

窓口指導の有効性について

河 合 栄 三

本稿は、「窓口指導」の有効性の有無に関する理論的・実証的研究の論点を、主として堀内[4]、[6]にもとづいて体系的に整理し、あわせてそれらに対するコメントを試みる。

「窓口指導」とは、日本銀行が金融引締めを目的として、一部の銀行に対してその貸出額の上限を直接指示し、それによって銀行の貸出総額あるいはマネー・サプライを制御しようとする政策を指す¹⁾。

以下の I、II において体系的に整理され紹介される窓口指導の有効性に関する堀内氏の分析は、資産市場の一般均衡の枠組にもとづいている²⁾。

I 資産市場の一般均衡分析

(1) 一般均衡分析の枠組

表1は、記号の定義とそして経済の金融部門及び資産の各分類をかねた、各経済部門のバランス・シートの関係を示している³⁾。

表1 資産市場の一般均衡分析の枠組

部門 資産	日本銀行 (C)	政府 (G)	銀行 (B)	民間 非銀行 (N)	利子率
現金	$-R_C$	R_G	R_B	R_N	0
政府短期証券	T_G	$-T_G$			i_T
日銀貸出	B_C		$-B_B$		i_B
コール・ローン	C_C		C_B		i_C
預金 (有価証券)	(S_C)		$-D_B$ (S_B)	D_N (S_N)	i_D (i_S)
貸出			L_B	$-L_N$	i_L
正味資産	0	(W_G)	0	W_N	

1) 堀内[6]第4章1節138頁。

2) 以下の I、II における分析のうち、その理論的分析は、堀内[4]における文章で説明されたそれを数学的に展開したものである。ここでは、後述のように、有価証券の存在が完全に無視されているが、それをも考慮に入れたより包括的分析に対しては、堀内[6](第1章と第4章)を参照せよ。

3) 堀内[6]第1章(d)16頁より引用。

マイナスの符号がついた変数は当該部門の負債項目を示しているが、すべての変数が非負というわけではない。特に、 C_B は銀行部門の正味のコール・ローン保有額であるが、コール資金市場で日銀がなんらかの方法で資金を供給している場合には、銀行部門全体としては、コール市場でコール資金を供給する以上にそれを取入れていることになり、その場合には C_B は負となる。以下では、分析の単純化のために、有価証券の存在を完全に無視する。それを考慮に入れても分析の本質は変わらない。また、単純化のために、中央銀行・銀行の正味資産はゼロ、つまりこの経済での過去の貯蓄はすべて民間非銀行部門の正味資産となっていることを仮定する。また、利子率はすべてここで想定される単位期間の直後に満期が到来する短期金融資産に対する利子率である。

(2) ハイ・パワード・マネーとマネー・サプライ

ハイ・パワード・マネー H は民間銀行部門の現金及び中央銀行預け金 (R_B) と民間非銀行部門の現金 (R_N) の和として定義する。

$$H \equiv R_B + R_N \quad (1)$$

さらに、表1より、 H は次のように定義することもできる。 (S_C) は前期の仮定より省略)

$$H \equiv R_C - R_G \equiv C_C + B_C + T_G - R_G \quad (2)$$

(1) は、ハイ・パワード・マネーをその用途、すなわちどの部門によって保有されているかという側面から定義しているのに対し、(2) は、ハイ・パワード・マネーをいわばその源泉の側面から定義している。

マネー・サプライは民間非銀行部門の現金 (R_N) と預金 (D_N) の和として定義する。

$$M \equiv R_N + D_N \quad (3)$$

ところで、資産市場の一般均衡分析の枠組における四つの経済部門のうち、中央銀行と政府の両部門の行動は、資産市場の一般均衡の状況をなんらかの基準にてらして望ましい状況におくことを意図して、外生的に決定される。他方、民間の銀行と非銀行部門の行動は各部門の構成員の資産選択行動を集計したものであり、したがってそれらの行動が資産市場の一般均衡分析を基本的に規定することになる。

(3) 銀行行動の分析

民間個別銀行の資産選択について以下の仮定をおく。

(A. 1) 表 2 個別銀行の B/S

\bar{R}_B (現金)	\bar{D}_B (預金)
C_B (コール・ローン)	$=D_N$ (民間非銀行部門の預金)
I_B (貸出)	B_B (日銀借入)
	正味資産 ($\equiv 0$)

個別銀行はコール資金市場から短期借入をすることも可能であるから、その場合には、コール・ローン C_B はコール市場への負の貸出 (コール資金に対する需要) となる。

(A. 2) 個別銀行は預金残高の一定比率 $k(0 < k < 1)$ の支払準備を保有する ($R_B = kD_B$)⁴⁾

(A. 3) 個別銀行はともに完全競争的なコール市場・貸出市場に直面している。特に貸出市場について、完全競争を仮定せず、信用割当が行われることを仮定しても、分析結果は変わらない (詳細な説明は略)⁵⁾

(A. 4) 預金利率 i_D は制度的に固定的であり、その固定的預金金利の下で、銀行は民間非銀行部門の預金を受動的に受け入れるものと仮定する ($D_B = D_N$) というのは、預金そのものは民間非銀行部門の資産選択の結果として決

4) 個別銀行の支払準備 (R_B) はその手持現金と中央銀行預け金とからなっている。

5) 堀内 [6] 第 3 章 5 節、第 4 章 2 節 (e) を参照。(実行的な) 貸出利率が十分な調整機能を果たさず、実現される貸出量は常に銀行の供給によって決定されること、そして借手は銀行が与える貸出量を所与として資産選択を行うことを仮定すれば、以下の資産市場の一般均衡分析の結果は本質的に変わらない。したがってまた、この意味での信用割当の存在は Π における窓口指導の有効性に関する分析結果を左右しない。

められるものと想定するからである。

(A. 5) 個別銀行の日銀借入 B_B には日銀によってその限度額 \bar{B}_B が課せられている ($B_B \leq \bar{B}_B$)。

(A. 6) 個別銀行の貸出に伴う営業コスト Φ は貸出残高 L_B の関数であると仮定する。

$$\Phi = \Phi(L_B)$$

以上の仮定のもとで、(A. 1) におけるバランス・シート上の制約 $R_B + C_B + L_B = D_B + B_B$ を考慮すれば、個別銀行の利潤極大化行動は、

$$\begin{aligned} \max_{L_B, B_B} \Pi &\equiv (i_L - i_C) L_B - \Phi(L_B) + \{(1-k)i_C - i_D\} D_B + (i_C - i_B) B_B \\ \text{s. t. } L_B &\geq 0, 0 \leq B_B \leq \bar{B}_B \end{aligned} \quad (4)$$

として表わされる。 L_B に関して内点解を仮定すると、その 1 階の必要条件から、個別銀行の貸出供給は、2 階の条件 $\Phi_{LL} > 0$ より

$$\begin{aligned} L_B &= L_B(i_C, i_L) \\ L_{BC} &< 0, L_{BL} > 0 \end{aligned} \quad (5)$$

となる。また、日銀借入 B_B については、公定歩合 i_B がつねにコール・レート i_C を下回るものと仮定すると⁶⁾、クーン・タッカー条件より

$$B_B = \bar{B}_B \quad (6)$$

である。コール資金の供給 (ないしはそれに対する需要) C_B については、(A. 1) における先のバランス・シート上の制約と (A. 2)、そして (5), (6) より

$$C_B \equiv (1-k)D_B + \bar{B}_B - L_B(i_C, i_L) \geq 0 \quad (7)$$

となる。

(4) 民間非銀行部門の行動

表 3 民間非銀行部門の B/S

R_N (現金)	L_N (銀行借入)
$\bar{D}_B = D_N$ (預金)	\bar{W}_N (正味資産)

民間非銀行部門にとって、保有可能な各資産は相互にある程度代替的であるが、完全に代替的ではないものと仮定する。したがって、現金 R_N 、預金 D_N 、借入 L_N に対する需要は、それぞれ、貸出利率 i_L 、正味資産 W_N と外生

6) 公定歩合 i_B がコール・レート i_C をつねに下回るという条件は、戦後の日本において、殆どつねに満たされていた。

的パラメータ X (預金金利 i_D , 国民所得上等) の関数として表わされる。以下では、これらの関数を次のようにプロージブルに仮定する⁷⁾。

$$R_N = R_N(i_L, W_N; X) \quad (8)$$

$$R_{NL} < 0, R_{NW} > 0$$

$$D_N = D_N(i_L, W_N; X) \quad (9)$$

$$D_{NL} < 0, D_{NW} > 0$$

$$L_N = L_N(i_L, W_N; X) \quad (10)$$

$$L_{NL} < 0, L_{NW} = 0$$

(5) 資産市場の一般均衡体系

ここでは、(3)(4)における民間の銀行と非銀行部門における各資産選択行動にもとづいて、表1における枠組に従って、資産市場の一般均衡体系を定式化する。

(a) ハイ・パワード・マネーの需給均衡条件
民間部門のハイ・パワード・マネーに対する需要は銀行部門の支配準備需要 $R_B = kD_B = kD_N$ と非銀行部門の現金需要 R_N との合計である。³⁾ 他方、ハイ・パワード・マネーの供給は(2)より $H \equiv R_C - R_G$ である。したがって、ハイ・パワード・マネーの需給均衡条件は、

$$R_N(i_L, W_N; X) + kD_N(i_L, W_N; X) = H \quad (11)$$

である。

(b) コール資金市場の需給均衡条件

個別銀行のコール資金の供給ないしはそれに対する需要 C_B が(7)で与えられたが、つねに $i_B < i_C$ を仮定すると $\bar{B}_B = B_C$ となることを考慮して、コール市場全体の需給均衡条件は、

$$C_C + C_B = B_C + C_C + (1-k)D_N(i_L, W_N; X) - L_B(i_C, i_L) = 0 \quad (12)$$

となる。

(c) 貸出市場の需給均衡条件

貸出市場の需給均衡条件は(5), (10)より、
 $L_B(i_C, i_L) - L_N(i_L, W_N; X) = 0 \quad (13)$

である。

以上により、資産市場の一般均衡体系は(11), (12), (13)から構成されることになる。しかし、

ワルラス法則によって、三つの均衡条件のうち一つは独立ではなく、したがって残り二つの条件から、コール・レート i_C と貸出利子率 i_L の二つの内生変数が決定される。

II 窓口指導の有効性の有無

以下では、I(5)における資産市場の一般均衡体系にもとづいて、窓口指導はそれ自体マネー・サプライを変化させることができず、コール・レート i_C が相対的に低下するだけであること、したがって窓口指導は無効であることを示す。

民間銀行部門の一部(以下、グループIの銀行と呼ぶ)が窓口指導の対象となり、残りの銀行(以下、グループIIの銀行と呼ぶ)はその対象にはならないと想定しよう。グループIの銀行は、実行的な窓口指導の下で、その貸出供給 L_{BI} に上限 \bar{L}_{BI} が課されるものとする。すなわち、 $\bar{L}_{BI} < L_{BI}(i_C, i_L)$ と仮定する。

窓口指導が行われる場合(A)と窓口指導が行われない場合(B)についての資産市場の各一般均衡体系は、単純化のために W_N, X を無視して書くと、

$$(A) \begin{cases} R_N(i_L^A) + kD_N(i_L^A) = \bar{H} & (14) \\ \bar{L}_{BI} + L_{BII}(i_C^A, i_L^A) - L_N(i_L^A) = 0 & (15) \end{cases}$$

$$(B) \begin{cases} R_N(i_L^B) + kD_N(i_L^B) = \bar{H} & (16) \\ L_{BI}(i_C^B, i_L^B) + L_{BII}(i_C^B, i_L^B) - L_N(i_L^B) = 0 & (17) \end{cases}$$

となる。但し、実効的な窓口指導により、

$$\bar{L}_{BI} < L_{BI}(i_C^B, i_L^B) \quad (18)$$

である。(14), (16)より $i_L^A = i_L^B$ 。したがって、(15), (17)より、

$$\begin{aligned} \bar{L}_{BI} + L_{BII}(i_C^A, i_L^A) &= L_{BI}(i_C^B, i_L^B) \\ &+ L_{BII}(i_C^B, i_L^B) \end{aligned} \quad (19)$$

となる。したがってまた、(18), (19)より、

$$L_{BII}(i_C^A, i_L^A) > L_{BII}(i_C^B, i_L^B) \quad (20)$$

となる。そして(20)と $i_L^A = i_L^B$, $L_{BC} < 0$ より、
 $i_C^A < i_C^B \quad (21)$

である。

以上より、窓口指導によって貸出利子率は変化せず、したがってマネー・サプライ $M \equiv R_N(i_L) + D_N(i_L)$ も変化することはない。ただ

7) これらのプロージブルな定式化について、特に有価証券の存在をも考慮に入れた詳細な説明に対しては、堀内[6]第1章3節を参照せよ。

コール・レート i_0 が窓口指導により低下し、窓口指導の対象とはならないグループⅡの銀行貸出が完全相殺的に増加して、銀行部門全体の貸出が窓口指導が行われない場合と同じ水準に維持されるのである。

堀内[4]、[6]は、窓口指導は無効であるという以上の理論的仮説を、貸出市場のみを取り上げた部分均衡分析という暫定的枠組の下で、実証的に検証している。すなわち、窓口指導によって、銀行部門の貸出総額が有意に減少することを積極的に支持する実証的根拠は見出されないことを明らかにしている⁸⁾。

Ⅲ 問題点

最後に、窓口指導は有効でないという以上の理論的・実証的結論に対する問題点とコメントを述べておこう。その前に、以上の分析を文章で簡単に要約すれば、次のようになるであろう。

窓口指導の結果、規制の対象となる銀行（主として都市銀行）の貸出が抑制されても、銀行の支払準備需要が一定である限り、都銀の手元にそれだけ余分の準備が発生し、都銀はコール資金に対する需要を減少させる。その結果、コール・レートの低下というコール市場の調整を通じて、規制の対象とはならないその他の銀行の貸出供給が都銀貸出の減少を完全に相殺する形で増加する。したがって、窓口規制は民間銀行部門全体の貸出供給を減少させえず、無効である、ということになる。

この分析では、銀行の準備需要が預金の一定比率であり、したがって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。これに対し、銀行は過剰準備を保有しており、その過剰準備需要がコール・レートの減少関数であると仮定することによって、窓口指導の有効性を支持する主張がある。江口氏（江口[1]、[2]）によれば、都銀に対する窓口指導により都銀貸出が抑制されれば、都銀の準備需要が減少し、コール市場でコール・レート

を低下させる。その結果、規制の対象とはならないその他の銀行の過剰準備が増加し、その貸出は都銀貸出の減少を完全に相殺するほどには増加しない。したがって、銀行部門の総貸出は抑制され、窓口指導が有効性をもつことになる。

この江口氏の主張は、理論的には正しいように思われる。しかし、問題は過剰準備に関する上記のような仮定が現実に妥当であるかどうかということである。堀内[5]も指摘しているように、「銀行は過剰準備を持たないというのが日本の金融部門の特徴である。特に、窓口規制は金融逼迫期に行われるものであり、とりわけそうした時期に、銀行が過剰準備を保有するとは考えにくい」のではなからうか。要するに、「コール・レートの変化に対する過剰準備需要の調整がとるに足らないものなのか、それとも無視できぬほど大きく、したがって政策当局がそれをめあてにして窓口指導を行うことが妥当なのかどうかは、究極には、実証的に検証されなければならない」⁹⁾。

窓口指導は無効であるという堀内氏の分析における他の重要な仮定は、資産市場の一般均衡、とりわけコール市場が完全競争的であるという仮定である。即ち、コール市場が均衡状態にあり、銀行は任意の所与のコール・レートの下で望みだけのコール資金を取引できることを前提としている。しかし、窓口指導が行われる金融逼迫期において、コール市場が超過需要で、しかも基調的に均衡が存在しない（コール資金に対する需給両曲線が交わらない）状態がもし発生するとすれば、堀内氏の分析の前提はくずれてしまうことになる（この点を指摘した論文として藤野[3]がある）。

藤野[3]はコール資金市場に均衡が存在しなくなる状態が発生することを、

- (a) 銀行の計画が条件の変化に対して調整されうるか、あるいは銀行の取引が模索的である場合と、
- (b) 銀行の取引が非模索的である場合、

8) 堀内[4]Ⅲ節、堀内[6]第4章3節(b)を参照。前者はそのまま後者の書物に収録されている。

9) 江口氏のコメントに対するこの批判は堀内[5]79頁より引用。

の二つの場合に分けて説明している。そして、双方の場合とも、それぞれ異なる意味で需給両曲線が交わらず、基調的にコールの超過需要が存在し、コール市場に基調的に均衡が存在しなくなることを強調している¹⁰⁾。

さらに、このような状況の下で、コールの取手である都銀の貸出に量的規制を加えることによって、コール需要曲線を左方にシフトさせ、その結果として日銀が埋めなければならないコールの超過需要幅を圧縮することができるという意味において、窓口指導は金融引締政策として有効であるとしている¹¹⁾。

これは窓口指導の有効性をめぐる論争に対する興味ある啓発的主張であるといえよう。そこで以下では、窓口規制との関連で藤野[3]の概略を紹介し、あわせてそれに対する筆者なりの主観的考えを述べてみることにしよう。まず初めに、各記号を次のように定義する。 C はコール資金の量を表わす。もしその値が正であれば、それはコール資金の供給を意味し、 C_S とする。もし負であれば、それはコール資金への需要を意味し、その絶対値を C_D とする。 i_c はコール・レート、 p_n は銀行が支払不能に陥ったときの資金単位当りのペナルティー・コストである。すぐあとで述べる(a)の場合の説明のために、その場合のモデルにおけるコール資金の供給ないしは需要関数を示しておく。

$$C = C(i_c, p_n) \quad (22)$$

$$\partial C / \partial i_c > 0, \partial C / \partial p_n < 0$$

(a)の場合

銀行の想定する貸出需要曲線がある水準以上の貸出利率に関して完全に非弾力的となるという想定から出発して、図1のように、ある水準以上のコール・レートの下では、コール資金に対する需給が完全に非弾力的となり、コール市場に均衡が存在しない状態が発生するとしている。

そしてコール市場に均衡が存在しない限り、「銀行の計画が条件の変化に対して十分調整さ

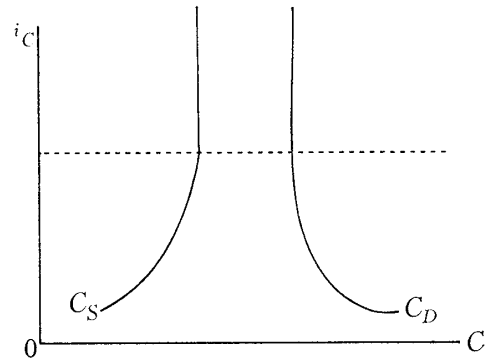


図 1

れうる時間的余裕がある場合、あるいは貸出とコール資金の取引が模索的に行われ、したがって貸出とコール資金が銀行の計画の事前・事後の双方において代替的である場合、コール資金を取入れようとする銀行は、いくら計画を改訂しても、その需要は満たされず、したがってその供給に制限があるという点を考慮に入れて行動せざるをえなくなるであろう」と述べている。

ある水準以上における i_c の上昇が C に影響を与えず、したがって C_S, C_D 両曲線が交わらない理由としては、(22)の C 関数において、やや長い目でみれば p_n が i_c と連動して上昇するようになることを上げている。しかし、コール市場に均衡が存在しなくなる場合の説明として次の(b)の場合の方がより興味があると考えられるので、(a)の場合については、単にその概略を紹介するにとどめておく。

(b)の場合

この場合の説明は以下のようなものである。銀行の取引は現実には非模索的である。即ち、銀行の取引は需給が一致しなくても実行される。そして、非模索的取引の下では、事前的計画においては、 L, C, R は代替的でありうるが、いったんその事前的計画が実行段階に入ると、事後的にはそれらは非代替的となる(事前的計画がすぐに調整されるという融通性を欠く)その結果、図2のように、事前的には C_S, C_D 両曲線が描かれ、コール市場に均衡が存在するが、たとえばコール・レートが i_c^1 の水準にあると、計画が実行に移された事後の段階では、コール需給はそれぞれ C^1, C^2 であり、 $(C^1 - C^2)$ だけの

10) 後に出てくる図1と図2を参照。詳しくは藤野[3] 4節モデル2を参照されたい。またその基本モデルを展開した3節モデル1についても、あわせて参照されたい。

11) 藤野[3] 5節参照。

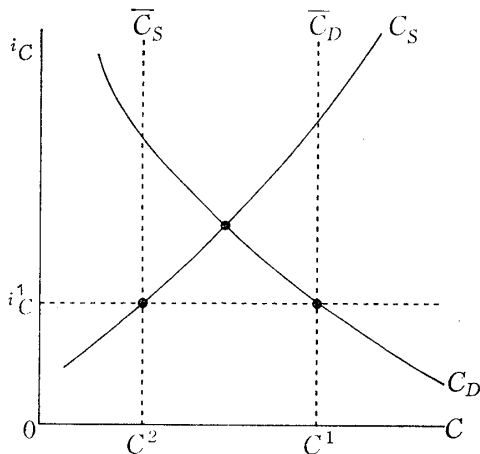


図 2

超過需要が存在し、それはすぐにはクリアされない。したがって、事後的には、コールの需給曲線はそれぞれ、 \bar{C}_D 、 \bar{C}_S のように垂直となり、コール市場に均衡が存在しなくなる。もちろん次期において、コール・レートは i_c より高くなるにしても、超過需要がいきよにクリアされるほど上昇するわけではない。そして、コール資金の需要者はその供給に制限があることを考慮して行動せざるをえなくなるだろう。

コール市場に均衡が存在しない状態に対する説明として、この(b)の場合の方がより説得的で興味がある。しかし、この場合について、短期において一時的にそのようなことが言えても、短期の範囲内でいずれはコール市場がクリアされる可能性を想定すれば、コール市場に事後的に均衡が存在しないという現象は、短期の範囲内で市場がクリアされるまでの過渡的現象であると言うこともできないだろうか。

つまり、各期における銀行の取引が事後的に非代替的であるにしても、そしてそのために生じたコールの超過需要をいきよにクリアするほどコール・レートが各期において変化しないにしても、短期の各期において、コール・レートが徐々に上昇し（ために L が減少し、一方 C_S が増加あるいは C_D が減少し、もって超過需要幅が縮小してゆき）その結果短期均衡に至ると考えることができないだろうか。言い換えれば、銀行の取引が事後的に非代替的であるためにコ

ール市場に事後的に均衡が存在しなくなるという仮説には、短期における均衡が、偶然を除き、実現不可能となるほど、コール・レートの調整が硬直的であることを説明する必要性が残されているのではないかということである。

とはいえ、いずれにしても、コール市場が基調的に均衡になく、ためにコール・レートの変化を通じた調整が行われえず、その結果、窓口指導は無効ということにはならないという藤野 [3] の指摘は、窓口指導の有効性をめぐる議論に対して啓発的である。実際、短期・長期の区別を別にして、窓口指導が実施される金融逼迫期において、相当の期間が経過してもなおコール市場に均衡が実現されるまでに至らない可能性が考えられるだろう。そのときには、図2のように、コール市場に均衡が存在しない状態が金融逼迫期を通じて持続することになる。そして、そのようなときこそ、コールを需要する銀行の貸出に量的規制を加えることによって、コール需要曲線を左方にシフトさせ、その結果として日銀が埋めなければならないコールの超過需要幅を圧縮する必要があるだろう。

窓口指導の有効性をめぐる厳密で現実的な分析のためには、我々は、藤野 [3] を機会にして、不均衡下の枠組の下での資産市場の分析をさらに押し進めてゆく必要がある。

参 考 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』昭和52年7月。
- [2] ———「短期金融市場のワーキングについて——堀内昭義氏のリジョインダーへの答えもかねて——」『経済研究』昭和53年1月。
- [3] 藤野正三郎「銀行行動とマネー・サプライの制御」*Discussion Paper Series*, No. 37, 一橋大学経済研究所, Feb. 1981.
- [4] 堀内昭義「窓口指導の有効性」『経済研究』昭和52年7月。
- [5] ———「江口英一氏のコメントに答える——窓口指導の有効性について——」『経済研究』昭和53年1月。
- [6] ———『日本の金融政策』, 東洋経済新報社, 昭和55年。