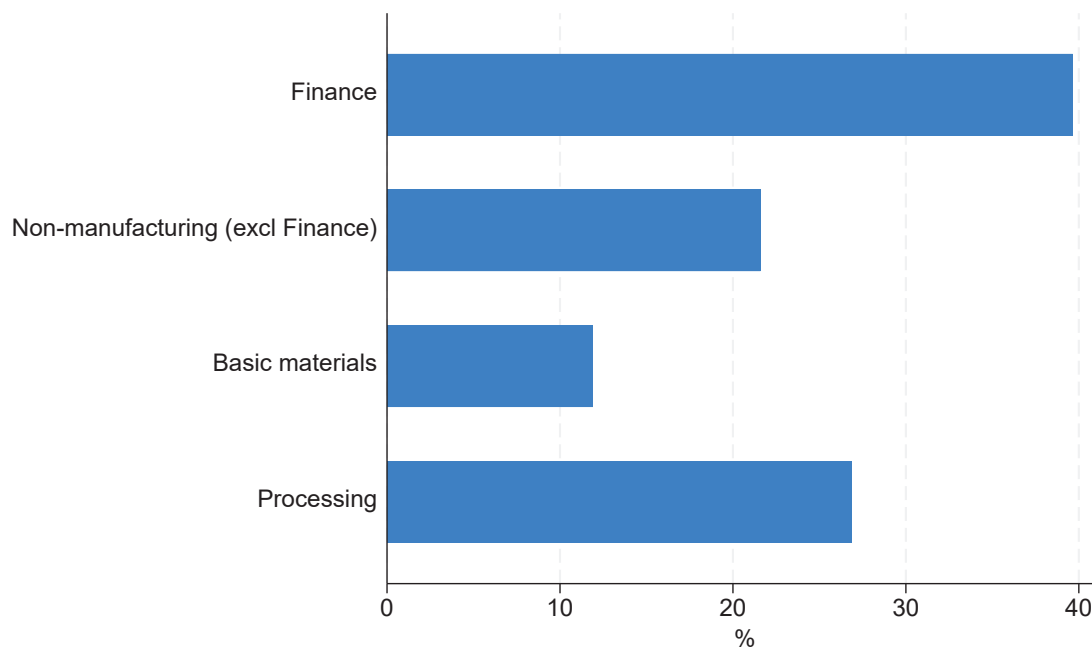


図 2. CEO の業種



3 予測パフォーマンス

本節では、CEO の日経平均株価予測のパフォーマンスを概観する。まず、日経平均株価予測は最高値と最安値の 2 つの水準で行われているので、これをそれぞれ調査前年末の終値に対するリターン（変化率）に変換した上で、評価する。これはサンプル期間が 60 以上におよぶことから予測の水準が 1000 円台から 40000 円を超える水準と大きく異なるためである。実績値については、調査前年末の終値に対する各日の終値に対するリターンを計算し、その最高値と最安値を実績値とした。

図 3 は予測値と実績値を時系列で示している。パネル(a)は最高値予測とその実績値を示している。世界金融危機とバブル崩壊を除く期間で最高値の実績値はプラスの値となっている。予測値については、多くの CEO が実績値を上回る（過大予測）かまたは下回る（過少予測）傾向が年毎に現われている。パネル(b)は最安値予測とその実績値を示している。実績値はほとんどの年でマイナスである。予測もマイナスとなることがほとんどであり、最高値予測と同様に過大予測または過少予測の傾向が年毎にはっきり現われることが多い。最高値予測、最安値予測ともに、日経平均株価が上昇傾向を示した 1970 年代後半からバブル崩壊で株価が大きく下落した 1990 年までは過少予測となることが多く、1990 年以降株価が低迷した時期については過大予測となることが多いことが分かる。つまり、株価が上昇トレンドにあるときは、最高値も最安値も過小に評価する一方で、株価が下降トレンドにあるときは最高値も最安値も過大に評価する傾向があることが分かる。これは、経済成長率予測について顕著に見られる特徴（景気拡大期には過少予測、景気後退期には過大予測）と整合的である（Dovern & Jannsen, 2017; Loungani, 2001）。

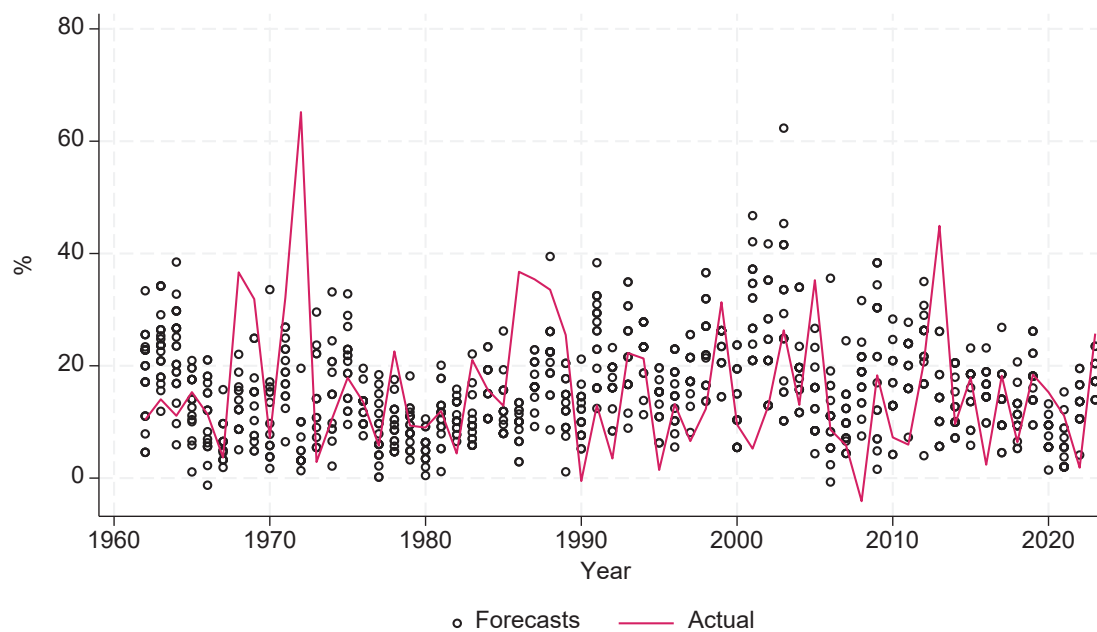
次に、予測パフォーマンスを代表的な予測誤差指標である平均予測誤差（MFE）、平均絶対誤差（AFE）、平方平均誤差（RMSE）で確認する。まず、予測誤差 $e_{i,t} = y_t - \hat{y}_{i,t}$ 、ここで y_t は最高値または最安値の実績値、 $\hat{y}_{i,t}$ は CEO i の最高値または最安値予測を表し、 t は調査年を表す。すると、各予測誤差指標は

$$\begin{aligned} MFE_i &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T e_{i,t}, \\ MAE_i &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T |e_{i,t}|, \\ RMSE_i &= \frac{1}{T} \sqrt{\sum_{t=1}^T e_{i,t}^2}. \end{aligned}$$

と定義される。

図 3. 予測値と実績値の推移

(a) 最高値予測と実績値



(b) 最安値予測と実績値

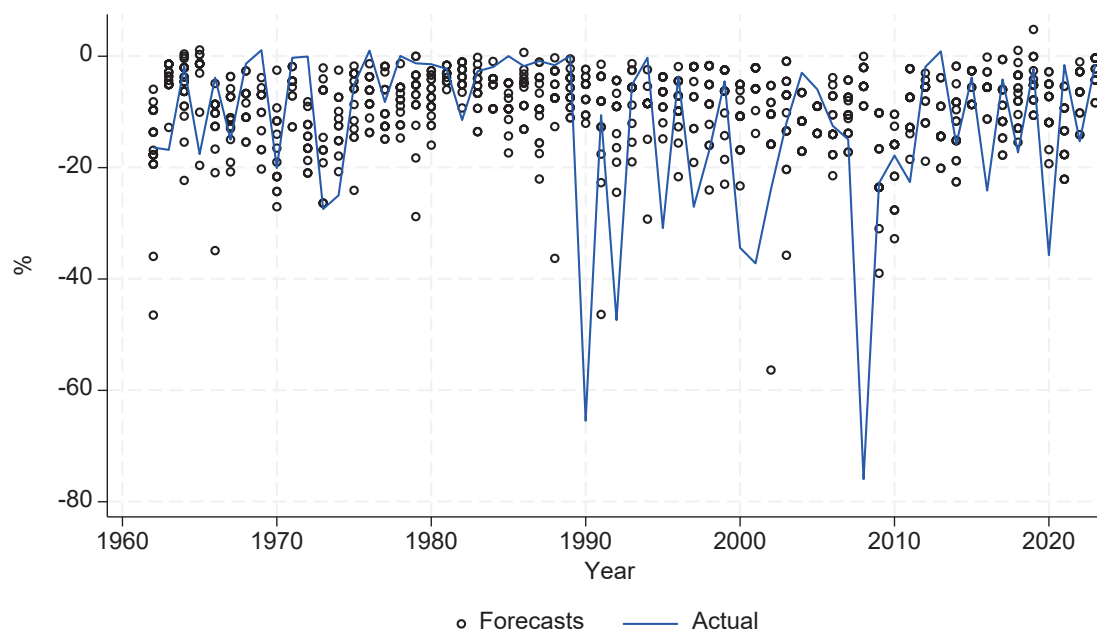
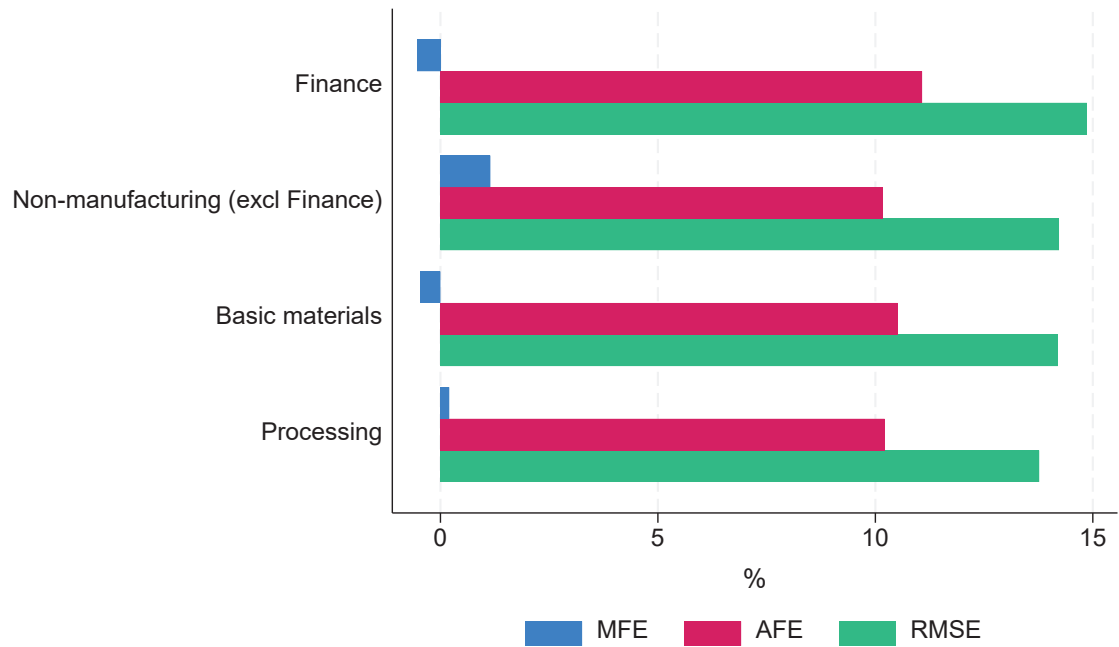


図 4. 予測誤差指標

(a) 最高値予測



(b) 最安値予測

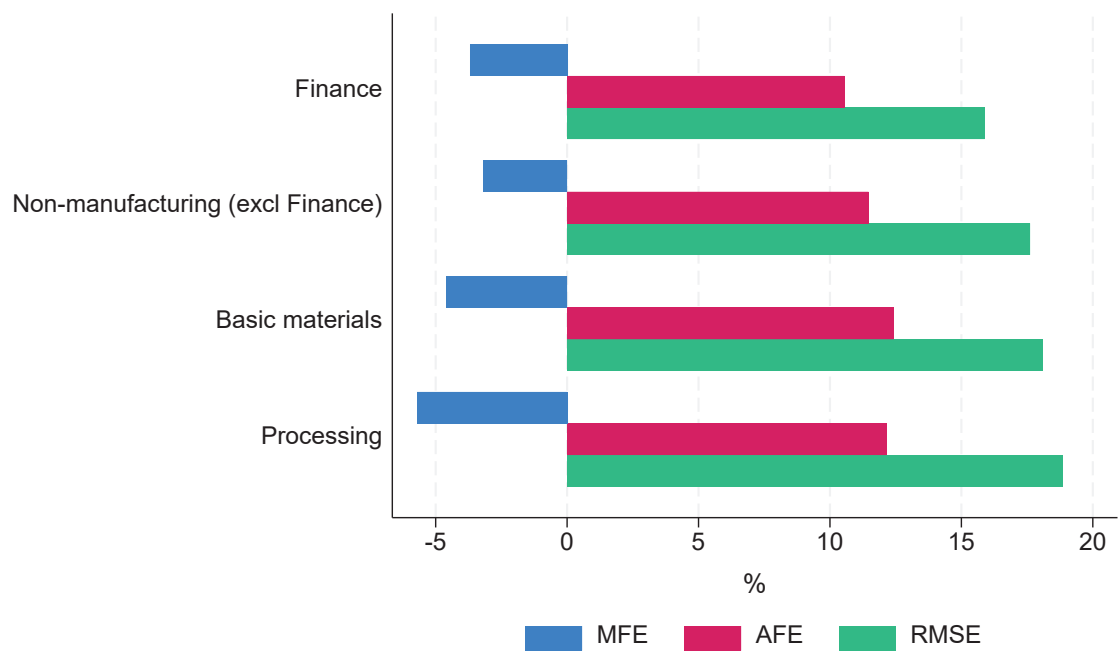


図 4 は産業分類ごとにそれぞれの予測誤差指標を示したものである。パネル (a) の最高値予測を見ると、金融と素材型の MFE はマイナスとなっており、過大な予測を出す傾向が示されている。一方、その他非製造業と加工型は同様に過少な予測を出す傾向が示されている。いずれの産業においても MFE の絶対値での大きさは小さいことから、サンプル期間全体で見ると予測バイアスは大きくない。次に、AFE を見ると、いずれの産業においても 10%を超える予測誤差が生じていることが分かり、産業間による差も大きくないことが分かる。MFE の絶対値が小さいことと合わせると、予測は平均 10%程度は外れるがその方向は一方に偏ることはないことになる。最後に外れ値の影響がどれほど大きいかわかるために、RMSE を確認する。いずれの産業においても RMSE は AFE から顕著に大きな値を取ってはいないことから、予測が極端に大きく外れるケースはさほど多くないことも分かる。パネル (b) の最安値予測は最高値予測とはやや異なる傾向を示している。特に MFE が特徴的である。すべての産業において MFE はマイナスとなっており、過大予測である。さらに、その程度も 3%から 5%と最高値予測 (1%未満) よりも大きい。AFE については、最高値よりわずかに大きな値であり、産業による違いもさほどない。RMSE については、最高値よりもやや大きく、極端に大きく予測を外すケースが増えることが分かる。中でも加工型産業の RMSE の増加が大きいことから、加工型産業の CEO において最安値予測を大きく外すものがあることが示唆される。

以上より、CEO の日経平均株価の予測パフォーマンスを整理すると、以下の点にまとめることができる。(1) 最高値予測のバイアスは小さい、(2) 最安値予測は過大となるバイアスを持つ、(3) 最高値・最安値予測ともに絶対値で平均 10%強の誤差がある、(4) 業種間による予測パフォーマンスはそれほど大きくない、(5) 最安値予測のほうが大きく予測を外すケースが多い。これらの結果からは、新年という状況だからと言って CEO は特別に楽観的な予測を出しているわけではないことが分かる一方で、最高値予測と最安値予測の平均を取って平均予測を考えるような場合に楽観的な予測を出す傾向があると考えられるのは、最安値予測が過大であることが主な要因であることが示唆される。つまり、CEO の株価予測が楽観的にとらえられるのは、株価はそれほど大きく下がらないという意味での楽観性から生じていると考えることができる。また、業種間による予測パフォーマンスの差が大きいことは、CEO は予測が外れたときに目立つリスクを考慮して、独自の予測を報告せず保守的な予測を回答する可能性が

高いと考えることができる。

4 合理性検定

CEO の日経平均株価予測を統計的に検証するために、先行研究で一般的に利用される Mincer-Zarnowitz 合理性検定 (Mincer and Zarnowitz, 1969; Sinclair et al., 2010; West and McCracken, 1998) を用いる。MZ 合理性検定は

$$y_t - f_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 f_{i,t} + \varepsilon_{t,i},$$

を推定し、 $\beta_0 = 0$ と $\beta_1 = 0$ という帰無仮説を検定することで行う。この検定は一般的な F 検定で行うことができる。 $\beta_0 \neq 0$ の場合、予測は一定の幅で誤差を持つことを示唆する。 $\beta_1 \neq 0$ の場合、予測誤差は、予測時点で利用可能であった情報と相関していることが示唆される。利用可能な情報を用いて予測誤差がシステマティックに予測できることになり、利用可能な情報が効率的に予測に用いられていないこととなる。したがって、いずれかの係数がゼロと有意に異なる場合、予測は合理的でないことを示唆する。なお、本研究では、予測時点で利用可能な情報として予測自体を変数としている。予測時点で利用可能な情報にはさまざまな変数が考えられるものの、特定の変数を特定することは一般に難しい。そのため、さまざまな利用可能な情報は予測に反映されていると考え、予測自体を利用可能な情報を代表する変数として用いることが、先行研究で一般的になされている。

本研究で用いるデータはアンバランスト・パネルであるので、CEO の観測できない固定効果を含む固定効果モデルを用いて推定を行う。さらに、前節で示された CEO 予測の類似性を考慮して、標準誤差の推定にはクロスセクションの相関に対して頑健な Driscoll and Kraay (1998) の方法を用いる。また、固定効果モデルを用いることから、時間変化のない変数を推定モデルに加えることができない。本研究では業種ダミーは時間を通じて一定であるため、推定モデルに含めることができない。これは、前節の予測パフォーマンスで業種間の差異が大きいことが示されたことである程度正当化されると考えられる。しかし、アンバランスト・パネルであることを考慮して、上記の結果が特定の時期に起因して生じた可能性を排除することはできない。そこで、全サンプルでの推定に加えて、業種ごとに MZ 検定を行うこととする。

5 推定結果

表 1 は日経平均株価の最高値予測に関する MZ 検定の結果を示している。一番左の列で全業種のサンプルの結果を示している。F 検定の結果を見ると、有意水準 1%で帰無仮説を棄却していることから、最高値予測の合理性は棄却されることが分かる。つまり、CEO 予測は、予測時点で利用可能な情報を効率的に利用していないこと、また、予測にバイアスが含まれることが示唆される。 β_0 の推定値は正の値であり、最高値予測は過少予測の傾向があることが示される。これは、予測パフォーマンスの節で見た結果と整合的である。一方、 β_1 の推定値は負の値であり、絶対値でおよそ 1 程度の値となっている。予測が 1%ポイント上昇すると、ほぼ同じだけ過大な予測誤差が生じることを示している。つまり、最高値予測が大きいほど、その予測は過大となる傾向があり、その予測誤差は予測の大きさと同程度になる。

次に、4 つに分けた業種ごとの結果を見る。全業種と同様に、4 つの業種それぞれにおいて予測の合理性は棄却される。合理性という観点から、CEO 予測に差はないことがうかがわれる。 β_1 の推定値について見ると、金融業の推定値が最も大きい一方、加工型の推定値が最小となっており、予測パフォーマンスの節で示した結果と概ね整合的である。

表 2 は日経平均株価最安値予測に関する MZ 検定の結果を示している。全業種、4 つの業種すべてで予測の合理性は棄却される。この結果は最高値予測と同様であり、CEO 予測は、予測時点で利用可能な情報を効率的に利用していないこと、また、予測にバイアスが含まれることが示唆される。 β_0 の推定値は正の値であり、最安値予測は過大予測の傾向があることが示される。この結果は予測パフォーマンスの節で見た結果と整合的であり、最高値予測の過少予測の傾向とは対照的な結果である。一方、 β_1 の推定値は最高値予測と同様に負の値であり、絶対値はおおむね 1 程度の値となっている。また、最安値予測に関しても、業種による違いは見られないことも分かる。以上より、最安値予測は、そもそも過大予測となる傾向が存在し、予測が大きいほど過大となる傾向が大きくなることが示される。

最後に、日経平均株価が直近 2024 年のピークをつける前のピークである 1989 年以前と 1990 年以後にサンプルを分けて分析を行う⁴。これは、日経平均株価

⁴ 景気拡大期と後退期でサンプルを分けた分析からも本分析と同様の結果が得られた。経済成長率予測について、景気拡大期には過少予測、景気後退期には過大予

の急騰・暴落、バブル崩壊という日本経済、企業経営に甚大な影響を与えた出来事が CEO の株価予測にどう影響したかを明らかにするためである。

表 3 で 1990 年前後の最高値予測についての MZ 検定の結果を示している。いずれのサンプル期間、業種においても合理性は棄却されている。 β_0 と β_1 の推定値については、符号や推定値の大きさともに表 1 の結果と概ね整合的である。したがって、最高値予測について、バブル崩壊以後に CEO 予測の特徴が大きく変化したと言うことはできない。表 4 で 1990 年前後の最安値予測についての MZ 検定の結果を示している。いずれのサンプル期間、業種においても合理性は棄却されている点はこれまでの結果と同様である。 β_0 と β_1 の推定値はともに負の値であることはこれまでの結果と同様であるが、 β_0 の推定値の大きさが 1990 年前後で異なる点を指摘することができる。例えば、1989 年以前の全業種では -4.7 であるが、1990 年以後では -22.7 と大きく減少している。この傾向は 4 業種すべてで同様である。定数項の推定値の変化から、バブル崩壊後に予測バイアスがより過大になったことが示される。したがって、最安値予測について、最高値予測とは対照的に、バブル崩壊後に CEO 予測の特徴が変化したことが示唆される。

以上の推定結果を整理すると、以下のような結論を得ることができる。(1) CEO の日経平均株価予測は期間、業種を問わず合理的でない、(2) 最高値予測が大きい値のときほど過大予測となる傾向がある、(3) 最安値予測はそもそも過大となる傾向がある上に大きい値ほど過大予測となる、(4) バブル崩壊以降の最安値予測は過大となる傾向が強まった、(5) 業種間の差異は見られない。

さらに、これまでに得られた結果から、CEO 予測を利用する際の留意点を述べる。まず、最高値予測については、予測値が大きいほど楽観的な予測で終わる可能性が高いことに注意が必要である。また、最安値予測については、上記の傾向に加えそもそも過大予測となる可能性が高い。CEO 予測は最高値、最安値ともに楽観的な予測となる可能性に注意を払う必要がある。合理性が棄却される結果から示唆される点として、CEO 予測は利用可能な情報を効率的に利用していない点が挙げられる。つまり、CEO 予測のみを投資判断に利用することは得策ではなく、他の情報を考慮した上で利用する必要があることが示唆される。

測が顕著に観察されてきた(Dovern & Jannsen, 2017; Loungani, 2001)。そこで、内閣府景気動向指数研究会が設定してきた景気基準日付に基づいた景気拡大期と後退期でサンプルを分けた。

表 1 : MZ 検定の結果 : 最高値

	All	Finance	Non- manufacturing	Basic materials	Processing
Forecast	-0.921*** (0.149)	-0.812*** (0.187)	-0.916*** (0.154)	-0.971*** (0.170)	-1.040*** (0.181)
Constant	14.38*** (3.062)	13.02*** (3.965)	14.41*** (2.999)	14.83*** (3.261)	15.52*** (3.330)
F-Test	23.12 (0.000)	14.54 (0.000)	18.96 (0.000)	17.31 (0.000)	17.51 (0.000)
Observations	1170	448	249	180	293
Number of groups	227	90	49	27	61
Within R ²	0.219	0.166	0.215	0.271	0.273

Notes: 括弧内は Driscoll and Kraay (1998)による標準誤差. ***, **, and *は 1%, 5%, and 10% で有意. F-Test の括弧内は p 値. 非製造業 (Non-manufacturing) には金融業 (Finance) は含まない.

表 2 : MZ 検定の結果 : 最安値

	All	Finance	Non- manufacturing	Basic materials	Processing
Forecast	-1.168*** (0.263)	-0.888*** (0.230)	-1.276*** (0.276)	-1.235*** (0.348)	-1.403*** (0.386)
Constant	-14.41*** (3.396)	-10.78*** (2.399)	-15.44*** (3.780)	-16.35*** (4.706)	-17.75*** (4.960)
F-Test	9.99 (0.000)	10.29 (0.000)	10.86 (0.000)	6.41 (0.003)	6.70 (0.002)
Observations	1170	448	249	180	293
Number of groups	227	90	49	27	61
Within R ²	0.157	0.102	0.209	0.181	0.176

Notes: 表 1 に同じ.

表 3 : MZ 検定 (1990 年前後) : 最高値

	1962-1989				1990-2023					
	All	Finance	Non-manufacturing	Basic materials	Processing	All	Finance	Non-manufacturing	Basic materials	Processing
Forecast	-1.059*** (0.316)	-1.020*** (0.320)	-1.090*** (0.315)	-1.269** (0.525)	-1.032*** (0.344)	-0.824*** (0.148)	-0.601*** (0.118)	-0.756*** (0.138)	-0.843*** (0.183)	-1.024*** (0.200)
Constant	19.07*** (5.597)	18.06*** (5.894)	19.78*** (5.514)	23.83*** (7.671)	18.54*** (5.072)	10.48*** (3.305)	5.078 (3.270)	9.798*** (3.035)	10.66*** (3.607)	14.14*** (4.006)
F-Test	5.82 (0.008)	5.11 (0.013)	6.45 (0.005)	6.80 (0.005)	8.21 (0.002)	21.79 (0.000)	33.65 (0.000)	18.66 (0.000)	13.42 (0.000)	16.97 (0.000)
Observations	516	286	105	48	77	654	162	144	132	216
Number of groups	112	57	20	13	22	131	39	32	16	44
Within R ²	0.213	0.200	0.248	0.232	0.192	0.240	0.159	0.197	0.272	0.311

Notes: 括弧内は Driscoll and Kraay (1998) による標準誤差. ***, **, and * は 1%, 5%, and 10% で有意. F-Test の括弧内は p 値. 非製造業 (Non-manufacturing) には金融業 (Finance) は含まない.

表 4 : MZ 検定 (1990 年前後) : 最安値

	1962-1989				1990-2023					
	All	Finance	Non-manufacturing	Basic materials	Processing	All	Finance	Non-manufacturing	Basic materials	Processing
Forecast	-0.805*** (0.166)	-0.675*** (0.230)	-0.796*** (0.157)	-1.150*** (0.218)	-1.132*** (0.133)	-1.497*** (0.458)	-1.485*** (0.500)	-1.958*** (0.463)	-1.249*** (0.398)	-1.430*** (0.569)
Constant	-4.706*** (1.726)	-4.680* (2.357)	-4.065** (1.880)	-5.032*** (2.005)	-6.060*** (1.302)	-22.71*** (5.958)	-23.62*** (5.352)	-27.06*** (6.197)	-20.36*** (5.934)	-21.36*** (7.075)
F-Test	12.89 (0.000)	4.66 (0.018)	17.12 (0.000)	28.24 (0.000)	38.43 (0.000)	7.62 (0.002)	10.97 (0.000)	9.57 (0.001)	5.89 (0.006)	5.40 (0.009)
Observations	516	286	105	48	77	654	162	144	132	216
Number of groups	112	57	20	13	22	131	39	32	16	44
Within R ²	0.279	0.191	0.312	0.465	0.539	0.182	0.136	0.303	0.181	0.151

Notes: 括弧内は Driscoll and Kraay (1998) による標準誤差. ***, **, and * は 1%, 5%, and 10% で有意. F-Test の括弧内は p 値. 非製造業 (Non-manufacturing) には金融業 (Finance) は含まない.

6 おわりに

本研究は、日本経済新聞の新年調査を用いて、経営トップの日経平均株価予測のパフォーマンスと合理性を検証した。これにより、最高値予測は過少評価、最安値予測は過大評価の傾向が強いことが明らかとなり、特にバブル崩壊以降の最安値予測の過大評価が顕著であることが示された。また、業種間での予測パフォーマンスの差異は小さく、いずれの業種においても予測は合理的でないことが確認された。

これらの結果は、経営トップの株価予測が必ずしも投資判断において信頼できる情報とは言えず、他の情報と組み合わせて利用することが重要であることを示唆している。特に、最高値予測が大きいほど過大予測となる傾向があり、最安値予測はそもそも過大評価となりやすいことから、これらの予測をそのまま鵜呑みにすることはリスクが伴う。

今後の研究では、経営トップの予測に影響を与える要因や、予測の質を向上させるための方法についてさらに検討することが求められる。前者については、経営者の属性（年齢や出身学部等）などが考えられる。後者について候補となる変数は、『法人企業統計』から得られる企業収益、企業経営者のマクロ経済予測、政府・民間調査機関のマクロ経済予測などが考えられる。また、バブル以外にも日本経済には大きな経済イベントが複数存在する。例えば、2 度のオイルショック、変動相場制への移行、90年代後半の銀行危機やアジア通貨危機、2000年代以降も IT バブルとその崩壊、世界金融危機、欧州債務危機、アベノミクス、コロナ渦などが挙げられる。これらの外生的なショックの影響を取り除いた上でも、予測の合理性が棄却されるか、バイアスが存在するか、は重要な論点であろう。さらに、他の国や地域での同様の調査を比較することで、より一般化可能な知見を得ることも重要である。本研究が、企業の経営トップの予測行動に対する理解を深め、金融市場における予測の信頼性を高める一助となることを期待する。

参考文献

- Bachmann, R., Elstner, S., & Sims, E. R. (2013). Uncertainty and economic activity: Evidence from business survey data. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5 (2), 217-249.
- Batchelor, R. (2007). Bias in macroeconomic forecasts. *International Journal of Forecasting*, 23(2), 189-203.

- Beaudry, P., & Willems, T. (2022). On the macroeconomic consequences of over-optimism. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14(1), 38-59.
- Benchimol, J., & El-Shagi, M. (2020). Forecast performance in times of terrorism. *Economic Modelling*, 91, 386-402.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of economic Perspectives*, 28(2), 153-176.
- Born, B., Enders, Z., Menkhoff, M., Müller, G. J., & Niemann, K. (2022a) : Firm Expectations and News: Micro v Macro, CESifo Working Paper, No. 10192, Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo), Munich.
- Born, B., Enders, Z., Müller, G. J., & Niemann, K. (2022b). Firm expectations about production and prices: Facts, determinants, and effects. *Handbook of Economic Expectations*, 355-383.
- Broer, T., & Kohlhas, A. N. (2022). Forecaster (mis-) behavior. *Review of Economics and Statistics*, 1-45.
- Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Information rigidity and the expectations formation process: A simple framework and new facts. *American Economic Review*, 105(8), 2644-2678.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Kumar, S. (2018). How do firms form their expectations? new survey evidence. *American Economic Review*, 108(9), 2671-2713.
- Dovern, J., & Jannsen, N. (2017). Systematic errors in growth expectations over the business cycle. *International Journal of Forecasting*, 33(4), 760-769.
- Dovern, J., Müller, L. S., & Wohlrabe, K. (2023). Local information and firm expectations about aggregates. *Journal of Monetary Economics*.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- El-Shagi, M., Giesen, S., & Jung, A. (2016). Revisiting the relative forecast

- performances of Fed staff and private forecasters: A dynamic approach. *International Journal of Forecasting*, 32(2), 313-323.
- Gennaioli, N., Ma, Y., & Shleifer, A. (2016). Expectations and investment. *NBER Macroeconomics Annual*, 30(1), 379-431.
- Inoue, K., Kato, H. K., & Yamasaki, T. (2012). Managerial overconfidence: Evidence from Japanese CEOs. Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2043681>
- Kumar, S., Gorodnichenko, Y., & Coibion, O. (2023). The effect of macroeconomic uncertainty on firm decisions. *Econometrica*, 91(4), 1297-1332.
- Lamont, O. A. (2002). Macroeconomic forecasts and microeconomic forecasters. *Journal of economic behavior & organization*, 48(3), 265-280.
- Laster, D., Bennett, P., & Geoum, I. S. (1999). Rational bias in macroeconomic forecasts. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(1), 293-318.
- Loungani, P. (2001). How accurate are private sector forecasts? Cross-country evidence from consensus forecasts of output growth. *International Journal of Forecasting*, 17(3), 419-432.
- Mincer, Jacob A, and Victor Zarnowitz. 1969. "The evaluation of economic forecasts." In *Economic forecasts and expectations: Analysis of forecasting behavior and performance*, 3-46. NBER.
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2000). Federal Reserve information and the behavior of interest rates. *American economic review*, 90(3), 429-457.
- Rossi, B., & Sekhposyan, T. (2015). Macroeconomic uncertainty indices based on nowcast and forecast error distributions. *American Economic Review*, 105(5), 650-655.
- Sinclair, Tara M, Fred Joutz, and Herman O Stekler. 2010. "Can the Fed predict the state of the economy?" *Economics Letters* 108 (1):28-32.
- Tanaka, M., Bloom, N., David, J. M., & Koga, M. (2020). Firm performance and macro forecast accuracy. *Journal of Monetary Economics*, 114, 26-41.
- West, K. D., & McCracken, M. W. (1998). Regression-based tests of predictive ability. *International Economic Review*, 39, 817-840.

日本銀行の株式保有と株式の長期的な利回り

慶應義塾大学 経済学部 教授 一上 響

要 約

多くの実証研究によって、株式への需要が株価に影響することが示されている。先行研究では、価格乗数（投資家がある銘柄の時価総額の 1%を購入したときの株価の変化率）を推定することが多く、最近のサーベイによると、典型的な価格乗数は約 1 である。一方、ファイナンス理論によれば、需要ショックが資産価格に与える影響は、需要の性質に依存する。例えば、需要ショックがより長期に及ぶと予想される場合、資産価格は現在の需要だけでなく将来の需要予測も反映するため、影響はより大きくなる。こうしたファイナンスの研究や非伝統的金融政策に関する研究に貢献するべく、本稿では、日本銀行による株価指数連動型上場投資信託（ETF）の長期的な保有という自然実験を利用する。

日銀は、2010 年 10 月 5 日、ETF の買入れの計画を初めて発表した。この発表では、非伝統的金融政策の一環として、ETF などの金融資産を買入れる政策を検討するとしていた。準備を終えた日銀は、2010 年 12 月に ETF の買入れを開始し、その後 10 年以上にわたって、購入する ETF の規模や銘柄構成を何度も変更しつつも、買入れを継続した。2021 年 3 月末時点の保有時価総額は 51.5 兆円であり、これは当時の日本の中心的な株式市場であった東証一部における発行済み株式の時価総額の 7%以上、浮動株時価総額の 10%以上に相当する。

日銀が保有する ETF のほとんどは、東証株価指数（TOPIX）と日経平均株価（日経 225）という二つの主要指数のいずれかをベンチマークとしている。TOPIX は浮動株時価総額加重型の指数で、東証一部に上場するほぼすべての銘柄を対象としてきた。一方、日経平均は基本的に 225 銘柄の株価の単純平均であり、そのウェイトは時価総額に比例していない。そのため、日銀が日経平均連動 ETF を購入すると、日銀が ETF を通じて間接的に保有する額が時価総額に占める割合には、銘柄間でばらつきが生じることになる。この間、日経平均株価は、ETF 買入れを初めて発表した数日前の 2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までに 3 倍以上に上昇した。しかも、日経平均株価は TOPIX よりも大きく上昇した。こうしたことから、日銀の ETF 買入れは株価を大きく歪めるとの懸念が示されてきた。そうしたもとで、日銀は 2021 年 3 月末をもって日経 225 連動 ETF の買入れを終了した。しかし、日銀は購入した ETF を一切売却していないため、依然として多額の日経 225 連動 ETF を保有している。

本稿では、日銀による ETF 保有の影響を明らかにするため、時価総額に占める日銀保有額の割合が銘柄間で異なることを利用する。具体的には、ベースライン分析では、2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までの銘柄別の利回り（または異常利回り）を、2021 年 3 月末時点の時価総額に占める日銀保有額の割合に回帰する。その際には、操作変数を用いて、内生性に対処する。ここで重要なのは、日銀による日経平均 ETF の買入れ終了時までの利回りを用いることである。日経平均連動 ETF の買入れ終了前の株価は、日銀による将来の買入れに対する市場の期待を反映したと考えられるが、それ以降はそのような期待はない。したがって、本稿で用いた手法は、観測されない将来の買入れ期待の影響を大きく受けることなく、日銀の保有が株式利回りに与えた影響を推定することが可能である。

本稿の結果は、日銀による ETF 保有の効果が非常に大きいことが示している。ベースラインの回帰分析によれば、価格乗数は約 6 であり、浮動株に占める日銀の保有比率が 1%ポイント上昇するごとに、利回りが約 6%ポイント相対的に高くなる。米国のデータに関する多くの研究と同様に、日銀の保有比率を自己

保有株式を除く発行済み株式数との対比で算出した場合、乗数は約 8~9 との推定結果となった。推定された乗数は、先行研究における典型的な推定値よりもはるかに高い。加えて、日銀が日経平均 ETF の買入れを終了してから 9 ヶ月間、利回りの反転はみられなかった。月次利回りに基づく Fama-Macbeth (1973) 回帰を含む様々な分析は、ベースライン分析の結果が頑健であることを示すのみならず、新たな知見を提供する。日銀の ETF 保有の影響が大きいことは、それが極めて持続的と認識されていることに起因している可能性がある。

日本銀行の株式保有と株式の長期的な利回り *

一上 響†

2024 年 9 月

要旨

日本銀行は、2010 年以降 10 年以上にわたり、日経 225 などの株価指数に連動する上場投資信託（ETF）を買入れてきた。現在でも購入した ETF は一切売却されておらず、2021 年 3 月末時点で、日銀が保有する ETF は、東証一部の浮動株時価総額の 10%を超えていた。日経 225 のウェイトが時価総額に比例していないことを主因に、時価総額に占める日銀の間接的な保有比率は個別銘柄によって大きく異なる。こうした不均等な需要ショックの影響を明らかにするため、本稿のベースライン分析では、ETF 買入れの最初の発表の数日前である 2010 年 9 月末から、日銀が日経 225 連動 ETF の買入れを終了した 2021 年 3 月末までの銘柄別の累積利回りへの影響を、操作変数を用いて推定した。その結果、価格乗数は 6~9 程度であることが示された。これは、個別銘柄の時価総額に占める日銀の保有比率が 1%ポイント高くなると、利回りは約 6~9%ポイント高くなることを意味する。推定された乗数は、米国などのデータを用いた先行研究による典型的な推定値の 1 よりもはるかに高い。また、日経 225 連動 ETF の買入れ終了後の 9 ヶ月間、利回りの反転はみられなかった。月次利回りを用いた推定などの追加分析の結果は、ベースライン分析の結果を支持するものとなった。

JEL 分類番号 : E52、E58、G12

キーワード : マクロファイナンス、資産価格、非伝統的金融政策、上場投資信託

* 本論文は、一般財団法人ゆうちょ財団の研究助成を受けて行った研究（Ichiue (2024)）に基づいたものである。

† 慶應義塾大学経済学部、hichiue@keio.jp

1. はじめに

多くの実証研究によって、株式への需要が株価に影響することが示されている。先行研究では、価格乗数（投資家がある銘柄の時価総額の 1%を購入したときの株価の変化率）を推定することが多い。Gabaix and Koijen (2022)が行った先行研究のサーベイによると、典型的な価格乗数は約 1 である¹。一方、ファイナンス理論によれば、需要ショックが資産価格に与える影響は、需要の性質に依存する。例えば、需要ショックがより長期に及ぶと予想される場合、資産価格は現在の需要だけでなく将来の需要予測も反映するため、影響はより大きくなる。こうしたファイナンスの研究や非伝統的金融政策に関する研究に貢献するべく、本稿では、日本銀行による株価指数連動型上場投資信託（ETF）の長期的な保有という自然実験を利用する。

日銀は、2010 年 10 月 5 日、ETF の買入れの計画を初めて発表した。この発表では、非伝統的金融政策の一環として、ETF などの金融資産を買入れる政策を検討するとしていた。準備を終えた日銀は、2010 年 12 月に ETF の買入れを開始し、その後 10 年以上にわたって、購入する ETF の規模や銘柄構成を何度も変更しつつも、買入れを継続した。2021 年 3 月末時点の保有時価総額は 51.5 兆円であり、これは当時の日本の中心的な株式市場であった東証一部における発行済み株式の時価総額の 7%以上、浮動株時価総額の 10%以上に相当する²。

日銀が保有する ETF のほとんどは、東証株価指数（TOPIX）と日経平均株価（日経 225）という二つの主要指数のいずれかをベンチマークとしている。TOPIX は浮動株時価総額加重型の指数で、東証一部に上場するほぼすべての銘柄を対象としてきた。一方、日経平均は基本的に 225 銘柄の株価の単純平均で

¹ Gabaix and Koijen (2022)が論じているように、価格乗数にはいくつかの異なる定義がある。本稿では、ミクロ乗数に焦点を当てる。この定義は、Ichiue (2024)で詳しく説明している。

² 資金循環統計によると、2021 年 3 月末の日本における全上場株式の時価総額は 808 兆円であった。一方、東証一部では、上場銘柄数は 2,000 を超え、発行済み株式の時価総額は 723 兆円（日本の全上場株式の 89.4%）であった。なお、東京証券取引所は 2022 年 4 月に東証一部を含む旧市場区分を新市場区分に再編した。

あり、そのウェイトは時価総額に比例していない。そのため、日銀が日経平均連動 ETF を購入すると、日銀が ETF を通じて間接的に保有する額が時価総額に占める割合には、銘柄間でばらつきが生じることになる。この間、日経平均株価は、ETF 買入れを初めて発表した数日前の 2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までに 3 倍以上に上昇した。しかも、日経平均株価は TOPIX よりも大きく上昇した³。こうしたことから、日銀の ETF 買入れは株価を大きく歪めるとの懸念が示されてきた。そうしたもとで、日銀は 2021 年 3 月末をもって日経 225 連動 ETF の買入れを終了した。しかし、日銀は購入した ETF を一切売却していないため、依然として多額の日経 225 連動 ETF を保有している。

本稿では、日銀による ETF 保有の影響を明らかにするため、時価総額に占める日銀保有額の割合が銘柄間で異なることを利用する。具体的には、ベースライン分析では、2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までの銘柄別の利回り（または異常利回り）を、2021 年 3 月末時点の時価総額に占める日銀保有額の割合に回帰する。その際には、操作変数を用いて、内生性に対処する。ここで重要なのは、日銀による日経平均 ETF の買入れ終了時までの利回りを用いることである。日経平均連動 ETF の買入れ終了前の株価は、日銀による将来の買入れに対する市場の期待を反映したと考えられるが、それ以降はそのような期待はない。したがって、本稿で用いた手法は、観測されない将来の買入れ期待の影響を大きく受けることなく、日銀の保有が株式利回りに与えた影響を推定することが可能である。

図 1 は、利回り（対数超過トータルリターン）を縦軸、日銀保有比率（日銀の保有額の浮動株時価総額に占める割合）を横軸として、これらの関係をみたものである。データ構築の詳細は第 4 節と第 5 節を参照されたい。黒丸は 2021 年 3 月末時点の日経平均採用銘柄、灰色は非採用銘柄である。この図からは、まず、日経平均採用銘柄の日銀保有比率が大きくばらついていることが示され

³ 2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末にかけて、日経平均株価は 3.1 倍、TOPIX は 2.4 倍に上昇した。

る。また、日経平均構成銘柄に注目すると、日銀保有比率が高いほど利回りが高いことも示されている。本稿では、この両者の因果関係を統計的に検証する。

本稿の結果は、日銀による ETF 保有の効果が非常に大きいことが示している。ベースラインの回帰分析によれば、価格乗数は約 6 であり、浮動株に占める日銀の保有比率が 1%ポイント上昇するごとに、利回りが約 6%ポイント相対的に高くなる。米国のデータに関する多くの研究と同様に、日銀の保有比率を自己保有株式を除く発行済み株式数との対比で算出した場合、乗数は約 8~9 との推定結果となった。推定された乗数は、先行研究における典型的な推定値よりもはるかに高い。加えて、日銀が日経平均 ETF の買入れを終了してから 9 ヶ月間、利回りの反転はみられなかった。月次利回りに基づく Fama-Macbeth (1973) 回帰を含む様々な分析は、ベースライン分析の結果が頑健であることを示すのみならず、新たな知見を提供する。日銀の ETF 保有の影響が大きいことは、それが極めて持続的と認識されていることに起因している可能性がある。

本稿の構成は以下の通りである。第 2 節では先行研究をサーベイする。第 3 節では日銀の ETF 買入れを概観し、第 4 節では日銀による個別銘柄の保有額を推定する。第 5 節ではベースライン回帰モデルについて論じ、結果を示す。第 6 節は結論である。紙面の制約のため、すべての分析は記述されていないが、これについては Ichiue (2024) を参照されたい。

2. 先行研究

中央銀行の資産買入れに関する研究では、フロー効果とストック効果が区別されている (D'Amico and King (2013))。フロー効果とは、実際の買入れ時における資産価格の反応と定義される。フロー効果は、単に短期的な流動性不足に伴う一時的な影響を反映している可能性がある。一方、フロー効果は、中央銀行の資産買入の効果を過小推定する可能性もある。例えば、資産買入れの方針の発表を受けて、市場価格がすでにそのような買入れの影響を織り込んでいる場合、実際の買入れに対する価格の反応は弱いかもしれない。このため、先行研究はストック効果に焦点を当てる場合が多い。ストック効果とは、中央銀行

の実際の保有額やそれに対する予想が変化することから生じる資産価格の持続的な変化と定義できる。本稿でも日銀の ETF 保有によるストック効果を推定する。

先行研究では、中央銀行による資産買入れのストック効果を推定するために、イベントスタディを用いることが多い (Gagnon et al. (2011)、Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen (2011)、Joyce et al. (2021)など)。しかし、イベントスタディは、市場参加者がイベント前に政策変更をある程度予期していた場合や、中央銀行当局者の講演などの重要なイベントを無視していた場合などには、効果を十分に捕捉できない⁴。このような批判に対処するため、D'Amico and King (2013)は、米国の連邦準備制度 (Fed) による国債買入れのストック効果を推定するうえで、銘柄ごとの累積利回りを用いた回帰分析を行った。本稿は、この方法を日銀の ETF 購入に適用している。

日銀の ETF 買入れについては、すでに多くの研究があるが、ほとんどはフロー効果を推定している (例えば、Matsuki et al. (2015)、Shirota (2018)、Harada and Okimoto (2021)、Charoenwong et al. (2021)、Fukuda and Tanaka (2022)、Fukui and Yagasaki (2022)、Hattori and Yoshida (2023))。一方、日銀の ETF 買入れのストック効果を推定した論文は少なく、それらは限られた数のイベントに依拠したイベントスタディを実施している。このうち Barbon and Gianinazzi (2019)は、2014 年 10 月と 2016 年 7 月における日銀の政策発表に焦点を当てたイベントスタディを行った。また、Katagiri et al. (2022a)のイベントスタディは、2021 年 3 月における金融政策決定会合直後の発表の効果を検証した。こうした一連の研究では、総じてみて、日銀の買入れが株価を押し上げる方向に働いたことが示されている。

⁴ イベントスタディへの批判などについては、Wright (2011)、Ramey (2016)、Greenwood et al. (2018)、Neuhierl and Weber (2019)、Cieslak et al. (2019)、Bauer and Swanson (2023)、Haddad et al (2023)などを参照されたい。

ストック効果を推定するため、本稿では、日銀の保有額が日経平均株価のウェイトを反映していることを利用する。日経 225 のウェイトから生じる不均等な需要ショックを識別に利用すること自体は、新しいものではない。例えば、Charoenwong et al. (2021)と Barbon and Gianinazzi (2019)は、それぞれフロー効果とストック効果を識別するために、日銀買入れによる不均等なショックを利用している。同様に、Greenwood (2005)は、2000 年 4 月の日経平均株価の大幅な銘柄入れ替えの影響を検証するために、日経平均株価のウェイトを用いている。

Shleifer (1986)と Harris and Gurel (1986)に端を発する膨大な研究は、需要ショックが株式の利回りに与える影響を分析したり、価格乗数を推定したりしており、多くの場合、米国の株価指数に企業が追加されたときの短期的な価格変動を推定に利用している。Gabaix and Koijen (2022)のサーベイによれば、典型的な価格乗数は約 1 とされている。いくつかの研究は、より高い乗数を報告しており、その範囲は 2~5 である (Chang et al. (2015)、Greenwood et al. (2023))。本研究で得られた乗数は、これらの推定値よりもさらに高い。また、米国のデータを用いた多くの研究に従い、需要ショックを自己保有株式を除いた発行済み株式数との対比でみると、約 8~9 となる。筆者の知る限りでは、Barbon and Gianinazzi (2019)のみが日銀の ETF 買入れによるストック効果の価格乗数を推定しており、その結果は 1 前後である。このことは、Barbon and Gianinazzi (2019)が依拠するような一部のイベントに基づくイベントスタディでは、日銀の ETF 買入れのストック効果を十分に捉えることは困難である可能性を示唆している。

3. 日銀による ETF 買入れの概要

本節では、日銀の ETF 買入れの概要をまとめる。日銀は 2010 年 10 月 5 日に最初の ETF 買入れの発表を行い、準備を完了させたあと、12 月に買入れを開始した。その後、日銀は ETF 買入れの方針を幾度となく修正してきた。

ETF の買入れは一時的な政策として始まり、2011 年末頃には終了する予定であった。しかし、日銀は上限額の引き上げと終了時期の延長を繰り返した。2013 年 4 月、日銀は物価安定目標であるインフレ率 2%を 2 年程度で早期に達成するため、量的・質的金融緩和（QQE）を導入した。その際、日銀は年 1 兆円の残高増加ペースで無期限に ETF を買入れる政策に移行した。その後、日銀はインフレ目標 2%の未達を続けるもとの、買入れペースを数回にわたって引き上げた。

図 2 は、日銀による ETF 買入れ（日銀から投資信託へのフロー）と投資信託から上場株式へのフローの 4 四半期移動和を示している。同図をみると、日銀は 2016 年まで ETF の買入れペースを加速させたことが確認できる。その後は、残高の増加ペースの目標を年 6 兆円程度とするもとの、年 5 兆円から 7 兆円程度の買入れを継続した。しかし、2021 年 3 月には、4 月からは 6 兆円の目標を撤廃すると発表した。その結果、2021 年 4 月から 12 月までの購入額は 0.28 兆円にとどまった。図 2 からは、日銀から投資信託へのフローと投資信託から上場株式へのフローが、短期的には乖離するものの、均してみればおおむね一致してきたことがわかる。実際、2010 年第 4 四半期から 2021 年第 4 四半期までのフローは、それぞれ 37.0 兆円と 35.6 兆円と非常に近い。このことは、日銀が株式投資信託の主要な最終投資家であったことを示している。

日銀は当初、TOPIX または日経平均株価に連動する ETF のみを購入していた。2014 年には、新たに創設された指数である JPX 日経 400 に連動する ETF を購入対象に追加した。そうしたなか、日銀は、2016 年 9 月までは、ETF の各銘柄を、その時価総額におおむね比例するように買入れた。その後、日経平均 ETF の購入が市場を歪めるとの批判のもとで、日銀は ETF 買入れの方針を数回見直し、TOPIX 連動 ETF の買入れ比率を徐々に高めていった。例えば、2016 年 10 月から 2018 年 8 月上旬までは、従来通り 3 つの指数のいずれかに連動する ETF に買入れ額の半分を配分していたが、残りの大半は TOPIX 連動 ETF のみに配分した。そしてついに 2021 年 3 月、日銀は 4 月以降は TOPIX 連動 ETF のみを購入することを決定した。

日銀は、2016 年に、設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための第二の ETF 買入れ制度を創設した。しかし、この制度による買入れは、もともとの第一の制度と比べてはるかに小規模であった。また、買入れの大半は JPX 日経 400 連動 ETF に向けられた。この制度は、2021 年 3 月に事実上終了した⁵。

日銀は、別の制度のもとで、上場株式の直接的な取引も行ってきた。具体的には、2002 年 11 月から 2004 年 9 月までと、2009 年 2 月から 2010 年 4 月まで、日銀は金融の安定を図る目的で、市中銀行から約 2.4 兆円の株式を買い取り、保有株式の圧縮を促した。日銀は 2007 年 10 月から 2008 年 10 月までと 2016 年 4 月以降、株価に大きな影響を与えないように、これらの株式を証券取引所で少額ずつ売却してきた。こうした直接取引の銘柄構成に関する情報が入手できないこともあり、その影響を検証することは本研究の範囲外としている。しかしながら、2010 年第 4 四半期から 2021 年第 1 四半期までの純売却額は 1.7 兆円に過ぎず、この売却がそれ以前の売却の経験からある程度予想されていたはずであることを踏まえると、この間の直接売買が株式利回りに与えた影響は、ETF の購入よりもはるかに小さいものであったと考えられる。

4. 日銀による間接的な株式保有

本節では、日銀が間接的に保有している株式の銘柄別の金額を推定する。推定方法は、基本的には先行研究と同じであるが、本稿ではこれまで使用されて

⁵ 第二の制度では、日銀は、設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業で構成される指数として日銀が設定した基準を満たすものに連動する ETF、または JPX 日経 400 連動 ETF を買入れた。しかし、購入額は全体で年間 0.3 兆円に過ぎなかった。しかも、筆者の推計によれば、JPX 日経 400 連動 ETF 以外の保有額は、2021 年 3 月末時点で 0.15 兆円にも満たなかった。その理由は、日銀の基準を満たす ETF の発行額が限定的であったほか、そうした ETF は時価総額の半分までしか購入できないというルールを日銀が設定したためである。2021 年 3 月には、日銀は 4 月から JPX 日経 400 連動 ETF を購入しないことを決定した。この決定は事実上、第二の制度の終了を意味した。

いないデータも使用しているほか、推定を 2021 年末まで延長している。推定は以下の 3 つの段階で行われる。詳細は Ichiue (2024)を参照されたい。

第一段階では、日銀による ETF の銘柄別の日々の買入れ額を推定する。日銀は、ETF の買入れ総額の日次データを第一および第二の制度に分けて公表している。このデータを用いて、いくつかの仮定に基づき、各 ETF の日々の買入れ額を算出する。例えば、日銀が ETF の時価総額におおむね比例して買入れを行っていた時期には、日銀は前日の ETF の時価総額にちょうど比例して買入れを行ったと仮定する。第二段階では、各 ETF の日銀の保有残高を、株価指数の利回りと第一段階で推定したフローを用いて推定する。最後に、第三段階では、日銀の個別銘柄の間接的な保有額を、下式を用いて計算する。

$$BoJ_{n,t} = BoJ_t^{TPX} \cdot w_{n,t}^{TPX} + BoJ_t^{N225} \cdot w_{n,t}^{N225} + BoJ_t^{JN400} \cdot w_{n,t}^{JN400} \quad (1)$$

ここで、 $BoJ_{n,t}$ は日銀による株式 n の t 時点における保有額である。また、 BoJ_t^{TPX} 、 BoJ_t^{N225} 、 BoJ_t^{JN400} は、それぞれ TOPIX、日経 225、JPX-日経 400 に連動する ETF の日銀による保有額である。これらは、第二段階で推定された個別の ETF の日銀による保有残高を集計して算出される。 w_n^{TPX} は株式 n の TOPIX におけるウェイトであり、その他も同様である。Ichiue (2024)では、異なる仮定のもとで日銀の保有額を推定し、結果の頑健性を確認している。

第二段階までの計算の結果、2021 年 3 月末の日銀のエクスポージャーは、TOPIX が約 32.2 兆円、日経平均が約 16.6 兆円、JPX 日経 400 が約 2.7 兆円であったことが示された。その後 2021 年末まで、日銀の買入れが限定的であったことを反映して、エクスポージャーはほぼ横ばいで推移した。

データ入手の容易さを踏まえ、本稿におけるほとんどの分析は、東証一部上場銘柄に焦点を当てる（これは TOPIX の構成銘柄と基本的に一致する）。なお、日銀は、JPX 日経 400 の構成銘柄を中心に、東証一部に上場されていない銘柄を間接的に保有してきたが、その保有額は相対的にみて非常に小さい。例えば、2021 年 3 月末には、日銀は ETF 全体で 51.5 兆円を保有していたが、TOPIX 構成銘柄以外の保有額は 6.36 億円（0.124%）に過ぎなかった。

表 1 は、東証が定義する浮動株との対比でみた日銀の保有額で、2021 年 3 月末時点の上位 10 社の一覧である。この浮動株の時価総額は、東証が TOPIX のウェイトを決定する際に用いているため、基本的には TOPIX のウェイトに比例する。列(1)で示されているように、日銀の保有割合はファーストリテイリングで 100%を超えている。この一見異常な結果は、次節で述べるように、東証が日銀保有分を浮動株の定義から除外しているためだと考えられる。一方、列(2)は、日経平均株価のウェイトが TOPIX のウェイトの何倍となっているかを示している（本稿では「指数ウェイト倍率」と呼ぶ）。例えば、日経平均株価におけるファーストリテイリングのウェイト（2021 年 3 月末で 10%超）は、TOPIX におけるウェイト（同 0.43%）の 25.1 倍である。

列(1)と列(2)を合わせて見ると、日銀の保有割合が高いほど、指数ウェイト倍率が高くなるという明確なパターンが浮かび上がってくる。このパターンは、11 位以下の企業でも概ね観察される。このことは、以下のように説明できる。まず、TOPIX は浮動株時価総額加重指数であるため、日銀による TOPIX 連動 ETF の保有は、浮動株における日銀の保有割合に基本的にはばらつきを生じさせない。また、JPX 日経 400 のウェイトも TOPIX と同様に浮動株時価総額に基づいて決定されているほか、日銀が保有する JPX 日経 400 連動 ETF は 3 兆円程度に過ぎないことから、その保有が日銀の保有割合のばらつきに与える影響は限定的である。このため、日銀の保有割合は、日経平均のウェイトが TOPIX ないしは浮動株時価総額のウェイト対比でみてどのように偏っているかを示す指数ウェイト倍率と、強い正の相関を持つことになる。

列(3)をみると、日銀はファーストリテイリング株を 1.96 兆円保有しており、これはソフトバンクグループの 2.07 兆円に次いで 2 番目に大きい。なお、ソフトバンクグループについては、浮動株時価総額がファーストリテイリングよりもはるかに大きいため、日銀の保有割合が相対的に低く、表 1 には記載されていない。また、浮動株時価総額の上位 10 社のうち、キーエンスと任天堂の 2 社は日経平均株価に採用されていない。このため、これらの企業の日銀による保有額は、浮動株との対比でみて 8%程度に過ぎなかった。

5. ベースライン分析

本節では、ベースライン分析で用いるクロスセクション回帰モデルとその結果について説明する。具体的には、5.1 節でベースラインモデルについて述べる。5.2 節では推定結果を示し、5.3 節では推定された価格乗数の大きさを先行研究と比較して評価する。異常利回りやコントロール変数など、本節および次節で使用する変数の詳細については、Ichiue (2024)を参照されたい。

5.1. ベースライン回帰モデル

本稿のベースライン回帰モデルはD'Amico and King (2013)を参考にしている。彼らは、2009 年の Fed による国債買入れのフロー効果とストック効果を銘柄別のデータを用いて推定している。ストック効果を推定するために、彼らは、2009 年 3 月 17 日から 10 月 30 日（買入れ政策の最初の発表の前日から買入れの最終日）における銘柄別の国債の累積利回りを、この期間中の Fed による買入れ額の発行残高に対する比率に回帰した。彼らの手法の重要な点は、買入れの最終日までの利回りを用いることにある。買入れが終了する前は、Fed がどの銘柄を購入するか不透明であったため、国債価格は Fed の将来の購入に関する市場の期待を反映していた可能性がある。しかし、将来の買入れに関する期待は、買入れの終了後には重要ではなくなる。したがって、この方法を用いれば、そのような期待が観測できないなかでも、効果を推定することができる。

本稿のベースライン分析では、2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までの銘柄別の累積対数超過利回りを、2021 年 3 月末の浮動株における日銀保有比率に回帰する。超過利回りは、主要な銀行間レートである無担保コール翌日物レートを用いて計算した⁶。2010 年 9 月末は、2010 年 10 月 5 日に日銀が初めて ETF の買入れを発表する数営業日前である。2021 年 3 月末は、日銀が日経平均 ETF の買

⁶ このほか、株式会社金融データソリューションズが提供するNPM企業財務データのトータルリターンを用いた。

入りを終了した日である。これらの日付を選んだ理由としては、四半期末にデータが入手しやすいということもある。しかし、最も重要な理由は、市場参加者がこれらの日に将来の日経平均 ETF の買入りを予想していなかったと考えられることである。日銀は 2021 年 4 月以降も TOPIX 連動型 ETF の買入りを継続しているが、TOPIX のウェイトは基本的に浮動株の時価総額に比例するため、TOPIX 連動 ETF の買入りが銘柄間の利回りに大きな差異をもたらすことはないと考えられる。加えて、前述のように、日銀は、2021 年 4 月以降、TOPIX 連動型を含む ETF の購入額を大幅に減らしている⁷。

2010 年 9 月末には日銀の ETF 買入りは予想されていなかったため、2021 年 3 月末の日銀保有残高は、2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までの間に生じた需要ショックと考えることができる。需要ショックが株価に与える影響に関する実証研究では、一般に、需要ショックは株式の供給量を示す指標対比で計算される。米国のデータを用いた研究では通常、発行済み株式から自己保有株式を差し引いたものの時価総額を供給量として用いている。これに対し、本稿では 2 つの理由から浮動株の時価総額を用いている。第一の理由は、日本におけるデータの入手のしやすさである。TOPIX に採用されている銘柄であれば、浮動株時価総額の日次データは容易に入手可能である。一方、自己保有株式の日次データは公開されていない。第二の理由は、浮動株は発行済み株式から自己保有株式を差し引いたものよりも株式の供給量を的確に表していると考えられるためである。実際、TOPIX や S&P500 が 2005 年頃に浮動株に基づくウェイトを採用したのはこのためである。長い歴史を持つ米国の研究では、浮動株のデータ

⁷日付の選択において、もう一つの考慮したのは、市場のストレスである。Ichiue(2024)で詳細に議論しているように、中央銀行の資産買入は、市場の緊張時に特に大きな影響を与える可能性が高いため、そのような日を選ぶことは推定結果に重大な影響を与えうる。実際、D'Amico and King (2013)は、Fed による国債買入は金融危機の直後に発表・実施されたため、彼らの結果は比較的市場の緊張が低い時期にはあてはまらない可能性があるとの注意を促している。日銀による ETF の買入は、金融の安定ではなく物価の安定を目的としていたため、本研究の結果は、低ストレス時の影響を捉えていると考えることができる。実際、市場の緊張度を示す指標として広く用いられている株式市場のボラティリティは、これらの日には特に高くはなかった。

が入手しにくかったことも、発行済み株式（除く自己保有株式）が用いられてきた背景にあるものと考えられる。実際、Wurgler and Zhuravskaya (2002)は、インサイダー保有に関する電子的な情報源を知らないため、浮動株を使用していないと述べている。

しかし、東証の定義する浮動株を利用する際には注意が必要である。原田 (2021)は、東証が日銀保有分を浮動株の定義から除外しているかどうかは公表されていないが、除外している可能性が高いと論じている。彼女の主張を裏付ける分析結果については、Ichiue (2024)を参照されたい。この結果に基づき、浮動株は日銀保有分を足し戻して調整し、日銀保有比率は調整後の浮動株に対する比率として定義する。

本稿では、利回りの決定要因を回帰分析するうえで、非金融株のデータを用いている。ベースライン回帰では、2005年9月末から2021年3月末までの全営業日の株価が観測可能な東証一部上場銘柄のデータを用いている⁸。2010年9月末より前のデータは、一部のコントロール変数の算出に使用している。また、浮動株のデータはTOPIXの構成銘柄のみで利用可能なため、分析対象は2021年3月末のTOPIXの構成銘柄に限定する。さらに、コントロール変数のデータの一部が利用できないため、1銘柄を除外した。この結果、合計1,158銘柄がサンプルに含まれることになった。

第1節で述べたように、図1は日銀保有比率と対数超過トータルリターンの関係を示したものである。この図から明らかなように、黒丸で示した日経225構成銘柄の日銀保有比率は銘柄間で大きく異なっている。図の最も右にあるのはファーストリテイリングで、その日銀保有比率は50%を超えており、これは表1で日銀保有額を足し戻す前の浮動株との対比で104.8%であったことと整合的である。回帰分析では、後述するように、このような外れ値はウィンザー化される。日経平均株価の構成銘柄にみられる正の関係は、日銀保有比率が高い

⁸ 2020年10月1日は、東証の株式売買システムの障害によって価格のデータが得られないため、本稿ではこの日を休日として扱う。

ほど利回りが高いことを示唆している。一方、それ以外の銘柄を示すグレーの丸は、基本的に日銀保有比率が約 6.9%と約 7.6%の垂直線上にある。JPX 日経 400 に採用されていない銘柄は左の線上に、採用されているほとんどの銘柄は右の線上に位置している。

本稿を通じて、回帰結果は全サンプルと日経 225 構成銘柄のサブサンプルの両方で示す。これは、日経 225 構成銘柄と非構成銘柄の動きが異なる可能性があるためである。例えば、日経 225 構成銘柄は投資家の注目度が高いため、割高となっており、事後的な利回りが低くなっている可能性がある。サブサンプル分析では、日経 225 への採用が利回りから影響を受ける可能性などに伴う内生性に対処するため、2021 年 3 月末ではなく、2010 年 9 月末に日経 225 に採用されていた銘柄を対象とした。サブサンプルは 177 社で構成され、うち 169 社は 2021 年 3 月末にも日経平均に採用されていた。

ベースライン回帰モデルは、下式で表される。

$$R_n = \gamma Q_n + \rho' X_n + \epsilon_n \quad (2)$$

ここで R_n は株式 n の 2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までの実際の利回り（対数超過トータルリターン）ないしはその異常利回りである。また、 Q_n は 2021 年 3 月末の日銀保有比率、 X_n は定数を含むコントロール変数のベクトルである。異常利回りは、2010 年 10 月から 2021 年 3 月までの月次利回りを用いて推定されたファクターモデルを用いて計算し、ファクター数が 1、3、4、5、6 の 5 通りのモデルを用いて頑健性を確認する⁹。

推定には二段階最小二乗法を用いる。D'Amico and King (2013)も、Fed が意図的に割安な銘柄を購入した場合に生じ得る内生性に対処するため、二段階最小二乗法を用いた。日銀は ETF を通じて間接的に株式を購入しており、購入する

⁹ 本稿では、ポートフォリオではなく個別銘柄の利回りを用いて回帰分析を行う。その理由は、Ang et al. (2020)が理論と実証の双方に基づいて示したように、ポートフォリオを用いると、利回りや他の特性の情報がかなり失われてしまうためである。しかし、結果の頑健性を確認するために、Ichiue (2024)ではポートフォリオの利回りも検証しており、ベースライン分析を支持する結果を得ている。

ETF を選択する際には事前に公表されたルールに従っているため、日銀が特定の銘柄を選好する余地はほとんどないように思われる。しかし、例えば、企業の基礎的条件が予想されていたよりも良好であった際に、利回りが高くなるとともに、その銘柄が日経平均株価に採用されたり、採用され続けたりする確率が高くなり、その結果、日銀の保有比率が高まりやすくなるというような場合には、内生性の問題が生じうる。このような可能性に対処するため、2010 年 9 月末の指数ウェイト倍率（すなわち、日経平均のウェイトが TOPIX のウェイトの何倍かを示す指標）を操作変数として用いた。この倍率を選んだ主な理由は、表 1 で 2021 年 3 月末の日銀保有比率と指数ウェイト倍率の間に高い相関があることが示唆されたからである。指数ウェイト倍率はゆっくりとしか変化しないため、後述するように、2010 年 9 月末の指数ウェイト倍率も 10 年以上先の日銀保有比率と高い相関がある。

本稿の操作変数法は、基本的に、コントロール変数に含まれていない将来の長期利回りに関する情報を指数ウェイト倍率が含んでいるか検証するものである。コントロール変数には、定数と少なくとも 6 つの変数が含まれる。具体的には、ベータ、企業規模、簿価時価比率、収益性、総資産成長率、過去の利回りである。最初の 5 変数は、Fama and French (2015) の 5 ファクターモデルで注目されている企業特性である。過去の利回りは、長期的な利回りで平均回帰性がしばしば観察されるために加えている（例えば、Bondt and Thaler (1985)）。全サンプルの回帰では、日経平均構成銘柄と非構成銘柄の振る舞いに違いがある可能性を考慮して、2010 年 9 月末の日経平均構成銘柄のダミー変数も用いている。すべてのコントロール変数は、内生性の問題を回避するために、2010 年 9 月末までのデータを用いて計算されている。さらに、Fama and French (1993) に従い、決算期末と利回りの算出期間の間に少なくとも 6 ヶ月の間隔を設け、決算の結果が利回りの算出期間の前に既知であるようにする。

以上をまとめると、二段階最小二乗法の第一段階では、2021 年 3 月末の日銀保有比率を指数ウェイト倍率とコントロール変数に回帰する。第二段階では、2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末までの利回りを第一段階で得られた日銀保有比

率の推定値とコントロール変数に回帰する。すべての変数は外れ値に対応するために 1%水準と 99%水準でウィンザー化している。さらに、標準誤差は東証の 33 業種分類に基づく業種レベルでクラスター化して算出している。これは、特に企業規模などの企業特性をコントロールした後では、同じ業種の残差が同方向に動く可能性が高いためである。まれではあるが、企業の業種分類が変わることもある。この問題に対処するため、2010 年 9 月末の分類を使用している。

最後に、推定バイアスの可能性を指摘しておく。ひとつの懸念は、操作変数が外生ではない可能性である。指数ウェイト倍率の高い銘柄は、日経 225 に連動する投資成果を目指すインデックス投資家からの需要などを受けて、2010 年 9 月末時点で割高であったかもしれない。この場合、そのような銘柄の利回りは 2010 年 9 月末から 2021 年 3 月末にかけて相対的に低かった可能性が高い。もしそうであれば、操作変数が残差と負の相関を持ち、日銀の ETF 保有による影響が過小評価されるおそれがある。もう一つの懸念は、日銀以外の投資家がこの期間に日経平均へのエクスポージャーを増やした可能性であり、この場合、回帰分析の結果は日銀の FTF 保有による影響を過大評価する。これらの可能性は、Ichiue (2024)で詳細に分析されており、ベースライン回帰の結果がそのような理由で深刻なバイアスを受ける可能性は低いことが示されている。

5.2. ベースライン分析の結果

本節ではベースライン分析の結果を示す。表 2 は操作変数法の第一段階の結果を示している。列(1)と列(2)は、それぞれ全サンプルと日経 225 構成銘柄のサブサンプルの結果である。指数ウェイト倍率の係数は両サンプルとも有意にプラスである。 t 値はそれぞれ 11.1 と 19.7 である。また、Kleibergen and Paap (2006) の F 統計量は 123.8 と 387.2 であり、一般的な基準の 10 を大きく上回っている。全体として、この結果は、指数ウェイト倍率が日銀保有比率を予測する上で有益であり、操作変数として妥当であることを示している。企業規模の係数も両サンプルで有意にプラスである。これは、企業規模が、ある銘柄が日経平均株価の構成銘柄にとどまるか、あるいは追加されるかを予測するのに適している

ためではないかと考えられる。実際、2010 年 9 月末に日経平均株価に採用されていたものの、2021 年 3 月末には採用されていなかった企業の平均的な規模は、日経平均株価に採用され続けた企業や新たに採用された企業の平均的な規模よりも小さい。

全サンプルの第二段階の回帰結果は、日銀の保有が利回りに有意な正の影響を与えたことを示唆している。表 3 では、実際の利回りの結果が列(1)、異常利回りの結果が列(2)～(6)に報告されている。日銀保有比率の係数は正で有意であり、 t 値は 4～5 程度である。係数の大きさは 5.21～6.74 である。標準誤差がすべての回帰で 1 よりやや大きいことも踏まえると、係数は 6 前後であると結論づけられる。これは、日銀保有比率が 1%ポイント高ければ、利回りが約 6%ポイント高くなることを示唆している。言い換えれば、価格乗数は約 6 である。コントロール変数の係数の多くは有意であり、 t 値も高い。このうち日経平均構成銘柄ダミーの係数は負で有意である。これは、日経平均構成銘柄が過大評価され、事後的な利回りが低い傾向があるためと考えられる。その他の有意性の高い係数の符号は、一般に期待されるとおりとなっている¹⁰。紙幅の都合により、サブサンプルの結果は省略するが、同様の結果が得られている。また、通常の最小二乗法の結果も確認した。この結果も大きくは変わらず、内生性が深刻でないことが示唆される。

5.3. 推定された価格乗数の評価

ここでは、先行研究の推定値と比較することで、本稿で推定された価格乗数の大きさを評価する。上述したように、米国のデータを用いた多くの研究では、

¹⁰ ベータの係数は、実際の利回りでは負だが有意ではない一方、異常利回りでは負で有意である。前者の結果は、資本資産価格モデル (CAPM) の予想に反しているが、時系列データから推定されたベータと利回りのクロスセクションでの相関が弱い、あるいは負であることを指摘した Black et al. (1972)、Fama and French (1992)、Baker et al. (2011)、Frazzini and Pedersen (2014) と整合的である。また、異常利回りを用いた場合にベータの係数が負で有意であることも、ベータと異常利回りの間に相関がないと予想する CAPM と矛盾するが、ベータとアルファが逆相関することを理論的、実証的に示した Frazzini and Pedersen (2014) とは整合的である。

需要ショックを、浮動株ではなく発行済み株式（除く自己保有株式）と対比でみて分析する場合が多い。したがって、本稿の結果を米国の研究結果と比較可能とするため、発行済み株式（除く自己保有株式）を推定したうえで、ベースラインの回帰式を再推定した。

ベースライン回帰では、2010年9月末の指数ウェイト倍率（日経平均のウェイトがTOPIXのウェイトの何倍かを示す指標）を操作変数として使用したが、TOPIXのウェイトは浮動株時価総額に基づいて決定されるため、この倍率は基本的に日経平均ウェイトの浮動株時価総額に対する比率に比例する。一方、ここでは、2010年9月末における日経平均ウェイトの発行済み株式（除く自己保有株式）の時価総額に対する比率を操作変数とした。

この結果も紙幅の都合により掲載しないが、基本的にベースライン回帰と同様の結果が得られている。ただし、大きな違いとして、日銀保有比率にかかる係数の推定値は8~9程度と、ベースラインの6程度よりも大きいことがある。これは驚くべきことではない。東証が定義する浮動株からは、日銀が保有する株式や自己保有株式だけでなく、役員保有株など他の株式も除外されていることを踏まえると、発行済み株式（除く自己保有株式）の時価総額は、ベースライン分析で用いた浮動株のそれを上回る。従って、発行済み株式（除く自己保有株式）の時価総額に対する日銀保有額の割合のばらつきは、日銀保有比率のばらつきよりも小さくなり、利回りのばらつきを説明するためには、より高い乗数が必要となる。

本研究で推定された価格乗数（約8~9）は、典型的な乗数（約1）よりもはるかに大きい。この背景としては、日銀がETFを通じて株式を長期間保有すると市場で予想されていることがあるのではないかと考えられる。実際、日銀は購入したETFを10年以上売却していない。また、株価に大きな影響を与えずに売却するには保有額が大きすぎるとの見方が多く示されてきた。さらに、2021年3月末時点では、日本が依然として長期にわたって継続してきた低インフレ下にあり、日銀が金融緩和からの出口の時期や戦略を検討する段階ではないと

主張していた¹¹。こうしたことから、市場参加者は日銀のETF保有が長く続くと予想していたものと考えられる。

6. 結論

本稿では、日銀のETF保有が長期的な株式の利回りに与える影響を検証した。分析の結果、その効果は非常に大きいことが示された。ベースライン分析の結果によると価格乗数は約6であり、米国のデータに関する多くの研究と同様に発行済み株式（除く自己保有株式）対比で日銀の保有額をみた場合の価格乗数は約8～9である。この価格乗数は、需要ショックが株式の利回りに与える影響に関する先行研究の典型的な推定値よりもはるかに高い。また、日銀が日経平均ETFの買入れを終了してから9ヵ月間、利回りの反転はみられなかった。

日銀は2021年3月末で日経平均ETFの買入れを終了し、フローの面ではおおむね市場に中立となるようETF買入れの方針を修正した。また、2024年3月には、TOPIX連動型も含めてすべての買入れを終了した。しかし、ストックの面からみると、日経平均ETFを含め、依然として大量のETFを保有している。本稿で得られた結果は、日銀が保有する日経平均ETFが、買入れ終了後も株価を大きく歪ませていることを示唆している。

この研究は、株価指数から生じる問題点も浮き彫りにしている。最も重要な点は、日経平均株価のような原則として株価を単純平均したような指数が金融市場を著しく歪めうることである。本稿の結果は、日銀によるETF買入れのよ

¹¹ 2021年3月23日、黒田日銀総裁（当時）は、参議院において、「二%の物価安定目標を実現するために大規模な金融緩和を行っておりまして、その一環としてこのETFの買入れも行っているわけでありまして、二%の物価安定目標の達成には時間が掛かるという見込みでありますので、当面、このETFの買入れをやめるとか、あるいは手持ちのETFを処分するという考えはありません。」「このETF買入れを含む金融緩和の出口のタイミング、あるいはその際の具体的な対応を検討するのは時期尚早であると、そういう局面には至っていないというふうに思っております。」と発言をした。詳細は以下から入手可能。

<https://kokkai.ndl.go.jp/#/detail?minId=120415261X01620210325¤t=1>.

うな大規模な非伝統的政策によって、このような問題が増幅される可能性があることを示している。このことは、新たな政策を立案する際には、既存の市場の歪みを慎重に評価する必要があることを示唆している。

先行研究が推定した価格乗数には、大きなばらつきがある。今回の研究では、非常に大きな価格乗数が推定されたが、このことは、日銀のように、長期にわたって資産を保有する投資家からの需要ショックの場合、価格乗数が大きくなることを示唆しているのかもしれない。しかし、ひとつの需要ショックに関する今回の研究だけでは、乗数の決定要因を特定するのに十分ではなく、この点は今後の研究の重要な課題として残されている。

このような政策が企業行動とマクロ経済に与える影響を、一般均衡効果を考慮に入れて推定することも、将来の重要な研究課題である。Gabaix and Koijen (2022)は、マクロ乗数（市場全体の動きをコントロールしない場合の価格乗数）はミクロ乗数よりもはるかに高いと主張している。もしそうだとすれば、ミクロ乗数が高いとの本稿の結果は、日銀の ETF 保有が株価を全体として大きく押し上げたことを示唆している。他方で、この政策は、資源配分の歪みやコーポレート・ガバナンスの弱体化などを通じて、経済全体に悪影響を与えてきた可能性もある。こうした大規模で、不均等で、持続的な需要ショックの影響に関する複雑な波及経路を理解するには、いまだ多くの研究が必要である。

参考文献

- 原田喜美江、2021、「ETF買入政策のミクロ面への弊害～低浮動株・小型株への影響～」、証券レビュー、第61巻第1号、58-71
- Ang, Andrew, Jun Liu, and Krista Schwarz. 2020. “Using Stocks or Portfolios in Tests of Factor Models.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 55 (3): 709–750.
- Baker, Malcolm, Brendan Bradley, and Jeffrey Wurgler. 2011. “Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-volatility Anomaly.” *Financial Analysts Journal* 67 (1): 40–54.
- Barbon, Andrea, and Virginia Gianinazzi. 2019. “Quantitative Easing and Equity Prices: Evidence from the ETF Program of the Bank of Japan.” *Review of Asset Pricing Studies* 9 (2): 210–255.
- Bauer, Michael, and Eric T. Swanson. 2023. “A Reassessment of Monetary Policy Surprises and High-Frequency Identification,” NBER Macroeconomics Annual 37, 2023, 87–155.
- Black, Fischer, Michael C. Jensen, and Myron Scholes. 1972. “The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests.” In M. Jensen, ed.: *Studies in the Theory of Capital Markets* (Praeger).
- Bondt, Werner F.M. de, and Richard Thaler. 1985. “Does the Stock Market Overreact?” *Journal of Finance* 40 (3): 793–805.
- Carhart, Mark M. 1997. “On Persistence in Mutual Fund Performance.” *Journal of Finance* 52 (1): 57–82.
- Cieslak, Anna, Adair Morse, and Annette Vissing-Jorgensen. 2019. “Stock Returns over the FOMC Cycle.” *Journal of Finance* 74 (5): 2201-2248.
- Chang, Yen Cheng, Harrison Hong, and Inessa Liskovich. 2015. “Regression Discontinuity and the Price Effects of Stock Market Indexing.” *Review of Financial Studies* 28 (1): 213–246.
- Charoenwong, Ben, Randall Morck, and Yupana Wiwattanakantang. 2021. “Bank of Japan Equity Purchases: The (Non-)Effects of Extreme Quantitative Easing.” *Review of Finance* 25 (3): 713–743.
- D’Amico, Stefania, and Thomas B. King. 2013. “Flow and Stock Effects of Large-scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply.” *Journal of Financial Economics* 108 (2): 425–448.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1992. “The Cross-section of Expected Stock Returns.” *Journal of Finance* 47 (2): 427–465.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1993. “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.” *Journal of Financial Economics* 33: 3–56.

- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 2015. "A Five-factor Asset Pricing Model." *Journal of Financial Economics* 116 (1): 1–22.
- Fama, Eugene F., and James D. Macbeth. 1973. "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests." *Journal of Political Economy* 81: 607–636.
- Frazzini, Andrea, and Lasse Heje Pedersen. 2014. "Betting against Beta." *Journal of Financial Economics* 111 (1): 1–25.
- Fukuda, Shin-ichi, and Mariko Tanaka. 2022. "The Effects of Large-scale Equity Purchases during the Coronavirus Pandemic." CIRJE F-Series CIRJE-F-1186, CIRJE, Faculty of Economics, University of Tokyo.
- Fukui, Masao, and Masayuki Yagasaki. 2022. "The Impact of Central Bank Stock Purchases: Evidence from Discontinuities in Policy Rules." Paper presented at the NBER Summer Institute 2022 on Monetary Economics, Cambridge, MA, July 11–15, 2022. Available online: https://conference.nber.org/conf_papers/f171923.pdf.
- Gabaix, Xavier, and Ralph S. J. Koijen. 2022. "In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis." SSRN 3686935.
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack. 2011. "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-scale Asset Purchases." *International Journal of Central Banking* 7 (1): 3–43.
- Greenwood, Robin. 2005. "Short- and Long-term Demand Curves for Stocks: Theory and Evidence on the Dynamics of Arbitrage." *Journal of Financial Economics* 75 (3): 607–649.
- Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, and Gordon Y. Liao. 2018. "Asset Price Dynamics in Partially Segmented Markets." *Review of Financial Studies* 31 (9): 3307–3343.
- Greenwood, Robin, Nber Toomas Laarits, and Jeffrey Wurgler. 2023. "Stock Market Stimulus." *Review of Financial Studies* 36: 4082–4112.
- Haddad, Valentin, Alan Moreira, and Tyler Muir. 2023. "Whatever it takes? The Impact of Conditional Policy Promises." NBER Working Paper Series 31259.
- Harada, Kimie, and Tatsuyoshi Okimoto. 2021. "The BOJ's ETF Purchases and Its Effects on Nikkei 225 Stocks." *International Review of Financial Analysis* 77 (October).
- Harris, Lawrence, and Eitan Gurel. 1986. "Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures." *Journal of Finance* 41 (4): 815–829.
- Hattori, Takahiro, and Jiro Yoshida. 2023. "The Impact of Bank of Japan's Exchange-traded Fund Purchases." *Journal of Financial Stability* 65.
- Ichiiue, Hibiki. 2024. "The Bank of Japan's Stock Holdings and Long-term Returns." SSRN 4802165.

- Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott, and Dimitri Vayanos. 2012. “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy — an Introduction.” *Economic Journal* 122: 271–288.
- Katagiri, Mitsuru, Junnosuke Shino, and Koji Takahashi. 2022b. “The Announcement Effects of a Change in the Bank of Japan’s ETF Purchase Program: An Event Study.” *Finance Research Letters* 50.
- Kleibergen, Frank, and Richard Paap. 2006. “Generalized Reduced Rank Tests using the Singular Value Decomposition.” *Journal of Econometrics* 133 (1): 97–126.
- Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. 2011. “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy.” *Brookings Papers on Economic Activity* Fall: 215–287.
- Matsuki, Takashi, Kimiko Sugimoto, and Katsuhiko Satoma. 2015. “Effects of the Bank of Japan’s Current Quantitative and Qualitative Easing.” *Economics Letters* 133 (August): 112–116.
- Neuhierl, Andres, and Michael Weber. 2019. “Monetary Policy Communication, Policy Slope, and the Stock Market.” *Journal of Monetary Economics* 108: 140–155.
- Ramey, Valerie. 2016. “Macroeconomic Shocks and Their Propagation.” In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2, ed. John B. Taylor and Harald Uhlig, 71–162. Amsterdam: North-Holland.
- Shirota, Toyochiro. 2018. “Evaluating the Unconventional Monetary Policy in Stock Markets: A Semi-parametric Approach.” Discussion Paper Series A 322, Graduate School of Economics and Business Administration, Hokkaido University.
- Shleifer, Andrei. 1986. “Do Demand Curves for Stocks Slope Down?” *Journal of Finance* 41 (3): 579–590.
- Wright, Jonathan H. 2012. “What Does Monetary Policy Do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound?” *Economic Journal* 122: 447–466.
- Wurgler, Jeffrey, and Ekaterina Zhuravskaya. 2002. “Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?” *Journal of Business* 75 (4): 583–608.

(表 1) 浮動株との対比でみた日銀保有額の上位 10 社

ランキング	企業名	(1) 日銀保有/浮動株 (%)	(2) 日経225ウェイト /TOPIXウェイト (倍)	(3) 日銀保有額 (兆円)
1	ファーストリテイリング	104.8	25.1	1.96
2	コナミグループ	44.0	9.3	0.17
3	アドバンテスト	42.5	8.9	0.49
4	太陽誘電	36.9	7.4	0.14
5	日立建機	35.5	7.1	0.09
6	コムシスホールディングス	34.7	6.9	0.09
7	TDK	34.6	6.8	0.41
8	松井証券	33.8	6.8	0.02
9	NTTデータ	32.6	6.3	0.24
10	トレンドマイクロ	32.5	6.3	0.15

(注) この表は、2021 年 3 月 31 日時点の東証が定義した浮動株との対比でみた日銀保有額の推定値の上位 10 社の一覧である。列(1)、(2)、(3)は、それぞれ浮動株に対する日銀保有額の割合(%)、日経平均のウェイトが TOPIX のウェイトの何倍かを示す指標(倍)、日銀保有額(兆円)を報告している。

(表 2) ベースライン分析の第一段階の結果

	(1) フルサンプル	(2) サブサンプル
指数ウェイト比率	0.0191** (11.13)	0.0181** (19.68)
ベータ	0.0007 (0.56)	-0.0061 (-0.89)
企業規模	0.0033** (4.70)	0.0065** (2.87)
簿価時価比率	-0.0019 (-1.75)	-0.0096 (-1.12)
収益性	-0.0048 (-0.70)	-0.0202 (-1.21)
総資産成長率	-0.0069 (-1.26)	-0.0058 (-0.22)
過去の利回り	-0.0038 (-1.94)	-0.0084 (-0.91)
日経平均採用銘柄	-0.0041 (-1.17)	
観測数	1,158	177
決定係数	0.772	0.780

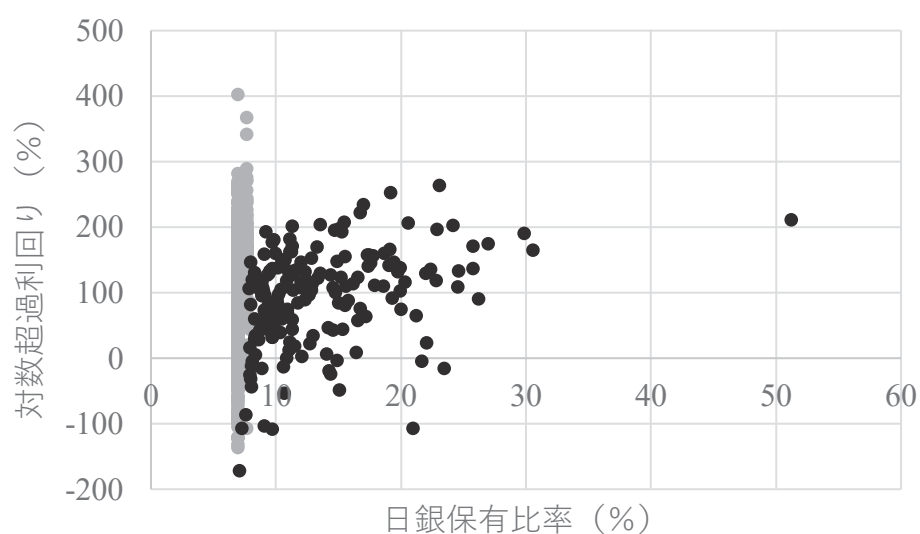
(注) この表は、ベースライン分析の二段階最小二乗法の第一段階の結果を報告している。従属変数は日銀保有比率で、2021年3月31日現在の日銀保有残高と東証が定義する浮動株の合計に対する日銀保有残高の比率として定義される。独立変数は2010年9月30日までのデータを用いて計算した。「指数ウェイト倍率」は、日経平均のウェイトがTOPIXのウェイトの何倍かを示す。「ベータ」、「企業規模」、「簿価時価比率」、「収益性」、「資産成長率」は、Fama and French (2015) の5ファクターモデルで注目されている企業特性である。「過去の利回り」は2010年8月31日までの3年間の利回りである。「日経平均採用銘柄」は、2010年9月30日に日経平均株価に採用されていれば1、そうでなければ0を取る。例(1)は全サンプル、列(2)は2010年9月30日における日経平均採用銘柄のサブサンプルの結果を示している。回帰には定数項が含まれているが、係数の推定値は報告していない。括弧内は t 値である。**は1%水準で統計的に有意なことを示す。標準誤差は業種レベルでクラスター化した。

(表3) 全サンプルのベースライン回帰の第二段階の結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	実現利回り	1ファクター	3ファクター	4ファクター	5ファクター	6ファクター
日銀保有比率	5.73** (4.98)	5.95** (4.19)	6.40** (4.70)	6.74** (4.82)	5.21** (3.83)	5.54** (3.89)
ベータ	-0.22 (-1.83)	-0.78** (-5.59)	-0.62** (-4.92)	-0.68** (-5.23)	-0.57** (-4.59)	-0.65** (-4.77)
企業規模	0.02 (0.67)	0.01 (0.22)	0.09* (2.47)	0.09* (2.55)	0.05 (1.51)	0.05 (1.36)
簿価時価比率	0.14 (1.64)	0.20* (2.09)	0.30** (3.12)	0.31** (3.20)	0.34** (3.35)	0.38** (3.68)
収益性	1.42** (3.97)	1.73** (4.74)	1.80** (5.43)	1.88** (5.37)	1.88** (5.15)	2.04** (5.01)
総資産成長率	-0.77* (-2.58)	-1.20** (-3.08)	-1.17** (-3.07)	-1.21** (-3.23)	-1.31** (-3.15)	-1.36** (-3.25)
過去の利回り	-0.19* (-2.37)	0.01 (0.18)	0.02 (0.22)	0.03 (0.39)	0.01 (0.11)	0.03 (0.52)
日経平均採用銘柄	-0.37** (-4.99)	-0.38** (-4.07)	-0.35** (-4.10)	-0.36** (-4.25)	-0.31** (-3.46)	-0.33** (-3.72)

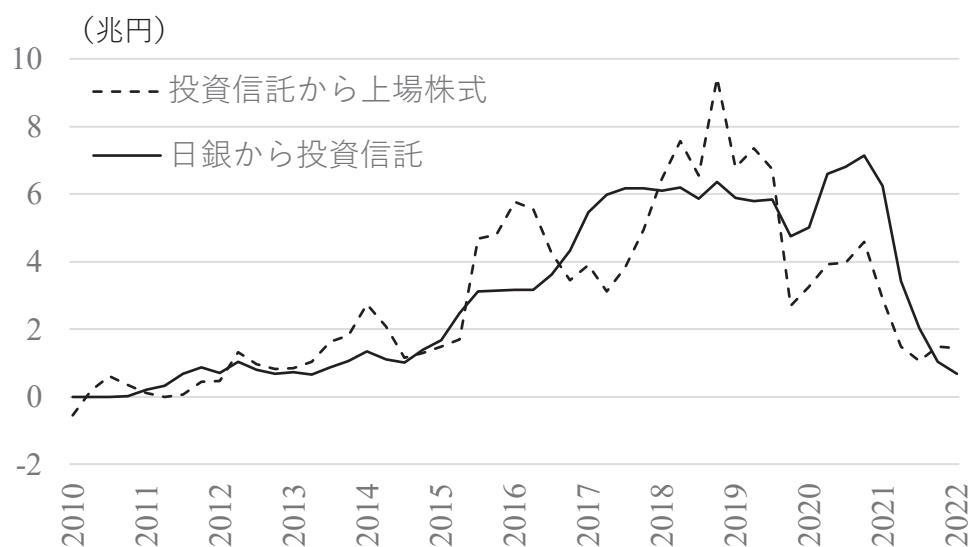
(注) この表は、全サンプルを用いたベースライン分析の第二段階の結果を示している。列(1)は2010年9月30日から2021年3月31日までの実際の利回りを従属変数とした場合、列(2)～(6)はそれぞれ1、3、4、5、6ファクターモデルに基づいて計算された異常利回りを用いた場合の結果を報告している。「日銀保有比率」は、2021年3月31日現在の日銀保有残高と東証が定義する浮動株の合計に対する日銀保有残高の比率である。この比率は、2010年9月30日時点の日経平均のウエイトがTOPIXのウエイトの何倍かを示す指数ウエイト倍率を操作変数とした第一段階の回帰によって推定されている。その他の独立変数は2010年9月30日までのデータを用いて計算した。「ベータ」、「企業規模」、「簿価時価比率」、「収益性」、「資産成長率」は、Fama and French (2015)の5ファクターモデルで注目されている企業特性である。「過去の利回り」は2010年8月31日までの3年間の利回りである。「日経平均採用銘柄」は、2010年9月30日に日経平均株価に採用されていれば1、そうでなければ0を取る。回帰分析には定数項が含まれているが、係数の推定値は報告していない。括弧内は t 値である。**と*はそれぞれ1%水準と5%水準で統計的に有意なことを示す。標準誤差は産業レベルでクラスター化した。列(1)～(6)のすべてで、観測数は1,158である。

(図 1) 日銀保有比率と利回り



(注) この図は、縦軸に 2010 年 9 月 30 日から 2021 年 3 月 31 日までの累積利回り（対数超過トータルリターン、%）、横軸に 2021 年 3 月 31 日の日銀保有比率（浮動株に占める日銀保有額の比率、%）を示している。黒丸は 2021 年 3 月 31 日時点の日経平均採用銘柄、灰色の丸はそれ以外の銘柄。

(図 2) 日銀から投資信託と投資信託から上場株式へのフロー



(注) この図は、2010 年第 1 四半期から 2022 年第 1 四半期までの、日銀から投資信託へのフロー（実線）と投資信託から上場株式へのフロー（折れ線）の 4 四半期移動和を示している。前者は資金循環統計における「中央銀行」から「投資信託受益証券」へのフロー、後者は「証券投資信託」から「上場株式」へのフローのデータから算出している。

地方銀行における農業金融参入の 実態と要因の解明

東京農業大学 国際食料情報学部 助教 犬田 剛

要 約

我が国の農業経営体数は減少傾向にあるものの、企業的な農業法人は増加しており、その成長を促すことにより、地域経済の発展につなげていくことが期待される。この農業法人は、規模拡大や多角化と併せて、既存の農業専門金融機関である、JA バンク等の農業協同組合や日本政策金融公庫ではなく、地方銀行等と取引を増加させる傾向にあることが指摘されている。

一方で、地方銀行等は目利き能力やコンサルティング機能を発揮し、中小企業等にきめ細かい支援を行う役割が期待されている。この点からも、企業的な農業法人等が増加する中、地域経済との結びつきが強い農業の成長産業化を図るために地方銀行が果たす役割は重要といえる。このため、農業の成長産業化を促し、地域経済の成長エンジンとして転換させるためにも、地方銀行の農業金融への参入が進むことが重要であると考えられる。

しかし、これまでの地方銀行を対象とした農業金融に関する研究は、少数の事例分析が中心であった。また、農業法人との取引はどの程度行われているのかという実態について、網羅的な調査・分析は十分に行われていない。

そこで、本研究では、地方銀行の農業融資や農業法人との取引実態や課題について調査・分析することで、地方銀行における農業金融参入の実態とその要因を明らかにした。

本研究の構成は次の通りである。

まず、第1章（問題意識と先行研究の整理）では、本研究を実施する問題意識とこれまでの農業金融に関する先行研究をレビューし、本研究の目的等を整理している。

第2章（農業経営の構造変化と農業金融）では、公的統計資料から、農業構造の変化を踏まえつつ、我が国の農業金融の実態について整理を行っている。この中で、企業的な農業法人等が増える中で、農業金融の市場規模は拡大しており、地方銀行における農業融資（残高）が伸びていることを整理している。今後も企業的な農業法人が増えることで、農業融資に対する障壁が低下し、このことは、地方銀行の農業金融参入を促進される可能性を高めることになることを示している。

第3章（地方銀行のディスクロージャー誌を活用した農業金融参入の実態分析）では、融資残高に占める農業融資シェアが高い地方銀行の特徴について、地方銀行単位と都道府県単位において分析することで、その特徴を明らかにした。この中で、農業融資シェアと農業産出額が正の相関関係にあることを明らかにし、農業が盛んな地域においては、地方銀行の農業融資が積極的に行われていることが示された。ただし、都道府県単位でみると、企業的な経営体の多い畜産が盛んな地域の地方銀行の農業融資シェアが高い傾向にあり、今後、構造の変化が進むことが見込まれている耕種経営のウエイトが高い地域において、地方銀行の持つ販売支援や事業承継・M&A 支援の手法・ツールを活かし、これらの経営体の成長支援とともに、地方銀行の農業金融参入を図ることが重要であることを示した。

第4章（企業の農業法人における地方銀行の取引実態と特性の解明）では、企業の農業法人へのアンケート調査から、地方銀行の農業融資の実態や期待されるニーズ等について、営農類型や経営規模との関係を中心に明らかにした。この中で、畜産や売上高の規模等が大きい農業法人を中心に、多くが地方銀行と既に取り関係にあることが示された。また、取引先金融機関を選定する理由は、取引歴が長いことを重視する農業法人が多いこと、規模が拡大する中で、金融機関に期待する役割として、経営相談・コンサルティングに対する回答が多くなる傾向にある。このことから、地方銀行は、企業の農業法人に対して、ニーズが高まっている運転資金を供給しつつ、信頼関係を構築すること、そして、他の業種・業界での知見や日本公庫との連携により、経営相談・コンサルティングをこれら農業法人に対して提供していくことが今後求められることを示している。

本研究の研究面での貢献は、これまで事例調査を中心としてきた地方銀行の農業金融への参入状況や企業の農業法人と地方銀行の取引実態について、定量データによって明らかにしたことである。

具体的には、畜産を中心に農業産出額が多い地域は、地方銀行の農業参入が進んでいること、企業の農業法人においては、地方銀行との取引を既に行っていることを明らかにした。今後、企業の農業経営体が増えることが見込まれる中において、そうした農業経営体に地方銀行が農業金融の分野で重要な役割を担う可能性が示唆される。そうした点からこれまで以上に、地方銀行における農業金融の参入を促進するために、農業融資に対する知見を有する日本公庫との連携などの取組みをこれまで以上に進めることが必要であるといえる。

最後に本研究に残された課題としては、以下の3点があげられる。

第一に、本研究では、地方銀行の内発的行動に基づく農業金融参入の実態について十分に議論することができなかったことである。農業金融に参入する上では、地域における農業経済や競合関係にある農業協同組合の存在という、外部環境が大きく影響するが、地方銀行内部の経営方針も影響するものと考えられる。これら、地方銀行の経営方針（戦略）において、農業融資がどのように位置づけられているのかを踏まえた上で、地方銀行ごとの農業融資の実態を整理することが今後は必要といえる。また、地方銀行単位での時系列の農業融資の実態など、定量的な分析を行うことで、農業金融への参入状況の変化について捉えることが必要であろう。

第二に今回の調査対象が地方銀行に限定されていることである。我が国の農業経営体は零細な経営が多いことから、信用金庫や信用組合との金融取引を行っている経営体が多いものと考えられる。本研究では、これら信用金庫や信用組合といった他の金融機関の実態について十分な検討がなされていない。地方銀行の取組み実態との共通点や相違点については、今後、実態調査を行うことが必要だといえる。

第三に地方銀行へのヒアリング結果を踏まえた定性的な情報を有効に活用することはできなかった点である。比較的早くから農業部門の専門セクションを立ち上げ、農業金融に参入していた、A銀行においては、農業融資シェアがごくわずかであること、農業融資の金額を追い求めるのではなく、様々なソリューションを提供しながら経営成長を促していくことに注力し

ていることを伺うことができた。こうした、金融機関の農業金融に対するスタンスや取組状況については、農業協同組合や信用金庫等も含めてその位置づけを明らかにすることで、地方銀行による農業金融参入の意義と役割を明確化するためにも重要な論点といえる。

地方銀行における農業金融参入の実態と要因の解明

東京農業大学 犬田 剛

第1章 問題意識と先行研究の整理

第1節 問題意識

我が国の農業経営体数は減少傾向にあるものの、企業的な農業法人は増加しており、その成長を促すことにより、地域経済の発展につなげていくことが期待される。この農業法人は、規模拡大や多角化と併せて、既存の農業専門金融機関である、JAバンク等の農業協同組合¹⁾（以下、「農協系統」という）や日本政策金融公庫農林水産事業本部（以下、「日本公庫」という）ではなく、地方銀行等と取引を増加させる傾向にあることが指摘されている。

一方で、日本再興戦略（2016年6月）において、地方銀行等の目利き能力やコンサルティング機能を発揮し、中小企業等にきめ細かい支援を行う重要性が明記された。こうした動きの中で、地方銀行は事業承継支援等の顧客の本業支援に取り組んでいる（犬田，2020）。この点からも、企業的な農業法人等が増加する中、地域経済との結びつきが強い農業の成長産業化に向けて、地方銀行が果たす役割は増すことが考えられる。このため、農業の成長産業化を促し、地域経済の成長エンジンとして転換させるためにも、地方銀行の農業金融への参入が促進されることが重要であるといえる。

しかし、これまでの地方銀行を対象とした農業金融に関する研究は、少数の事例分析が中心であり、地方銀行によって農業融資の取り組みになぜ差が生じているのか、農業法人との取引はどの程度行われているのかという実態について、網羅的な調査・分析は十分に行われていない。

そこで、本研究では、地方銀行の農業融資や農業法人との取引実態や課題について調査・分析することで、地方銀行における農業金融参入の実態とその要因を明らかにする。

第2節 農業金融の特質論

まず、農業金融が、一般的な金融と異なる点について、先行研究を踏まえて整理する。

農業金融の特質に関して、加藤（1983）は、農業の技術的特質と競争構造的な特質を整理（図表1-1）している。このうち、競争構造的な特質については、「農業以外でも零細企業ないし、家業といわれているものには、多かれ少なかれ適用されうるもの」としているものの、農業が製品

1)本稿における、農業協同組合は、特段の記載がない限り、農林中央金庫、各都道府県の信用農業組合連合会、各市町村等の農業協同組合を含んで使用している。

（農畜産物）の同質性を有する点から金融市場から資金を借り入れる場合に不利になることを指摘している。

この農業の特質を踏まえた上で、加藤（1983）は、農業金融の特質を長期性や危険性、強い低金利に対する要求などの10項目に整理している（図表1-2）。

その後、この点について、泉田（2012）は、我が国の農業経営の規模拡大が進む中、従来の家族小農を前提とした、農業金融特質論から脱皮し、アメリカの農業金融論が主張するような、「経営における財務管理」を検討することの必要性を指摘している。この点については、泉田の執筆当時（2012年）より、更に農業法人等の経営体が増える中で、農業金融特質論については、再考の余地があるといえる。

一方で、日暮（2014）は、農業・農村での融資実態から、日本公庫の農業経営基盤強化資金の融資拡大と農協系統は地域に開かれた金融への変化が進むことを指摘している。この点については、日本公庫の融資額は伸長しており、農業経営体の法人化や規模拡大に対応して、旺盛な資金需要を金融によって支援してきたといえる。一方で、農協系統については、農業融資の残高が減少している中、政策的な誘導もあり、地域に開かれた金融と農業向け融資の両輪を求められている状態となっているといえる。

また、長谷川（2015）は、2004～2014年度の日本公庫の融資実績が増加した要因として、肉用牛経営の規模拡大に伴う、長期運転資金への融資が影響していると指摘している。この指摘については、例えば、黒毛和牛の場合、肉用牛の場合、素牛（生後10か月程度）を導入後、出荷時（生後約30か月程度）と、飼養機関が20か月程度かかるといった長期性が影響していることが、日本公庫の資金供給を行う必要性を有している点といえる。

また、市場価格によるが、素牛の価格は一頭当たり、50～100万円程度と極めて高額であり、一定の規模以上になれば必然的に資金需要が大きくならざるを得ず、相場も大きく変動することから、民間金融機関等では十分なリスクテイクが難しい側面があることから、日本公庫による資金供給の必要性があるものといえる。

図表 1-1 農業の特質

技術的特質	①必需食糧の生産、②生産物貯蔵の困難性、③土地利用の重要性、 ④強い収獲遅延の作用、⑤生産に対する自然の制約
競争構造的特質	①きわめて多数の生産単位、②一様に零細な生産単位、③自給性の残存、 ④多様の生業的経営の存在、⑤希薄な発展的要素

資料：加藤（1983）を基に作成。

注：詳細は、加藤（1983）を参照されたい。

図表 1-2 農業金融の特質

	内 容
長期性	・ 生産所要時間の人為的短縮が困難であり、投資回収年数が長期
危険性	・ 零細によって長短借入金金融機関に依存
季節的繁閑	・ 自然災害等による債務不履行の危険性が高い
地域的過不足	・ 特定の時期に資金需要が集中
団体貸付の大きな比重	・ 都市近郊や兼業経営体の多寡による資金の地域間調整
担保としての土地の重要性	・ インフラ等の整備に係る共同貸付
個々の零細性	・ 土地以外の動産担保活用の困難性
全体としての大量性	・ 零細なため貸付額単位当たりのコストが高い
消費と結縁	・ 産業全体としては大きな資金需要が特定の時期に集中
強い低金利に対する要求	・ 企業と家計の未分離による消費資金として活用や自家消費
	・ 所得格差の是正と他手法と比較した所得政策としての優位性

資料：加藤（1983）を基に内容を要約。

第3節 農業金融における地方銀行の取組み実態

地方銀行等の農業融資が活発化した契機は、2005年の農地法改正によって、一般企業の農業参入が可能となったこととされる（長谷川，2016）。地方銀行等が農業融資へ参入した背景としては、農業以外の既往の融資先が、農業に参入する際の資金を融通することを意識したものといえる。

こうした動きの中で、森（2009）は、地方銀行において、農業融資が定着するためには、動産担保（ABL）の手法を確立することが重要であると指摘している。特に畜産分野では、肉用牛等の導入には多額の資金が必要となる一方で、それに見合う不動産等の担保を有する経営体は少ないことが背景にある。このため、導入した素牛を動産担保とする手法について、畜産が盛んな地域（鹿児島銀行等）において積極的に行われている。

一方、須田（2008）は、地方銀行が信用保証保険制度を活用しやすくすることにより、農業金融への参入が推進されると指摘している。この点については、全国信用保証協会と農業信用基金協会が連携した支援を行う取り組みが構築されており、一定の改善が図られているものといえる。

また、長谷川（2013）は、地方銀行は、新たな融資先を確保するために、農業法人等の大規模経営に的を絞った営業活動を行い、融資以外にも、農畜産物の商談会の開催やブランド化支援、農業法人等の設立支援といった本業支援の取り組みを推進していることを指摘している。

一方、森（2011）は、他の先進国の農業金融研究においては、定量的なデータに基づく分析が多くなされていることと比較し、我が国の地方銀行等における農業金融の取組は、少数の事例分析を通じて結論づけられているにすぎない点を課題として指摘している。

以上のように、農業金融に関する先行研究は多くの蓄積がなされている。しかし、森（2011）が指摘するように、我が国の地方銀行における農業金融参入の実態について、その要因を網羅的に分析した研究は少ないといえる。

第4節 本研究の構成

本研究の目的を果たすため、本研究では、「問題意識と先行研究の整理」(第1章)、「農業経営の構造変化と農業金融」(第2章)、「地方銀行のディスクロージャー誌を活用した農業金融参入の実態分析」(第3章)、「企業的農業法人における地方銀行の取引実態と特性の解明」(第4章)、「本研究の成果と残された課題」(第5章)、という5章の構成となっている。なお、それぞれの関係については、図1-3に示した通りである。

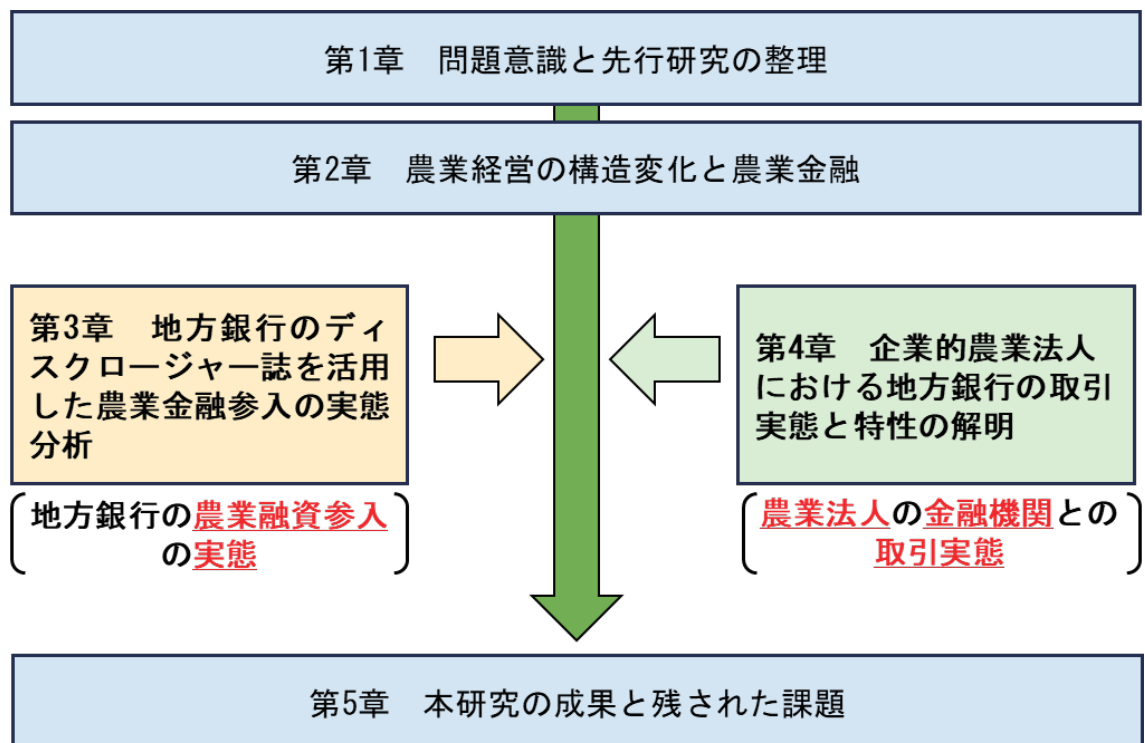
まず、「問題意識と先行研究の整理」(第1章)では、本研究の問題意識と先行研究において指摘・整理されている論点について整理する。その上で、本研究の新規性や目的を示している。

次に「農業経営の構造変化と農業金融」(第2章)では、我が国の農業経営体の実態や農業金融の取組み状況について、明らかにする。これにより、農業金融の借り手である農業経営体の構造変化を踏まえつつ、農業金融・融資がどのように変化してきたのかを明らかにする。

第三に、「地方銀行のディスクロージャー誌を活用した農業金融参入の実態分析」(第3章)では、地方銀行が公表しているディスクロージャー誌や公的統計資料から、地方銀行における農業融資の参入実態について明らかにしている。特に重回帰分析により融資残高に占める農業融資の割合が多い地方銀行の要因について、その実態を明らかにする。

次に、「企業的農業法人における地方銀行の取引実態と特性の解明」(第4章)である。企業的な農業法人において、どのような金融機関との取引が多いのか、その特徴について、営農類型(生産品目など)とのクロス集計を行うことで、特徴を明らかにする。これにより、農業法人の中でも、どのような経営体が地方銀行や他の金融機関との取引が多いのかを明らかにし、今後の農業金融参入促進に向けた示唆を得る。

最後に、「本研究の成果と残された課題」(第5章)では、全体の要約と今後の研究課題について説明する。



図表 1-3 本研究の構成

資料：筆者作成。

第2章 農業経営の構造変化と農業金融

第1節 課題の設定と本章の目的

本章では、我が国の農業金融の実態について、農業構造の変化を踏まえつつ、マクロ的な視点で把握することを目的とする。

農業金融の特質で指摘されるように、我が国の農業金融は、日本公庫と農協系統がその太宗を担ってきた。しかし、農業経営体が規模拡大するなど、その構造が変化する中で、これまでの零細な農業経営体から、一般中小企業と同様の企業的な農業法人も年々増えている。こうした中で、本章では我が国の近年の農業金融の実態について、公的統計資料等を中心に明らかにし、構造変化が起こっている農業経営体において、地方銀行の農業融資の実態や役割について提示することを目的とする。

第2節 農業経営体の構造変化

我が国の農業経営・農業法人の構造変化について、江川（2023）は、先行研究と統計資料から、図表 2-1 の通りに整理している。

まず、農業法人²⁾は、1970 年代以降に畜産経営体を中心に設立され、統合・再編を繰り返して、大規模経営体へ資源が集中したとされる。

図表 2-1 先行研究から見る農業法人（組織経営体）の動向

年 代	特 徴	先行研究
1970 ～90 年代	【畜産部門での経営展開】 企業性格を有した組織経営体が畜産部門（特に中小家畜）で展開し、大規模経営体へ資源集中。	暉峻（1971），今村（1982）， 宇佐美（1993），江川（1998）
2000 年代	【耕種部門での経営展開】 水田作をめぐる政策与件の変化を受けて水田作部門で経営展開を図る組織経営体の動きが活発化。 （集落営農をはじめとする組織の設立が相次ぐ）	鈴木（2003），鈴木（2008）， 細山（2008）
2010 年～	【組織経営体の成熟】 法人化によって組織経営体の成熟が進むとともに、地域農業に与える影響が大きくなる。 組織経営体が農業再編を規定する地域、担い手が形成されず衰退する地域などの地域差が発生。	安藤（2013），西川（2013）， 江川（2013），鈴木（2018）

資料：江川（2023）を基に作成。

2) 「2015 年農林業センサス」までは、農業経営体を「家族経営体」と「組織経営体」に区分し、法人化していた場合でも、個人（世帯）で営まれている経営体は、「家族経営体」に区分されてきた。その後、「2020 年農林業センサス」より、法人経営を一体に捉える考えのもと、法人化している経営体については、非法人の組織経営体（任意組織など）と合わせて、「団体経営体」に区分されている。なお、本稿において、農業法人の明記は、特段記載が無い限り、団体経営体に含まれているものとして使用している。詳細は、農林水産省「用語の解説と 2020 年農林業センサスにおける農業経営体の概念」を参照。

その後、2000年代に入ってから、耕種部門（特に稲作経営体）で農業法人が増加する傾向にあった。その背景としては、政策的に農業経営の法人化の推進が明記されたことが影響しているとされる。貴船（2023）によれば、特に稲作は、経営所得安定対策等の施策によって、集落営農の組織化を促すことを推進してきたことが大きいと指摘されている。

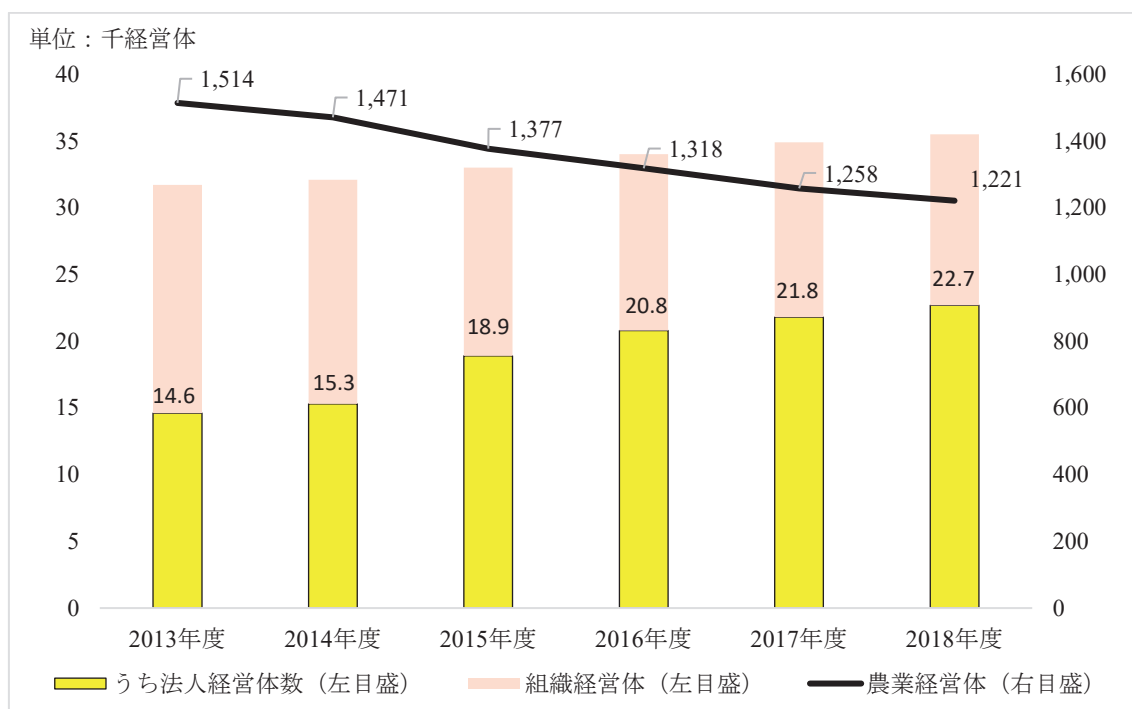
2010年以降は、法人化により、経営体の成熟化が進み、地域の農業再編を規定する地域がある一方で、担い手が形成されず、農業が衰退する地域が登場するなど、地域差が発生したとされる。このように、農業経営体は、家族経営を中心とした経営体から法人経営へと構造変化がおきているといえる。

第3節 農業法人の構造変化

1 農業法人の推移

次に、実際に農業経営体の推移について、統計資料等から実態を整理する。

我が国の農業経営体は、年々減少傾向にあるものの、農業法人は増加傾向にある（図表2-2）。これらの企業等が経営成長を図るためには、各経営体が経営戦略を策定し、安定的かつ継続的に利益をあげることが必要といえる。



図表2-2 農業経営体数と組織経営体（法人経営体）の推移

資料：農林水産省（2019）より作成。

注：「組織経営体」には、個人（世帯）で法人化している経営体は含まれていない。このため、実際に法人化している経営体数はさらに多い。

2 営農類型（生產品目）別の農業経営体・経営資源の動向

農業といっても、稲作や肉用牛など、多様な営農類型（生產品目）が存在しており、これらを同一に議論することは好ましいとは言えない³⁾。そこで、ここでは、営農類型別に経営資源のヒト（＝経営体数）、モノ（＝農地、家畜飼養頭数等）、カネ（＝売上高等）の変化を中心に整理する。

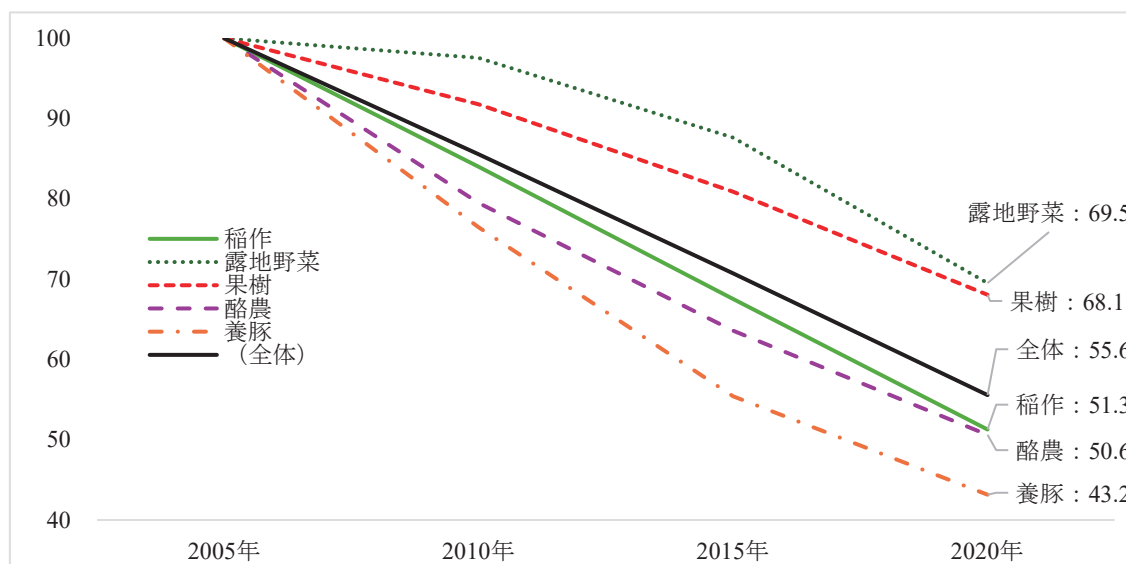
（1）ヒト（＝経営体）の変化

図表 2-3 の通り、2005 年を 100 とした指数で見た場合、2020 年は 55.6 まで減少しており、15 年間で、経営体数は半減していることになる。ただし、営農類型別にみると、露地野菜は 69.5、果樹は 68.1 と、全体と比較して減少は緩やかであり、酪農は 50.6、養豚は 43.2 と全体と比較しても大きく減少するなど、営農類型によってその変化は異なることが分かる。

（2）モノ（＝農地・家畜飼養頭数等）の変化

次に、農業経営の中心的な経営資源である、農地や家畜の飼養頭数で見た場合の変化を示したものが図表 2-4 である。

まず、稲作経営の中心的資源といえる水田は 93.6、畑は 93.8、養豚は 95.2、肉牛 91.1 と総じて微減となっている。酪農は 79.5 と飼養頭数は減少しているものの、この間の生乳の生産量は 90.8 と微減となっている⁴⁾。このことから、農業経営体数は急激に減少しているものの、その経営資源は、法人経営等の大規模経営体に集中していることが示唆される。



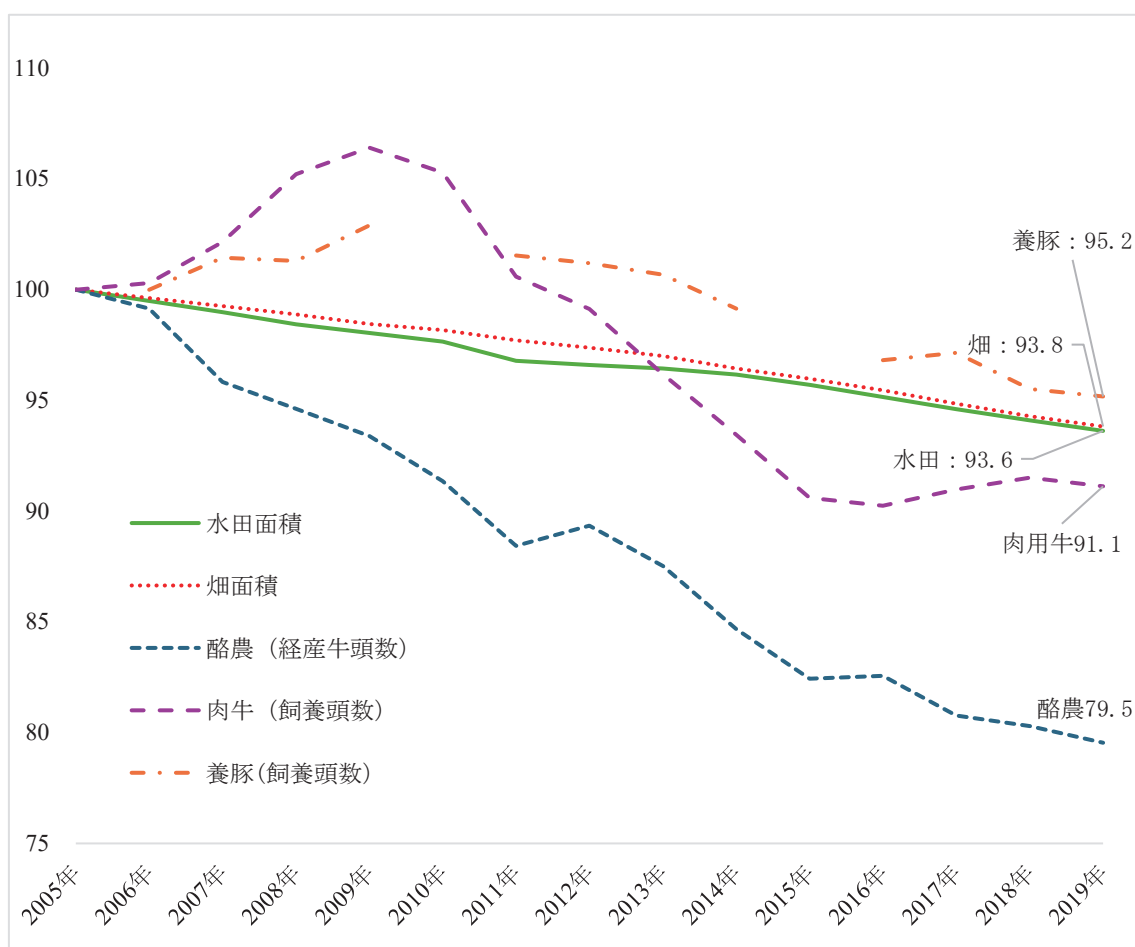
図表 2-3 農業経営体の推移（指数：2005 年＝100）

資料：農林水産省（各年）「農林業センサス」より作成。

注：「農産物販売金額 1 位の部門別経営体数」の推移であり、法人経営体以外を含んでいる。

3)江川（2023）の整理の通り、営農類型によって、経営の発展過程は異なる。

4)飼養頭数が減少する中で、生乳生産量が大きく減少していない理由としては、遺伝的改良と飼養管理によって、1 頭当たりの生乳生産量が増加しているためである。



図表 2-4 経営面積・飼養頭数の推移（指数：2005年＝100）

資料：農林水産省（各年）「耕地及び作付面積統計」及び「畜産統計」より作成。

注：養豚（飼養頭数）は、2006年を100として集計している。

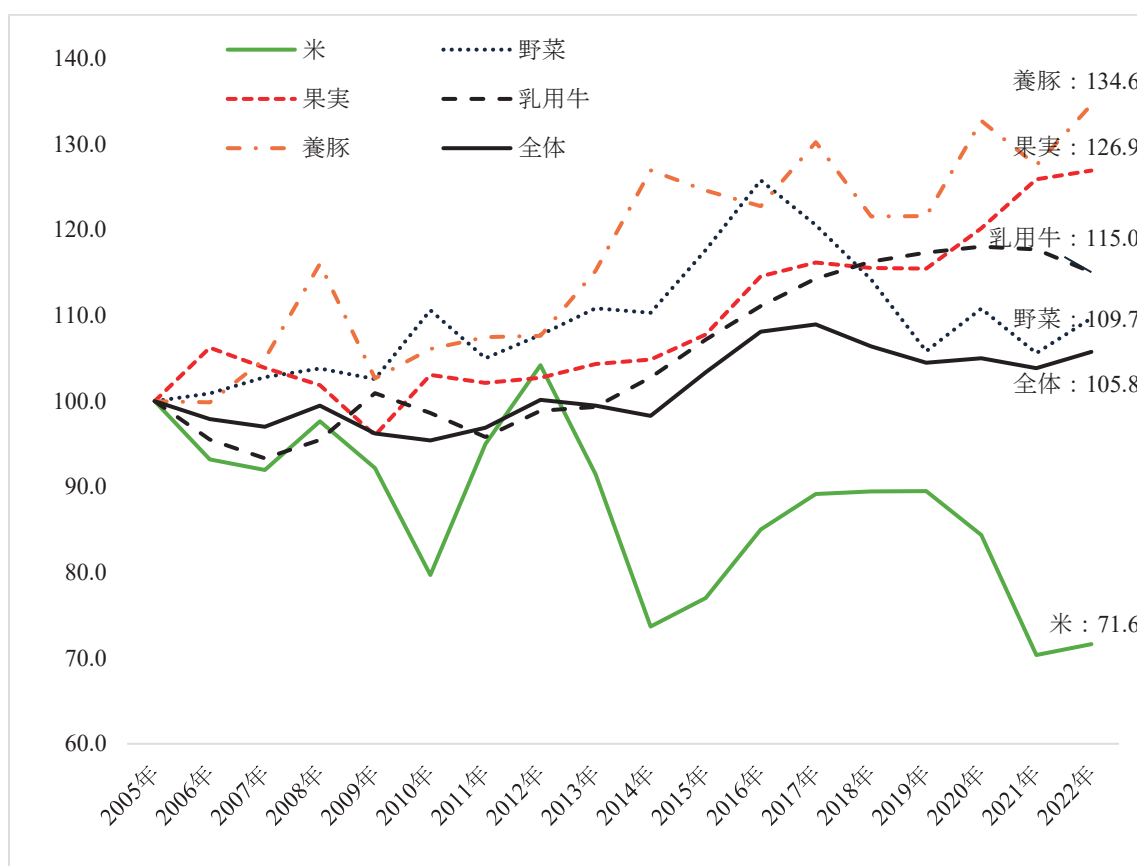
（3）カネ（＝売上高等）の変化

最後に品目別の農業産出額⁵⁾の推移を示したものが、図表 2-5 である。

2005年からの我が国全体の農業産出額は、105.8と微増の状況にある。品目別にみると、養豚は134.6、果樹は126.9、乳用牛115.0、野菜は109.7と増加している中、米は71.6と3割近く生産額が減少している。

また、日本公庫の融資先の決算データをみると、2010年と比較して、多くの営農類型で売上高は増加していることが分かる（図表 2-6）。売上高の面で見ても、営農類型によって差があるものの、経営体の規模拡大が進んでいるといえる。

⁵⁾農業における最終生産物の生産額を推計したものである。



図表 2-5 品目別の農業産出額（名目）の推移（指数：2005 年＝100）

資料：農林水産省（各年）「生産農業所得統計」より作成。

図表 2-6 営農類型別の日本公庫融資先（法人経営）の経営規模の変化

営農類型	2010 年 (①)	2020 年 (②)	増減率 (②÷①)
稲作	46,196 千円 (N=259)	67,352 千円 (N=703)	145.8%
果樹	43,546 千円 (N= 11)	99,108 千円 (N= 32)	227.6%
露地野菜	115,449 千円 (N= 14)	127,542 千円 (N= 72)	110.5%
養豚	292,846 千円 (N=102)	680,522 千円 (N=147)	232.4%
酪農（都府県）	145,464 千円 (N= 69)	262,039 千円 (N=139)	180.1%
酪農（北海道）	262,451 千円 (N= 38)	266,864 千円 (N=151)	101.7%

資料：日本公庫（各年）「農業経営動向分析」より作成。

注：パネルデータではないため、数値の連続性はない。

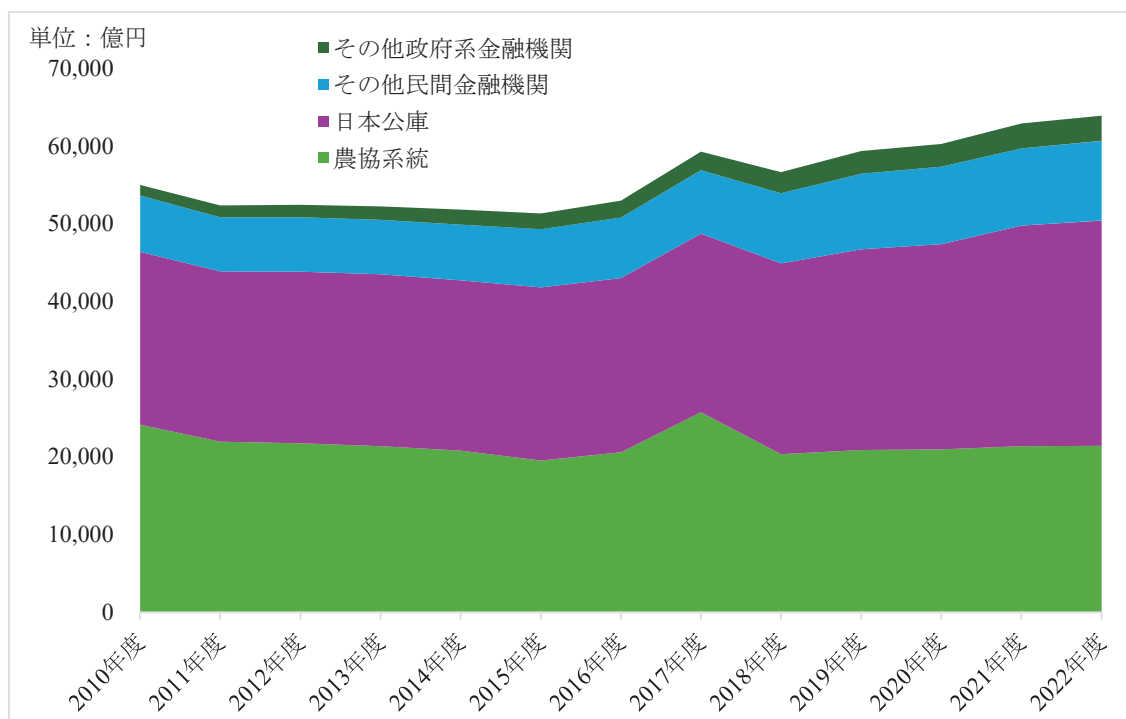
第4節 農業金融の融資動向

以上のように、農業経営体の推移をみると、営農類型によって差はあるものの、農業法人等の経営体に、経営資源が集約されてきていることが分かる。そうした農業経営体の状況を踏まえ、本節では、農業金融の推移について、その実態にを整理する。

1 農業融資の推移（残高）

まず、農業融資残高の推移について、金融機関別に示したのが、図表 2-7 である。

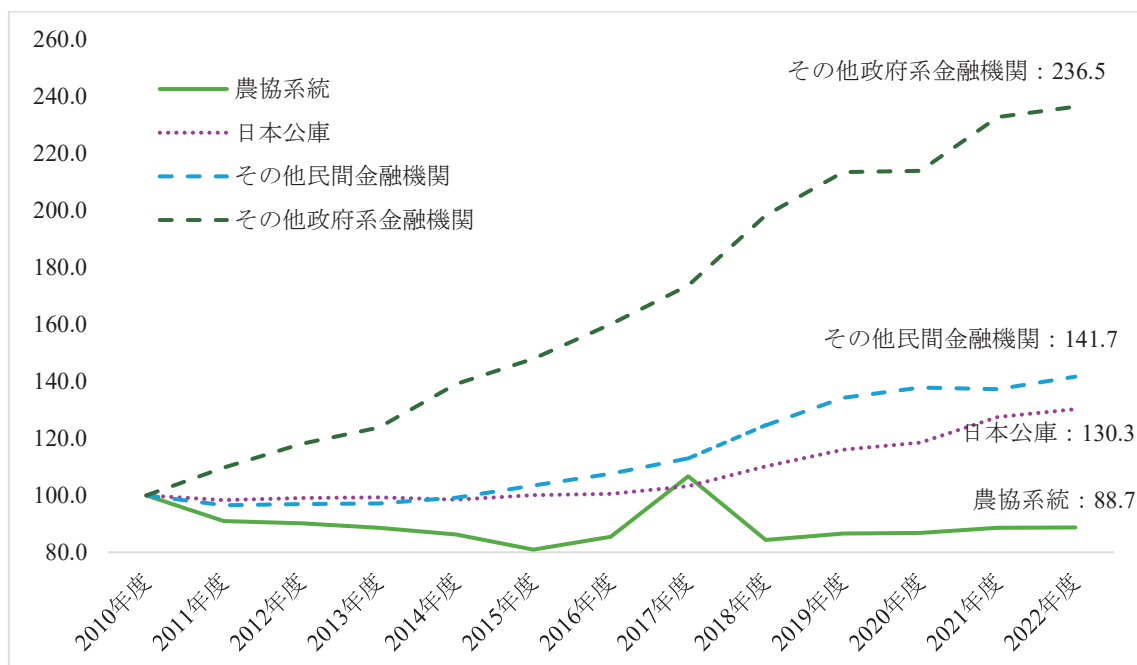
農業経営の規模拡大や生産額の増加等に伴い、農業融資の残高は 2010 年度の 5.5 兆円から 2022 年度には 6.4 兆円と 116.2%増加している。



図表 2-7 金融機関別の農業融資残高の推移

資料：農林中金総合研究所（各年）「農林漁業金融統計」より作成。

注：「その他民間金融機関」は銀行や信用金庫等、「その他政府系金融機関」は商工中央金庫や日本政策金融公庫国民生活事業等の総計である。



図表 2-8 金融機関別の農業融資残高の推移（指数：2010年＝100）

資料：農林中金総合研究所（各年）「農林漁業金融統計」より作成。

注：図表 2-7 に同じ。

直近の金融機関別の農業融資は、「農協系統」が33.5%と「日本公庫」が45.4%と2機関で全体の約8割近くの融資残高が占められ、その他民間金融機関は16.1%にとどまっている。

次に、金融機関別の融資残高の推移（指数 2010 年＝100）でみると、「その他政府系金融機関」が 236.5、「その他民間金融機関」が 141.7、「日本公庫」が 130.3 と融資残高が増加している。一方で、「農協系統」は 88.7 と農業融資の残高が唯一減少傾向にある。

2 農業専門金融機関による農業融資の実態

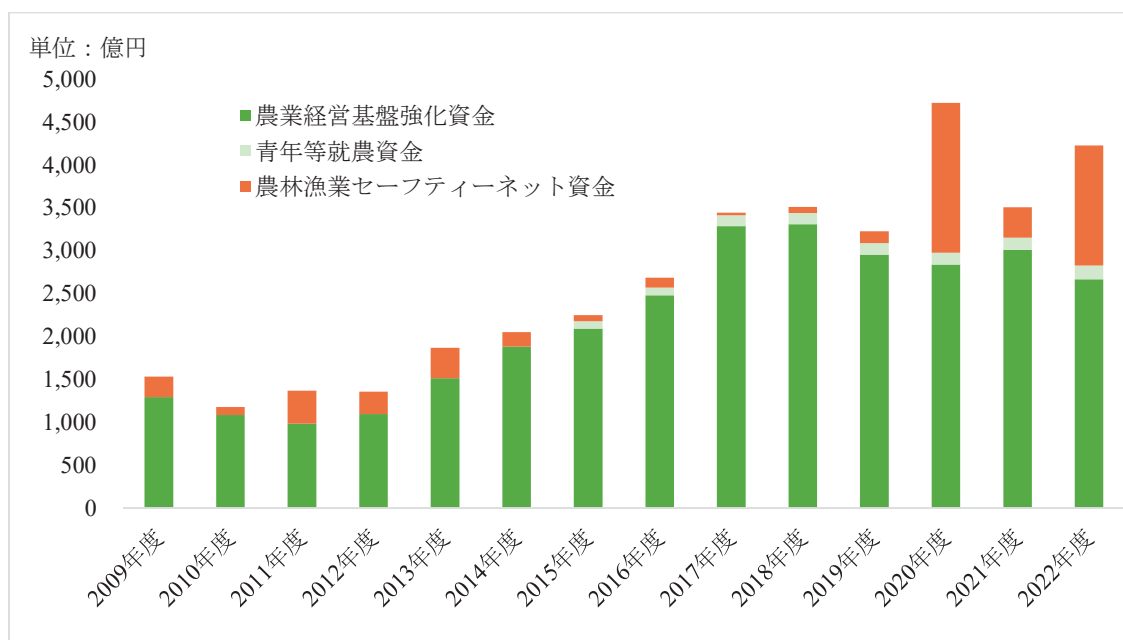
以上のように、我が国の農業金融においては、農業金融専門機関として、日本公庫と農協系統の 2 機関がその大宗を担っている。そこで、本項では、農業専門金融機関である、日本公庫と農協系統における近年の農業融資の実態について、それぞれ整理する。

（1）日本公庫の融資実績の変遷

近年の日本公庫の融資実績の推移を示したのが、図表 2-9 である。日本公庫の融資実績については、2009 年度の 1,531 億円から 2022 年度には 4,229 億円へと増加している。その理由としては、2014 年 4 月の消費増税前の投資や環太平洋パートナーシップ（TPP）協定の締結前後に攻めの経営展開を図る経営体に対して措置された無利子制度、事業性評価融資の取組み等により、農業経営基盤強化資金⁶⁾を中心として、融資額が増加している。

一方、新型コロナウイルス等の影響やウクライナ等による燃油・飼料価格高騰の影響を受けた年度によっては、農林漁業セーフティネット資金の融資額も増加している。

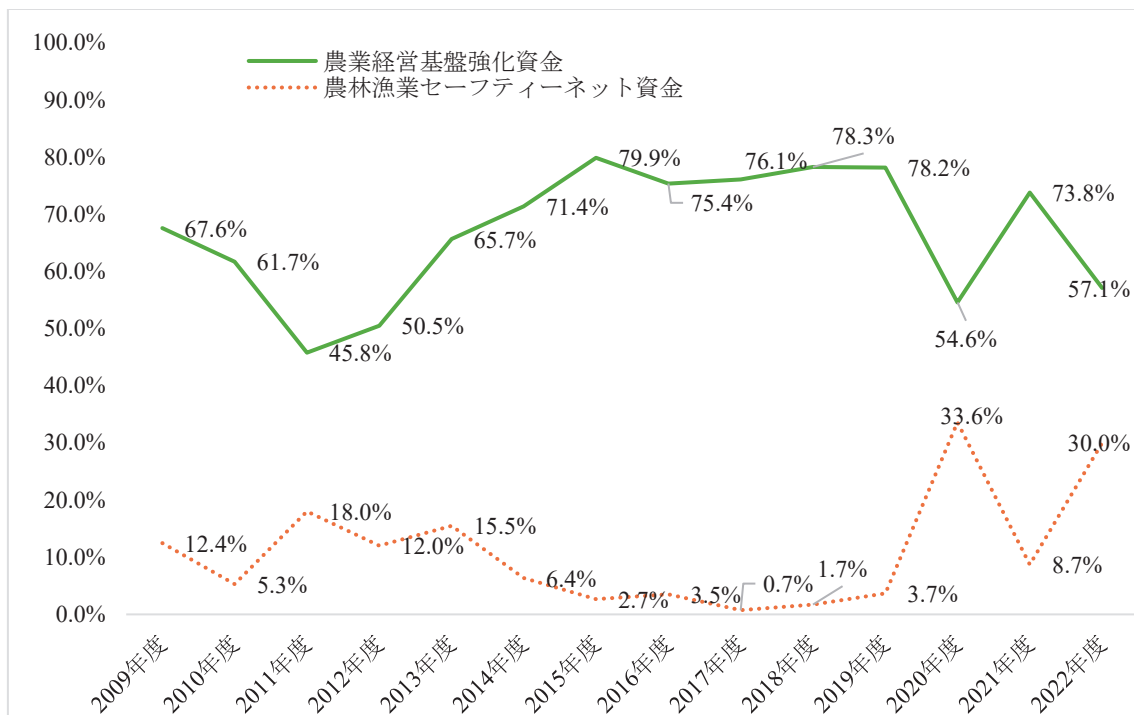
次に、日本公庫の農業融資は、コロナ等の影響による農林漁業セーフティネット資金の融資実績が多い年度を除けば、農業経営基盤強化資金が約 6～8 割を占めている（図表 2-10）。



図表 2-9 日本公庫の主要資金の融資額推移（融資実行額）

資料：日本政策金融公庫（各年）「農林水産事業のご案内」。

6) 「農業経営基盤強化資金」や「農林漁業セーフティネット資金」、「青年等就農資金」の制度や貸付限度額等の要件については、日本公庫のホームページを参照。



図表 2-10 農業融資に占める農業経営基盤強化資金と農林漁業セーフティネット資金の割合

資料：日本政策金融公庫（各年）「農林水産事業のご案内」。

（２）農協系統組織の融資実績の変遷

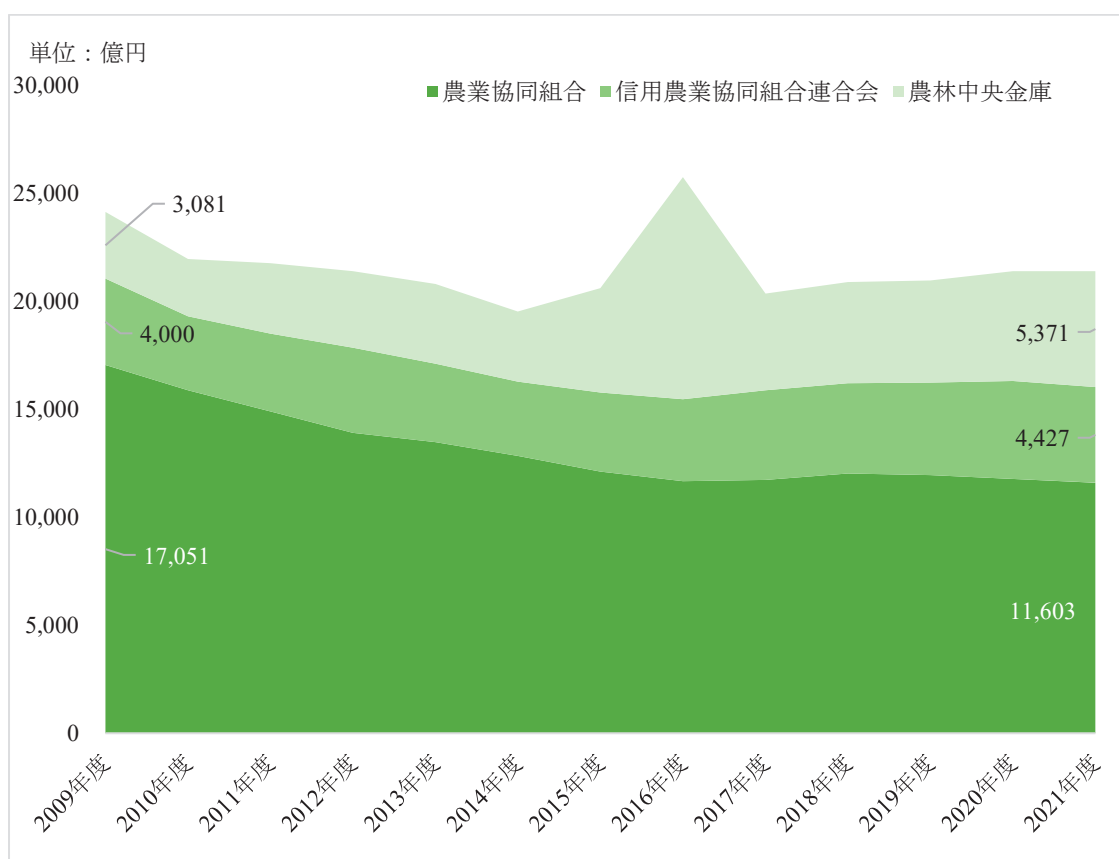
次に、農協系統について、それぞれの段階（組織）ごとの農業融資残高の推移を示したのが、図表 2-11 である。我が国の農協系統の中で、金融部門には、市町村段階の農業協同組合、都道府県段階の信用農業協同組合連合会、全国段階の農林中央金庫が存在している⁷⁾。

それぞれの農業融資残高の推移をみると、農業協同組合は、2009 年度の 1.7 兆円から 2021 年度には、1.1 兆円と約 6,000 億円減少しているものの、都道府県信用農業は同+427 億円、農林中央金庫は同+2,300 億円増加しており、農協系統の全体で見た場合は、2014 年度を底に下げ止まっている。

農業融資残高が下げ止まった背景としては、2015 年度の農協法改正⁸⁾以後の、「JA バンクの自己改革の取り組み」を推進する中で、図 2-12 の通り、農業法人との新規取引を拡大するなどの効果が発揮されているためと考えられる。

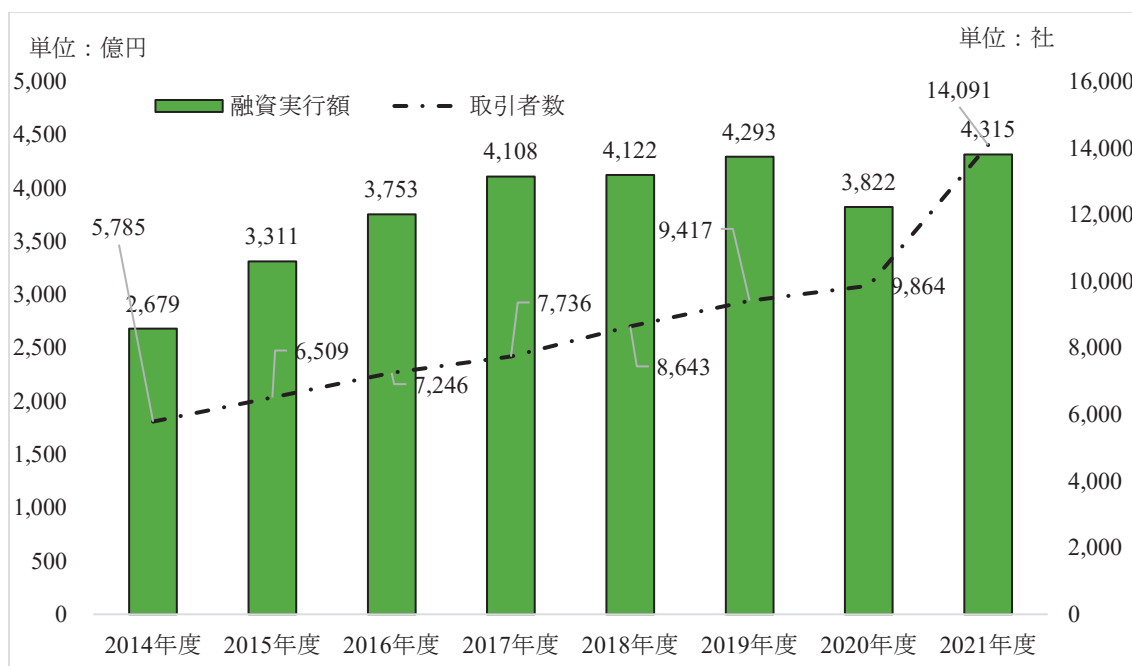
7)農協系統組織の構造については、JA バンク ホームページ (<https://www.jabank.org/about/sikumi/> : 2024 年 3 月 22 日閲覧) を参照。

8)農協法改正の論点については、明田（2015）等を参照。



図表 2-11 農協系統の組織別の農業融資の推移（残高）

資料：農林中金総合研究所（各年）「農林漁業金融統計」。



図表 2-12 農協系統の農業融資新規実行額と農業法人の取引社数の推移

資料：農林中央金庫ホームページより作成。

3 民間金融機関（農業専門金融機関以外）による農業融資の実態

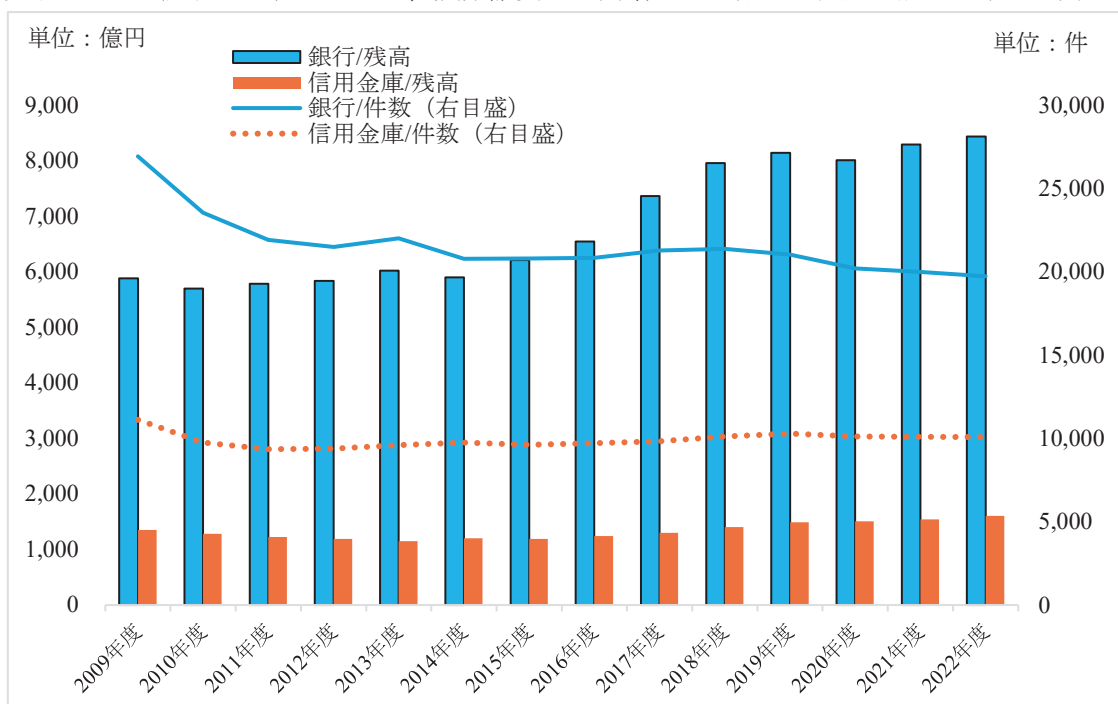
近年の日本公庫と農協系統の動向については、以上の通りである。一方で、残高ベースでは、民間金融機関の農業融資は増加傾向にある。そこで、本項では、日本銀行の公表資料である、「貸出別貸出金」データ⁹⁾を使用し、銀行及び信用金庫の農業融資の実態について、整理する。なお、ここでは、銀行と信用金庫の集計結果を踏まえて、それぞれの特徴を整理する¹⁰⁾。

（1）銀行と信用金庫の農業融資残高・件数の推移

銀行と信用金庫の農業融資残高・件数は、図表 2-13 の通りである。銀行の融資残高は、2009 年度の 5,886 億円から 2022 年度の 8,439 億円と 143.4%に増加しているが、貸出件数は微減の傾向にある。農業法人の規模拡大等により、一経営体当たりの融資残高・実行額が増加していることが考えられる。

信用金庫は、2009 年度の 1,351 億円から 2022 年度の 1,604 億円と 118.7%と微増であり、貸付件数も概ね横ばいで推移している。これは、信用金庫の顧客基盤として、一定の経営規模が対象となることが理由として考えられる。

一方で、融資残高に占める農業融資の割合については、銀行及び信用金庫において、大きな変動はない（図表 2-14）ことから、農業融資の残高増加と同様に銀行及び信用金庫の残高が増

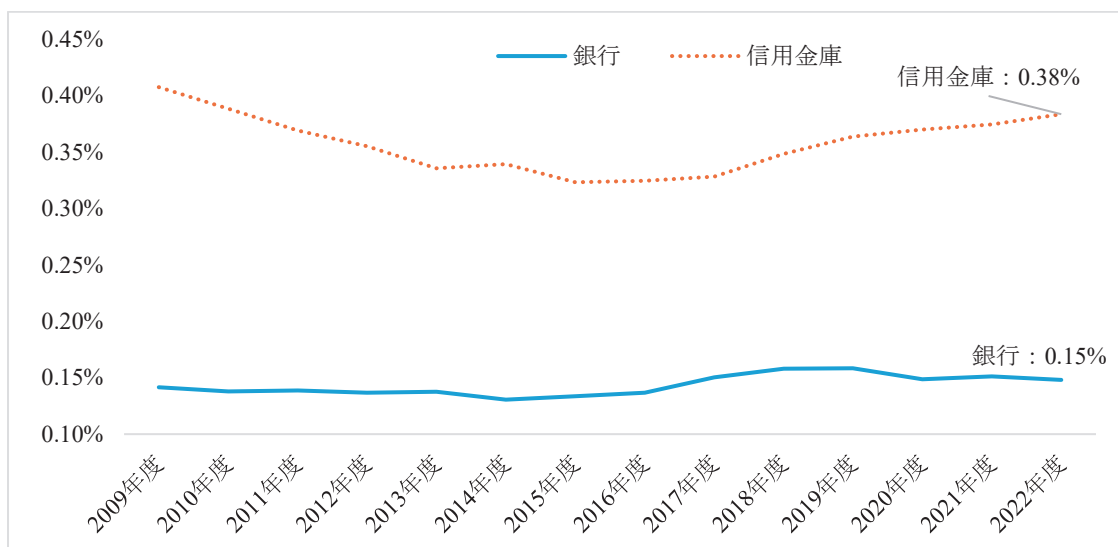


図表 2-13 銀行と信用金庫の農業融資残高・件数の推移

資料：日本銀行ホームページより作成。

9)日本銀行ホームページ (<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exyo.htm> : 2024 年 3 月 22 日閲覧)。なお、日本銀行の公表資料においては、農業と林業を合算させた統計資料となっているが、林業産出額(きのこ除く)は農業産出額と比較して、5%弱と少なく、多くが農業向け融資であると考えられるため、本稿では特段の記載がない限り、農業融資を使用する。

10)本稿の「銀行」は国内勘定の数値を使用している。具体的な調査対象の区分等は、日本銀行ホームページ (<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exyo.htm> : 2024 年 3 月 22 日閲覧) を参照。



図表 2-14 銀行と信用金庫における融資残高に占める農業融資の割合

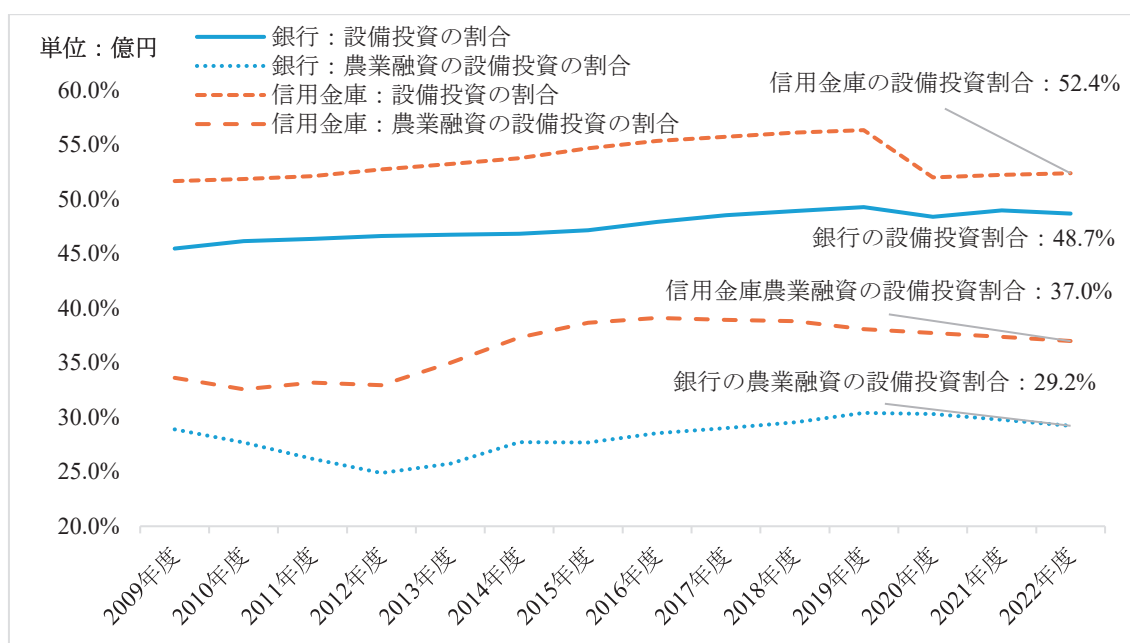
資料：日本銀行ホームページより作成。

加傾向にあったことが示唆される。また、銀行と信用金庫を比較すると、総じて信用金庫の融資に占める農業融資の割合が銀行よりも高く推移している。

(2) 銀行と信用金庫の資金使途の推移（設備投資の割合の比較）

次に、銀行と信用金庫の農業融資の資金使途の推移について、整理したのが図表 2-15 である。

まず、銀行の全融資残高に占める設備投資の割合は 48.7% であるのに対して、農業融資のうち設備投資が占める割合は 29.2% と低い。この傾向は、信用金庫も同様で、全融資残高に占める設備投資の割合は 52.4% であるのに対して、農業融資に占める設備投資の割合は、37.0% と



図表 2-15 銀行と信用金庫の農業・林業融資残高に占める設備投資の割合の推移

資料：日本銀行ホームページより作成。

低くなっている。

これは、農業融資において、長期の設備投資を行う場合には、制度資金（日本公庫や農協系統が中心）で対応し、運転資金等を銀行や信用金庫が供給する役割分担が行われていることも影響しているものと考えられる。

第4節 小括—我が国の農業金融の実態からみる地方銀行の可能性—

本章では、公的統計資料から、農業構造の変化を踏まえつつ、我が国の農業金融の実態について整理してきた。ここでは、分析結果を踏まえ、我が国の農業金融の実態と今後の地方銀行が果たす可能性について述べておきたい。

まず、我が国の農業金融の実態としては、その主要なプレイヤーは、日本公庫と農協系統であり、農業融資残高の約8割は両機関で占められている。しかし、近年、農業経営体の法人化や規模拡大に伴い、農業融資の資金需要は増加傾向にあり、地方銀行をはじめとした、金融機関の融資残高は増加していることが明らかになった。農業経営体の規模拡大に伴う構造変化は今後も続くことが見込まれており、その資金需要は、引き続き増加することが見込まれる。

一方で、この増加する資金需要に対して、資金を供給しているのは、日本公庫と地方銀行等であり、農協系統の残高は減少傾向にある。この背景としては、農業協同組合の広域合併等による、合理化・店舗数の減少などがあることが考えられる。農協系統の広域合併等の動きは引き続き進んでいくものと考えられ、農業金融におけるシェアの低下が危惧される。ただし、農協系統においては、農林中央金庫や信用農業協同組合連合会といった、全国、都道府県段階の組織における農業融資の残高は増加傾向にある。これらは、農業法人等の比較的規模の大きな農業経営体に対する融資や経営支援等に積極的に取り組んでいるものであり、今後も成長する農業経営体の資金需要への対応として、農林中央金庫と信用農業協同組合連合会が果たす役割は大きくなるものと考えられる。農協系統は、系統3段階での役割分担を明確にしつつ、農業法人の経営成長を支援する取組を今後とも強化していくことが重要になると考えられる。

一方で、地方銀行にとってみれば、農業経営体の規模拡大もあり、これまで、融資の対象として検討が難しかった農業金融への参入障壁は低くなっていくものと考えられる。そうした動きがある中、地方銀行を含む銀行は、他の業種・業界と比較して、農業融資においては、運転資金の供給する割合が高い。この点は、日本公庫の長期資金による設備と地方銀行の短・中期の運転資金による協調融資などの取組みが行われていることが背景にあるものといえる。農業経営体の規模拡大が進む中で、地方銀行が果たす役割はより高まるものと考えられる。地方銀行が、農業融資の実務を通じて、経験を蓄積し、農業融資に対する障壁を低くすることが今後の地方銀行の農業金融参入を促進する上では重要となるものと考えられる。

第3章 地方銀行のディスクロージャー誌を活用した農業金融参入の実態分析

第1節 課題の設定と本章の目的

本研究では、地域における預金・貸出シェアが概ね一番高く、最も多くの店舗数、職員数を有する、全国地方銀行協会（62行）及び第二地方銀行協会（37行）の会員行（以下、「地方銀行」という）を対象とし、公表されているディスクロージャー誌（以下、「D誌」という）から、農業金融の参入実態について明らかにする。

これにより、農業融資に積極的な地方銀行の特徴について、その実態を明らかにし、今後の地方銀行における農業金融参入を促進するための示唆を得ることを目的とする。

第2節 調査対象と分析方法

1 調査対象と範囲

D誌の分析にあたっては、各地方銀行の財務指標や業種別の融資残高、貸倒引当額、償却額、本店所在地の農業生産額・農業法人経営体数といった農業経済の状況¹¹⁾、農業金融への参入との関係性についても明らかにする。

分析に当たっては、まず、各地方銀行の財務指標や業種別の農業融資残高・シェア等を比較検討し、農業融資に対する取組状況について明らかにする。

さらに、多くの地方銀行は、本店所在地の都道府県を中心に営業をしていること、農業生産額等などの公的統計資料の多くが都道府県単位で集計されていることから、都道府県単位での比較検討を行い、農業金融の参入実態の違いについて明らかにする。

2 分析方法

（1）地方銀行単位の分析

分析方法は、融資残高に占める農業融資の割合（以下、「農業融資シェア」という）を、「0.15%未満」（35行）、「0.15%以上～0.3%未満」（34行）、「0.3%以上」（30行）の3区分において、職員数や財務指標（預貸率など）、経営属性・環境として、第一地方銀行と第二地方銀行やライバル行の存在の有無（3行以上の都道府県とそれ以外）、農業産出額の多寡、農業経営体（法人経営体）の多寡、農業協同組合数の多寡の関係について、クロス集計（ χ^2 検定）を実施した。

さらに、農業融資シェアと各項目の属性間との関係性を明らかにするため、農業融資シェアを被説明変数、財務指標等の各項目を説明変数とした重回帰分析を行った。

モデルの特定化は、表2-2の全ての項目を候補説明変数として推定した後、有意確率（P値）

11)D誌の集計においては、商談会等の販路開拓支援の取り組み状況について記載データ・文言や各行の頭取等のトップメッセージや経営理念等の文字情報を集計した上で、テキストマイニング分析等の手法も試みたが、大きな特徴の差異は見られなかったことから、本章では、記載を割愛している。これらの要因との関係性については、今後の研究課題としたい。

の高い変数から順に削除し、全ての変数が有意水準 10%となるまで実施した¹²⁾。

(2) 都道府県単位での分析

上記の地方銀行単位の比較分析において、農業融資シェアを中心とした地方銀行間の比較等は一定程度可能であるが、農業生産額などの指標の多くは、都道府県単位のものを使用しているため、同一都道府県内の地方銀行の多寡によって、農業融資が分散してしまっている可能性もある。そこで、本章では、地方銀行単位の分析に加えて、都道府県単位の数値を修正した上で、各都道府県における農業融資の実態について明らかにする¹³⁾。

分析方法は、都道府県別の合算した地方銀行の農業融資シェアを被説明変数、都道府県の農業産出額、農業産出額に占める耕種及び畜産の割合¹⁴⁾、農業協同組合数、農業法人経営体数、地方銀行の職員数、店舗数、預貸率などの各項目を説明変数とした重回帰分析を実施した。

第3節 地方銀行単位の分析の結果と考察

1 調査対象の地方銀行の概要

分析対象の地方銀行の概要は、図表 3-1 の通りである。

農業融資に関する項目は、農業融資の平均残高は約 70 億円であり、農業融資シェアは 0.3%であった。次に、貸倒引当金のうち、農業の平均貸倒引当金は約 2.7 億円であり、前貸倒引当金に占める農業の貸出引当金額の割合（以下、「農業貸倒引当金シェア」という）は 2.1%であった。農業融資シェアと比較すると農業貸倒引当金シェアが比較的高いことがわかる。また、農業の平均貸倒償却額は、0.48 億円であるものの、84 行の地方銀行が農業の貸倒償却金として計上がされていなかった。

2 調査結果

(1) クロス集計（ χ^2 検定）

農業融資シェアを、「0.15%未満」（35 行）、「0.15%以上～0.3%未満」（34 行）、「0.3%以上」（30 行）に区分でのクロス集計を実施したのが図表 3-2 である。

クロス集計（ χ^2 検定）の結果、統計的に有意な差が確認できた区分は、預貸率と農業産出額、農業協同組合数であった。このことは、預貸率が低く、農業産出額が大きく、農業協同組合が少ない都道府県の農業融資シェアが高い傾向にあることが示唆された。

12)モデルの特定化について、同様の手法を活用したものとして、犬田ら（2021）や犬田ら（2024b）などがある。

13)例えば、北海道に本店所在地を有する地方銀行として、北海道銀行と北洋銀行の 2 行があるが、これら 2 行の農業融資実績を合算した上で、北海道の農業産出額などと比較することで、都道府県の農業融資の実態を明らかにする。

14)農業経営も生産する品目（営農類型）によって多様であること、気候の影響や飼料の輸入基盤などによって影響を受けるため、都道府県によって、営農類型に差があることが考えられる。このため、都道府県で、耕種及び畜産の割合を踏まえた分析を実施することとした。

図表 3-1 調査対象の地方銀行の概要

	平均	標準偏差	最小	最大
職員数 (人)	1,563	975	201	4,278
店舗数 (店)	107	49	23	266
預金額 (百万円)	3,978,314	3,416,914	235,555	17,834,262
貸出金 (百万円)	3,069,213	2,714,206	190,766	14,165,974
預貸率 (%)	76.1%	9.9%	58.1%	121.8%
利益率 (%)	31.3%	28.4%	0.0%	157.9%
自己資本比率 (%)	10.0%	2.1%	5.9%	16.6%
2022 年度融資残高 (百万円)	3,032,688	2,705,280	24,637	14,047,430
うち農業融資残高 (百万円)	7,031	9,450	15	60,777
農業融資シェア (%)	0.3%	0.3%	0.0%	1.8%
2022 年度期末貸倒引当金 (百万円)	12,195	10,240	260	43,908
うち農業の期末貸倒引当金 (百万円)	268	473	0	2,368
農業貸倒引当金シェア (%)	2.1%	4.8%	0.0%	26.0%
2022 年度貸倒償却額 (百万円)	1,478	5,075	0	44,799
うち農業の貸倒償却額 (百万円)	48	136	0	723

資料：日本銀行ホームページ，全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」，地方銀行協会ホームページ，各地方銀行のディスクロージャー誌より作成。

注：集計対象は，99 行（第一地方銀行 62 行，第二地方銀行 37 行）である。

融資残高等は，国内向けの金額を集計している。

農業に係る貸倒引当金と貸倒償却額は未計上の地方銀行も含めて集計している。

図表 3-2 農業融資シェアと各区分の関係性

区分		農業融資シェア			検定
		0.15 未満	0.15%-0.3%未満	0.3%以上	
地方銀行の 職員数	1,000 人未満	11	11	13	n.s.
	1,000 人-2,000 人未満	11	14	9	
	2,000 人以上	13	9	8	
預貸率	70%未満	3	13	8	**
	70%-80%未満	17	16	14	
	80%以上	15	5	8	
利益率	10%未満	11	11	13	n.s.
	10%以上-20%未満	11	14	9	
	20%以上	13	9	8	
自己資本比率	9%未満	16	14	11	n.s.
	9%-10%未満	5	7	6	
	10%以上	14	13	13	
設立経緯	第一地銀	21	25	16	n.s.
	第二地銀	14	9	14	
都道府県内の 地銀数	1-2 行	21	21	24	n.s.
	3 行以上	14	13	6	
都道府県の 農業産出額	2,000 億円以上	10	11	20	***
	1,000-2,000 億円未満	10	12	8	
	1,000 億円未満	15	11	2	
都道府県の 農業法人 経営体数	600 経営体以上	9	16	14	n.s.
	400-600 経営体未満	13	11	10	
	400 経営体未満	13	7	6	
都道府県の 農業協同組合数	15 組合以上	15	12	9	**
	6-15 組合未満	13	8	17	
	6 組合未満	7	14	4	

資料：図表 3-1 と同じ。

注：「都道府県内の地銀数」，「都道府県の農業産出額」，「都道府県の農業法人経営体数」，「都道府県の農業協同組合数」は，各地方銀行の本店所在地の都道府県の数値とクロス集計した結果である。

***は 1%，**は 5%で有意である項目を示している。

（２）重回帰分析

次に、農業融資シェアと各項目の属性間の関係性について、重回帰分析（変数減少法）の分析結果について述べる。

農業融資シェアとの関係性を見ると、都道府県の農業産出額は正值で、地方銀行の職員数と都道府県の農業協同組合数は、負値で有意であった。

このことから、農業融資シェアが高い地方銀行の特徴としては、都道府県の農業産出額は多く、地方銀行の職員数と都道府県の農業協同組合が少ないことが確認された。

図表 3-3 農業融資シェアと各項目の関係性の推計結果

区分	回帰係数	t 値	P 値	
地方銀行の職員数（人）	-0.0000	-1.8747	0.0640	*
都道府県の農業産出額（億円）	0.0000	7.1042	0.0000	***
都道府県の農業協同組合数（組合数）	-0.0002	-5.3877	0.0000	***
定数項	0.0024	4.3096	0.0000	***
自由度修正済み R ²	0.3647			

資料：図表 3-1 と同じ。

注：「都道府県の農業協同組合数」は 2021 年時点の組合数である。

***は 1%，*は 10%で有意である項目を示している。

VIF は、いずれも 4 未満であり，説明変数間に多重共線性が生じている可能性は低い。

3 考察—地方銀行単位の分析—

分析結果から、農業融資シェアが高い地方銀行については、職員数が少ないなど、規模が比較的小さく、農業産出額が多いものの、競合する農業協同組合が少ない外部環境にあることが確認された。このことは、地方銀行の主要な融資先である中小企業等の資金需要が長期的に縮小する中で、新たなマーケットとして、地方銀行が農業融資に注目するようになった（長谷川，2013）ことが背景にあると考えられる。

特に、農業が盛んな地域（＝農業産出額が大きい地域）においては、こうした行動が顕著であること、農業金融において競合する農業協同組合が少ないことが、地方銀行の農業融資を積極化する要因となっていることが伺える。このことから、地域の農業協同組合が統廃合によって減少し、農業融資残高が減少する中、そのシェアを地方銀行が一部になっていることが示唆される。

第 4 節 都道府県単位での分析の結果と考察

1 調査対象の地方銀行の概要

今回の分析対象の地方銀行の地域別に集計した結果は、図表 3-4 の通りである。

地方銀行の職員数や店舗数については、関東や東海、近畿など、大都市を有する地域で多いことが分かる。一方で、預貸率は、甲信越や北陸で比較的低い。

次に、農業関連の指標としては、北海道が都道府県で最も多く、地域別にみても、関東、九州・沖縄、東北と同程度の農業産出額となっている。

図表 3-4 地域別の地方銀行と農業関連指標の集計結果

	北海道	東北	関東	甲信越	北陸	東海	近畿	中国	四国	九州・沖縄
職員数	4,738	15,773	31,525	9,312	6,379	19,441	18,167	12,562	13,463	23,409
店舗数	315	1,341	1,823	584	533	1,379	1,101	927	1,019	1,530
預貸率	72.61%	69.15%	78.23%	68.99%	66.30%	79.62%	80.41%	78.50%	76.71%	83.36%
農業融資シェア	0.40%	0.32%	0.15%	0.32%	0.16%	0.11%	0.07%	0.16%	0.38%	0.44%
農業産出額	12,919	13,599	15,710	6,241	1,464	7,464	4,689	4,871	7,596	15,593
うち耕種	41.7%	65.2%	64.3%	85.6%	83.5%	66.6%	77.3%	57.5%	55.1%	54.0%
うち畜産	58.3%	34.7%	34.8%	13.9%	16.1%	31.6%	21.4%	42.4%	44.4%	45.2%
農業法人経営体数	4.4	4.6	4.1	2.7	1.8	2.6	2.3	2.5	2.3	5.6
農業協同組合数	104	60	101	46	33	51	51	20	42	61

資料：図表 3-1 と同じ。

注：「職員数」、「店舗数」、「預貸率」は地域別に再集計した地方銀行の数値。

「うち耕種」と「うち畜産」は、農業産出額に占める割合を示しており、端数は「加工農産物」の産出額である。

「農業法人経営体数」は千経営体単位で記載している。

地域別の都道府県は、次の通り区分した。「北海道」＝北海道、「東北」＝青森県、岩手県、宮城県、山形県、秋田県、福島県、「関東」＝茨城県、栃木県、群馬県、千葉県、埼玉県、東京都、神奈川県、「甲信越」＝山梨県、長野県、新潟県、「北陸」＝富山県、石川県、福井県、「東海」＝静岡県、愛知県、岐阜県、三重県、「近畿」＝滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県、「中国」＝岡山県、広島県、山口県、鳥取県、島根県、「四国」＝香川県、愛媛県、徳島県、高知県、「九州・沖縄」＝福岡県、大分県、長崎県、熊本県、宮崎県、鹿児島県、沖縄県。

2 調査結果

(1) 都道府県単位での農業融資シェアとの関係性（重回帰分析）

農業融資シェアと各項目の属性間との関係性について、重回帰分析（変数減少法）の分析結果について述べる。図表 3-5 の通り、農業融資シェアとの関係性を見ると、都道府県の農業産出額と農業産出額に占める畜産の割合が正值で有意であった。

このことから、地方銀行の農業融資シェアが高い都道府県単位の特徴としては、農業産出額は多く、畜産の生産が盛んな地域であることが確認された。

図表 3-5 都道府県単位の農業融資シェアと各項目の関係性の推計結果

区分	回帰係数	t 値	P 値
農業産出額（億円）	0.0000	3.9615	0.0003 ***
うち畜産	0.0068	2.8198	0.0072 ***
定数項	-0.0016	-2.1320	0.0386 **
自由度修正済み R ²	0.4689		

資料：図表 3-1 と同じ。

注：***は 1%，**は 5%で有意である項目を示している。

VIF は、いずれも 2 未満であり、説明変数間に多重共線性が生じている可能性は低い。

(2) 北海道を除く農業融資シェアとの関係性（重回帰分析）

北海道は、我が国の農業産出額の約 15%弱を有しており、都府県の農業経営とは異なる経営・経済環境にあることが考えられる。このため、農業経営学の分野では、北海道を除く、都府県を対象とした分析が多く行われている¹⁵⁾。

15)都府県を対象とした先行研究として、長田（2008）や幸田・宮路（2021）などがある。

図表 3-6 都府県単位の農業融資シェアと各項目の関係性の推計結果

区分	回帰係数	t 値	P 値
職員数	-0.0000	-2.8410	0.0069 ***
農業産出額（億円）	0.0000	4.7604	0.0000 ***
うち耕種	-0.0058	-2.5211	0.0156 **
定数項	0.0060	3.1333	0.0031 ***
自由度修正済み R ²	0.5439		

資料：図表 3-1 と同じ。

注：***は 1%，**は 5%で有意である項目を示している。

VIF は、いずれも 2 未満であり、説明変数間に多重共生性が生じている可能性は低い。

そこで、ここでは、北海道を除く、都府県の農業融資シェアと各項目の属性間の関係性について、重回帰分析（変数減少法）の分析結果について述べる。

図表 3-6 の通り、農業融資シェアとの関係性を見ると、都府県の農業産出額が正值、職員数と農業産出額に占める耕種の割合が負値で有意であった。

このことから、地方銀行の農業融資シェアが高い都府県単位の特徴としては、農業産出額は多く、地銀の職員数が少なく、耕種の生産が比較的農業生産に占める割合が低い地域であることが確認された。

3 考察—都道府県単位の分析—

分析結果から、都道府県単位で分析した地方銀行の農業融資シェアについては、農業産出額が多く、農業が盛んな地域で比較的高い傾向にあること、特に農業産出額に占める畜産の割合が高い傾向にあることが明らかになった。農業産出額が多い地域の地方銀行の農業融資シェアが高いことは、地方銀行単位の分析結果と整合するものであり、これらの地域において、農業経営体に対する融資を行うだけの市場規模があることが考えられる。

また、江川（2023）が指摘するように、早くから企業性格を有した組織経営体が畜産経営（特に中小家畜）で展開し、大規模経営体へ経営資源が集中している。このため、畜産経営は地方銀行にとっても、農業金融の特質（加藤，1983）の一つである、「個々の零細性」（零細なため貸付額単位当たりのコストが高い）の影響が少ないことが理由として考えられる。

次に、北海道を除く都府県単位で分析した、地方銀行の農業融資シェアについては、農業産出額が多く、地方銀行の職員数が少なく、農業産出額に占める耕種の割合が低い傾向にあることが明らかになった。これは、耕種経営は、畜産と比較して、零細な経営がまだ多く、農業金融の特質である「個々の零細性」から、地方銀行にとっては、貸付単位当たりのコストが高くなることが理由として考えられる。また、地方銀行の職員数が少ない都道府県の農業融資シェアが高い傾向にある。これは、農業産出額が多い地域は、地方等の人口や経済規模が小さいことが多く、地方銀行の経営規模も総じて、小さいことが影響しているものと考えられる。

第5節 小括—地方銀行における農業金融の参入促進に向けた示唆—

本章では、農業融資シェアが高い地方銀行の特徴について、地方銀行単位と都道府県単位において分析してきた。ここでは、本章で明らかになった点について、分析結果と考察を踏まえ、小括と今後の地方銀行における農業金融参入を促進するための課題を述べる。

本章の分析結果からは、農業融資シェアと農業産出額が正の相関関係にあることが明らかになった。このことは、農業産出額が盛んな地域においては、地方銀行が農業融資に積極的に参入していることを示している。

都道府県単位や都府県単位でみると、企業的な経営体の多い畜産が盛んな地域において、農業融資シェアが高い傾向にある。このことは、都府県においても農業産出額に占める耕種の割合が低い地域の農業融資シェアが高いこととも整合する。

今後、地方銀行における農業金融への参入を促すためには、耕種経営の規模拡大や企業的经营の育成が必要不可欠になると考えられる。特に、東北、甲信越や北陸などについては、農業産出額に占める耕種の割合が高い。これらの地域の一部は、人口減少等による地域経済の縮小が危惧されている。このため、地域の基幹産業である農業の成長産業化を図ることの必要性は高いものといえる。

地方銀行には、他産業とのつながりや融資を通じた知見が多く蓄積されている。今後は、販売支援（マッチング）や事業承継・M&A 支援の手法・ツールを活用し、耕種経営の育成に資するような取組を日本公庫や農業協同組合とも連携しながら進めることが必要になると考えられる。特に耕種経営の割合が高い地域において、企業的な経営体を育成することは、ひいては、地方銀行の農業融資シェアの拡大につながり、農業金融の特質である「個々の零細性」の改善につながるものといえる。

一方で、国内総生産に占める農業のシェアは、5%弱であるのに対し、地方銀行の農業融資シェアは、最も高い地方銀行でも、1.8%にとどまっている。これは、これまで日本公庫や農業協同組合が農業融資の大宗を担ってきたことが理由として考えられる。また、本章の分析結果からは、農業協同組合については、その数と農業融資シェアが負の相関関係にあることが示された。今後も農業協同組合の再編等により、その数は減少していくことが見込まれている中で、地域における農業金融の担い手としての地方銀行の役割は大きくなることも考えられる。その際に、農業金融の特質を踏まえた融資審査が行えるように地方銀行の農業に対する農業独特の制度や審査のポイントを理解することが重要になるといえる¹⁶⁾。

この点について、日本公庫では、地方銀行を始めとした民間金融機関と「業務連携・協力に関する覚書」を締結するなど、民間金融機関の農業金融参入支援を実施している¹⁷⁾。これらの

16)本研究では、日本公庫の融資残高等の統計資料を活用することができていない。この点については、大田ら（2024a）において、日本公庫の融資残高が農業融資シェアとの関係性を有することが示唆されている。

17)日本公庫では、411の民間金融機関と「業務提携・協力に関する覚書」を締結している（日本公庫ホームページ）。

取組みを通じて、地方銀行は農業融資に対する知見や経験を蓄積するとともに、地方銀行が有する販売支援や事業承継・M&A 支援を農業経営体にも提供することで、地域の企業的農業経営体の育成を促すことが、これまで以上に重要になるといえる。

第4章 企業的農業法人における地方銀行の取引実態と特性の解明

第1節 課題の設定と本章の目的

本研究では、企業的な農業法人が所属する日本農業法人協会のアンケート調査の結果から、農業法人と地方銀行の取引実態や地方銀行に求める役割について明らかにする。

これにより、農業法人が地方銀行や金融機関に求める役割（ニーズ）を示し、今後の地方銀行の農業金融参入に向けた示唆を得ることを目的とする。

第2節 調査対象と分析方法

1 調査対象と範囲

本章で使用するデータは、日本農業法人協会が実施した、「2022 年度全国農業法人実態調査」である¹⁸⁾。同調査は、2022 年 10 月～2023 年 2 月にかけて日本農業法人協会の会員 2,068 経営体を対象に実施されている。アンケート回収経営体数は 1,412 経営体（回収率 68.3%）である。本章では、後継者の属性・有無の回答があった 1,359 経営体をベースとして集計された結果を使用する。

同アンケート調査は、個票の開示は行っていないものの、日本農業法人協会に依頼することで、クロス集計等を実施してもらうことが可能である。本章では、そのクロス集計の結果を中心に農業法人における経営継承の実態について、営農類型や経営規模などの特徴を明らかにする。

2 分析方法

本章では、同アンケート調査の回答法人の経営属性（生産品目や売上高など）と取引のある金融機関や金融機関に期待している取引内容、農業融資の姿勢の変化等について項目別に単純集計を行った。その上で、各属性間の関係性について、クロス集計を実施した上で検証する。

第3節 調査・分析結果

1 アンケート回答法人の基本属性

まず、経営者の属性としては、性別が男性 95.4%、年代としては、60 代が 27.1%と最も多く、平均年齢は 58.5 歳である。経営者の世代については、創業者が 47.7%と最も多く、平均世代数は 1.9 世代となっている（図表 4-1）。

次に回答法人の営農類型については、稲作が 31.3%と最も多く、露地野菜 14.5%、施設野菜 14.1%の順である。畜産の中では、養豚が 5.4%、採卵鶏 4.7%の順に多い。

18)調査の対象である日本農業法人協会は、農業法人が組織する我が国唯一の団体である。本章では、2022 年に日本農業法人協会が実施したアンケート調査の結果について、データの組み換え作業を実施した結果を使用する。なお、同データは、日本農業法人協会において設問設計、調査実施がなされている。

法人形態としては、特例有限会社が 43.2%、株式会社 42.1%の 2 形態で 8 割を超えており、農事組合法人は 11.8%である。法人経過年数は、20 年以上 30 年未満が 31.5%と最も多く、30 年以上 40 年未満が 15.1%、15 年以上 20 年未満が 14.3%となっており、平均設立経過年数は 23.5 年である。

回答法人の売上高は 1 億円以上 3 億円未満が 34.4%と最も多く、5 千万円以上 7 千万円未満が 11.2%であるが、10 億円以上の回答法人も 8.7%と一定数おり、平均売上高は 3 億 8,011 万円となっている。資本金額は 1,341 万円となっている。売上高の伸びについては、横ばいが 38.5%と最も多いが、増収（+3%以上）32.0%、減収（▲3%以上）29.5%と大きな差はない。

従業員については、平均約 19.8 人を雇用しており、うち、女性 5.2 人、外国人技能実習生が 6.3 人雇用している。

図表 4-1 アンケート回答法人の経営属性

項目		実数	割合	項目	実数	割合
経営者の性別 (N=1,330)	男性	1,269	95.4%	法人形態 (N=1,359)	株式会社	572 42.1%
	女性	61	4.6%		特例有限会社	587 43.2%
経営者の年齢 (N=1,282)	30 代以下	64	5.0%		農事組合法人	160 11.8%
	40 代	315	24.6%		合同会社	13 1.0%
	50 代	281	21.9%		その他	27 2.0%
	60 代	347	27.1%	法人設立 経過年数 (N=1,325)	～5 年未満	49 3.7%
	70 代	233	18.2%		5 年以上～10 年未満	167 12.6%
	80 代以上	42	3.3%		10 年以上～15 年未満	154 11.6%
平均年齢（歳）		58.5	—		15 年以上～20 年未満	189 14.3%
経営者の世代 (N=1,244)	創業者	593	47.7%		20 年以上～30 年未満	418 31.5%
	2 代目	426	34.2%		30 年以上～40 年未満	200 15.1%
	3 代目	128	10.3%		40 年以上	148 11.2%
	4 代目以降	97	7.8%	平均設立年数（年）		23.5 —
	平均世代数	1.9	—	売上高 (N=1,237)	～1 千万円未満	34 2.7%
営農類型 (N=1,359)	稲作	425	31.3%		1 千万円～3 千万円未満	105 8.5%
	畑作	49	3.6%		3 千万円～5 千万円未満	130 10.5%
	露地野菜	197	14.5%		5 千万円～7 千万円未満	139 11.2%
	施設野菜	192	14.1%		7 千万円～1 億円未満	119 9.6%
	工芸農作物	28	2.1%		1 億円～3 億円未満	426 34.4%
	果樹	114	8.4%		3 億円～5 億円未満	95 7.7%
	露地花き	12	0.9%		5 億円～10 億円未満	81 6.5%
	施設花き	42	3.1%		10 億円以上	108 8.7%
	きのこ	30	2.2%	平均売上高（億円）		3.8 —
	その他耕種	13	1.0%	売上高 経常利益率 (N=1,249)	赤字	394 31.5%
畜産	酪農	52	3.8%		～5%以下	445 35.6%
	肉用牛	45	3.3%		6%～10%以下	152 12.2%
	養豚	74	5.4%		11～20%以下	97 7.8%
	採卵鶏	64	4.7%		21%以上	48 3.8%
	ブロイラー	16	1.2%		わからない	113 9.0%
	その他畜産	6	0.4%	売上高の伸び (N=1,297)	増収（+3%以上）	415 32.0%
平均人数（人）		19.8	—		横ばい	499 38.5%
従業員数	うち女性（人）	5.2	—		減収（▲3%以上）	383 29.5%
	うち外国人技能実習生（人）	6.3	—	資本金額	資本金額（万円）	1,341 —

資料：日本農業法人協会「2022 年度全国農業法人実態調査統計表」より作成。

2 農業法人と金融機関の関係性

（1）取引を有する金融機関と営農類型・売上高との関係

農業法人が取引を有する金融機関について、耕種は農業協同組合 864 経営体、地方銀行 724 経営体、日本公庫 710 経営体の順に多く、畜産は日本公庫 198 経営体、地方銀行 77.0%、農業協同組合 166 経営体の順に多い。最もかかわりの深い金融機関についても、同様の傾向にあることが分かる（図表 4-2）。このことから、企業的な農業法人においては、地方銀行と既に一定の取引関係にあり、特に畜産経営で顕著なことが分かる。

次に、売上高別に見た場合も、取引がある金融機関と最もかかわりが深い金融機関として、農業協同組合、地方銀行、日本公庫が上位 3 つを占めている。ただし、売上高で見た場合、総じて、売上高が大きくなるにつれ、農業協同組合の割合が低下し、地方銀行と日本公庫の割合が高くなる傾向にある。

（2）取引を有する金融機関と規模拡大志向との関係

次に、取引を有する金融機関と規模拡大志向との関係性について、規模拡大したいという回答をした農業法人は、日本公庫との取引を有する割合が高い傾向にあることが確認できる。

一方で、農業協同組合や地方銀行は、規模拡大志向と取引関係に大きな差は見受けられない。このことから、規模拡大志向が強い農業法人と日本公庫との取引を有する傾向を有していることが確認された。

図表 4-2 既存の取引金融機関と営農類型・売上高の関係（複数回答）

		営農類型				売上高					
		耕種		畜産		～7 千万円		～3 億円		3 億円超～	
取引がある 金融機関	農業協同組合	864	80.0%	166	64.8%	339	86.9%	429	79.4%	166	58.2%
	信農連	183	16.9%	49	19.1%	50	12.8%	102	18.9%	64	22.5%
	農林中金	165	15.3%	62	24.2%	40	10.3%	94	17.4%	81	28.4%
	都市銀行	116	10.7%	36	14.1%	31	7.9%	45	8.3%	65	22.8%
	地方銀行	724	67.0%	197	77.0%	215	55.1%	401	74.3%	231	81.1%
	第二地方銀行	51	4.7%	26	10.2%	9	2.3%	25	4.6%	37	13.0%
	信用金庫	303	28.1%	82	32.0%	90	23.1%	150	27.8%	107	37.5%
	信用組合	75	6.9%	24	9.4%	16	4.1%	39	7.2%	34	11.9%
	商工中金	51	4.7%	36	14.1%	6	1.5%	13	2.4%	64	22.5%
	日本公庫	710	65.7%	198	77.3%	211	54.1%	389	72.0%	228	80.0%
	その他	19	1.8%	1	0.4%	11	2.8%	5	0.9%	3	1.1%
最もかかわ りの深い金 融機関	農業協同組合	609	56.4%	93	36.3%	261	67.6%	297	55.3%	71	25.2%
	信農連	95	8.8%	14	5.5%	23	6.0%	51	9.5%	26	9.2%
	農林中金	81	7.5%	31	12.1%	18	4.7%	51	9.5%	35	12.4%
	都市銀行	67	6.2%	22	8.6%	18	4.7%	29	5.4%	36	12.8%
	地方銀行	484	44.8%	143	55.9%	141	36.5%	252	46.9%	184	65.2%
	第二地方銀行	23	2.1%	15	5.9%	6	1.6%	13	2.4%	17	6.0%
	信用金庫	149	13.8%	38	14.8%	50	13.0%	72	13.4%	49	17.4%
	信用組合	36	3.3%	9	3.5%	9	2.3%	17	3.2%	13	4.6%
	商工中金	16	1.5%	11	4.3%	5	1.3%	3	0.6%	19	6.7%
	日本公庫	525	48.6%	170	66.4%	155	40.2%	300	55.9%	178	63.1%
	その他	10	0.9%	1	0.4%	7	1.8%	2	0.4%	2	0.7%

資料：図表 4-1 に同じ。

注：耕種と畜産は、図表 4-1 の営農類型をそれぞれ合計したものである。

回答数が多い上位 3 つ数値について、下線を付している。

割合は耕種、畜産、売上規模別にそれぞれの有効回答数に占める、回答数の割合を示している。

有効回答数は、それぞれ次の通りである。取引がある金融機関の営農類型の耕種は 1,080 経営体、畜産は 256 経営体、売上高の～7 千万円は 390 経営体、～3 億円は 540 経営体、3 億円超～は 285 経営体、最もかかわりの深い金融機関の営農類型の耕種は 1,071 経営体、畜産は 256 経営体、売上高の～7 千万円は 386 経営体、～3 億円は 537 経営体、3 億円超～は 282 経営体である。

図表 4-3 既存の取引金融機関と規模拡大志向との関係（複数回答）

		拡大したい		現状維持		縮小したい	
取引がある金融機関	農業協同組合	460	77.2%	524	77.7%	34	77.3%
	信農連	109	18.3%	116	17.2%	4	9.1%
	農林中金	121	20.3%	97	14.4%	7	15.9%
	都市銀行	74	12.4%	69	10.2%	5	11.4%
	地方銀行	408	68.5%	471	69.9%	30	68.2%
	第二地方銀行	34	5.7%	42	6.2%	1	2.3%
	信用金庫	173	29.0%	193	28.6%	11	25.0%
	信用組合	52	8.7%	40	5.9%	5	11.4%
	商工中金	40	6.7%	43	6.4%	3	6.8%
	日本公庫	442	74.2%	421	62.5%	29	65.9%
	その他	9	1.5%	11	1.6%	0	0.0%
最もかかわりの深い金融機関	農業協同組合	305	51.2%	364	54.7%	25	56.8%
	信農連	49	8.2%	56	8.4%	1	2.3%
	農林中金	57	9.6%	49	7.4%	4	9.1%
	都市銀行	42	7.0%	40	6.0%	2	4.5%
	地方銀行	274	46.0%	325	48.8%	19	43.2%
	第二地方銀行	17	2.9%	20	3.0%	1	2.3%
	信用金庫	87	14.6%	86	12.9%	6	13.6%
	信用組合	21	3.5%	22	3.3%	1	2.3%
	商工中金	10	1.7%	17	2.6%	0	0.0%
	日本公庫	349	58.6%	319	47.9%	19	43.2%
	その他	6	1.0%	5	0.8%	0	0.0%

資料：図表 4-1 に同じ。

注：割合は拡大したい、現状維持、縮小したいの有効回答数に占める、回答数の割合を示している。

回答数が多い上位 3 つ数値について、下線を付している。

有効回答数は、それぞれ次の通りである。取引がある金融機関の拡大したいは 460 経営体、現状維持は 524 経営体、縮小したいは 34 経営体、最もかかわりの深い金融機関の拡大したいは 305 経営体、現状維持は 364 経営体、縮小したいは 25 経営体である。

図表 4-4 取引金融機関の選定理由と営農類型・売上高の関係（複数回答）

		営農類型		売上高					
		耕種	畜産	～7 千万円		～3 億円		3 億円超～	
選 定 理 由	審査・回答スピード	431	41.2%	109	43.1%	133	35.5%	232	43.7%
	有利な融資(低金利、出資等)	567	54.2%	165	65.2%	173	46.1%	304	57.3%
	情報提供(業界情報、セミナー等)	250	23.9%	66	26.1%	66	17.6%	145	27.3%
	経営相談・コンサルティング	140	13.4%	44	17.4%	43	11.5%	75	14.1%
	販路開拓支援	109	10.4%	23	9.1%	29	7.7%	66	12.4%
	店舗数・近隣に店舗有り	241	23.0%	68	26.9%	92	24.5%	126	23.7%
	担当者（知識等）	183	17.5%	48	19.0%	40	10.7%	111	20.9%
	取引歴が長い（信頼関係等）	617	58.9%	169	66.8%	216	57.6%	317	59.7%
	その他	20	1.9%	2	0.8%	7	1.9%	12	2.3%

資料：図表 4-1 に同じ。

注：耕種と畜産は、図表 4-1 の営農類型をそれぞれ合計したものである。

回答数が多い上位 3 つ数値について、下線を付している。

割合は耕種、畜産、売上規模別にそれぞれの有効回答数に占める、回答数の割合を示している。

有効回答数は、それぞれ次の通りである。営農類型の耕種は 1,047 経営体、畜産は 253 経営体、売上高の～7 千万円は 375 経営体、～3 億円は 531 経営体、3 億円超～は 279 経営体である。

3 農業法人が金融機関を選択した理由と期待する役割

（1）金融機関の選定理由と営農類型・売上高の関係性

金融機関の選定理由と営農類型・売上高との関係性について、耕種、畜産、売上高に関わら

ず、取引歴が長い（信頼関係等）と有利な融資（低金利、出資等）、審査・回答スピードの3つの回答が多い傾向にある。

特に、畜産や売上高が大きくなるほど、有利な融資（低金利、出資等）や取引歴（信頼関係等）を選定理由とする農業法人が多い傾向にあることが分かる。

（2）金融機関に期待する役割と営農類型・売上高の関係性

次に、金融機関に期待する役割と営農類型・売上高との関係性については、耕種、畜産ともに、資金調達（融資）が最も割合が高く、次に経営相談・コンサルティングという順番に多かった。

一方で、売上高別にみると、規模が大きくなるにつれ、運転資金の調達ニーズと経営相談・コンサルティングの割合が高まる傾向にあることが分かる。

図表 4-5 金融機関に期待する役割と営農類型・売上高の関係（複数回答）

		営農類型				売上高					
		耕種		畜産		～7 千万円		～3 億円		3 億円超～	
期待する役割	預金取引	229	26.4%	47	22.4%	<u>96</u>	<u>30.6%</u>	99	23.3%	50	20.7%
	運転資金の調達	<u>572</u>	<u>66.0%</u>	<u>141</u>	<u>67.1%</u>	<u>206</u>	<u>65.6%</u>	<u>267</u>	<u>63.0%</u>	<u>182</u>	<u>75.2%</u>
	設備資金の調達	<u>619</u>	<u>71.4%</u>	<u>164</u>	<u>78.1%</u>	<u>220</u>	<u>70.1%</u>	<u>313</u>	<u>73.8%</u>	<u>188</u>	<u>77.7%</u>
	業界等情報の提供	204	23.5%	52	24.8%	56	17.8%	107	25.2%	72	29.8%
	出資	69	8.0%	11	5.2%	25	8.0%	37	8.7%	14	5.8%
	マッチングやセミナー等の参加	158	18.2%	46	21.9%	52	16.6%	89	21.0%	52	21.5%
	経営相談・コンサルティング	<u>246</u>	<u>28.4%</u>	<u>57</u>	<u>27.1%</u>	81	25.8%	<u>123</u>	<u>29.0%</u>	<u>74</u>	<u>30.6%</u>
	その他	13	1.5%	2	1.0%	3	1.0%	7	1.7%	4	1.7%

資料：図表 4-1 に同じ。

注：耕種と畜産は、図表 4-1 の営農類型をそれぞれ合計したものである。

期待する役割で回答数が多い上位 3 つ数値について、下線を付している。

割合は耕種、畜産、売上規模別にそれぞれの有効回答数に占める、回答数の割合を示している。

有効回答数は、それぞれ次の通りである。営農類型の耕種は 867 経営体、畜産は 210 経営体、売上高の～7 千万円は 314 経営体、～3 億円は 424 経営体、3 億円超～は 242 経営体である。

図表 4-6 民間金融機関の姿勢の変化と営農類型・売上高の関係

		営農類型				売上高					
		耕種		畜産		～7 千万円		～3 億円		3 億円超～	
銀行 信金 等	非常に積極的になった	<u>189</u>	<u>18.3%</u>	<u>65</u>	<u>25.8%</u>	<u>48</u>	<u>12.9%</u>	<u>119</u>	<u>22.8%</u>	<u>70</u>	<u>25.3%</u>
	多少積極的になった	<u>255</u>	<u>24.7%</u>	<u>68</u>	<u>27.0%</u>	<u>75</u>	<u>20.2%</u>	<u>148</u>	<u>28.3%</u>	<u>79</u>	<u>28.5%</u>
	変わらない	<u>320</u>	<u>31.0%</u>	<u>64</u>	<u>25.4%</u>	<u>124</u>	<u>33.4%</u>	<u>141</u>	<u>27.0%</u>	<u>88</u>	<u>31.8%</u>
	消極的になった	27	2.6%	12	4.8%	12	3.2%	13	2.5%	8	2.9%
	分からない	241	23.4%	43	17.1%	112	30.2%	102	19.5%	32	11.6%
農業 協同 組合	非常に積極的になった	<u>90</u>	<u>8.8%</u>	<u>22</u>	<u>9.0%</u>	<u>18</u>	<u>4.9%</u>	<u>52</u>	<u>10.0%</u>	<u>32</u>	<u>11.9%</u>
	多少積極的になった	<u>175</u>	<u>17.0%</u>	<u>56</u>	<u>22.9%</u>	<u>64</u>	<u>17.3%</u>	<u>97</u>	<u>18.7%</u>	<u>59</u>	<u>21.9%</u>
	変わらない	<u>489</u>	<u>47.4%</u>	<u>92</u>	<u>37.6%</u>	<u>179</u>	<u>48.2%</u>	<u>241</u>	<u>46.5%</u>	<u>109</u>	<u>40.5%</u>
	消極的になった	55	5.3%	12	4.9%	25	6.7%	25	4.8%	12	4.5%
	分からない	216	20.9%	63	25.7%	85	22.9%	103	19.9%	57	21.2%

資料：図表 4-1 に同じ。

注：耕種と畜産は、図表 4-1 の営農類型をそれぞれ合計したものである。

割合は耕種、畜産、売上規模別にそれぞれの有効回答数に占める、回答数の割合を示している。

有効回答数は、それぞれ次の通りである。銀行信金等の営農類型の耕種は 1,032 経営体、畜産は 252 経営体、売上高の～7 千万円は 371 経営体、～3 億円は 523 経営体、3 億円超～は 277 経営体、農業協同組合の営農類型の耕種は 1,025 経営体、畜産は 245 経営体、売上高の～7 千万円は 371 経営体、～3 億円は 518 経営体、3 億円超～は 269 経営体である。

4 民間金融機関の農業融資への姿勢の変化と営農類型・売上高の関係性

次に、民間金融機関の農業融資への姿勢の変化と営農類型、売上高の関係については、銀行信金等は、畜産と売上高が大きくなるほど、積極的になったと回答する割合が多くなる傾向にある。この傾向は、農業協同組合の農業融資への姿勢も同様である。

一方で、銀行信金等と農業協同組合の農業融資に対する姿勢の変化については、銀行信金等が積極的になったと回答する割合が、農業協同組合よりも多い傾向にある。このことから、農業協同組合と比較して、銀行信金等が農業法人に対して、積極的な農業融資に向けた行動をとっていることが分かる。

第4節 小括―農業法人に対する地方銀行の融資実態と期待されるニーズへの対応―

本章では、企業的な農業法人が会員となっている日本農業法人協会のアンケート調査から、地方銀行の農業融資の実態や期待されるニーズ等について、営農類型や経営規模との関係を中心に明らかにした。ここでは、分析結果を踏まえ、農業融資の実態と今後、地方銀行に期待される農業融資の役割について述べる。

本章の分析結果からは、多くの農業法人が地方銀行と既取引を有していることが明らかになった。特に畜産や売上高の規模等が大きい農業法人は、その傾向が強い。これは、長谷川(2013)が指摘するように、地方銀行が新たなマーケットとして農業融資に注目するようになったことが理由として考えられ、第3章の結果とも整合するものといえる。

日本農業法人協会の会員は、平均的な農業経営体の経営規模と比較して、大規模な経営体が多い¹⁹⁾ことから、地方銀行の取引先となっていることも考えられる。さらに、日本農業法人協会の会員の中でも畜産や比較的規模の大きい経営体については、農業金融の主要なプレイヤーである農業協同組合よりも地方銀行の方が最もかわりが深い金融機関として回答している割合が多い。また、農業融資の姿勢についても、農業協同組合と比較して、積極的になったという回答が多い。地方銀行からの働きかけもあり、企業的な農業法人にとっては、地方銀行の活用は進んでいるものと考えられる。このことは、農業金融の特質(加藤, 1983)の一つである、「個々の零細性」が、企業的な農業法人においては、既に影響しなくなりつつあり、泉田(2012)が主張する家族小農を前提とした農業金融特質論の再検討が必要になっているものともいえる。

次に、規模拡大志向が強い経営体については、日本公庫との取引関係が深いことが示唆された。日本公庫は、長期・低利の資金を融資する政策金融機関である。日本公庫はこうした大規模な農業法人に対して、資金供給を行いながら、その成長を支援していることが示唆された。これらの融資や審査を通じて蓄積してきた日本公庫の農業融資に対する知見は、今後の日本農

19)例えば、一般的な稲作を栽培する農業法人の経営規模は17.1haであるのに対し、日本農業法人協会々員の経営規模は67.7haと約4倍の規模である(日本農業法人協会, 2024)。

業の成長を促していく際には活かしていくことが必要であるとする。この点からも、日本公庫は、その知見を積極的に民間金融機関に提供することで、更なる農業経営体の成長支援に力を入れることが求められる。

次に、金融機関に期待する役割については、本業である資金調達が最も多い結果であったが、規模が大きくなるにつれ、運転資金に対するニーズが高まっていることが示唆された。これは、日常の取引において、必要となる手元資金を一定程度確保する必要性が高まるものと考えられる。地方銀行の農業融資は他の産業と比較して、設備投資への融資の割合が低く（図表 2-15）、地方銀行が運転資金を供給する役割を担っている。このことから、今後、成長する農業法人・経営体に対して、地方銀行の運転資金の供給という役割が、より求められることになると考えられる。

また、取引先金融機関を選定する理由としては、取引歴が長い（信頼関係等）ことを重視する農業法人が多いこと、規模が拡大する中で、金融機関に期待する役割として、経営相談・コンサルティングに対する回答が多くなる傾向にあることが明らかになった。こうした点から、地方銀行においては、成長する企業的な農業法人に対して、特にニーズが高まっている運転資金を供給しつつ、取引歴を長期化させ、信頼関係を構築すること、そして、他の業種・業界での知見を活かしつつ、経営相談・コンサルティングをこれら農業法人に対して提供していくことが今後求められるものといえる。

第5章 本研究の成果と残された課題

第1節 各章の概要

本研究では、地方銀行における農業融資の実態について、公的資料やD誌などを通じて分析するとともに、資金の借り手である企業の農業法人との取引実態等について明らかにし、地方銀行における農業金融参入の実態とその要因を明らかにしてきた。

第1章（問題意識と先行研究の整理）では、本研究を実施する問題意識とこれまでの農業金融に関する先行研究をレビューし、本研究の目的等を整理した。

第2章（農業経営の構造変化と農業金融）では、公的統計資料から、農業構造の変化を踏まえつつ、我が国の農業金融の実態について整理を行っている。この中で、企業的な農業法人等が増える中で、農業金融の市場規模は拡大しており、地方銀行における農業融資（残高）が伸びていること、今後もそうした農業構造の変化の中で、農業融資に対する障壁が低下し、地方銀行の農業金融参入を促進される可能性が高まることを示した。

第3章（地方銀行のディスクロージャー誌を活用した農業金融参入の実態分析）では、農業融資シェアが高い地方銀行の特徴について、地方銀行単位と都道府県単位において分析することで、その特徴を明らかにしている。この中で、農業融資シェアと農業産出額が正の相関関係にあることを明らかにし、農業が盛んな地域においては、地方銀行の農業融資が積極的に行われていることを示すことができた。また、都道府県単位でみると、企業的な経営体の多い畜産が盛んな地域の地方銀行の農業融資シェアが高い傾向にある。今後、構造の変化が進むことが見込まれている耕種経営のウエイトが高い地域において、地方銀行の持つ販売支援や事業承継・M&A支援の手法・ツールを活かし、これらの経営体の成長支援とともに、地方銀行の農業金融参入を図ることが重要な課題といえる。

第4章（企業的な農業法人における地方銀行の取引実態と特性の解明）では、企業的な農業法人へのアンケート調査から、地方銀行の農業融資の実態や期待されるニーズ等について、営農類型や経営規模との関係を中心に明らかにしている。この中で、畜産や売上高の規模等が大きい農業法人を中心に、多くの農業法人が地方銀行と取引関係にある。また、取引先金融機関を選定する理由は、取引歴が長い（信頼関係等）ことを重視する農業法人が多いこと、規模が拡大する中で、金融機関に期待する役割として、経営相談・コンサルティングに対する回答が多くなる傾向にあることから、地方銀行は、成長する企業的な農業法人に対して、特にニーズが高まっている運転資金を供給しつつ、取引歴を長期化させ、信頼関係を構築すること、そして、他の業種・業界での知見を活かした、経営相談・コンサルティングをこれら農業法人に対して提供していくことが今後求められるものであることを示している。

第2節 本研究の成果と今後の研究課題

本研究の研究面での貢献は、これまで事例調査を中心としてきた地方銀行の農業金融への参入状況や企業的な農業法人の地方銀行との取引実態について、定量データによって明らかにしたことである。

具体的には、畜産を中心に農業産出額が多い地域は、地方銀行の農業参入が進んでいること、企業的な農業法人においては、地方銀行との取引を既に行っていることを明らかにした。今後、企業的な農業経営体が増えることが見込まれる中において、そうした農業経営体に地方銀行が農業金融の分野で重要な役割を担う可能性が示唆される。そうした点から、地方銀行における農業金融の参入を促進するために、日本公庫との連携などの取組みをこれまで以上に進めることが必要であることを示すことができたといえる。

最後に本研究に残された課題としては、以下の3点があげられる。

第一に、本研究では、地方銀行の内発的行動に基づく農業金融参入の実態について十分に議論することができなかったことである。農業融資を行う上では、地域における農業経済や競合（農業協同組合など）の外部環境が大きく影響するが、地方銀行内部の経営方針も影響するものと考えられる。これら、地方銀行の経営方針（戦略）において、農業融資がどのように位置づけられているのかを踏まえた上で、地方銀行ごとの農業融資の実態を整理することが今後は必要といえる。また、地方銀行単位での時系列の農業融資の実態など、定量的な分析を行うことで、農業金融への参入状況の変化について捉えることが必要であろう。

第二に今回の調査対象が地方銀行に限定されていることである。我が国の農業経営体は零細な経営が多いことから、信用金庫や信用組合との金融取引を行っている経営体が多いものと考えられる。本研究では、これら信用金庫や信用組合といった他の金融機関の実態について十分な検討がなされていない。地方銀行の取組み実態との共通点や相違点については、今後、実態調査を行うことが必要だといえる。

第三に地方銀行へのヒアリング結果を踏まえた定性的な情報を有効に活用することはできなかった点である。比較的早くから農業部門の専門セクションを立ち上げ、農業金融に参入していた、A銀行においては、農業融資シェアがごくわずかであり、農業融資の金額を追い求めるのではなく、様々なソリューションを提供しながら経営成長を促していくに注力していることを伺うことができた。こうした、金融機関の農業金融に対するスタンスや取組状況については、農業協同組合や信用金庫等も含めてその位置づけを明らかにすることで、地方銀行による農業金融参入の意義と役割を明確化するためにも重要な論点といえる。

これらの点については、今後の研究課題としたい。

参考文献・資料

- ・ 明田作 (2015)「農協法の改正について」『農林金融』2015 年 10 月号, pp.2-13.
- ・ 安藤光義 (2013)「2010 年センサスの概要とポイント」安藤光義編『日本農業の構造変動』農林統計協会.
- ・ 泉田洋一 (2012)「農業金融特質論再考」Department of Agricultural and Resource Economics Working Paper Series, №12-F-01, 東京大学農村開発金融研究室.
- ・ 犬田剛 (2020)「地方銀行における中小企業への本業支援の取組状況—「金融仲介機能のベンチマーク」を対象にして—」『日本地域政策研究』24, pp.40-47.
- ・ 犬田剛 (2023)「農業法人の M&A の実態と経営成長—企業の農業法人を対象としたアンケート調査の結果—」『農業経営研究』61 (1), pp.24-35.
- ・ 犬田剛 (2024)「農業法人の M&A の取組実態と特性—中小企業と営農類型別の比較を中心に—」日本農業経営学会編『農業法人の M&A』筑波書房, pp.161-178.
- ・ 犬田剛・佐藤潤弥・新井祥穂・山崎政行 (2024a)「地方銀行における農業金融参入の実態とその取り組み姿勢」『令和 6 年度日本農業経営学会研究大会報告要旨』, pp.103-104.
- ・ 犬田剛・山崎政行・渋谷往男 (2024b)「親族外継承型農業法人の特徴と経営譲渡条件—企業の農業法人へのアンケート調査より—」『東京農業大学農学集報』69 (1), pp.19-28.
- ・ 宇佐美繁 (1993)「農家以外の農業事業体の性格」磯辺俊彦編『危機における家族農業経営』日本経済評論社.
- ・ 今村奈良臣 (1982)「企業の農業経営体の存在構造」磯辺俊彦・窪谷順次編『日本農業の構造分析』農林統計協会.
- ・ 江川章 (1998)「農家以外の農業事業体の動向」農業総合研究所『農業総合研究』52 (2).
- ・ 江川章 (2023)「農林業センサスからみた農業の担い手構造と資源利用」日本農業経営学会 40 周年記念シンポジウム第 1 セッション報告資料.
- ・ 長田雅宏 (2008)「都府県における放牧酪農の実態と課題—西富士開拓地域の事例を中心に—」『農業経営研究』46 (1), pp.85-89.
- ・ 加藤譲 (1983)『農業金融論』明文書房.
- ・ 北島良三・酒井浩之・上村龍太郎 (2019)「潜在学習による企業トップメッセージと収益性の関係解析」『知能と情報』31 (2), pp.636-644.
- ・ 貴船菜々子 (2023)「集落営農の設立・法人化要因—一般化順序ロジットモデルによる推定—」『農林業問題研究』59 (2), pp.81-88.
- ・ 佐藤潤弥 (2024)「第一地方銀行の農業支援に関する現状」東京農工大学卒業論文
- ・ 幸田和也・宮路広武 (2021)「都府県における子実用トウモロコシ生産の拡大方策—岩手県先駆事例における分析から—」『農業経営研究』59 (2), pp.139-144.
- ・ 白石正彦・野口敬夫・菊地哲夫・高梨子文恵・原温久・望月洋孝・犬田剛 (2023)「農業経営と農協」の両輪における“人財育成”・“事業革新”の好循環メカニズムの創造—食料・農業・農村基本法の検証・見直し論議をふまえて—東京農業大学・総合研究所研究会 2023 年度 (第 16 回) 農協に関するシンポジウム配布資料.
- ・ 須田敏彦 (2008)「民間金融機関による農業融資の可能性とその課題—マイクロファイナンスをめぐる議論—」泉田洋一編著『農業・農村金融の新潮流』農林統計協会, pp.103-124.
- ・ 鈴村源太郎 (2003)「水田農業における農家以外の農業事業体の新展開」橋詰登・千葉修編『日本農業の構造変化と展開方向』農文協.
- ・ 鈴村源太郎 (2008)「農家以外の農業事業体を基軸とした構造変化」小田切徳美編『日本の農業』農林統計協会.
- ・ 鈴村源太郎 (2018)「農業経営体・組織経営体の展開と構造」農林水産省編『2015 年農林業センサス総合分析報告書』農林統計協会.
- ・ 暉峻衆三 (1971)「国家独占資本主義のもとでの農民層分解」井野隆一・暉峻衆三・重富健一編『国家独占資本主義と農業』大月書店.
- ・ 西川邦夫 (2013)「組織経営体の展開と地域農業の構造変動—都府県水田農業を対象に—」安藤光義編『日本農業の構造変動：2010 年農業センサス分析』農林統計協会.
- ・ 新山陽子 (1995)「法人畜産経営の発展過程における資金管理の特質と考え方」『農業経営研究』

33 (3), pp.1-13.

- ・ 日本農業法人協会 (2024) 「2023 年版 農業法人白書—2023 年全国農業法人実態調査より—」
<https://d2erdyxclmbvqa.cloudfront.net/wp-content/uploads/20240618145459/2023hojinhakusho-1.pdf>
- ・ 農林水産省 (2019) 『令和元年版 食料・農業・農村白書』農林統計協会.
- ・ 農林水産長期金融協会 (2008) 「農業法人向け融資における実態調査報告書」農林水産長期金融協会.
- ・ 長谷川晃生 (2009) 「地銀等の農業融資への取組みとその特徴」『農林金融』6月号, pp.282-292.
- ・ 長谷川晃生 (2013) 「地銀の農業融資の変化と最近の特徴」『農林金融』4月号, pp.21-34.
- ・ 長谷川晃生 (2015) 「日本公庫の農業貸付残高の増加とその要因」『農中総研 調査と情報』50, pp.8-9.
- ・ 長谷川晃生 (2016) 「事例にみる地銀の農業融資の変遷と新たな変化」『農林金融』8月号, pp.1-16.
- ・ 日暮賢司 (2003) 『農村金融論』筑波書房.
- ・ 日暮賢司 (2014) 「農村金融の構造と展望」『東京農大農学集報』59 (1), pp.1-10.
- ・ 細山隆夫 (2008) 「農地利用の変化と担い手の実態」小田切徳美編『日本の農業—2005 年農業センサス分析—』農林統計協会.
- ・ 森佳子 (2008) 「農業金融における農林公庫の機能に関する一考察—民間金融機関の農業融資参入に注目し—」『農業経営研究』46 (1), pp.96-100.
- ・ 森佳子 (2009) 「農業金融における動産担保を活用した融資手法 (ABL) の意義と課題—企業の肉用牛経営を事例として—」『農業経営研究』47 (1), pp.48-53.
- ・ 森佳子 (2011) 「農業金融研究の動向と展望—農業経営体向け融資を対象として—」『農業経済研究』83 (1), pp.43-52.
- ・ 森佳子・仙田徹志 (2011) 「地域金融機関による農業ビジネスマッチング事業の意義と課題」『農業経営研究』49 (1), pp.87-92.
- ・ 森佳子・仙田徹志・吉田嘉雄 (2016) 「協同組合金融機関による農業融資 (I) —信用金庫と信用組合によるアンケート調査結果から—」Working Paper Series No.3.

参考ホームページ

- ・ 全国銀行協会ホームページ <https://www.zenginkyo.or.jp/stats/year2-02/>
- ・ 地方銀行協会ホームページ <https://www.chiginkyo.or.jp/data/result/>
- ・ 日本銀行ホームページ <https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exyo.htm>
- ・ 日本政策金融公庫ホームページ <https://www.jfc.go.jp/>
- ・ 農林水産省「用語の解説と 2020 年農林業センサスにおける農業経営体の概念」
<https://www.maff.go.jp/chushi/info/toukei/attach/pdf/20cenkozo-16.pdf>

謝 辞

本研究を実施するに当たり、新井祥穂教授 (東京農工大学大学院)、森佳子准教授 (島根大学大学院)、山崎政行所長 (山崎農業経済研究所) を始めとした多くの方々より、ご助言等をいただいた。

なお、本研究は、一般財団法人ゆうちょ財団の 2023 年度研究助成を受けて行ったものである。この場を借りてお礼申し上げたい。

個人の貯蓄行動に地域コミュニティ活動が
及ぼした影響：近代における三等郵便局
(現特定郵便局)の活動に注目して

中央大学 経済学部 准教授 田中 光

要 約

近現代日本の家計貯蓄率すなわち個人による貯蓄は、20 世紀初頭の貯蓄性向の変化以来、対 GNP 比 10%前後の高率を戦前期を通じて保ち、戦後も長らく 2000 年代まで一定度の高水準を維持してきた。このような日本経済の長年の高貯蓄率は、日本人だけでなく国際的にも「日本人は倹約の伝統を持ちそれにしたがって貯蓄に励む」と評価されてきたことにも現れているように、株式などの有価証券による貯蓄形成よりも、主に銀行預金や郵便貯金といった現金性の高い貯蓄の保有によって達成されてきた。

しかしこの「貯蓄の伝統」は 20 世紀初頭に形成されたものであり、近世から日本に存在したものではない。高い貯蓄性向が全国民的に醸成された背景には、政府の貯蓄奨励政策と学校教育での貯蓄奨励が大きく意味を持っていた。その中で地域の小規模な郵便局、現在では特定郵便局と呼ばれる三等郵便局の局長は、こうした貯蓄奨励政策の地域現場での唱導に大きな役割を果たしてきた。

三等郵便局長を含む地方名望家層が日本の工業化初期にあたって、教育などの社会運動に影響を持ってきたことは、概論としては既によく知られている。また地方名望家はしばしば地域内における資産家として、地域経済における投資家あるいは起業家としての側面をも持っていた。しかし地方名望家の中でも三等郵便局長は、企業組織に属していない存在であるが故に、その地域社会・経済への影響と経営分析とを直接に扱ってきたものは少ない。一方で、地域における起業家・投資家と三等郵便局長の人材層は重なっていたことが指摘されている。

本研究ではまず三等郵便局長が実質的に自営業者であったことを改めて制度的に確かめ、その上で彼らの経営的な利益がどこにあったのかを確認した。また、政府の政策や制度改編如何によっては、三等郵便局長業務を続けることは地域現場において著しく経済合理的に不利になることがあり、そういった際にはしばしば郵便局そのものが廃業されてきたことを示した。政府の貯蓄奨励政策に積極的に協力したことについても、従来は三等郵便局長とは名誉職であるという点から説明され、道徳的・倫理的な観点からの理由のみが指摘されてきたが、本研究ではそこに自営業者としての経済合理性があったことを指摘した。

本研究は地方経済の停滞や少子高齢社会を受け特定局制度そのものが見直しの岐路に立とうとしている今、改めて三等郵便局の担い手が地域経済の中で果たした役割を、経済的側面から理解しようとしたものである。

個人の貯蓄行動に地域コミュニティ活動が及ぼした影響

：近代における三等郵便局（現特定郵便局）の活動に注目して

2024 年 6 月

中央大学経済学部 准教授 田中光

1 問題意識と先行研究

近現代日本の家計貯蓄率すなわち個人による貯蓄は、20 世紀初頭の貯蓄性向の変化以来、対 GNP 比 10%前後の高率を戦前期を通じて保ち、戦後も長らく 2000 年代まで一定度の高水準を維持してきた。このような日本経済の長年の高貯蓄率は、日本人だけでなく国際的にも「日本人は儉約の伝統を持ちそれにしがたって貯蓄に励む」（ウォルフレン 1994）と評価されてきた。このことにも現れているように、日本の貯蓄率の上昇は、株式などの有価証券といった資産形成によるマクロ的な貯蓄よりも、主に銀行預金や郵便貯金といった現金性の高い貯蓄の保有によって達成されてきた。

しかしこの「貯蓄の伝統」は前述の通り 20 世紀初頭に形成されたものであり、近世から日本に存在したものではない。高い貯蓄性向が全国民的に醸成された背景には、政府の貯蓄奨励政策と学校教育での貯蓄奨励が大きく意味を持ったことを、筆者はこれまでの研究で明らかにしてきた（田中 2018）。

しかしその中でその影響力が示唆されていながら、明らかにしきれなかったものが、各地域の三等郵便局長、すなわち現在の特定郵便局長¹をはじめとした地方名望家²と呼ばれる諸氏が地域社会の貯蓄行動に及ぼした役割の詳細である。そもそも明治初期の時点で日本全国に設置された地域の小規模郵便局がその郵便業務の遂行自体によって日本経済の発展、とりわけ地域経済の発展に資してきたことは論を俟たないが、地域社会内でのその金融的意義に関してはいまだ議論が尽くされていない。

とりわけ日本においては、1872 年の国立銀行条例制定後、まだ全国的な銀行叢生が起こる以前の 1874 年には郵便為替制度、1875 年には郵便貯金制度が開始されるという、民間金融機関の整備に先駆けた国営の金融制度の整備が行われていた。1880 年代後半以降、19 世紀末には銀行業を含めた企業勃興が起こったが、この中では三等郵便局長の人材自体が

¹ なお特定郵便局長についての厳密な定義は法的には存在せず、1950 年 2 月 1 日の公達 11 号において「特定郵便局長を長とする郵便局」と定義されているのみである。（田原、2009、30）また、地方の小規模郵便局が一律に三等と等級付けされるようになったのは後述のように 1886 年以降のことであるが、本稿ではそれ以前の郵便取扱人・郵便取扱役時代に関しても基本的にそれらの小規模局の担い手のことを三等郵便局長と呼称する。

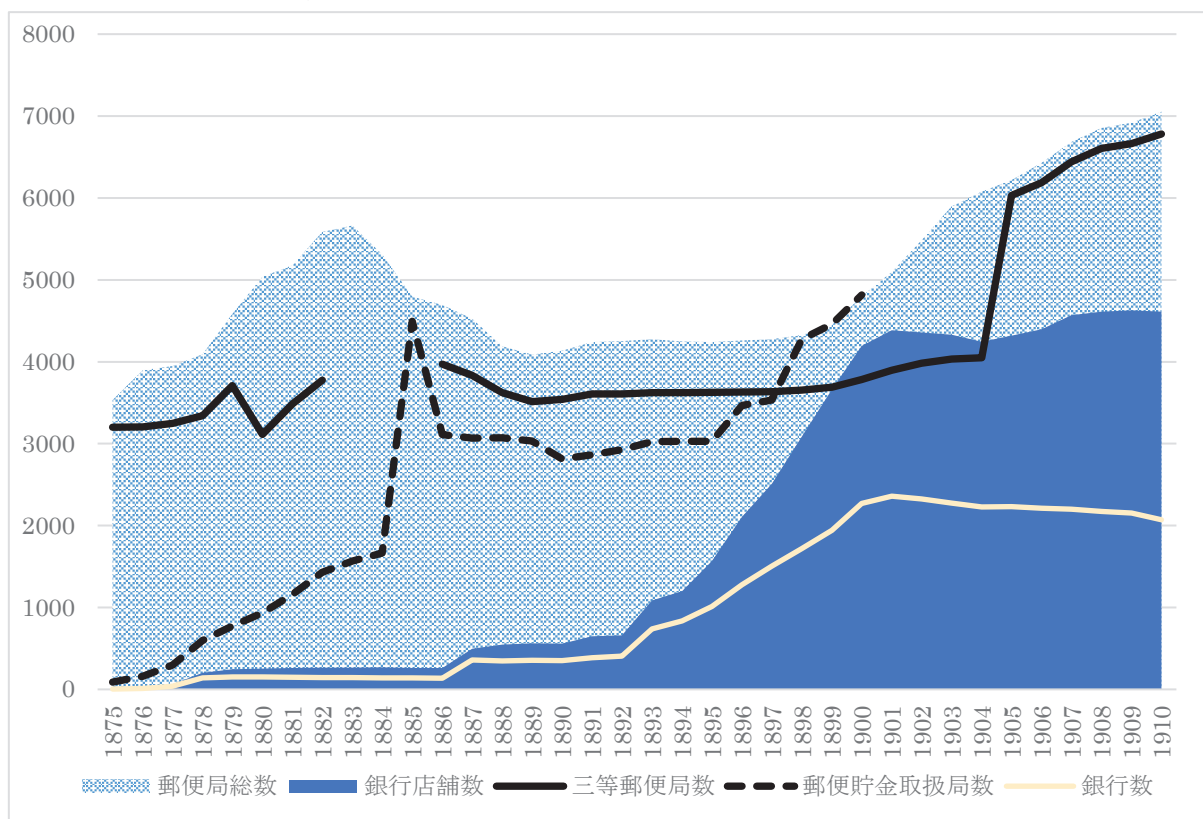
² 地方名望家の定義は、山中永之佑『近代日本の地方制度と名望家』（1990）に準じ、「一定の地域の中で、豊かな財産、経済力を基礎として、家柄、英雄的行動、慈善的行為、指導力、活動力等々、何らかの理由によって地域の住民から信頼と支持をえており、そのことによって、地域住民の代表となることができる資質、能力を有し、また地域の行政にもたずさわることができる資質、能力と可能性を持つ事が期待されているという意味において、地域住民から高い尊敬をうける名誉と人望を持つ人々」の意味で用いる。

一部銀行業に流出したことも指摘されており（杉浦 1986）、銀行と郵便局の人材は初期には重複していたことが確認できる。

一方で 1900 年代には民間銀行の担い手側は零細貯蓄の収集はコストに利益が見合わない判断しており、大衆からの積極的な貯蓄収集は政府の役目と認識していた（『銀行通信録』1900）。預金収集業務において、銀行側が郵便貯金を民業圧迫と非難する姿勢はほぼ見られなかったのである。これはそもそも日本の前近代の金融システムには預金による資金調達とそれを基盤とした信用創造機能というものが備わっておらず、そのために当時の財界の担い手自身に大衆（非富裕層）からの預貯金を金融機関の資金源として認識する能力が無く、そのマクロ的な重要性が理解されていなかったことが背景にあると考えられる。

そうした中で 1900 年以降、大衆的な普及を遂げ巨額に成長していく郵便貯金の存在は、信用創造機能の重要性を日本国内の民間金融機関の担い手側に実践的に理解させていくものとなったのではないだろうか。元々地方においては銀行と郵便局の担い手は人材的にも地方名望家層という同じ階層を母体としていたことは、三等郵便局長の銀行業への転身が見られたことから明らかであり、職業を越えた知識や知見の交換が行われていた可能性は高い。地方における郵便局の経営の定着と郵便貯金の成長とは、日本の金融システムの中に銀行の預金業務の意義そのものを認識させるためにも大きな意義を持ったと考えられるのである。

図1 明治期の三等郵便局数と銀行数



注：1882 年までの三等郵便局数は五等郵便局数、1905 年以降の三等郵便局数には無集配局を含む。一時的に貯金取扱局数が郵便局総数を超えている時期があるが詳細は不明、臨時取扱局などを含んでいる可能性がある。銀行数＝国立銀行＋私立銀行、銀行店舗数＝銀行数＋支店数（ただし 1894 年は私立銀行の支店数が不明のため前年度の数値を使用）
出典）統計局『日本帝国統計年鑑』各年度版、郵政省編『郵政百年史資料』第 30 巻、郵政統計資料(1968)より作成。

また、1900 年代は日本全体に郵便貯金および貯蓄習慣が定着した時期というだけでなく 1880 年代に一時は減少した三等郵便局が改めて増加し定着していく時期でもあった(図 1)。三等郵便局は第二次世界大戦後に制度改編が行われるまで、基本的には厳密な意味での公務員ではない、独立採算の実質的な個人経営事業として営まれていた。一種のフランチャイズ式の自営業者であったと評することのできる三等郵便局の経営は、個人事業主の側の視点から見た時、果たして他の業種に比べてどのような得失があり、その経営はどのように選好されていたのだろうか。こうした視点は、他業種に三等郵便局長が人材として流出することがありえたことを踏まえると重要なものであるはずだが、管見の限り自営業主としての視点から郵便局経営を分析したものはそう多くない。

三等郵便局長の職は先行研究上長らく名誉職であると理解され、名誉の故に人々が就任する職であると扱われてきた。しかし 1880 年代の郵便局減少を踏まえ、銀行業との人的資源の競合が存在したことを考えると、郵便局経営を維持するかどうか、その経営判断には名誉以外の経済的合理性に基づく判断があったと推測される。もっとも、三等郵便局長がどのような収入状態にあって、局長職に伴う利益・損失がどういったものであったのか、詳細な実証研究は資料上の制約からそう多くない。

明治期の三等郵便局の経営に関しては田原啓祐「戦前期三等郵便局の経営実態－滋賀県山上郵便局の事例より」(2009)、巻島隆「明治期の三重県松阪郵便取扱所、永谷久右衛門－飛脚問屋からの転身」(2024)の分析があり、それぞれ郵政博物館に残された三等郵便局資料を用いた実証分析として白眉であるが、残念ながらやはり資料的制約のために、本稿が注目する企業勃興期に関する分析に重きは置かれていない。

なお、三等郵便局長を含むいわゆる地方名望家層が日本の工業化初期にあたって、地域で教育などの社会運動に影響を持ってきたことは、概論としては既によく知られている(宮地 1973)。また地方名望家はしばしば地域内における資産家として、地域経済における投資家あるいは起業家としての側面を持つものであるために、その側面に関しては個別産業の経営分析の形で研究蓄積が重ねられてきた(中西 2019)。しかしこれらの産業研究の中では、郵便局という組織がそれ自体は企業組織ではないが故に、人的資本の上での競合関係が論じられてきたこともほとんどなく、また三等郵便局長が地域経済に果たした役割が分析されてきたことも少ない。

そこで本稿では改めて、1880 年代から 1900 年代にかけての企業勃興期前後の郵便局の

減少期から定着・増加期の制度史を振り返り、それに個別事例の検討を加えることで、近代日本の貯蓄性向そのものの変化期でもある当該期における三等郵便局長の活動とその経営の定着とが地域経済に対して持った社会経済的意義を分析しようとするものである。

19 世紀末から 20 世紀初頭にかけて、三等郵便局長たちは地方における金融業の発展と普及そのものに大きな影響を有していたと考えられるが、彼らはなぜ民間金融業ではなく郵便局長の職務を維持してきたのか。本稿は地方経済の停滞や少子高齢社会を受け特定局制度そのものが見直しの岐路に立ち、マクロ的な国民経済としての貯蓄率の傾向も変化しつつある今、改めて三等郵便局とその担い手が日本の金融システムに対して有した役割と影響がどのようなものであったか確認しようとするものである。

2 特定郵便局の制度的起源とその展開

2-1 郵便制度創業期の郵便局の展開（～1885 年）

そもそも郵便制度は、飛脚制度の代替となるべき国営事業として 1871 年に始まった。江戸時代間に全国網の整えられていた飛脚や伝馬制度は利用せず、人材からして異なる組織として全国の通信・輸送網を構築しようとするれば、当然、新規の設備を備えた郵便局とその職員を新たに日本全国に設置する必要がある。本来であればごく短期の間に局舎と郵便物出納の事務処理・切手等印紙販売の金銭管理が可能な人材をすべて揃えることは困難だっただろうが、政府はこれを、民間人材の無給での任用という、前近代的な強権を用いる形で強引に解決していった。

1872 年 1 月 26 日の大蔵省決議は、全国各地での郵便局設置にあたって、民間人材のほぼ無給での任用とその自宅の無償利用で強引に解決を図るという政府方針を確定した³。1873 年 6 月の正院伺から出された 8 月 14 日の太政官第三百二号達では、郵便創業にあたって政府がさすがに一般民間人に対価も無しに無茶を強いた、「即今郵便創業の際、得失不相酬の儀に付」と認識していたことが理解できる。しかしそこで政府は郵便取扱人（後の三等郵便局長）に適切な給与を支給するのではなく、公務員に準じる「駅逋寮十三等出仕以下、等外付属の格式を賜」らせることで、名誉をもって報酬に代えることを決定した。また同時に「其者の居宅を以て郵便仮役所と致」すとして、局長の自宅を無償で郵便局舎として利用することも確定させている。

い

郵便取扱人自一等至七等等級設置の事

明治六年六月十四日正院へ伺

諸道要勝の地に郵便役所を可被置の処、夥多の箇所、一時建築の費用莫大の儀、且其事務に応じ吏員在勤せしむべくの処、是亦夥多の費用にて即今郵便創業の際、得失不相酬の儀に付、当分の間格別の御詮議を以て各地土人中より其任に可応者を選び、駅逋寮十

³大蔵省議（明治 4 年 12 月 17 日）による。（田原、2009、30 頁）なお当時駅逋寮は大蔵省内の部署。

三等出仕以下、等外付属の格式を賜り、適宜の手当を支給し、其者の居宅を以て郵便仮役所と致し、事務為取扱候様被成下度、此段相伺申候。

指令 郵便取扱人の儀、一等より七等まで等級相設何等郵便取扱役と相唱、一等は官等十三等に準じ其以下右等級を追て可申付、尤手当の儀は従前の儘、支給可致事 但其者の居宅を以て仮役所と定め候儀は不苦事（明治六年七月二十五日）正院本省規画決議簿⁴

1874年1月14日の大蔵省決議「郵便取扱人へ辞令授与の事」では、1873年時点で既に郵便取扱人によって経営される1200以上の小規模郵便局（後の特定局）が存在したことが確認できる。また、この時点で郵便取扱人は官吏に準じる扱いになってはいるが「線路の相開候に随ひ尚増加の見込に有之候処、現今すら病死或は他の故障筋等にて退職申出候者不尠、其変換の都度手数不一方」として、あまりに多人数の人事を扱う上で大蔵省本体での決裁を仰がねばならないことは煩瑣として、駅逋局内のみでその採用・昇進の人事を決定することが可能になった⁵。

また、同年1874年6月の大蔵省議では、「郵便取扱役諸手当の儀、最初創業の際は僅少の御給与にても之れに甘じ従事候得共」と、郵便取扱役に対する給与が少額過ぎる状況にあることを政府内でも認めている。これに伴い「地方官より申立の趣にては一層の御増給無之ては久く此業に従事する者有之間敷との見込は實際当然の儀と相考候」と、地方の現場からはこのままでは郵便業務を引き受ける一般民間人がいなくなる懸念があるという意見が出され、本省もそれを理解したことが記されている。

業務量の多い地域の郵便局に関しては本来であれば「正俸官員被差置可然地位も有之候」と、すべて正規の官僚が担うべき業務であると理解した上で、「左候ては巨多の御出費にも相成候間、先づ従前の通、其土人を以て郵便事務を為取扱候」と、土人すなわち一般人を人件費コストの関係から無給に近い形で郵便局長として利用しつつける方針を大蔵省は選択した。一部の大規模郵便局は実際に正規の官僚によって運営されており、その運営コストの高額性を理解していたための選択と考えられる。

もっとも、民間人に負担を背負わせ続けるこの決断に伴い、大蔵省は業務量の多い一部の郵便局の郵便取扱役の待遇改善を考慮して「取扱役一等二等の分、全国中百ヶ所と概算し、以下其繁間適度を酌量し、別紙表面の割合を以て漸次御増給相成候様致度」と、手当を増額することを決定している。しかし表1に示されるように、1874年時点で規定された郵便取扱役に対する手当は、やや時代が下る比較となるが1882年時点での駅逋局内の正規官僚である判任官最下級17等の給与でさえ月12円⁶であったことを考慮すると、全国で百件ほ

⁴ 『駅逋局類聚摘要録』188頁（『郵政百年史資料』第14巻、1968年）原文のカタカナをひらがなに、旧字を新字にし、濁点・句読点を適宜追加した。本稿中他の引用も同様。

⁵ 『駅逋局類聚摘要録』189－90頁（『郵政百年史資料』第14巻）

⁶ 「駅逋局官等月給増設の件」『公文録』（『郵政百年史資料』第1巻、1970年）434－5頁

どしか存在しない繁忙な最高クラスの郵便取扱役と見なされたところで月 10 円の手当と、正規の官吏によりやく及ぶかどうかといったレベルであり、決して高給ではなかった⁷。

表 1 「郵便取扱役等級手当表」

一等	上等	10 円
	中等	9 円
	下等	8 円
二等	上等	7 円 50 銭
	中等	7 円
	下等	6 円 50 銭
三等	上等	5 円
	中等	4 円 50 銭
	下等	4 円
四等	上等	3 円 50 銭
	下等	3 円
五等	上等	2 円 50 銭
	下等	2 円
六等	上等	1 円 50 銭
	下等	1 円
七等	上等	50 銭
	下等	30 銭

出典) 大蔵省議「郵便取扱役手当改正の事」1874 年 6 月 22 日、『駅通局類聚摘要録』191 頁 (『郵政百年史資料』第 14 巻、1968 年)

1874 年以前の手当額の詳細は不明であるが、更に時代の下る事例で 1905 年の滋賀県山上郵便局の局長手当は月 2 円 (田原、2009、35) であった。第二次世界大戦後に三等郵便局長経験者が「郵便取扱役に対する、給与の実体は請負制にあるので、その自由勤務及兼業兼職の自由と並んで手当の給額はホンの名目に留まった」⁸と評価したように、郵便制度創業期において郵便局長に与えられた個人収入としての給与はごく僅少に留まった。

もっともこうした給与とは別途、局長以外の雇人の人件費や文具料などの郵便局経営のための必要経費そのものは三等郵便局長に政府から定額の渡し切りという形で別途支給されてはいた。1877 年 3 月の駅通「調」ノ第八百七十号からは、郵便取扱役には当時年 4 回必要経費が政府から支払われていたことが判明する。これは、経費支給タイミングの間の三

⁷ 『駅通局類聚摘要録』190－91 頁 (『郵政百年史資料』第 14 巻、1968 年)

⁸ 全国特定局長会『特定局大鑑』1950 年、99 頁

カ月間の資金繰りは局長に任せた自営業的な経営を許すものであったことを意味する。

なお郵便局経営に必要な流動資金を賄うために、局長には郵便切手を販売した代金を郵便局経営のための資金として利用することが許されていた⁹。切手販売代金は郵便局の経営にとって必要不可欠な資金源であったことが推測される。

また同時に、切手販売の増加は局長個人の自営業者としての私的経営利益とも結びつくようになっていた。1881年の農商務省届「郵便切手売下所手数料改正」を見るとそれがわかる。

十四年六月廿日

郵便切手売下所手数料改正

農商務省届

郵便局並郵便切手売下所とも郵便切手葉書封皮等、前金を以買下候者は、右売下手数料として金額百分十を給し来り候処、切手売下所は単に切手類を売候迄にて、郵便局の如き種々の手数は無之候間、右切手売下所に限り百分七の手数料に改正仕候条、此段御届申候也 五月十九日農商

内務部議案

別紙農商務省届、郵便切手売下手数料は金額百分の十を給し来候処、以来右売下をなすのみの手数料は百分の七に改正の件、供高覧候也 六月十三日会計検査院へ通牒¹⁰

19世紀中、郵便局における切手売上総額の10%は局長個人自身の収入となっていたのである。手数料率そのものはその後何度か修正されるが、1900年の改正でも売上の5%が維持され、1931年4%に改正されるも、1948年に廃止されるまで切手販売が局長の個人収入となる制度設計は続いた。なお、切手だけでなく葉書や収入印紙の売上に関しても総額に応じた手数料収入が局長個人に支払われた¹¹。したがって個人事業主として見た時、三等郵便局長の局長としての所得の主な源泉は局長手当ではなく、こうした切手などの販売手数料にあったといえる。

一方で1874年9月には郵便為替規則が公布され、一部の郵便局では為替取扱業務が開始されていった。この業務の実施においては政府は郵便局長に対し、営業資金としての為替準備金の用意を要求した。これは国庫支出での準備や為替掛屋（1881年廃止）からの借入で賄うことも可能とされたが、基本的には局長の私費で準備されることが想定されていたようである。たとえば、三重県松阪郵便局においては、局長水谷久右衛門は1874年12月に自

⁹ 駅通「調」ノ第八百七十号『太政類典』（『郵政百年史資料』第1巻、1970年）158－9頁

¹⁰ 農商務省届「郵便切手売下所手数料改正」1881年6月20日『太政類典』254『駅通局（寮）達書』（『郵政百年史資料』第10巻、1970年）388頁

¹¹ 全国特定局長会『特定局大鑑』1950年、1頁、79－81頁

費 300 円を為替役の実施のために用意した。またそれだけではなく、業務トラブル時の担保に自宅の家屋敷を抵当として、その地券を駅逓寮に提出している。地域における郵便為替制度の導入には、準備金を局長個人の私費で用意するだけでなく、私有財産を抵当として自ら差し出す必要があったということになる。

つまり為替取扱役を行う郵便局長は郵便為替制度発足当時から、かなりの経済的な負担を強いられていた。「(郵便為替業務は) 明治期の資本主義経済に不可欠な送金システムの両輪(銀行為替・郵便為替)として機能した。その根幹部分では郵便取扱役の家産・資産を抵当とする自己犠牲的な行為があったことは特筆される」とする巻島の評価は重要であろう(巻島、2024、21－25)。一般民間人の経済的自己犠牲行為の上に、初期の郵便制度、郵便為替制度の確立が成り立っていた。

もっとも郵便為替取扱は全郵便局に課された業務ではなかったことには留意が必要である。1875 年から始まった郵便貯金制度に関しても、全郵便局の必須業務とはされなかった。もっともそのためか制度開始初期において貯金取扱局の増加は芳しくなく(表 1)、1878 年 1 月にはそういった停滞を踏まえてか郵便貯金取扱に関して局長のインセンティブに訴えかける制度改正が行われる。

「貯」第百八号

貯金預所

当局より官員出張候郵便局を除く外、都て貯金預所へ貯金預り方を取扱ふ一口毎に手数料金一銭宛支給候条、此旨相達候也

但し本文手数料は左の条々に照準し支給可致に付、此段も可相心得事

駅逓局長 内務少輔前島密

明治十一年三月

第一条 手数料は毎月一日より三十一日(小の月は三十日)迄に区切り預り金の口数を計算し下渡し可申に付、金子到着候得者左の雛形の通受取書相認め速に貯金課へ宛て可差出事

第二条 主任者本人の預け金には手数料給与せざる事

第三条 同日中同人の預け金は幾口に至るも一口と看做し一口の手数を給与すべき事

第四条 集配人脚夫等の如き身元保証として相預くる金高にては手数料給与せざる事

第五条 本局より官員出張候郵便局へは手数料給与せざる儀に付同局よりは口数計算書を差出すに及ばざるは勿論の事

第六条 徒らに手数料に眩して妄りに口数を増多する等の所為決して之あるべからざる事

この「貯」第百八号¹²により、1878年からは郵便貯金取扱量の増加次第で特定局長個人に手数料収入が入るようになった。郵便貯金の金額の多寡ではなく、郵便貯金が行われた回数一件ごとに1銭の収入が局長個人に入る仕組みである。もっとも金額の多寡を問題としない制度設計に悪用が生じたのか、1879年11月には1880年1月以降における郵便貯金に関する局長の手数料収入の改定が行われている。1880年以降は局長は貯金回数一件につき3厘の手数料を受け取るようになった。回数に対する報酬に減額がなされた代わりに、一局での貯金残高総額に対し0.2%の手数料が付与された。この手数料は三ヶ月ごとに取りまとめられ給付されることとされた¹³。

この郵便貯金の増加に対する局長報酬がいつまで制度として維持されたのか現状では史料上把握できていないが、少なくともこうした制度設計を通じて政府は地方の郵便局においても郵便貯金制度が実施されることを期待したと考えられる。また、こうした手数料収入の設計上、各地の郵便局長は職務上の責任感や道徳観からだけでなく、個人の経済的インセンティブの上からも周辺住民に対して貯蓄奨励の活動を行う志向性を持ちうるようになったであろう。切手・収入印紙の販売だけでなく貯蓄の勧奨も、郵便局長にとっては個人利益に直結するようになったのである。

もっとも、1882年時点では、郵便局長が郵便局のための設備投資を自費で行ってもその費用は支給されないこと、その投資をもって高額寄付者としての政府からの褒賞の対象になることもないことが制度的に確定するなど、政府が郵便局長に対し私費を投じた自己犠牲的な経済活動を要求する姿勢全般に変化はなかった¹⁴。なお、準官吏という扱いを受けていても郵便取扱役は基本的に徴兵免除にもならないなど、経済的側面以外の優遇措置も限られていた。

郵便事務のための労働や局舎を無償で提供しなければならなかったことから理解されるように、三等郵便局長を勤めたのは往々にして、資金や土地に余裕のある地元の名士たちだった。1882年に右大臣岩倉具視は「農商の財産名望ありて郷党隣里に頼るる者は、大抵戸長若くは衛生委員ならざれば郵便取扱役なり」（多田好問 1906）と述べている。こうした地元の名士たちは往々にして江戸時代の庄屋や商家の系譜を引いており、それまでの家業の経営による資本蓄積があったと考えられる。だからこそ郵便局長の職責が必要とする資金や土地・設備を提供することができたのである。また、こうした地方名望家層は資金力と土地だけではなく、前近代における教育を受けていた層でもあり、読み書き算盤の能力も備えていたことが推測される。こうした人的資本の蓄積の前提があつてこそ、日本政府は地方の小規模郵便局経営に関わる経済的負担を担い得る人材を得られたと言えるだろう。

一方で郵便為替業務取扱を筆頭に、制度開始初期の郵便局経営のためには地方名望家個

¹² 『駅通局（寮）達書』（『郵政百年史資料』第10巻、1970年）184-5頁

¹³ 「梓貯」第二十八号 1879年11月『駅通局（寮）達書』（『郵政百年史資料』第10巻、1970年）233-4頁

¹⁴ 「郵便取扱役、郵便函等自費製造の事」1882年6月20日大蔵省議『駅通局類聚摘要録』196頁（『郵政百年史資料』第14巻、1968年）

人の自己資金の持ち出しがかなり要求されていたことが指摘できる。こうした自己犠牲的な負担を単なる名誉だけで担えとは、経済合理性の上からは考えづらい。しかし本項が改めて確認したように、切手販売や郵便貯金の利用が増加すれば地方名望家個人の自家経営の直接収入になるという制度設計を踏まえれば、これまで単なる名誉職であり、名誉であるからこそ地方社会における様々な慈善活動を行ってきたとされる三等郵便局長の社会活動の多くが、自己の経済利益の面からも説明がつくものになると考えられる。貯金を含めた郵便局事業の繁盛は、個人事業主としての局長の収入に直結していたのである。

2-2 1885年の制度改正のインパクト

——全郵便局における貯金取扱の基本的義務化からの新展開

もっともこうした地方小規模郵便局の経営の展開は、政府自らの郵便局関係の制度再編により 1885 年頃に改めて動揺を迎えた。1885 年前後とは中央政府内での太政官制から内閣制度への転換の時期であり、各省庁の権限の再整備を行う中で改めて逓信局内の制度に関しても制度整備が行われたと考えられる。

たとえば省庁間での権限の範囲の確定のために、1885 年 1 月 13 日には郵便貯金の資金運用権が逓信局から大蔵省に移管された。逓信局側はこの動きに対して反対したが、この制度改革は断行された。これは、逓信局に限らず政府内の全省庁が扱う各種の自主財源のすべてを廃し、政府内の資金管理に関してはすべて大蔵省が一元管理するという権限の集中を行う制度改革の一環であった¹⁵。なおこの処置がこの後、第二次世界大戦後の財政投融资制度にも繋がる、郵便貯金を原資とした大蔵省預金部資金制度の源流となっていく(田中 2018)が、当時この改革が決行された理由はあくまで全省庁間での大蔵省の権限範囲の確定のためであり、郵便貯金による資金調達に既に巨額に成長しており資金源として大蔵省がそれを意識していたという理由ではないという点には留意が必要である。

郵便局関係の制度再編としてはまた、それまで一等～五等だった郵便局が一等～三等に再編された事で、いわゆる「三等郵便局長」の名称がここで誕生した¹⁶。三等局とはすなわちここまで本稿が述べてきたような、民間人に本業との兼業を許すことで準官吏として郵便局業務を行わせる、局長の自宅やそれに準じる設備を政府資金無しで利用する小規模郵便局を指す。一方で一等局および二等局のほとんどは逓信局に所属する国家公務員によって運営される規模の大きな国家直営の拠点局であり、役所と同様のものと理解できる。したがって同じ郵便局長と言っても一・二等と三等の局長の間には地位や収入構造に大きな差異があった。

なお地方の小規模郵便局に関する制度のこの時期の一連の再整備の中で、郵便局制度の

¹⁵ 太政官達「貯金取扱事務ヲ以テ大蔵農商務両省ノ共管ト為シ農商務省及逓信官ノ職制ヲ更正ス」太政官『公文類聚』第九編・明治十八年・第一巻、1885 年 1 月 13 日

¹⁶ 『特定局大鑑』(1950)では「創業より明治十八年迄が取扱役及局長時代、同十九年以降昭和十二年迄が三等局長時代、以降現在迄を特定局長時代と称し得る」

実体をもっとも動揺させたものは、これまでの先行研究の中ではほとんど取り上げられてこなかったが、1885年6月25日逓通局達甲第百十七号とそれに続く一連の命令であったと考えられる。「自今郵便局は都て貯金事務を取扱ふものとす」としたこの逓通局達は、つまり国内の全郵便局に対してそれまで任意であった郵便貯金の取扱業務を義務化しようとするものであった。

逓通局達 十八年六月二十五日 甲第百十七号郵便局

自今郵便局は都て貯金事務を取扱ふものとす、施行日限は迫て相達すべし

但土地の状況に依り止むを得ざるものに限り貯金事務を取扱はしめざることあるべし

右相達候事¹⁷

この指令が出されたことにより、郵便貯金取扱局は一時的に、当時全国的に設立されつつあった国立銀行・私立銀行の増加と比べても著しい増加を見せる。しかし、おそらく郵便貯金の全国民的な普及のための施策であつたであろうこの全郵便局への貯金業務の義務化は、政策としては失敗に終わった。実際には貯金取扱業務を停止する局や、それどころか閉鎖、廃業する局が続出したからである（図1）。これは、1885年6月25日の同日に前掲の達に次いで出された逓通局達甲第百十八号が、郵便貯金業務を行う郵便局の局長に対して身元保証金の提出と身元引受人の指定を要求したことが原因であったと考えられる。

逓通局達 十八年六月二十五日 甲第百十八号郵便局 為替を取り扱ふ郵便局を除く
今般甲第百十七号を以て貯金事務取扱の儀、相達候に付ては、身元保証品差出方等左の通り相心得べし

第一条 貯金事務を取扱ふ者は身元引受人を立て且つ左の金額の一に相当する身元保証品を差出すべし

一、金百五十円

一、金百円

一、金五十円

第二条 前条保証金額は土地の状況取扱金額の多寡に依り特に指定するものとす

第三条 身元保証品は左の三種とす

一、地所

一、公債証書

一、通貨

第四条 他人の所有に係る物件は其所有者の承諾書を得て保証に充つることを得

第五条 身元引受人は実価金三百円以上の土地家屋を所有する者たるべし

¹⁷内閣記録局『法規分類大全』第63運輸門第7郵便、1891年、854頁

但一人に本文の額に満たざるときは二名又は三名の引受人を立つることを得
右相達候事 十八年十月八日甲第二百三十九号を以て郵便局に於て共管する貯金預所
を除く貯金預所へ達す¹⁸

つまり 1885 年時点で政府は、これまで為替取扱局にのみ要求していた抵当の提出や身元引受人の指定を、急遽全郵便局に対して求めてきたのである。これにより、三等郵便局が郵便貯金取扱事務を行うためには、局長には以下の条件が求められた。

- ・ 50～150 円相当の保証品（現金・土地または公債）の政府への提出
- ・ 300 円以上の土地家屋を有する身元引受人の指定

当時の地方経済においてこの要求条件がどれほどの意味を持ったのか、比較として帝国議会選挙の選挙権の条件を参照する。1890 年の第一回帝国議会選挙の選挙権は直接国税 15 円以上の納入者に限られ、これを満たしたものは全人口の 1%に過ぎなかった。当時の直接国税といえばその大半は地租であり、1890 年当時の地租は 2.5%であるから、人口の 1%である有権者の土地資産は 600 円以上となる。また 1900 年には有権者の条件は直接国税 10 円以上という条件になり、また 1899 年に地租は 3.3%に増徴されたため有権者となる資産条件は多少緩和され約 303 円以上の土地所有者であれば選挙権を得られることになったが、この条件でも有権者は全人口の 2%に留まった¹⁹。

とすれば、貯金取扱事務を行う郵便局長が身元引受人に指定しなければならない 300 円分の土地家屋を有する者は、全人口の 2%の中から指定されなければならないことになる。政府はこの身元引受人の条件を一人ではなく複数人で満たしても構わないという指示は出していたものの、果たしてこれだけの巨額の資金・資産を有する資産家が全国どこの地域でも簡単に見つかるものであったかといえば、疑わしい。また、郵便局長自身が政府に担保として提出することを求められた資産も、かなり高額であったことがうかがえる。

なお 1885 年 7 月 9 日には政府は追って郵便取扱役服務規則を定めた²⁰。これによれば三等郵便局長はなおも原則的な兼業の自由を有したが（第六条 郵便取扱役は農商工の業を営むことを得、然れども娼妓貸座敷の業を営み又は金米期月売買の如き危険の商業を営むことを得ず）、同時に自己の私的財産を政府に無償貸与しその設備内で郵便局業務を行うことが依然として義務づけられていた（第九条 郵便取扱役は郵便局又は郵便受取所に使用する家屋を供給するの義務あるものとす。第十条 郵便取扱役は自己の奉職する郵便局郵便受取所又は其近傍の地に於て住居すべし）。

また、ここで改めて全ての郵便局長に対して、200 円以上の準備金としての資産を持つこと（第十一条 郵便取扱役は常に実価二百円〔郵便為替を取扱ふ郵便取扱役は五百円、郵便

¹⁸ 内閣記録局『法規分類大全』第 63 運輸門第 7 郵便、1891 年、861 頁

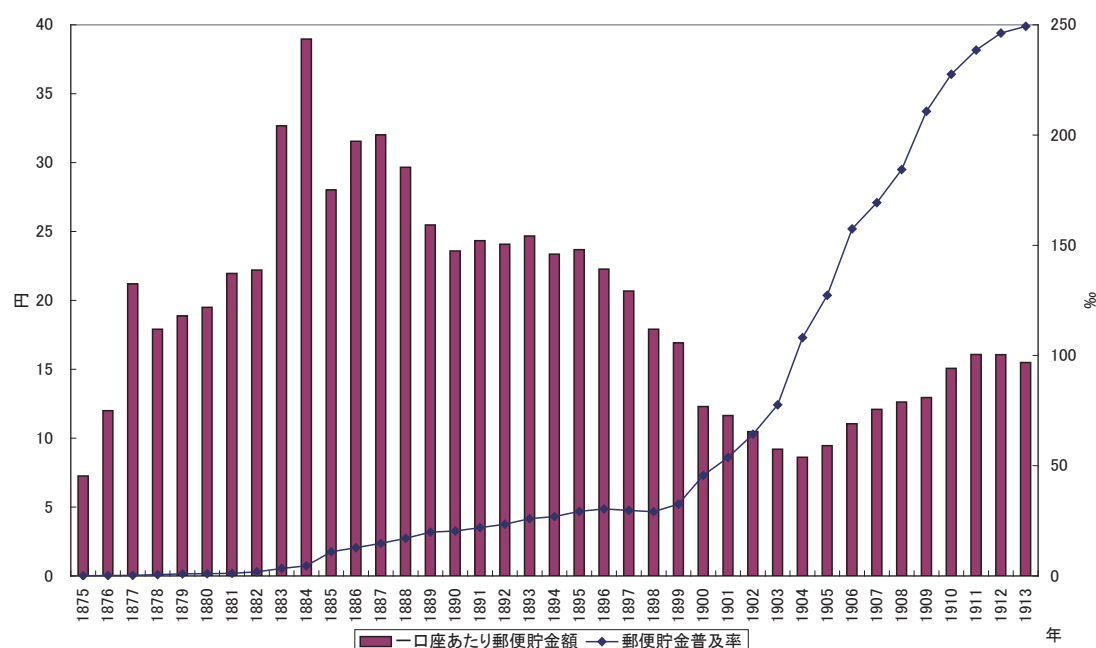
¹⁹ 明治 32 年法律第 43 号「特別年限地租増徴ニ関スル法律」、百瀬孝『事典 昭和戦前気の日本—制度と実態』吉川弘文館、1990 年。

²⁰ 逓達局達甲第百五十一号「郵便取扱役服務規則ヲ定ム」内閣記録局『法規分類大全』第 63 運輸門第 7 郵便、1891 年、5-7 頁。

受取所の郵便取扱役にして貯金の事務を取扱はざるとき百円以下、之に替へ] 以上の土地又は家屋を所有せざるべからず)と 300 円以上の資産を持つ保証人を立てること(第十四条)が義務化された。準備金の最低額は 100 円だが、郵便貯金業務や郵便為替業務を行うためには更に追加で準備金の設定が増額されていることから、貯金・為替業務の実施を決断することは局長に対して大きな追加的金銭負担を要求したことになる。

先行研究で既に指摘されたように、1885 年～1890 年代には三等郵便局長の中から、郵便局を廃業し民間銀行経営や株式投資に乗り出す人材が続出した。なお寸前の松方デフレ期にはむしろ、「往々富民の利用する処となり、甚しきは一時金融の都合に依り巨額の商業資本」が郵便貯金に流入することもあった(杉浦 1986)。1885 年を契機として、郵便局はその人的資本も大口預金もどちらも民間に流出させていったことは、郵便貯金の一口座あたりの額が 1885 年以降一挙に縮小していることから裏打ちされる(図 2)。こうした流出現象は、当該期が企業勃興の時期であり民間に大きなビジネスチャンスがあったという前提はあるものの、これまで「名誉職であるがために選好されていた」と経済的合理性以外の面から理解されてきた三等郵便局長の行動を経済的に説明するものであるように思われる。

図 2 郵便貯金の一口座あたり貯金額と普及率



郵便貯金普及率 (%) = 人口千人あたり郵便貯金口座数

資料) 郵政省『郵政百年史資料 30 巻』貯第 5 表、大川一司他『長期経済統計 1』第 1 表

つまり、就任していることそのものが名誉であったはずの三等郵便局長がこの時期に続々と職を辞していった背景には、政府から現場への無茶な金銭的要求について地方名望

家が愛想を尽かしたという側面があったと考えられる。そもそも、郵便貯金業務を行うために政府に抵当として差し出すことを要求された 50～150 円の自己資本や、準備金としての 200 円以上の土地家屋があれば、その地方名望家には郵便局業務以外にも実行可能な民間投資が他にも十分あったのではないかと推測される。なお、郵便貯金業務を行うために差し出す抵当に対して政府が何らかの利子や給与を給付するという制度設計は無かった。

一連の新たな制度整備により現場から離反が起こったことは、貯金取扱局の減少や郵便局総数減少といった数値に如実に現れているため、政府側も早々に認識はできたものと考えられる。たとえば 1885 年 9 月に提示された新制度は、政府が三等郵便局の貯金業務からの離脱抑制を図った懐柔策であったと推測される。「逓通局貯金取扱人の立替金に日歩利子を付するの件」²¹として、貯金業務を行う中で三等郵便局長が私費を資金補填のために投入した場合、利子収入が入るようにしたのである。

この新規制度設計により、自己資本を投じた場合にも日歩 3 厘、すなわち単純計算で年利約 11%弱が局長の収入として入るようになった。これにより、郵便局を営む地方名望家側にしてみれば、私費を他業種へ投資するか、政府に無利子の担保を差し出してでも郵便貯金業務を続けるかの選択が、投じる自己資金に対する金利収入の比較ベースで行えるようになったと言える。

また、1886 年には三等郵便局長に対する年額手当の再設定も閣議決定レベルで行われた²²。「三等郵便局長は判任官官等俸給令に依らず一箇年四百円以下の手当を適宜支給す」として、年額最大 400 円の給与が三等郵便局長に支給されるようになった。もっとも、表 2・3 を見れば推測できるように、この高収入は高ランクの繁忙な郵便局の局長を引き止めるための釣り餌的な高収入提示であった可能性が高い。この年額手当の設定は 1890 年にも追って改正されたが、相変わらず最低等級の郵便局長の年額手当は月額 1 円にも満たない低額であり、この収入だけで地方名望家としての資産形成を維持できる所得になるものではないことがうかがえるのである。

表 2 1886 年 6 月改正時点での三等郵便局長の年額手当

七等以上	上級	400 円以下 72 円以上
	下級	60 円
八等	上級	48 円
	下級	36 円
九等	上級	24 円
	下級	18 円

²¹ 「逓通局貯金取扱人の立替金に日歩利子を付するの件」1885 年 9 月『公文録』（『郵政百年史資料』第 1 巻、1970 年）560－1 頁

²² 内閣総理大臣伊藤博文「三等郵便局長は判任官官等俸給令に依らず一箇年四百円以下の手当を適宜支給す」明治 19 年 6 月 18 日閣令第十五号『法令全書』上巻、1886 年、35 頁

十等	上級	12 円
	下級	9 円 60 銭

出典) 全国特定局長会『特定局大鑑』1950 年、100 頁

表 3 1890 年 3 月改正時点での三等郵便局長の年額手当

二等以上		400 円以下 85 円以上
三等	上級	72 円
	下級	60 円
四等	上級	48 円
	下級	36 円
五等	上級	24 円
	下級	18 円
六等	上級	12 円
	下級	9 円 60 銭

出典) 全国特定局長会『特定局大鑑』1950 年、100 頁

貯金取扱局、それどころか三等郵便局そのものの減少と停滞は、1890 年頃まで続いた(図 1)。これまでこの一時的な郵便制度の退潮の動向と原因について具体的な指摘と原因分析がなされたことはほとんどなかったが、本稿はこれを、1885 年の郵便貯金業務義務化、それに伴う局長の資金負担の増加によって引き起こされたショック現象であったと評価する。郵便局業務を行うことに伴う資金的負担が、政府側が現場の状況を考慮せず設定した制度改変によりそれまで以上に増大したため、郵便局長業による収入と他産業での起業・投資による収入を天秤にかける地方名望家が多数出現し、そのために起きた三等郵便局大量廃業の流れであったと考えられるのである。

もっとも、銀行業を含めた企業勃興が本格化する 1890 年代には逆に貯金取扱局の減少に歯止めがかかった(図 1)。これは、企業勃興のような民間での投資機会が、全国に一律に存在したものではなかったことを反映していると考えられる。

そもそも、高額の局長手当を支給される等級の高い郵便局長は、業務の多忙な郵便局を経営している局長である。郵便局の業務が多忙ということは、郵便業本体すなわち運輸業、そして為替・貯金といった金融業、どちらにおいても繁忙ということであり、それはすなわち当該郵便局の設置された地域で民間経済活動が活発であるということに他ならない。つまりそれは局長にとっても、郵便局を廃して銀行業など他業種へ起業または投資を行い、自営業者としての利益を追求するチャンスが多いということになる。そうした機会を多く持つ富裕な三等郵便局長は、郵便局業務による負担が強まった際には早々に他業種に転身していったと考えられる。

一方で、政府からの手当にほとんど収入源としての意味がない等級の低い郵便局の局長

は、逆に言えば郵便局業務自体は少なく、農業・商業など自家の他の本業を中心に自家経営を成り立たせていたと考えられる。また、郵便業務本体が少ない地域ということは、物流や送金の需要が少なく、地域全体としての経済活動がまだまだ活発でない地域であったと言える。それはつまり、銀行を新たに設立するといった民間での金融業の振興そのものにリスクがある地域であるということになる。そこに設定された、郵便貯金業務を行うことによる立替金に対して付与される政府からの金利収入は、銀行業に直接関わるハードルが高い地域においては、株式投資や銀行預金に代わる金融収入として自家経営の資産運用ポートフォリオの選択肢に入りうるものであったと推測される。

こうした推測を裏付けるものとして、1920年代の通信局長会議での参加者の発言がある。「従来三等局長と言え、収入と言うよりは、其地位に満足して居たのであるが、近來はそうした考え方が少なくなって來た。管内の状況を見ても交通の不便なもの、世の文化に遠ざかって居るもの程、寧ろ成績が良い、私共偶々行ってみましても感心に仕事をやって居る所がある。それは殆んど皆交通不便な田舎であります、漸次交通便利な処に参りますに従って成績が悪くなって居る……報酬が非常に薄い為めに罷める者が多い」

この発言そのものは三等郵便局長＝名誉であるといった面を強調しているが、これは地域によっては三等郵便局長業務以上の収入を期待できない場合があったことを示している。三等郵便局長業務以外でより安定的な高収入が見込める地域であれば、地方名望家は郵便局を廃止してでも他業種に転身していったと考えられるのである。

1950年時点での特定局長会の評価では三等郵便局長業務は「居ながら仕事できて、所得は少くとも世間体はよし、勤続すれば位階勲等も授けられて、家に箔がつき、子供の縁談にも歩が良くなる、普通なら倅に継がせも出来る、又人によっては政治関係や世間のイザコザから逃避も出来るというわけで、先ず中流どころでは誂え向きの仕事といった商品価値」²³と評価されているが、こうした評価も、他にビジネスチャンスの多かった地域で他業種に人材が流れたことを否定するものではない。三等郵便局の担い手には、資産に対して費用対効果としては相対的低収入であっても、他地域に進出することを考えない、地元での安定を指向する地方名望家層が残ったがために、1890年代の起業勃興期から三等郵便局数の減少に歯止めがかかったものと推測される。

3 1890年代以降における貯蓄奨励運動の活発化と地域コミュニティ活動の関係性

3-1 政府と財界の認識と対応

もともと、1885年以降の三等郵便局の減少の流れを受けつつも、なぜ1890年代にそれに歯止めがかかり貯金取扱局が漸増の流れに入ったのか、前項で確認した制度面の整備からだけではまだ説明が足りないように思われる。ここで本稿が注目するのが、1890年代以降に政府の音頭によって活発化した貯蓄奨励運動である。

1890年、日本では初めてとなる資本主義的な恐慌が発生した。また日清戦争後の1897年

²³ 『特定局大鑑』（1950）120－121頁

にも再び恐慌が生じ、これらの経験を経て政府も財界もそれぞれが流動資金の確保の重要性を強く意識していくようになる。1890年の郵便貯金条例制定の時点では政府はまだ「返還期の定まらざる多額の金を国庫に預るは理財上得策にあらざる」と認識しており、後の財政投融资のように第二の財政資金として郵便貯金を意識することはなかったが²⁴、1898年に大蔵大臣井上馨が地方官に発した「貯蓄奨励に関する諭達」では、「不必要なる消費を省き且他日に備へしむることは、国家経済上に於ては勿論、彼ら自身に於ても大に利益あること」²⁵と理解し、政府が庶民レベルでの貯蓄に対して貧困対策としてだけでなく一国経済上の意義を見出すようになったことがうかがえる。

1900年の大蔵大臣松方正義は地方官会議上で「貯蓄奨励論」演説を行い、「貯蓄は国民の不生産上の消費を止めて生産上の資本を作る途」²⁶であると主張し、この時期までには政府は個人貯蓄を産業の資金源として明確に認識するに至ったことがわかる。すなわち預貯金を資本として投資する、金融機関の信用創造機能が政府によって重視されるようになり、そしてこの演説やそれに類似した論説が『銀行通信録』『東京経済雑誌』『東洋経済新報』などの財界向け雑誌に掲載されていくことで、民間人にもマクロ経済的な視点から個人貯蓄を資金源と認識する知識が広まって行ったと考えられる。

蔵相松方正義の演説は「貯蓄奨励のこと井上伯が唱導してより目下の問題となり（1898年の井上馨の諭達を指す）、松方大蔵大臣は地方官会議其他に於て之を演説し、山本日本銀行総裁の如きも亦本号別項に記するが如く諸所に於て之を演説するに至り、其筋に於ても目下、郵便貯金奨励法に就き講演中なり」（『銀行通信録』第175号、1900年6月）と、日銀総裁をも動かした。もっとも1900年時点では、銀行関係者はいまだ国民一般に対する郵便貯金の利用の普及を重視しており、小口の個人貯蓄が金融機関に集積されることが銀行経営にとっても有益なものとなりうるという実感はなおも得ていないことがうかがえる。

一方でこうした政策の動きは道義的、通俗道徳的な良識に訴える部分も大きく持っていたために、教育界がいち早く呼応した。たとえば1900年の蔵相松方による地方官会議上の貯蓄奨励の演説に対して、当時の主要な教育関係雑誌である『教育時論』にはすぐさま「勤儉貯金の美德にして放逸奢侈の悪風たること、三尺の童子もまた之れを知る…その悪風が滔々我が上下の社会に浸潤せることも明らか…遅しといへども、社会が漸次覚醒の運に向かへるは賀すべし」と好意的な反応が掲載された。（「勤儉貯蓄を奨励するの議」『教育時論』第541号、1900年）

政府は日清戦争後にその賠償金の一部を預金部資金に繰り入れ、なおかつそれを一般会計の補助資金として使用する経験を経てしまったこともあり、国内経済全体での貯蓄に関する注目以上に、財政資金の補助資金となりえる郵便貯金自体の増減に対する注目を20世

²⁴ 「郵便貯金条例を定む」（1890）『郵政百年史資料1巻』47～48頁

²⁵ 大蔵大臣井上馨「貯蓄奨励に関する諭達」、『東京経済雑誌』第931号(1898年)掲載。

²⁶ 大蔵大臣松方正義「貯蓄奨励論」1900年4月地方官会議速記録、『銀行通信録』第175号(1900年6月)掲載、926頁。

紀転換点前後に更に高めていた。しかも郵便貯金は、日清戦争中と戦後恐慌の際には、一時的とはいえ減少を記録していた。

そのため政府は日清戦争後恐慌の後、「(1897年に郵便貯金は)減少ヲ来シ、実ニ郵便貯金ノ歴史ニ一大汚点ヲ付スルニ至レリ、此時ニ当リ経済界ノ救済策盛ンニ朝野ノ間ニ講セラレ、第一着ニ勤儉貯蓄ノ美風涵養ノ緊急ナルヲ認メ、逋信省ハ内務省其他ト相協力シテ諸種ノ手段方法ヲ講究シテ貯金ノ勸奨誘導ニ尽瘁シ、大ニ貯蓄心ノ激励ニ努メタリ」(逋信省1910)と、省庁の壁を超えて中央政府全体としての、郵便貯金に特化した貯蓄奨励策を打つことを考え始めるに至る。

こうした政府による郵便貯金への誘導には民間からの賛同も多く、反対の声はほとんど見られなかった。これは前述のように当時の財界側が、道徳的な意味での国民の貯蓄奨励政策には賛同を示しても、銀行による個人の零細貯蓄の収集自体は営業コストに対して利益が見合わない判断していたという事情があった。(「貯蓄奨励に関する有楽会調査委員の意見」『銀行通信録』第180号1900年)銀行条例改正による資金運用条件の緩和や企業勃興の結果として、1890年代後半には全国的に貯蓄銀行を含む多くの地方銀行が設立されていたにもかかわらず(浅井1979)(図1)、郵便貯金を民業圧迫であると見なす意見は20世紀転換点当時の日本の経済界には存在しなかった。

民間からはむしろ積極的な個人少額貯蓄の収集は政府に、つまり郵便貯金に任せるという態度が見られた。そのため逋信省は1900年前後に、郵便貯金の利便性の改善や当時の人々にとってより魅力的な金融商品になるように、様々な制度調整を行った。たとえば金利は1898年に銀行家たちから「安きに過ぐる」と批判的評価を受けたことから、市中金利と比してあまりにも不利にはならないようにしばしば改正された。また、全国に『郵便貯金案内』と言ったような宣伝パンフレットを配布し、「今は国民全般の勤勉貯蓄の時代」と説いた。1898年には即時払いが可能になり、1899年には郵便局員出張取扱制度を設け、郵便局以外での貯金取扱所や臨時の出張取扱を行うことができるようにした。

1900年の貯金取扱所数が郵便局総数よりも多いのは、こうした制度整備によるものと考えられる(図1)。「官衙、兵営、工場其他多人数同時に貯金を為す場所に」「日を定め郵便局員が出張して取扱」うこの出張取扱制度導入の結果、1905年には郵便貯金は約6000箇所の郵便局に加え、出張取扱所を2966箇所、取集場所にいたっては10151箇所と、当時の他の金融機関が到底揃えることのできない豊富な利用機会を提供した。「郵便局の設けなき村落には、予て定めたる役場、学校、神社、仏閣にて、郵便集配人が貯金の取集を為す方法が設けられ」、「態々忙しい中を郵便局まで出かける世話」は不要になった。(逋信省『郵便貯金案内』1905年)郵便貯金は着実に、他の金融機関に先駆けて全国民的な普及を果たすためのインフラ整備を整えたのである。

しかし日本における郵便貯金の普及、ひいては後々まで続く国民的な貯蓄指向意識の形成には、やはり何よりも小学校教育が影響したと考えられる。若年層の行動変容はその後の社会にも大きな影響を与える。そして折しも日本の初等教育就学率は、1900年小学校令改

正に伴う小学校教育の基本的無料化に伴い、1898年の6割台から1900年に8割を超え、1907年には97%と急速に上昇していた（中川1985）。20世紀初頭のこの時期、小学校教育の持つ若年層への影響力、ひいては地域社会への影響力は、大きく強まっていった。

ここに登場したのが郵便貯金内における切手貯金制度であった。そしてこの制度こそが、三等郵便局長の多くを地域における貯蓄奨励運動の最前線に駆り立てたものになったと考えられる。

3-2 切手貯金制度と地域コミュニティにおける貯蓄奨励活動

駅通局内では子供たちにいかに貯蓄の習慣を教えこむかが、制度創設初期から考究しつけられていた。既に1885年以前から学校貯金法や切手貯金といった海外の様々な学童向けの最新制度が研究されており²⁷、切手貯金はその中でももっとも注目されていた制度である。

切手貯金はイギリスの郵便貯金で1880年導入されたものであり、郵便切手を現金の代わりに用い、台紙に切手を貼り付けそれを郵便局の窓口に提出することで少額の、それも現金を使わずに貯金できるようにするという制度である。お雇い外国人として各省庁の顧問を歴任した経済学者マイエットも1890年にこの制度は学童向けに適した貯蓄奨励方法であると評価し（マイエット1890）、1898年には国内の経済系雑誌でも「近日世間に称道せらるる切手貯金法の便利にして害なきを信ず」と評価され、「此法を利用し小学校生徒に貯蓄を奨め」るべきであると導入を政府に勧める論調が現れていた。（都倉義一1898）

1898年時点で「逓信省にては切手貯金に依りて国民の貯蓄心を奨励せんとして其実施方法に就て調査をなしつつあり、遠からず実行を見るに至るべしと云ふ」（『東京経済雑誌』1898）と噂されていた通りに、実際1900年3月に至って、切手貯金制度は郵便貯金制度内において実施されるに至った。

切手貯金はどのように子供たちの生活の中に、小学校での教育の中に実際に取り入れられたのだろうか。1900年の松方正義の貯蓄奨励論の演説を好意的に取り上げていた教育雑誌『教育時論』のメイン記事の一つは、「小学校に於ける訓練的生活の系統」というものだった。小学校教育を訓練と考えるこの記事の中では、「公共心、時間、虚言、奢侈、剛毅心、狼狽等の欠点は必ず矯正すべし」という目標が挙げられ、「一、儉約心を養成し学用品の消費は自記せしむべし」と、子供たちに対して浪費を戒める教育が必要であると説いた。（田井1900）

全国各地の小学生と実地に接する教師や校長は、こうした雑誌の論調に感化された上で小学校教育を実践したものと考えられる。そのため、切手貯金のような学童向け貯金制度は、全国各地の小学校で教師側からの全面協力を得て学校内の教育活動の一環として実践された。たとえば愛知県渥美郡福岡村では次のような小学校での生徒による貯金行動が奨励さ

²⁷ 「貯金事務大蔵省直接取扱ノ分モ農商務省ニ於テ協議処分セント請フ聴サス」『公文類聚』第9編・第21巻、1885年

れた。

▲勤儉貯蓄と慈善喜捨箱…農業養蚕を主とし、果樹蔬菜栽培に、最有望なる土地にも拘はらず、其改良進歩を計らずして、却て実業を卑しみ、金銭を濫費するが如きは、青年又小学生徒に、其弊を及ぼすこと尠からざる…之が矯正策として先づ第一に、小学校生徒に、勤儉貯蓄を奨励せり。即ち学校に於ける生徒の貯金は凡て切手を以てし、学校は予め切手を購入して、必要の都度、之を生徒に譲渡せり。而して切手を購入する金銭の出所に付ても、(一) 父母より特に給与せられたる者、(二) 賞として受けたる者、(三) 自己の労働より得たる者、(四) 学用品の節約に依りて得たるものの四種とし、其他は弊害の生ぜんことを恐れて之を制限せり。(大橋重省 1906) (下線部は原文傍点部)

小学校側であらかじめ切手貯金に利用可能な切手を購入しておき、児童が直接に現金を取り扱う機会はある限り減らした上で、節約や労働に努めた生徒への褒賞という形で切手を与えることで、切手貯金による貯蓄を行わせる。こうした方式が当時の様々な教育関係や地方自治関係の雑誌に掲載されモデルケースとなり、全国でこうした貯蓄教育が行われたと考えられる。

切手を貼り付けるための貯金台紙が制度施行初期には無料であったこともあり、制度開設当初は「学校生徒の如きは好奇心に駆られ多数の切手台紙を請求するも、實際之を使用して預入を為す者は台紙交付数の五割に達せず」と、台紙の濫費が問題になった(逓信省 1910)。裏を返せば、制度開始直後から全体の台紙交付枚数の 5 割近くは利用され、郵便貯金口座に資金が預け入れられたことを示している。なお、この用紙濫用問題の解決のために施行から約半年後の 1900 年 10 月には、切手貯金台紙は切手を一枚あらかじめ台紙に印字した状態、つまり一枚分の切手料金のかかる商品として、切手同様に郵便局で販売される仕様に変更された。(郵政省、1972)

こうした学校の貯蓄教育の活動は更にしばしば自治体や地元農業団体との連携をも伴い、貯蓄の形成だけでなく地域産業にも貢献できるような企画がなされた。滋賀県甲賀郡では「教員が尋常三年生以上の児童を引率し」「小学児童をして螟虫採卵」を行った。これに対して「百卵に付二銭五厘の割合で農会から賞与」が与えられ、「この賞金を受け足る児童は郵便貯金として貯蓄するやうに」という企画になっていた。(内務省 1909)

こうした小学校での貯蓄奨励教育はしばしば、「如此励行せる結果は、延ひて家庭に及」んだ。先に挙げた事例の愛知県渥美郡福岡村では、1903 年以来小学校内で生徒に勤儉貯蓄を奨励した結果として、1905 年時点で村内の貯金者 200 人、貯金は 600 円を超えたことが報告され、それは生徒だけの貯蓄ではなく、「現在生徒の父兄母姉の、養蚕養鶏等の如き副業に依る収益、若くは月々の余裕を、貯蓄」した結果であることが誇らしげに雑誌で取り上げられた。その内訳は「学校取扱の分」だけで 50 人以上ありはしたが、「尚此外直接郵便貯金を為すに至りし者百余戸、殆ど全村の過半に達」するに至ったのである。小学校での教育

は、生徒本人だけでなくその家族の行動にまで影響を及ぼしていった。(大橋 1906)

結果的に、切手貯金の導入をはじめとした郵便貯金の制度整備は、全国民的な郵便貯金の利用と総額の成長を招くと同時に、日本人全体の貯蓄性向そのものを変化させた。1900 年には日本の多くの官僚やジャーナリストが自国民の「賭博的国民」性質を嘆いていたが(天野 1900)、1910 年頃の通信官僚の報告を見ると、状況が一変したことがわかる。

本制度(切手貯金)創始と共に、少年教育上の重要な問題自ら解決せられ…勤儉節約の気風は壮年に於て之を馴致するの難き…克己抑制の鍛練は須らく少年時代の訓練に俟たざるべからず、殊に我邦の如き貨殖を賤しむの弊を存する処に於ては一層其緊切…学生貯金は切手貯金制度開始以来駸々として増進…本邦社会人心に及ぼす感化実に鮮少なからざる…今後十数年ならずして本邦人の思想上に一大革新を加ふるに至るべし(通信省郵便貯金局 1910)

習慣的な少額貯蓄のような日々の行動習慣は、しばしば子供時代の教育によって一生継続するものが形成されることがある。また、教育を受け読み書き算盤の他にも知識を得てきた子供から、それまで教育を受けていなかった家族がその知識の恩恵や影響を受けることの重要性は、現在の途上国における SDGs の観点からも指摘される。郵便貯金は 1900 年の切手貯金導入以降、全国的に学生と農業従事者を中心に著しく利用者を増やしたことで、こうした教育の波及効果を実地で証明する事例となった。

実際、統計的に日本経済全体での家計貯蓄性向は、1900 年を画期として変化していると評価できる(田中 2018)。20 世紀突入後、日本の家計貯蓄率は上昇し、ほぼ恒常的に 10% 程度以上の水準を維持するようになった。また、郵便貯金からは創業初期に見られた資産家による大口利用の性質が失せ、一口座あたりの小口化、人口あたり普及率の急激な上昇を示し、まさに大衆化の道を進んでいく(杉浦 1986)。郵便貯金は 20 世紀に入ってからついに、設立当初の目標通り、一般庶民のための大衆的零細貯蓄機関としての性質を確立し、その路線で成長していくのである。

もっとも、これほどに切手貯金をきっかけとした郵便貯金の奨励が成功するには当然、地域の現場で制度の実施を担う三等郵便局長たちの協力が存在していなければならなかった。実際に日本全国で地域の現場で子供たちと接し郵便貯金口座を作成し、子供たちとその家族に貯金を行わせるのは郵便局員、ひいては三等郵便局長たちであった以上、彼らの積極的な協力無しにはこれだけの大々的な貯蓄奨励政策の成功はありえない。

なお国家官僚としての郵便局長の中では、大阪電信郵便局(一等局)の青木大三郎(1894 年着任、従七位²⁸)が 1898 年に著した『学童貯金談』に代表されるように、「国家経済上の必要」「社会政策上の必要」「道德上の必要」から子供たちに対する貯蓄奨励が国家レベルで求められているという政府内の認識が共有されていたと考えられる。先行研究ではこれ

²⁸ 『官報』第 3391 号、1894 年 10 月 15 日

まで、こうした貯蓄奨励政策における国家官僚の意識や教育者の意識が、地域の三等郵便局長とも共有されていることを疑う視点は入って来なかった。準官吏であり同時に地方名家である彼らもまた、官僚や教育者たちと同じ職業意識や道徳的理念から、地域における貯蓄奨励運動に活発に協力していったものと考えられてきたのである。

しかし、準官吏の地位を与えられてはいても国家から十分な給与も支給されていない、実質的には兼業の自営業者にすぎない三等郵便局長が、十分な給与を支給されている国家官僚と同じ認識に至ることができたのはなぜか、改めて考えてもよいのではないだろうか。どんな政策を政府が立ち上げたとしても、地域の現場でそれを積極的に実行していく末端の呼応者がいなければ政策の実効性は失われる。20 世紀転換点前後、三等郵便局長の中から各地で、貯蓄奨励運動を率先して唱導していく者が相次いで現れた理由は何だったのだろうか。そのきっかけとしても、切手貯金制度は大きく意味を持っていたと考えられる。

なぜなら切手貯金で子供たちが使用することを求められた切手は、すなわちその郵便局が地域で販売したものであり、その販売代金に応じた手数料は三等郵便局長の収入として、直接に局長の自家の経営収入としてフィードバックされるものであったことが指摘できる。また、貯金回数や一局における郵便貯金総額に応じて局長に支払われる手数料収入が、この時期にもまだ給付されていた可能性がある。三等郵便局長にとって、地域における積極的な貯蓄奨励運動に参加すること、とりわけ切手貯金を奨励することは、自己の自営業としての郵便局長業からの収入を増加させる、直接的な営業活動であったと見なすことができるのである。

4 個別地域事例で確認する 1885 年制度改正の影響と三等郵便局による貯蓄奨励活動

4-1 静岡県三島町三島郵便局の事例

ここで、切手貯金制度実装以前から地域社会の中で貯蓄奨励運動に積極的だった三等郵便局長の事例から、貯蓄奨励運動と三等郵便局長の関係性がどのようなものであったのかを具体的に確認していく。

静岡県三島市（当時三島町）の三島三等郵便局長の渡辺寿太郎は、三島宿戸長役場から願われて 1886 年 4 月に郵便取扱役すなわち後の三等郵便局長に就任した²⁹。なお渡辺局長は局長就任当時 22 歳であり、直前まで存在した別の局長による郵便局舎を直に引き継いで業務を行うことになっていた。直前の局長は実父渡辺佐平治であり、病気による引退と息子への交代であった。もっとも三島郵便局では一時、渡辺寿太郎ではなく第三者である世古六太夫に郵便局業務を引き継がせようとも試みたようだが、世古側から家業の通運請負業に差し障るとして 1886 年 1 月に拒絶されている³⁰。当時既に郵便局制度は 1885 年の制度改正を経て、局長就任には前述のような政府への抵当提出と身元引受人の設定が必須であった。

²⁹ 渡辺寿太郎「被選承諾書」1886 年 4 月 21 日『三島三等局長会関係古文書綴』

³⁰ 渡辺佐平治「三島郵便取扱役選挙儀ニ付具状」1886 年 1 月 4 日『三島三等局長会関係古文書綴』

こうした事情を勘案してか、近隣業種の経営を営み勝手がわかっているはずの他の地方名望家にとって、既にこの時期郵便局長業は選好されないものであったことがわかる。

渡辺局長は 1886 年 6 月には 500 円以上の地券（田地五反七畝分）を添えて逓通局に身元保証書を提出し、郵便為替および郵便貯金の取扱のために必要な条件を揃えた³¹。また渡辺局長には就任から程ない 1887 年頃から既に「勤儉貯蓄」教育を地域で行おうとする意志があった。渡辺局長は『貯金ノ主趣』という私製の郵便貯金宣伝パンフレットを作成しており、これを地元コミュニティに配布することによって草の根の貯蓄奨励活動を行っていたと考えられる。

この私製パンフレットの中で渡辺局長は「時勢の変遷に伴ひ財力の利用は実に無上の勢力を有」と指摘し、「旧習に泥むときは其嘗て賤む所の金銭の為に腰を屈して他人に辱めらるる悲哀に沈淪」と主張して、「貯金の主趣は恒産を作り恒心を蓄へ以て福祉を増進するに在」として貯蓄を称揚した。

三等郵便局長、地方名望家としての渡辺局長が個人貯蓄を重視しようとした姿勢の源は、当時の政府による貯蓄奨励の理由の一つである、個人消費を抑えることで物価や輸入を抑制しようという国民経済からの視点に重点があるわけではなかった。渡辺局長の中では、少しの資産の有無で資本家になるか無産者になるかの道が分かれてしまうようになった近代社会においては、個人の資産形成こそがリスク回避になるという認識こそが貯蓄奨励に繋がっていた。なお、こうした小資産を積むことで貧困化を防ぎ地域社会全体を支えようとする姿勢は、その後 1900 年に法制化された産業組合制度の実践の中で産業組合長に就任するような地方名望家の中にもしばしば見受けられる姿勢である（田中 2018）。

こうした中で渡辺局長の郵便局の近隣の三島尋常小学校では、1893 年前後に「生徒貯金規定」を制定し生徒に向けた貯蓄奨励を行うに至っていた。この規程は児童に向けたものというよりは教員に向けたものであり、「貯金は常に浪費を省き小を積みて大に至るを楽しむ気習を養成するを務むる」と教員を指導し、「教員は修身教授の際其他に置いて勤儉の美德たることを諭すと共に貯金の実行を勧むる」べきであると、まずは教員が見本になるようにとの指針が示された。貯金取扱日は週 2 回、「預金をなさんとする生徒は始業時間前全員に仮通帳を添へて取扱主任者に預入をなすべし」とされた。なお「十銭未満の金額は取纏め、郵便局に臨時預入」られた。（三島市立東小学校 1947）収集した貯金の預け先が郵便局であることから、三島尋常小学校におけるこうした運動が渡辺局長の影響の元にあったことは間違いない。

切手貯金制度施行以前からこれほど小学校と郵便局が緊密な連携を取り貯蓄奨励教育を行っていた三島町では、満を持して開始された切手貯金はどのように扱われたのか。まず切手貯金制度開始からわずか 2 ヶ月後の 1900 年 5 月に、渡辺局長が逓信省へ苦情を申し立てる書簡を送っていることが目を引く。何に関する苦情かというと、「切手貯金之義、目下頗る好況を祝し学校及其以上之者より日々要求有之」と切手貯金制度の盛況を報告した後に、

³¹ 渡辺寿太郎「身元保証書」1886 年 6 月 30 日『三島三等局長会関係古文書綴』

結果として三島局は「台紙欠乏し、当局之如きは残枚一葉も無之」状況に陥っているという苦境を述べる要望書であった。逓信省側も後の記録に書き記した切手貯金台紙の欠乏は（逓信省 1910）、小学校を中心とした小学生向けの貯蓄奨励運動の実践に伴う大量の台紙需要によって生じていたことがこの書簡から実証される。

渡辺寿太郎局長は続けて「奨励誘導之期に望み、小生之信用を失するのみならず局の体面にも相関し、且つ学童之如きは時機を阻喪するときは挽回頗る困難…事零細に似たれども…遺憾骨髓に徹し候」と述べ、この問題は己個人の名望の問題であるだけでなく郵便局という官庁制度自体の信用問題であり、その上に子供たちの貯蓄意識の育成の成否がかかっていると、逓信省に事の重大さを訴えた³²。

この年の10月には切手貯金台紙が欠乏しないよう、逓信省が形式を改めた台紙を作成し配布から販売に形式を切り換えたことは先述の通りである。こうした各地の三等郵便局長の苦情が、当時の逓信省には殺到していたものと推測される。

これほどまでに台紙への需要が高まった切手貯金は、三島町でどのように利用されていたのか。これを理解するのにちょうど良い資料が残っている。初期の台紙欠乏の混乱がある程度収まった後と考えられる1900年8月から翌年3月までの8カ月間分について、具体的な利用状況が推測できる当時の専用の帳簿、『切手貯金預簿』を確認していこう。

そこからは、その8ヶ月の内の切手貯金制度の総利用回数は2527回であり、総額は860円、利用者の内の学生の割合は64%、郵便貯金通帳の新規取得者は二割に及んでいたことがわかる。また、新規の通帳取得者は切手貯金開始に近い時期ほど多く、切手貯金はまさにそれ以前には貯金通帳とは無縁だった層に、貯金保有を促す効果を持っていたといえる。なお、平均預け入れ金額は34銭、最頻値は20銭であった。

またこの帳簿は日計簿であるため、一日の中でどのような集団が切手貯金に來たかを推測することもできる。そのため、一度に小学生が最大では84名、平均約11人の集団をなして郵便局を訪れ切手貯金を行っていたことが判明する。たとえば1900年11月10日には53人の三島尋常小学校の利用者がおり、彼らは小学3・4年生と准訓導、つまり生徒の中に教師が一名混じった集団だった。この学年の卒業生総数が合計410人である事を考えると、この生徒52人は1クラスあるいは2クラス分であり、教師の引率の下で郵便局に行き、切手貯金を利用したものと考えられる。（東小学校『開校八十年史』、三島郵便局『切手貯金預簿』1900年）

このように小学校での教師による教育活動の一環として始められたと考えられる切手貯金は、三島町ではその学生利用者の一部は、やがて個人あるいは二、三人で連れ立って継続して利用するものが現れていったことが確認できる。これは個々の小学生自身の中に、教師の直接的指導なしでも貯蓄行動を行うという指向性、貯蓄行動の習慣化が生じたことを意味する。

³²三島三等郵便局局長渡辺寿太郎書簡草稿、逓信省内青木管督長宛、1900年5月19日、逓信博物館所蔵

三島町における切手貯金の利用者の動向は、教育によって子供たちの意識の中に貯蓄形成への指向性が生まれていく様を、教育の影響を、まさに浮き彫りにしている。こうした小学校による貯蓄奨励教育は町部村部の別無く実行されていたと考えられ、たとえば三島町と同じ静岡県田方郡の西浦村では小学校の通知簿に、成績や出席日数と並んで「貯金額」の欄があった。（古宇小学校「家庭通告表」1904年）

三島三等郵便局における切手貯金の奨励は地域社会の中で子供たちに貯蓄習慣を形成する上で目覚ましい影響を及ぼしたと考えられる。ただ、一方でこの成果を、地域社会内における影響の側面からだけ見るのも一面的であろう。この貯蓄奨励運動にこれほど積極的であった渡辺局長にとって、その自家経営にこの切手貯金制度の展開はどのような意味を持っていたのであろうか。

まず制度開始期のこの8ヶ月の間に行われた切手貯金は利用回数 2527 回であり、総額は 860 円にのぼった。同時期の切手貯金以外の貯金額・回数は不明だが、少なくともこの切手貯金分に 1879 年当時設定された手数料収入が付与されていたとすると、回数分で 7 円 58 銭、1 円 72 銭と、合計 9 円 30 銭の臨時収入が追加されたことになる。また、切手貯金の場合には使用する切手自体も地元の郵便局が販売したものが利用されると考えられるため、切手貯金だけで 860 円分の切手が三島郵便局で販売されたと言える。切手販売の手数料は 1899 年以降売上の 5%に変更されていたが、この切手貯金用の切手からの収入だけで 43 円に及ぶ。すなわち 1900 年には年 50 円以上の追加収入が、切手貯金の励行だけで渡辺局長に入っていたと計算できる。

なお渡辺郵便局長は 1888 年 12 月に「三等上級」局長に任じられており³³、表 2 の 1886 年 6 月改正時点での三等郵便局長の年額手当を参考にすれば、年 72 円以上の手当を得ていたと考えられる。三島三等郵便局は、三等郵便局としてはかなり繁忙な上級局であったと言え、実際に静岡県の同地域は多くの民間銀行が設立された、経済活動が活発な地域でもあった（田中 2018）。つまり、三島郵便局の立地は郵便局長業務からの収入がある程度見込める場所であると同時に、他業種にその資本や労働を振り向けることでより収入を得られる可能性のある地域であった。

渡辺寿太郎局長が就任する前に局長業を打診された他業種を営む他の地方名望家が就任を断っているように、渡辺寿太郎局長にはいくら先代局長の実子であると言っても、より利益の見込める他の経営を行う選択肢もありえたはずではある。したがって、20 世紀転換点期において渡辺局長が郵便局長業務を続け、そして貯蓄奨励運動を盛んに行った行動の背景には、地域コミュニティ全体を豊かにしようとする、地域社会全体の福利を考慮する地方名望家としての意識が強く反映されていたものと評価することができる。

しかし三等郵便局長個々人のモラルを評価するその一方で同時に、地域コミュニティに対する三等郵便局長の貯蓄の奨励活動が、局長の等級によっては郵便局長業務によって政府から支給される手当に匹敵する可能性のある臨時収入として郵便局長個人の収入になり

³³ 三島三等郵便局『三嶋郵便局原簿』1888 年か

えたこと自体は、無視すべき事実ではないだろう。三等郵便局長にとって、貯蓄の奨励とは地域社会における貢献ともなりえる道義的な理想であり、政府が要求する職務上の要請であると同時に、個人の私的利益にもなる多面的なものであったのである。三等郵便局長の貯蓄奨励政策に対する高いモラル意識や行動としての積極的な呼応は、その活動が収入としてフィードバックする制度設計の上でこそ、幅広く全国的に見られたのではないだろうか。

4-2 東京府多摩地域の事例

次に、三島町ほどの民間銀行業の展開しなかった、すなわち資産を投資しての金利的なビジネスチャンスが相対的に少なかったと考えられる地域での三等郵便局の展開を確認する。郵便創業期から20世紀初頭における多摩地域(初期は東京府ではなく神奈川県など属した)の郵便局の展開はまず、以下のようなものである。(表4)

表4 明治期の多摩地域の郵便局の展開

郡	地名	開設年	郵便取扱人名	備考
北多摩	府中	1872	矢島九兵衛	戸長
	布田	1872	箕輪十郎右衛門	
	田無	1872	下田半十郎	戸長
	下布田	1873	粕谷有隣	
	小川	1873	小川弥次郎	1875年廃止
	砂川	1873	宮崎五百里	1874年廃止
	熊川	1874	(不明)	1875年廃止
	拝島	1875	臼井留兵衛	旧名主
	中藤	1878	渡辺市太郎	1879年廃止
	小川	1880	森田蔦吉	
	上石原	1883	箕輪庫之助	
	布田	1892	原雄一	
	小平	1893	(不明)	
	立川	1902	中島治郎兵衛	郡会議員
	国分寺	1908	小柳九一郎	
西多摩	青梅	1872	丸山安兵衛	
	五日市	1872	内山蔵之助	
	氷川	1877	清水庄五郎	
	箱根ヶ崎	1879	村山為一郎	1885年廃止
	羽村	1896	島田源兵衛	
	檜原	1900	吉野郡次	

	沢井	1902	小澤太平	三田村村長
	箱根ヶ崎	1905	志村金太郎	
	福生	1911	田村幸三	
南多摩	八王子	1872	川口七郎兵衛	名主
	日野	1872	佐藤彦右衛門	
	原町田	1872	武藤七郎兵衛	戸長
	小野路	1875	細野政篤	村用掛、1885 年廃止
	町田	1890	(不明)	
	小野路	1902	橋本政清	
	恩方	1902	中島仙助	
	浅川	1905	鈴木淳一	
	八王子八幡町	1905	西川定吉	織物業

出典) 近辻喜一「多摩の郵便」『郵便史研究』(第 17 号、2004 年) 表 1 から作成

こうして郵便局の展開を一覧すると、1885 年に廃業した郵便局が複数見られる。第二節で確認したように、1885 年から突然全ての郵便局に金銭や土地家屋を保身元保証として抵当に差し出すことを三等郵便局長に求めた政府の政策は、やはり実態として現場にかなりの無茶を強い、時には廃業を決断させるものであったことがうかがえる。

この中から、個別事例として拝島郵便局の状況をもう少し詳しく参照していく。拝島郵便局は 1875 年 5 月 15 日に、旧名主であり拝島戸長を勤めていた臼井留兵衛が郵便取扱役を兼任することで開局した。局舎は就任の直前 5 月 12 日に完成したとのことであるため、自宅ではなく別途自宅敷地内に建屋を設けたものと考えられる。つまり、臼井局長はこの郵便局業務のために、私費で建物を建設できるだけの富裕層であった³⁴。

臼井家の富裕性については、以下のような評価が残っている。

先代は幕府の大奥に納める呉服の総本締で或る時吉原の大門を締め切っておいらんを総挙げし配下の者も豪遊させたと言う程の身代で留兵衛さんの時はすでに下り坂であったがそれでも留兵衛さんの嫁は長岡(現西多摩郡瑞穂町)の清水弥平次大尽から来て嫁入道中の家々に一軒残らず酒を振舞ったと言う話だ(『拝島郵便局の百年を語る』13 頁)

拝島村においてはこうした、旧名主であるというだけでなく呉服の卸売もかつて手がけた豪農の家が、郵便局業務を引き受けた。郵便局の事務は局長の家族が行い、配達員として

³⁴ 榎本良三(拝島郵便局長)『拝島郵便局の百年を語る』(1975)を参照、拝島郵便局に関する本節の記述は別記がない限り基本的に同書による。

別途雇人が一名いたとされる。業務は郵便の引受と配達のみであり、制度が発足しても為替や貯金業務は取り扱わなかった。そうした中で、1883年には初代局長の臼井留兵衛の息子である臼井一郎が局長職に就任した。

1885年11月30日には拝島局も郵便貯金の取扱を開始したが、これは第二節で見たように同年6月25日に出された逓通局達甲第百十七号を受けて、全郵便局は郵便貯金事務を取り扱うことという指令に従ったものと考えられる。

しかし拝島局は1886年4月1日には再び郵便貯金事務取扱を廃止した。その上、6月1日には先代局長であった臼井留兵衛が、局長に復職している。この過程で臼井家の中でどういった経営判断が行われたのかが把握できる史料は現状確認できていないが、郵便貯金取扱に伴う資産の抵当差し出しや身元引受人の設定を巡って、臼井家の中で改めて郵便局業務に関して再考が行われたことは間違いない。多額の抵当を差し出してまで郵便貯金の取扱を維持することと跡継ぎである臼井一郎がそのまま郵便局長業務を継続することは、現状の制度の中では臼井家の経営にとって得策ではないという判断が行われ、結果的に貯金事務を廃止するとともに先代臼井留兵衛が再度駆り出されたものと推測される。

臼井一郎がこの後どのような職に就いたのかは定かではない。一方で拝島郵便局は郵便貯金や為替の私費立替金に金利収入がつくようになってから久しい1894年1月1日から、改めて為替・郵便貯金事務の取扱を開始した。なお1897年の時点で臼井留兵衛の主要事業は養蚕、土地資産は1000円（地租25円）と、かなりの資産家であったことが判明する³⁵。しかし1907年12月17日には局長臼井留兵衛は高齢（当時62歳）を理由に辞意を表明し、辞任した。この事態に拝島村の村会では、このままでは「局が無くなってしまいそうだと議員さんが心配した」という状況になったという。

この時点で臼井局長による郵便局業務の遂行に関しては、監督官庁が来て帳簿を監査した際に帳簿が合わず、局近くの荒物屋に臼井家の娘が行っては小銭を借りてきて臨時に凌ぐなどの杜撰な会計事務処理が見られ、「成績が悪いから拝島の局は潰してしまえと言うことになった」という悪評が立っていたことが知られる。そのため、村役場で村議員が議論した結果として「臼井留兵衛さんの家でやって居たいことは居たいが」臼井家の家業としてそのまま郵便局業務を行わせることは不可能だという判断に至り、局舎の変更を伴って、新たに宮岡与吉が郵便局長に就任する流れとなった。

もっとも1907年末の宮岡新局長の就任に新局舎の建設は間に合わず、村内の「島田屋」の一角を間借りして業務が行われた。宮岡与吉の自宅で経営しようという動きもあったが、この試みは断念されたと言われている。宮岡局長はこの後、局長就任から2年も経たずに辞任の意志を表明したため、改めて村議員が村役場に集まって後任を誰に任せるか相談することになったという。

なお、宮岡与吉は1895年時点で『日本紳士録』第三版に地租15円以上すなわち土地資産600円以上を有することが記されており、臼井家ほどではないが資産家であることが判

³⁵ 柴田勇之助『武蔵国三多摩郡公民必携名家鑑』1897年、99頁

明している。また 1900 年に設立された拝島産業銀行（資本金 6 万円）の取締役にも就任しており、1907 年の郵便局長就任時点で宮岡与吉は、地元の銀行業と郵便局長業を兼任していたことになる。（『日本全国諸会社役員録』1907）兼業の禁止がなされていない以上、郵便局長が銀行役員を兼ねていても制度上の問題はないが、郵便局内では他業者の預貯金や為替業務を行ってはいけない禁止規定があったため、宮岡局長の自宅で郵便局業務を行うことが断念された可能性がある。

このように地域社会の現場では銀行業と郵便局長業が近い人材、ともすれば同一人物によって兼ねられることがあったことは、拝島村の事例からも実証される。しかし宮岡局長の短期間で局長辞任という行動に見られるように、銀行業で枢要な職務に就きうるだけの資産を持つ者にとっては、郵便局長業による利益より銀行役員業による利益の方が選好される場合が多かったと推測される。

こうした中、1909 年 6 月 1 日に宮岡与吉局長は辞任し、榎本亀太郎が新たに自宅を局舎として提供することで、拝島郵便局はそちらに移転して存続することとなった。「仕方なく宮岡さんが後を引受けたがこれも永続きせず誰もやり手が無くて拝島局が無くなってしまおうと言う騒ぎに成った。それで村会が集まって協議した結果榎本亀太郎さんが私がやりましようと思ったので拝島局が無くなってしまおう所を存続することに成ったので一同大変喜んだ」（『拝島郵便局の百年を語る』15 頁）³⁶という評価がなされていたように、20 世紀初頭において郵便局長業務というものは当時、個人の経営として積極的に選好されるものではなかった。しかし同時に地域コミュニティの中で必要不可欠なインフラであることは理解されており、だからこそ地域内で負担を押しつけあう義務になっていたことがうかがえる。

榎本亀太郎は自宅の庭に改めて局舎を建設し、局内の事務は局長の実子である榎本高亮が担当した。なお、この榎本高亮は 1921 年に拝島局長に就任しており、さらにその実子榎本良三は、第二次世界大戦後にこの拝島郵便局長に就任している。拝島村では榎本家の実質的な家業として三等郵便局長業が相続されていったことが理解できる。ただし家族だけですべての局内業務を賄ったのではなく、事務員雇人として二名が外部から雇われている。

当時の窓口取扱時間は午前 6 時から午後 10 時であったと村民には認識されており、「時間はあったが家の人が内々で事務を取っていたのでかなり永い時間扱ってくれた」として、実質的に営業時間の設定は無いに等しい自営業的なものであったと考えられる。

なお、榎本亀太郎は 1921 年に局長を辞した後、1925 年には地元で蚕種製造会社である豊成館を経営するに至っている³⁷。1897 年時点でも榎本亀太郎は蚕種製造業を営んでいたことが知られており、地租 6 円を納税すなわち土地資産 240 円を有していたことから³⁸、元より榎本家の本業としての蚕種製造業があり、その経営の基盤の上に郵便局業務が追加

³⁶語り手は和田清秋（元拝島村長、インタビュー実施 1975 年時点で 82 歳）。

³⁷ 日本産業新報社『関東地方養蚕組合名鑑』1925 年

³⁸ 柴田勇之助『武蔵国三多摩郡公民必携名家鑑』1897 年、99 頁

されたことがわかる。また、村会議員を勤めるなど村内での地方名望家的な立ち位置にいることは間違いないものの、資産規模の面から見るとそれまでの臼井家・宮岡家と比べて相対的に小規模である。臼井家・宮岡家のレベルの自己資本があった場合、郵便局業に対する固定投資を行うよりは他業種に対する投資を行った方が有利であった可能性がある。

こうした中で榎本家にとって 20 世紀転換点前後の貯蓄奨励政策への反応はどのようなものであったのだろうか。1893 年生まれの元拝島村長和田清秋が幼少期のことを回想して語ったところによると、拝島郵便局は 1900 年の切手貯金制度開始以降、確かに切手貯金制度利用の励行を行っていたことがうかがえる。

私が学校へ行って居た明治三十四年頃ですが無駄使いをしないで局へ一銭もって行つては切手を買って来ていた。学校が終ると局から台紙というのが来ていて一銭もらったのを菓子を買はないでその台紙にはった。二十枚になると通牒に二十銭と記入する。私は余りやらなかったが他の生徒はよくやった。当時の貯蓄奨励であった（『拝島郵便局の百年を語る』16 頁）

こうした事例からは、切手貯金による切手販売と貯金利用の二重の手数料収入が入る機会、確かに地元の三等郵便局長によってしっかり捉えられようとしていたことが確認できるのである。日本全国各地で行われた三等郵便局長による地元小学校生徒に対する貯蓄奨励運動の活発さは、その成績が三等郵便局長自身の収入に直結していたことを、無視してはやはり理解できないと言えるだろう³⁹。

4 小括

本稿では、日本の近代だけでなく戦後の高度経済成長期までの投資資金を原資面から支えてきた大衆的な貯蓄志向性が、20 世紀転換点前後に形成されるにあたって、地域の特定郵便局というファクターによってどういった影響を受けてきたのかを確認してきた。

ここまでに見てきたように、第二次世界大戦以前における特定局制度、すなわち三等郵便

³⁹ なおその後 1916 年以降に始まった簡易保険に関しても加入成績に応じて収入が入ったため、その勧奨にあたっては郵便局側の強い熱意があったと指摘されている。たとえば拝島郵便局では

榎本良三（現局長）「大正五年に簡易保険の募集が始っていますがその頃の話はありませんか例えば無理に入れさせられたような話は」

小林幸吉（元拝島村会議員、1894 年生まれ）「当時最高十銭掛で二十二円の保険でした本当を言うと無理に入れさせられた様なものですが考えて見ると貯金だからどんな率が悪くともやっておけば何とかなると言う気持ちで入りましたハハハ」（『拝島郵便局の百年を語る』17 頁）

といった多少強引な勧誘が行われたことが記録されている。

局制度は、そもそもが政府の財政コスト節約の思惑から生じたものだった。それは民間の他の事業者をほぼ無償でありながら兼業を許すという形式で雇うことで、政府側にとっては破格の低人件費で郵便局事業を運営するものであり、業務量や責任の重さに応じた収入が約束されることのない雇用形態だった。もっとも実質的な自営業者である三等郵便局長側もまた、政府に一方的に従うのではなく、地域経済の状況を見据えながら、自家の経営によって郵便局長業がどれほどの収入になるかを他業種でのビジネスチャンスと比較検討していたと考えられることが、本稿の分析により浮かび上がってきた。

1885年に政府が突然すべての三等郵便局長に対して自己資本の抵当入れと身元保証人の設定を求めてきたとき、多くの三等郵便局はその分の自己資本をそのまま郵便局業務に投じるべきか、それとも郵便局を廃業して他の事業に資金を投資するかの経営判断を改めて行い、実際に多くの郵便局が廃止された。地域社会の中で地元の郵便局が廃止されることは地域内の通信・運輸のインフラの充実度の低下を意味したため、郵便局の維持そのものは地域社会の中で集団的義務として意識はされていたが、少なくとも20世紀初頭に至るまでその経営を担当することは多くの地方名望家にとって負担と意識されていた。

これまで三等郵便局長はすなわち名誉職であり、政府から与えられる官吏としての称号があり、地域全体の社会的利益に尽くせるのならばそれで良しとする、利益を度外視した地方名望家が多く存在していたからこそ担われてきたものだとして理解されてきた。三等郵便局長の全国的な展開を分析するにあたって、その経済合理性や彼らの経営判断について考慮する視点はほとんど加えられてこなかったのである。

しかし本稿が行った1885年の制度改編のインパクトがもたらした影響の、統計と個別事例双方向での確認からは、20世紀転換点前後における三等郵便局数の増減の推移は、自己犠牲的な地方名望家の経済合理性度外視の行動としては説明がつかないものである。もちろん、自己犠牲的な地方名望家の行動として理解できる側面が無いわけではないにせよ、資産による利子収入の機会と給与や手数料による収入機会の問題を完全に度外視しては、この時期の三等郵便局長および候補者であった他の地方名望家たちの行動の説明はつかないと考えるべきであろう。

切手貯金制度に代表される、地域の小学校を巻き込んだ若年層を対象とした貯蓄奨励運動は、やがてその家族までも巻き込むものとなり、また若年層がやがて成人する過程を経て、全国民的な貯蓄習慣を日本社会の中に形成した。金融教育が経済的行動習慣にもたらす影響は少なくとも20世紀転換点の日本においては非常に大きかったと言える。しかし一方で、こうした貯蓄奨励運動がスムーズに全国的に進んだ背景には、地域の現場でこうした貯蓄奨励に進んで協力した各地の三等郵便局長がいたことがあった。そして彼らの積極的な行動自体は、理念的なものが無関係であったわけではないにせよ、切手貯金制度に象徴されるように、地域における貯蓄活動の隆盛そのものが個人事業主としての郵便局長個人の収入に直結するという家計レベルでの制度的誘引があつてこそであったと言える。

一国経済レベルでの貯蓄行動を動かすために政策を施行しても、実際にそれが現場で積

極的に受容され実行されなければ効果は無い。そして現場を動かすには、理念だけでなく実際に現場にとっての何らかのメリットが存在することが必要である。本稿は改めて、創業期から 20 世紀転換点頃における三等郵便局制度の具体的制度を見直すことで、この制度の地域社会および政策への影響を測り直したものである。

参考文献

- 青木大三郎（大阪電信郵便局長）『学童貯金談』1898 年
- 浅井良夫「貯蓄銀行法の成立と独占的貯蓄制度の形成（上）」『経済研究』第 64 号、1979 年
- 天野為之「賭博的国民は外資輸入を語る可からず」『東洋経済新報』第 155 号、1900 年
- カレル・ヴァン・ウォルフレン『人間を幸福にしない日本というシステム』毎日新聞社、1994 年
- 榎本良三『拝島郵便局の百年を語る』1975 年
- 大川一司他『長期経済統計 1』東洋経済新報社、1975 年
- 大橋重省「社会化したる小学校」『斯民』第一編第 9 号、1906 年
- 交詢社『日本紳士録』第三版、1896 年
- 柴田勇之助『武蔵国三多摩郡公民必携名家鑑』1897 年
- 商業興信所『日本全国諸会社役員録』1907 年
- 杉浦勢之「大衆的零細貯蓄機関としての郵便貯金の成立—日清戦後の郵便貯金の展開とその性格—」『社会経済史学』第 52 巻第 4 号、1986 年
- 田井嘉藤次「小学校に於ける訓練的生活の系統」『教育時論』第 541 号、1900 年
- 多田好問編『岩倉公実記 下巻』1906 年
- 田原啓祐「戦前期三等郵便局の経営実態—滋賀県山上郵便局の事例より」『郵政資料館研究紀要』第 1 号、2010 年
- 近辻喜一「多摩の郵便」『郵便史研究』第 17 号、2004 年
- 都倉義一「如何にして預金を吸収すべきや（続）」『東洋経済新報』第 95 号、1898 年
- 逓信省『郵便貯金案内』1905 年
- 逓信省郵便貯金局『郵便貯金局郵便貯金事務史 第一編』1910 年
- 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店、1982 年
- 東京銀行集会所『銀行通信録』第 175 号、1900 年 6 月
- 内閣府『官報』第 3391 号、1894 年 10 月 15 日
- 内閣官報局『法令全書』明治 19 年上巻、1887 年
- 内閣記録局『法規分類大全』第 63 運輸門 第 7、1891 年
- 内務省『実験談 第二回地方改良事業講習会』1909 年
- 中川清『日本の都市下層』1985 年
- 中西聡『資産家資本主義の生成—近代日本の資本市場と金融』2019 年、慶応義塾大学出版

会

日本産業新報社『関東地方養蚕組合名鑑』1925 年

パウル・マイエット『農業保険論』1890 年

巻島隆「明治期の三重県松阪郵便取扱所、永谷久右衛門一飛脚問屋からの転身」『郵政博物館研究紀要』第 15 号、2024 年

三島郵便局『切手貯金預簿』1900 年

宮地正人『日露戦後政治史の研究』1973 年

迎由理男『郵便貯金の発展とその諸要因』国際連合大学、1981 年

山中永之佑『近代日本の地方制度と名望家』弘文堂、1990 年

郵政省編『郵政百年史』吉川弘文館、1983 年

郵政省編『郵政百年史資料第 1 巻 郵便貯金・為替 太政類典、公文録』吉川弘文館、1971 年

郵政省編『郵政百年史資料第 10 巻 駅通局（寮）達書』吉川弘文館、1970 年

郵政省編『郵政百年史資料第 14 巻 駅通局類聚摘要録』吉川弘文館、1968 年

郵政省編『郵政百年史資料 29 巻 郵政総合年表』吉川弘文館、1972 年

郵政省編『郵政百年史資料第 30 巻 郵政統計資料』吉川弘文館、1968 年

有楽会「貯蓄奨励に関する有楽会調査委員の意見」『銀行通信録』第 180 号、1900 年

雑誌・一次史料

「勤儉貯蓄を奨励するの議」『教育時論』第 541 号、1900 年

「貯金事務大蔵省直接取扱ノ分モ農商務省ニ於テ協議処分セント請フ聴サス」『公文類聚』第九編・第二十一巻、1885 年

「切手貯金実行の議」『東京経済雑誌』第 931 号、1898 年

東小学校『開校八十年史』手稿、1947 年か

古宇小学校「家庭通告表」1904 年

三島三等郵便局関係史料（通信博物館所蔵）

渡辺寿太郎「被選承諾書」1886 年 4 月 21 日『三島三等局長会関係古文書綴』

渡辺寿太郎「身元保証書」1886 年 6 月 30 日『三島三等局長会関係古文書綴』

渡辺寿太郎「書簡草稿」通信省内青木管督長宛、1900 年 5 月 19 日『貯金奨励書』

渡辺佐平治「三島郵便取扱役選挙儀ニ付具状」1886 年 1 月 4 日『三島三等局長会関係古文書綴』

渡辺寿太郎『貯金ノ主趣』1887 年

三島三等郵便局『三嶋郵便局原簿』1888 年か

三島郵便局『切手貯金預簿』1900 年

生活保護世帯における子育て家庭の貯蓄に
関する研究ー子どもの大学等への進学へ
向けた貯蓄に焦点をあててー（共同研究）

周南公立大学 福祉情報学部 准教授 牛島 豊広
周南公立大学 福祉情報学部 准教授 竹下 徹
周南公立大学 福祉情報学部 准教授 金子 幸

要 約

本研究は、福祉事務所のケースワーカー（以下、ケースワーカー）を対象に、生活保護世帯の子どもに対する大学等（大学、短期大学、専修学校、各種学校等）の進学に向けた貯蓄への支援内容から現行の支援における課題を明らかにし、今後必要だと思われる大学等への進学に向けた貯蓄に対する支援のあり方について示唆するものである。

国としても近年、貧困世帯の子どもに対する大学進学へ向けた支援策を講じている。その一つが、進学準備給付金である。2018 年 6 月に改正生活保護法が施行され、生活保護世帯の子どもの大学等への進学を支援するため、進学準備給付金を支給する制度が創設された。これによって、生活保護世帯の子どもが大学等へ進学する場合において、新生活の初期費用が支給されることになった。支給額としては、進学のために転居する際は 30 万円、現在の自宅から通学する際は 10 万円となっている。また、2017 年度からは給付型の奨学金の支給が始まり、さらに、2020 年度からは給付型奨学金の対象や支給額が拡充され、大学等の入学金や授業の減免措置も開始されている。また、これまでは、生活保護世帯に子どもが進学する場合、生活保護の対象からはずれることになり、家族と一緒に同じ家に住み続けることはできるが、世帯分離になり家賃に対する支援である住宅扶助が減額されていたが、2018 年より減額はされなくなった。他にも、大学独自の奨学金制度や地方自治体による奨学金制度等支援は拡充している。しかしながら、このような支援を利用しても、大学等の入学にかかる受験費用や移動費等の全てを賄うことができる状況とはなっていないため、大学等の進学に係る必要な費用の貯蓄に向けた支援に取り組むことは貧困の世代間連鎖を断ち切るために有効な方法と考えられる。

現在、生活保護制度を利用する世帯への支援は、ケースワーカーが日常的な関わりを行っている。ケースワーカーは、生活保護制度を通じて、世帯の最低生活の保障と自立助長を支援するものであり、子ども自身の自立助長に対する支援も必要である。が、子どもの大学等の進学に向けた貯蓄に関して、保護者及び子ども自身への支援（進学できる可能性の提示や意思決定までのアプローチ、その具体策のメリット、デメリットの説明）に焦点をあてた報告や研究はこれまで行われていない。

そこで、本研究では、生活保護世帯の子どもが大学等の進学する際に障壁となる入学までに要する費用の工面等、経済面に対する支援方法を明らかにしていく。併せて、子どもがアルバイト等の取り組みを通じ、主体的に貯蓄できるような支援やその根底となる進学したいという気持ちを支持する精神面へのアプローチの方法についても調査を実施することで、生活保護世帯の子どもの進学率の向上に寄与したい。その結果、子どもにとって将来安定した生活が築けるよう、生活保護世帯の課題の根幹の一つである「貧困の世代間連鎖」を断ち切る効果となることが期待できると考える。

研究方法としては、生活保護世帯の子どもが大学等への進学に向け貯蓄に対する支援のあり方を明らかにするためにケースワーカー7名を対象とした半構造化面接を実施した。

インタビューの時間は、1名につき60分から90分を設定する。インタビュー機関は2024年2月～6月までである。設問は、フェイス項目として、行政採用後年数、ケースワーカー歴、保有資格を確認し、ケースワーカー、福祉事務所の支援の取り組み内容として、①大学等の進学における貯蓄への支援内容②大学等の進学における貯蓄への支援課題③大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み、の3点設定し、質問をする。インタビューデータは、デジタル化し、逐語録に起こす。データの分析にあたっては、佐藤（2014）による「定性的コーディング」の方法を参照し、質的データの分析を行う。倫理的配慮については、筆者らが所属する大学の研究倫理委員会の承認を得た（承認番号 21）。

研究の結果、ケースワーカーが取り組む「大学等の進学における貯蓄への支援内容」について分析したところ、6 カテゴリー、14 サブカテゴリーが生成された。また、「大学等の進学における貯蓄の支援課題」については、5 カテゴリー、12 サブカテゴリーが抽出された。さらに、「大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み」は4 カテゴリー、10 サブカテゴリーが生成された。

「大学等の進学における貯蓄への支援内容」について分析したところ、6 カテゴリーは、【継続した貯蓄のための関わり】、【貯蓄の活用を容認する関わり】、【貯蓄を通じた子どもの自信の形成】、【貯蓄に対する保護者への説明と同意】、【貯蓄を支える多機関連携】、【組織内の情報共有による生活保護制度の運用】、【生活保護制度の運用】が中抽出された。

次に「大学等の進学における貯蓄の支援課題」は、5 カテゴリーとして【見通しを持つことができる貯蓄計画】、【貯蓄の見守り】、【ケースワーカーの制度理解】、【家庭環境への理解を含めた貯蓄の取り組み】、【社会資源の積極的な活用】が見いだされた。

最後に、「大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み」は4 カテゴリー抽出され【子どもとの面会調整】、【子どもの理解に基づく面接技術の向上】、【貯蓄の支援につながる社会資源の開発】、【福祉事務所内における情報共有の体制強化】であった。

本研究の結果から、1. 子どもが大学等の進学に向き合う力を高める関わり、2. 継続的な対話による子どもの貯蓄への支援、3. 将来の自立に必要と認識されるアルバイト収入に対し積極的な控除の対応、4. 子どものアルバイトに対する保護者の理解を促進する支援、5. 子どもの理解に基づくソーシャルワークの展開の5点について考察をした。

1 点目の子どもが大学等の進学に向き合う力を高める関わりでは、子ども支援する子どもの中には、成育歴による社会文化的活動の制限、学習の経験が十分でないため、意思を継続していくことの難しさもみられた。その際に、ケースワーカーは、子ども自身が自らの進路について考え、決定できるような関わりが重要となる。

2 点目の継続的な対話による子どもの貯蓄への支援は、継続した貯蓄ができるためにも、ケースワーカーによる見守りが必要であると認識されていた。これらの支援の基盤となるのが子どもとの面会を確実に行うことである。ケースワーカーが勤務にあたる時間と子どもが通常学校に行っている時間で重なることもあろうが、子どもの休みの日を把握することや長期休暇等を活かして会うことも検討出来るだろう。また、面会する場所においても、自宅、福祉事務所、公的な施設等も考えられ、子どもの生活のペースを意識し、その中で

確保できる時間、場所を検討していくことが望ましい。

続いて、3点目の将来の自立に必要と認識されるアルバイト収入に対し積極的な控除の対応である。これは、子どもの将来を考えた時に、ケースワーカーは就労する選択だけを提示するのではなく、大学等の進学ができるということを十分に提示し、子どもが希望するならば積極的に自立更生費等の控除を行う等の支援の視点をもつことが必要であると整理をした。

4点目は、子どものアルバイトに対する保護者の理解を促進する支援である。ケースワーカーは子どもと保護者へ仲介し、子どものニーズを保護者も理解できるように支援をされていた。保護者によっては、子どもが大学等へ進学することに対し必ずしも肯定的な認識をもっているとは限らないため、ケースワーカーが必要に応じて子どもの意思を伝え、保護者の意思を汲み取るようにしていた。今後は、子どものニーズを尊重し、子どもから保護者へ十分に伝えることが困難な部分については、ケースワーカーが子どものアルバイトについて、その目的や意義、将来の見通しを分かりやすく伝えることで理解を得ていくことが必要であろう。

最後に5点目は、子どもの理解に基づくソーシャルワークの展開である。生活保護世帯の要支援となる子どもに対しては、その権利を保障する視点がケースワーカーには求められる。その中で、生活保護制度を利用する家庭においては、日常生活自立、社会生活自立、経済的自立のそれぞれに支援を包括して取り組むことが必要である。今後は、現代のソーシャルワーク養成の潮流であるジェネリックな視点を有し、特に子どもの権利保障を基盤に据えたソーシャルワーク機能の向上が望まれる。

次に本研究の限界を述べる。本研究においては、子どもの進学に対して支援の成功事例を中心に聞き取りを行ったが、支援の実際においては、本来の目的である大学等の進学へ向けた貯蓄を途中で断念するケースもあった。要支援の家庭において心身の発達段階にある子どもが日々の生活によって希望に揺れが生じるのはあり得ることであり、その過程にケースワーカーがどのように関わっていくのかが支援となり、自立の過程を支持することにつながるものであろう。これについては、また別の研究で知見を深めていきたい。さらに、地域の特性や経済状況、文化的背景、個別的な家族内の人間関係等の違いによって、結果が影響を受ける可能性があるため、結果の一般化は慎重にすべきである。実際の支援について提言をしていくためには、福祉事務所の規模や研修受講状況、スーパービジョン体制といった事項を含め詳細な検討が必要であろう。

生活保護世帯における子育て家庭の貯蓄に関する研究
ー子どもの大学等の進学に向けた貯蓄に焦点をあててー

研究代表者 周南公立大学 牛島 豊広
共同研究者 周南公立大学 竹下 徹
金子 幸

I. 研究目的と背景

本研究は、福祉事務所のケースワーカー（以下、ケースワーカー）を対象に、生活保護世帯の子どもに対する大学等（大学、短期大学、専修学校、各種学校等）の進学に向けた貯蓄への支援内容から現行の支援における課題を明らかにし、今後必要と思われる大学等への進学に向けた貯蓄に対する支援のあり方について示唆するものである。

厚生労働省 によると、日本の子どもの貧困率は 11.5%であり、約 9 人に 1 人が貧困状態¹⁾にあることが明らかになっている。さらに、貧困は世代間連鎖するとも言われており、実際、道中（2009）は、世代を超えて生活保護制度を利用している世帯は全体の約 25%²⁾であること、さらに、貧困の世代間連鎖は世帯主の最終学歴が低いことが深く関わっていることを明らかにしている。

最終学歴による賃金の格差について、厚生労働省 は、高等学校卒業者の 1 か月の賃金が 281.9 千円であったのに対し、大学卒業者は 369.4 千円³⁾であったことを明らかにしている。加えて、ユースフル労働統計（2019）によると、最終学歴が高等学校卒業の場合と大学や大学院卒業の場合では、生涯賃金に約 6,000 万円の差⁴⁾があることを示している。この結果からも、貧困の世代間連鎖を断ち切るためには、大学等への進学支援を行うことが重要な役割を果たすのではないかと考える。

国としても近年、貧困世帯の子どもに対する大学進学に向けた支援策を講じている。その一つが、進学準備給付金である。2018 年 6 月に改正生活保護法が施行され、生活保護世帯の子どもが大学等への進学を支援するため、進学準備給付金を支給する制度が創設された。これによって、生活保護世帯の子どもが大学等へ進学する場合において、新生活の初期費用が支給されることになった。支給額としては、進学のために転居する際は 30 万円、現在の自宅から通学する際は 10 万円となっている。また、2017 年度からは給付型の奨学金の支給が始まり、さらに、2020 年度からは給付型奨学金の対象や支給額が拡充され、大学等の入学金や授業の減免措置も開始されている。また、これまでは、生活保護世帯に子どもが進学する場合、生活保護の対象からはずれることになり、家族と一緒に同じ家に住み続けることはできるが、世帯分離になり家賃に対する支援である住宅扶助が減額されていたが、2018 年より減額はされなくなった。他にも、大学独自の奨学金制度や地方自治体による奨学金制度等支援は拡充している。しかしながら、このような支援を利用しても、

大学等の入学にかかる受験費用や移動費等の全てを賄うことができる状況とはなっていないため、大学等の進学に係る必要な費用の貯蓄に向けた支援に取り組むことは貧困の世代間連鎖を断ち切るために有効な方法と考えられる。

制度面においては前述した通り、改善が図られているが、生活保護制度の利用者が捉える子どもの将来については利用者（保護者）もその子どもも不安を抱えている。浜銀総合研究所（2019）は生活保護世帯を対象とした子どもを養育する保護者への調査を実施し「困っていることや悩んでいること、相談したいこと、要望等」の質問を自由記述で回答（557 件）を得ている。その結果、「子どもの将来、進学・進路」が 107 件カウントされ、その内容は「大学の入学金が貯まらないので、進学を諦めさせるしかない」等の不安が挙げられている。また、同質問に対する子どもの回答（227 人）は、「進学・進路の希望と現実について」が 46 件と最も多い内容⁵⁾であった。さらに、「大学等入学時の経費が対象であるなら高校生のアルバイト収入等貯蓄が可能となる」ことに対する認識について質問したところ「知っていた」、「聞いたことはあった」は 29.9%に留まったのに対し、「聞いたことがなかった」と回答した割合は 65.6%となっており、生活保護制度を利用する保護者の多くが大学等の進学のために保護費を貯蓄できることを知らない実態が明らかとなっている。また、厚生労働省（2018）の「生活保護世帯出身の大学生等の生活実態調査」の結果によると、大学進学率は生活保護世帯 35.3%に対して、全世帯においては 73.0%⁶⁾となり、大きな差があることが示されている。このことから、生活保護世帯において、保護者、子ども自身、ともに大学等への進学は不安事として捉えられているが、生活保護を受けながら貯蓄等ができることを認知しておらず、子どもの進路に対して選択肢が狭められている状況が窺える。

現在、生活保護制度を利用する世帯への支援は、ケースワーカーが日常的な関わりを行っている。ケースワーカーは、生活保護制度を通じて、世帯の最低生活の保障と自立助長を支援するものであり、子ども自身の自立助長に対する支援も必要であるが、子どもの大学等の進学に向けた貯蓄に関して、保護者及び子ども自身への支援（進学できる可能性の提示や意思決定までのアプローチ、その具体策のメリット、デメリットの説明）に焦点をあてた報告や研究はこれまで行われていない。

そこで、本研究では、生活保護世帯の子どもが大学等の進学する際に障壁となる入学までに要する費用の工面等、経済面に対する支援方法を明らかにしていく。併せて、子どもがアルバイト等の取り組みを通じ、主体的に貯蓄できるような支援やその根底となる進学したいという気持ちを支持する精神面へのアプローチの方法についても調査を実施することで、生活保護世帯の子どもの進学率の向上に寄与したい。その結果、子どもにとって将来安定した生活が築けるよう、生活保護世帯の課題の根幹の一つである「貧困の世代間連鎖」を断ち切る効果となることを期待できると考える。

これまでの類似研究では、保護者や子どもの実態調査（大野 2021）⁷⁾や、子どもに対する学習支援の効果（孫 2022）⁸⁾、生活保護世帯を経験した大学生の実態調査（桜井 2018）⁹⁾

等が主である。これらは、経済面への支援が必要であることを明らかにしているものの、大学等へ進学に向けた貯蓄について焦点をあてた研究はない。大学等への進学を希望している子どもがアルバイトをし、貯蓄ができるようなケースワーカーによる支援内容等の実態は明らかになっていない。したがって、本研究では、大学等への進学を希望している子どものアルバイト収入による貯蓄に対し、ケースワーカーが行う支援を実態調査し、現行の支援における課題と今後、大学等への進学に向けた貯蓄に対する支援に必要な取り組みを明らかにすることを目的とする。

Ⅱ．研究方法

1) 調査対象

生活保護世帯の子どもが大学等への進学に向け貯蓄に対する支援のあり方を明らかにするためにケースワーカー7名（表1）を対象とした半構造化面接を実施する。インタビューの時間は、1名につき60分から90分を設定する。インタビュー機関は2024年2月～6月までである。

2) 質問内容

フェイス項目として、行政採用後年数、ケースワーカー歴、保有資格を確認し、ケースワーカー、福祉事務所の支援の取り組み内容として、①大学等の進学における貯蓄への支援内容②大学等の進学における貯蓄への支援課題③大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み、の3点設定し、質問をする。

3) 分析方法

インタビュー内容をデジタルデータ化し、逐語録に起こす。データの分析にあたっては、佐藤（2014）による「定性的コーディング」の方法¹⁰⁾を参照し、質的データの分析を行う。定性的コーディングは、文書セグメントに対して、その内容を端的に示す小見出しとなる語句を付していく手続きを指す。

4) 倫理的配慮

研究に関する倫理的配慮として、インタビュー調査は、調査対象者個々と確認を行い、プライバシーが確保された部屋で実施する。調査にあたっては、調査対象者に調査の趣旨、目的、方法とともに、音声の録音、結果の公表方法、データの廃棄などについて文書および口頭にて説明をし、同意を得てから実施する。本調査の実施にあたっては、筆者らが所属する大学の研究倫理委員会の承認を得ている（承認番号21）。

なお、データについては、地域や個人が特定されないように配慮する。

Ⅲ．結果

データに基づき、ケースワーカーが取り組む「大学等の進学における貯蓄への支援内容」について分析したところ、6 カテゴリー、14 サブカテゴリーが生成された（表2）。また、「大学等の進学における貯蓄の支援課題」については、5 カテゴリー、12 サブカテゴリー

が抽出された（表 3）。さらに、「大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み」は 4 カテゴリー、10 サブカテゴリーが生成された（表 4）。なお、表 2、3、4 の「インタビュー協力者の語り」の文章後のアルファベットは、表 1 の「協力者 ID」を指す。以下、カテゴリーを【 】, サブカテゴリーを< >で示している。

1. ケースワーカーによる子どもの貯蓄に対する支援

「大学等の進学における貯蓄への支援内容」としては、子どもの進学ニーズに対して、生活保護制度の規定に則って希望を叶えられるように本人への支援、家庭支援、また福祉事務所内での支援体制の整備に取り組まれていた。

まず、子どもに対しては、大学等への進学に係る費用は生活保護世帯にとって多大な金額になることから、必要な金額を貯蓄するために【継続した貯蓄のための関わり】を大事にされていた。可能な限り<子ども本人からアルバイト明細の提出>ができるように促し、そこで子どもとコミュニケーションを図っていた。そして、<学業とアルバイトのバランスの確認>をし、アルバイトへの気持ちが優先されると学業が疎かになるため、貯蓄と学業のバランスがとれるように関わられていた。このような関わりを通じて、<子どもがもつ将来の不安の受容>し、子どもとの関係が構築されることで貯蓄をする意味付けについても本人が納得し、継続性につながっていた。ケースワーカーは、子どもと自宅や会議室等の形式的な面接場面を設定して実施するのではなく、日常的な会話を用いての面接手法であり、日常生活場面を活かすことで、子どもと関係を構築されていた。ケースワーカーへの信頼が高まるとともに、子どもが有する不安の軽減にもつながっているものだと考えられる。

2 点目は、これまで生活保護世帯を経験したことから、貯蓄した費用を用途するという経験がほとんどないために、必要な支払いを躊躇するような場面が見られた時には、ニーズを満たすために必要な支払いをしてもいいということ伝え、【貯蓄の活用を容認する関わり】を通じて精神面の支持をしていた。これはケースワーカーが<子どもと共に目的を達成するイメージの共有>を図り、子どもが孤立した環境に陥らないように対応されていた。そして、<目的に沿った貯蓄の用途>ができるように大学等の進学のために用途してよいことを伝え、目的を達成するために支出をする支援をされていた。

3 点目は、子ども自身が将来自立した生活を営むことができるように、【貯蓄を通じた子どもの自信の形成】を行っていた。これは<社会経験としての貯蓄>となり、大学等への進学を実現するための重要な手段として認識できるように支援をされていた。そして、<貯蓄による進学への意欲の向上>にもつながっており、お金が溜まることで自らのニーズを満たすという経験になっていた。そして、大学等への進学にとどまらず、将来の自立した生活を見据え<貯蓄による社会性の成長>にもつながっているとケースワーカーは捉えていた。

続いて 4 点目は、家庭への関わりとして、【貯蓄に対する保護者への説明と同意】の支

援を行っていた。子どもが貯蓄することによって、家庭の生活保護費に影響があるのではないか等について保護者が不安を抱くことがあり、〈生活保護制度における貯蓄に関する説明〉を適切な対応をすることによって保護者の理解を得ていた。その支援を実施することによって〈子どもの進学に対する保護者の意向の確認〉にもなっていた。このように、子どもの貯蓄に関し保護者の理解を得ながらすすめることが結果的に子どもの支援につながると認識されていた。

5 点目は、ケースワーカーによる支援として【貯蓄を支える多機関連携】に取り組まれていた。大学等を希望する子どもの費用面をサポートする就学支援制度や奨学金の取り扱いを行う日本学生支援機構の動向等〈就学費用を提供する機関の把握〉をされていた。大学等へ進学するためには現実的に費用が必要であり、その資源を提供できる機関、団体の把握について情報を得るようにされていた。さらに、〈金銭以外の社会資源の把握〉も必要としており、子どもの生活を連続的に捉えた時に、学習支援や生活支援に係る支援が子どもの貯蓄にも関与しているという認識があり、地域に存在する機関を把握し、支援に活かそうとする様子が見られた。

最後に 6 点目として、個々のケースで取り組む支援を他のケースでも活用できるように【組織内の情報共有による生活保護制度の運用】に取り組んでいた。福祉事務所内で支援の状況を蓄積する〈支援記録の共有〉をし、適正に〈生活保護制度に則った支援〉ができるように制度を活用する視点をもち関わられていた。

2. 大学等の進学における貯蓄への支援課題

次に、「大学等の進学における貯蓄への支援課題」について整理していく。ケースワーカーが子どもに対し【見通しを持つことができる貯蓄計画】を立てることで、貯蓄することに慣れていない状況や、ゴールのイメージをもてていないと子ども自身が目的を見失ってしまうことに対する課題が挙げられていた。これは〈貯蓄の計画を立てる〉ことが経験上少ないこともあり〈具体的に必要な金額の確認〉をすることが求められていた。大学進学に要する全体の金額や目標金額、期間等を確認する必要がある課題となっていた。

2 点目は、子どもは、当初、大学等に進学ができる可能性があり意欲も高いことから貯蓄に対する意識が高い状況にあるが、それを維持していくことが難しい部分がみられ【貯蓄の見守り】が課題となっていた。ケースワーカーが〈貯蓄状況の適切な確認〉をすることは業務の中で必須でなっており、生活保護制度の厳格な運用をするためにも子どもに対する重要な支援課題と認識されていた。また、子ども本人へのよりよい支援とするために〈子ども本人からの状況報告〉をすることが理想とされていたが、実際は子どもとの面会が難しいということが挙げられた。

3 点目は、制度変更による最新の動向を知る必要がある【ケースワーカーの制度理解】が課題となっていた。生活保護制度の内容は変更されることが多く〈生活保護制度の改正の理解〉をしておかなければならないという認識であった。そして子どもの大学等の進学

ニーズを満たすために〈生活保護制度上の控除の対応〉が必要となっており、ケースワーカーがその意識を持つことが課題であると挙げられた。これらの課題は〈ケースワーカー個々の力量の差〉を生むものであり、ケースワーカーによって知識量の差等によって支援の量が異なるという内容を述べられていた。

4 点目は、主として保護者に対して【家庭環境への理解を含めた貯蓄の取り組み】が課題となっていた。ケースワーカーは〈疾患を有する保護者への丁寧な対応〉が求められており、子どもの意思を保護者にも理解してもらうことが大学等への進学や貯蓄につながるものであると認識されていた。次いで、〈子どもと保護者のそれぞれの思いに沿った対応〉が求められ、子どもと保護者の意向が異なっては子どもの大学等への進学のニーズを満たすことができないため、ケースワーカーが適切に説明をすることが必要とされていた。その上で、〈子ども本人から親への説明の促し〉をし、ケースワーカーからも説明するが、家庭内の重要な事であるので、可能な限り子ども自身から貯蓄していくことを保護者へ伝えられるようにする支援が必要であると捉えられていた。

5 点目は、ケースワーカーのみでは子どもの進学ニーズを十分に満たすことができず地域に存在する【社会資源の積極的な活用】が課題となっていた。子どもが貯蓄をする管理はケースワーカーが取り組むことになるが、支援課題の中で、特に学習支援の必要性が必要であるとされていて〈学習支援をする活動団体との関わり〉が課題となっていた。また、支援にあたっては〈子どもの学校との関わり〉が本来必要であるが、今回インタビューを実施した地域の一部では、連携が図られておらず課題として挙げられた。

3. 大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み

これまで「ケースワーカーによる子どもの貯蓄に対する支援」、「ケースワーカーによる子どもの貯蓄に対する支援」について整理をしてきたが、最後に「大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み」をまとめていく。

1 点目の【子どもとの面会調整】では、子どもと面会してニーズを把握することが基本であることから子どもと面会の予定を立てられることが今後の取り組みで必要であると考えられていた。これは〈子どもとの面会予定の計画〉をすることであり、自宅訪問をしてもなかなか子どもの学校の活動時間と重なり会えないことから計画を立てる取り組みについて述べられた。そして、〈子どもの生活の変化への気づき〉をし、単に貯蓄を管理するだけでなく、生活全体をみていくことが取り組むべき事項であった。

2 点目は、【子どもの理解に基づく面接技術の向上】であり、〈子どもの意思を汲み取るコミュニケーション〉が必要であると認識されていた。ケースワーカーが子どもの真のニーズを把握するために豊かなコミュニケーションを図ることが望まれ、それを踏まえて〈支援計画を策定する力〉が求められていた。そして、これらの支援の基盤となるのが〈子どもの権利保障〉の視点であり、子どもらしい暮らしを実現できる取り組みの必要性が述べられた。

3 点目は、【貯蓄の支援につながる社会資源を開発】である。これは、新たに〈子どもの支援に関わる団体の立ち上げ〉を行うことが必要であると述べられた。現存する支援団体では子どものニーズを満たすことができず、生活支援の視点をもち取り組むことが重要であった。そして〈学習支援の必要性〉が意識されており、貯蓄の前提として学習支援に取り組む地域づくりが挙げられた。

4 点目は【福祉事務所で情報共有の体制強化】が述べられ、〈子どもの貯蓄への支援に対するケースワーカーの意識の向上〉によって子どものニーズを満たすことにつながると考えられていた。そして、〈人事異動や担当地区の変更に伴う情報の伝達〉によって、支援の継続性を担保することで子どもの支援を確実に実施していくことを示された。そして、これらの取り組みをケースワーカー個人の業務の範囲としてとどめることなく〈大学等への進学支援の実績の可視化〉をすることにより、個人レベルから福祉事務所全体として意識を高めていくと考えられていた。

表1 インタビュアー協力者プロフィール

協力者 ID	地域	行政 経験年数	福祉事務所 経験年数	保有資格	職種	備考
A	九州地方	37年	10年	社会福祉主事	副課長	これまで清掃環境関係20年、教育委員会10年、福祉事務所では現業員6年、査察指導員2年、副課長2年
B	九州地方	10年	6年	社会福祉主事	現業員	新卒後福祉事務所へ配属
C	九州地方	32年	11年	社会福祉主事	査察指導員	これまで、清掃業務18年、その後市民業務3年を経て福祉事務所へ配属
D	東北・北海道地方	22年	14年	社会福祉主事	係長	新卒採用で現業員を4年、その後、総務や秘書、人事等8年経験し、再度福祉事務所へ配属
E	九州地方	37年	15年	社会福祉主事	査察指導員	図書館、水道、固定資産等を23年経験し、その後福祉事務所へ配属され15年
F	中国・四国地方	16年	8年	社会福祉士 介護支援専門員	現業員	社会福祉専門職として採用され福祉事務所に配属され5年、その後地域包括支援センターで8年、その後また福祉事務所へ配属
G	中国・四国地方	40年	32年	社会福祉主事 介護支援専門員	現業員	経営関係に配属後、福祉事務所へ配属、その後福祉事務所所長を退職し再任用

表 2 大学等の進学における貯蓄への支援内容

カテゴリー	サブカテゴリー	インタビュー協力者の語り
継続した貯蓄のための 関わり	子ども本人からのアルバイト 明細の提出	・適正に貯蓄ができていることを確認するために、月 1 回アルバイト料を受け取ったら子ども本人に明細を持参させるようにしている (A) ・アルバイト代を得た時には必ず申告するように伝えており、その時に子どもと会い状況を把握している (B) ・アルバイト費の申告は厳密に対処しており、子どもと会うことができる貴重な場面となる (C) ・申告は必ずしも行うようにしているが、子どもとの関係が構築できていることが前提となる (D) ・できるだけ子ども本人から明細を提出するように促している (F) ・子ども本人からアルバイトした費用を受けとることができるようにしている (G)
	学業とアルバイトの バランスの確認	・進学をするためには高校の勉強を大事にしなければならず、アルバイトとのバランスはみていく必要がある (A) ・アルバイトに力を入れ過ぎないように見守りをしている (B) ・学業とアルバイトの両立は大変難しく、状況を把握していくことが重要 (C) ・高校生だと目的をずっと持ち続けることは難しいこともあるので見守りをしながら対応している (D) ・子どもは日々の学業が大事であるので、アルバイトをするにしても学習の取り組みも確認していくことが必要 (E) ・勉強よりもアルバイトに気持ちが流れそうになることがあり、本来アルバイトをする目的について話をしている (F) ・これまで対応したケースでは本人の意識が高く、ケースワーカーとして細かな確認はしていないが、支援として見守りは必要 (G)
	子どもがもつ将来の不安の受容	・進学の準備をする上で、お金の心配等があり、大学や将来の生活に関する相談を受けるようにしている (A) ・進学に関して子ども自身は不安になる部分があり、制度の活用や将来のことについて話をきくようにしている (B) ・大学へ進学するイメージが湧いていないこともあり、本人の話を受け入れながら支えていく支援をしている (C) ・本人が決めたことを達成できるように話をきいている (D) ・子どもの将来の不安については話を受け止めながら対応をしている (E) ・本人を支えることがケースワーカーには求められ、相談支援をしながら将来のことにつ

貯蓄の活用を容認する関わり		いってしっかり話をするようにしている (F) ・大学進学については難しい部分もあり、子どもの真の希望を理解できるように対応している (G)
	子どもと共に目的を達成するイメージの共有	・ケースワーカーは子どもが進学に向けて貯蓄することを支持する視点で関わっている (A) ・子どもが希望している進学先へ合格した時は、ケースワーカーとしてもやりがいを感じる部分であり、その経験をしているので、子どもとともに貯蓄も勉強や貯蓄もうまくいくように関わっている (C) ・ケースワーカーも子どもと一緒にの気持ちになり、希望している大学へ進学できるように話し、精神的な支えになるようにしている (D) ・子どもに寄り添って子どもとともに進学を目指すようにしている (E) ・ケースワーカーとして本人の希望にもとづいて進学に向けた取り組みを支持し、精神面の支援をしている (F) ・目的を共に達成しようとする意識を持っており、進学に導くことができるようにしている (G)
	目的に沿った貯蓄の使途	・必要なお金を使途することのイメージが湧かないことがあり、貯蓄したお金は目的のために使っていくことを指導している (A) ・目的のための範囲であるが、貯蓄の過程で今後どのようにに使途するかは本人の希望を汲みながら確認をしている (A) ・目的のために使途していいことを伝えている (B) ・必要なお金を貯蓄し、それを大学進学に係る必要な支出についてはしっかりと金を使うことをすすめている (C) ・貯蓄については、大学進学に必要な経費について支出ができることを繰り返し伝えている (D) ・貯蓄した費用は大学進学のために使えることを伝え、本人がチャレンジしたい試験に取り組むことができるようにしている (E) ・子どもへ説明するための資料を作成しており、口頭でも伝えている (F) ・緊急的に入学試験に係る費用が必要になり、目的に合致していることを伝え、アルバイト費を使途していいことを伝え支援している (F) ・大学入学試験の費用については適切に使途できることを伝えている (G)
貯蓄を通じた子どもの自信の形成	社会経験としての貯蓄	・自立した生活をイメージできるように、貯蓄をする行為を経験することは重要 (A) ・貯蓄を経験することは、社会経験のひとつになっていると思う (A) ・貯蓄の経験は将来的にも活かすことができると思う (B) ・貯蓄を活用して希望を実現できる経験は重要 (B) ・大学進学するためには実際にお金が必要な部分があり、貯蓄を経験することは社会の学びにもなると思う (C)

貯蓄に対する保護者への説明と同意		・本人の意思によるものであるが、貯蓄を経験すること自体はいい事だと思う (D) ・貯蓄をすることは、大人になった後も役立つ大事な経験になると思う (E) ・大学の入試を受けるために、急であるがアルバイトをして貯蓄をする必要があったが、結果的に貯蓄をしたことによって自らの希望をかなえることができた経験は良かったと思う (F) ・貯蓄の経験は大学進学のために必要なことにはなと思う (G)
	貯蓄による進学への意欲の向上	・貯蓄することがややる気の向上にもつながっている部分があり、頑張っていることを認める声かけをしている (A) ・貯蓄することが進学のためにつながっていることを伝えている (B) ・貯蓄をすることによって大学進学の気持ちを高めることにもつながることを経験してきている (C) ・程度によるが、貯蓄が進学に対する気持ちが高まることはある (D) ・貯蓄をすることにより学習にも気持ちが向くようにしている (E) ・貯蓄をすることが進学へつながっている経験を子どもも自身がしており大変な状況もあるが大学へ進学したいという気持ちが高まると思う (F) ・ワーカーによる支援が伴えば貯蓄が進学への気持ちを高めることはある。(G)
	貯蓄による社会性の成長	・貯蓄をすることで、目の前の進学だけでなく将来の自分を考えるようになったこともある (A) ・貯蓄をすることで自分に向き合うことや将来について考えることができる (C) ・貯蓄を通じて自分に向き合う機会になり、自己の成長につながると思う (D) ・貯蓄をすることで人間的な成長にもつながっていると思う (E) ・貯蓄をすることで子ども自身が自らのことについて振り返り、どのように問題を解決しよう考えることにつながる (F)
	生活保護制度における貯蓄に関する説明	・生活保護制度においてアルバイト費用の取り扱いや控除の取り組みを知らないことで不安がられる方もいるので説明をしている (A) ・貯蓄について適切に説明をし、保護者の理解を得るようにしている (B) ・貯蓄の取り扱いについては、保護者の安心感を得るように話をし、書類、口頭で説明をしている (C) ・貯蓄に関する説明は適切に行っており、保護者の理解を得ながらすすめている (D) ・生活保護制度で貯蓄ができることを保護者に口頭や書類で伝え理解を促している (E) ・保護者が子どものアルバイト費用や管理についてはコマ中に説明をしていて、適切に貯蓄をしている (F) ・貯蓄の取り扱いについては保護者へ適切に伝えておく必要がある (G)
	子どもの進学に対する保護者の意向の確認	・子どもの進学希望に対して保護者がどのように捉えているか確認する必要がある (A) ・保護者が子どもの進学について理解を示しておく必要があるので確認している (B) ・子どものみの希望では進学への支援はできないので、必ず保護者の意向を確認している

		(C) - 子どもの気持ちと保護者の気持ちは同等のように理解する必要がある、保護者の理解なしでは進学はすすめられない (D) - 保護者の思いも把握しておく必要がある、子どもの希望をどのように理解しているか確認している (E) - 保護者支援が必要で、保護者の気持ちを確認する必要がある (F) - 保護者が子どもの進学についてどのように思っているか重要である (G)
貯蓄を支える多機関連携	就学費用を提供する機関の把握	- 社会福祉協議会や学生支援機構等とも連携を図り、貯蓄の参考になる資金に関する情報を得ている (A) - 進学に利用できる費用を提供している機関の情報把握は必要であり、ケースワーカーも調べている (B) - 日頃から就学費用を利用できる機関、団体については情報を持っており、新たに得た情報についてはケースワーカーへ周知している (C)。 - 就学支援制度や日本学生支援機構等の機関の動向は日頃より気にして情報を得ている (D) - 就学費用に利用できる機関は把握に努めている (E) - 日本学生支援機構等をはじめ、就学費用に利用できる団体等がないかはかなり調べている (F) - 公的制度をはじめ、就学に利用できる機関は把握している (G)
	金銭以外の社会資源の把握	- 進学に関する支援が使用できる情報は得るようにしている (A) - 制度をはじめ、進学に関する支援においては社会資源の把握はしている (B) - 大学進学するためには貯蓄の他にも様々な支援が必要になることがあり、利用できる制度や機関について方法を得ている (C) - 生活支援、文化的な経験を支援してくれる団体があり、そのような支援に関わる団体の把握をしている (D) - 社会資源の把握、活用は重要で、子どもの支援にかかわる情報は得るようにしている (F) - 学習支援等個別の取り組みをしている団体があり、支援に関わる機関の把握は必要 (G)
組織内の情報共有による生活保護制度の運用	支援記録の共有	- 福祉事務所内での過去の記録をもとに、支援の方法について情報交換をしている (A) - 支援の過程はシステムで記録をしていて、過去のデータや記録をみて支援を検討している (A) - これまでの記録をもとにどのような支援ができるのかケースワーカー同士で話をしている (B) - 大学進学のケースは多くないので、支援の過程を記録し、次の支援に役立てることができるとしている (C)

		・支援の過程は記録をするとともに、周囲のワーカーへ引継ぎをしている (D) ・子どもの支援の過程については記録をし、情報が引き出せるようにしている (E) ・記録を作成し共有している (F) ・支援の振り返りをし、記録を作成するとともに、周囲のケースワーカーと共有をしていて対応をよりよくしている (G)
	生活保護制度の規定に則った支援	・生活保護法や生活保護手帳をみながら、貯蓄を支援できる制度や根拠を見出だしている (A) ・支援をする上で生活保護制度の根拠について調べ、支援できることは取り組んでいる (B) ・子どもの希望を叶え、実現するように生活保護制度の内容を何度も読み返し、法令順守のもと支援ができることを探している (C) ・生活保護制度の枠の中で支援ができることを整理し、その中で対応できることを検討している (D) ・生活保護制度に定められた内容に従って支援をしている (E) ・生活保護制度をどのように支援に活かすことができるのかという視点で子どもの希望の実現を考えている (F) ・生活保護制度の中での対応になるが、規定の中で子どもの支援を考えている (G)

表 3 大学等の進学における貯蓄の支援課題

カテゴリー	サブカテゴリー	インタビュー協力者の語り
見通しを持つことができる貯蓄計画	貯蓄の計画を立てる	・目的を達成するための計画を話し合うことが必要だが支援の充実が課題となる (A) ・お金をどのように貯蓄していくのか子どもの指導にあたっているがより支援が求められる (B) ・子ども自身が貯蓄の経験をし、進学に向けてお金を計画的に貯めていくという気持ちを持つことが課題といえる (C) ・進学に係る費用については計画が必要であるが十分な対応までには至っていない (D) ・子どもの貯蓄に対して計画性を持って取り組むことが課題 (E) ・どの程度貯蓄が必要なのか子ども自身にも理解できる支援が必要 (F) ・進学に係る費用が明確にならないと支援の取り組みが明確にならない (G)
	具体的に必要な金額の確認	・子ども自身が大学の進学のために必要な費用を理解し、アルバイトでどの程度貯蓄が必要とするか理解することが必要となっている (A) ・進学に必要なお金はケースワーカーも確認をしている。本人が理解できているかも確認していく必要がある (A) ・どの程度お金が必要なのか子ども自身に調べてもらうようにしている (B) ・進学先それぞれ必要な金額が異なるのでその都度どの程度費用が必要となるのか子どもにも調べるように促しているが難しい部分もある (C) ・支援を考えていくためにも具体的な金額を知る必要があり、そのためにどのような貯蓄をするかを考えてもらうようにしている (D) ・進学に向けてどの程度費用が必要になるのか的確に把握できないと貯蓄の段階にいかない (F) ・費用の把握が必要であるが、子ども自身も細かに理解することが難しい部分もある (G)
貯蓄の見守り	貯蓄状況の適切な確認	・保護者が行うことがいいのかもしれないが、支援としてケースワーカーも関わり、状況を確認していくことが課題となっている (A) ・アルバイトの費用を得たら明細等において提出によって確認をする必要があり適正な対応が求められるので管理側の課題となっている (B) ・自立更生費から控除をしているため、貯蓄に対しては、適切な管理、把握がケースワーカーには求められ課題としている (C) ・制度上アルバイト代は収入になり、控除で対応することになるので貯蓄されているかどうか細かに確認する必要がある管理体制が課題 (D) ・貯蓄がどのように推移しているの把握している (E) ・控除で対応するので、制度上目的外使用がないように確認していく必要がありその管理体制の整備が課題 (F)

	子ども本人からの状況報告	・ 目的外使用にならないように対応していく必要がある (G) ・ 収入を得たら子ども本人から報告をしてもらうように取り組んでおり、これを徹底していくことが課題 (A) ・ 子ども本人から報告を受けるように求めているが、必ずしも対応できているわけではない (B) ・ 子ども報告をするように促している (C) ・ 収入状況を確認するために子どもと会い状況確認したいところであるが難しい部分もある (D) ・ 子どもの貯蓄に関しては本人のものであるので、子どもからアルバイトの状況報告ができるとよいが難しい。(E) ・ 子どもから報告をしてもらうようにし、重要な支援となる (F) ・ 子どもから報告してもらえれば把握しやすいがなかなか難しい (G)
ケースワーカーの制度理解	生活保護制度の改正の理解	・ 生活保護制度の改正については敏感になっていないと子ども、保護者へ正しい情報が伝えられない (A) ・ ケースワーカーも支援に関する制度を学び続ける必要がある、学びの機会が課題 (B) ・ 改正の多い生活保護制度あるのでケースワーカーが動向をつかんでいないと支援が難しい (C) ・ 生活保護制度の改正にケースワーカーはついていく必要がある、知識を得ていくことが課題 (D) ・ 生活保護制度の変更についてはケースワーカーがしっかり押さええていかなければならない (E) ・ 生活保護制度の取り扱いについては、ケースワーカーはしっかり理解していく必要がある課題である (F) ・ ケースワーカーは真摯に支援に向き合い、制度の改正を把握していかなければならないので課題 (G)
	生活保護制度上の控除の対応	・ 自立更生活費の控除として必要性が認められるように、ケースワーカーが支援内容を考えしていくことが課題 (A) ・ 収入認定ではなく、控除ができるように制度について理解を深めていくことがケースワーカーには求められ課題としている (B) ・ 大学進学するためには、お金が必要であり、アルバイト代について制度上控除ができないかケースワーカーが考えられるようにすることが課題 (C) ・ 子どもの将来を考えた時に自立更生活費等の対応ができるように支援を検討できることが課題 (D) ・ 子どもの控除のために生活保護制度の運用をできる力を育むことが理解。(E) ・ 控除等の対応をすることにより子どものニーズが満たされ、自立に向かうことができる等の支援の視点をもつ必要がある (F)

	ケースワーカー個々の力量の差	・生活保護制度で対応できる控除の活用が必要 (G) ・ワーカー個人の力量によって、子どもとの信頼関係や対応に差が生まれることがあり、ケースワーカーとしての資質向上が課題となっている (A) ・子どもの支援をしたいという思いが支援に差が出てくることがあるため課題となっている (B) ・子どもの将来をどうにかしないといけないというケースワーカーの個人の思いが支援の差につながることもあり課題である (C) ・ケースワーカーによって取り組む支援の範囲が異なることがあり、資質の向上が必要であり課題である (D) ・ケースワーカーによって支援が異なっている状況があるのが課題 (E) ・貯蓄することが子どもの支援につながると考えられる場合は子どもにそのことを伝え支援していくことが望ましく課題となっている (F) ・ケースワーカーそれぞれ意識の差が大きいのが現状であり、熱意をもって支援にあたっているという思いがあり課題である (G)
家庭環境への理解を含めた貯蓄の 取り組み	疾患を有する保護者への丁寧な 対応	・保護者が精神的な疾患を有している場合があり、子どもの進路や貯蓄のことについて説明、同意をとる支援が必要な場合があり課題である (A) ・保護者が病気をしている場合には、子どもがヤングケアラーの状態になっていることもあり、保護者の状況に合わせた説明が必要になることがあり課題として捉えている (B) ・ケースによっては、保護者が疾患を抱えている場合があり、子どもを含めた家庭への支援の視点がなく、うまくいかず課題として感じている (C) ・支援が必要な保護者の場合には、家庭全体をみていく必要があり、支援の介入をするこ とがあり課題となる部分である (D) ・保護者が精神的な疾患を有していることがあり、ケースワーカーが分かりやすく話をす る対応が求められ課題である (F) ・保護者が要支援状態にある場合には信頼関係を築き対応をする必要があり課題 (G)
	子どもと保護者のそれぞれの 思いに沿った対応	・子ども本人のみの希望ですめることはできず、保護者へ進捗状況を説明、理解を求め る必要があり課題となる部分である (A) ・子どもの希望に合わせて保護者にも説明をしていくことが必要であり課題である (A) ・子どもの希望と保護者の希望が沿うように見守りをする必要があり支援の課題である (B) ・子どもと保護者の意見をすり合わせるようにそれぞれのニーズを把握し家 庭単位での支援に取り組みなければならないという視点が課題である (C) ・子どもの意見も保護者の意見もどちらも重要でそれを適切に整理できるような支援をし なければならない (D) ・子どもの希望に対して保護者が納得されないケースもあり、その真意をつかみながら支 援できることが課題である (F)

		・子どもと保護者どちらにもアプローチすることが支援では必要でニーズを捉えられるようにすることが課題 (G)
	子ども本人から親への説明の促し	・子ども自身で保護者へ説明することも必要であり、子ども自身に促していくことが必要なことだと思っていて課題としている (A) ・子ども本人の気持ちを保護者へ伝えられることが必要であり課題として捉えている (C) ・子どもから保護者へ希望を伝えられるように促すことが必要だと思っていて課題 (G)
社会資源の積極的な活用	学習支援をする活動団体との関わり	・貯蓄と同様に、子どもの学習の取り組みを支える団体等との関わりが必要で関係性を深めることが課題 (A) ・大学進学や貯蓄のことを考えていくためにも子ども自身の学習環境を整えることが重要な支援である (C) ・貯蓄のみでなく、大学進学するために学習支援が必要 (D) ・子どもには学習支援が必要であり、活動団体との関わりが深い状況にはなく課題 (E) ・本来は貯蓄の前に学習支援が必要なが多く、支援を行う団体との関わりが必要だ (G)
	子どもの学校との関わり	・子どもの様子を詳しく知ることが難しく、学校との関係が課題 (C) ・子どもの学校の様子を知らることが難しい (D) ・ケースワーカーのみでは支援に限界があることは分かっているが、学校との関わりまでもつのは忙しく非常に難しい (G)

表 4 大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための取り組み

カテゴリー	サブカテゴリー	インターネット協力者の語り
子どもとの面会調整	子どもとの面会予定の計画	・ケースワーカーが子どもと定期的に会って状況を把握することが必要 (A) ・子どもとなるべく会えるようにしなければならない (B) ・子どもと計画的に、確実に会うことができるようにケースワーカーは考えることが大事 (C) ・子どもとなるべく会うことで関係が築かれる (D) ・子どもと会う取り組みは重要 (E) ・子どもと定期的に会うことでよい支援につながることを経験してきた (F) ・子どもと会えるようにしていくこと (F)
	子どもの生活の変化への気づき	・子どもの生活に変わりはないか定期的に確認していくことが必要である (A) ・子どもの変化を捉えていくことで進学や貯蓄の状況を把握できることにつながる (B) ・子どもの表情や日常の生活を知ることにより支援の取り組みや関わりを充実させていくことができると思う (C) ・子どもの生活を知っていくことが必要である (D) ・子どもの暮らしに目を向けていくことが大事で、その情報を得られるようにしなければならない (E) ・子どもの意思は変化することもあり、学校の様子等日々の状況を知っていくことが重要 (F) ・子ども自身を知る事が重要で、そうすると子どもの暮らしにも目を向けることになる (G)
	子どもの理解に基づく面接技術の向上	・子どもの本当の意思はどうなのか捉えていく必要がある (A) ・はコミュニケーション技術が求められる (A) ・支援に必要な対人援助の力を高めていくことが求められる (B) ・面接技術等の研修を行っているが、子どもの意思を汲み取ることの必要性を認識することが必要 (C) ・子どもの意思の決定に寄り添うことができる相談支援をしていくことが必要 (D) ・子どもの真の気持ちを捉えられるようにしていかなければならない (E) ・子どもと関わり、子どもの意思を理解できるように面接をしていく力が必要 (F) ・必要な貯蓄に気持ちを向けていくためにも、子どもと関係を構築できる相談支援の技術が必要 (G)
	支援計画を策定する力	・子どものニーズを満たすために生活保護制度を活用することが必要 (A) ・子どもの支援を見通しする力が必要 (B) ・ケースワーカー自身が子どもをどのように支援し、大学進学やその先の自立に結びつけ

貯蓄の支援につながる社会資源の 開発		るのか計画を立てることが必要 (C) ・子どもをどのように導くか支援の内容を考える力がケースワーカーには求められる (D) ・子どもの支援をどのようにすすめていくかケースワーカーが見通しをもつことが大事になる (E) ・ケースワーカーには子どもの意思に基づいて子どもの自立に向けた支援を考えるための力が求められる (F) ・子どもの希望にもとづいてどのように支援をしていくか支援者側も考える必要がある (G)
	子どもの権利保障	・子ども自身が将来自立して地域で暮らすことができる社会が必要で、子ども本人には成長してほしいと思う (A) ・生活保護制度を利用して世帯の理解がすすんでいるわけではまだないので地域の人々の理解が必要 (B) ・生活保護制度を利用することは恥ずかしいことではないという認識が社会には必要で子ども自身にもそのことを理解してもらわなければならない (C) ・社会ではなかなか生活保護制度に対して理解があるとは言えない部分があり子どももの人間性を認めていくことが必要 (D) ・子どものための社会の実現を目指していく必要がある (F) ・子どもらしい暮らしを営めることや社会の理解がすすむことが必要 (G)
	子どもの支援に関わる団体の 立ち上げ	・福祉事務所だけでは子どもに対して十分な支援することが難しいので、支援に携わる団体との連携が必要で、今できるサービスがなければ新たに創っていくことも必要 (A) ・貯蓄につながる子どもの支援が不足しているので地域にもっと活動団体が増えればと思う (B) ・子どもの支援に団体が拡充していけば、子どもの支援にもつながり福祉事務所では対応しづらいことも可能になると思う (C) ・今、現存する支援団体に加えて (D) ・現在活動されている団体を支援し、子どもの支援にいろいろ関わってもらえればいいなと考えている (G)
福祉事務所内における情報共有の	学習支援の必要性	・貯蓄も必要であるが、同時に学習支援をしていくことが必要で、生活困窮者世帯を対象として事業を通じて子どもの支援を拡充していくことが必要 (A) ・学習支援に関して事業委託をしており、この学習支援の充実が貯蓄のステップにもつながることになると思う (C) ・貯蓄と同様、子どもの学習にも力を入れる必要があり、学習支援に取り組んでもらう団体があればよいと思う (D) ・学習支援の取り組みが基本 (E) ・大学等に進学するために学習支援が必要な状況である (G)
	子どもの貯蓄への支援に	・子どもが進学を希望するならばその気持ちに応えるための支援が必要 (A)

体制強化	対するケースワーカーの意識の向上	・子どもの意思に基づく支援に取り組むことが必要 (B) ・子どもが取り組む貯蓄を支援することが子どもの希望を叶え、自立に向かうことを信じて、ケースワーカーの専門性を向上させることが求められる (C) ・子どもの進学のために貯蓄に対する支援も取り組んでいこうとするケースワーカーの気持ちが重要である (D) ・ケースワーカーが熱意をもって取り組むことが必要であり、子どもの支援に対する意識を高めることが望ましい (E) ・子ども本人が望めば大学の進学やそのために必要な貯蓄が必要であり、ケースワーカーが支援への意識を高める必要がある (F) ・ケースワーカーが冷静でありながらも、子どもが必要としている支援について考え、貯蓄の支援にも丁寧に取り組むことで希望が叶えられるならば取り組むべきである (G) 人事異動や担当地区の変更に伴う情報の伝達 ・支援の継続性が必要で組織の都合で子どもの支援が途絶えないように支援していく体制が必要 (A) ・ワーカーが異動や退職、担当地域が変更すると、子どもへの対応が続かないことがあるため引継ぎが大事 (B) ・福祉事務所では、ずっと同じ人が関わり続けることは難しいこともあるので良い支援は継続できるようにするのが重要 (C) ・組織内では部署異動等があるので子どもに関する情報や、支援が継続していくように対応しなければならぬ (D) ・情報伝達は重要で、引継ぎは適正に実施し、支援が途絶えないようにしている (E) ・支援の担当者が変わると支援が滞ってしまうことがあり、組織としても個人レベルの対応にならないようにしたい (G) 大学等への進学支援の実績の可視化 ・生活保護世帯における子どもの大学進学はケースとして多いわけではないので支援した流れや実績が分かるようにしていくと思う (A) ・生活保護世帯で子どもが進学することは多くないので、ケースワーカーも実績を整理することで、支援の振り返りにもつながると思う (C) ・子どもが大学へ進学するということを主眼として対応してこなかったためこれまでの対応等振り返り資料を整理すると、ケースワーカーの意識も高まるのではないかと思う (D) ・大学への進学実績を分かるようにし、福祉事務所全体で取り組むようにしていかなければならない (E) ・支援の質を高めるためににも対応ケースが少ない大学進学についてこれまでの情報を整理していくことが大事である (F) ・大学への進学に関する子どもの支援について、ケースを蓄積していくことが必要 (G)
------	-------------------------	--

IV. 考察

本研究では福祉事務所の職員 7 名を対象にインタビュー調査を実施し、逐語データを質的内容分析法に依拠し分析を行った。分析の結果、「大学等の進学における貯蓄への支援内容」の設問では、6 カテゴリー、12 サブカテゴリーが抽出された。た、「大学等の進学における貯蓄の支援課題」については、5 カテゴリー、12 サブカテゴリーが抽出された。さらに、「大学等の進学に必要な貯蓄を推進するための今後の取り組み」は 4 カテゴリー、10 サブカテゴリーが生成された。以上、生活保護世帯の子どもの大学等への進学に向けた貯蓄への支援の取り組みや課題について分析を進めてきた。以下では、5 点考察を行う。

1. 子どもが大学等の進学に向き合う力を高める関わり

子どもの大学等への進学ニーズに対し、その子ども自身が希望に向かって必要なことに取り組むことができる伴走型の支援が行われていた。支援する子どもの中には、成育歴による社会文化的活動の制限、学習の経験が十分でないため、意思を継続していくことの難しさもみられた。子どもの意思により進路希望が変更になる場合はよいが、子どもの真のニーズを汲み取るための支援が必要になる。その際に、ケースワーカーは、子ども自身が自らの進路について考え、決定できるような関わりが重要となる。

そして、この前提として、まず子どもに対して、大学等の進学が将来の選択の 1 つとしてあることをケースワーカーが適切に伝え、さらに保護者へも説明する支援が重要である。子ども自身は、生活保護制度の内容を把握していないことが多いため、子どもが分かる言葉で伝え、子ども自身が進路を選択するための情報を得ることで、自己に向き合う気持ちが高まると考えられる。

このような関わりによって、大学等への進学を希望する場合には、自らが必要とする準備や手続き、必要な費用をどのように貯蓄していくのかを自分事として捉え、考えることにつながると期待される。

2. 継続的な対話による子どもの貯蓄への支援

ケースワーカーが子どもと関わり続け、大学等の入学の希望を叶えるために貯蓄を支える支援に取り組まれていた。継続した貯蓄ができるためにも、ケースワーカーによる見守りが必要であると認識されていた。そして、子どもの貯蓄を認める関わりをすることにより、子どもの安定した貯蓄につながっていた。

これらの支援の基盤となるのが子どもとの面会を確実に行うことである。ケースワーカーが勤務にあたる時間と子どもが通常学校に行っている時間で重なることもあろうが、子どもの休みの日を把握することや長期休暇等を活かして会うことも検討出来るだろう。また、面会する場所においても、自宅、福祉事務所、公的な施設等も考えられ、子どもの生活のペースを意識し、その中で確保できる時間、場所を検討していくことが望ましい。

3. 将来の自立に必要と認識されるアルバイト収入に対し積極的な控除の対応

子どもが大学等への進学を目指した場合のアルバイト代については、自立更生計画書によって、収入認定から控除される可能性がある。実際に、ケースワーカーは子ども本人と話し、アルバイト収入について適宜自立更生費として控除の対応をし、貯蓄ができるように支援をしていた。

生活保護制度の考え方においては、稼働能力を有する者は、就労するという考えが長らくベースにあり、それは重要な視点であるが、これからは、子どもの将来や暮らしを考え、また子どもの権利から支援を考えた場合には、大学等への進学を希望する場合には法制度に則って実現できるような支援が求められる。近年においては、就学援助制度等を活用すれば大学等への進学が実現しやすい環境にはなっており、さらなる拡充が必要である。

これらの視点から、子どもの将来を考えた時に、ケースワーカーは就労する選択だけを提示するのではなく、大学等の進学ができるということを十分に提示し、子どもが希望するならば積極的に自立更生費等の控除を行う等の支援の視点をもつことが必要である。

4. 子どものアルバイトに対する保護者の理解を促進する支援

ケースワーカーは子どもと保護者へ仲介し、子どものニーズを保護者も理解できるように支援をされていた。保護者によっては、子どもが大学等へ進学することに対し必ずしも肯定的な認識をもっているとは限らないため、ケースワーカーが必要に応じて子どもの意思を伝え、保護者の意思を汲み取るようにしていた。

今後は、子どものニーズを尊重し、子どもから保護者へ十分に伝えることが困難な部分については、ケースワーカーが子どものアルバイトについて、その目的や意義、将来の見通しを分かりやすく伝えることで理解を得ていくことが必要であろう。

5. 子どもの理解に基づくソーシャルワークの展開

子どもの生活を包括的に捉える視点で支援が展開されていた。本研究においては、大学等への進学に向けての貯蓄に焦点をあてたが、その基盤として、ケースワーカーには子どもの理解に基づく支援が求められる。2016年に改正された児童福祉法においては、すべての子どもが福祉を等しく保障される「権利の主体」であることが、基本理念として明記された。さらに、2022年には子どもの施策の基本理念を定めた「こども基本法」が制定され、翌2023年4月に子どもに関わる政策を総括する「こども家庭庁」が発足した。子どもの福祉を推進していくためには、子どもを中心に据え、子育て家庭を社会全体で支えていく視点を施策の側面や社会づくりが推進していくこととされている。その中で、生活保護制度を利用する家庭においては、日常生活自立、社会生活自立、経済的自立のそれぞれに支援を包括して取り組むことが求められる。特に、生活保護世帯の要支援となる子どもに対しては、その権利を保障する視点がケースワーカーには求められる。生活保護制度において、その実施過程で展開されるソーシャルワークの専門性はどこにあるのかと言った問い

は、古くて新しい問題だと指摘され（清水 1992）¹¹⁾、今後は、現代のソーシャルワーク養成の潮流であるジェネリックな視点を有し、特に子どもの権利保障を基盤に据えたソーシャルワーク機能の向上が望まれる。

V. 研究の限界と今後の課題

本研究では、生活保護制度を利用する子どもの大学等への進学に対し、ケースワーカーが子どもの貯蓄に関する支援のあり方を明らかにすることを目的として、現在取り組まれている支援内容や課題、今後の取り組みについて分析を行った。その結果、子どもが大学等の進学に向き合う力を高める関わり、継続的な対話による子どもの貯蓄への支援、将来の自立に必要と認識されるアルバイト収入に対し積極的な控除の対応、子どものアルバイトに対する保護者の理解を促進する支援、子どもの理解に基づくソーシャルワークの展開が必要であることを明らかにした。

生活保護世帯から貧困の再生産を断ち切っていくためにも、保護者の自立はもちろんであるが、その家庭の子どもの将来の支援が非常に重要である。そこでは、単純に高校卒業後の就職や進学等への選択を促すのではなく、一人ひとりの子どもが豊かに将来の夢を描くことができるような支援が求められる。一般的に、低所得世帯の子どもは、社会的、文化的な活動への参加が少ないことから将来に対して自らに自信をもち生活を営むイメージが湧くような対応が必要である。しかし現在、生活保護世帯の調査においては、「高齢者世帯」「障害者・傷病者世帯」「母子世帯」「その他の世帯」に分類、報告されていて、子育て世帯に関する世帯の情報は前記した世帯それぞれに包含されていることから実態が詳細に分からない状態である。そこで、生活保護世帯を利用する子育て世代に関する調査及び公表する仕組みを設けることが必要であろう。子育て世帯の状況について社会に広く周知することにより、様々な支援について実践、研究の裾野が広がっていくものだと考える。

昨今の生活保護制度において、大学等への進学に対する国の支援は改善してきているが、まだ十分な状況とはなっていない。例えば、生活保護家庭で高校を卒業して就職、もしくは再就職をする場合には、就労自立給付金が利用でき、就労直後の生活費をフォローされるものとなっている。これによって、給与が出るまでの間のつなぎの支援となっており有効である。しかしながら、これは、大学等への進学のためには適用されず、子どもの生活の連続性を考えた時に、大学入学後の生活も見通した支援についても今後議論が求められる。

次に本研究の限界を述べる。本研究においては、子どもの進学に対して支援の成功事例を中心に聞き取りを行ったが、支援の実際においては、本来の目的である大学等の進学へ向けた貯蓄を途中で断念するケースもあった。要支援の家庭において心身の発達段階にある子どもが日々の生活によって希望に揺れが生じるのはあり得ることであり、その過程にケースワーカーがどのように関わっていくのが支援となり、自立の過程を支持することにつながるものであろう。これについては、また別の研究で知見を深めていきたい。さら

に、地域の特性や経済状況、文化的背景、個別的な家族内の人間関係等の違いによって、結果が影響を受ける可能性があるため、結果の一般化は慎重にするべきである。実際の支援について提言をしていくためには、福祉事務所の規模や研修受講状況、スーパービジョン体制といった事項を含め詳細な検討が必要であろう。

今後の研究としては、今回インタビュー調査において、大学等の進学に対する支援内容や課題、今後の取り組みについて質的に整理をしてきたが、全国の福祉事務所で取り組まれている大学等の進学への支援や課題について量的調査を行い、計量的な把握をしていきたい。

謝辞

本研究は、一般財団法人ゆうちょ財団の助成を受けて実施したものです。

日々の業務が大変お忙しい中、研究調査にご協力くださいました福祉事務所の職員の皆様に深く感謝いたします。

引用文献

- 1) 厚生労働省（2023）「2022（令和4）年 国民生活基礎調査の概況」
- 2) 道中隆（2009）『生活保護と日本型ワーキングプア貧困の固定化と世代間継承』、ミネルヴァ書房
- 3) 厚生労働省（2024）「令和5年賃金構造基本統計調査の概況」
- 4) 労働政策研究・研修機構（2019）「ユースフル労働統計」
- 5) 浜銀総合研究所（2019）「生活保護世帯の保護者・子どもの生活状況等の実態や支援のあり方等に関する調査研究事業報告書」
- 6) 厚生労働省（2018）「生活保護世帯出身の大学生等の生活実態調査」
- 7) 大野慶（2021）「「北海道子どもの生活実態調査」からみえる生活保護利用世帯の生活—低所得世帯との比較分析を通して—」『教育福祉研究』第25号、pp21-37
- 8) 孫応霞（2022）「生活保護世帯における子どもの学習支援事業の利用に至る過程に関する分析:学習支援事業のスタッフへのインタビュー調査から」『社会問題研究』71、pp73-85
- 9) 桜井啓太（2018）「生活保護と大学進学:生活保護世帯の大学生等生活実態調査(堺市)から」pp89-100
- 10) 佐藤郁哉（2014）『質的データ分析-原理・方法・実践』新曜社
- 11) 清水浩一(1992)「第5章福祉事務所「改革」の方向と課題」古川孝順編『社会福祉供給システムのパラダイム転換』誠信書房 71-85

参考文献

- ・牧園清子（2017）『生活保護の社会学 自立・世帯・扶養』法律文化社
- ・岡部卓・長友祐三・池谷秀登（2017）『生活保護ソーシャルワークはいま より良い実践を目指して』ミネルヴァ書房
- ・山野則子（2019）『子どもの貧困調査 子どもの生活に関する実態調査から見えてきたもの』明石書店
- ・山田篤裕・駒村康平・四方理人・田中聡一郎・丸山桂（2018）『最低生活保障の実証分析 生活保護制度の課題と将来構想』有斐閣
- ・小関隆志（2020）『生活困窮と金融排除 生活相談・貸付事業と家計改善の可能性』明石書店
- ・末富芳（2017）『子どもの貧困対策と教育支援 より良い政策・連携・協働のために』明石書店
- ・有馬明恵（2021）『内容分析の方法 第2版』ナカニシヤ出版
- ・林明子（2016）『生活保護世帯の子どものライフストーリー 貧困の世代的再生産』勁草書房

相続・事業承継にみる女性と財産—高齢者の 資産管理との関係から—（共同研究）

一般社団法人 現代生活学研究所 所長 上村 協子
千葉商科大学 商経学部 准教授 大風 薫

要 約

【概要】

家産や家業の維持を主目的とする従来型の相続は減少しているといわれている。親世代の財産が一つの世代財産として老後の介護や扶養とセットになって子世代に継承されてきた状態から、ジェンダー平等が志向され、夫婦それぞれの個人財産として子や孫に個別に移転する状態に変化し、家族に遺さない方向など意識が変化しているとされる。

本研究ではジェンダー視点の先行研究をもとに、一般財団法人ゆうちょ財団が実施した「第5回 家計と貯蓄に関する調査」(2022年11月～2023年1月実施)のデータを用い、世代間(親子孫など)資産移転のみならず世代内(夫婦など)資産移転に注目し、相続経験が相続意向の規定要因となるかなど、ジェンダー視点から検証した。

また、明治安田総合研究所の協力を得て『女性と相続 2015』(明治安田生活福祉研究所 2015)の再集計結果を検討した。さらに農業分野の親子・夫婦での2者・4者での事業承継を含めた話し合いがされホームロイヤー的な存在からのアドバイスがある「家族経営協定」についてヒアリング調査を行い、ライフステージの各段階で協定を結び直す相続支援の可能性を相続ケイパビリティ(試案)として提示した。

《先行研究》

相続研究は、経済学のみならず家族研究分野で豊富にある。国内でのジェンダー視点の勤労者世帯での実証研究として上村(1990)は首都圏40km圏夫が昭和一桁生まれ807夫婦で「長男」と「長男以外の同居子」を比較し、長男同居ケースでは父死亡時に遺産の大半は直接長男に移転するが、次三男同居ケースでは、母を経由して次世代へ遺産が移転し、母は存命中に遺産を消費割合が高く長男などにも遺産が分割され、同居子の取り分が少なくなること示した。

また、広渡・御船・上村(1997)では東京女性財団の、広渡は夫婦財産制を基礎づける心理的条件に個人業績志向「自分が寄与した」と身分効果志向「夫婦だから」2つの考え方を指摘した。さらに広渡は別産制をとる夫婦財産制について、性別役割分業を当然のものと前提にしながら成立する家父長的共同性と平等なパートナーシップにたつて場合によっては自覚的なルールによって分業的な体制をとる夫婦間の共同性があるとした。

(一社)日本家政学会生活経営学部会は「生活経営学におけるケイパビリティ・アプローチ」を掲げて地域や社会課題解決のための実態と各要素を検討しケイパビリティ・アプローチが日本に定着することに貢献している。天野・粕谷(2008)はM、ヌスバウム(2005)の「ケイパビリティ・アプローチ」をもとに、女性農業者が生活設計の、有効なアプローチとしてケイパビリティを提示し、生活設計をたてる場合に考えておくべき「機能的ケイパビリティ」リストを用いて女性農業者の資産形成や経営移譲などの生活課題を検討した。

《ゆうちょ財団調査 「第5回 家計と貯蓄に関する調査」分析方法と結果》

一般財団法人ゆうちょ財団が実施した「第5回 家計と貯蓄に関する調査」(2022年11月～2023年1月実施)のデータを用いる。分析対象は男性世帯主883(平均年齢60歳)、女性615(内訳：男性世帯主の配偶者475<平均年齢55歳>、女性世帯主140<平均年齢58歳>)の計1,536サンプルである。

相続経験が次世代(子どもや孫など)への相続意向の規定要因となるかをジェンダーの視

点から検証した。分析の結果、相続経験と相続意向には関連があり、男女とも依然として、自らが得た財産を次世代へ継承したい意識があると結論づけられる。ただし、多変量解析の結果を見ると、この関係の背景には、ジェンダーによる経済的役割や家族関係の捉え方における相違があることが示唆できる。

具体的には、男性は、フローのみならずストック、さらにはストックの世代間移転までを自らの経済的役割と考え、相続を家の継承という制度・理念ベースで捉えていると考えられる。これは、年齢や社会経済的地位をコントロールしてもなお、同居子、つまり家を継承する可能性のある次世代が身近にいる場合に相続意向が高まるという結果から読み取れる。

一方、女性の多変量解析の結果からは、配偶者の父親との距離的な近さによって（恐らくそこには義父母のケア役割を伴うことにもなるが）前世代との関係性が近くなることで相続可能性に対する確信度合が高まり、その結果、引き受けた資産を次世代へ受け継ごうとする意向は高まる様子がうかがえる。ただし、男性のような同居子の効果が明確に見られないことから、家を維持するための相続意識は相対的に低く、相続によって得た不労所得を自分の代でなくしてしまうことへのためらいや、同居子以外の子どもも含めた均分相続意識があるものと考えられる。

《明治安田総合研究所調査再集計》

明治安田総合研究所による 2015 年調査の再集計からは、ゆうちょ財団調査分析と同様に相続経験と相続意向には関連が示され、相続経験がある男女は、自らが得た財産を次世代へ継承したい意識があり、男性にその傾向が強く読み取れる結果となった。父母の死亡順番に注目し世代間移転（親子）と世代内移転（夫婦）の順番に注目した点が特徴的な結果であり、第 1 次相続・第 2 次相続で資産の流れが異なり、また近年第 1 次相続の父から母への世代内（夫婦）での資産移転内容に変化がみられた。

《家族経営協定の注目》

契約という感覚は日本の家族とくに農家では水臭く馴染まないといわれてきた。「家業としての農業」から「経営としての農業」へ発展を目標に「父子協業経営」「親子契約」などとも呼び名をかえ、「家族経営協定」を農家に定着させる努力が農業委員会や生活改善の普及指導センターや JA など各地域で長年なされてきた。農業分野での親子・夫婦での 2 者・4 者での事業承継を含めた話し合いがされホームロイヤー的な存在からのアドバイスがある「家族経営協定」について岩崎由美子（福島大学）五條満芳（東京農業大学）にヒアリング調査を行った。岩崎（2005）は「農業経営権に関する領域への女性の参画に、家族経営協定が果たした役割は大きい」とする。家族経営協定締結農家を対象としたアンケート調査結果（女性・生活協会）では締結後の変化に「家族での話し合いの機会が増えた」（39.5%）とある。「ケイパビリティ・アプローチ」と女性農業者の共同選択的共有資産意識が注目される。

《今後の課題》

相続の特徴は、遺産を渡す側と遺産を受け取る側の立場・状況が異なることであり、双方の理解・情報交換がなければ、well-being につながらない可能性がある。特に、今、遺産を渡す側高齢者の認知能力をどのように評価するか、その対応も問われている。

家計内でのさらに大規模な資産移転が予想される。世代間資産移転・世代内資産移転による高齢者やその家族の資源利用能力などを整える環境整備は、当事者のみならず社会全体で課題となってきている。地域や家族での議論を進めるに当たって実態解明ができる調査や、具体的な相続ケイパビリティの概念整理が今後の課題である。

相続・事業承継にみる女性と財産

－高齢者の資産管理との関係から－

一般社団法人 現代生活学研究所
千葉商科大学 商経学部

所長 上村 協子
准教授 大風 薫

本報告は、一般財団法人ゆうちょ財団から家計研究助成を受け、同財団の「第 5 回 家計と貯蓄に関する調査」(2022 年 11 月～2023 年 1 月実施)の個別データの提供をうけて実施した研究成果である。

1. 研究の背景
2. 先行研究・本研究の目的・研究方法
 - 2.1 遺産相続モデル
 - 2.2 世代間資産移転調査
 - 2.3 女性と財産：ジェンダー視点での研究
 - 2.4 家族研究分野の先行研究
 - 2.5 生活設計とケイパビリティ・アプローチ
 - 2.6 本研究の目的.
 - 2.7 研究方法
3. ゆうちょ財団「家計と貯蓄に関する調査」の分析
 - 3.1 研究方法・分析データ・分析対象者の属性
 - 3.2 分析結果
4. ゆうちょ財団調査結果のまとめと結論・限界・今後の課題
 - 4.1 結果のまとめ
 - 4.2 ゆうちょ財団調査結論と限界・今後の課題
- 5 明治安田総合研究所 『女性と相続 2015』再集計
 - 5.1 相続経験の有無が相続動機に及ぼす影響（保有金融資産 1000 万円以上）
 - 5.2 一次相続・二次相続にみる遺産の流れ（父先死亡を例に）
 - 5.3 相続の発生時期による変化
- 6 女性農業者の相続・資産形成と家族経営協定
 - 6.1 家族経営協定に関するヒアリング調査
 - 6.2 女性農業者と家族経営協定
 - 6.3 家族経営協定の可能性
 - 6.4 相続と well - being：共同選択的共有資産意識
- 7.今後の課題：試論 相続ケイパビリティ

キーワード

相続・事業承継 ジェンダー 家族経営協定 相続ケイパビリティ 女性と財産

1. 研究の背景

家産や家業の維持を主目的とする従来型の相続は減少しているといわれる。だが戦後、均分相続の民法となっても、日本では「長男だから」「長子だから」を理由とする家督相続的な慣習が、根強く継続されてきたことが従来の調査から明らかにされてきた。

ジェンダー平等が志向され、家族に遺さない方向など、財産に関する意識が変化しているといわれるが、相続税対策や家族での話し合いはどの程度されているのか、具体的には不明な点が多い。

高齢女性の増加などを背景に、配偶者と死別した高齢者への生活政策や制度へ配慮する動きもみられるが、その政策転換が実際の人びとの財産の所有権や相続行動にどのような影響を及ぼしているのかが明らかではなく、依然としてジェンダー不平等が存在していることに注目する必要がある。

超高齢社会の家族に何が起きているのか、経済学的な調査研究だけではなく、家族関係や法社会学、行動経済学、多様な領域から学際的にアプローチする相続研究の重要性が高まっている。

2. 先行研究

2.1 遺産相続モデル

北村（2018）「世代間資産移転と相続税」ではピケティの推計方法をもちいた世代間資産移転に関する研究を進め、日本全体では生前贈与を含め年間 80 兆円の世代間資産移転が行われていると推計している。だが、その内実はわかっていない。（北村 2018）

経済学分野における遺産相続モデルは、主として、王朝モデル、ライフサイクル・モデル、利他主義モデル、利己主義モデル（戦略的動機・暗黙的年金契約）といった合理的動機にもとづいて分類される。

一方で、上村（2019）が指摘するように、各家庭での相続場面では相続人の家族状況や経済状況、将来の生活設計の見通しなど、相続人が当事者として置かれている立場が異なるため、家計財産の名義や貢献に関する意識に齟齬を生じ遺産分割にあたって、家族内に争い（争族）が生じ合理的経済人モデルでは分析できないドラマが発生している。そこには、これまでの資産名義の議論や人生の収支決算時における財産配分基準に「誰がある財産の所有権を持つべきか」という議論・話し合いの不在、なかでもジェンダー視点での研究の蓄積の少なさの問題がある（上村 2019）。

2.2 世代間資産移転調査

上村（1990）は、合理的経済人モデルによる限界を念頭に置き、野口・鬼頭らと共に国内初の都市勤労者の相続実態を明らかにした経済学的なアプローチによる相続研究をおこなった。調査は 1988 年 10 月に、首都圏 40 km 市区町村に住む夫が昭和一桁生まれの 807 夫婦を対象に行われた。注目したのは「長男・同居子の相続」と「長男以外の同居子の相続」の比較である。分析の結果、長男が同居するケースでは、父死亡時に遺産の大半（主に不動産）は直接長男に移転するが、次三男との同居ケースでは、母を経由して次世代へ遺産が移転する割合が高くなり、母は存命中に遺産を消費してしまうことがあること、更に、このケースでは、同居しなかった長男などにも遺産が分割され、同居子の取り分が少なくなることを示した。

2.3 女性と財産：ジェンダー視点での研究

広渡・御船・上村（1997）は東京女性財団の女性と財産に関する研究として東京都内に居住する 45～65 歳の有配偶女性に対して郵送法で家計における「妻と夫の財産所有の構造」を明らかにする調査を行った。また東京女性財団（1998）では女性と財産の距離と家族共同

性について調査を実施した。

御船は「女性と財産」問題がなぜとりあげられなかったのか、「女性と財産」問題がなぜ取り上げられるようになったのかという視点から妻の財産に対する考え方の多様性、特に妻の資産形成についての夫の考え方を検討した。さらに、上村は、不動産と金融資産の名義と資産使用・運用などの実態と意識の乖離があり、相続においても個人の貢献評価と清算という形の整理されていないことを明らかにした。また広渡は、夫婦財産制の歴史的、比較法的考察をもとに考察し、夫婦財産についての共有制や持ち分の意識を基礎づける心理的条件に個人業績志向「自分が寄与した」という考え方と、身分効果志向「夫婦だから」という2つの考え方があることを指摘した。(p143)

さらに明治安田生活福祉研究所(現明治安田総合研究所)『女性と相続 2015』調査などで、上村は、女性名義財産に注目し、ジェンダー視点のアプローチで調査を実施し、世代間移転における家族の役割を軸に相続調査を実施してきた。一次相続と二次相続について検討した明治安田生活福祉研究所(2015)では、父先死亡の一次相続で最も多くの相続を受けるのは母親であること、娘は男きょうだいがいる場合に不利な相続をしやすいたことが明らかにしている。

同じく相続内容について、鈴木(2007)は、母親からの金融資産相続は、女性相続人のほうが男性相続人より割合・金額とも上回ること、個人金融資産の保有額に対する親からの遺産の影響について、男性は父親の遺産額に、女性は母親の遺産額による正の影響を受けることを明らかにした。

2.4 家族研究分野の先行研究

相続については、家族研究分野における知見も豊富にある。Kim(2021)によれば、韓国では、きょうだい間の均分相続制度はあっても、実際の配分は遺書あるいは相続人間の話し合いで決定する割合が高い。また、同じく韓国では、長男の相続配分割合が最も大きく長女・次男、二女を上回り、親との対面頻度やケア役割は相続配分割合を高めるが、長子相続を根本的に転換するほどの効果はない(Kim& Lim-Soh 2023)。シンガポールでは、同居、コンタクト、物質的な支援といった身体的・情緒的サポートを提供してくれる子どもへの遺産動機が高く(Ho 2022)、中国では、子どもからの手段的支援は遺産動機を促し、経済的資産移転計画は利他的動機をもとに検討される(Jiang et al. 2015)。

家族研究における世代間関係や世帯内・家族内の意思決定研究の成果も、相続を検討する上で貴重な示唆を与えるものである。たとえば、連帯理論によれば、世代間の支援交換は、地理的な近接性や日常的な接触頻度によって促される(Bengtson & Roberts 1991; Rossi & Rossi 1990)。また親子間における経済移転の動機は、利他的動機(親子間の愛情)と互酬性にもとづく交換的動機がある(Remle 2012)。コンティンジェンシー理論では、世代間支援の授受は、それぞれに期待される役割に依存するのではなく、ニーズの強さと提供が可能な保有資源の有無や量によって異なる(Eggebeen 1992; Fingerman et al. 2009)。中年世代の未婚女性の資産額には、親からの相続が期待できることが正の影響を与えていた(大風 2017)。交換理論を援用した村上(2016)は、親からの相続が期待できる人ほど親に対する現在および将来の支援意向が強いことを明らかにした。家族内の意思決定における代表的な理論である資源理論では、夫婦の意思決定は、年齢、学齢、収入などの資源をより多くもつ方が意思決定をするという知見も得られている(Blood & Wolfe 1960)。

2.5 生活設計とケイパビリティ・アプローチ

金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(2023)における遺産についての考え方(二人以上の世帯)では「こどもに財産を残してやりたい 30.8%」、「自分たちの人生を楽しみたいので財産を使い切りたい(子どもはいる) 18.2%」、「自分たちの人生を楽しみたいので財産を使い切りたい(子どもはいない) 13.8%」と示されている。

日本の家庭経済学・生活経営学研究の柱である生活設計論では教育・住宅・老後を3大貯

蓄動機としていたが、グラットン・スコット（2016）は、「生産性資産」「活力資産」「変身資産」など無形資産は人生のあらゆる側面で大きな役割を果たし、選択肢をもっておくことの価値が増していることをライフシフトで指摘した。

A・セン（1989）は生活のとらえ方として所有する金銭や財ではなく、達成しうる「機能（functioning）」「ある状態（being）」「何かをすること（doing）」から「生活のよさ（well-being）」として、選択可能な「機能」の集合を潜在能力：ケイパビリティ（capability）と捉えた。石田は「生活経営学におけるケイパビリティ・アプローチ」として、単にモノやお金があるだけではなく、潜在能力が生かされるような制度やしくみ・環境に注目した。（石田 2008・2014）。上村（2002）は、自分の意思を表明し選択・行動しその結果を自分自身でひきうける自己決定のためのアプローチとしてケイパビリティをとりあげ、社会参画のために生活設計指標と政策評価指標をつなぐことを提案した（上村、2002、246 - 247）。

（一社）日本家政学会生活経営学部会は夏期セミナーのテーマ「生活経営学におけるケイパビリティ・アプローチ」を掲げてワークショップを行い、地域や社会課題解決のための実態と各要素を検討しケイパビリティ・アプローチが日本に定着することに貢献している。

天野・粕谷（2008）はM、ヌスバウム（2005）の「ケイパビリティ・アプローチ」をもとに、夫婦であれ親子であれ、家族経営協定を結ぶ際にどの項目を選択するか、生活設計をたてる際に、有効なアプローチとしてケイパビリティを提示し、女性農業者が生活設計をたてる場合に考えておくべき「機能的ケイパビリティ」リストを用いて女性農業者の資産形成や経営移譲などの生活課題を検討した。

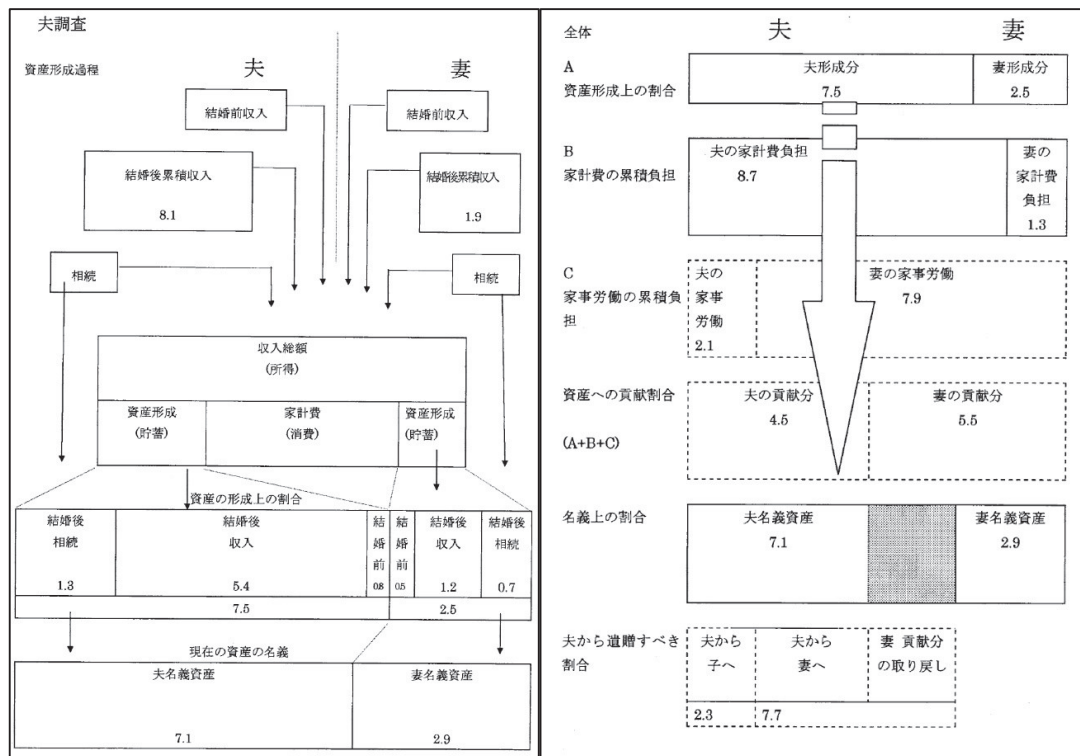
2. 6 本研究の目的

人生 100 年時代の高齢社会で日本の家族は多様な相続問題に直面している。寿命の延びに伴い世代内（夫婦）世代間（親・子・孫）の資産移転タイミングが後ろ倒しとなり、高齢期の資産管理としての第一次相続、第二次相続に関する遺言・終活・信託、エンディングノートなど、考える選択肢も増えた。

問題意識の所在

本研究では、「世代間」（親子）資産移転のみならず「世代内」（夫婦）資産移転」がどのようになされているのか。例えば「夫のものは妻のものとする意識」という暗黙の了解とされる事項があったような資産名義意識が、相続におけるジェンダーの差異につながっているかに注目する。

図1 妻と夫の資産名義と「女性と財産」



東京女性財団 1998 『財産・共同性・ジェンダー —女性と財産に関する研究』

上村協子担当 第2部 「とき」と「土地」と「女性の財産」

妻と夫の資産形成過程（夫調査） p. 72

資産の貢献評価と資産の持ち分（夫調査） p. 76

第 1 に、相続経験が次世代（子どもや孫など）への相続意向の規定要因となるかをジェンダーの視点から検証する。

第 2 に、1 次相続（親のうち片方の親の死亡時の資産移転）の段階で、2 次相続における資産移転のながれを予測した動きがみられるかを分析する。

第 3 に、「家族経営協定」は、相続研究や相続学習、また相続支援としてどのような可能性をもつのか検討する。

2・7 研究方法

ゆうちょ財団が実施した「第 5 回 家計と貯蓄に関する調査」（2022 年 11 月～2023 年 1 月実施）のデータを用いて、ジェンダー視点を軸に、「相続実態」および「相続経験」と「相続意向」の関連、「相続意向」の規定要因について分析した。計量分析は大風薫が担当した。

補論 1 明治安田総合研究所、『女性と相続 2015』（明治安田生活福祉研究所 2015）では相続経験者と未経験者の男女比較を行っている。生活福祉研究 通巻 91 号 February 2016 24 に掲載された結果をもとに、「相続実態」および「相続経験」と「相続意向」の関連、「相続意向」の規定要因を再集計した結果を示した。

（明治安田総合研究所木村彩月 2024 年 6 月 30 日生活経済学会テーマ別分科会報告資料）

補論 2 女性農業者の資産形成や相続・事業承継に係る家族経営協定について、五條満芳（東京農業大学）岩崎由美子（福島大学）にヒアリング調査を行った。

3 ゆうちょ財団「家計と貯蓄に関する調査」の分析

3.1 研究方法・分析データ・分析対象者の属性

本分析には、一般財団法人ゆうちょ財団が実施した「第5回 家計と貯蓄に関する調査」（2022年11月～2023年1月実施）のデータを用いる。分析対象は男性世帯主 883（平均年齢 60 歳）、女性 615（内訳：男性世帯主の配偶者 475<平均年齢 55 歳>、女性世帯主 140<平均年齢 58 歳>）の計 1,536 サンプルである（表 1、今後の分析におけるサンプル数は各変数の欠損値によって異なる。また、最後に示すロジスティクス分析の対象は男性世帯主および世帯主の配偶者である）。

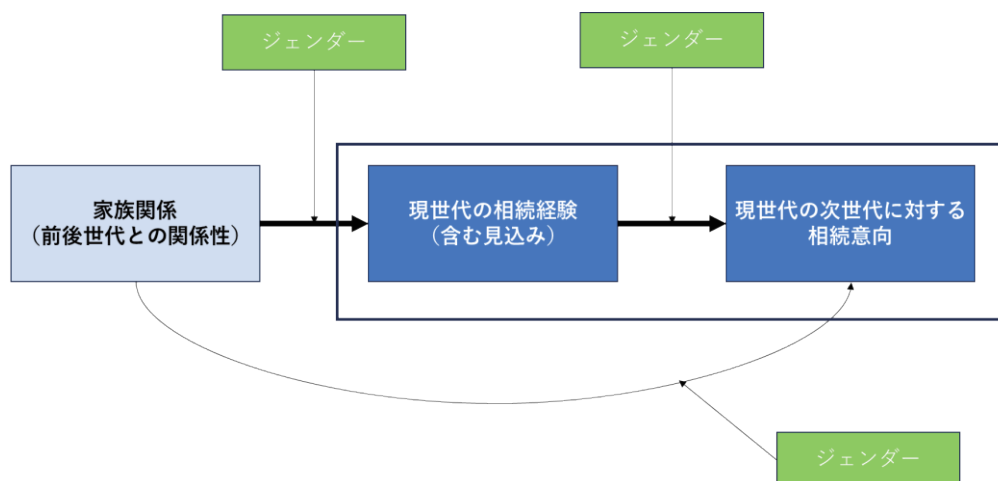
表 1 分析対象者の属性

		20・30代	40代	50代	60代	70代以上
男性世帯主(N=883)		11.7%	16.6%	18.7%	21.9%	31.1%
女性 (N=615)	世帯主の妻(N=475)	19.2%	17.9%	24.0%	16.8%	22.1%
	女性世帯主(N=140)	10.0%	12.1%	28.6%	24.3%	25.0%

3.1.2 分析の枠組みと主要変数

図 1 に本研究の分析枠組みを示す。中心的に検討するのは、「現世代の相続経験（含む見込み）」と「現世代の次世代に対する相続意向」の関係である。また、独立変数として家族関係（前後世代との関係性）の上記 2 変数に対する影響関係も見ながら、ジェンダーによる関連の相違も明らかにしていく。

図 2 分析の枠組み



主要変数である「相続実態」「相続経験」「相続意向」について、具体的な設問と選択肢も示す。まず「相続実態」は、問 39「あなたの世帯では、世帯主の親からの遺産相続を受けたことがありますか」である。選択肢は、「1 相続を受けたことがある」「2 相続を受けたことがない」である。次に相続経験は、問 40「あなたの世帯では将来、世帯主の親、または配偶者の親から、不動産や金融資産などを遺産または生前贈与としてもらえると思

いますか。」を使用し、その選択肢は「1 もらえると思う(または、すでにもらっている)」「2 もらえると思わない(または、もらえなかった)」「3 わからない」である。

最後に相続意向は、問 38「あなたの世帯では、子どもに残す遺産(生前贈与を含む)に関してどのようにお考えですか。子どもがいらっしゃらない場合は、いらっしゃるを仮定してお答えください。」であり、選択肢は「残したい」に関する 6 カテゴリー、「残すつもりはない・残せない」に関する 4 カテゴリーで構成される、以下の計 10 カテゴリーである。具体的には、「残したい」については、「1 遺産(生前贈与含む、以下省略)は、いかなる場合においても残したい」「2 子どもが世話、介護、経済的援助などをしてくれた場合に限って残したい」「3 子どもが事業を継いでくれた場合に限って残したい」「4 子どもがお金に困っている場合に限って残したい」「5 積極的に残すつもりはないが、余った場合には残したい」「6 その他の理由で残したい」の 6 カテゴリーで構成される。「残すつもりはない・残せない」に関するカテゴリーは、以下の 4 つである。「7 子どもへの働く意欲を弱めるから、残すつもりはない」「8 自分の財産は自分で使いたいから、残すつもりはない」「9 余裕がないから残せない」「10 その他の理由で残さない」。

「相続意向」については、各カテゴリーの度数分布を確認し、以下のような 5 カテゴリーに加工した変数を使用する。①いかなる場合も残したい(前述の「1 いかなる場合においても残したい」を使用)、②条件付きで残したい(前述の「2 子どもが世話、介護、経済的援助などをしてくれた場合に限って残したい」「3 子どもが事業を継いでくれた場合に限って残したい」「4 子どもがお金に困っている場合に限って残したい」を統合)、③余った場合に残したい(前述の「5 積極的に残すつもりはないが、余った場合には残したい」を使用)、④残すつもりはない(前述の「7 子どもへの働く意欲を弱めるから、残すつもりはない」「8 自分の財産は自分で使いたいから、残すつもりはない」)、⑤余裕がないから残せない(前述の「9 余裕がないから残せない」を使用)。

3.2 分析結果

結果は、1) 相続実態(世帯主親からの相続)、2) 相続経験(世帯主および世帯主配偶者の親からの相続<見込+実態>)、3) 相続意向(次世代への相続の考え方)、4) 相続経験と相続意向に関する分析を順に示す。

3.2.1 相続実態(世帯主の親からの相続)

1) 相続割合・相続年齢・相続価額

表 2 はジェンダー別の相続実態である。すでに相続を受けたことがある割合は、全体で 28.9%、男性 33.4%、女性 22.7%であり、男性は女性に比べて、有意に相続を受けている割合が高い($\chi^2=20.190(1), p<.000$)。

表 2 ジェンダー別の相続経験割合

	受けたことはない	受けたことがある
男性(N=881)	66.6%	33.4%
女性(N=629)	77.3%	22.7%
計(N=1510)	71.1%	28.9%

平均相続年齢は、男性 49.9 歳、女性 47.6 歳で差異はないが、平均相続価額については、男性 1832.4 万円、女性 1263.0 万円と男性が有意に多い($p<.010$)。

2) 相続内容と相続人

表3はジェンダー別に相続内容を示したものである。男女ともに居住用の不動産(一戸建て)の相続割合が最も高い。ジェンダー差異については、その他不動産のみ男性の割合が有意に高い($\chi^2=2.944(1), p<.010$)。

表3 ジェンダー別の相続内容

	居住用の不動産 (一戸建て)	その他の不動産	金融資産
男性(N=287)	55.1%	33.8%	44.9%
女性(N=137)	57.7%	25.5%	46.0%
計 (N=424)	55.9%	31.1%	45.3%

相続人についての結果は表4である。一次相続は全体で20.2%であり、ジェンダー差はない。

表4 ジェンダー別の相続人

	親の配偶者とともに 相続	きょうだいで相続	本人のみ相続
男性(N=287)	21.0%	54.9%	31.5%
女性(N=137)	18.7%	62.7%	24.6%
計 (N=424)	20.2%	57.4%	29.3%

3.2.2 相続経験

1) 相続割合・相続内容・相続価額

本分析における相続経験とは、世帯主および世帯主配偶者の親からの相続(見込み+実態)を指す。まず、相続割合・相続内容・相続価額を見てみよう。表5はジェンダー別の相続経験割合である。「もらえる」と考える割合は全体で27.7%、もらえないは39.3%、わからないが33.1%となっており、ジェンダーの差異はない。

表5 ジェンダー別の相続経験

	もらえる	もらえない	わからない
男性(N=849)	28.4%	38.8%	32.9%
女性(N=603)	26.7%	40.0%	33.3%
計 (N=1452)	27.7%	39.3%	33.1%

次に「もらえる」と回答した人において、何を相続できるかを分析した結果を示す(表6)。居住用の不動産の割合がもっとも高く、金融資産がそれに続く。「その他」の割合は小さいが、ジェンダー差があるのは「その他」のみで、女性が男性に比べて有意に高い($\chi^2=3.647(1), p<.010$)。同様に「もらえる」と回答した人について平均相続価額を見たところ、男性1730.8万円、女性1336.0万円であり、男性のほうが有意に多い傾向がある($p<.010$)。

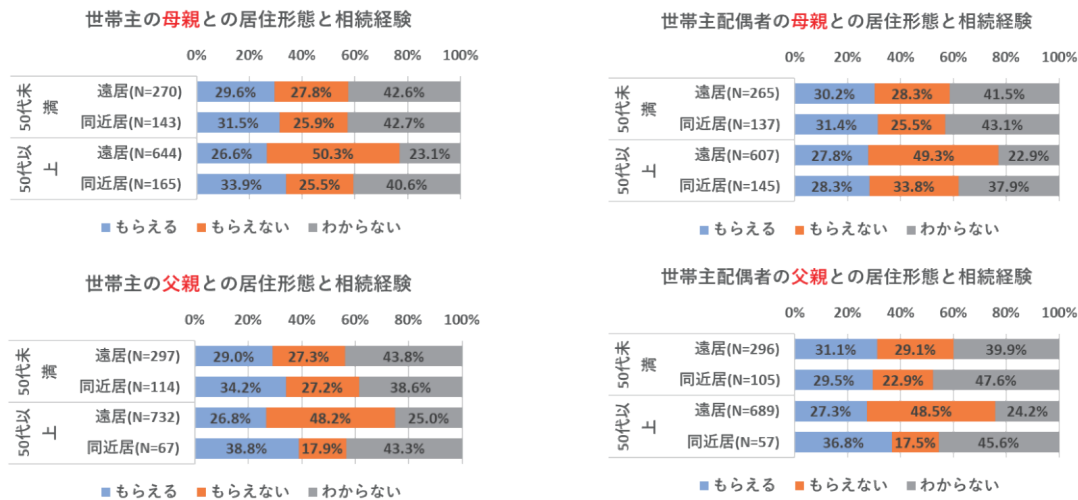
表 6 ジェンダー別の相続内容

	居住用の不動産	その他の不動産	金融資産	その他
男性(N=287)	54.8%	27.0%	50.6%	2.9%
女性(N=137)	50.6%	20.3%	50.6%	7.0%
計 (N=424)	53.1%	24.3%	50.6%	4.5%

2) 家族関係：親との居住形態と年代

世帯主および世帯主配偶者の父親・母親との居住形態別・年代別に相続経験を見る(表7)。まず年代に注目すると、50代以上で親と同近居している場合に「もらえる」と考える割合が高い(世帯主の母親： $\chi^2=35.504(2)$, $p<.000$ ，世帯主の父親： $\chi^2=23.278(2)$, $p<.000$ ，世帯主配偶者の母親： $\chi^2=16.308(2)$, $p<.000$ ，世帯主配偶者の父親： $\chi^2=21.937(2)$, $p<.000$ ，)。この傾向は、相対的に、世帯主の父親や世帯主配偶者の父親と同近居している場合に顕著である。

表 7 年代別の相続経験と親との居住形態



3) 家族関係：親との居住形態とジェンダー

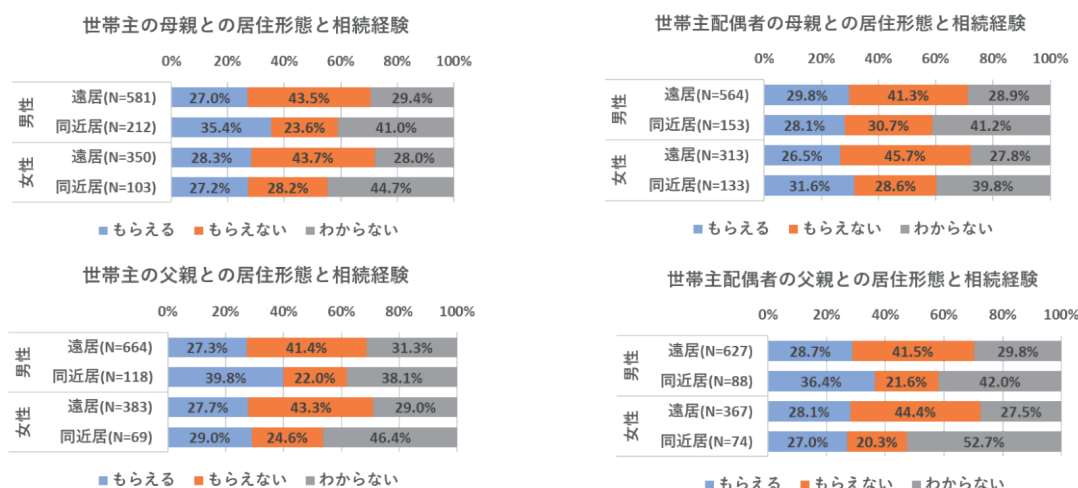
2) と同様の分析をジェンダー差異に注目して行ったのが、表 8 である。

男性では、自分の親と同近居していると「もらえる」と考える割合が高く、配偶者の親と同近居している場合は「わからない」とする割合が高い(自分の母親： $\chi^2=26.333(2)$, $p<.000$ ，自分の父親： $\chi^2=16.646(2)$, $p<.000$ ，配偶者の母親： $\chi^2=9.328(2)$, $p<.001$ ，配偶者の父親： $\chi^2=13.017(2)$, $p<.001$)。

一方女性では、自分の親や配偶者の親と同近居していても「わからない」と考える割合が高く(世帯主の母親： $\chi^2=11.778(2)$, $p<.001$ ，世帯主の父親： $\chi^2=10.680(2)$, $p<.001$ ，自分の母親： $\chi^2=11.911(2)$, $p<.001$ ，自分の父親： $\chi^2=21.219(2)$, $p<.000$)、相続経験にジェンダー

一差が生じている。

表 8 ジェンダー別の相続経験と親との居住形態

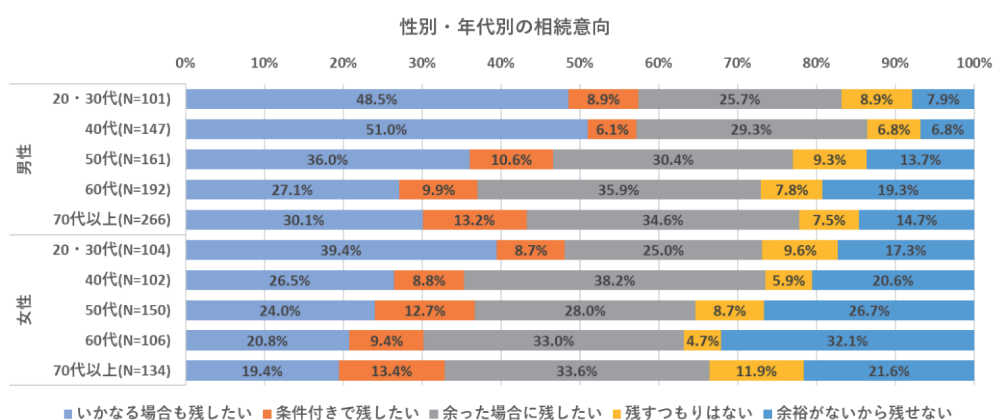


3.2.3 相続意向（次世代への相続の考え方）

1) ジェンダー別・年代別

表 9 はジェンダー別・年代別の相続意向を示したものである(全体 $X^2=52.600(16)$, $p<.000$; 男性 $X^2=41.442(16)$, $p<.000$; 女性 $X^2=27.786(16)$, $p<.005$)。ジェンダー別、年代別それぞれに差異がある。ジェンダー別では、女性は男性に比べて「いかなる場合も残したい」と考える割合が低く、「余裕がないから残せない」とする割合は高い。年代では、男女ともに加齢によって「いかなる場合も残したい」と考える割合が低下する傾向が見られ、男性は 50 代、女性は 40 代からの低下が顕著である。同じく年代においては、男女ともに加齢によって「余裕がないから残せない」と考える割合が上昇し、男性では 60 代、女性では 50 代・60 代が顕著になっている。

表 9 ジェンダー別・年代別の相続意向

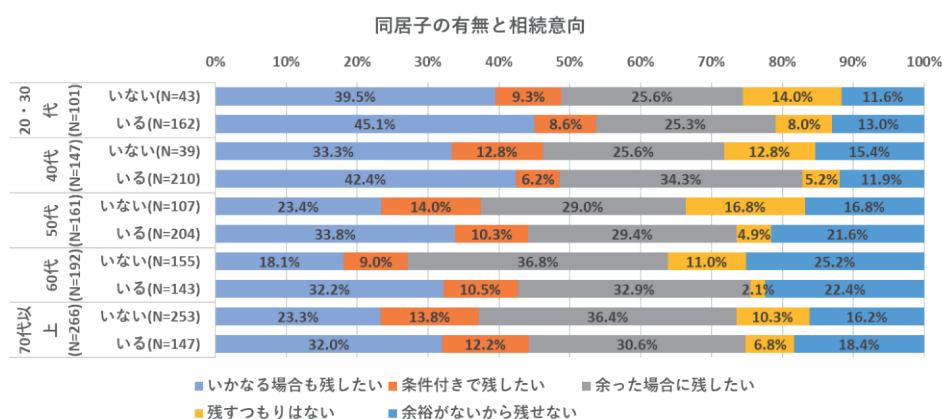


2) 年代別・同居子の有無別

表 10 は年代別・同居子の有無別の相続意向である。すべての年代において、同居子が

いる場合は「いかなる場合も残したい」意向が高く、同居子がいない場合は「残すつもりはない」意向が高い(全体 $\chi^2=43.759(4)$, $p<.000$)。この傾向は 50 代・60 代で顕著に見られる(50 代 $\chi^2=15.257(4)$, $p<.001$, 60 代 $\chi^2=15.406(4)$, $p<.001$)。

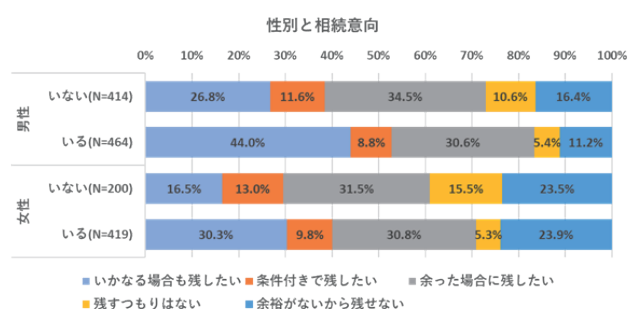
表 10 年代別・同居子の有無別の相続意向



3) ジェンダー別・同居子の有無別

ジェンダー別に同居子の有無と相続意向の関係をみると(表 11)、男女ともに同居子がいる場合は「いかなる場合も残したい」意向が高く、同居子がいない場合は「残すつもりはない」意向が高い(全体 $\chi^2=47.641(4)$, $p<.000$)。同居子がいる場合に「いかなる場合も残したい」意向は男性でより高く、同居子がいない場合に「残すつもりはない」と考える割合は女性でより高い(男性 $\chi^2=32.635(4)$, $p<.000$; 女性 $\chi^2=27.921(4)$, $p<.000$)。

表 11 ジェンダー別・同居子の有無別の相続意向

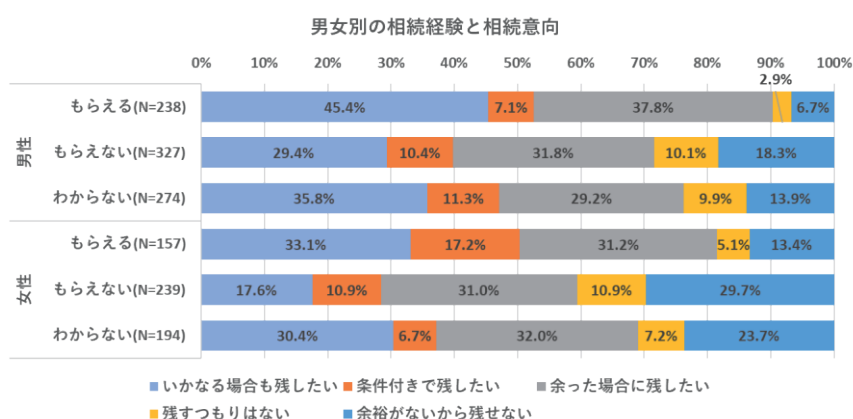


3.2.4 相続経験と相続意向

1) ジェンダー別

相続経験と相続意向の関係について、ジェンダー別に分析した結果が表 12 である。男女ともに「もらえる」場合は「いかなる場合も残したい」意向が高く、「もらえない」場合には「余裕がないから残せない意向」は高い(男性 $\chi^2=39.648(8)$, $p<.000$; 女性 $\chi^2=34.699(8)$, $p<.000$)。ジェンダー別では、女性は男性に比べて、「もらえる」場合であっても「いかなる場合も残したい」意向は低く、「条件付きで残したい」意向が高い。また、「もらえない」場合は「余裕がないから残せない」と考える割合が特に高くなっている。

表 12 ジェンダー別の相続経験と相続意向



3.2.5 相続意向の規定要因分析

これまでの分析結果を踏まえて、「いかなる場合も残したい」を従属変数とし、相続意向の規定要因を二項ロジスティック回帰分析によって検証する。独立変数は「相続経験」および「家族関係」とし、コントロール変数として「年齢」「学歴」「収入」「従業上の地位」「持家の有無」といった社会経済的状況を含める。表 13 は分析に使用する変数の記述統計である¹。

¹ 多変量解析にはすべての変数において欠損値のないケースのみを使用しているため、表 13 の度数と表 14 のサンプルサイズは異なる。

表 13 分析に使用する変数の記述統計

		男性					女性					
		度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差	
従属変数	いかなる場合も残したい	878	0	1	0.36	0.48	483	0	1	0.26	0.44	
独立変数	男性ダミー											
	相続経験	もらえる	849	0	1	0.28	0.45	475	0	1	0.28	0.45
		わからない	849	0	1	0.33	0.47	475	0	1	0.32	0.47
	年齢	50代以上	883	0	1	0.72	0.45	475	0	1	0.63	0.48
	学歴	短大専門卒	893	0	1	0.09	0.29	477	0	1	0.30	0.46
		大学大学院卒	893	0	1	0.44	0.50	477	0	1	0.19	0.39
	収入	世帯収入	755	0	6300	621.12	464.96	373	0	3000	648.64	389.77
	従業員上の地位	非正規社員	897	0	1	0.11	0.32	497	0	1	0.09	0.29
		無職	897	0	1	0.32	0.47	497	0	1	0.28	0.45
		自営業	897	0	1	0.09	0.28	497	0	1	0.12	0.33
	資産	持家あり	872	0	1	0.38	0.48	481	0	1	0.26	0.44
	家族関係	世帯主父親との同近居	806	0	1	0.15	0.36	465	0	1	0.15	0.36
		同居子あり	897	0	1	0.53	0.50	497	0	1	0.64	0.48

表 14 はロジスティック回帰分析の結果である。まず男性では、「もらえる」「同居子がいる」と「いかなる場合も残したい」と考えるが、50 代以上では「いかなる場合も残したい」とは考えない傾向が見られる。一方女性では、「もらえる」「わからない」場合には「いかなる場合も残したい」と考え、「世帯主の父親と同近居している」場合も「いかなる場合も残したい」とする傾向がある。

表 14 二項ロジスティック回帰分析

		男性			女性		
		B	標準誤差	Exp (B)	B	標準誤差	Exp (B)
相続経験	もらえる	0.484	0.208	1.622 *	0.700	0.326	2.014 *
	わからない	0.053	0.210	1.054	0.568	0.323	1.765 †
	Ref:もらえない						
年齢	50代以上	-0.493	0.215	0.610 *	-0.177	0.325	0.838
学歴	短大専門卒	-0.221	0.317	0.802	-0.372	0.324	0.690
	大学大学院卒	-0.262	0.199	0.769	0.133	0.354	1.142
	Ref:中高校卒						
収入	世帯収入	0.000	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
従業上の地位	非正規社員	-0.188	0.314	0.829	0.016	0.487	1.016
	無職	-0.309	0.272	0.734	-0.319	0.441	0.727
	自営業	0.253	0.331	1.288	-0.635	0.464	0.530
	Ref:正規社員						
資産	持家あり	0.034	0.179	1.035	0.095	0.289	1.100
家族関係	世帯主父親との同近居	-0.202	0.236	0.817	0.677	0.330	1.968 *
	同居子あり	0.584	0.183	1.792 *	0.346	0.332	1.414
定数		-0.687	0.311	0.503 *	-1.660	0.512	0.190 **
サンプルサイズ		662			347		
-2 対数尤度		818.698			379.280		
Cox-Snell R2 乗		0.069			0.073		
Nagelkerke R2 乗		0.094			0.105		
*** $p<.000$; ** $p<.001$; * $p<.05$; † $p<.10$							

4 ゆうちょ財団調査結果のまとめと結論・限界・今後の課題

4.1 ゆうちょ財団調査結果のまとめ

本分析によって得られた結果は以下の通りである。

4.1.1 相続実態

世帯主の親からの相続について、男性世帯主は女性に比べて、すでに相続を受けている割合、相続価額、(居住以外の)その他不動産を相続する割合が高い。

4.1.2 相続経験(世帯主の親あるいは世帯主配偶者の親からの今後の見込み+すでに受け取った)

①相続経験におけるジェンダー差はないが、相続金額は男性が女性を上回り、その他相続の割合は女性が男性を上回る。

②50歳以上で親と同近居している場合は「もらえる」と考える割合が高く、特に父親との同近居に顕著に表れている。

③男性世帯主では、世帯主の親と同近居していると「もらえる」と考える割合が高く、女性の場合は世帯主の親と同近居していても「わからない」と考える割合が高い。

④男性世帯主では、世帯主配偶者の父親と同近居していると「もらえる」と考える割合が高いが、女性では、実の母親と同近居していると「もらえる」と考える割合が高い。

4.1.3 相続意向

①男女ともに「残したい」と考える割合は高く、その傾向は男性でより顕著である。ただし、男性は50代、女性は40代で、「いかなる場合も残したい」という意向は低下する。

②男女ともに 60 歳以上になると、「余裕がなく残せない」と考える傾向が強い。

③50 代・60 代で同居子がいる場合は「いかなる場合も残したい」という意向が高い。

④男女ともに同居子がいる場合は「いかなる場合も残したい」と考えるが、この関係は男性により強く表れる。

4.1.4 相続経験と相続意向

①男女ともに、「もらえる」見込みがあると次世代へ残したいという意向が高まり、「もらえない」と考えている場合は、「余裕がないから残せない」と考える割合が高い。

②男性は次世代により積極的に残したいと考えるのに比べ、女性は条件付きで残したい意向が高い。

③ロジスティック回帰分析によって社会経済的状況などをコントロールしても、「もらえる」見込みは男女ともに次世代への相続意向を高める。男性では、同居子がいる場合も相続意向を高めるが、50 代以上では意向が低下する一方で、女性は、世帯主の父親と同近居している場合に相続意向が高い。

4.2 ゆうちょ財団調査結論と限界・今後の課題

4.2.1 結論

分析の結果、相続経験と相続意向には関連があり、男女とも依然として、自らが得た財産を次世代へ継承したい意識はあると結論づけられる。ただし、多変量解析の結果を見ると、この関係の背景には、ジェンダーによる経済的役割や家族関係の捉え方における相違があることが示唆できる。

具体的には、男性は、フローのみならずストック、さらにはストックの世代間移転までを自らの経済的役割と考え、相続を家の継承という制度・理念ベースで捉えていると考えられる。これは、年齢や社会経済的地位をコントロールしてもなお、同居子、つまり家を継承する可能性のある次世代が身近にいる場合に相続意向が高まるという結果から読み取れる。しかし同時に、50 歳以上になると相続意向が低下する結果は、自らの経済的役割の衰えという現実と理念との狭間で相続における葛藤を抱いていることを表しているのかもしれない。

一方、女性の多変量解析の結果からは、配偶者の父親との距離的な近さによって（恐らくそこには義父母のケア役割を伴うことにもなるが）前世代との関係性が近くなることで相続可能性に対する確信度合が高まり、その結果、引き受けた資産を次世代へ受け継ぐとする意向は高まる様子がうかがえる。ただし、男性のような同居子の効果が明確に見られないことから、家を維持するための相続意識は相対的に低く、相続によって得た不労所得を自分の代でなくしてしまうことへのためらいや、同居子以外の子どもも含めた均分相続意識があるものと考えられる。つまり、女性における相続意向に対しては、前後世代との家族関係を重視した現実的・経験的な判断が働いているものと推察できる。また、平均寿命の長い女性は、夫ルートと実家ルートの複数ルートからの相続が期待できることから、それらを上手く調整すれば、次世代への相続は可能という見込みをもっているのかもしれない。

一般的に、年金制度・介護の社会化が進む社会においては、前世代と現世代間の経済的・世話的扶養の緊張関係がかつてよりも弱まり、現状は穏やかな世代間関係が築かれてきた様子が推測できる。しかしながら、所得水準の低下や社会保障費用の増大化が加速する中で生じる制度改正によって、老後の家計はかつてほどゆとりを持てるものではなくなるとだろう。その結果、相続を含む世代間関係は今後、変更を余儀なくされる可能性が予想される。

4.2.2 限界・今後の課題

本分析の限界として、「相続経験」に関する問いに、「経験の有無と見込」「世帯主の親

と世帯主配偶者の親」が混在しているため、個人単位の相続実態を追跡することができない点があげられる。また、世代間関係が相続行動に影響を及ぼす可能性が大きいことから、家族構成においてきょうだい順位が不明であったり、世代間支援について、手段的・情緒的支援関係が不明（経済的支援の有無はあるが、世代間関係においてはむしろ手段的・情緒的支援のほうが頻度高く行われているのが実態）であったりすることはモデル構築における制約になる。

より詳細な相続関係を追跡するためには、個人単位での相続経験・相続見込み、家族構成や家族内の支援関係を把握可能な調査が必要と考える。このような調査をもとに、家族の多様化を視野に入れた相続研究やジェンダー比較研究が求められる。

5. 明治安田総合研究所 『女性と相続 2015』 再集計 補論 1

(本節の図表は 2024 年 6 月 30 日生活経済学会テーマ別分科会
明治安田総合研究所木村彩月氏の報告資料から掲載した)

明治安田総合研究所、『女性と相続 2015』(明治安田生活福祉研究所 2015) では相続経験者と未経験者の男女比較を行っている。生活福祉研究 通巻 91 号 February 2016 24 参照
明治安田総研調査(以下『女性と相続 2015』)では、男女、年齢、相続経験の有無で以下のようにサンプルを設定して調査を行っている点が特徴である。

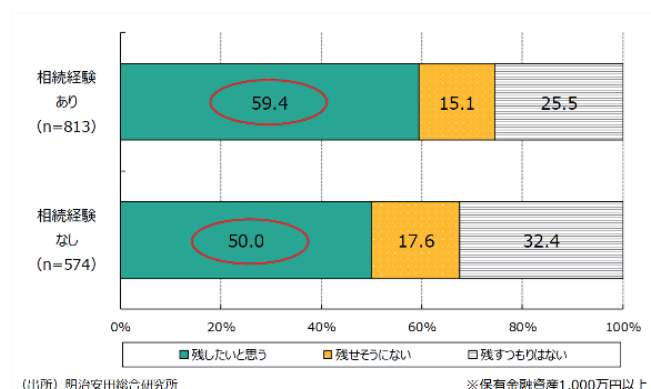
年齢	性別	相続経験あり	相続経験なし	計
40～44歳	男性	200	200	400
	女性	200	200	400
45～49歳	男性	200	200	400
	女性	200	200	400
50～54歳	男性	200	200	400
	女性	200	200	400
55～59歳	男性	200	200	400
	女性	200	200	400
60～64歳	男性	200	200	400
	女性	200	200	400
65～69歳	男性	200	200	400
	女性	200	200	400
計		2,400	2,400	4,800

「相続実態」および「相続経験」と「相続意向」の関連、「相続意向」の規定要因をもとに再集計した結果を示す。

5.1 相続経験の有無が相続動機に及ぼす影響(保有金融資産 1000 万円以上)

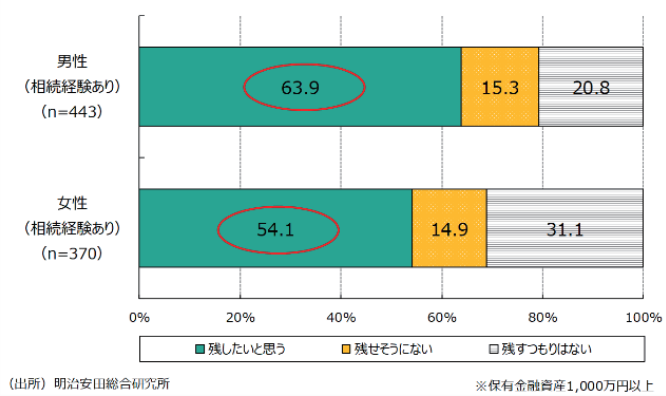
保有資産が 1000 万円未満では、遺せそうにないを選択する割合が高い。そこでまず、保有金融資産 1,000 万円以上の回答者に限って、相続経験ありのグループと相続経験なしのグループの相続意向を比較した。相続経験ありのグループの方が遺産動機(財産を残そうとする動機)が強く、ゆうちょ財団調査と同様に相続経験は相続動機に影響を及ぼす傾向が示された。

補論 1 図表 1
相続経験の有無が相続動機(残したいと思う)に及ぼす影響
保有金融資産 1,000 万円以上の世帯



さらに保有金融資産 1000 万円以上の相続経験ありのグループに限って男女別にみると、
補論 1 図表 2 で男性の方がより遺産動機が強い傾向が示された。

補論 1 図表 2
男女別相続経験の有無が相続動機に及ぼす影響 保有金融資産 1,000 万円以上

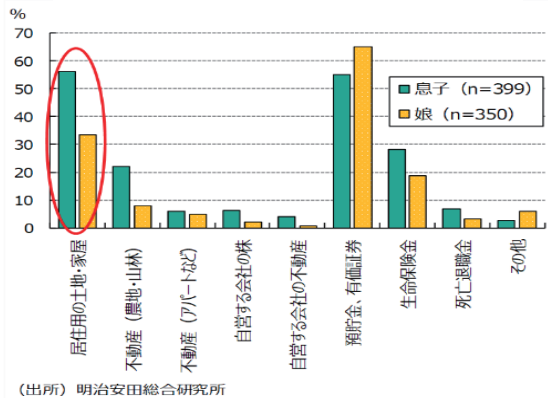


5.2 一次相続・二次相続にみる遺産の流れ（父先死亡を例に）

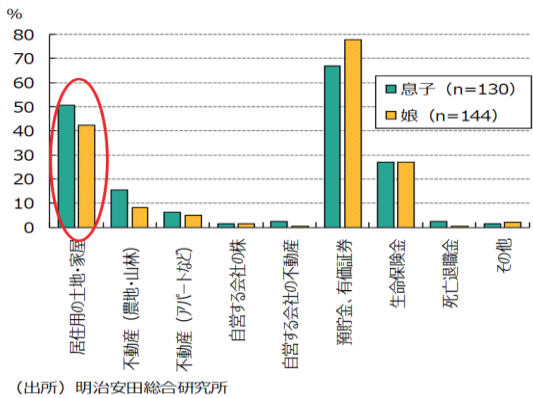
図表 3 は一次相続で父親が死亡（相続発生）、母親は健在と回答したサンプルの結果である、父親から資産として受け取ったものとして不動産を挙げる割合は、息子と娘で差が示された。

一方図表 4 に示した父親の相続発生後、母親の相続が発生したサンプルで集計し二次相続（母親から）では、資産として受け取った不動産割合の男女差は縮小した。

補論 1 図表 3 父からの遺産
1 次相続（父先死亡、母健在）



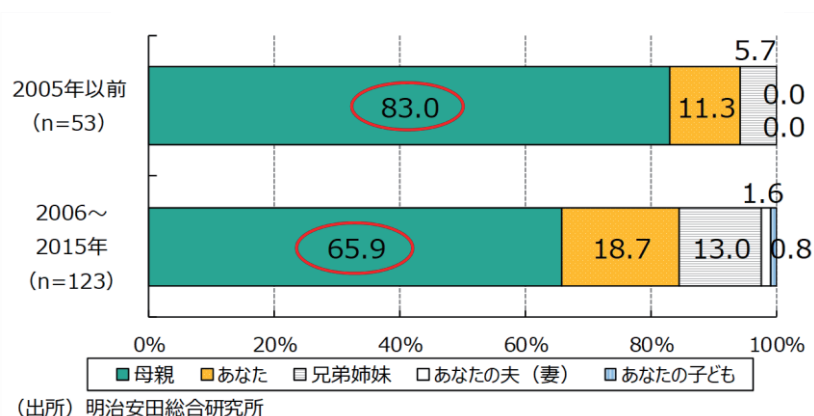
補論 1 図表 4 母からの遺産
2 次相続（父先死亡 母死亡）



5.3 相続の発生時期による変化

補論 1 図表 5 で相続発生時期別にみると、2006～2015 年のグループでは、2005 年以前と比べ「母親」の割合が低下し、「あなた」や「兄弟姉妹」の割合が上昇している。一次相続においては、世代内資産移転父から母（夫から妻へ）が主流であるものの、二次相続を意識した世代間資産移転（父親から子へ）が進展している可能性がある。

補論 1 図表 5 相続発生時期別遺産の流れ
第 1 次相続で父先死亡



以上の明治安田総合研究所による 2015 年調査の再集計からは、相続経験と相続意向には関連が示され、相続経験がある男女は、自らが得た財産を次世代へ継承したい意識があり、男性にその傾向が強く読み取れた点はゆうちょ財団調査分析と同様の結果である。

特徴的な点として世代間移転（親子）と世代内移転（夫婦）の順番は留意を要することが示唆された。

父母の死亡順番に注目したところ、第 1 次相続・第 2 次相続での資産の流れが異なること。また第 1 次相続の父から母への世代内（夫婦）での資産移転内容に時代的な変化がみられる点など、今後注意深くその変化を確認することが求められている。

6 女性農業者の相続・資産形成と家族経営協定【補論2】

6.1 家族経営協定に関するヒアリング調査

ヒアリング調査対象

五條満芳（東京農業大学）

岩崎由美子（福島大学）

契約という感覚は日本の家族とくに農家では水臭く馴染まないといわれてきた。「家業としての農業」から「経営としての農業」へ発展させるために「父子協業経営」「親子契約」などとも呼び名をかえ、「家族経営協定」を農家に定着させる努力が農業委員会や生活改善の普及指導センターやJAなど各地域で長年なされてきた。

天野寛子（2001）は「生活改善の初期から、農家生活について家族で『民主的に話し合うこと』が可能になることは、最大の課題であり、悲願でもあった」そして「女性の自立が当然の時代になっていてなお、かなり積極的な農家でさえも『話し合いができていない』という問題をもちつづけている。・年間200～250日あるいはそれ以上も農業労働に従事しながら、農業労働報酬に関して、程度の差はあっても①青色申告のための形式的報酬はあっても実質的な報酬はなく②家計から必要なものは買えるが自分のまったく自由に使える、あるいは積み立てていくような報酬もなく③小遣いもない、あるいはあっても夫と比較すると金額が著しく少なく、差別された状態におかれている事実がある。さらにこの延長線上に、妻名義の土地はほとんどなく、蓄積された資産もまたごくわずかであり積極的な自身の生活設計を実現する可能性をなくしてしまう状況も存在する。（天野2001）

「話し合いができない」家族の問題は農家に限ったことではなく、都市部の家族にもより深刻な状況である。家族間で話し合いをして生活設計をすることは高齢者の認知能力の問題が発生してからでは間に合わず、認知症の高齢者対応においてより切実な問題となっている。家族での話し合いを進めることでどのような積極的な生活設計を実現する可能性をもつのかを、家族経営協定を事例として検討した。

女性農業者の資産形成や相続・事業承継に係る家族経営協定について、専門家に対しヒアリング調査を行った。調査対象は、政府の男女共同参画基本計画策定に内閣府・男女共同参画会議専門委員として関わった岩崎由美子氏と五條満芳氏の2名である。

【ヒアリング調査テーマ：女性農業者の資産形成・事業承継と家族経営協定】

実施日時

岩崎由美子（福島大学）2024年6月15日 日本農業法学会会場早稲田大学法学部8号館

五條満芳（東京農業大学）2024年6月19日 東京都世田谷区桜丘1-1 東京農業大学研究室

6.2 女性農業者と家族経営協定

戦後日本の自作農は経営と家計が一体化し、「所有、経営及び労働の三位一体」を特色に土地と労働力は経営主が統括する体制であり、農家の女性たちは、家族農業経営の維持や再生産に重要な役割を果たしているにもかかわらず、法的、社会的そして経済的地位を与えられない状況が続いてきた。

日本における女性施策は1975年の国際婦人年をはじめとする国際的圧力で制度化されたものが多いが、農山村女性に対する規定が盛り込まれたのは1991年新国内行動計画である。1992年農水省生活改善課が婦人・生活課に代わり、また同年農水省初の女性行動計画である政策文書「農山漁村の女性に関する中長期ビジョン」が発表された。ビジョンで注目されるのは経済合理性のみに支配されない『生活の視点』の重要性を指摘した点が特色である。

『家族経営協定』をはじめて農村現場に広報したのは全国農業会議所がまとめた『農業

に就業する個人の立場と経営の確立を目指して』（全国農業会議所、1993 年）である。家族経営協定のネーミングの提案者は利谷信義氏である。1996 年には農業者年金法が改正され農地名義を有しない場合でも、家族経営協定を通じて経営者の一員としての地位を明確にした妻に加入の途が開かれた。その検討過程において「女性農業者」という呼称が政策文書で使われるようになった。（岩崎 2005、五條 2016）

基幹的農業従事者とは 15 歳以上の世帯員のうち、ふだん仕事として主に自営農業に従事している者をいう。農林水産省「令和 5 年農業構造動態調査」（調査期日：令和 5 年 2 月 1 日）によれば女性 451.9 千人 男性 711.5 千人 全体の基幹的農業従事者の 38.8%が女性である。ただ、基幹的農業従事者の男女比は平成 22 年では女性の比率 44.0%であったものが、38.8%に減少している。

6.3 家族経営協定の可能性

家族経営協定締結農家数は 2023 年 3 月 31 日現在の締結農家数は全国で 60,020 戸となり、前年（2022 年 3 月 31 日現在）に比べ 505 戸（0.8%）増加した。なお、令和 4 年度中の新規の締結農家数は 1,611 戸であった。

令和 4 年度中に締結された家族経営協定の協定書に盛り込まれる取決め内容は各自で設定できるが、「労働時間・休日」（95.5%）、「農業経営の方針決定」（93.7%）、「農業面の役割分担（作業分担、簿記記帳等）」（87.7%）、「労働報酬（日給・月給）」（79.3%）など。家族経営協定の締結数が多い都道府県は、北海道 5,351、栃木 4,013 熊本 3,878 長野 3,233、茨城 2,995 福岡 2,622 長崎 2,383 である。

五條満芳が 2005 年 5 月「のうねん」に掲載した「茶農家女性が協定を生かし固定資産を形成」した事例を紹介する。京都の Kさんは 1985 年夫の父から茶の経営改善を委ねられ、経営分析を行うことになり夫の両親とともに四者で家族経営協定をむすんだ。Kさんが協定を結んだ折には、同一地区内で 19 戸の茶農家が同時に締結をおこなった。Kさんは自己名義の固定資産の形成を目的として協定を通じて確保された報酬から毎月積み立てを行い、その資金をもとに地元を離れた人から山林と畑に分けられる土地と風情のある造りの家屋を購入した。父母が農作業から完全にリタイアしたのを契機に、夫妻の二者協定として介護にかんする項目も盛り込んだ。Kさんは家族経営協定が有効に使われ固定資産取得につながった例である。

女性農業者家族経営協定を用いて固定資産を得た事例はまだ多くないが出てきている。令和 4 年度中に締結した協定の締結理由として、「親世代からの経営継承のため（経営主の世代交代）」（25.5%）、「新規就農」（17.6%）と親世代からの経営継承を意識した家族経営協定締結が多くなっている点は注目される。

6.4 相続と well - being：共同選択的共有資産意識

先行研究で示したように天野寛子は家族で『民主的に話し合うこと』が生活の質 well - being につながるとしてケイパビリティ・アプローチに注目している。

岩崎（2005）は「農業経営権に関する領域への女性の参画に、家族経営協定が果たした役割は大きい」とする。家族経営協定締結農家を対象としたアンケート調査結果（女性・生活協会）では締結後の変化に「家族での話し合いの機会が増えた」（39.5%）があがる。

日本の夫婦財産制は別産制である。広渡清吾は別産制をとる夫婦財産制について、性別役割分業を当然のものと前提にしながら成立する家父長的共同性と平等なパートナーシップにたつて場合によっては自覚的なルールによって分業的な体制をとる夫婦間の共同性があるとする。女性農業者にみられる共同選択的共有資産意識は、自覚的なルールによって形成される要素が多いと考えられる。

家父長的共同性とパートナーシップ型共同性の違いは、話し合うこと＝対話があることではないか。ケイパビリティの視点から検討し「本人（相続人・被相続人）が利用できる生活資源」と「本人（相続人・被相続人）の資源利用能力」の組み合わせの社会的条件を

高める相続ケイパビリティの論点整理が求められている。

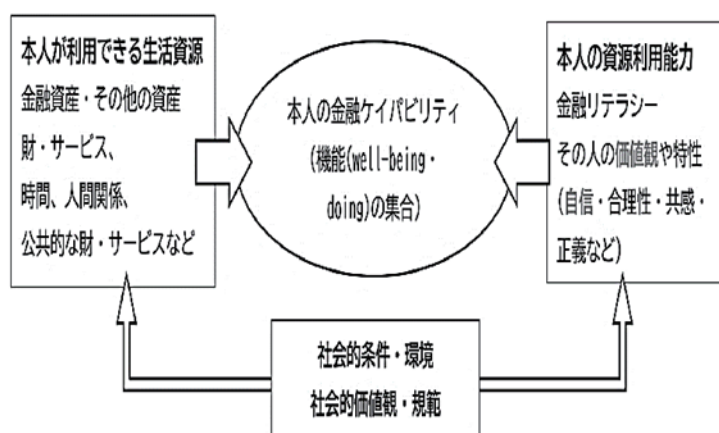
7.今後の課題：相続ケイパビリティ 試論

相続の個人別化が進んできた。親世代の財産が一つの世代財産として老後の介護や扶養とセットになって子世代に継承されてきた状態から、夫婦それぞれの個人財産として子や孫に個別に移転する状態に変化してきたことが示されている。暗黙の了解や相続経験ではスムーズな相続ができにくい状態である。

長寿化の進行にともない、世代間資産移転（親から子、祖父母から孫）と、世代内資産移転（夫から妻）という資産移転の組み合わせが変わり、注目されるのは第1次相続、その後第2次相続など、資産移転のタイミングである。本研究では検討できなかったが大学生など若い世代が、祖父母から生前贈与をうけるケースも増えてきた。

相続の特徴は、遺産を渡す側と遺産を受け取る側の立場・状況が異なることであり、双方の理解・情報交換がなければ、well-being につながらない。また遺産を渡す側の認知能力の問題をどのように評価するかも問われている。家族経営協定のように、祖父母や親と家族での何らかの話し合いがされ、ホームロイヤー的な存在からのアドバイスがあり、ライフステージの各段階で結び直すことが、資産を渡す側も受け取る側の、well-being につながり、高齢者の認知症をサポートするセーフティネット形成に寄与する可能性がある。金融経済教育推進機構において相続・遺言・終活などが取り上げられる予定である。

試論 1 図表 1 ケイパビリティ・アプローチによる生活・社会の評価



(出所) (石田 2014) を上村・増田加筆修正

個人の特性が活かされる生活設計・相続にむけて家族がどの段階でどのような基準で話し合いをすることが有効なのか、個人の性格や動機、心理、自信などとも結びつき、当事者意識の醸成と同時に社会全体で資源利用能力など、相続ケイパビリティを整えることが課題となってきた。今回家族経営協定をヒントに 話し合いをキーワードに試論として相続ケイパビリティを提示したが、アイディアの段階であり課題は多い。

金融資産・不動産に限らず、親から子、祖父母から孫への世代間資産移転により、社会全体ではさまざまな格差が拡大する可能性が高い。社会保障などの制度改革により高齢者の家計がゆとりを持てなくなった場合、相続を含む生活政策や世代間関係は変更を余儀なくされると予測される。生活政策と高齢者個人の生活設計を調整する政策評価指標の検討も今後の課題であろう。

注1) 第二次大戦後の民法における家族法と相続法の改正は、戦後改革の最も重要なものの一つであったが、法社会学者の利谷信義、原田純孝、水野紀子らがその相続法改正はつぎのように大きな制度的不備・欠陥を残していたと指摘する。

日本の明治民法(第4編・第5編は明治31=1898年公布)は、「第5編 相続」の第1章に「家督相続」の制度を設けるとともに、第2章に「遺産相続」の制度を置いた。明治民法下の相続の中心・最重要な部分は、戸主の死亡に伴う家督相続であったが、戸主以外の者の死亡は、フランス相続法に倣った遺産相続を行うものとした。男女の別を問わない諸子均分・諸子平等の原則やその平等要請の実現を担保する遺留分制度もおかれた。

戦後の民法改正は、「家」制度と家督相続制度を廃止し明治民法の遺産相続に関する規定を国民一般についての相続制度として定め直した。重要な意味を持つ改正点は、配偶者の相続権を認めたこと(子と配偶者の法定相続分は、配偶者3分の1のちに2分の1)と、現行民法909条但書の規定を追加したが、「家」制度と家督相続制度を廃止した以外、基本的には明治民法の内容がそのまま引き継がれている。民法の相続法から家督相続制度を削除しただけの改正は、「引き算の改正」とも評された。

明治民法制定時には重要性がなかったが故に、あまり吟味されることもなく継受されていた遺産相続の規定が、その後すべての相続を規律することになった。本来ならば、相続財産の清算を伴う遺産分割手続をきちんと構築すべきであったが、各共同相続人の権利を尊重し、その実現を図ることについても、また、それを前提としながら遺産分割を短期間内に終わらせるようにすることについても、特段の配慮や工夫が加えられなかった。

注2) 諸外国の相続税制が、遺産取得税方式か、遺産税方式が多い状況であるのに、日本においては「法定相続分課税方式による遺産取得税方式」をとっている。法定相続分課税方式とは①課税遺産総額を法定相続分どおりに取得したものと仮定して、それに税率を適用して各法定相続人別に税額を計算。② ①の税額を合計したものが相続税の総額とする。③ ②の相続税の総額を、各相続人、受遺者及び相続時精算課税を適用した人が実際に取得した正味の遺産額の割合に応じて按分。三木義一氏によれば、こうすれば、単独相続にしようが、均等に分割しようが相続税の総額自体は変わらないことになるので、1958年に農家や中小企業の単独相続を不利にしないために採用された制度と言われる。(三木義一 1999「相続法と家族」利谷信義編『現代家族法学』法律文化社 p249)

注3) フランスにおいては、ホームローヤーとしての公証人の役割が、依頼者の意思を確認し、それを公平に書面化してその証書に公署証書としての性格を与える(第1の職務)だけでなく、依頼者に対してその権利義務の内容と範囲を認識させつつ、公平な助言を与える「助言者」としての義務=助言義務をも担うもの(第2職務)と位置づけられている。(原田純孝) また、ドイツにおいても、ホームローヤー公証人の位置づけや役割は重要であるが、日本では滅却されていた。(広渡清吾)

注4) 田中由美子 2016『「近代化」は女性の地位をどう変えたか』新評論はタンザニア農村の女性と土地権をめぐる変遷を丁寧な実証研究から明らかにしている。農村女性の土地使用(アクセス)と土地所有(コントロール)の差異、自己名義での土地登録が女性の土地に関わる諸権利が保障あるいは促進されるのであろうかという疑問。農村女性にとってどのような土地所有の形態が、女性の立場の変化、機会や選択の幅を拡大し、「価値あることと思う」ことの実現につながっているか、土地の所有・管理・相続の選択と社会的受容の変化が整理されている。

【参考文献】

- 朝日譲治, 1997, 「生活のゆたかさを測る一さまざまな尺度」『生活経済学入門』東洋経済新報社, pp. 25-48.
- 天野寛子, 2001, 『戦後日本の女性農業者の地位—男女平等の生活文化の創造へ』ドメス出版.
- 天野寛子・粕谷美砂子, 2008, 『男女共同参画時代の女性農業者と家族』ドメス出版.
- 石田好江, 2014, 「生活経営学におけるケイパビリティ・アプローチの可能性」一般社団法人日本家政学会生活経営学部会『生活経営学研究』43, pp. 16-22.
- 岩崎由美子, 2005, 「家族農業経営における女性の地位—生産と生活の視点から」日本農業法学会『農業法研究』40, pp. 7-22.
- 上村協子, 1989, 「相続の流れと相続を規定する要因」経済政策研究所『相続の実態と影響に関する調査研究』.
- , 1990, 「相続の意義と構造」生活経済学会『生活経済学会会報』6 巻, pp. 131-142.
- , 1998, 「「とき」と「土地」と「女性の財産」」東京女性財団『財産・共同性・ジェンダー』, pp. 61-120.
- , 1999, 「継承の論理から移転の論理へ—家計財産清算のルール」日本法社会学会『法社会学』, 第 51 号, pp. 212-216.
- , 2001, 「法律と自己決定」御船美智子・上村協子『現代社会の生活経営』光生館, pp. 31-48.
- , 2002, 「総合的生活設計と生活主体」一般社団法人日本家政学会家庭経済学部会『多様化するライフスタイルと家計』建帛社, pp. 239-248.
- , 2005, 「相続・贈与による個人業績の精算—家庭内資産移転と女性の財産—」独立行政法人国民生活センター『国民生活研究』45 巻 1 号, pp. 37-50.
- , 2019, 「貯める・遺す」吉野直行監修 上村協子・藤野次雄・重川純子編集『生活者の金融リテラシー ライフプランとマネーマネジメント』朝倉書店, pp. 77-88.
- 大風薫, 2017, 「親支援役割と経済資源が中年期未婚女性の幸福度に与える影響—未婚の継続期間中に見る変化—」一般社団法人日本家政学会生活経営学部会『生活経営学研究』52, pp. 30-38.
- 北村行伸, 2018, 「世代間資産移転と相続税」岩波書店『経済研究』, 69 (3), pp. 206-226.
- 木村彩月, 2024, 明治安田総合研究所 第 40 回生活経済学会テーマ別分科会報告資料.
- 五條満義, 2003, 『家族経営協定の展開』筑波書房.
- , 2010, 『家族経営協定 最前線』全国農業会議所.
- , 2019, 「農村女性起業による地域社会貢献の多面的展開」全国農業会議所『農政調査時報』582, 2019. 秋, pp. 10-14.
- 重川純子・山本咲子, 2020, 「ケイパビリティ・アプローチ」一般社団法人日本家政学会生活経営学部会編『持続可能な社会をつくる生活経営学』朝倉書店, pp. 96 - 107.
- 鈴木征男, 2007, 「高齢者の遺産相続に関する調査研究—相続経験と子どもへの遺産相続方法—」第一生命経済研究所『Life Design Report』2007.1-2, pp. 4-15.
- 田中由美子, 2016, 『「近代化」は女性の地位をどう変えたか』新評論.
- 東京女性財団, 1997, 『妻と夫の財産—女性と財産に関する研究調査報告書』.
- , 1998, 『財産・共同性・ジェンダー —女性と財産に関する研究』.
- 利谷信義, 1989, 「家族協定=親子契約研究の展開過程と問題点」親子契約研究会・利谷信義編『親子契約の研究』, pp. 1 - 24.
- 野口悠紀雄, 2016, 「日本社会における相続はどのように変化しているか」『生活福祉研究』, 通巻 91 号, February, pp. 22-24.

原田純孝, 2019,「所有者不明土地と日本民法相続法の問題点(上) 登記制度も含め、フランス民法典相続法との対比の中での検討」一般財団法人土地総合研究所『土地総合研究』, 2019 年秋号, p. 73.

広渡清吾, 1998,「夫婦の財産をめぐる法制度と社会関係—共同性と個人性の関わり」東京女性財団『財産・共同性・ジェンダー』, pp. 121 - 189.

三木義一, 1999,「相続法と家族」利谷信義編『現代家族法学』法律文化社, pp. 231-249.

水野紀子, 2024,「日本法における財産移転の構造的課題 : 相続法を中心として」ゆうちょ財団編『個人金融』, 18 (4), pp. 41-49.

御船美智子, 1998,「女性と財産の距離と家族共同性—妻と夫の財産をめぐる構造とジェンダーバイアス」東京女性財団『財産・共同性・ジェンダー』, pp. 1-60.

村上あかね, 2006,「相続期待と援助意向、家計からみた世代間関係」公益財団法人家計経済研究所『家計経済研究』 72, pp. 12-20.

明治安田生活福祉研究所, 2015,「女性の相続と財産に関する調査結果概要」(https://www.myri.co.jp/research/report/2015_02.php, 取得日 : 2023 年 10 月 1 日).

Bengtson V. L. & R. L. Roberts ,1991, “Intergenerational Solidarity in Aging Families: An Example of Formal Theory Construction,” *Journal of Marriage and the Family*, 53, 856-870.

Blood, R.O., & Wolfe, D. M., 1960, *Husbands & Wives: The Dynamics of married living*, Glencoe, IL: Free Press.

Eggebeen, D. J. ,1992, “Family structure and intergenerational exchanges,” *Research on Aging*, 14, 427-447.

Fingerman. K, L. Miller, K. Birditt, & S. Zarit, 2009, “Giving to the good and the needy: Parental support of grown children,” *Journal of Marriage and Family*, 71, 1220-1233.

Ho, C., 2022, “Strategic parent meets detached child? Parental intended bequest division and support from children,” *Demography*, 59(4), 1353-1376.

Jian, Q., Li, X., & Feldman, M., 2015, “Bequest motives of older people in rural China: From the perspective of intergenerational support,” *European Journal of Ageing*, 12(2), 141-151.

Kim, D., & Lim-Soh, J., 2023, “Between-sibling inequality in inheritances: Intergenerational support and patrilineality in South Korea,” *Journal of Marriage and Family*, 1-19.

Rossi, A. S. & P. H. Rossi, 1990, *Of Human Bonding: Parent-Child Relations across the Life Course*, Aldine De Gruyter.

Remle R. C., 2012, “The midlife financial squeeze: Intergenerational transfers of financial resources within aging families,” R. A. Sttersten & J. L. Angel eds, *Handbook of Sociology of Aging*, New York Springer, 179-192.

謝辞

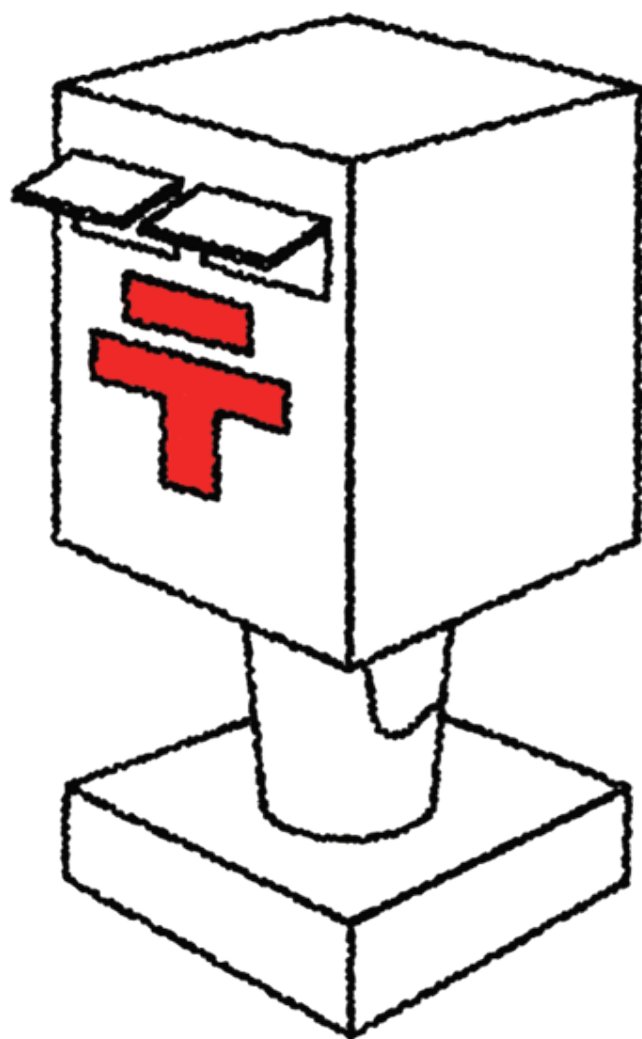
本研究は、一般財団法人ゆうちょ財団から家計研究助成を受け、あわせて同財団「第 5 回 家計と貯蓄に関する調査」(2022 年 11 月～2023 年 1 月実施)の個別データの提供をうけて実施した。

研究内容は、生活経済学会関西部会 2023 年 12 月 9 日大風薫・上村協子「次世代への相続意向と相続経験の関係—ジェンダー視点から」、生活経済学会東北部会 2023 年 12 月 10 日上村協子「『〈老いがい〉の時代』の生活者」として報告した。貴重なご意見を下さった各位に感謝をする。

生活経済学会第 40 回研究大会テーマ別分科会「生活者の金融ウェルビーイングをめざして 生活経済学会賛助会員との連携」2024 年 6 月 30 日のゆうちょ財団報告において、本報告について一般財団法人ゆうちょ財団 宮下恵子氏にご紹介をいただいた。

明治安田総合研究所 木村彩月氏には『女性と相続 2015(明治安田生活福祉研究所)』の調査結果を、特別に再集計し生活経済学会 2024 年 6 月 30 日第 40 回研究大会テーマ別分科会において報告いただいた。再集計結果を本報告書に掲載することをご許可いただいた明治安田総合研究所の森本律子社長、ご協力くださった木次浩二氏、研究所メンバー各位に感謝を申し上げる。

家族経営協定について、岩崎由美子氏(福島大学)に 2024 年 6 月 15 日、五條満義氏(東京農業大学)に 2024 年 6 月 19 日のご多用のなかヒアリング調査に応じくださり、お二人には多くの貴重な資料をご提示いただき示唆を頂いた。両先生から丁寧なご教示を頂いたことに心より御礼申し上げます。



【2025年度 研究助成募集】
当財団HP (<https://www.yu-cho-f.jp/>) を
2025年4月よりご覧ください。

2024年10月発行

〒162-0845 東京都新宿区市谷本村町2-1 クイーポビル9階

一般財団法人 ゆうちょ財団

TEL : 03-6631-1000 FAX : 03-6631-1008

