

本書の内容は次のとおりである。まず第1章では、一般均衡分析の枠組みにもとづいて、モデルが設定される。導出された銀行部門と民間部門の行動方程式を用いて、資産市場の均衡条件と金融政策の効果が分析されている。この章では、銀行の資産選択に関する仮定がいくつか置かれているが、そのうちでコール市場と貸出市場が完全競争であるとの仮定は問題を含む。この点は後に改めて取り上げる。

第2章では、ハイ・パワード・マネーの概念を中心に、それと資金過不足、日銀貸出との関連が述べられる。金融政策の観点からは、日銀関係者の重視している日銀貸出よりも、ハイ・パワード・マネーの方が重要であることが説明される。なお、第2節では、日銀関係者の主張に対応するモデルが具体的に提示されているが、興味ある試みである。

第3章では、わが国の貸出市場の構造を分析したいいくつかの研究が取り上げられ、批判的な展望がなされている。著者は、表面的な利子率以外の諸条件(拘束預金、貸付期限等)を統計的に把握することは困難であるとの判断に立って、市場の価格メカニズムを実際のデータを用いて評価することはしないが、市場が均衡にあると見ている。

第4章では、窓口指導についての理論的分析と実証分析とがなされ、引締め政策手段としての窓口指導それ自体は有効でないとの結論が導かれている。従来、この政策手段が有効であると考えられていたのは、窓口指導の効果がそれと同時にこなされてきた他の政策の効果と切り離して評価されなかったためであろう、と説明されている。

第5章では、わが国コール・手形市場の構造が分析され、関連して日銀のポジション指導、昭和37年の新金融調節方式が説明される。また、現先市場(条件付債券売買市場)の発達の意味が検討される。著者は、わが国のコール・手形市場で需給均衡が達成されていると判断しているが、具体的な計量分析がなされているわけではない。

最後の第6章では、わが国のマネー・サプライとハイ・パワード・マネーの関係と、貨幣乗数の変動とが説明され、後半では、W. プールの分析を拡張することによって、マネー・サプライの直接的コントロール方式と、ハイ・パワード・マネーのコントロールにもとづくマネー・サプライの内生的決定方式の比較がなされている。

次に内容について、2,3の疑問を提出する。本書のいくつかの章は、既に雑誌等に発表され、多くの論者によ

堀内昭義

『日本の金融政策』

—金融メカニズムの実証分析—

東洋経済新報社 1980.5 ix+297 ページ

本書は、著者がわが国の金融の実際メカニズムを、資産市場の一般均衡の枠組みを用いて分析することを試みたものである。従来、金融の現実を取り扱う書物は実務家の手になるものが多かったが、少数の例外を除けば、それらにおける理論的分析は必ずしも十分でなかったと言えよう。しかし近年、経済理論にもとづいて実際の現象を解明しようとする試みが数多くなされるようになってきた。本書もその1つであり、手堅い研究で知られる著者が、近年の雑誌論文を中心に一冊にまとめたものである。主題の重要性、高度の理論的分析、現実のデータの巧みな処理など、どの面からみても秀れた労作である。「日本の金融論」を構築しようとする1巻が加えられたことは、この分野の研究者にとって極めて有益であると言えよう。

って議論の対象とされてきた。以下ではそれらのコメントとなるべく重複しない点を述べてみたい。

第1点は、本書で分析の前提とされている仮定のうちの(A3)、すなわちコール市場と貸出市場の完全競争性についてである。

まず、貸出市場に関しては、拘束預金などの貸出に伴う諸要因の調整によって需給の調整が行なわれていると想定することは可能である、と述べられているが、積極的な実証的根拠は提示されていない。これら諸要因に規定される実効金利の計数を把握することは、確かに困難である。しかし、もしそれが不可能であれば、統計的に捕捉可能なデータを用いて、均衡か否かを検討することが必要ではないだろうか。なお、貸出金利をどのように捕捉するかによって、後に見るように、第4章の実証分析の方法が影響を受ける。

コール市場については、コール・レートは建値制度により日銀の意向を反映して決定されてきたが、建値は比較的ひんぱんに変更され、需給の均衡がもたらされていた、と著者は判断している。しかし、建値の変更が需給均衡をつねに達成するに十分ひんぱんであったか否かは、ただちに断定することはできない(たとえば、コール・レートの釘付け状態の後の昭和42年から52年までは、無条件物の中心レートは年平均12.7回しか変更されなかったのに対し、コール・レートの弾力化が開始された53年には56回、建値制度が廃止された54年には84回の変更を見ている)。

コール・レートが固定される場合には、コール・レートが外生変数となり、ハイ・パワード・マネーが内生的に調整されて、コール需給の均衡をもたらし、と説明されている。しかし、この場合、不均衡が生ずることはないであろうか。

単純化して、コール・手形資金の需要者と供給者を、それぞれ都市銀行とその他銀行に限定する。また、ハイ・パワード・マネーの調整を、本書207ページのように、都銀への日銀貸出供給(B^s と書く)と手形オベ(残高を BL_0 と書く)によるそれに限定する。

初めに、手形市場が存在しないケースを考えよう。都銀のネットのコール需要(C^m と書く)その他銀行のネットのコール供給(C^l と書く)、コール市場の均衡条件を、それぞれ

$$C^m = C^m(r^c, B^s, \dots)$$

$$C^l = C^l(r^c, \dots)$$

$$C^m = C^l$$

と表わす。これらを解くと、 C^m, C^l, B^s が決まるが、こ

の B^s が、都銀の日銀貸出需要関数

$$B^d = B^d(r^c, \dots)$$

に固定コール・レートを代入して決まる B^d と一致する保証はない。 $B^s > B^d$ の時、 B^d が実現すると考えれば、コール市場の均衡は達成されないことになる。

手形市場が存在する場合は、上の3式に、手形の需要、供給、市場の均衡をそれぞれ表わす次の3式

$$BL^d = BL^d(r^{cd}, B^s, \dots)$$

$$BL^s = BL^s(r^{cd}, \dots)$$

$$BL^d = BL^s + BL_0$$

が追加され、 BL^d, BL^s, BL_0 の解が得られる(r^{cd} は手形レートで固定されている)。この場合にも、 B^s と B^d の一致は保証されない。このように、不均衡が残るかもしれないのであるから、均衡か否かの判断は、実証分析の結果を待たねばならないと言えよう。

第2点。第4章第3節では、窓口指導の効果が計量的方法によって分析され、その有効性が検討されているが、ここでも問題点が残っている。まず、窓口指導の効果を、それ以外の金融政策の効果からどう分離して識別するかである。本書では、窓口指導が直接、銀行の貸出供給を変化させるのに対し、窓口指導以外の諸手段はコール・レートを変化させることによって効果をもたらし、と想定されている。しかし、日銀貸出の割当の変化、債券売買操作、預金準備率の変更も、銀行の貸出供給額に直接影響を与えるとの考え方も可能であり(たとえば、呉文二(1975年)、浜田宏一他(1976年a))、かつ、これらの政策も、窓口指導が行なわれたのとはほぼ同じ期間において行なわれている。従って、上記の考え方によれば、本書のような定式化を用いても、窓口指導の効果を他政策の効果と分離して捉えることはできない。

次に、著者の言う「誘導形」による計測からは不偏推定量が得られない(堀内『国民経済』第140号; 62ページ)から、構造方程式である本書170ページ(1)、(2)式を用いて計測を行なわなければならない。とすると、貸出利率のデータをどうするかが問題となる。著者のように、実効利率が把握できないとの立場(172ページ、注31)をとるのなら、名目利率を採用し、かつ貸出市場の不均衡を明示的に考慮する必要が生じてくるのではないだろうか。

第3に、計測期間は昭和38年から50年第1四半期までであるが、48年の大インフレ期を含める場合、その影響を考慮しなければならないと評者は考える。少なくとも、影響の有無をデータに語らせる試みがあってもよかつたのではないだろうか。

第4に、窓口指導期を示すダミー変数として3種類が用いられている。しかし、それらのうちの Z_I, Z_{II} が1であるのは、それぞれ5期しかなく、自由度が小さい。従ってダミー変数は1種類にまとめてしまう方がよいと思われる。

以上のようなコメントにもかかわらず、本書がオリジナリティに富む理論的分析と丹念な実証分析の双方を兼ね備えた、学問的に価値の高い貴重な貢献であることは言うまでもない。浅学の評者が見当違いのことを述べたかもしれないが、御寛恕を乞いたい。 [釜江廣志]