

日銀貸出と窓口指導の有効性*

篠原 総一・福田 充男

I はじめに

窓口指導は、日銀貸出政策とならび、日本の金融政策の大宗とまで言われてきたが、最近、本誌を中心に窓口指導の有効性をめぐって活発な論争が展開されてきた(堀内[9],[10],[12]、江口[2]、古川[7])。本稿の目的は、これらの最近の論争で見落されてきた点、すなわち窓口指導と日銀貸出政策との関連に注意を払い、何らかの理由で日銀がハイ・パワー・マネーを完全にコントロールできない場合には、窓口指導が有効な金融政策手段となりうることを明らかにすることにある。

最近の論争における主な争点は、民間銀行部門の預金準備率がコール・レートに感応的であるかどうか、あるいは民間銀行部門が過剰準備を保有しているかどうか、であった。すなわち、堀内[9]は預金準備率が一定である(あるいは過剰準備がない)という想定のもとに窓口指導の有効性を否定するが、これに対して、江口[2]は預金準備率がコール・レートに感応的である場合には窓口指導が有効であることを主張する¹⁾。この点に関し、古川[7]は江口氏の仮説を実証分析によって支持できるといふ結果を得ている²⁾。また、黒田[4]はたとえ江口氏の仮定を認めたとしても、民間銀行部門が日銀の行動パターンを予知して行動する場合には、窓口指導は有効でなくなる可能性のあることを示唆している。

しかしながら、これまでの論争においては、

* 本稿作成過程で助言や御批判を下された方々、とりわけ堀内昭義、浜田宏一、岩根達雄の各氏、および本誌レフリーに深く感謝したい。

1) 堀内、江口両氏の主張の内容については、以下の第III節で若干の説明を与える。なお、江口氏に対する堀内氏の反論[10]は、窓口指導が行われるような金融逼迫期に民間銀行部門が過剰準備金をもつということはほとんど考えられない、というものである。

2) 古川氏の実証分析については、堀内[12]が指摘している問題点のほかに、そこで計測されているのは過剰準備額ではなく、準備額そのものであり、はたして準備率とコール・レートが負の関係にあることを実証したものになっているかどうか、という問題も残っているように思われる。

直接的規制手段としての窓口指導の弊害を多くの論者から指摘されながらも、なぜ日銀が依然として窓口指導を不可欠な手段として位置づけているかという点は、ほとんど考慮されることはなかったように思われる³⁾。そこでわれわれは、次のような仮説を提案する。すなわちそれは、窓口指導が不可欠なものであるとする日銀の立場は、日銀は少なくとも短期的にはハイ・パワー・マネーをコントロールすることができないという認識から生じていると見ることもできる、というものである。そして第III節において、このような認識にもとづいて行われる日銀の貸出政策が、実は窓口指導を有効な政策手段にさせることを明らかにする。そのために、次節では日銀貸出政策と窓口指導との関係について若干の検討を加えておこう。

II ハイ・パワー・マネーのコントローラビリティと窓口指導

日銀がハイ・パワー・マネーを直接コントロールできない、とする見方は日銀関係者によってもしばしば表明されている(呉[3]、鈴木[5]、外山[6]等)。それは、民間銀行部門全体として生じてしまった資金不足、すなわち準備不足については日銀がほぼ全面的に信用供与を行わない限り、短期金利の急激な上昇や、場合によっては金融パニックが避けられず、これを回避しようとするばハイ・パワー・マネーを受動的に供給せざるを得ないというものである。このような認識にもとづけば、マネー・サプライを適切にコントロールするためには、民間銀行部門全体の大幅な資金不足を招くような民間銀行貸出をあらかじめ抑えておく必要があることになる。日銀が窓口指導を不可欠なものとする理由は、まさにこの

3) この点に関する例外は、江口[2]と堀内[13]である。前者はその補遺において窓口指導とハイ・パワー・マネーのコントローラビリティが無関係でないことを示唆している。後者は日銀のビュー・ロクラーと規制産業下での各個別銀行のシェアの確保という行動基準を仮定して窓口指導の存在理由を説明しようとするユニークな試みである。

点にあるといえよう。

このように考えれば、従来の論争において一貫しておかれてきた仮定、すなわちハイ・パワー・マネーは一定であるという仮定のもとで窓口指導の有効性を論じるのは、問題の設定の方法として適切ではないと言える。なぜなら、日銀がハイ・パワー・マネーをコントロールできるのであれば、窓口指導が不可欠な政策手段になるとは考えられないからである。換言すれば、マネー・サプライを適切にコントロールするためには、ハイ・パワー・マネーを直接コントロールすればよいのであって、資源配分上の弊害を伴う窓口指導をあえて行う必然性がなくなるのである⁴⁾。

さて、次節の分析へ移る前に、単独説と併用説について若干の注意をしておこう。堀内[11]は窓口指導の有効性を議論するにあたっては、窓口指導それ自体の有効性と、他の政策手段と併用して、たとえばハイ・パワー・マネーの(外生的な)変化を伴うような状態のもとで行われる窓口指導の有効性とを厳密に区別すべきであることを強調している。窓口指導それ自体の有効性を問題にするならば、外山[6]のつぎのような指摘、すなわち日銀は窓口指導の対象となる銀行に生じる過剰準備がコール市場に流入することを許さず、まず日銀借入の返済に当てさせると想定すべきであるという指摘は重要なものであるが、これも独立的な政策である日銀貸出政策との併用説であるという点で、単独説に対する有効な批判にはなっていない。

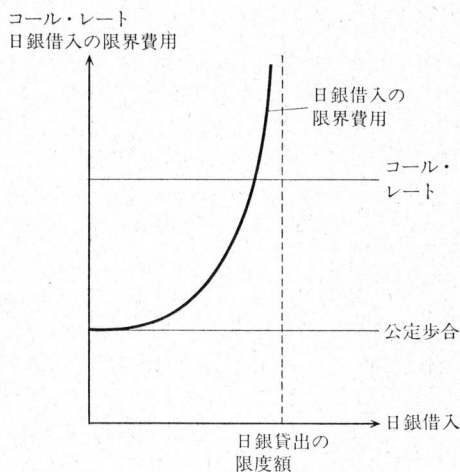
しかしながら、ここでわれわれが強調しておかなければならないのは、ハイ・パワー・マネーが一定でなくても、その供給が受動的に行われるという以下の想定のもとでは、窓口指導それ自体の効果が検討されている、という点である。ハイ・パワー・マネーが窓口指導という独立的な政策の結果として内生的に変動するのであり、日銀が独立に操作することのできる他の政策変数を一定とする限り、以下の分析は併用説ではないのである。

III 受動的日銀貸出政策と窓口指導の有効性

これまでの議論をふまえて、以下では日銀は受動的に信用供与を行うものとしよう。さらに、個々の銀行にと

4) 堀内[11, 第2章]は、資産市場の一般均衡分析を用いて、「日本銀行がその貸出窓口において個々の銀行に対してどのように微妙な規制を加えることができるにせよ、ハイ・パワー・マネー供給量が一定であれば、利子率の体系も、さらには金融市場の諸条件も不変なのである」(89ページ)ことを示している。

っては、日銀借入が増加するにつれてその借入に伴うインプリシットな限界費用が逡増するものと仮定しよう⁵⁾。このとき、民間銀行にとってはコール・レートが公定歩合と日銀借入に伴うインプリシットな限界費用の和に等しくなるまで日銀借入を受けるのが最適となる。ただし、日銀貸出限度額が設定されているために、限界費用曲線は図のように限度額の手前で垂直に近い形になるであろう。いずれにしても、このような想定のもとでは日銀貸出あるいはハイ・パワー・マネーはコール・レートの増加関数となることがわかる。なぜなら、コール・レートの上昇(低下)は民間銀行にとって日銀借入のコストを相対的に下げる(上げる)からである。



さて、いま R_N, D_N, L_N を民間非銀行部門の現金、預金、貸出に対する需要、 L_{BI} と L_{BII} をそれぞれ窓口指導の対象となる銀行、対象とならない銀行の貸出供給、また H をハイ・パワー・マネー、 i_L と i_0 をそれぞれ

5) このようなインプリシットな費用は、日本銀行の貸出態度に依存するため、日本銀行はインプリシットな限界費用の上昇のしかたに諸々の「指導」を通して影響を与えることができる。これは「日々の資金繰り指導」(鈴木[5])と呼ばれているものと考えられる。また、その「指導」の厳しさの程度を呉[3]は「貸出抑制制度」と呼んでいる。ちなみに、前節で言及した窓口指導以外の外生的な政策とは、公定歩合および日銀借入に伴うインプリシットな限界費用関数に含まれるパラメーターの変更、すなわち日銀貸出限度額の変更や日々の資金繰り指導の強化などを含む。なお、この仮定に関するやや立ち入った議論については堀内[11, 83~86ページ]を見よ。またこのような仮説に関する1つの実証分析として古川[8]がある。

れ(実効的)貸出利子率とコール・レート, さらに k を預金準備率(以下では一定と仮定する)としよう。ここで窓口指導が行われる場合を(A), 行われない場合を(B)とすれば, 資産市場の一般均衡体系はそれぞれ以下のように表わすことができる。

$$\begin{cases} (1A) & R_N(i_L^A) + kD_N(i_L^A) = H(i_C^A) \\ (2A) & \bar{L}_{BI} + L_{BII}(i_C^A, i_L^A) = L_N(i_L^A) \\ (1B) & R_N(i_L^B) + kD_N(i_L^B) = H(i_C^B) \\ (2B) & \bar{L}_{BI}(i_C^B, i_L^B) + L_{BII}(i_C^B, i_L^B) = L_N(i_L^B) \end{cases}$$

$$(3) \quad \bar{L}_{BI} < \bar{L}_{BI}(i_C^B, i_L^B)$$

ここで変数の下につけられた符号はそれぞれの関数の偏微係数の正負を示し, また預金量は民間非銀行部門によって決定されるという仮定がおかれている。(1)はハイ・パワード・マネーの均衡条件式, (2)は貸出の均衡条件式, (3)は窓口指導が実効的であることを示す。いうまでもなく, \bar{L}_{BI} は指導の対象となる銀行の貸出の上限である。

さて, これらの2つの体系からつぎのことが言える。

命題 1. 窓口指導の結果, 貸出利子率とコール・レートが同時に上昇したり, 減少したりすることはありえない。つまり, $i_L^A > i_L^B$ かつ $i_C^A > i_C^B$, あるいは $i_L^A < i_L^B$ かつ $i_C^A < i_C^B$ となることはない。

このことは(1A), (1B)より

$$\begin{aligned} & R_N(i_L^A) + kD_N(i_L^A) - H(i_C^A) \\ & = R_N(i_L^B) + kD_N(i_L^B) - H(i_C^B) \end{aligned}$$

となることを考えれば明らかである。

命題 2. 窓口指導の結果, 貸出利子率は上昇し, コール・レートは低下する。

この命題を証明するために, いま $i_L^A \leq i_L^B, i_C^A \geq i_C^B$ であると仮定してみよう。このときには, (2A), (2B)より

$$\begin{aligned} & L_N(i_L^A) \geq L_N(i_L^B), \\ & L_{BII}(i_C^A, i_L^A) \leq L_{BII}(i_C^B, i_L^B) \end{aligned}$$

となるから, 結局

$$\begin{aligned} & \bar{L}_{BI} = L_N(i_L^A) - L_{BII}(i_C^A, i_L^A) \\ & \geq L_N(i_L^B) - L_{BII}(i_C^B, i_L^B) = L_{BI}(i_C^B, i_L^B) \end{aligned}$$

をうる。ところが, これは窓口指導が実効的であるという仮定(3)と矛盾する。よって命題1より, 命題2をう

る。

さて, 上述のように $i_L^A > i_L^B, i_C^A < i_C^B$ がわかれば,

$$\begin{cases} L_N(i_L^A) < L_N(i_L^B), \\ H(i_C^A) < H(i_C^B), \\ M^A = R_N(i_L^A) + D_N(i_L^A) < R_N(i_L^B) + D_N(i_L^B) = M^B \end{cases}$$

がわかる。ここで M はマネー・サプライを示す。すなわち, 窓口指導の結果, 銀行貸出, ハイ・パワード・マネーおよび貨幣供給のいずれも減少し, 窓口指導は有効であることが示されるのである。ただし, 窓口指導の対象とならない銀行による貸出は増加するので, 窓口指導の効果の一部は減殺される。

このような結果は以下のように説明することができる。窓口指導が行われた結果, まずその対象となる銀行の貸出供給が制限されるために過剰準備が発生し, それがコール市場へ流入する。その結果, コール・レートが低下する。ここで, 第1節で言及した堀内[9]のように, ハイ・パワード・マネーが一定である場合を考えてみよう。このときには, 形式的には, H が一定になるために(1)のみによって i_L が決まる。換言すれば, $i_L^A = i_L^B$ であり, 貸出利子率は窓口指導の影響を受けない。したがって(2)より $L_N(i_L^A) = L_N(i_L^B)$ が得られ, 指導の対象とならない銀行の貸出が当初の効果を丁度相殺するようにコール・レートが低下するのである。

これに対してわれわれの場合には, 当初のコール・レートの低下は日銀借入のコストを相対的に引き上げるために, 日銀借入に対する需要は減少し, ハイ・パワード・マネーも減少することになる。このことは民間銀行部門にとって貸出供給にまわす資金が減少したのと同じ効果をもち, 貸出利子率が上昇するのである。さらに貸出利子率の上昇は, 民間非銀行部門の銀行借入需要を減少させるために, 新しい均衡では以前に比べて全体としての貸出量が減少することになる。

最後に, 江口[2]のように準備率 k がコール・レートの減少関数である場合と, われわれの結果とを比較しておこう。江口氏の場合にもまず窓口指導の対象となった銀行に生じる過剰準備がコール市場へ流入し, コール・レートが低下する。しかし, この場合には銀行部門は預金準備率を引き上げるので, たとえハイ・パワード・マネーの量が変化しなくても, 銀行部門全体として非銀行部門に対する貸出供給が減少し, 貸出利子率が上昇することになり, われわれと同じ結論に達する。この結果はハイ・パワード・マネーとマネー・サプライの間の関係を考えれば, ある意味で当然である。なぜなら, 後者はハイ・パワード・マネーの量だけでなく, その銀行・

非銀行の両部門への配分によっても規定されるからである。換言すれば、われわれが扱ったのは窓口指導の結果としてハイ・パワード・マネーの量そのものが減少するようなケースであるのに対して、江口[2]は預金準備率の上昇によって(一定量の)ハイ・パワード・マネーが民間非銀行部門から銀行部門へシフトするケースを扱っているのである。

IV おわりに

窓口指導の結果、ハイ・パワード・マネーが減少するケースは、われわれが想定したような受動的日銀貸出供給の場合に限られるわけではない。たとえば岩田・浜田[1]において示されているいくつかの日銀貸出供給方式のもとでは、窓口指導の実施によってハイ・パワード・マネーが減少する。そのなかでも、日銀貸出供給がコール・マネー残高に比例して決められる場合などは、直ちにわれわれと同じ結果をうる事が分かる。なぜならその場合にも日銀貸出供給がコール・レートの減少関数となるからである。また江口[2]、古川[7]のように派生預金の存在を考えれば、窓口指導の対象となる銀行のみが日銀貸出を受けることができ、さらに日銀貸出供給が預金残高に比例して行われる場合にも同じ結論をうる事ができる。

上の2つの場合はいずれも、日銀貸出が日本銀行によって外生的に決定されるのではないという意味で、さらに日本銀行がハイ・パワード・マネーをコントロールすることができないという意味で、窓口指導が不可欠な政策手段となりうる、というわれわれの立場につながる議論であるといえるかもしれない。

最後に、本稿では一貫して受動的な日銀貸出を仮定してきたが、この点に関する理論的研究は必ずしも十分なものとはいえない。日銀貸出に関する厳密な理論の展開は今後の課題として残されている。

篠原総一(同志社大学)

福田充男(京都産業大学)

参考文献

- [1] 岩田一政・浜田宏一『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社、1980年。
- [2] 江口英一「コメント：堀内昭義『窓口指導の有効性について』『経済研究』第28巻第3号、1977年7月。
- [3] 呉文二『金融政策』東洋経済新報社、1973年。
- [4] 黒田蔵「窓口指導をめぐる分析の再検討」季刊『現代経済』第37号、1979年12月。
- [5] 鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年。
- [6] 外山茂『金融問題21の誤解』東洋経済新報社、1980年。
- [7] 古川顕「窓口規制の有効性——堀内・江口論争をめぐって」『経済研究』第32巻第1号、1981年1月。
- [8] 古川顕「日本銀行の貸出供給ルール」季刊『現代経済』第45号、1981年11月。
- [9] 堀内昭義「『窓口指導』の有効性」『経済研究』第28巻第3号、1977年7月。
- [10] 堀内昭義「江口英一氏のコメントに答える」『経済研究』第29巻第1号、1978年1月。
- [11] 堀内昭義『日本の金融政策』東洋経済新報社、1980年。
- [12] 堀内昭義「銀行・金融機関の準備需要について——浜田・岩田および古川の計測結果の再検討」『経済研究』第32巻第2号、1981年4月。
- [13] 堀内昭義「なぜ窓口指導か？——窓口指導の必要性——」一橋大学経済研究所、Discussion Paper Series, No. 32、1980年6月。

〔付記〕

改訂稿執筆中、寺西重郎「人為的低金利政策の下での金融政策」『計測室テクニカル・ペーパー』(日本証券研究所) (49号、1979年)において本稿とほぼ同様の主旨のもとづいた分析がなされていることを知った。しかしここでは銀行が日銀借入に関してどのような行動をとるかという点が必ずしも明示的に定式化されていないように思われる。