

コール市場の構造と金融政策の波及経路^{*}

——鈴木淑夫氏の『現代日本金融論』によせて——

寺 西 重 郎

本稿の目的は、鈴木淑夫氏の近著『現代日本金融論』([6])における分析上の主要部分であるコール市場の構造および機能に関する仮説を検討することにある。

コール市場の構造に関する氏の仮説は、資金偏在現象を銀行の合理的行動モデルによって説明しようとするものである。すなわち氏は、都市銀行とその他銀行の利潤極大モデルを分析し、両タイプの銀行の主体均衡点が、貸出収入曲線の形状の差異、金融節度の有無および日銀借入の有無の3要因によって異なったものになることが、資金偏在の原因であると主張している。しかしながら、氏の銀行行動のモデルには一つの微妙な inconsistency があり、このことが資金偏在に関する氏の説明を一面的ならしめている。以下で示すように、誤りを含まないとされるわれわれのモデルによると、資金偏在の原因は主として貸出収入曲線の位置と本源的預金の相対的大きさにおける差異に求められねばならない。両者の結論の差は一見した以上に重要である。何故なら、鈴木氏の分析では、資金偏在の原因が主として日銀の貸出あるいは種々の検査・指導等の操作的政策によって説明されるのに対し、われわれの結論は店舗配置、貸出先の限定等の構造的金融行政こそコール市場の構造を規定するものであることを含意しているからである。

コール市場の機能に関する氏の仮説は金融政策の波及経路にかかわる。氏は、都市銀行を主たる対象とする公定歩合・貸出政策は、伸縮的なコール・レート的作用に媒介されてその他銀行の貸出に対しても波及効果をもつこと、および都市銀行の貸出は公定歩合・貸出政策に直接反応することは少なく、主としてコール・レートの変動を通じる間接的效果によって影響を受けることを主張する。われわれは氏のこの仮説を基本的に支持しようものと考え、仮説の論理的枠組を整理するとともに、それを補強することを試みる。以下では、氏の仮説に関するわれわれの定式化が適切であるとするならば、コール・レートと公定歩合の共変関係という周知のかつ単純な事実こそ、仮説のための最も雄弁な証拠であることが指摘

される。

結論的に言うならば、本稿におけるわれわれの課題は次の2点である。すなわち第一に、鈴木氏のコール市場の構造に関する仮説を批判し、新たな仮説を提示すること、第二に、氏のコール市場の機能に関する仮説を支持・補強すること、である。議論は主として内在的視点からの理論的検討に限られる。氏の仮説に対するより広い立場からの評価については、稿を改めて論じる予定である。

まず、次の第1節では、誤りを含まないとされる簡単なコール市場モデルを提示する。第2節では、資金偏在現象に関する鈴木仮説が論理上の微妙な誤りから導かれたものであることが示される。第3節は、金融政策の波及効果に関する鈴木仮説を検討するためのものである。仮説の定式化とその補強作業がなされ、関連的に森口氏の所説が検討される。

1. 一つの簡単なモデル

いわゆる資金偏在現象とは、都市銀行がコール市場における恒常的な取り手になり、その他銀行が恒常的な出し手になっている状態のことである。われわれはまず、簡単な銀行行動モデルを検討することによって、この現象の成立原因を確認しておくことにしよう。

代表的な都市銀行の主体均衡モデルを分析し、その貸出供給函数とコール・マネー需要函数を導出しよう。簡略化されたバランス・シートの制約条件は、現金+貸出(有価証券投資を含む)=(本源的および派生的)預金+日銀借入+コール・マネーとあらわされる。いま、 L_1 (貸出)、 D_1 (本源的預金)、 N (日銀借入)、 $C_1(>0$ コール・マネー： <0 コール・ローン)、 k (現金・預金比率)、 l (貸出に対する派生預金歩留り率)とすると、預金= D_1+lL_1 、現金= $k(D_1+lL_1)$ だから、バランス・シートの制約条件は

$$(1-l+k)L_1 = (1-k)D_1 + N + C_1$$

と書かれる(添字1は都市銀行を示す)。銀行の利潤 Π_1 は、貸出収入曲線を $R_1(L_1)$ ($R_1'>0$, $R_1''<0$ と仮定)¹⁾、コール・マネー、日銀借入、預金等への利子支払を $K_1(L_1)$ とすれば、

$$\Pi_1 = R_1(L_1) - K_1(L_1) \quad (1)$$

$$K_1(L_1) = i(D_1 + lL_1) + r_c C_1 + rN$$

* 小論の作成過程において、時子山和彦助教授ならびに蠟山昌一助教授との討論から貴重な示唆を得た。記して厚く御礼申し上げたい。

$$= [il + r_c(1-l+kl)]L_1 - (r_c(1-k) - i)D_1 - (r_c - r)N \quad (2)$$

とあらわされる。ここで i (預金金利), r_c (コール・レート), r (公定歩合)である²⁾。次に、日銀貸出函数として、われわれは

$$N = N(r_c - r); N' > 0 \quad (3)$$

または代替的に

$$N = N(r_c - r, L_1); \frac{\partial N}{\partial (r_c - r)} > 0, \\ 0 < \frac{\partial N}{\partial L_1} < 1 - l + kl, \frac{\partial^2 N}{\partial L_1^2} < 0, \frac{\partial^2 N}{\partial (r_c - r) \partial L_1} = 0 \quad (3')$$

と仮定する³⁾。両式はともに、公定歩合 r の指定が日銀貸出 N の指定を含意するという形で、日銀貸出に関して信用割当が行なわれてきたことを意味している⁴⁾。両式の違いは日銀の政策指標の違いにある。(3)式は、日銀がコール・レートを指標として貸出をコントロールしていることを意味しており、このことは貝塚啓明[2]に

1) R 曲線の収穫逡減は、顧客に関する情報の不足および顧客の範囲に関する法的制限等によって各時点で当該銀行の顧客層が限られていること、および顧客の投資の限界効率曲線が収穫逡減の属性をもっていることによる。また R 曲線は over time にシフトすると考えられるが、そのシフトは顧客の範囲の拡大およびその投資限界効率曲線の上方シフトによって生じる。

2) 簡単化のために、銀行の経常費用が貸出業務に関するものと預金業務に関するものからなり、それらが分離可能であり、しかもここでの i および $R(L)$ はそれら費用を加減してあるものとする。

3) (3)式における $N' > 0$ および(3')式における $\frac{\partial N}{\partial (r_c - r)}$ は、所与の r の下で r_c が上昇すると日銀貸出を増加させること、および r の上昇は N の減少を伴うことを示している。(3')の $0 < \frac{\partial N}{\partial L_1} < 1 - l + kl$ は $r_c - r$ を一定として、 L_1 の増加は日銀貸出を増加せしめる(成長通貨の供給)が、その貸出は L_1 増加に伴う負債増加 $(1-l+kl)\Delta L_1$ の全てをまかなうものではないこと、すなわち一部は D ないし C でまかなう必要のあることを意味している。また、 $\frac{\partial^2 N}{\partial L_1^2} < 0$ は L_1 増加に伴う N の増加は L_1 の大なるほど小さいことを意味している。最後に $\frac{\partial^2 N}{\partial (r_c - r) \partial L_1} = 0$ は2つの指標が独立に日銀貸出に作用することを意味しており、これは簡単化のための仮定である。

4) かりに日銀が、所与の r のもとでいくらでも貸出すという政策をとっているとすれば、日銀借入とコール資金との間の裁定により、 r_c は r に等しくなるはずであるが、事実是一般に $r_c > r$ である(蠟山[4])。また鈴木[6]第10章参照。

における実証研究の結果に対応している。これに対して(3')式はより鈴木氏の主張に忠実であって、日銀貸出がコール・レートと都銀貸出額を指標として制禦されていることを示している⁵⁾。以下では、結論に重大な違いの生じない限り、簡単化のために主として(3)式を用いて議論を展開し、必要に応じて(3')式を用いる。なお、日銀貸出供給 N が(2)式におけるように、そのまま需要額としてあらわされることは、 $r_c > r$ の状況で、都市銀行が許容される日銀貸出をできるだけ借入れるということを示している⁶⁾。

さて、(1)式に(2),(3)式を代入して L に関して極大にすることにより

$$\frac{\partial \Pi_1}{\partial L_1} = R_1' - r_c(1-l+kl) - il = 0 \quad (4)$$

これから都市銀行の貸出供給曲線

$$L_1 = L_1(r_c) \quad (5)$$

が得られる。 R_1 函数の収穫逡減より $L' < 0$ であることはただちにわかる。コール・マネー需要函数は

$$C_1 = (1-l+kl)L_1 - (1-k)D_1 - N = C_1(r_c, r) \quad (6)$$

とあらわされる。この函数に関して

$$\frac{\partial C_1}{\partial r} = N' > 0, \quad \frac{\partial C_1}{\partial r_c} = (1-l+kl)L_1' - N' < 0$$

である。

都市銀行の主体均衡の状態は第1図(I)によってあらわされる。その他銀行についても、 $N=0$ として上と同様の手続きを行なうことによって、第1図(II)の表現を得ることができる。都市銀行については、

$$(1-l+kl)L_1 > (1-k)D_1 + N \quad (7)$$

だから、 $C_1 > 0$ すなわちコール・マネーとなっており、その他銀行については

$$(1-l+kl)L_2 < (1-k)D_2 \quad (8)$$

すなわち、 $C_2 < 0$ コール・ローンとなっている⁷⁾(添字2はその他銀行を示す)。

5) 鈴木[6]第13章参照。(3)ないし(3')式は鈴木氏の主張の一つの簡単化された定式化にすぎない。日銀は r と N を独立に操作することができ、事実しばしば r 一定の下で N の fine tuning を行なっている。このような行動をわれわれの定式化ではあらわすことができない。

6) 鈴木[6]p.100。なお(3)あるいは(3')式の定式化は森口[3]にならったものである。森口氏の定式化は、われわれの記号で言えば $N = N(r_c - r)C_1$ である。 r_c と C を重複させて政策指標とする必要はないと思われるが、氏の仮定の下での結論とわれわれの(3')式から得られる結論とは大差がない。森口氏の分析に関しては第3節を参照されたい。

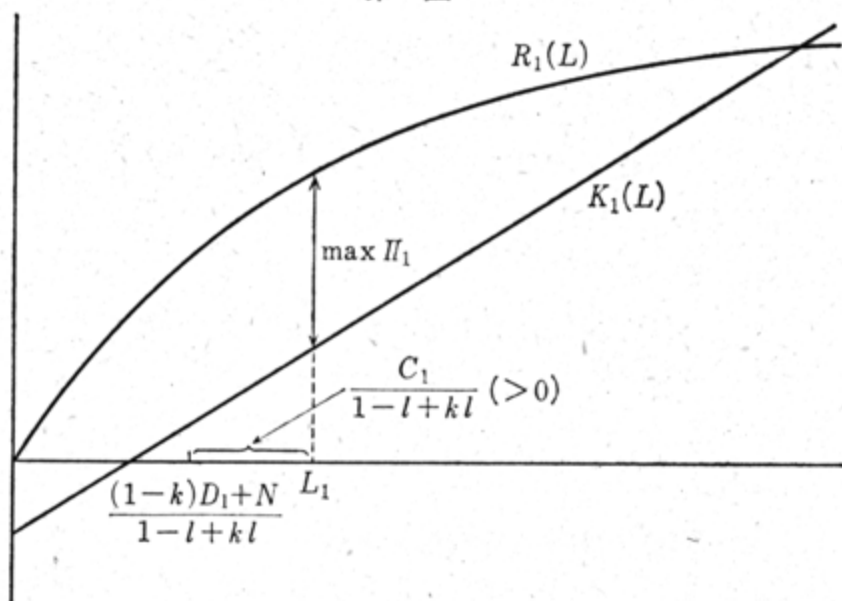
L_2, C_2 について

$$L_2 = L_2(r_c), L_2' < 0 \quad (9)$$

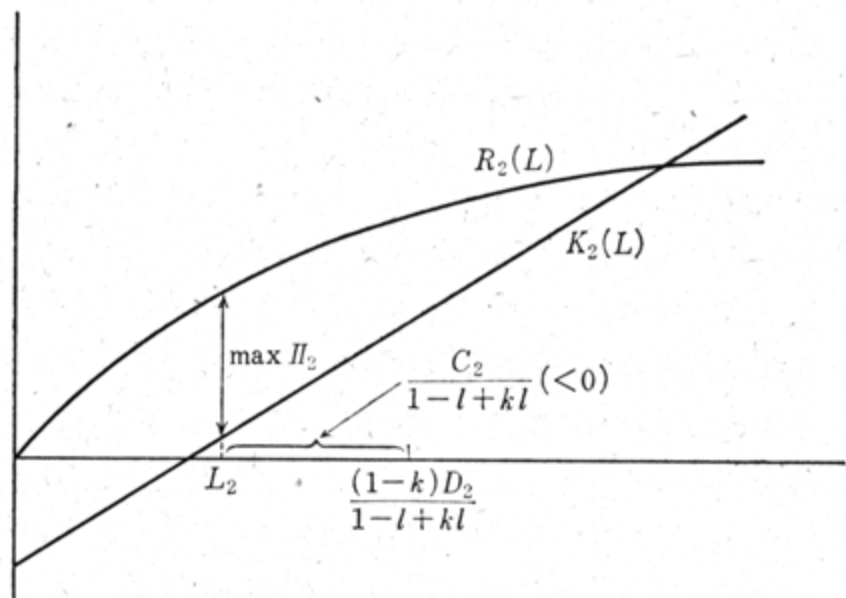
$$C_2 = C_2(r_c), C_2' > 0 \quad (10)$$

であることは容易に確かめられる。

第1図



(I) 都市銀行の主体均衡



(II) その他銀行の主体均衡

問題は、両タイプの銀行のコール・ポジション(6)および(7)が何によって規定されるかである。コール資金は $(1-l+kl)L$ と $N+(1-k)D$ の差であるから、このことを考えるためには L, N および D がどのようにして定まるかを考えればよい。本源的預金 D は、各時点において銀行にとって所与の値である。日銀借入 N もまた所与の r_c および r の下で一定である。貸出 L は R 曲線の傾きと K 直線の傾きの等しい点に定められる⁸⁾。ここで2つの点に注意する必要がある。第一は、貸出 L の最適値が D から独立に定まっていることである。このことは(4)式から明らかであり、しかもそれは $K(L)$ 直線の傾きが D から独立なことに基づいている。第二は、各時点において D が銀行にとって given なことである。

7) パラメーター l, k も両タイプの銀行で異なるであろうが、そのような複雑化は不必要である。

それゆえ、 D と比較されるべき L についても、その決定要因が各時点においてどのように与えられるかが問題とされねばならない。すなわち、恒常的現象である資金偏在はダイナミックな現象として理解される必要があるわけである。

さて、 L の決定要因のうち K 直線の傾きは l, k 等のパラメーターと r_c に依存している。 r_c は両タイプの銀行にとって共通であって、 l と k は銀行によって異なっているとしても、その差が時間に伴って大きく変化するものとは考えがたい。それ故問題は D の大きさと R 曲線である。 D は時間の経過とともに多かれ少なかれ変化するであろう。これに対して貸出 L は R 曲線が一定にとどまっている限り変化しない。 R 曲線が上方または下方にシフトしてはじめて L の変化が生じる。さきに述べたように資金偏在とは、都市銀行の最適な L が恒常的にその $D+N$ より大きく、その他銀行では恒常的にその逆の状態が生じている現象である。それゆえ、 D が時間にわたって変化している以上、資金偏在の決定因は両タイプの銀行の、 D の変化に対比しての最適な L の変化、すなわち R 曲線のシフトの度合でなければならない。

われわれの結論はいまや明らかであろう。資金偏在は両タイプの銀行において、本源的預金の大きさと R 曲線の位置と形状が異なることによって生じる。われわれのモデルの抽象化のレベルにおいては、 k, l 等のパラメーターの相違に基づく K 曲線の傾きの違いは重要でない。また所与の R 曲線の形状の如何は、 D の大きさと対比した意味での、 R 曲線の相対的位置の重要性にくらべると重要ではない⁹⁾。 D の変化との対比で考察されるべき

8) 日銀の貸出供給函数として(3)ではなく(3')を仮定すると、 $K_1(L_1)$ は直線でなくなり、 N は L_1 と同時決定される。しかしこのばあいにも $K_1(L_1)$ の傾きは D_1 から独立であり、したがって最適な L が D から独立であることはかわらない。また、森口氏の如く(われわれの記号)で $N=N(r_c-r)C_1$ と仮定したとしても、この L と D の独立性の性質はかわらない。このことは森口[3]の(1・10)式において、 RLI が DHI から独立であることから明らかである。

9) R 曲線の形状が時間に関してさほど変化しないものであると考えられることについては、呉[1] pp. 54~6の所説を参照にされたい。呉氏は、実際の銀行貸出計画が、GNP見込み、企業資金需要予測、資金需給見通し等と都銀貸出に占める自行貸出のシェアから定められると主張している。このうち前2者は R 曲線の位置に関する予測であり、資金需給見通しは当該計画期間における短期借入金利の予測にかかわるものであると考えられよう。このことは、 R 曲線の形状自体は短期的にはさほど変化せず、したがって銀行に

最適貸出 L は所与の R 曲線上を動くのではなく、そのシフトに伴って変化するものだからである。

さて、 D の大きさと R 曲線の位置を両タイプの銀行で異なったものにさせる要因は何であろうか。 D の大きさは、家計と企業の資産選択と各銀行の預金吸収力に依存し、 R 曲線のシフトは銀行の顧客範囲の拡大および所与の顧客の投資機会曲線のシフトに依存する。それゆえ、これらに影響を及ぼす政策的要因は店舗配置、貸出先等に対する行政的ないし立法的規則であると考えることができる。たとえば、都市銀行に対する店舗等設備投資抑制措置は、都市銀行の預金の伸びを貸出に較べて相対的に小さくさせるであろう。またその他銀行のうちの農林水産または中小企業専門金融機関の貸出先に関する法的制限は、その R 曲線のシフトを預金の伸びにくらべて小さくさせるであろう。われわれのモデルの重要性は、資金偏在の原因が、このような金融業の産業組織に対する構造的な政策にあることを指摘する点にあるわけである。

さきに進む前に注意されるべきことがある。上の分析から明らかなように、たとえ都市銀行に関して $N=0$ であっても、最適な $(1-l+kl)L_1$ が D_1 より大であるかぎり、都市銀行は正のコール・ローン需要を行なう。したがってそうであるかぎり資金偏在は生じうる。すなわちわれわれのモデルによれば、日銀借入 N の有無は資金偏在の成立には全く無関係なのである。

2. 資金偏在に関する鈴木仮説

以上で検討したわれわれのモデルは、資金偏在の主要な原因が、本源的預金 D の大きさと貸出機会曲線 R の位置が両タイプの銀行で異なっていることにあることを示した。これに対して鈴木氏は、資金偏在の原因として、 R 曲線の形状¹⁰⁾、金融節度の有無および日銀借入の有無をあげている。その他銀行は都市銀行に較べて、 R 曲線の収穫逓減の度合の大きいこと、日銀の一般貸出の対象でないことおよびコール・マネー取入れ等を「権威の失墜」という一種の固定費用¹¹⁾とみなす傾向のあることが、資金偏在の原因であると言うのである。両者の見解

の差異は一見微妙であるが、実は基本的である。われわれの説明は、資金偏在が店舗配置、顧客範囲の限定等の構造的金融行政に起因するものであることを含意しているのに対し、鈴木氏の説明は、金融節度の有無、日銀借入の有無等の日銀の銀行に対する政策がその原因であること、言い換えると日銀の行なう操作的政策が重要であることを意味している。

このような両見解の差異は何故に生じたのであろうか。われわれはこの差異が、鈴木氏の分析における一つの理論上の inconsistency によって生じたものであることを指摘したい。紙幅の関係上、氏のモデルを再述することなく要点のみを記しておこう。上でみたように、われわれの結論が得られた上で crucial な点は最適な貸出 L が本源的預金 D から独立に定まっていることである。ところが鈴木氏の分析ではそうでない。何故そうでないかと言うと、氏のモデルではコール・レートがコール・ローンの増加函数(氏の term では機会費用としてのコール・ローン等純収益曲線が non-linear)となっているため、われわれの言う K 曲線の傾きに D が影響することになっているからである。このコール・ローン等純収益曲線の非線型性は単に不必要な一般化であるだけでなく¹²⁾、整合的でない推論から得られたものである。いまこの点に関する氏の説明を引用すると、

「コール・ローン純収益が逓増するのは、コール・ローン残高 C_t が増加するにつれて、金利の相対的に高い長期のインター・バンク債権のウェイトが高まるからである」とある¹³⁾。この推論は適切でない。何故なら、氏およびわれわれの取扱かっている一期間モデルにおいて、銀行の利潤 Π を正しく定義するためには、そのうちに含まれる全てのフロー変数を同一の期間に関するものに調整されたものとして考えねばならないからである。かりに貸出収入 R が一週間のフローであるならば、コール・ローンに伴う収入も期間構造を調整していれば一週間ものの利子率に換算しておく必要があるわけである¹⁴⁾。

周知のように、また鈴木氏も強調しているように、わ

とって既知の業務情報であることを含意していると思われる。また呉氏は他方で預金の予測が重要であることを指摘しており、預金と貸出計画の差である資金不足額の大小によって、貸出計画が変更されることはないとして述べている。このことはわれわれの言う D と L の独立性の命題に対応して興味深い。

10) 鈴木氏はその他銀行 R 曲線の収穫逓減の程度が都市銀行にくらべて大きいことの原因を、貸出先に関する専門化規制に求めており、この点でわれわれの見解と同一である。

11) この心理的費用が、氏の分析では、実際の金銭的費用として扱われているが、この変換は問題であろう。この費用の存在が氏の仮説の成立にとって crucial であることは、氏の銀行行動モデルが利潤極大動機という合理的説明の範囲内では完結していないことを意味している。

12) 森口 [3] p. 73 注 (3) および鈴木 [6] p. 107 注 (7) 参照。両者は、この仮定が不必要であることを述べているが、この不必要な仮定をおくか否かは議論の展開にとって決定的である。

13) 鈴木 [6] p. 89。

が国のコール市場(あるいはインター・バンク短期債市場)の金利は、他の金融市場の金利に較べて、資金需給の実勢を反映して定められる度合いが大きい。いま週のはじめにコール市場が開かれるとすれば、そこで定められる長短金利は、流動性、借換え費用、人々の選好等を反映して、短期債による借換えと長期債による資金調達が無差別になるように裁定されるものとみなさねばならない。

したがって、理論上コール・レートは一定と考えねばならず、そうするとわれわれが前節で示した手続きにより、最適な L は D から独立に定まることになる。鈴木氏の分析は、この単純な——しかし容易に陥りがちな——slip のために、最適な L と D の相対的大きさという基本的論点を把握しえなくなったのだと考えることができよう。

3. 金融政策の波及径路に関する鈴木仮説

以上のように、資金偏在の成立原因に関する鈴木氏の説明にはかなりの問題があると考えられる。しかしながら、このことと、資金偏在という構造的現象を所与としたうえでのコール市場の機能すなわち金融政策の波及径路の問題は別のことがらである。以下本節では波及効果に関する鈴木氏の仮説を簡単に説明し、それにまつわる一、二の問題点にふれることにする。

いま資金偏在現象が成立していることを前提とすると、都市銀行はコールの取り手であるから $C_1 > 0$ であり、そのコール・マネー需要関数は(6)式で、また貸出関数は(5)式であらわされる。他方、その他銀行はコールの出し手であるから $C_2 < 0$ であり、しかも日銀の一般貸出を受けないから、そのコール・ローン供給関数と貸出関数はそれぞれ(10)、(9)式であらわされる。

日銀の主要な政策手段は r およびそれに対応して N を都市銀行に割当てることである。しかし、 L_1 および L_2 が r に依存していないため、このことは直接には市中貸出に影響を及ぼさない。鈴木氏は、ここにおいて、

14) かりにこの論理上の inconsistency を問わないとしても、鈴木氏の言うように都市銀行が短期のインター・バンク債権から順番に借りてゆくという行動が一般的であるとは思えない。一般に、都銀は各時点における安定資金の必要度(流動性に対する選好)と利子率期待に基づいて各種期間の債券を選ぶと考えられる。たとえば、将来の金融引締、利子率の上昇の予想される時は、長期のコール(たとえば月越し無条件もの)を選ぶであろうし、緊急な地方送金の必要なばあいは短期のコール(たとえば翌日もの)で十分であろう。また、期末金融の逼迫が予想されるばあいは早目に長期のコールを手当てしておくことも多い(たとえば期越し無条件もの)。

コール市場を通じる間接的波及径路の存在を重視する。いま、コール市場で均衡が成立しているとすれば、

$$C_1(r_c, r) + C_2(r_c) = 0$$

である。この条件の下で

$$\frac{dr_c}{dr} = -\frac{\partial C_1}{\partial r} / \left(\frac{\partial C_1}{\partial r_c} + C_2' \right) > 0$$

したがって、公定歩合 r の変化はコール・レート r_c の同方向への変化をひきおこすことになる。そしてこの r_c の変化が L_1, L_2 に影響を及ぼすわけである。以上要約すると、公定歩合の引上げは直接的には L_1 を変化させず、 N の減少に伴う都銀の資金不足はコール・ローンの需要増となってあらわれる。コール市場ではコール・レートが上昇するとともに、その他銀行の貸出 L_2 はコール・ローン供給増加の部分だけ減少する。最後に、コール・レートの上昇は都銀の最適貸出 L_1 を引下げ、金融政策は全ての市中貸出に影響を与えることになる。

ところで、以上の説明において L_1 が直接的に r に依存しないこと——すなわち貸出関数が(5)式の形であらわされること——は、(3)式の仮定の下では、銀行の行動変数が日銀貸出関数に影響しないことによるものである。この仮定の下では、日銀借入費用 rN は銀行の固定費用となるため、限界的な貸出採算に影響するのはコール・レートのみとなるからである。しかしながら、第1節で述べたように、鈴木氏の主張のより忠実な理解は、日銀貸出がコール・レートと都銀貸出を指標としてなされるということ、すなわち(3')式のように定式化することである。この仮定の下では、都市銀行の貸出関数は $L_1 = L_1(r_c, r)$ となり¹⁵⁾、金融政策は2つの径路を通して波及することになる。すなわち(A)上で述べたコール・レートの変動を通して貸出に影響する径路、および(B)公定歩合の変化が直接に都銀貸出に影響する径路である。日銀貸出の実際が(3')式であらわされる形であるとするならば、このばあいの一つの興味深い問題は、この2つの波及径路のうちいずれがより重要であったかを確認す

15) (1)式に(2)、(3')式を代入して L に関して極大にすることにより、

$$\frac{\partial \Pi_1}{\partial L_1} = R_1' - r_c(1-l+kl) - il + (r_c - r) \frac{\partial N}{\partial L_1} = 0$$

これから貸出関数 $L_1 = L_1(r_c, r)$ を得る。 L_1 関数について、

$$\frac{\partial L_1}{\partial r_c} = \left((1-l+kl) - \frac{\partial N}{\partial L_1} \right) / \left(R_1'' + (r_c - r) \frac{\partial^2 N}{\partial L_1^2} \right) < 0$$

$$\frac{\partial L_1}{\partial r} = \frac{\partial N}{\partial L_1} / \left(R_1'' + (r_c - r) \frac{\partial^2 N}{\partial L_1^2} \right) < 0$$

である。

ることである¹⁶⁾。この点について鈴木氏は、(i) (B) の経路が重要であるとすれば、金融引締めは都市銀行に先行的影響を及ぼすはずであるが、実際の貸出の動きをみると、その他銀行に先行的ないし同時的影響が及んでいること、および(ii) その他銀行の貸出函数においてコール・レートが有意に計測されていること、の2つの実証的根拠から、経路(A)の重要性を主張している。

鈴木氏のあげたこの2つの実証的裏付けはかなり説得的であり、氏の主張は十分支持しうるものと考えられる。しかしながら、われわれは氏の主張を論証するためのより強い事実があることを指摘したい。それは、コール・レートと公定歩合が同一の方向に動いているという周知の事実にはかならない。このことが鈴木氏の主張を裏付けるものであることは次のようにしてわかる。経路(B)は、都市銀行の貸出函数 $L_1 = L_1(r_c, r)$ において $\frac{\partial L_1}{\partial r} < 0$ であることである。次に経路(A)は、都市銀行のコール・マネー需要が変化し、このことがコール・レートの変化を通じて L_1 に影響する経路である。コール・マネー需要函数

$$C_1 = (1-l+kl)L_1(r_c, r) - (1-k)D_1 - N(r_c - r, L_1)$$

において、

$$\frac{\partial C_1}{\partial r} = \left\{ (1-l+kl) - \frac{\partial N}{\partial L_1} \right\} \frac{\partial L_1}{\partial r} + \frac{\partial N}{\partial (r_c - r)} \quad (11)$$

である。右辺第一項は負であって、公定歩合引上げが貸出の減少を通じてコール・マネー需要の減少をもたらすことを示す。第二項は正であり、公定歩合引上げに伴う日銀貸出の減少が、コール・マネー需要に代替されて、その需要増が生じることを示す。さて、ここで波及経路(B)の効果が大きいことを仮定しよう。このことは(11)式の第一項の効果が相対的に大きいことを意味している。したがって、 $\frac{\partial C_1}{\partial r} < 0$ となり、このばあいコール市場ではコール・レートが低下することになる。また、コール・レートの低下は(B)の直接効果による都銀貸出の減少効果を幾分かは相殺する可能性がある。これらのことは明らかに事実と反する。公定歩合の引上げに伴って、コール・レートは上昇し、都銀貸出は有効に抑制されるのが常だからである。したがって、公定歩合とコール・

レートが共変関係にあるということは、波及経路(B)の重要性が小さいという主張の一つの重要な根拠であると言える。

以上の議論は、森口[3]における鈴木批判の問題に密接に関連している。森口氏は、鈴木氏が[5](p.75)において、コール市場の部分均衡分析を行ない、公定歩合引上げがコール・レート上昇をもたらすと結論したことを誤りであると批判した。しかしながら、森口氏の主張は極めて初等的なミスに原因するものであって正しくない。上に述べたように、公定歩合引上げの都銀コール・マネー需要に及ぼす効果には、(A)((11)式第二項)、(B)(同第一項)の2つの効果がある。しかし森口氏が実際にp.74左行下から3行目～右行上から15行目までに行なっている分析では、(B)の効果しかとらえていない。そのために、公定歩合が上昇するとコール需要が減少し、コール・レートが低下するという奇妙な結論を得たわけである。氏の記号を用いて正しい計算結果を示すと、

$$\frac{\partial LCD^*}{\partial r} = \left((1-l+kl) \frac{\partial LBI^*}{\partial r} + LCDg' \right) / (1+g);$$

$$g = g(r_c - r), \quad g' > 0,$$

であり、ここで氏の(1・10)式より容易にわかるように $\frac{\partial LBI^*}{\partial r} < 0$ である。この式の右辺第一項が上述の(B)の経路に、第二項が(A)の効果に対応する。(B)の効果より(A)の効果が大きいと主張することに鈴木仮説の仮説としてのレーゾン・デートルがあることは言うまでもない。したがって $\frac{\partial LCD^*}{\partial r} > 0$ ——公定歩合の上昇は都市銀行のコール需要を増加せしめる——でなければならない。

(一橋大学経済研究所)

参考文献

- [1] 呉文二『金融政策——日本銀行の政策運営』東洋経済新報社、1973。
- [2] 貝塚啓明「経済安定と金融政策」木下和夫編『経済安定と財政金融政策』日本経済新聞社、1967。
- [3] 森口親司「コール・ローン需要函数と巨視的金融モデルの整合性」『季刊理論経済学』1970、8月。
- [4] 蠟山昌一「わが国の金融メカニズム——問題点の提起と整理」島野卓爾・浜田宏一編『日本の金融』岩波書店、1971。
- [5] 鈴木淑夫『金融政策の効果——銀行行動の理論と計測』東洋経済新報社、1966。
- [6] ——『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974。
- [7] 館龍一郎「準備預金制度の拡充について——金融構造の変化と金融政策の方向」『金融』1972、4月。

16) この問題は、鈴木氏によって館・鈴木「論争」としてとりあげられているものである。しかしながら、館氏は両者の間には見解の相違はないと明言しているのであるから(館[7])、わざわざ論争の形でとりあげる必要はないと思われる。単なる一つの興味深い研究課題とみなすほうが、問題の性質をより明解ならしめると考えられる。