

## コメント：堀内昭義「『窓口指導』の有効性」\*

江口英一

金融引締め政策手段として窓口規制(堀内氏の言葉では「窓口指導」<sup>1)</sup>、以下同じ)が充分効果的であるためには、いろいろな条件が必要であろう。しかし、それが市中金融機関貸出を総体として抑制する方向に働く、という点については、従来さしたる異論もなかった。

堀内氏は、このような通説・通念に挑戦し、窓口規制によって規制対象金融機関が貸出を抑制しても、他方で、非対象金融機関の貸出がこれを相殺するように増加してしまうので、窓口規制は金融引締め手段として『有効性』がない、ということ、理論的・実証的に主張される。この間の論理は一見極めて説得的であるが、その議論を一つづつ阻礙し検討していってみると、依然として通説・通念の妥当性を否定できないように思われる。

## 1. 窓口規制の有効性——理論的分析を中心に

窓口規制対象金融機関(以下『都銀』)とその他金融機関(以下『OFI』)がともに主体的均衡条件を充す貸出(最適貸出量)を実行している状況(Ⅰ)と、都銀貸出が窓口規制により最適貸出量以下に抑えられた状況(Ⅱ)とを対比する。この場合、状況(Ⅰ)、(Ⅱ)の間で中央銀行が供給する準備金総量は変らないものとする。なお堀内氏は、準備金総量そのものを政策変数とされるが、以下では、中央銀行の対銀行信用( $Z$ )・対政府信用( $Z_0$ )、民間非銀行部門の現金通貨保有量( $CUR$ )を政策変数とし、準備金総量( $R$ )はこれらが実行される結果、次式(中央銀行バランスシート)から一義的に決定されるものとする。

$$Z + Z_0 = CUR + R \quad (1)$$

$Z$ : 中央銀行の対銀行信用(以下『都銀・OFI』を総称して『銀行』とよぶこととする)

$Z_0$ : 中央銀行の対政府純信用(含、対外純資産)

$CUR$ : 現金通貨(除、銀行手持現金)

$R$ : 準備金(銀行の中央銀行預け金・手持現金)

## (1) 堀内氏の主張——理論モデルによる分析

\* このコメントは全く私個人の意見であり、所属機関やそこでの同僚の考え方とは関係がない。

1) 『貸出増加額規制』の略称としては、「窓口規制」の方が広範囲に使われているようである。

以下、堀内氏の議論に極力忠実なかたちで理論モデルを構成し、その検討を行なうこととする。

**モデル 1** 都銀の貸出抑制が OFI 貸出伸張により相殺される、という堀内氏の論拠は、次のとおりである。

(i) 預金( $D$ )は、本源的預金( $D^*$ )と貸出による派生的預金の合計である。都銀・OFI それぞれの貸出( $L_1$ ,  $L_2$ )の預金(他行預金を含む)歩留り率を  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  とし、

$$D = D^* + \alpha_1 L_1 + \alpha_2 L_2 \quad (0 \leq \alpha_1, \alpha_2 < 1) \quad (2)$$

$D$ : 預金

$L$ : 貸出(以下、添字 1, 2 は、都銀, OFI の別)

(ii) 銀行部門全体として、負債(預金( $D$ )+中央銀行借入金( $Z$ ))=資産(貸出( $L$ )+準備金( $R$ ))というバランスシート制約が存在する。この場合、都銀のコールドマネー( $CM$ )と OFI のコールドローン( $CL$ )とは、銀行部門全体では相殺されている。

$$D + Z = L + R \quad (3)$$

(2, 3)式は状況(Ⅰ), (Ⅱ)の双方について成立している。変数  $X$  について状況(Ⅱ)と(Ⅰ)との乖離幅を  $\Delta X$  とし、

$$\Delta D = \alpha_1 \Delta L_1 + \alpha_2 \Delta L_2 \quad (\because \Delta D^* = 0 \text{ と仮定}) \quad (2')$$

$$\Delta D = \Delta L (= \Delta L_1 + \Delta L_2) \quad (\because \Delta R = \Delta Z = 0) \quad (3')$$

$$\therefore \Delta L_2 = -[(1 - \alpha_1) / (1 - \alpha_2)] \Delta L_1 \quad (4)$$

この式から次のことがいえる。① 窓口規制により都銀貸出は  $\Delta L_1 (< 0)$  だけ削減されるが、OFI 貸出がこれを相殺するように増加する ( $\Delta L_2 > 0$ )。② 派生的預金の存在を無視すれば、つまり  $\alpha_1 = \alpha_2 = 0$  で  $D = D^*$  と仮定すれば、この場合の相殺は完全である ( $\Delta L_2 = -\Delta L_1$ )<sup>2)</sup>。**モデル 1 の問題点** 預金が本源的預金と派生的預金とからなる、という(2)式の妥当性が問題。

銀行組織全体としてみると、ひとたび貸出によって創設された預金は、自行・他行の貸出返済による還流、現金通貨・税収等による流出のかたちをとらない限り、必ず銀行組織のどこかに歩留っている。この意味で、貸出の派生的預金への歩留り率( $\alpha_1, \alpha_2$ )は常に 1 であり、創

2)  $\alpha_1 > \alpha_2$  の場合には、 $\Delta L_2 < -\Delta L_1$  と相殺は不完全で、窓口規制はある程度効果があることとなるが、堀内氏は「このような条件が成立すると先験的に判断する根拠はない」とされる。

造された預金が消滅するのは、銀行部門の民間非銀行部門に対する債権・債務(除、預金)の変動(例：貸出返済)、あるいは、中央銀行の非銀行部門に対する債権・債務の変動(例：現金通貨増。税収も中央銀行の対政府信用減となる)を通じる場合に限られる。したがって、貸出とその預金への歩留りとの関係を示す式として、(2)式は、いわば論理的妥当性を欠いており、銀行部門と中央銀行のバランスシート(各(3)、(1)式)を統合した次式と差し換える必要がある。

$$D = (L_1 + L_2) + (Z_0 - CUR) \quad (2 \cdot A)$$

この式をもとに、(II)と(I)との乖離幅を考えると、

$$\Delta D = \Delta L_1 + \Delta L_2 \quad (2' \cdot A)$$

がモデル1の(2')式に代ることとなる。ところが、この関係は、モデル1での今1つの方程式(3')式と同一のものであって、この1本の式から $\Delta L_2$ 、つまり窓口規制のOFI貸出への効果を推論することは不可能である。

したがって、堀内氏のモデル1を用いての結論は、モデル自体の誤り(論理上の誤り)に依拠したものであるといわざるをえない。

**モデル2** 堀内氏の窓口規制の有効性についての議論は専ら前述のかたちで行なわれているが、論文全体を通してみると今少しソフィスティケートされた次のモデルをも別途考慮していただけるように思われる。

(i) 預金(D)総量の決定については、前項で述べた(2・A)式を考える<sup>3)</sup>。

$$D = L_1 + L_2 + (Z_0 - CUR) \quad (2 \cdot A)$$

(ii) 銀行の準備金需要は預金の一定率であり、これが、コール資金市場で均衡が成立した段階で、中央銀行による準備金供給と一致する。

$$rD = R (= Z + Z_0 - CUR) \quad (0 < r < 1) \quad (5)$$

状況(II)、(I)の乖離幅をみると、

$$\Delta D = \Delta L_1 + \Delta L_2 \quad (2' \cdot A)$$

$$r\Delta D = (\Delta R =) 0 \quad (5')$$

この2式を解くことにより

$$\Delta L_2 = -\Delta L_1 \quad (6)$$

が成立し、窓口規制による都銀貸出の抑制( $\Delta L_1$ )はOFIの貸出伸張( $\Delta L_2$ )によって完全に相殺されるといえる。

**モデル2の問題点** (5)式の準備率一定の仮定が問題。

準備金需要については、所要準備が法定準備率を通じて預金に依存することは勿論であるが、超過準備はその他数多くの諸要因にも依存している。

これら要因のうち、ここでは預金とコールレートのみをとりあげることとする。コールレートをとりあげた最大の理由は、それが超過準備の機会費用とみられるからである。すなわち、個々の銀行が短期的な資産選択<sup>4)</sup>過程で、資金過不足( $D_t + Z_t - L_t$ )を準備金とコールローン(またはマネー)とに配分する場合( $R_t + CL_t$ (または $-CM_t$ )), 選択パラメタの役割を果すのはコールレートである。さらに、準備金需要がコールレート( $\rho$ )の減少関数であるという仮定は、コール資金市場での短期的均衡の安定条件としても必要である。

この結果、モデル2の(5, 5')式は次のようにかわる。

$$R(\rho, D) = R \quad (5 \cdot A)$$

$$-r_\rho \Delta \rho + r_d \Delta D = (\Delta R =) 0 \quad (5' \cdot A)$$

$$(\partial R / \partial \rho \equiv -r_\rho < 0, \partial R / \partial D \equiv r_d > 0)$$

$\rho$ : コールレート

モデル2で(5')式は $\Delta D$ 決定の役割を果していたが、(5'・A)式は、次式のように書き直すとより明らかなように、準備金需給が均衡するようにコールレート( $\rho$ )が決定されるという関係を示している。

$$\Delta \rho = (r_d / r_\rho) \Delta D \quad (5'' \cdot A)$$

一方、モデル2で $\Delta D$ を所与として $\Delta L_2$ を決定する役割を果していた(2'・A)式

$$\Delta D = \Delta L_1 + \Delta L_2 \quad (2' \cdot A)$$

は、ここではむしろ $\Delta D$ の決定式とみるべきである。こうして、新しいモデルを完結し、 $\Delta L_1$ の $\Delta L_2$ に及ぼす効果をみるためには、 $L_2$ つまりOFIの貸出決定関数を明示的に導入する必要が生じてくる。

## (2) 窓口規制の有効性——理論モデルによる分析

**方程式の追加** (i) 銀行は、バランスシートの制約下、預金( $D_t$ )、中央銀行借入( $Z_t$ 、ただし都銀の場合)を所与として、貸出( $L_t$ )、準備金( $R_t$ )、コールローン( $CL_t$ )またはマネー( $CM_t$ )の間で最適資産配分を行なう、とみて、OFIについての貸出決定関数を書くと、

$$L_2 = L_2(i_2, \rho, D_2) \quad (7)$$

$i_2$ : OFI貸出金利。外生変数扱。

状況(I)、(II)の間で、この貸出決定関数が安定的であり、また、貸出金利も不変( $\Delta i_2 = 0$ )と仮定すると、(II)

3) 堀内氏自身は(2・A)式でなく(2)式を考えていられよう。その場合には、上述の(2)式自体の妥当性のほか、(6)式が $\Delta L_2 = -(\alpha_1 / \alpha_2) \Delta L_1$ となって「 $\alpha_1 < \alpha_2$ のとき $\Delta L_2 < -\Delta L_1$ 」となり、本文に記された窓口規制が有効であるための条件の不等号(前記脚注2))が逆転するという問題も生じる。

4) ここで短期的とは、銀行組織全体としての資金過不足の額 $D + Z - L (= Z + Z_0 - CUR)$ がほぼ所与とされている期間をいう。

と(I)との間での  $L_2$  の乖離幅は,

$$\Delta L_2 = -l_p \Delta \rho + l_d \Delta D_2 \quad (7')$$

$$(\partial L_2 / \partial \rho \equiv -l_p < 0, \partial L_2 / \partial D_2 \equiv l_d > 0)$$

(ii) (7)式と絡んで, (2・A)式で与えられる預金総量 ( $D$ )の他, OFIの預金( $D_2$ )を決定する必要がある。ここでは簡単に, 総預金に占める OFI のシェア ( $\gamma$ )が一定で, 状況(I), (II)間でも変わらないと仮定する。すなわち,

$$D_2 = \gamma D \quad (8)$$

$$\Delta D_2 = \gamma \Delta D \quad (8')$$

以上により理論モデルが完結したが, 状況(II), (I)の乖離幅についての方程式をまとめて示すと,

$$\Delta \rho = (r_d / r_p) \Delta D \quad (5'' \cdot A)$$

$$\Delta D = \Delta L_1 + \Delta L_2 (= \Delta L) \quad (2' \cdot A)$$

$$\Delta D_2 = \gamma \Delta D \quad (8')$$

$$\Delta L_2 = -l_p \Delta \rho + l_d \Delta D_2 \quad (7')$$

窓口規制の効果 (i)まず, 上記連立方程式の下の方3本を  $\Delta L_1$  の他  $\Delta \rho$  をも所与として解いてみると,

$$\Delta D (= \Delta L) = [1 / (1 - l_a \gamma)] \Delta L_1 - [1 / (1 - l_a \gamma)] \Delta \rho \quad (9)$$

第1項の係数は1種の信用乗数を示している。すなわち, 都銀貸出の削減  $\Delta L_1$  は, 第1次効果として, 総預金で  $\Delta L_1$ ——都銀分で  $(1 - \gamma) \Delta L_1$ , OFI 分で  $\gamma \Delta L_1$ ——の減少を招く。この預金減に対処して, 今度は OFI が貸出の削減を図らざるをえなくなるので(都銀貸出は窓口規制のため不変), 第2次的な預金減少が発生する。上記係数はこのようなプロセスを追って来た乗数とみてよい。上式が示すように, 通常この信用乗数は正, しかも1より大きい ( $l_a \gamma < 1$  は充分期待できる)。つまり, 窓口規制による都銀貸出の抑制は, コールレート変動を通ずる効果を無視すれば, 総貸出を圧縮するばかりか OFI 貸出をも圧縮することとなる。

そこで, 総預金(=総貸出)の減少が, 準備金需要減, 準備金の超過供給の発生を通じて, どの程度コールレートを低下させ, これが(9)式第2項にどの程度フィードバックするかが問題になる。

(ii) (5''・A)式と(9)式を連立させモデルを解くと,

$$\Delta \rho = [r_d / \{(1 - l_a \gamma) r_p + r_d l_p\}] \Delta L_1 \quad (10)$$

$$\Delta D (= \Delta L) = [r_p / \{(1 - l_a \gamma) r_p + r_d l_p\}] \Delta L_1 \quad (11)$$

となる。すなわち, 都銀貸出が窓口規制により抑制 ( $\Delta L_1 < 0$ ) されると, ①最終的にコールレート ( $\rho$ ) は多少とも低下する, ②このコールレート低下の影響は OFI 貸出を増やす方向に働く ((9)式第2項) もの, 都銀貸出削減の信用乗数効果 ((9)式第1項) を完全に相殺するまでに至らず, 銀行部門全体の貸出 ( $L =$  預金  $D$ ) も窓口規制によって圧縮されることとなる。

さらに, OFI 貸出だけを取りあげてみると

$$\begin{aligned} \Delta L_2 &= \Delta L - \Delta L_1 \\ &= [l_a \gamma r_p - r_d l_p] / \{(1 - l_a \gamma) r_p + r_d l_p\} \Delta L_1 \quad (12) \end{aligned}$$

であり, この係数の分子が正となる場合, つまり,

$$\{\gamma (l_a / l_p)\} / \{r_p / r_d\} > 1 \quad (13)$$

という条件が充される場合には, 都銀の窓口規制により OFI 貸出すらも圧縮されることとなるのである。

窓口規制の有効性 以上の検討の結果,

①「都銀に対する窓口規制は, OFI の相殺的貸出増を招くから, 引締め的手段として有効ではない」という議論は, 誤った論理の想定(モデル1)とか, 準備金需要関数でのコールレートの無視(モデル2)とか, の場合に成立するものであること,

② 窓口規制による都銀貸出の削減は, 信用乗数のプロセスのかたちで銀行組織全体へ波及してゆき, 一方, 預金減少にもとづく余剰準備はコールレートの低下により充分吸収されてしまうので<sup>5)</sup>, 窓口規制は引締め的手段として有効であること, すなわち, それは総体としての金融機関貸出をすくなくとも方向として抑制すること, が判明した<sup>6)</sup>。

## 2 窓口規制の限界

窓口規制は引締め的手段として有効ではあるが, 政策手段としていくつかの限界がある。①金融緩和の政策手段たりえない, ②対象金融機関の各行に割当てする規制枠がどうしても過去の実績を考慮したものとならざるをえないため, 貸出の各行別シェアが固定化しがちである(競争政策上の問題)③他の金融政策手段が窓口規制を充分補完するかたちで運営されないと, 窓口規制の効果が著しく減殺される, などである。③の点について, 堀内氏にはかなりの誤解もあるようなので, 多少詳しく

5) 堀内氏は, 窓口規制実施に伴うコールレート低落がかなりのものである, との印象をもっていられるようである。これは, 都銀貸出の削減が ((2・A)式が示すような預金減少のかたちをとらずに) ただちに余剰準備増加になる, とみていられるためであろう。

6) 堀内氏の実証分析について詳しくふれる余裕はないが, 最大の問題は, 堀内氏の分析が果して窓口規制効果の有意性に関するレリヴァントなテストたりうるか, という点である。論文の(8~10)式で  $Z$  の1次結合で示されている部分は, その定式化上, 貸出金市場の超過需給の関数であるといえる。そして, この超過需給は, ①「均衡金利と現実の金利との乖離」と②窓口規制による貸出抑制, との両者に依存する。したがってここでのテストは①が②によって有意に説明できるか否かのテストでしかない。

述べてみたい。

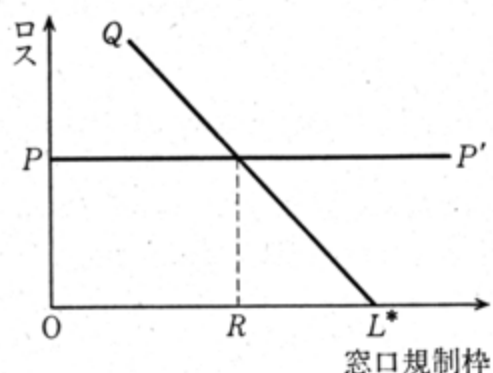
**窓口規制の実効性** 第1に、他の政策手段が窓口規制を支持するように運営されていないと規制枠が対象金融機関により充分守られるかどうか自体が問題となる(堀内氏の言葉では窓口規制の「実効性」が喪失する)。これは、窓口規制は中央銀行の道徳的説得を通じて実施される性格のものであるからといってもよいが、ここでは多少形式的な議論を展開しておこう。

銀行の利得関数(ないし効用関数)は、現実の利潤の他、中央銀行や顧客とのグッド・リレーションシップとか世間の評判といった取引の円滑化に役立つ有形無形の要因群の関数として定式化できるだろう。窓口規制のもとでの貸出決定にあたり「都銀」が比較考量するのは、**a**「最適貸出量を実行した場合に比べて規制枠を遵守した場合に蒙る利潤面のロス」と、**b**「規制枠を守らず貸出を実行した場合蒙るであろう中央銀行との関係不円滑化・世間の評判の悪化等のロス」の大小であり、 $a < b$ の限りで窓口規制枠が遵守されると考えてよい。

**a**は窓口規制の枠が削減されればされる程増加するが、下図で **a** を示す曲線  $QL^*$  と **b** の高さを示す直線  $PP'$  との交点に対応する貸出量を  $R$  とすると、窓口規制はその枠が  $RL^*$  内にある限り実効的である。すなわち、窓口規制が実効的であるためにはその枠が最適貸出量から大きく乖離するわけにはいかない。もし都銀貸出を  $R$  以下に抑制しようとする場合には、窓口規制と一緒に他の政策手段を並用し、最適貸出量  $L^*$  自体を押し下げることが必要になる。

**窓口規制非対象金融機関への貸出のシフト** 第2は、「都銀」貸出が抑制されると、都銀取引先の借入需要が「OFI」への借入需要としてシフトする可能性があることに関連している。前節の分析では、都銀に対する窓口規制の有無に拘らず、OFIの貸出決定関数が安定的であると仮定してきた。しかし、都銀からの借入の締出しによってOFIの個別貸出需要関数が右に変位するならば、OFIの貸出決定関数もまた右に変位せざるをえない。

OFIの貸出の限界費用曲線が右上りであれば、貸出



$L^*$ : 最適貸出量  
 $QL^*$ : 最適貸出量を実行する場合と比べ、規制枠を遵守することにより蒙る利潤の減少  
 $PP'$ : 規制枠を守らない場合に蒙るであろう中央銀行との関係の不円滑化等のロス

決定関数の右への変位額は個別需要関数の変位額よりも小さく、この結果、窓口規制は依然として有効である。しかし、このような現象が有効性の程度を減殺させることは事実である。したがって、金融引締めの実効性を高めるには、窓口規制と同時に他の政策手段をも並用し、借入需要自体を圧縮する(銀行にとっての個別貸出需要関数を左に変位させる)ことを考えねばならない。

この借入需要が圧縮されてゆくプロセスで金利の果す役割が重要であることは言うをまたない。「貸出金利が貸出資金市場の超過需給を清算するように伸縮的に変動するかどうかは、金融政策の有効性とは無関係」という堀内氏の議論は妥当しない。さらに、いろいろな限界や問題点があるにも拘らず、政策当局が窓口規制を政策の重要な手段として採用していること自体、各種・全般の金利が市場の需給を反映して伸縮的に変動しないという制度的背景が1つの重要な要因になっているということも付言できよう。

(補遺)

堀内氏は、中央銀行による準備金ないしハイパワードマネー(HPM)の抑制のみが、金融引締めの政策手段として有効である、と主張されている。それが唯一の手段ではない、ということについては、このコメントで明らかにできたと思う。そこで、中央銀行のHPM統御の可能性ないし限界について簡単に付記しておく。

① 中央銀行は本文(1)式のバランスシート制約に従って行動しなければならない。現金通貨(CUR)は民間非金融部門の行動によって決定され、中央銀行にとっては所与である。また準備金( $R$ )は、本来非負の変数であるし、支払準備制度のもとではマクロ的には所要準備額を下回るわけにはまずいかない。したがって、中央銀行信用によって両者の合計、つまりHPMを統御する場合、HPMの値がとることのできる変域には自ら限界(下限)があるといわなければならない。

② HPMの前期比あるいは前年同期比増加率で金融政策のスタンスをとらえようとする向きもあるが、計数的にいつてHPMの大半は現金通貨と所要準備である。HPMのうちの準備金の限界的な動きが金融政策のスタンスを反映していることを否定するものではないが、そのような動きをHPM全体の増加率から読みとることは困難である。(日本銀行)

付. 本稿脱稿後、堀内氏より論文の背景となっている理論モデルはモデル2(但し、(2)式を利用)であるとの連絡があった。