

江口英一氏のコメントに答える

— 窓口規制の有効性について —

堀 内 昭 義

本誌の第28巻第3号(昭和52年7月)に掲載された私の論文[6]に対し、とくにその理論的分析に関して江口英一氏からかなり詳細なコメント[1]が与えられた。私の論文では、紙幅の関係で理論的分析の説明に必ずしも十分なスペースを割くことができなかったため、その説明が理解しやすいものでなかったかも知れない。その点、江口氏のコメントでは明示的な理論モデルが示されており、しかも、そのモデルは大むね私が前提していたモデルと対応している¹⁾、氏のコメントが私の論文を読む人にとって理解の手助けになるかと思われる。その意味で、ていねいなコメントを下さった江口氏に感謝の意を表しなければならない。以下では、江口氏と私との論点の相異がどこにあるか、とりわけ、江口氏が「窓口規制」²⁾を有効な政策手段であると主張することが、氏の理論モデルの中でどのような意味を持つのかという点に特に力点を置きつつ、氏のコメントに対する私の答えを述べることにしたい。

江口氏の「モデル1」について……上にも述べたように、私が前提とした理論モデルは江口氏によって展開されたモデルにほぼ対応している。しかし、江口氏が「モデル1」と呼ばれるもの([1], 242-243ページ)は、全く私の議論と対応していないこと、しかもそのことは私の論文に明示されていることをまず断っておきたい。というのは、この「モデル1」では金融機関全体としての準備需要が、外生的に、政策当局によって与えられるその供給に等しいという均衡条件が欠けており、その意味で完結した体系になっていないが、私の論文では、第Ⅱ節「理論的分析」の中で、均衡条件の(b)にこの条件が明記されているからである([6], 205ページ)³⁾。この条件

を欠いている「モデル1」が窓口規制の効果について確定的な結論を出し得ないのはごく当然のことであるが、私の議論がこのようなモデルに依拠していると考えるのは完全な誤解である。したがって、「モデル1」を取上げることは全く無意味であるから、以下では「モデル2」に則して議論を進めることにする。

過剰準備の重要性……「モデル2」に基づいて考えると、江口氏が窓口規制の有効性を認める結論を出し、他方私がその有効性を否定する結論を導きだした根本的理由が「過剰準備」についての両者の仮説の相異にもとめられることは明らかである。すなわち、私の論文では銀行の準備需要量が預金残高の一定割合で、しかもその割合が他の変数、とりわけコール・レートの変化の影響を受けないと仮定されているのに対し、江口氏は、銀行金融機関は過剰準備を保有しており、その過剰準備に対する需要量がコール・レートの減少関数になっているという仮定を導入しているのである。

大まかな直観的説明をすると、もし銀行、金融機関が過剰準備を全く保有しないのであれば、外生的に与えられた準備の量に対応して、金融部門全体で創造される信用の量も一定に与えられる。窓口規制の結果都市銀行の貸出が抑制されても、準備量が一定であれば、その分がちょうどその他の金融機関(OFI)の貸出増加になるように、コール資金市場を通じて調整がおこなわれるはずである。これが私の結論である。この結論には理論上の誤りは何ら含まれていない。これが以下に説明する江口氏の結論と異なっている理由は、上述の仮説の相異にあるのである。

江口氏のように、銀行、金融機関が過剰準備を保有し、かつその準備需要量がコール・レートの減少関数であるという仮定を導入すれば、窓口規制それ自体が有効な引締め効果を持つ。このことは以下のように考えれば容易に理解できる。他の条件を一定として、都市銀行に対して窓口規制がおこなわれるとしよう。このことは都銀の準備に対する需要を減少させるから、コール資金市場でコール・レートを低下させ、それゆえに江口氏のモデルでは仮定にしたがって、銀行、金融機関がより多くの過

1) 私がどのような理論モデルに立脚していたかの詳細は、未公開のパンフレット[4]や、この論文[6]の草稿で第14回計量経済学研究会議事録に収録されている同名の論文[5]に展開されている。

2) 以下では、「窓口指導」という言葉よりも「窓口規制」という言葉の方が一般的に使用されているという江口氏に従って「窓口規制」という言葉を使うことにする。

3) 江口氏のコメント[1]の中では、この条件が「モデル2」の(5)式(243ページ)に対応している。

剰準備を保有しようとする。江口氏の仮定の下では、窓口規制の結果準備が都銀から OFI へ移転しても、その準備の少なくとも一部分は過剰準備の積み増しに向けられ、それゆえに、OFI の貸出は窓口規制による都銀の貸出の減少を相殺するほどには増加しない。OFI の過剰準備についてのこのような調整の結果窓口規制が有効になるというわけである。

以上で、窓口規制の有効性に関する江口氏の結論と私の結論との相異が過剰準備についての仮定の相異に由来することが明らかになったと思われる⁴⁾。そこで、江口氏の過剰準備に関する仮定が、窓口規制の有効性を評価する際にもっともらしいものであるかどうかを考えてみなければならない。窓口規制が過剰準備の調整に伴う効果をめあてに運営されるというのは私には全く初耳であるが、それはともかくとして、銀行、金融機関がほとんど「過剰準備」を持たないというのが、日本の金融システムにおける顕著な特色であったのではなかろうか。とくに窓口規制は金融逼迫期におこなわれるわけで、とりわけそうした時期に銀行、金融機関が過剰準備を保有することは、たえあつたにせよ、ほとんどネグリジブルであるように私には思える。これは、必ずしも私だけの意見ではない。たとえば鈴木淑夫[3]は「日本の銀行の保有現金はほとんど預金の支払いに必要な運転残高(working balance)に限られており、短期金融市場の金利に反応する idle balance が統計的には認めがたいほど少ないのだと考えられる」(90 ページ、傍点堀内)と主張している。ただし、呉文二[2]によると、都市銀行、地方銀行、相互銀行等を除く、信用金庫、農林系統金融機関等が必要以上の支払準備を保有しているという(40 ページ—41 ページ)。しかし、それらの金融機関による過剰準備の調整が量的にどの程度のものであるか、つまり、コール・レートの変化に対する過剰準備需要量の調整の程度が取るに足らないものか、あるいは相当に大きくて、それゆえに金融政策当局がそれをめあてにして窓口規制という政策手段を運営することが理にかなっているかどうかは、まさしく実証的な検討を要するところであろう。もしこのような効果が取るに足らないものであれば(そ

う私は考えるが)、この過剰準備を無視した私のモデルは「現実性」を持っていることになる⁵⁾。

実際のところ、多少 ad hoc な仮定をつけ加えることによって、窓口規制それ自体が有効であるという結論を理論的に導き出すことは比較的容易である。江口氏のよう⁶⁾にコール・レートの減少関数として過剰準備需要を導入するのもひとつの方法であるが、また、たとえば、窓口規制の対象となる都銀の預金準備率に比較して、OFI のそれがより高い値をとるという仮定を導入してもやはり窓口規制の有効性を証明できるのである。その理由は窓口規制の結果都銀の貸出が抑制され、それに対応する準備が都銀から OFI へ移転しても、そこではより高い準備率のために都銀の貸出の減少分ほどには貸出が増加しないからである。私の考えでは、この点に関して重要なのは、過剰準備の調整にせよ、あるいは準備率の相異にせよ、政策運営に際してそのような要因が十分信頼に足る効果をもたらすと期待してよいのかということである。このような問題は、いずれにしても実証的研究の課題であるが、窓口規則それ自体の有効性を積極的に支持するためには、以上の実証的研究の課題を乗り越えることが必要なことは明らかである。

その他の問題……以上が江口氏のコメントに対する私の答えの主要な部分であるが、以下では、少し細かい点を取上げることにはしたい。

(1) 全体の議論にとってあまり本質的ではないが、江口氏は貸出の派生預金への歩留り率(α_1, α_2)は銀行部門全体としてみれば常に1であり、それらを1よりも低い値とみなすという仮定は「論理的にみて妥当性を欠いて」([1], 243 ページ、傍点堀内)いると述べている。私はそのような仮定が論理的にみて妥当でないとは言えないと思うが、しかし経験的にみれば江口氏の指摘が正しいかも知れない。通常の銀行モデルでは、 $\alpha_i (i=1, 2)$ は個

4) 江口氏の結論と私の結論との相異が過剰準備に関する仮定の相異にあることは、江口氏のコメントの(11)式([6], 244 ページ)を見れば一目瞭然である。過剰準備需要量がコール・レートの変化の影響を受けないということは、江口氏のモデルでは $r_p=0$ ということであり、この条件を(11)式へ代入すれば、 $\Delta D=\Delta L=0$ という結果が得られるのである。

5) さらに江口氏は過剰準備が利子率の減少関数であるとすれば、窓口規制の結果、都銀ばかりでなく、OFI の貸出供給量も減少する可能性があることを指摘している([6], 244 ページ)。この指摘は理論的には正しいが、しかしこのような結論が現実的であるようには思われない。なぜならば、この結論が導き出される場合には、OFI の貸出供給量がコール・レートの(減少関数ではなく)増加関数であるという結論も同時に導き出されるからである。江口氏が指摘するケースが生じるためには、OFI の過剰準備需要がコール・レートに関して非常に感応的であり、コール・レートの下落によって貸出の供給を削減してまでも過剰準備の積み増しがおこなわれなければならないのである。

々の銀行、金融機関が貸出を増加させた場合に当該の銀行、金融機関への預金としてどの程度の割合が歩留るかを示す比率である。そのような比率としてみた場合には α_i が1未満の値をとると仮定することはむしろ自然であり、この1未満の α_i の値を前提として、個々の銀行は貸出供給量等の決定をおこなうものと理論的には考えられる。しかし、当然そのような個々の銀行の貸出増加は他の銀行の(本源的)預金の増加をもたらす。これは一種の外部効果とみなすことができるが、通常の銀行モデルではこの外部効果が無視されてしまうのである。それゆえ、そのようなモデルでは「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銀行部門への還流、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」([1], 242 ページ)という事態を説明できないわけであり、江口氏の上述の指摘をこのように理解すれば、ポイントをついた指摘として、それを受入れざるを得ない。

(2) 江口氏は「都銀」によって窓口規制の枠を遵守した場合の利潤の損失 a に比べて、規制を守らなかった場合に生ずる日本銀行との関係悪化等からの損失 b が大きい場合には窓口規制は守られるだろうと述べている([6], 245 ページ)。たしかに、日本銀行はハイ・パワー・マネーを供給する権限を持っており、しかも、それが個別の「都銀」に割当てられる形で供給される場合が多いということを考えると、日銀の道徳的説得に伴う b は客観的にもかなり明白であるから、そのことが「都銀」による窓口規制の遵守をある程度はもたらすかも知れない。しかし、道徳的説得それ自体の実効性を全面的に信頼するのは余りにもナイーブに過ぎると私には思われる。道徳的説得による規制を巧みにくぐり抜ける方法は、一般的に言っていつでも企業家によって考えだされるものである。窓口規制については、昭和30年代に特に顕著にあらわれた含み貸出がその具体的な事例のひとつである。そして、いずれにせよ、私の論文[6]の主旨は、たとえ窓口規制が厳密に守られたとしても、金融機関全体としての貸出供給を有意に削減することができないだろうという主張にある。

(3) 江口氏は、貸出金利が貸出資金市場の需給関係を反映して伸縮的に調整されるか否かが窓口規制の有効性の評価に関係していると主張する過程で、「金融引締め政策の実効を高めるためには、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……ことを考えねばならない」([6], 245 ページ。傍点堀内)と述

べている。しかし私の考えでは、私の論文や江口氏のコメントで取上げられている文脈において、銀行ないし金融機関に対す借入需要を圧縮する方法は金融政策の中には存在しない。金融政策によっておこなうことのできるのは、銀行、金融機関の貸出供給を圧縮することである。もし貸出金利が十分伸縮的で、貸出資金市場で需給が清算されているということを前提とすれば、実効的な引締め政策の結果、銀行、金融機関の貸出供給曲線が(左側へ)シフトし、その結果貸出金利が上昇し、事後的な貸出量が減少するであろう。また、もし、貸出金利が固定的であって、市場の需給関係を反映した調整がおこなわれないならば、固定的な金利の下で銀行、金融機関の貸出供給量が与えられており、それが信用割当てによって需給者に配分されていると考えられる。そこで、もし有効な引締め政策が実施されたとすれば、銀行、金融機関の貸出供給曲線の(左側への)シフトに伴って、その固定された貸出金利の下で貸出供給量が減少するであろう。言うなれば資金需要者にとってアヴェイラビリティが減少するのである。このような場合、全く同じ引締め政策が伸縮的な金利調整が貸出資金市場でおこなわれる場合と、貸出金利が固定的である場合とで有意に異なるインパクトを有効需要水準に与えるかどうか、もし有意な差異があるとすれば、どちらの場合の方がより有効な引締め効果が発揮されるかという問題に理論的に解答を与えることは、現在のところ不可能だと私は思う。いずれにしても、私の論文では、窓口規制が有効に銀行、金融機関の貸出供給を圧縮できるかを問題にしており、その限りでは貸出金利が貸出資金市場の超過需要を清算するように伸縮的に変動するか否かは、その有効性の判断にとって無関係なのである。(横浜国立大学経済学部)

引用文献

- [1] 江口英一「コメント「堀内昭義：窓口指導の有効性」」『経済研究』第28巻第3号，昭和52年7月。
- [2] 呉文二『金融政策—日本銀行の政策運営』東洋経済新報社，昭和48年。
- [3] 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，昭和41年。
- [4] 堀内昭義「金融政策の有効性と短期資金市場の調整」国民経済研究協会基礎研究シリーズ，76—1，昭和51年2月。
- [5] 堀内昭義「“窓口指導”の有効性」第14回計量経済学研究会議提出論文，昭和51年7月。
- [6] 堀内昭義「“窓口指導”の有効性」『経済研究』第28巻第3号，昭和52年7月。