

金融政策運営と金融政策手段

江 口 英 一

1. はじめに

本稿の目的は、金融政策手段と金融政策の中間目標(通貨量・金利等)との関係について、その考え方を整理することである。

わが国では、伝統的金融政策手段である中央銀行貸出政策、債券・手形の売買操作および預金準備率操作の効果に関して、学界エコノミストの大勢と実務家(日本銀行関係者など)との間で、その理解がかなり異っていた。いま、両者の相違を、学界でほぼ大勢を占めている考え方(以下、「標準的理論」と略称)にもとづく命題と、それに対する反論というかたちで、大胆に要約してみると、次のようになる¹⁾。

命題 I: 中央銀行はハイ・パワード・マネー(以下 HPM と略称)の総量を統御できる。

—反論: 中長期的にはともかく、短期的には困難である。

命題 II: 各種金融政策手段変更の通貨量・金利に及ぼす効果の大きさは、その政策手段変更に伴う HPM の変化総量によって決まり、その際の HPM 供給経路(中央銀行信用)の形態は関係しない。

—反論: 政策効果を考えるうえで、HPM 総量の変動を惹き起こした中央銀行信用の形態が重要である。とくに、中央銀行貸出とその他の信用供与とは効果が大きく異なる。

命題 III: コールレート以下の水準で公定歩合を変更しても、(規制による民間金利の連動が

なければ)通貨量・金利には何の影響もない。

—反論: 公定歩合の変更は、アナウンスメント効果の他、貸出先銀行のコスト変動をも通じて、通貨量・金利に影響を及ぼす。

次節 2 では、学界の中からの反論を含めて、これら 3 命題に関する議論を整理する。その結果明らかになる点の 1 つは、「標準的理論」が資産市場の一般均衡分析であり、そこでは実務家が念頭においている調整過程の問題は考えられておらず、このために議論が混乱した、ということである。そこで 3 では、「金融市場の短期的メカニズム」に関するごく簡単なモデルを提示し、そのモデルのワーキングの検討を通じて 3 命題の短期的妥当性を検討する。最終節 4 では、本稿でとりあげた問題とその問題意識が、金融政策の適切な運営にとっても重要であることを指摘する。

2. 「標準的理論」とその反論

2.1 「標準的理論」

(1) モデル

本稿の分析の枠組として、また、以下使用する変数記号の一覧表として、本稿で前提としている勘定体系を示すと、第 1 表の通りである。すなわち、分析の枠組としては海外部門を捨象し、実物面を所与として正味資産 W および実物資産 K を外生と考える。(従って実物資産の収益率と市場価格も外生である。)また、変数記号に関しては、各資産・負債を保有する部門名が各変数の上添字で示されている。

さて、「標準的理論」のモデルをその 3 命題の説明に必要な限りで単純化して示すと、第 2 表の通りである。第 1 表の勘定体系がさらに簡略化されている。すなわち、政府部門、従って国債が捨象され、同時に、銀行部門保有の民間非銀行部門

1) 「資産市場の一般均衡分析」ということばも使われているが、堀内(1980, 63 ページ)の「通常大学において講義されている標準的な金融理論」に従って「標準的理論」とした。「標準的理論」にもとづく立論は、小宮(1964)、蠟山(1971)にはじまり、岩田・浜田(1980)、堀内(1980)と続いている。

第1表 勘定体系と変数記号

政府, G		中央銀行, C		銀行, B		民間(非銀行), P		計	定 義	該当金利
(A)	(L)	(A)	(L)	(A)	(L)	(A)	(L)			
			$-R^C$ $-N^C$	R^B		N^P		0	準備金(銀行の中央銀行預け金・手持現金)	—
					$-D^B$	D^P		0	現金通貨	—
		B^C			$-B^B$			0	預金	i_D
		C^C			$-C^B$			0	中央銀行貸出	i_B
				L^B			$-L^P$	0	銀行の(純)コールマネー(含売出手形)	i_C
	$-Z^G$	Z^C		Z^B		Z^P		0	貸出	i_L
								0	有価証券(国債等)	i_Z
K^G	$-W^G$					K^P	$-W^P$	0	実物資産(K), 正味資産(W)	

第2表 「標準的理論」でのモデル

[変数上部の棒線は、外生変数であることを示す。
ゴシック活字は、それが関数であることを示す。]

関 数 名		モ デ ル	備 考
中央銀行の行動	準備金供給関数	$R^C = (\overline{B^C} + \overline{C^C}) - N^P$	(1)
銀行部門の行動	準備金需要関数	$R^B = k \cdot D^P$	(2)
	貸出供給関数(債務証券需要)	$L^B = L^B(i_L - i_C)$ $\cong l_0^B + l^B \cdot (i_L - i_C)$	(3)
	コールマネー需要関数(債務証券供給)	$C^B = L^B - (1-k) \cdot D^P - \overline{B^C}$ $\cong l_0^B + l^B \cdot (i_L - i_C) - (1-k) \cdot D^P - \overline{B^C}$	(4)
民間(非金融)部門の行動	現金通貨需要関数	$N^P = N^P(i_L, i_D, \bar{Y})$ $\cong n_0^P - n^P \cdot i_L$	(5)
	借入需要関数(債務証券供給)	$L^P = L^P(i_L, i_D, \bar{Y})$ $\cong l_0^P - l^P \cdot i_L$	(6)
	預金需要関数	$D^P = L^P - N^P$ $\cong (l_0^P - n_0^P) - (l^P - n^P) \cdot i_L$	(7)
市場均衡条件	準備金市場	$R^B = R^C$	(8)
	コール市場	$\overline{C^C} = C^B$	(9)
	貸出市場	$L^B = L^P$	(10)

市場均衡条件式: (1)~(7)式を, (8), (9), (10)に代入した結果

準備金超過需要=0	$R^B - R^C = k \cdot l_0^P + (1-k) \cdot n_0^P - (\overline{C^C} + \overline{B^C}) - (k \cdot l^P + (1-k) \cdot n^P) i_L = 0$	(8A)
コール超過供給=0	$\overline{C^C} - C^B = -l_0^B + (1-k) \cdot (l_0^P - n_0^P) + (\overline{C^C} + \overline{B^C}) - (l^B + (1-k) \cdot (l^P - n^P)) i_L + l^B i_C = 0$	(9A)
貸出超過供給=0	$L^B - L^P = (l_0^B - l_0^P) + (l^B + l^P) i_L - l^B i_C = 0$	(10A)

(以下、「民間部門」と略称)発行の社債等は、民間部門内の債権・債務を相殺した純計ベースで、貸出(L^B)に含めてしまい、有価証券(Z)は明示的に取りあげられていない²⁾。

このモデルを第2表に則して補足説明すると、次の通りである。

(i) 中央銀行(C)は、信用割当による貸出 B^C

2) より一般的なモデルについては、堀内(1980, 9-36ページ)。

と手形売買操作による買入手形残高 C^C によって、HPM を供給する。その際、現金通貨は民間の需要 N^P に対し受動的に供給される。HPM 供給総量とこの N^P との差が、中央銀行による準備金供給 R^C である。これが(1)式である。

(ii) 次の3式は銀行部門(B)の行動を示す。ここでは、単純化のために、預金金利 i_D が均衡金利以下に規制されている状況を仮定し、また、銀行は民間部門が持込む預金 D^P を受動的に受け

入れると考えている。

銀行は、受け入れた預金 D^P と準備預金制度にもとづく所要準備率 k との積だけの準備預金 $R^B = k \cdot D^P$ を保有する、とする。(2)式である。ここでは、銀行の手持現金保有は単純化のため無視されている。

こうして定まる運用可能預金 $(1-k) \cdot D^P$ と信用割当を受けた中央銀行借入 \bar{B}^C との合計額が、様々な資産運用にあてられることとなるが(資金調達を負の運用とみる)、「標準的理論」では、その際の銀行の行動原理として利潤最大化を仮定する。ここでは単純化のため資産運用として貸出 L^B とコールローン(負のコールマネー、 $-C^B$)の2つしか考えていないので、銀行は、①貸出の限界収入、つまり、貸出金利 i_L - 貸出の限界コスト $F'(L^B)$ がコールレート i_C と均等化するように貸出供給量を決定し、②コールマネー需要 C^B を資産制約式から資金不足として決める。これが(3)および(4)式である。

(iii) 次に民間部門(P)の行動であるが、(5)、(6)、(7)式は、民間が現金通貨 N^P 、預金 D^P 、銀行借入 L^P の間で最適な資産・負債選択を行うものとして定式化されている³⁾。

(iv) 以上の部門ごとの主体的均衡に対して、このモデルの3つの市場(準備金(R)、コール(C)、貸出(L)の需給均衡条件を示したものが、(8)、(9)、(10)の3式である。

(2) 政策的含意⁴⁾

このモデルから本稿冒頭に記した3つの命題が次のようにして誘導される。

(i) 中央銀行はコール・手形レートの変動さえ厭わなければ、随時、手形市場で売買操作を実施し、その買入手形残高 C^C を統御できる。また、公定歩合がコールレートを下回っている限り、中央銀行貸出市場は常に超過需要の状態にあるから、中央銀行は銀行に対してその貸出 B^C を割当てる

ことができる⁵⁾。従って、HPMの総量($=C^C + B^C$)の統御ができる。現金通貨は民間需要 N^P に追従して発行されるが、中央銀行はこの N^P を考慮に入れて HPM 総量を統御すればよいのであり、この結果、 R^C も中央銀行の統御下にある。

このような中央銀行の行動の結果として、準備金・コール市場で超過需給が一時的に発生することもあろうが、それは、諸金利(ここでは i_C, i_L)の変動を通じて HPM 需要(R^B, N^P)が調整され解消するはずのものであり、中央銀行の行動を束縛するものではない(命題 I)。

(ii) このモデルの貸出市場とコール市場(手形市場を含む。以下同様)の需給均衡条件をみてみよう。①まず貸出市場の需要供給をみると、供給は $(i_L - i_C)$ に、需要は i_L に依存するが、両者とも中央銀行信用には依存していない((3)、(6)式)。つまり、中央銀行信用の変動が貸出市場の超過需要に及ぼす影響は、 i_C, i_L を通ずる間接的なものにとどまる。②一方、コール市場では、供給 C^C は中央銀行の手形売買操作によって外生的に与えられている。また、需要 C^B は、(4)式で与えられているが、(4)式をみれば分かるように、中央銀行貸出 B^C の変動はそれと同額で反対方向のコールマネー需要 C^B の変動を惹き起こす。従って、(9A)式が示すように、超過供給 $C^C - C^B$ は $B^C + C^C$ という HPM 供給総量には依存するが、個々の B^C と C^C 、つまり HPM の供給経路には依存しない。(これは、準備金超過需要——ワラス法則によりここでは考慮の対象外——についてもいえる。以下本稿では、モデルのこの性質を「準備金、コール超過需要の中央銀行信用形態非依存性」とよぶこととする。)③この結果、2市場の市場均衡((9A)、(10A)式)を通じて決まる i_C, i_L (従って通貨量 $N^P + D^P$)は、HPM 供給総量には依存するが、その供給経路には依存しないこととなる(命題 II)^{6,7)}。

3) もし第1表の勘定体系そのままであれば、正味資産 W^P の制約下で実物資産 K と各種金融資産間の選択となるが、ここでは、実物資産を外生とした国債を捨象しているため、 $W^P = K$ が成立している。

4) 上記1)の文献参照。

5) 日本銀行貸出の性格を「信用割当」とはじめて明確に規定したのは、蠟山(1971)である。それ以来わが国ではこれがいわば定説となっている。

6) この点を早い段階で主張したのは小宮である(たとえば(1964))。

7) 有価証券(z)を明示的に導入するなど、モデル

(iii) 公定歩合 i_B という変数は、第2表の方程式体系のどこにも現われていない。従って、外生変数である預金金利 i_D が制度的に i_B に連動する場合を除いて、公定歩合の変更は体系の解に何の影響も及ぼさない(命題 III)。

i_B の変動は銀行のコストを変動させ資産運用態度に影響を与えるといわれることが多いが、それが誤りであることは、「限界」資金調達コストが問題となる(3)式の導出過程から明らかである。公定歩合の変動は確かに銀行の総費用・総収益に影響が、それはコールレートとの格差に見合うインプリシットな補助金の変動するに過ぎない⁸⁾。

2.2 「標準的理論」への反論

「標準的理論」で主張された以上3つの命題に対して、早くから実務家(日本銀行関係者)の、また、最近では学界エコノミストも加わって、いくつかの反論が提出されている。この反論を吟味してみよう。

2.2.1 実務家からの反論⁹⁾

(1) HPM 統御可能性

さきに1で命題 I への反論を、短期的な HPM 統御は「困難」と要約した。命題 I についての議論は、これまで、HPM が金融政策の中間目標・操作目標として適当か否かという点に関して行われたことが多い。その際しばしば「困難」ということばが使われたが、それは、次の2つの意味をもっていただように思われる。すなわち、①中央銀行の短期的な HPM 統御能力には一定の限界があること、および、②その限界内でも HPM 統御のみに固執することは望ましくないこと、の2つである。

以下、この主張を詳しくみてみよう。

(i) 短期金融市場を引締めてゆくために、手形・債券の売操作や日銀貸出の圧縮を行うとしよ

を拡張すると、証券間の完全代替性を仮定しない限り、命題 II は厳密には成立しない。堀内(1980)は、この点に言及しつつも、その実際効果はほとんど無視できよう、としている。

8) この点についての詳細な分析は、岩田・浜田(1980)。

9) 実務家、とくに日本銀行関係者の見解については、古くは西川(1955)、その後、鈴木(淑)(1966, 1974)、具(1973)、西川(1977)、横山(1977)など。

う。そのときには、これにともなって、銀行の日銀預け金(=準備預金)が同額だけ圧縮される。

現行準備預金制度のもとでは、銀行は、1か月の「積立期間」中(前月16日から当月15日まで)に、前月分の預金に見合う所要準備預金を日々の平均残高として積立てればよい。従って、「日々」の金融調節では日銀預け金をある程度まで圧縮できるが、それには残高が負の値はとりえないという下限がある。

さらに「月々」のベースではこの下限がもっと高くなる。すなわち、「積立期間」全体としては、日本銀行が、所要準備預金平均残高相当額だけ準備金を銀行組織に供給する必要がある。

もし銀行が、日頃、比較的大きな超過準備を保有しているならば、日銀預け金を上記下限まで切り詰めさせる余地もかなり大きいだらう。しかし、日銀預け金は無利息であるから、銀行はその余裕資金を日銀借入の返済やコール放出にあてており、その超過準備は日頃からほぼミニマムな水準までに圧縮されている。

また、標準的理論が仮定するように、もし、①準備金超過需要(供給)の発生に伴って生じたコールレートの変動が他の各種金利に速やかに波及し、しかも、②所要準備預金算出の基礎になる民間預金の需要が金利感応的である、あるいは、③民間現金通貨需要が金利感応的である、といった条件が成立するならば、中央銀行が準備金の供給、ひいては HPM の供給を裁量的に操作する余地も大きいだらう。このときには準備金の供給削減=超過需要の発生が、金利メカニズムを通して、準備金需要を速やかに減少させてゆくだろうからである。しかし、各種金利間の裁定が、日、週あるいは月単位で、「標準的理論」が想定する程迅速に進展するとはいえ、①の条件は充たされない。現金通貨需要の金利感応度も高いとは考えられず(③は不成立)、いずれにしろ、コールレート変動の影響が現金通貨需要に波及するまでのタイムラグは長い。さらに加えて、現行準備預金制度のもとでは、「積立期間」の後半(月初から16日)では前月の預金残高実績にもとづいて「積立期間」中の所要準備額が確定している(現行方式は同時積

みと後積みとの混合)。従って、少なくとも積立期間の後半では、②の条件は全く満たされない。

以上の理由から、日本銀行は短期的な HPM 統御能力をある程度もっているといっても、それは著しく限定されたものでしかない。

(ii) もし、日本銀行が予め HPM について目標経路を設定しておき、上記限界の範囲が許す限り最大限その実現を図るとしよう。このときには銀行の準備金需要関数((2)式)と民間の現金通貨需要関数((5)式)がランダムにシフトするたびに短期市場金利が乱高下してしまう。このような事態は、それ自身望ましいことではない。

日本銀行は、日銀貸出と手形売買操作を使った日々の金融調節によって、上述の限定的な範囲内で準備金供給をある程度統御できる。その結果、短期金融市場の需給が変化し短期金融市場金利が変動することとなるので、銀行の短期金融市場金利の先行き予想も変化することとなる。この短期市場金利についての先行き感の変化は、一方で金利裁定を通じて中長期金利を動かしてゆくとともに、他方で銀行の融資態度にも影響してゆく。

こうして短期市場金利の乱高下を避けながら通貨量、金利等の中間目標の実現を図ることができるとして、金利の乱高下を招いてまで HPM に固執する金融政策運営を行うべきではない。

(2) 準備預金の積み調整のメカニズム

(i) 「日々の金融調節による準備金の変動がごく狭い範囲内のものであるにもかかわらず、また、準備預金積立期間の月間では、既に先決されている「所要準備額」を充足するように準備金が供給されるにもかかわらず、日本銀行は短期市場金利を統御することができる」というこの日本銀行関係者の考えは、「準備預金積み進捗率調整の理論」とよばれることもある。それは、この考えが、

日本銀行はその金融調節によって、銀行が準備預金積立期間中に所要準備額相当の準備預金を積立ててゆくテンポ(積み進捗率)を調整し、その結果市場の金利先行き感き誘導してゆくことができる

というメカニズム(以下「準備預金積み調整のメカニズム」とよぶ)についての一定の理解をもと

に構成されているからである。

(ii) 「標準的理論」では、中央銀行は HPM を操作することによってのみ、金利水準に影響を与える(そのモデルの市場均衡条件(8A), (9A), (10A)式から明白)。従って、「準備預金積立期間という月次ペースでは、民間現金通貨需要と既に先決されている準備預金所要準備額とに対して、日銀が受動的に HPM を供給する。しかし、日銀は金利水準に影響を与えることができる」という日本銀行関係者の見方は、明らかに「標準的理論」とは相容れない。

(iii) ここで、日本銀行関係者の「準備預金積み進捗率調整の理論」を要約すると、次の通りである¹⁰⁾。

銀行は、準備預金積立期間の所要準備を積立てるに際し、期中どのようなテンポで準備預金を積立ててゆくか(積み進捗の経路)について、それなりの判断をもっているはずである。すなわち、銀行にとってコールレートは日銀預け金の機会費用であるから、コールレートに先高感があれば、準備預金積みのテンポを早めようとするだろうし、また、先安感があれば積みのテンポを遅らせようとするだろう。

従って、銀行は、日々、残る積立期間中のコールレートの先行き予想とその日のコールレートを比較考量しながら、当日の準備預金積立額(準備金需要 R^B)を決めている、と考えてよい。

この状況下、日本銀行がその日の金融調節によって準備金の供給(R^C)を操作すると、準備金需給の差、 $R^B - R^C$ がコール市場で超過需要(供給)として生まれることになり、これによってコールレートの変動が起きることとなる。

銀行はこのコールレートの変動をみながらその日の準備預金積立額を調整してゆくわけであるが、日を追ってのコールレートの動きとその背景にある日本銀行の政策スタンスとを認識することによ

10) この準備預金の「積み進捗率調整の理論」については、山本(1980)、安田(1981)に詳しい。また、このメカニズムについては、『日本銀行調査月報』所載の諸論文でも金融市場調節との関係で強調されることが多い。たとえば、日本銀行調査統計局(1986)。

って、いずれ、銀行はコールレートの先行き予想と先行きの積み進捗経路とを改変せざるをえなくなる。

(3) HPM 供給経路の変更効果と公定歩合変更の効果¹¹⁾

(i) 命題 II への反論は、同じ中央銀行信用の創出でも、それが日銀貸出のかたちをとるか否かで政策効果が異なるということに力点がおかれてきた。すなわち、日銀貸出増の場合には、債券・手形買入の場合と異って、銀行に対して「貸出返済圧力」がかかり、また、日本銀行は、その貸出態度変化によって、銀行の資金運用態度に影響を与えることができる、という反論である。

(ii) また、命題 III に対する反論としては、公定歩合の変更は(規制金利との制度的連動がないとしても)、①政策スタンスを明確化し人々の先行き期待に働きかけるという「アナウンスメント効果」と、②銀行の資金調達コストが変化しその資産選択が変わるという「コスト効果」との両者を通じて、通貨量・金利に影響する、という主張が行われてきた。

(iii) 命題 II, III に対する実務家の反論は、それが数多くの政策体験に裏づけられているとしても、これまでのところ、理論的に十分整理されたかたちで行われてはいない。この結果(公定歩合の「アナウンスメント効果」を除いて)、「標準的理論」の立場からは、理論的根拠がないとして批判されてきた¹²⁾。

2.2.2 学界内からの反論

次に学界内からの反論をとりあげる。

(1) 銀行行動に関する規模最大化仮説

(i) 「標準的理論」では、銀行は利潤最大化行動に従うものと前提されている。これに対し、銀行、とくにわが国の銀行の行動原理は規模最大化であるとの前提をおいた理論的・実証的研究が、既に1960年代、鈴木(金)(1968)、経済企画庁経済研究所(1964)によって行われていた。

(ii) 最近、行われた野間(1986 a, 1986 b)およ

び武田(1985)の研究は、いずれもこの規模最大化仮説を採用したときの銀行行動と金融政策効果とを分析したものであり、銀行の行動原理が規模最大化の場合(また、銀行の目的関数が利潤と規模の2つである場合)には、「標準的理論」の命題 II および III が成立しないことが論証されている。

すなわち、銀行の行動を、一定の最低利潤は確保するという制約条件の下で、規模¹³⁾の最大化を狙うものとしよう。そのときには、公定歩合 i_B の引下げは、最低利潤の確保を容易にするため、拡張的な効果をもつ。つまり、公定歩合変更のコスト効果が存在する(命題 III への反論)。また、公定歩合 i_B による日銀借入 B^B の増大は、手形レート i_C による手形買操作(C^B の増大)の場合にくらべて銀行の資金調達コストが低いから、最低利潤の確保が容易になり、銀行は、規模拡大により注力、貸進むこととなる(命題 II への反論。ただし、「日銀借入増には日本銀行の「貸出返済圧力」があるので、銀行はその貸出を抑制する」という実務家の反論とは逆方向の結果である)。

(iii) 巷間、わが国銀行の行動として「横並び意識」や「シェア競争」が強調されている。この意味からも、2人の業績は金融政策手段変更の効果を検討する上で重要であり、また、実務家による「公定歩合のコスト効果」の主張も銀行行動原理として規模最大化を暗々裡に前提としていたものと考えられないものでもない。しかし、野間(1986a)も述べているとおり、金融自由化によって、銀行の行動規準が「規模最大化」から「利潤最大化へ移行」する可能性も高い。そうだとすれば、今後の金融政策運営にとって、利潤最大化のレジームのもとの「標準的理論」諸命題の評価が依然重要であるといわざるをえない。

(2) 貸出市場の短期硬直性仮説

(i) 「標準的モデル」で準備金市場の需給均衡条件を考えてみると(8A)式の通りで、準備金市場の超過需給は、貸出金利 i_L と民間部門の借入 L^P の変動を媒介として民間預金 D^P と現金通貨 N^P が変動することにより、はじめて解消するこ

11) たとえば、西川(1955, 1977)、呉(1973)、横山(1977)。

12) たとえば、小宮(1964)、堀内(1980)。

13) 具体的には預金(債務者預金を含む)。

ととなっている。このため、貸出金利 i_L 、民間借入 L^P が充分伸縮的に変動するとはいえない短期では、「標準的理論」による限り、準備金市場で均衡成立の可能性がなく、この結果中央銀行は HPM を受動的に供給せざるをえなくなるのではないか、との疑問がでる。

(ii) 植田(1982)、池尾(1985, 1986)はこの点をとりあげる。すなわち、植田は、日・米貸出金利に関する実証研究を行い、わが国貸出金利の硬直性を指摘する。また、池尾は貸出が、「顧客との継続的取引関係」にもとづく残高が固定的な金融資産であることを理論的に指摘する。こうして貸出金利と貸出の変動には硬直性があるため、準備金市場では、日銀貸出、手形売買操作のどちらか(或いは双方)が需要に追随して行われざるをえない、つまり、中央銀行は HPM を統御できない、と、結論づける(命題 I の反論)¹⁴⁾。

(iii) なお、池尾(1986)は、日本銀行関係者の準備預金積み進捗率の理論を紹介するとともに、その主張を受け容れ、HPM の決定は「中央銀行の政策手段→銀行の将来予想→貸出決定」→HPM 需要量という「通時的(diachronic)」な関係にもとづく、としている。(ここで資産市場の一般均衡分析は、「共時的(synchronic)」な関係を取扱うものとして位置づけられている。)

(3) 日銀借入のインプリシットコスト仮説

(i) 以上(1)、(2)の議論は、いずれも、日銀貸出は貸手である日本銀行が信用割当によって決定する、という前提にたっていた。しかし、視点をかえて、日銀貸出の水準は、日本銀行と銀行の相対(あいたい)交渉の結果両者がやむをえないとする水準に決定されているとみることはできないだろうか。銀行サイドにおいても、日銀借入にともなって各種の非金銭的なインプリシットコストを支払っており、日銀借入に際しては、その限界インプリシットコスト(借入残高とともに逡増)と表面金利(公定歩合)との合計が、代替的な資金調達手段の金利であるコールレートと等しくなる点ま

で日銀借入を行っていると考えすることはできないだろうか¹⁵⁾。

(ii) このような考え方は、米国では連銀借入に関連した分析をする際にほぼ通説となっているが、古川(1985)はそれにならって、銀行の日銀借入需要関数の理論的実証的分析を行っている¹⁶⁾。

古川は、銀行にとっての日銀借入 B^B の総コストを、公定歩合 i_B による支払利息とインプリシットコストの合計と考える。インプリシットコストの内容は、当該銀行の日銀借入が増加するにつれて、日本銀行による「日常の資金繰り指導」のかたちでのサーベイランスが強まってゆくととき、それにともなって銀行が感じるサーベイランスをうけるコストである、とする。このサーベイランスコストが日銀借入の増加とともに限界的に逡増するものと仮定し、また、日銀資金繰り指導の強さなど「サーベイランスコストを高めるような日本銀行の操作可能な政策パラメーター」を α とすると、インプリシットコストを $G(B^B, \alpha)$ と書くことができる($G'(\) = \partial G(\) / \partial B^B > 0$)。

このとき銀行の主体的均衡条件は、限界日銀借入費用 MCB とコールレート i_C との均衡

$$i_C = MCB = i_B + G'(B^B, \alpha) \quad (11)$$

であり、これから日銀借入需要関数

$$B^B = B(i_C - i_B, \alpha) \quad (12)$$

が求められる。

日本銀行は、借入需要に追随して日銀貸出を供給してはいるが、その貸出条件である公定歩合 i_B と α を操作し、日銀借入需要 B^B 自体を変化させることができる。

日銀借入についてのこの仮説を「日銀借入のインプリシットコスト仮説」(以下、IC 仮説と略称)とよぶことにしよう。この仮説のもとでは、公定歩合 i_B (および α) 変更にともなって日銀借入需要 B^B が変動し、それが準備金 R およびコールの需

15) 日本銀行関係者の説明の中にも、日本銀行は銀行からの借入申し込みには簡単に応せず、といった相対(あいたい)交渉に関連する記述が随所に見うけられる(たとえば、呉(1973)、横山(1977))。

16) なお米国の研究については、古川(1985)に詳しく紹介されている。

14) なお、金融取引を非探索的過程としてとらえることによりこの問題への接近を試みる興味深い研究として、藤野(1981)。

要・供給を変化させ((8A)式の \bar{B}^C を B^B で置きかえてみればわかる), コールレート i_C , 貸出金利 i_L が変動することとなる(命題 III への反論)。

(iii) 古川は, (12)式を, 多少修正したうえで計測し, 良好な推定結果をえている。しかし, この仮説を直ちに採択することには疑問もある。

まず, かりに IC 仮説を採用するにしても, わが国の場合, (11)式のように日銀借入残高 B^B とサーベイランスコストが1対1に対応しているとは考えにくい。日本銀行がやむをえないとみる日銀貸出残高は, HPM 供給経路についての日本銀行のマクロの方針によって変化するとみるべきであろう(成長通貨供給のための信用供与が, 昭和37年「新金融調節方式」以前の日銀貸出から, 以後は国債買入れへと変更されたのがその一例)。

従ってわが国での IC 仮説にあっては, 日本銀行がやむをえないと考える日銀借入残高, B^{*C} (以下日銀の「指導ライン」とよぶ)を導入し, 銀行の日銀借入がこの水準を上回る場合にインプリシットコストがかかる, とする必要がある。この場合インプリシットコスト $G(\)$, 銀行の主体的均衡条件, 日銀借入需要関数は, 夫々, 次式のようになる¹⁷⁾。

$$G(\) = G(B^B - \bar{B}^{*C}, \alpha),$$

ただし, $G(\) = G'(\) = 0$ for $B^B \leq \bar{B}^{*C}$

$$i_C = MCB = i_B + G'(B^B - \bar{B}^{*C}, \alpha) \quad (11A)$$

$$B^B = \bar{B}^{*C} + B^B(i_C - i_B; \alpha) \quad (12A)$$

さらに基本的な問題として, サーベイランスコスト, インプリシットコストの内容が曖昧な点がある(3.2.2参照)。

(iv) なお, インプリシット仮説を導入しても「標準的理論」の命題 II は成立している。日銀貸出が必要面から決定されるとしても((8A)・(9A)式の \bar{B}^C が B^B におきかえられても), 市場均衡

条件に関する「標準的理論」の「準備金・コール超過需要の中央銀行信用形態非依存性」は崩れないからである¹⁸⁾。

3. 金融政策運営と金融市場調節

3.1 「標準的理論」をめぐる論争の評価

(i) 「標準的理論」への反論から明らかになった第1の点は, 「標準的理論」では, 金融政策手段の変更が資産市場での「均衡状態(調整が全て完了した状態)」にどう影響するかが問題にされている, ということである。それは, 「資産市場の一般均衡」の比較静学分析なのである。

日本銀行が HPM を統御できるという命題 I については, 硬直的貸出市場仮説にもとづいて, また, 準備預金の積み調整メカニズムに関する理解にもとづいて, 夫々, 反論が提出された。これらの反論が問題にしたのは, 金融市場の調整過程という, 「標準的理論」の射程外の問題であった。「標準的理論」にとって命題 I は, 理論的帰結ではなく, むしろ「中央銀行が HPM 総量のある水準におさえた」という理論の前提 premise として位置づけるべきものであろう¹⁹⁾。それがあたかも理論的帰結であるかのように受けとめられ議論されてきたために混乱が生じてしまったのではなからうか。

(ii) ここで, 金融市場がその調整過程にある状況を「短期」, 調整過程が完了した状況(資産市場の一般均衡状態)を「長期」とかりによぶこととする。論争を通じて明らかになった第2の点は, 「標準的理論」の命題 II と III が長期の政策効果としてかなりロバストであるということである。

「かなり」としたのは, 「銀行行動について利潤最大化仮説をとる限り」との留保からであるが, 中央銀行貸出に関して信用割当仮説をとろうがインプリシットコスト仮説をとろうが, 命題 II および III が成立する。コールレート i_C , 貸出金利 i_B

17) 米国では, Regulation A によって, 連銀貸出は常に短期のものに限定され, それに抵触しそうな貸出については, 連銀当局が細かく審査し, 貸出実行後も借入先の資金計画等を厳しく指導している(Federal Reserve Board(1984))。米国で, $B^{*C} = 0$ とした IC 仮説で連銀の貸出ルールを説明し, それが通説となっている理由は, ここにある。

18) この点については, 堀内(1980)に詳しい。

19) 井沢・筒井(1983)は, 時系列分析を用いて, 日銀貸出が, 内生的に決定されたか外生的に決定されたかは別として, 日銀が意図した水準に決まっていた, という仮説は棄却できない, とする。

(あるいはより一般的に各種金利と通貨量)の長期的水準を決定するのは、HPMの供給=中央銀行信用の総量のみであって、その内訳(債券・手形売買か、貸出か)とその際の信用供与条件とは関係ない。「標準的理論」のモデルにおける「準備金・コール超過需要の中央銀行信用形態・信用供与条件非依存性」という性質は崩れない。

なお、銀行行動に関し規模最大化をとると命題IIおよびIIIは成立しない。この仮説は高度成長期の作業仮説としてとくに重要であるが、金融の自由化国際化の一層の進展を展望し、以下の本稿では銀行行動原理を利潤最大化仮説のみに限定する。

(iii) では、「標準的理論」の3命題は短期においても成立するだろうか。中央銀行によるHPM統御可能性という命題Iの短期的妥当性については、準備預金積み調整のメカニズムがかなりの程度まで答えているが、残る命題II, IIIの短期的妥当性については、「標準的理論」はもとより、他の諸仮説も直接には答えていない。

そこで3.2で「準備預金の積み調整のメカニズム」が問題にしている日々、あるいは月というタイムスパンを対象とし、また、日銀貸出の性格に関しては、①「信用割当仮説」と②「日銀借入に関するインプリシットコスト仮説」の夫々を想定した場合(以下、前者を「信用割当レジーム、CRレジーム」、後者を「インプリシットコストレジーム、ICレジーム」と略称)について、「金融市場の短期的調整メカニズム」に関する簡単なモデルを作り、命題II, IIIの短期的妥当性を考える場合の視点をさぐることにする。

3.2 金融市場の短期的調整メカニズム

(i) 「標準的理論」が資産市場の一般均衡分析として金融政策の効果を民間部門の資産選択の調整が完了した段階でとらえたのと対照的に、ここでは民間部門の現金通貨需要の調整が全く行われていない段階の金融政策効果について考える。

そこでは、①民間の現金通貨保有 N^P は外生であり、②銀行は、その時点までの顧客との交渉結果にもとづいて新規貸出(あるいは貸出回収)を実行し、その結果預金も変動する。しかし、民間部門の資産調整が進行しないため、貸出増加に見合

う預金は全額銀行組織に歩留っている²⁰⁾。

(ii) 従って、第2表同様の単純化された勘定体系で考える限り、「金融市場の短期的調整メカニズム」を規定する市場均衡条件は、準備金、コールの2市場に関するもののみとなる(貸出市場は考える必要がない)。

また民間部門の行動が全て外生として取扱われる他、銀行部門の行動も、準備金 R^B 、コールマネー C^B 、日銀借入 B^B 間の選択であり、そのうちの1つ(ここでは C^B を考える)は資産制約条件から決まる。従って、モデルに登場する行動方程式は、①CRレジームでは準備金需要 R^B 関数のみ、②ICレジームでは準備金需要 R^B 関数と日銀借入需要 B^B 関数の2つ、ということになる。

(iii) 以下、まず①準備金需要関数と日銀借入需要関数(CR, ICレジームの意味との関連で日銀貸出の性格も)を検討し、つぎに、②モデルを提示して、そのワーキングをみることにする。

3.2.1 銀行の準備金需要

「準備預金の積み調整のプロセス」にそくして銀行の準備金需要を考えよう。

(i) ある特定日(t)の準備金需要 $R^B(t)$ を考える。①その日が属する積立期間($1, \dots, t, \dots, T$)中に、所要準備 RR を、期間中の平均残高として準備預金に積立てねばならない(単純化のため、 t としては、現行準備預金制度の積立期間後半部分の特定日を考え、 RR は金額が確定しているとする)。つまり、積立期間各日の準備預金残高の積数 $\sum_{\tau=1}^T R^B(\tau)$ が $T \cdot RR$ になるように準備預金を積立てなければならない。②この結果、 t 日の準備

20) 米国でも、①金融政策手段変更の効果を準備預金積立期間(現行2週間)単位で検討する場合(たとえば、Hetzel(1982), Goodfriend(1983))や、②金融市場に関する月次計量モデルを計測する場合(Anderson=Rasche(1982)はその展望論文)には、ほぼ同様な枠組が用いられている。それが本稿の枠組と異なる点は、モデルに民間部門保有の短期金融市場資産を導入し、その需要が短期市場金利に感応的だとしていることであるが、そこでは銀行預金との代替が考慮されているに過ぎず、現金通貨は外生変数として取扱われている。

なお、本稿モデルが民間部門の短期金融市場資産保有を捨象しているのは、全く単純化のためである。この点の拡張は容易であり、また、結論の大筋を変えるものではない。

預金(準備金)需要 $R^D(t)$ の決定とは、当日も含めて今後積立てなければならぬ準備預金残高の積数、 $T \cdot RR - \sum_{\tau=1}^t R^B(\tau) \equiv Q(t)$ (左辺第2項は前日までに積立てた準備預金の積数) を、当日と明日以降とに割振るということであるといえる。

(ii) 従って、 t 日の準備金需要 $R^B(t)$ の決定要因は、本来、 $\bar{Q}(t) = \sum_{\tau=t}^T R^B(\tau)$ という制約条件のもとで $R^B(\tau)$ 、 $\tau=t, \dots, T$ 、つまり「積みの進捗経路」を決定する、という①異時点間資産の選択行動、②しかも、不確実性下の危険回避的な銀行行動を理論的に定式化したうえで求めるべきであろう。しかしここでは、差当り、直観的に重要と考えられる次の変数を決定要因として考えることとする。すなわち、①準備預金の機会費用としてのコールレート i_c に関し、その先行き ($t+1, \dots, T$) 期間の予想水準 $i_c^e(t)$ と当日の水準 $i_c(t)$ との格差、② $Q(t)$ 、および③ $Q(t)$ を積立てるために残された期間 ($T-t-1$) である。

この場合には、 t 日の準備金需要 $R^B(t)$ 関数を次式で表わすことができる。

$$R^B(t) = \Phi(i_c(t) - i_c^e(t), Q(t), T-t+1) \quad (13A)$$

関数 Φ の具体的な形状としては、第1図 RR 曲線のように、右下りの双曲線に類似したものを想定すべきだろう。すなわち、第1図の RR 曲線は、縦軸に $i_c(t)$ を、横軸に $R^B(t)$ をとって $\Phi(\cdot)$ 関数を書いたものであるが、それは、① $i_c^e(t)$ の増加とともに上方にシフトすることの他、② $R^B(t) \geq 0$ である(準備預金残高は負値をとらない)から、縦軸を漸近線とし、③ $R^B \leq Q(t)$ と考えられる(積立期間中に所要準備預金以上の積立は行わない)から、横軸を $Q(t)$ で切る。さらに、④ t が積立期間の最終日に近づくに従って、1つには $Q(t)$ が減少してゆくことにより、今1つには積み期間の余裕 ($T-t+1$) がなくなることにより、漸次、曲線の傾斜が急になり、最終日 (T) には横軸が $Q(T)$ のところで垂直になる、という性質をもっていると考えられる。

なお、とくにマクロベースでみたとき、準備預金がゼロになるというのも極端であるから、以下

では t 日の準備金需要 R^B 関数として、(13A) 式に定数項 r_0^B を加えた次式を考えることにする。

$$R^B(t) = r_0^B + \Phi(i_c(t) - i_c^e(t), Q(t), T-t+1) \quad (13B)$$

(iii) つぎに、月次ベースの準備金需要 R^B 関数の場合を考えてみよう。

月の区分として準備預金積立期間をとり、 R^B を月中平均残高ベースで考えると、それは、所要準備 \overline{RR} に等しい。従って $R^B = \overline{RR}$ であり、形式的には(13B)式で $\Phi(\cdot) = 0$ とした関数と同じになる(第1図 RR 線は垂直)。

3.2.2 日銀借入需要——日銀貸出の性格

(i) 「信用割当仮説」についてはその内容を説明する必要はあるまい。しかし、日銀貸出を単純に「信用割当」として完全に割切ってしまうと、いかとなると、私自身は判断の材料を持ち合わせていない。

(ii) 「インプリシットコスト仮説」については、インプリシットコストの内容が不明確であるという難点がある。

日銀借入を増やすためには、担当者あるいは役員が銀行の実情を充分日本銀行に説明する必要がある、といったいわば shoe-leather コストは存在しようが、それは非金銭的費用として強調する程のものでもあるまい。また、日銀借入を増やすにつれて資金繰り指導が厳しくなり、この結果銀行の負担感が高まるのがインプリシットコストであるとするにも、直ちには納得しがたい。もし、その資金繰り指導の内容が「日銀借入によらずコールを取れ」ということであれば、むしろそれは「信用割当」とみた方がよい。また、もしそれが銀行の資金調達運用全般に対する指導介入ということであれば、現実はどうだろうかという疑問に加えて、利潤最大化原理で銀行行動を定式化することとのコンシステンシー自体が問題になる。

しかし、米国におけるように、「中央銀行借入は全てごく短期のものに限り、またその頻繁な利用は許さない」というルール(Regulation A)を設定し、そのルールに違反しそうな銀行には社会的信用の失墜もおきるという体制のもとでは、中央銀行借入を行った銀行がそれなりの非金銭的費用

を支払っていると考えられるかもしれない(それが米国での通説でもある)²¹⁾。また、わが国でも、昭和37年の新金融調節方式発足時には、「貸出限度額制度」とは、日銀借入が限度額に近付いた銀行にはインプリシットコスト負担感が生じるようなシステムではないか、との考えをもつ向きがあったかもしれない。

従って、IC レジームでの金融政策の効果を検討しておくことは、それなりに意味があると思われる。このような観点から、インプリシットコストの内容が依然曖昧なままに、同仮説に沿った日銀借入需要関数を考えることとする。

(iii) ただ、日銀借入需要 B^B 関数の具体的な関数形については、前出(12A)式をさらに修正し、銀行の日銀借入限界費用 MCB が第1図 BB 線で示したように段階的に変化すると考えることにする。

まず、① B^B が小さく、 $B^B < \bar{B}^{*C}$ (日銀の指導ライン)の領域ではインプリシットコストを支払う必要がなく、 MCB は公定歩合 i_B に等しい。つぎに、② $B^B > \bar{B}^{*C}$ となった領域ではインプリシットコストが発生する。その限界費用は、 B^B が \bar{B}^{*C} を越えることにもなう固定部分 i_B^* と、そ

の後借入が増加するにつれて支払うこととなる逓増部分との2つから構成されると想定する。

この段階的に変化する MCB とコールレート i_C との関係から、日銀借入水準は次のようなかたちで定まる。まず、① $i_C > i_B$ であるから最低限 \bar{B}^{*C} だけの借入は実行される(わが国の都銀以外の場合や米国の場合のように、 $\bar{B}^{*C} = 0$ のケースもある)。また、②日銀の指導ライン \bar{B}^{*C} を越えて借入れるときの限界費用のシフト i_B^* が、著しく大きく、 $i_C < i_B + i_B^*$ の場合にも $B^B = \bar{B}^{*C}$ である。③ $i_C > i_B + i_B^*$ のときのみ、インプリシットコスト仮説が想定する MCB とコールレート i_C との均等化による B^B 決定のメカニズムが働く。

このような日銀借入需要 B^B 関数を、上記③の $i_C > i_B + i_B^*$ のケース(つまり $B^B > \bar{B}^{*C}$)について書くと次のようになる。

$$B^B = \bar{B}^{*C} + b^B(i_C - i_B - i_B^*) \quad (14)$$

ここで \bar{B}^{*C} 、 i_B 、 i_B^* および b^B はいずれも日銀の政策変数である。

(iv) (14)式はインプリシットコスト仮説に従って導出されたものであるが、信用割当仮説をその特殊ケースとして位置づけることができる。すなわち、信用割当のケースを、日銀がその指導ライン \bar{B}^{*C} をこえる借入を一切許さない状況であり、第1図で BB 線が \bar{B}^{*C} に対応するところで上方に垂直となっているケース、つまり、(14)式で $b^B = 0$ のケースであると考えるのである(b^B は、第1図 BB 線右端部分の勾配(日銀貸出抑制制度)の逆数で、日銀の貸出許容度を示す)。

3.2.3 モデルとそのワーキング

(1) モデル

(i) 第3表は、以上の議論をもとにとりまとめたモデルである。

このモデルでは、 $b^B > 0$ の場合が IC レジームに、 $b^B = 0$ の場合が CR レジームに夫々対応する。また対象とする期間は、原則として日であるが、準備金需要関数(13)式で $\Phi(\) = 0$ と想定することにより、月次(ただし平均残高ベース)モデルと考えてもよい。

ここで考えている「期間」では、需給の清算は準備金・コールの両市場のみで行われるわけであ

21) 米国での通説を要約すると、次の通り。

① 連銀が統御できるのは、非借入マネタリーベース (C^C に対応)、非借入準備 ($B^B - B^B = C^C - \bar{N}^P$) であり、連銀貸出は統御できない。(たとえば、貨幣供給プロセスを取扱った標準的教科書であり、マネタリストと目されている人の著書である Burger(1971)。なお、FRB の Purposes and Functions 第7版(1984)は、第6版(1974)以上にこの点を強調している。)

従って、連銀が非借入準備の削減に出ると、(所要準備預金額所与の短期では)連銀貸出がバッファーとして増加せざるをえない。

② 連銀にはその貸出に関し長年の間 Regulation A という政策ルールがあり、連銀借入を受ける銀行も借入が連銀の指導介入をとまなうというこの政策ルールの帰結を熟知している。従って、ひと度連銀借入を受けた銀行は、これを(インプリシットコストをとまなうものとして)負担に感じ、短期市場資金を取入れる等により連銀借入の脱却に努める。

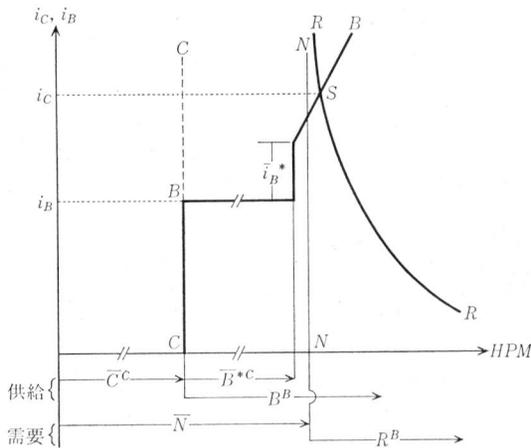
③ この結果、非借入準備削減=連銀借入増にとまなう短期市場金利が bid-up される(しかし、連銀借入をうけるのは市場シェアが小さい限界的な銀行であるため、連銀の貸出先への指導介入が銀行組織全体の投融资行動に直接与える影響は無視できる)。

第3表 「金融市場の短期的メカニズム」に関するモデル

[ゴシック活字はそれが関数であることを示す]

関 数 名		モ デ ル		記号 [第1表記載の] 変数を除く。]	
中央銀行の行動		$RC = B^C + \bar{C}^C - \bar{N}$	(15)		B^*C : 日本銀行がやむをえないとみる日銀貸出水準
		$BC = B^B$	(16)		
銀行部門 の行動	準備金需要関数	$R^B = r_0^B + \Phi(i_C)$	$\Phi(i_C) \geq 0, \Phi'(i_C) < 0$	i_B^* : $B^B > B^*C$ にもな って発生する日銀借入の限 界インプリシットコスト	
	日銀借入需要関数	$B^B = \bar{B}^*C + b^B(i_C - i_B - i_B^*)$			(13)
	コールマネー需要関数	$C^B = L - D + R^B - B^B$ $= L - D + r_0^B - \bar{B}^*C + \Phi(i_C) - b^B(i_C - i_B - i_B^*)$			(14) (17)
民間部門保有預金		$D = L - \bar{N}$	(18)		
市場均衡 条件	準備金(又は)コール 市場	$R^B - R^C = C^B - \bar{C}^C$ $= (r_0^B + N) - (B^*C + \bar{C}^C) + \Phi(i_C) + b^B(i_C - i_B - i_B^*) = 0$	(19)		

第1図 HPM 需給の短期均衡



(注) $R^B - R^C = C^B - \bar{C}^C$
 $= [N + r_0^B + \Phi(i_C)]$
 $- [\bar{C}^C + \bar{B}^*C + b^B(i_C - i_B - i_B^*)]$
 最右辺、第1項は HPM の需要、第2項はその供給。

るが、ワルラス法則によりその1つは独立でなく、需給均衡条件は(19)式1本ということになる。

(ii) この準備金(又はコール)市場の需給均衡条件を、HPM の需給均衡に組み替えて図示したものが第1図である。

① HPM の供給としては、原点から右に、まず買入手形 \bar{C}^C をとり(垂線 CC)、次に C 点から、日銀借入需要(曲線 BB)をとっており、従って総供給曲線は CBB になる。②一方、需要については、まず、現金通貨 \bar{N} をとり(垂線 NN)、次に N 点から、準備金需要(曲線 RR)をとっており、総需要曲線は RR になる。③コールレート i_C と

準備金とは、 CBB, RR 両曲線の交点(S)で決まる(準備金・コール市場の需給均衡点)。

ここでの BB 曲線は、IC レジームを前提として書かれているが、CR レジームであればそれは $\bar{C}^C + \bar{B}^*C$ の点で垂線になる。

(2) 比較静学

(i) このモデルでの量的金融政策手段は、① CR レジームでは、手形売買操作(\bar{C}^C の増減)と日銀貸出 \bar{B}^C の増減、② IC レジームでは、 \bar{C}^C の増減と日銀貸出指導ライン \bar{B}^*C の増減である。 \bar{C}^C および \bar{B}^C (あるいは \bar{B}^*C) の減少は、いずれも BB 線を左にシフトさせ、準備預金の積立テンポを落とし、コールレート i_C を上昇させる。

また、公定歩合等、日銀信用の供与条件を変更する質的金融政策手段の効果については、① CR レジームでは無効、② IC レジームでは、公定歩合 i_B 引上げ、日銀の貸出態度の厳格化(i_B^* 引上げと日銀貸出許容度の圧縮——(14)式 b^B の圧縮、つまり BB 曲線右端急勾配化)が、準備預金積立テンポを落とし、コールレート i_C を上昇させる。

これらはいずれも HPM 総供給関数がシフトした場合であるが、HPM 総需要関数は準備金需要関数のシフトとともにシフトする。CR, IC 両レジームともコールレートの先高感が高まると、準備預金積立テンポが高まり、コールレート i_C が上昇する。

なお、準備預金積立期間の最終日が近づくにつれて((14)式での $Q(t)$ および $T-t+1$ が減少し)、RR 曲線の傾斜が高まり、日銀の金融調節に対す

るコールレート i_c の反応が敏感になる。

(ii) 積立期間の最終日となり、準備預金の必要額(従って HPM 需要の総量)が先決されてしまい、RR 曲線が完全に垂直になった場合の準備金・コール市場の均衡を考えよう。

IC レジームの場合には、BB 線が右上りであるから、RR 線が垂直でも需給両曲線の交点があり、均衡コールレートが成立することは容易にわかる。一方、CR レジームの場合には、BB、RR 両曲線が交わらない。このときには、日銀が「市場の地合いをみながら」日銀貸出や手形売買で積極的にコールレートを誘導する必要がある。そのためには、その日のコールレートについて特定の目標誘導水準を考え、 i_c がそれよりも上昇すれば \bar{C}^c 、 \bar{B}^c のいずれかで準備金供給を増やし、低下すれば減らすという行動にできればよい。これを第 1 図に則していうと、日銀が目標コールレート水準で垂直な RR 線と交わる右上りの反応関数 BB を設定し、それにもとづいて行動するということになる。

このように、積立期間の最終日には日銀は HPM を統御「できない」が、市場メカニズムを通じてコールレートを統御「できる」こととなる²²⁾。

22) 準備金需要、従って、コールマネー需要が一定の状況で、日銀が手形売買操作、貸出残高変更を行えるはずはない、との素朴な疑問も生じよう。この疑問は、積立期間最終日の営業時間「中」の取引推移を次のように考えると解消するのではなかろうか。

①銀行が所要準備預金充足に必要なかつ充分な準備金のみを保有するというのは、営業時間終了時点に関することである。

従って、当日も「締め際」間近でなければ、②市場レートより高目での月越物(「積立期間越し」が正確ながら月越と略称。以下同じ)の売オペには買手がつき、市場レートが bid-up される。同様に、市場レートより低目での月越物の買オペにも売手がつき、また、月越しの日銀貸出のオフターに銀行が借応じするため、市場レートが bid-down される。

この間、③手形の個々の買手・売手あるいは日銀貸出の借手は、営業時間終了までに準備金過不足を市場取引を通じて調整することを期待し、かつ、実行していよう。しかし、日銀の市場調節(②)によって、銀行組織全体の準備金合計は確実に変動している。

④この結果、営業時間終了直前時点で、準備金の所要準備比過不足が生じていよう。この過不足は、日銀により最終的にオペあるいは貸出で調整されるだろう

(iv) 月ベースでの日銀の金融市場調節も、この積立期間最終日のメカニズムとほぼバラレルに考えることができる。月中の平均残高でみると、第 1 図の RR 線はこの場合でも垂直である。しかし、日銀は月平均として右上りの BB 線となるような反応関数を設定して日々の準備預金積みの調整に臨んでおり、このため月平均ベースでも準備金市場の均衡が成立している、と考えることができる。

(3) インプリケーション

この短期モデルの比較静学結果を、「標準的理論」でいわれてきた 3 命題が成立するかどうかという観点から整理してみよう。

(i) 命題 I との関連では、準備預金積立期間の最終日、あるいは、月間では、日銀は HPM を統御できないが、相当程度までコールレートは統御できる、ということが判明した。また、前項で用いたのとほぼ同じ論理により、日々の金融調節においても、日銀が右上りの反応関数をもって市場に臨めば、コールレート統御力は一層大きくなるといえる。

もちろん、これは短期のはなしである。いずれは、コールレートの変動に銀行が融資面で反応し、貸出金利が変動し、民間部門の資産負債選択も変わってゆくという「資産市場の一般均衡」へ向けての調整が作動する。そして、その均衡状態でのコールレートは、日銀が HPM をどれだけ供給したかに依存しているはずである。しかし、現実の世界は調整過程の連続である。また、日銀のコールレート誘導によって市場の先行き金利予想が変化してゆけば、そうでない場合に比べて、実物面を含めて経済の軌道が変化しよう。

(ii) 命題 II との関連では、日銀信用の供与形態(手形売買操作か、日銀貸出か)と日々の市場で成立するコールレートとは無関係である、という「標準的理論」の命題が、ここでも成立している。

しかし、この点は次のように考えられる。

①前項で問題にした準備預金積立期間最終日の

が、営業時間終了までの時間が切迫しているため、この金融調節の市場レートへの影響はごく僅かなものであろう。

ように準備金変動可能幅が著しく小さいときには、手形売買操作と日銀貸出とは、日銀のコールレート誘導の「やりやすさ」が違うはずだ、というやや実務的な問題がある。

②しかし、より基本的には、この結果はモデルの準備金需要関数を特定化した段階で実は予知されていた、ということである。すなわち、モデルの唯一の行動方程式である準備金需要関数が、日銀信用受信形態とは独立であるとして定式化されている限り、「標準的理論」における「準備金・コール超過需要の中央銀行信用形態非依存性」という性質が崩れることはないからである。

しかし、銀行の準備預金の期待積み進捗経路と準備金需要が、その銀行の中央銀行信用受信形態と果して独立だろうか。銀行が、期日が1~2か月先までこない手形を日銀に売却する場合と、準備預金積立期間中に返済期日がくる日銀借入をうける場合とでは、先行き資金繰りの不確実性が異なるから、準備預金の期待積み進捗経路も当日の準備金需要も異っているはずである。こういった点を明確化するためには、準備金需要関数を不確実性下の銀行行動として理論的に導出したものとする必要がある。それにもかかわらず、アドホックな関数をモデルに組込んだがために上記の結果が生まれたものと判断できる。

(iii) 命題Ⅲとの関連でも、公定歩合変更は、IC レジームではコールレートに影響するが、CR レジームでは何の影響も与えない、という結果がえられている。

この点についても前項の②で述べたとほぼ同様、すくなくとも、公定歩合変更が先行きコールレート予想を変え、期待積み進捗経路に影響を与えるというメカニズムがモデルに織込まれていれば、CR レジームの場合にも命題Ⅲを否定する結論がえられたはずである。

(4) 残された問題

このように考えてくると、金融市場の短期的メカニズムを説明するうえで是非とりあげねばならない問題は、①銀行が望ましいとする準備預金の積み進捗経路を合理的銀行行動の理論(当然不確実性を前提)にもとづいて定式化することであり、

また、②本稿で外生扱とした先行き短期金利予想を内生化し、準備預金積み進捗のプロセスについての動学的モデルを構成することであろう²³⁾。

さらに、これらの理論的分析と同時に、③準備預金の積み進捗実績を対象とした実証研究が必要なこともいうまでもない。

4. おわりに

近年、わが国においても、金融制度に関する理論的、実証的研究が顕著な進展をみせている。しかし、その場合とりあげられている対象は主として金融仲介に関連する制度であって、金融政策運営の枠組に関連した制度は殆ど検討の対象となっていない。

金融政策の中間目標を適確に達成してゆくためには、ときどきの政策スタンスをどうするかということに加えて、政策運営を行うにあたっての制度的枠組を前もってどう整えておくかという問題があるはずである。たとえば、準備預金制度については、①準備率操作によるHPM 統御の手段であるということに加えて、その存在自体が政策運営の効率性にどのように寄与しているか、②後積み、同時積みあるいはその混合のうちどれが政策運営の効率性という観点から望ましいのか、③所要準備率の水準はどの程度が適切か、④準備預金への付利をどう考えるか、等々の問題がある。また、中央銀行貸出政策に関しては、①中央銀行信用供与の形態として、国債売買、手形売買、中央銀行貸出に、夫々、どの程度のウェイトをおくべきか、②貸出先は大銀行(日本の現状)と限界の金融機関(米国の現状)とのいずれが適当か、③公定歩合は優遇レートと罰則レートのいずれがよいのか、等々の問題がある。

従来、わが国では、概ね、これらの問題は「標準的理論」の枠外の問題であり、実務家が検討すればよい領域の問題とされてきた。しかし、こういった問題は、経済理論の範囲内でも、「標準的理論」とは異った次元で、分析し、検討できる問題であり、また、しなければならぬ問題ではな

23) このような試みの1つに翁(1986)がある。

かろうか。事実、米国では、この種領域での研究進展が著しい²⁴⁾。本論文は、私自身がこの領域で研究を進めてゆくための1つの整理である。

(一橋大学経済研究所)

参考文献

- [1] 池尾和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社, 1985年。
 [2] 池尾和人「貸出の固定性と金融調節」『経済研究』1986年4月。
 [3] 井沢裕司・筒井義郎「日銀貸出の決定メカニズム」『経済研究』1983年4月。
 [4] 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。
 [5] 植田和男「貸出市場と金融政策」日本銀行金融研究所, 金融研究会報告論文 1982年8月。
 [6] 翁邦雄「短期金融市場金利の決定メカニズムについて」(未発表論文)1986年8月。
 [7] 経済企画庁経済研究所『わが国銀行の行動分析——都市銀行を中心として』経済企画庁経済研究所研究シリーズ第13号, 1964年。
 [8] 呉文二『金融政策』東洋経済新報社, 1973年。
 [9] 小宮隆太郎「日本における金融政策の有効性」『経済学論集』1964年7月。
 [10] 鈴木金三『銀行行動の理論』東洋経済新報社, 1968年。
 [11] 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, 1966年。
 [12] 鈴木淑夫『現代金融論』東洋経済新報社, 1974年。
 [13] 武田真彦「貸出金利の決定に関する理論的考察」日本銀行金融研究所『金融研究』1985年3月。

24) 米国では、この種の、金融政策運営の制度的枠組に関する理論的・実証的研究が、様々なかたちで展開されている。1979年の「新金融調節方式」採用後とりまとめられたFRBスタッフの論文集(Federal Reserve Board(1981))や、準備預金制度の在り方(同時積みか、後積みか)を取扱ったGoodfriend(1983), Hetzel(1982)などが、その例である。

また、FRBの *Purposes and Functions* の中で、第6版(1974)まで準備率変更によるHPM統御の手段として位置づけられていた準備預金制度が、第7版(1984)では、操作目標として非借入準備を使用して中間目標M1を達成する場合の制度的枠組として位置づけられるに至った。この領域での研究成果を反映したものである。

- [14] 日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』日本銀行金融研究所, 1986年。
 [15] 日本銀行調査統計局「最近における短期金融市場の動向について」『調査月報』1986年2月。
 [16] 藤野正三郎「銀行行動とマネーサプライの制御」貝塚啓明・兼光秀郎編『現代日本の経済政策』日本経済新聞社, 1981年。
 [17] 古川顕『現代日本の金融分析』東洋経済新報社, 1985年。
 [18] 堀内昭義『日本の金融政策』東洋経済新報社, 1980年。
 [19] 西川元彦「金融調整の方法」金融学会編『金融学会報告II』東洋経済新報社, 1955年。
 [20] 西川元彦『金融の理論と政策』金融財政事情研究会, 1977年。
 [21] 野間敏克「銀行の行動規準と金融政策手段の有効性」『経済研究』1986年4月。
 [22] 野間敏克「わが国銀行の規模最大化行動——行動基準の実証分析」『季刊理論経済学』1986年12月。
 [23] 安田正「マネーサプライ・コントロールのあり方」日本銀行金融研究所『金融研究資料』1981年11月。
 [24] 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」日本銀行金融研究所『金融研究資料』1980年5月。
 [25] 横山昭雄『現代の金融構造: 新しい金融理論を求めて』日本経済新聞社, 1977年。
 [26] 蠟山昌一「わが国の金融メカニズム」島野卓爾・浜田宏一編『日本の金融』岩波書店, 1971年。
 [27] Anderson, R. G., and R. H. Rasche, "What Do Money Market Models Tell Us about How to Implement Monetary Policy?" *Journal of Money, Credit, and Banking*, November 1982, Part 2.
 [28] Burger, Albert E., *The Money Supply Process*, Wadsworth Publishing, 1971.
 [29] Federal Reserve Board, *New Monetary Control Procedures*, February 1981.
 [30] Federal Reserve Board, *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*, Sixth Edition, September 1974, Seventh Edition, December 1984.
 [31] Goodfriend, Y., "Discount Window Borrowing, Monetary Policy, and the Post-October 6, 1979 Federal Reserve Operating Procedure," *Journal of Monetary Economics*, September 1983.
 [32] Hetzel, R. L., "The October 1979 Regime of Monetary Control and the Behavior of the Money Supply in 1980," *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 1982.