

貸出の固定性と金融調節

池 尾 和 人

「連邦準備制度は一国の中央銀行として、かつてロバート・ローザが『受動的な(defensive)性格と能動的な(dynamic)性格を有する』と指摘したように2つの責任を負っている。その1つは、商品が生産・消費される過程で生じる定例的な資金不足あるいは予期しがたい資金の逼迫から金融市場を守ることである。中央銀行は日々のあるいは週ごとに大きく変動する市場の需要に見合う通貨と信用を円滑に供給することを通じてこの受動的機能を発揮する。一方、中央銀行の能動的な役割とは、通貨と信用の量が国の生産能力の拡大と歩調を合わせて増加するようにすることである。したがって長期的には社会の需要に適切に影響をあたえる中央銀行の能力を損うことなく、短期的には社会の需要に応じて通貨と信用を弾力的に増減させていくことが中央銀行のアート(art)なのである。」P・ミック『米国の金融政策と金融市場』1982年、訳書1984年、p.1。

1. 問題の所在

上記の引用文のいうように、セントラル・バンキングには受動的な側面と能動的な側面とが存在する。これら2つの側面の関連をどのように理解すべきかという問題は、わが国では、もっぱらハイ・パワード・マネー(以下、HPMと略す)供給量の短期的制御の可否という問題として、これまで論じられてきた。この問題にかんする標準的な金融理論家と中央銀行(日本銀行)関係者の代表的見解は、次のようなものである。

標準的な金融理論家の見解——ハイ・パワード・マネー供給量 H は、その定義によって、日本銀行によるバランス・シート上の資産・負債項目の調整を通じて変化するから、日本銀行

によって直接的に制御可能な変数であり、日本銀行の金融調節のスタンスを推し計るための重要な尺度のひとつと考えることができる(堀内[2], p. 64)。

日本銀行関係者の見解——(第3の)問題点は、ハイ・パワード・マネーの供給額が所与であるという考え方が短期的にみる限り、現実的ではないことである。日本銀行が日々の金融調節において能動的に変えることのできるハイ・パワード・マネーの供給額は、金融機関の預け金の範囲であり、それも所要準備の積上げを過度に圧迫しない程度であるから、かなり限られている(『日本銀行調査月報』1973年2月号)。

一読して明らかなように標準理論の立場が、HPMの供給量は原則として中央銀行によってコントロール可能とみなすものであるのになんていって、日本銀行関係者は逆にHPM供給の受動的側面を強調しており、両者の見解は著しい対照を示している。こうした見解の相違は現在でも基本的には解消しておらず、HPM供給量の短期的制御の可否は、日本の金融政策をめぐる議論の中でもとりわけボレミカルな問題として存在しつづけているといえる。

われわれはすでに拙著[4]の第6章において、このHPM供給量の短期的制御可能性をめぐる論争に関説し、貸出が短期的には固定性をもつことを想定すれば、標準的な金融理論が基礎をおく資産市場の一般均衡モデルの枠組の中で、日本銀行関係者の見解を正当なものとして理解できることを論じた。しかしそこでは、貸出が短期的な固定性をもつことの根拠の解明と、それを踏まえた上での銀行行動モデルの展開が十分ではなかったために、いくつかの不明瞭な点と説得性に欠ける箇

所がみられた。本稿では、銀行行動にかんするミクロ分析による基礎づけを試みることを通じて、HPM 供給量の短期的制御の可否にかんするわれわれの主張をよりリファインされたものとしたい。

ただし、問題の所在にかんする理解を促進するためには、銀行行動の分析に立入る前に、貸出の短期的固定性の有無が何故 HPM 供給量のコントロール可能性の問題と関連するののかについてまず確認しておくことが必要であろう。本節の以下の部分は、そうした確認のための作業にあてられる。

いま、次のようなごく単純化された「資産市場の一般均衡モデル」を想定しよう。取引参加者は、中央銀行(添字 c で表わす)、預金銀行(添字 b)および民間非銀行(添字 n)の3部門だけであるとし、ここでの議論にとっては政府および海外部門の存在を考慮することは本質的ではないので、後二者の部門の存在は捨象する。そして、取引される金融資産としては、現金(HPM)、貸出、預金およびインターバンク市場資産の4種類を考え、それぞれモデルの上では、 R, L, D 、および C の記号で表わすことにする。

各部門のバランス・シートは、次のとおりとする。

$$\text{中央銀行: } C_c(\text{資産}) = R_c(\text{負債}) \quad (1)$$

$$\text{預金銀行: } R_b + L_b = D_b + C_b \quad (2)$$

$$\text{民間非銀行: } R_n + D_n = L_n \quad (3)$$

すなわち、中央銀行は、インターバンク市場資産 C_c を見返りに、現金(日銀預け金を含む) R_c を供給する。なお、中央銀行貸出は、その利率(公定歩合)が低位であることを除けば、買入手形等の他のインターバンク市場資産とまったく代替的な資産であるとみなせるので、インターバンク市場資産の中に一括して考える。換言すると、中央銀行貸出は、インターバンク市場金利と公定歩合の差だけの補助金が付いたインターバンク市場資産と理解するわけである。預金銀行(民間の預金通貨供給金融機関を統合した勘定を指す)は、預金 D_b とインターバンク市場負債 C_b の発行によって調達した資金を、一部は準備 R_b として控除した上で、貸出 L_b の形態で運用する。他方、民

間非銀行部門は、統合して考えると、借入 L_n によって得た資金を現金 R_n と預金 D_n のいずれかの形態で保有していることになる。

以上のモデルは、オープン市場の存在を欠き、民間非銀行部門の資金運用の対象が銀行部門の提供する資産に限られているという意味で、わが国の高度成長期における金融システムの実情を反映したものである。したがって、このモデルは現状ではもはや現実妥当性を失いつつあるといえるが、オープン市場の登場がもたらす含意については本稿の最後の部分でとりあげることにし、HPM 供給量の短期的制御可能性をめぐる論争は高度成長期を通じて展開されてきたという経緯を考慮して、とりあえずこうしたモデルをもちいて論点の確認を行なっておくことにしたい。

モデルには4種類の資産が含まれているので、ワルラス法則を考慮すれば、3資産について市場均衡条件を考える必要がある。ただし、預金に関しては、わが国では預金金利が低位に規制されてきたという事情があり、銀行部門が預金の受入れを拒むことはありえなかったので、預金需要(資金供給)がそのまま実現すると仮定する(short-side principle)。それゆえ、実質的にはインターバンク市場資産(あるいは、現金)と貸出の2資産についてだけ、需給均衡条件を検討すればよいことになる。

インターバンク市場の需給均衡条件 $C_c = C_b$ を、銀行部門のバランス・シートと預金受入れの受動性の仮定を利用して書き換えると次式を得る。

$$R_c = R_b + L_b - D_n \quad (4)$$

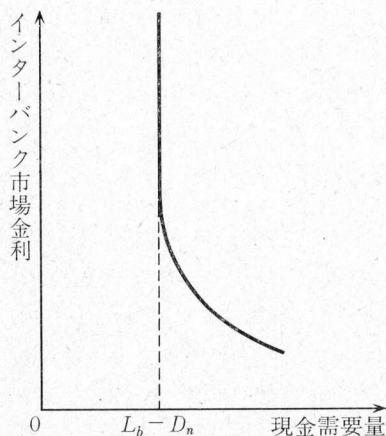
ここで、「一般均衡分析においては通常すべての市場取引が同時決定されると考えられているが、実際には例えばマネー・マーケットの取引のように時々刻々の需給の出会いによって行われるものもあれば、金融機関の与信行動の意思決定のようにもっと長期の観点から行われるものもあるので、実際のメカニズムの分析に当たってはこうした時間的要素を考えに入れなければならない」(山本[8], p. 3)という指摘に従って、日々のインターバンク市場の均衡を検討するにあたって、貸出残高の値は先決済みである($L_b = L_n = \text{const.}$)と仮定

してみよう。

このように貸出残高の値が与えられており、固定的であるならば、インターバンク市場に参入できない民間非銀行部門による預金残高 D_n (および現金残高 R_n) の選択は、まったくインターバンク市場金利の変動による影響を受けない。そのために、この場合(4)式の右辺の値=ネットの現金需要量の下限は、銀行部門による直接的な裁量のおよばない民間非銀行部門の預金-現金選択の結果によって完全に決定されてしまうことになる(なぜならば、 R_b は負値をとりえない)。換言すると、中央銀行が最低限 $L_b - D_n (=R_n)$ を上回る量の HPM を供給するのでなければ、インターバンク市場金利がどれだけ騰貴しようともインターバンク市場の需給均衡は達成されえないのである。

したがって、貸出残高の値を所与とした上記のような状況では、民間非銀行部門の選択する預金-現金比率は周知のようにきわめて変動しやすいものであるから、(インターバンク市場の均衡確保を必須のものとする限り)中央銀行は HPM 需要にはほぼ同調的に供給量を調節せざるをえないことになる。すなわち、日々の金融調節における中央銀行の裁量の余地は、預金銀行の準備量 R_b の範囲に限られ、支払い不能に陥ったり、準備を積みえない銀行の出現を回避することが中央銀行のもう1つの任務である以上は、HPM の短期的制御の可能性はとりわけ下方には厳しく制約されると結論できる(図1を参照)。

図 1



これにたいして、標準的な金融理論が想定するように貸出市場の均衡を通じて決まる貸出残高の値がインターバンク市場金利の減少関数となる場合を、次に考えてみよう。このとき、民間非銀行部門の預金残高 D_n の選択は、バランス・シート上の制約を通じてインターバンク市場金利による間接的な影響を受けることになる。そして、民間非銀行部門の資産選択行動にかんして、借入量の減少は現金保有量・預金保有量ともの減少をもたらすという仮定が成立するならば、貸出市場の均衡を前提としたとき、 $L_b - D_n (=R_n)$ はインターバンク市場金利の減少関数となる。すなわち、この場合には現金需要量の下限は可変的であり、インターバンク市場金利の変動を許容するならば、中央銀行は HPM 供給量の短期的制御可能性をもつことになる。

以上のことから、HPM 供給量の短期的制御の可否は、インターバンク市場の均衡を考えると同じタイム・スパンの中で貸出残高の選択を変更可能なものとみるか否かにかかっていることが確認されよう。

2. 銀行行動と調整費用

鈴木[6]によって最初に提示され、その後わが国の数多くの金融理論家によって彫琢・愛用されてきた銀行行動モデルは、基本的には非金融企業(生産者)の行動にかんする標準的のミクロ理論を銀行行動の場合に援用したものであり、銀行を、バランス・シートと市場・費用諸条件の制約の下で、自己の利潤が最大になるように選択を行なう主体として定式化している。一般性を失う惧れのない範囲で、このモデルの最も単純なバージョンについて検討してみよう。

こうしたモデルにおいて銀行は、具体的には、先の(2)式のようなバランス・シートと、準備預金制度の適用を受けるために β を必要準備率として準備と預金のあいだには $R \geq \beta D$ なる関係が成立している必要がある(本節では、添字 b を省略する)という制約条件の下で、利潤(貸出の純収入から、預金吸収およびインターバンク市場負債の発行による資金調達のコストを控除したもの)と定

義される)の最大化をはかるように行動すると想定される。インターバンク市場において銀行は価格受容者であり、そこでの取引費用の存在は無視できるとすれば、利潤最大化のための一階の条件は、

$$\text{貸出の限界純収入} = \text{インターバンク市場金利} \quad (5)$$

$$\text{預金吸収の限界費用} / (1 - \beta) = \text{インターバンク市場金利} \quad (6)$$

とまとめられる。

これらの条件は、通常の企業行動モデルの場合の限界収入＝限界費用の条件に対応しているが、インターバンク市場金利を媒介に2つの部分に分けて考えられる点に特徴がある。そして、貸出の限界純収入の逓減(預金吸収の限界費用の逓増)を想定できるならば、これらの条件は、銀行が選択しようとする最適貸出量(最適預金量)はインターバンク市場金利の減少(増加)関数となることを示していることになる。また、バランス・シート上の関係を合わせて考慮すると、インターバンク市場負債の供給はインターバンク市場金利の減少関数となることが知られる。

以上のようなモデルの特性は、前節での考察から明らかなように、HPM供給量は中央銀行によって短期的にも制御可能であるという論理的結論を含意している。すなわち、標準的な金融理論が上記のような銀行行動モデルを基礎とするものである限り、HPM供給の受動的側面を強調する日本銀行関係者の主張に否定的であるのは、むしろ当然であるといえる。要するに、そうした結論が導出される過程には疑問の余地はありえないのであり、見解の対立を解消するために再検討されるべきであるのは、モデルの前提である。

これまでの銀行行動モデルは、共通して、銀行が望ましい貸出残高(ストック)を自由に選択できることを仮定している。換言すると、貸出残高水準の変更には何らの調整費用も要さないとみなされている。かりに貸出残高の変更に調整費用が伴うとすれば、銀行にとって選択可能な変数は、望ましい貸出残高(ストック)ではなく、望ましい貸出増加率(フロー)であるに過ぎない。こうした観

点からのストックとフローの区別は、これまでの銀行行動モデルの中ではほとんど見落されていたと思われる。

ただし、ここで注目すべきことは、銀行行動モデルの開拓者の業績である鈴木[6]においては「貸出等の調整にかなり時間がかかることは、銀行業務の実情をみれば、明らかである」(同書、p. 55)ことが明確に認識されていた点である。こうした認識にもとづいて鈴木[6]は、モデルの現実解釈への適用にあたっては「現実の貸出等は極大利潤貸出等への調整途上にあるという考え方」(p. 57)を採用している。調整費用の存在を捨象したモデルで最適値を導出し、その最適値の実現には時間がかかるとする二分法は、当時の経済理論全般の発展水準に規定された時代的制約を示しており、現代的な観点からは論理的に正当な手続きとはいえないけれども、貸出残高の変更には時間(と費用)がかかるという認識そのものはきわめて示唆的である。

以下では、その後の銀行行動モデルの展開の中で見失われてきた上記のような認識を正面からとりあげる形で、銀行行動にかんする理論分析を試みることにする。具体的には、まず貸出残高変更に調整費用が伴う根拠について論じ、その上で調整費用を伴う銀行行動モデルの例示を行なう。

(a) 取引関係形成の投資的側面

企業特殊的な熟練(firm-specific skill)を修得するための訓練費用の存在ゆえに、労働を固定性をもった生産要素とみなすべきであるという事情については、人的資本論や内部労働市場論の中でしばしば取上げられており、そのことが企業組織の形成等にたいしてもつ意義は、多くの関心を引くところとなっている。しかし、銀行との取引関係の形成も、以下で述べるように取引者に特殊的な投資としての側面をもつものであり、そうした関係を基盤として創出される金融資産である預金や貸出については、労働の場合と類似した固定性をもつ要素として理解できる面が多いと推察される。

こうした観点からの考察の試みはいまだ数少ないが、重要な先駆的業績としてあげられるのは Flannery [1] である。この論文で Flannery は、

小口預金を固定性をもつ要素とみなすことによって、従来の標準的理論では説明しがたい小口預金金利の動きにたいして整合的な解釈を与えている。われわれがここで試みるのは、貸出についての同様の考察である。

預金銀行をはじめとした金融仲介組織の存在意義は、一言でいうと、金融取引の過程で不可欠な情動的活動(潜在的借手の審査、債権保全のための監視等の活動)を最終的取引主体に代理して遂行することによって、そうした活動に社会全体として必要となる費用を節約するという機能を果たしているところにある。そして、貸出市場において銀行が行なう借手の審査・監視といった活動に伴う費用は、とりわけ対象となる借手があまり知名度・信用力の高くない主体である場合には、投資的な性格をもつと考えられる。というのは、そうした借手の場合、過去の取引実績が最も有力な情報源であり、現在の情報活動の経験は、将来の同一の相手にたいする情動的活動に要する費用を低減させる効果をもつからである。

しかし同時に、この種の投資は、取引者に特殊的(transactor-specific)な投資であることに留意しなければならない。すなわち、取引相手を変更すれば、そうした投資の価値は失われてしまう。銀行が情動的活動を通じて蓄積した当該の借手にかんする情報・知識のストックを、第三者に信頼性を保ったまま完全な形で伝達・譲渡することは、十全に定義し記述することがきわめて困難であるというそうした知識の性質から事実上不可能である。したがって、別の者(銀行)がその借手にかんする同様の情報・知識のストックを得ようとすれば、情報費用の支出が改めて必要とならざるをえない。

取引関係の形成に取引者に特殊的な投資が含まれるという事実は、取引関係そのものがいわば資本としての価値をもつことを意味しており、銀行に、スポット取引ではなく、相手を固定した継続的な取引を選好する誘因を与えることになる。そして、情報費用の負担を、貸出金利に織り込むことを通じて、実質的には借手によっても分担されているとすれば、そうした継続的取引を選好する

誘因は借手の側にも存在することになる。また、投資的な情報費用の存在は、事前的には激しい競争状態にあったとしても、取引開始後には制限された競争しか存在しえないことを含意している。事後的には、それまでの投資の累積価値に等しい参入障壁(sunk cost)が存在することになるからである。

さらに、取引関係の形成に伴う投資費用(の一部)を銀行が負担しなければならないとすると、取引先の増加による貸出量の拡大には一種の調整費用がかかることになる。貸出量の増加には、既存の貸出先にたいする貸出残高の増加という形態をとる場合と取引先の増加という形態をとる場合が考えられるが、後者の場合には、経常的な取扱い費用の他に、取引関係の形成に要する投資費用が加わることになる。しかも、急速に貸出量を増大させようとすればするほど、後者の形態をとらざるをえず、銀行はより追加的な費用負担を必要としよう。こうした事態は、まさにペンローズ=宇沢流の調整費用関数の存在を貸出量についても想定できることを示している。

以上の議論は、貸出量を上方に変更しようとするときに調整費用がかかることを説明するものであるが、貸出量を下方に変更する場合にも追加的な費用負担を必要とすることも、同様に、取引関係が取引者に特殊的な資本としての側面をもつことから説明される。すなわち、貸出の抑制は、既存の取引先との取引関係を傷つけ、その資本としての価値を減じる可能性をもっている。そうした減価の期待値が、まさに貸出量を下方に変更する場合の調整費用と解釈できるのである。なお、この事情については、すでに鈴木[6]において次のような形で指摘されている。

「たとえば、業容が安定し、しかも成長性の高い優良取引先に対しては、銀行は、たとえ引締りに限界採算が赤字になったとしても、貸出を拒否することには躊躇せざるを得ないであろう。なぜなら、もし貸出を拒否した結果、この優良取引先が新たに他行から借入れを仰ぎ、以後他行の主要取引先になってしまうと、ふたたび自行の主要取引先として奪い返すことは、容易ではないから、

その銀行の収益基盤は弱化するだろう」(p. 55)。

要するに、貸出量の拡大には新規の顧客の開拓費用という形で、また貸出量の縮小には既存の顧客の離反による損失という形で、無視しえない調整費用の伴うことが想定されるのであり、調整の速度が速ければ速いほど、そうした費用の大きさは増加すると考えられる。そして、こうした見方が正当なものであるとすれば、銀行にとって貸出残高の水準を急激に変更することには禁止的な費用がかかることになり、短期日のうちに貸出残高の選択を変更することは不可能であるということになる。すなわち、顧客との継続的取引関係(customer relationships)を基盤として創出される金融資産であるという性質から、貸出残高の値は、少なくとも短期的には固定的になると推論できる。

(b) 2 期間モデルによる例示

調整費用の存在を認めると、銀行行動の最適条件にかんする結論は、その存在を無視してきた従来のモデルのそれとは大きく相違する。すなわち、貸出の限界純収入とインターバンク市場金利は限界調整費用の分だけ乖離する可能性が生じるとともに、銀行の直面する選択問題の構造は通時的な連関性をもったものとなる。こうしたモデルの核心的な特徴を示すためには、あまり一般的な形でモデル展開の作業は不必要であるので、ここでは繁雑な計算に煩わされるのを避け、ごく単純な不確実性を含まない 2 期間モデルを用いることにする。なお、このモデルは、預金ではなく貸出残高の変更に調整費用が伴う場合に、Flannery [1] のモデルを転用したものに他ならない。

いま、銀行の計画期間は 2 期間であると仮定し、計画期間中の利潤の割引現在価値の最大化が銀行の行動目的であるとする。既述のように銀行は、(2) 式のようなバランス・シートと準備預金制度の制約を毎期ごとに満たしている必要がある。このことは結局、銀行の選択行動は、

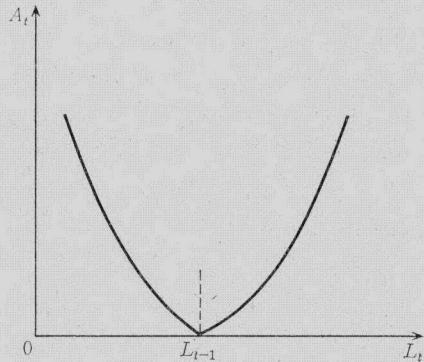
$$C_t \geq L_t - (1-\beta)D_t, \quad t=1, 2 \quad (7)$$

という制約の下でなされねばならないことを意味している(ここで添字は期間を示すものとする)。

銀行の各期の利潤 Π_t ($t=1, 2$) は、

$$\Pi_t = F_t(L_t) - \rho_t C_t - G_t(D_t)$$

図 2



$$-A_t(L_t - L_{t-1}) \quad (8)$$

と定義される。ここで、 ρ_t = インターバンク市場金利、 $F_t(\cdot)$ = 貸出からの純収益の大きさを示す関数、 $G_t(\cdot)$ = 預金吸収に必要な(預金金利費用以外のインプリシットな費用も含めた)総費用の大きさを示す関数、とする。後二者の関数については、それぞれ貸出市場と預金市場の需給均衡条件を織り込んだ上で定義されているものとし、次のような性質をもつと仮定する。

$$F_t' > 0, F_t'' < 0, G_t' > 0, G_t'' > 0$$

また、 $A_t(\cdot)$ は調整費用関数であり、先の議論からその値は貸出増加額に依存するとし、その形状については図 2 のようなものを想定する。そして、銀行の採用する割引率を k とすれば、

$$\Pi_1/(1+k) + \Pi_2/(1+k)^2 \quad (9)$$

が計画期間中の利潤の割引現在価値を表わすことになる。

このとき、(7) 式の制約の下で(9) 式の値を最大化するという問題の解が満たすべき条件は、次のようにまとめられる。

$$F_1'(L_1) - \rho_1 - A_1'(L_1 - L_0) + A_2'(L_2 - L_1)/(1+k) = 0 \quad (10)$$

$$F_2'(L_2) - \rho_2 - A_2'(L_2 - L_1) = 0 \quad (11)$$

$$G_t'(D_t)/(1-\beta) = \rho_t, \quad t=1, 2 \quad (12)$$

すなわち、銀行が計画期間中の利潤の割引現在価値の最大化を目的として行動しているとすれば、その選択する各期の貸出量および預金量は、上記の(10)～(12) 式の条件を満足するものでなければならない。ただし、 L_0 は初期時点における貸出

残高(与件)である。

このうち(12)式は、先の(6)式と同一の条件であり、調整費用がかからないと想定している預金残高の選択については、従来のモデルの場合と結論に相違はないことになる。しかし、調整費用を伴う貸出残高の選択にかんしても従来のモデルと結論が一致するのは、限界調整費用がゼロ($A_1' = A_2' = 0$)のときに限られ、それ以外の場合には、貸出からの限界純収入はインターバンク市場金利とは等しくならない。

とくに、(10)式に(11)式を代入して整理すると、

$$F_1'(L_1) - \rho_1 - A_1'(L_1 - L_0) \\ = \{\rho_2 - F_2'(L_2)\} / (1+k)$$

という関係式を得るが、この式は、次期(第2期)の貸出からの限界純収入がインターバンク市場金利に比べて大きくなると判断される場合には、今期(第1期)において「貸し進む」ことが得策となることを示している。すなわち、調整費用を節約するためには、急激な調整を回避することが合理的であり、将来貸出量の拡大がきわめて有利になると予想される場合には、短期的にみると「過剰」にみえる貸出量を現在選択することが最適となる。

こうした場合に限らず、一般に調整費用が存在するならば、現在の選択は、現在の経済状況のみならず、将来の経済状況(の予想)にも依存する。ここでのモデルについていえば、第1期における貸出量の選択のためには、当期の貸出からの限界純収入とインターバンク市場金利の関係だけではなく、次期の貸出からの限界純収入とインターバンク市場金利の関係をも考慮することが必要となる。したがって、たとえばインターバンク市場金利の上昇は、他の条件にして一定であれば貸出増加額の減少をもたらすと考えられるけれども、それが一時的なものであって次期以降は大幅なインターバンク市場金利の低下が見込まれるという予想を伴うものであるならば、むしろ貸出増加額の拡大が観察されることも考えられる。

この種の結論が、調整費用を伴うモデルであればより一般化されたモデルにおいても、保持されることは容易に了解されよう。

3. 金融調節の動態

前節の議論から、貸出残高の変更に調整費用の負担が必要となるのであれば、①「金融機関の貸出は小回りがききにくい面」(『日本銀行調査月報』1966年1月号)をもつということと、②銀行の貸出決定はその銀行の将来予想にも大きく依存するということの2点が確認できる。前者は、ごく短期的には貸出残高の値は選択済みで変更不可能なものともみなさねばならない、という形に言い換えることもできる。既述のようにこのことは、同一の短期間において、現金需要量の大宗を占める民間非銀行部門による需要量がインターバンク市場金利の変化に全く非弾力的となることを含意している。

したがって、①が成立するとき、インターバンク市場の均衡を確保するためには、中央銀行は最小限そうした非弾力的な民間非銀行部門の現金需要量を満たすだけのHPMを供給しなければならない。この意味で、調整費用の存在がもたらす帰結の①は、中央銀行のHPM供給量の制御能力を制約するものであり、セントラル・バンキングの受動的な側面を生成する要因となる。

これにたいして帰結の②は、中央銀行が長期的に供給量に影響を与える回路となるものであり、セントラル・バンキングの能動的な側面を形成する根拠となる。すなわち、「銀行の将来予想→貸出決定」という関係が存在するのであれば、中央銀行は、「中央銀行の政策手段→銀行の将来予想」という関係をテコとして預金銀行の貸出決定に影響をおよぼすことが可能になる。そして、金融調節の運営にかんする日本銀行関係者の説明において、しばしば「市場関係者の受止め方」といった要因に力点が置かれているという事実(たとえば、島[5]第5章)は、従来までのわが国での金融調節が実際に預金銀行の将来予想への働きかけを媒介としたものであったことを示している。

日本銀行の金融調節において重視されている変数は、「積み進捗率」と呼ばれるものである。わが国の準備預金制度は部分後積み方式をとっており、対象金融機関(預金銀行)は、ある月の所要準

備額をその月の16日から翌月の15日までの1ヵ月間に日銀預け金形で積むことを義務づけられている。この場合、1ヵ月間の累積した準備預金積立額が所要準備額 $\times 30$ に達すれば十分であり、日々の積立額については制約はない。そして、問題の積み進捗率は、その日までの累積準備預金積立額/(所要準備額 $\times 30$)と定義される。

1ヵ月間の積み進捗率の推移は、インターバンク市場金利の将来経過にかんする預金銀行の予想に応じて異なると考えられる。たとえば、準備預金積立開始日において、その預金銀行がインターバンク市場金利について先高(先安)予想をもっているとすれば、図3のB(C)のような経路を選択しようとするであろう。インターバンク市場金利がHPM(日銀預け金)の機会費用にあたることを想起すれば、こうした選択が最適となることは容易に理解できる(これらの点について、詳しくは山本[8]および安田[9]を参照のこと)。

このとき中央銀行が、預金銀行の選択しようとする経路が実現できるようにHPM供給量を調節するならば、インターバンク市場金利の将来経過にかんする預金銀行の予想は確証されることになり、他の事情について一定である限り予想の変化は生じない(中立的な金融調節の場合)。しかし例えば、(準備預金積立期間の最終日を除いて)中央銀行が民間非銀行部門の現金需要をぎりぎり充足する程度にしかHPMを供給せず、預金銀行の計画する積み進捗率の達成を不可能にするならば、

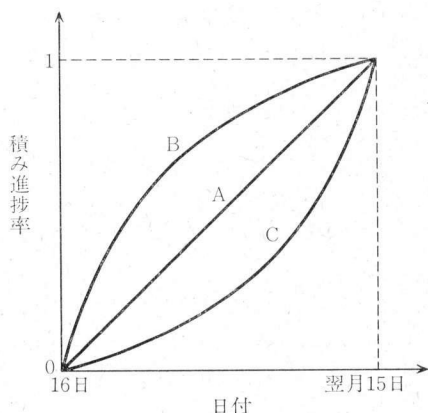
預金銀行の予想は実現されないことから、予想の変化が誘発されることになる(能動的な金融調節の場合)。

すなわち、準備預金積立期間中に、民間非銀行部門の現金需要量を超えるHPM(準備分)をどれだけどのようなタイミングで供給するかを調節し、積み進捗率についての預金銀行の計画と実現値の一致・不一致を生みだすことによって、中央銀行は、インターバンク市場金利(ひいては金融情勢一般)の将来経過にかんする預金銀行の予想に政策的インパクトを与えることができる。また、預金銀行が過去の経験から日銀貸出の増加を金融引締めシグナルとみなすような政策ルールにかんする予想をもっているならば、政策手段の違い(日銀貸出か手形オペか)によっても、預金銀行の将来予想に異なったインパクトが生じると考えられる。そして、預金銀行の将来予想の変化は、その預金銀行の与信態度の変化につながり、結果として来期以降のHPM需要量の変動をもたらしことになる。

中央銀行によるHPM供給量のコントロールは、以上のような金融調節の過程を通じてはじめて可能なものであり、こうしたコントロール過程の基礎にある「中央銀行の政策手段→銀行の将来予想→貸出決定」という関係は、通時的(diachronic)なものであって、資産市場の一般均衡分析において考察の対象となっている共時的(synchronic)な関係とは異なることに留意しなければならない。金融政策は、言うまでもなく、歴史的時間の中で進行する動態的な過程であり、その理解・評価にあたっては、ある特定の時点における共時的な関係と通時的な決定関係を混同することなく区別する必要がある。

こうした区別を踏まえて、HPM供給量の短期的制御の可否にかんするわれわれの主張を要約すると、次のとおりである。①日々あるいは準備預金積立期間(1ヵ月)といったタイム・スパンで考えた場合、貸出残高は歴史的な与件であって、その貸出から派生するHPM需要量はきわめて非弾力的な性格をもつ。したがって、中央銀行によるHPM供給量の制御の余地は量的には著しく限ら

図3



れたものに過ぎない(共時的関係)。^②しかし、その限られた範囲で、中央銀行は HPM 供給のタイミングやルートを微妙に調節することにより、預金銀行の将来予想に働きかけ、そのことを通じて貸出増加率に影響をおよぼす能力をもつ(通時的関係)。

なお、本稿でのこれまでの議論はすべて、民間非銀行部門がマネー・マーケットに直接参入することを認められていない(即ち、マネー・マーケットとしてインターバンク市場しか存在しない)金融構造を前提としたものであった。しかし、近年わが国の金融構造は大きく変化しつつあり、マネー・マーケットのオープン化という事態が着々と進行している(現先市場、CD・外貨預金市場およびユーロ円市場の拡大、円建 BA 市場の発足等)。そこで、こうしたオープン・マネー・マーケットの本格的登場によって、これまでの議論にどのような修正が必要となるかについて最後にかんたんに検討し、本稿の結びにかえることにしたい。

議論の単純化のために、インターバンク市場とオープン・マネー・マーケットは市場として完全に一体化しており、両者の金利を同一視できるものとする。民間非銀行部門がマネー・マーケットに参入可能である場合、その資産選択の対象に当然マネー・マーケット資産も含められることになる。したがって、たとえ借入残高が一定であったとしても、その一定額を現金、預金、マネー・マーケット資産のいずれの形態で保有するかを選択が残されることになり、民間非銀行部門の現金需要はマネー・マーケット金利と無関係ではなくなる。すなわち、この場合には貸出の短期的固定性の有無にかかわらず、民間非銀行部門の現金需要は、短期的にもマネー・マーケット金利の変化にたいして弾力的でありうる(マネー・マーケットの発達の影響については、堀内[3]も参照のこと)。

こうした事実は、オープン・マネー・マーケットの存在する金融構造の下では、短期的にも中央銀行による HPM 供給量の制御は可能であることを意味している。もっとも、銀行がオープン市場資産(国債等)をブローカーズ・ブローカーに売却

することは、価格さえ問わなければ瞬時に可能であるが、非銀行部門への売却を完了し銀行部門全体のネットの資金ポジションが改善されるまでには、数日を要するのが一般的である。それゆえ、日々の取引においては、中央銀行がある程度 HPM を受動的に供給する必要性は残らざるをえない。しかし、もう少し長いタイム・スパンでみた場合には、中央銀行による HPM 供給量コントロールは原則として可能になると考えられる。

したがって、われわれが先に得た結論は、オープン市場の不在という想定に決定的に依存したものであるといえる。すなわち、本稿の主要部分の結論は、金融調節にかんする日本銀行関係者の常識(いわゆる日銀理論)を支持するものであるが、そうした支持は、わが国の高度成長期におけるような金融構造を前提にした場合のみ可能であるに過ぎない。この意味で、「日本銀行は、現金需要に対してはほとんど受け身である」(外山[7], p. 15)といった主張は、従来の金融構造の下では正当なものと判断されるが、金融構造の変化とともに妥当性を失いつつあるとみられる。

(京都大学経済学部)

参考文献

- [1] Flannery, M. J., "Retail Bank Deposits as Quasi-Fixed Factors of Production," *American Economic Review* 72, June 1982, pp. 527-536.
- [2] 堀内昭義『日本の金融政策』東洋経済新報社、1980年。
- [3] 堀内昭義「マネーマーケットとマネーサプライ管理」『経済セミナー』1982年9月号, pp. 45-51。
- [4] 池尾和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社、1985年。
- [5] 島謹三『短期金融市場の話』東洋経済新報社、1985年。
- [6] 鈴木淑夫『金融政策の効果』東洋経済新報社、1966年。
- [7] 外山茂『金融問題 21 の誤解』東洋経済新報社、1980年。
- [8] 山本和「わが国におけるマネーサプライ・コントロールのメカニズムについて」『金融研究資料』No. 5, 1980年, pp. 1-14。
- [9] 安田正「日本の政策運営と銀行の行動原理」『週刊東洋経済・近経シリーズ』No. 54, 1980年, pp. 64-71。