

高度成長期における貸出市場構造と窓口指導*

于 毅 波

はじめに

堀内昭義・江口英一論争を契機に、窓口指導に関して数多くの理論的・実証的分析が展開されてきた。それらのほとんどは、窓口指導は常に遵守され実効的であると仮定した上で、市中金融機関貸出全体を有効に抑制しうるか否かという窓口指導のみの有効性を論じたものである¹⁾。

しかしながら、現実には、窓口指導は、単独で行われたわけではない。金融引締め政策がとられるたびに、公定歩合引き上げと併用されて実行されてきたのである。これは、金融を引き締めるためには窓口指導が必要ではあるものの、公定歩合が引き上げられなければ、窓口指導は守られなかったということの意味するのではないであろうか。つまり、窓口指導と公定歩合操作は、それぞれ単独で効果を発揮するものではなく、併用されてはじめて有効となるものではないだろうかと思われるのである。

もしそうであるならば、この事実は実証分析において重大な問題を投げかける。窓口指導が行われても公定歩合が引き上げられていない場合、あるいは窓口指導に先立って公定歩合が引き下げられている場合、窓口指導は守られず、このような期間を標本期間として実証的に分析すれば、当然、その有効性は否定されてしまうのである。また、窓口指導と共に公定歩合が十分に引き上げられた場合、市中金融機関の貸出全体が抑制されても、窓口指導の効果と公定歩合変更の効果を十分に識別できない限り、その抑制が窓口指導によるものであるということを実証的に確認することはできないのである。

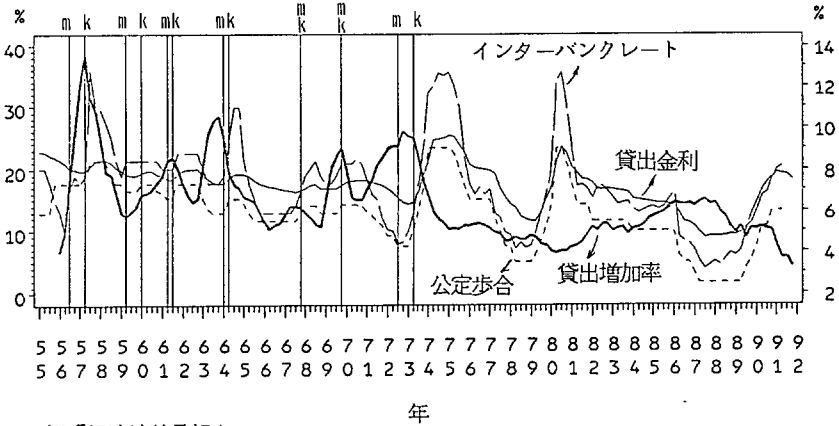
従って、窓口指導のみの有効性に関する従来の議論は、窓口指導のメカニズムの解明に対して有益であるとは思われない。

一般的に、窓口指導は、公定歩合の引き上げに先立って行われる。指導の期間については、1964年1月以降、従来の1ヶ月単位の規制から3ヶ月単位の規制へと変わってきている。窓口指導が遵守され、それ自体のみで有効であれば、公定歩合の変更に関わらず、その規制の全期間にわたって、都市銀行の貸出増加率は少なくとも一定水準に抑制され、場合によっては、貸出金利の上昇に伴う需要のシフトにより低下することさえあるはずである。

しかしながら、現実には必ずしもそうではない。図(1)と図(2)は、都市銀行と地方銀行の貸出増加率を示すものであり、垂直線 m 及び k は、それぞれ窓口指導と公定歩合変更の始点を表している。窓口指導が行われながらも公定歩合が引き上げられていない mk 期間においては、都市銀行の貸出増加率は抑制されるどころか、1963年と1972年の特別時期を除いて、その他銀行の代表である地方銀行と共に逆に増勢を続けているのである²⁾。都市銀行の貸出増加率の伸びが抑えられるのは、窓口指導と公定歩合の引き上げが併用された k 時点である。 k 時点以降、都市銀行及び地方銀行の貸出増加率は低下に転じ、その後減勢を辿っている³⁾。つまり、公定歩合を引き上げてはじめて、窓口指導が効果を発揮したと考えられるのである。

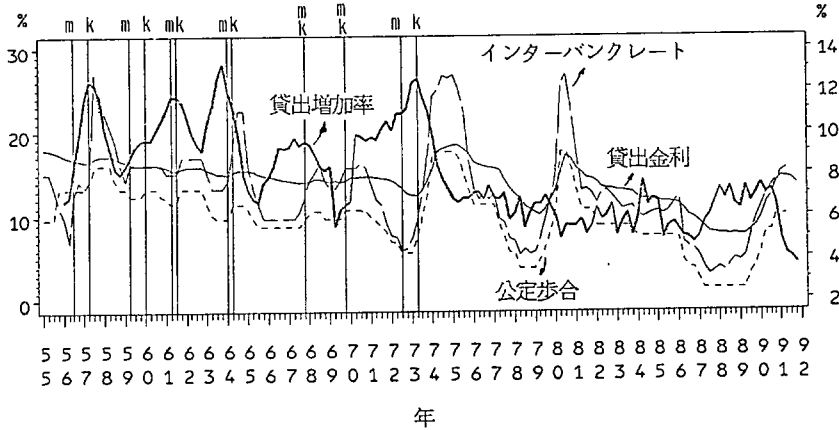
こういった窓口指導と公定歩合変更の併用説は、実務家の実感から、すでに日銀及びその関係者によって数多く指摘されてはいるが、未だに十分な理論的説明がなされたとはいえない状況にある⁴⁾。従来の伝統的銀行行動モデルでは、公定歩合変更がインターバンクレート誘導を通じて有効な引締め政策手段となるため、窓口指導は必要とされないのである。従来の銀行行動モデルが現実に行われてきた日銀の政策を否定するようなインプリケーションに到ったのは、インターバンク資金を貸出の唯一の限界的な代替資金と仮定しているからである。従来のモデルでは、預金・インターバンク資金・日銀借入れの三つ（その他銀行は預金のみ）の都市銀行の貸出原資のうち、預金及び日銀借入れは銀行にとって外生変数とされ、インターバンク資金のみ

図1 都市銀行の貸出増加率



日銀「経済統計月報」

図2 地方銀行の貸出増加率



日銀「経済統計月報」

が銀行にとっての操作変数とされていたのである。しかしながら、清水啓典(1991)が指摘したように、インターバンク資金は本来、準備調整のための資金であり、貸出の限界的な調達資金と考えることは不適切であると思われる。

本稿は、窓口指導の必要性を否定する従来の銀行行動モデルとは異なり、窓口指導と公定歩合引き上げは併用されてはじめて有効な金融引締め政策手段となることを理論的に説明するものである。本稿の内容は以下の通りである。まず第Ⅰ章において、都市銀行は貸出の原資として限界的にインターバンク資金を調達しないと仮定し、新たなモデルを構築して、窓口指導の必要性を説明する。さらにこの仮定の妥当性を実証的に検討する。ここでは、公定歩合変更だけでは都市銀行の貸出を引き締めることができず、従って、都市銀行に対しては窓口指導が必要となることを明らかにする。次に第Ⅱ章において、都市銀行・その他銀行・日銀の三者の非協力ゲームのフレームワークを用いて、高度成長期における金融引締め政策の実態を検討する。ここでは、窓口指導を都市銀行に守らせるためには、その他銀行の貸出を抑制する必要がある、公定歩合変更はそのための有効な手段であることを示す。

Ⅰ 窓口指導の必要性

直接的な規制手段としての窓口指導の弊害は多くの論者によって指摘されてきたが、高度成長期には常に、窓口指導は重要な金融引締め政策手段として使用されてきた。なぜ、日本では、弊害が指摘されながらも、窓口指導が実施されてきたのであろうか。ここではまず、窓口指導を否定した従来のモデルの問題点を指摘し、新たなモデルを構築して、窓口指導の必要性を指摘する。

かつては、例えば館龍一郎(1965)の様に、人為的低金利政策という理由から、窓口指導が金融政策の大宗となったと考えられたこともあった。しかしながら、それに対して、鈴木淑夫(1966)以降の伝統的モデルでは、人為的低金利政策の下でも、あらゆる業態の銀行に対して、公定歩合変更が有効な引締め政策手段であるとされた。これは、換言すれば、公定歩合を十分に

引き上げさえすれば、窓口指導は必要とされなくなるということである⁵⁾。

このような伝統的モデルに対し、本章では、公定歩合変更がその他銀行に対しては有効であっても、都市銀行に対しては有効な金融引締め政策の手段とはなりえず、従って、都市銀行に対しては公定歩合変更ではなく、直接的な窓口指導が必要となることを示す。

1・伝統的銀行行動モデルとその問題点

都市銀行のバランス・シートと目的関数は、一般的には次のように定義される。

$$\beta(D+aL)+L = D+aL+C+B \quad (1)$$

$$\pi = r^1L - r^d(D+aL) - r^cC - r^bB - \phi(L), \phi'(L) > 0, \phi''(L) < 0 \quad (2)$$

β : 預金準備率 D : 本源的預金 a : 預金歩留り率 L : 貸出量
 C : インターバンク資金 B : 日銀借入 π : 利潤 r^1 : 貸出金利
 r^d : 預金金利 r^c : インターバンクレート r^b : 公定歩合
 $\phi(L)$: 貸出可変経費関数

伝統的モデルでは、本源的預金 D を外生変数、預金準備率 β と預金歩留り率 a を一定、日銀借入 B を貸出限度額で一定とし、(1)式の制約の下で(2)式の利潤を最大化するような貸出量 L が選択されるのである。その結果、インターバンク資金が貸出の唯一の限界的な原資となり、インターバンクレートが貸出量の決定要素となる。その最適条件は(3)式に示される。

$$r^1 = ar^d + (1-a+\alpha\beta)r^c + \phi'(L) \quad (3)$$

このように従来モデルでは、都市銀行の貸出市場においても、公定歩合変更などのオーソドックスな金融政策手段は、インターバンクレートの誘導を通じて十分に機能しうると結論づけられたのである。

戦後日本の金融構造の特徴、特に預金金利の規制、公定歩合の低位抑制と貸出限度額制度、都市銀行のマネー・ポジションなどを考えれば、このような定式化が非常に現実にあわせて説得力であるように思われる。しかしなが

ら、果して都市銀行は日銀から貸出限度額いっぱいまで自由に日銀借入金を調達できるのであろうか、また割高なインターバンク資金を貸出の原資として調達してまで意欲的に貸出を拡大しようとするのであろうか。

鈴木淑夫(1966, 第一章)は、都市銀行は「割安な公定歩合による日銀借入れのみを選択し、コール・マネーなどを取り入れないという態度をとりそうに思われるかも知れないが、そうした選択は、事実上、できない。なぜなら日本銀行は、市場にコール資金が余っている場合には、原則として、都市銀行の借入れ申込みに安易に貸し応じないからである。従って、都市銀行は……コール・レートと公定歩合の加重平均値を支払い金利として意識している」と述べている⁶⁾。しかしながら、これを受け入るならば、都市銀行の利潤最大化の制約条件として、(1)式の外にインターバンク資金と日銀借入れとの従属的な関係を考えなければならないのである。その点を考慮したモデルを次に展開する。

2・多段階銀行行動モデルとそのインプリケーション

1) 第一段階 一最適貸出計画一

計画時点で、都市銀行は、利潤を最大化するように日銀借入れを B_1 調達し、その日銀借入れを受けるためには、インターバンク資金を C_1 取り入れねばならないとする。そこで C_1 と B_1 は次の関係をもつと仮定する⁷⁾。

$$C_1 = \mu B_1 \quad (4)$$

ここで μ は日銀借入れ B_1 とその調達に必要なインターバンク資金 C_1 の比例係数である。このため、日銀借入れの単位当りの調達費用は、単なる公定歩合ではなく、公定歩合とインターバンクレートの加重平均値 r^{bc} となる。

$$r^{bc} = (B_1 r^b + C_1 r^c) / (B_1 + C_1) = (r^b + \mu r^c) / (1 + \mu)$$

この様な B_1 と C_1 は、都市銀行にとって自由に選択できるものなのであるうか。岩田一政・浜田宏一(1980, 第二章)は、「貸出限度額に達する以前の段階においても、日本銀行は資金繰り指導によって日本銀行貸出の量をかなり有効にコントロールすることができる」と指摘した。もしそうであるなら

ば、都市銀行にとって日銀借入れは無制限ではなく、限度額が存在することになる。このとき、都市銀行の貸出金利 r^l が日銀借入れの調達費用 r^{bc} より高い場合、つまり、

$$r^l > r^{bc} \quad (5)$$

が成立する限り、都市銀行は必ず日銀借入れをその上限まで取り入れる。その結果、 B_1 と C_1 は都市銀行にとって所与となる。

これに対し、都市銀行が、日借入れ B_1 を調達するために必要とされる C_1 以上のインターバンク資金を自主的に調達する場合、 C_1 を超える調達分の限界費用は日銀借入れの調達費用 r^{bc} ではなく、インターバンクレート r^c となり、貸出金利 r^l より高くなるのである。つまり、日銀借入れ B_1 の調達に必要とされる C_1 と C_1 を超えて調達される部分の費用にはかなりの差異が存在し、後者は前者よりはるかに高いのである。

単に表面金利からみれば、都市銀行は、日借入れ B_1 の調達に必要とされる C_1 までしかインターバンク資金を調達しないはずである。現実にも、都市銀行は、貸出の原資としてならば、 C_1 を超えてまで、割高なインターバンク資金を調達しないと思われる。それは3節で詳しく実証的に検討することにして、ここでは、都市銀行は貸出の原資としてインターバンク資金を C_1 しか調達しないとの仮定の下で議論を進めたい。

この仮定に基づいて、都市銀行の貸出の制約条件は、

$$\beta(D+aL)+L = D+aL+(1+\mu)B_1 \quad (6)$$

と書き表せる。伝統的銀行行動モデルの制約条件(1)と比べて、(6)式は、インターバンク資金 C_1 と日銀借入れ B_1 との従属関係式(4)式を明確に考慮しており、 B_1 は B と違い、日銀借入れそのものの額ではなく、計画時点において予期される日銀借入れの期待値であるという点で異なっている。

この(6)式の制約条件の下で、都市銀行は預金歩留り率 α の調整を通じて、(7)式の利潤を最大化するような貸出量 L を選択するのである。

$$\pi = r^l L - r^d(D+aL) - (r^c \mu + r^b) B_1 - \phi(L), \quad \phi'(L) > 0, \quad \phi''(L) < 0 \quad (7)$$

また、このモデルでは、貸出市場を寡占市場と見なし、都市銀行は他行の貸出量を所与として、自らの利潤を最大化するように貸出量を決定するものと仮定する。このとき、クールノー均衡条件は次の(8)式のように示される。

$$r^l(L, L_s) = r^d / (1 - \beta) + [\phi(L) + \gamma] / L \quad (8)$$

ただし、 γ は都市銀行の固定経費であり、 L_s はライバル銀行の貸出量の総計である⁹⁾。

ここで、都市銀行の貸出金利は、実効預金金利と平均経費の和であり、預金金利が重要な決定要素となる。貸出金利は預金準備率 β と預金金利 r^d の引き上げによって上昇するが、平均経費 $[\phi(L) + \gamma] / L$ の低下に伴って減少する。また、貸出量 L は、平均経費の変動を通じて貸出金利にも影響を及ぼす。寡占的貸出市場では、一般的に $\phi'(L) < [\phi(L) + \gamma] / L$ であるため、 $r^l < 0$ であり、都市銀行の貸出金利はその貸出量 L の減少関数として表せる。

(8)式からわかるように、都市銀行の最適条件は、公定歩合とインターバンクレートから独立である。つまり、公定歩合の変更及び、それによるインターバンクレートの誘導のみでは、都市銀行の貸出行動に全く影響を及ぼすことができない。公定歩合の変更は、都市銀行に対しては、金融引締め政策手段として全く機能しないのである。これは、都市銀行の貸出金利が伸縮的に変動しないからではなく、都市銀行はインターバンク資金を貸出の限界的な原資としては調達しないからである。したがって、都市銀行の貸出を抑制するためには、都市銀行に直接規制を課さなければならない。このような理由から、高度成長期において、窓口指導は、金融引締め政策に不可欠な政策手段となったのである。

しかしながら、窓口指導が効果をあげるにはある条件が必要となる。いうまでもなく、クールノー均衡条件である(8)式は、ライバル銀行の貸出量が一定であるという前提に決定的に依存する⁹⁾。ライバル銀行の貸出量に対する期待が変化すれば、当該銀行の貸出金利とその貸出量は変化するはずであろう。このため、寡占的な貸出市場において、法的拘束力をもたない窓口指導が効果をあげるためには、その他銀行の貸出が増加しないという条件が必

要となるのである。この点については第II章で検討したい。

2) 第二段階 —資金過不足の調整—

従来の伝統的モデルでは、ストックとフローの区別がなされず、貸出計画は、ストックであるバランス・シートに基づいて立てられるとされてきた。しかしながら、貸出市場を分析する場合、清水(1984)、筒井義郎(1988)で指導されているように、ストックとフローは本来区別すべきものである。この点を考慮すると、貸出計画は、実際には、将来のある期間にわたるフローの予想に基づいて立てられるものと考えべきである。

またその一方で、銀行のバランス・シートは日々の各決済時点においても均衡しなければならない。したがって、各決済時点における資金不足を、インターバンク市場のような準備調整市場からの資金調達によって、補わなければならない。特に都市銀行の場合、準備資金を最低限度の法定準備率以上は保有しないため、事後的な資金不足が発生しやすく、準備調整市場への依存度が高いといえる。都市銀行がこのように事後的に追加調達しなければならないインターバンク資金量を C_2 とすると、

$$C_2 = TD - B_2 - R_2 \quad (9)$$

と表せる。ここで、 TD は都市銀行の資金不足、 R_2 は日銀資金繰り指導による準備資金の調整量、 B_2 は予想できない日銀借入れである。その結果、事後的には、日銀借入れは $B = B_1 + B_2$ となり、インターバンク資金は $C = C_1 + C_2$ となる。この B 、 C は伝統的モデルのそれと一致する。 TD は、景気循環と季節変動に応じて変動し、相当に不確実性が高い。このため、準備調整資金である C_2 も、かなりランダムに変動する。

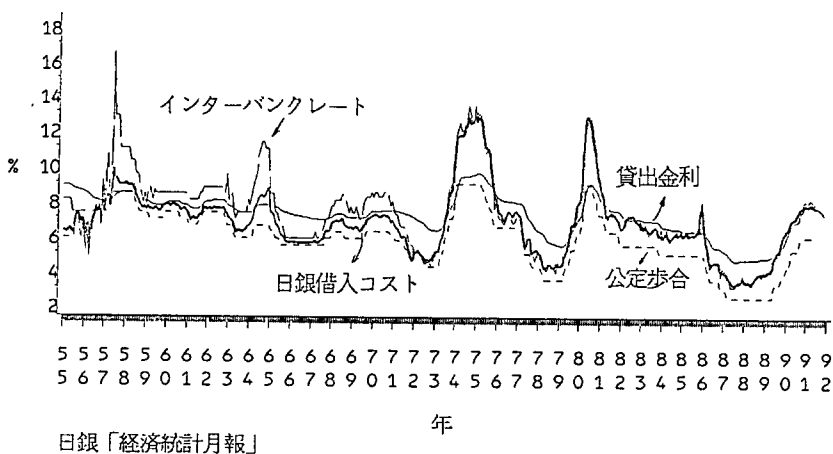
このモデルでは、都市銀行が予想できる日銀借入れ B_1 の変動は、直接的にも、また C_1 の変動を通じて間接的にも貸出を変化させるが、予想できない変動 B_2 と準備調整資金 C_2 は貸出に影響を与えない。しかしながら、都市銀行が日銀借入れを上限まで取り入れる場合、都市銀行にとって B_1 と C_1 は所与となるため、予想できる日銀借入れ B_1 も、貸出の原資ではあるが、限界

的には貸出に影響を及ぼさない。このため、公定歩合変更のようなオーソドックスな金融引締め政策手段は、(5)式が成立する限り、有効ではなくなるのである。

3・実証的検討

さて、戦後日本の貸出場で(5)式は満たされていたのであろうか。データ上の制約から、 C_1 と C_2 及び B_1 と B_2 を分離することができないため、やむなく C_1 を $C=C_1+C_2$ 、 B_1 を $B=B_1+B_2$ でそれぞれ代替して、 $r^{bc}=(C_1r^c+B_1r^b)/(C_1+B_1)$ を推計し、その推移を図(3)に示す。その結果、高度成長期においては、1957年と1964年の引締め期における2ヵ所を除いて、この条件が常に成立するのである。

図3 都市銀行の貸出金利・日銀借入コスト



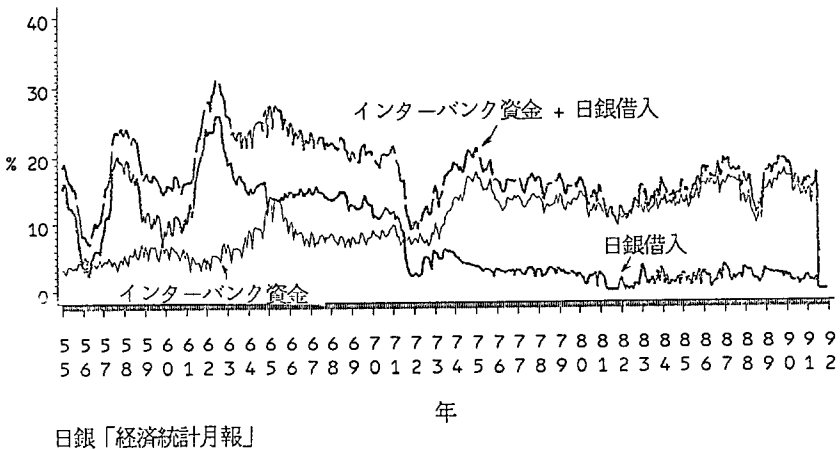
単純に(5)式だけから見れば、この二つの時期においては、日銀借入れを減らすことが都市銀行にとって合理的であるように見えるが、そのような行動は本当に有利なのであろうか。公定歩合がほぼ全期間を通じて低位であった戦後の金融構造からみれば、都市銀行がこの様な現象を一時的なものと思

なすのは、極めて自然であるように思われる。そうであるならば、やや長期的な観点からは、そういう行動を採らない方が都市銀行にとって合理的であると考えられる。この傾向は都市銀行の横並び意識によってさらに強められる。このため、(5)式の逆転関係が長期的に続くものでない限り、都市銀行がそれに応じて貸出行動を変更することはないのである。

また、前節のモデルで問題となるのは、都市銀行が本当に、貸出の原資としてインターバンク資金を C_1 しか調達しないのかという点である。もし都市銀行が貸出の原資として、日銀借入れの際に要求される以上のインターバンク資金を自主的に調達するならば、インターバンク資金は限界的な貸出原資となり、当モデルのインプリケーションが無効になってしまうのである。そこで以下では、この点をデータから検証してみる。

図(4)は、貸出に対する日銀借入れとインターバンク資金の比率を示す。高度成長期において、インターバンク資金は、傾向的に増加しているが、準備調整資金の性格を反映して小幅で頻繁に変動している。一方、日銀借入金は景気状況に応じて大きく変動している。貸出に対する比率は、日銀借入れ

図4 都市銀行日銀借入シェアとインターバンク資金シェア



が平均15%であるのに対して、インターバンク資金はわずか7%であり、そのウェイトは日銀借入れよりかなり低い。

また、日銀借入れとインターバンク資金の間には、正の連動関係は見られない。これは一見すると、 $C_1 = \mu B_1$ という(4)式の関係を否定するようと思われるが、そうではない。図(4)の日銀借入れには B_1 だけではなく、予想できない B_2 も含まれ、一方、インターバンク資金には貸出の原資だけではなく、単なる準備調整資金 C_2 も含まれるからである。そうであるならば、日銀借入れシェアの大幅の変動の殆どは予想できない B_2 によってもたらされると考えられるかもしれないが、日銀が本当にこのような信用供給パターンをとったら、都市銀行は事前にそれを予想できるようになるであろう。現実的には、都市銀行は、金融引締め期には日銀借入れが拡大されるだろうと予想してインターバンク資金調達量の増加を計画し、その結果、準備調整資金 C_2 が減少するようになる应考虑すべきである。このため、計画に基づいて調達したインターバンク資金と事後的な準備調整資金 C_2 が逆の動きを示し、お互いに相殺しあって、貸出に占めるインターバンク資金のシェアの変動は日銀借入れの変動程は大きくならないのである。貸出に占めるインターバンク資金の割合の変動は全体として、その主要構成部分の変動に支配されるのである。

図からわかるように、インターバンク資金はむしろ、日銀借入れと負の連動関係を示す。したがって、インターバンク資金は主に準備調整資金によって構成されると思われる。このことは、高度成長期のインターバンク資金の変動パターンを、低成長期におけるそれと比べれば、より明瞭であろう。低成長期においては、都市銀行がインターバンク資金を貸出の限界原資とするので、安定的に推移しているのに対して、高度成長期においては、インターバンク資金がかなりの変動を示しているからである。この傾向は、日銀借入れとインターバンク資金の合計シェアにも見られる。これをインターバンク資金と日銀借入れの相対比率と併せて考えれば、都市銀行はインターバンク資金を日銀借入れに必要とされる以上は調達せず、貸出の限界的な原資とは

ならないと考えても差し支えないものと思われる。

都市銀行がインターバンク資金を貸出の限界的な原資とはしないことを示すも一つの方法は、計画期間中のインターバンク資金の変動の様子を見ることである。計画期間において、インターバンク資金が大きく頻繁に変動すれば、その変動は準備調整のためのものであり、貸出の限界調達のためのものではないと見なせる。なぜならば、準備調整が毎日のように行われるのに対して、貸出の計画が頻繁に修正されるということはないからである。

図(5)はインターバンク資金の月中平残の前期比増減率を表している。月中平残でみても、それは毎月上昇したり減少したりして、かなり変動している。したがって、日々の変動はこれよりもさらに頻繁で大きなものであると予想される。また、計画期間を四半期とし、その期間におけるインターバンク資金と貸出の変動係数は、図(6)に示した通りである¹⁰⁾。これによれば、貸出の変動係数は1%前後でかなり安定的であるのに対して、インターバンク資金の場合、変動係数は最低値が0.9%と低い一方で、最大値は17.2%と高く、全期間を通じた平均値でも8%と高い値を示している。

このように、いずれの方法でも、インターバンク資金のほとんどは準備調整のために調達されたものと見なすことができ、貸出のために調達されるインターバンク資金は、それ以外のわずかな部分ということになる。さらに、日銀借入れを受けるためには一定のインターバンク資金が必要とされることと貸出に対するインターバンク資金の比率が日銀借入れの同比率15%に比べてわずか7%であることを考え合わせると、貸出のためのインターバンク資金調達のうち、限界的に調達される部分はほとんど無視してよい大きさであると思われる。

それ故、高度成長期においては、貸出に対する比率が平均でわずか7%しかないインターバンク資金については、都市銀行は貸出の原資として C_1 以上調達せず、インターバンク資金は限界的な貸出原資とはならないと考えても大過ないように思われる。

図 5 都市銀行のインターバンク資金増減率
月中平均

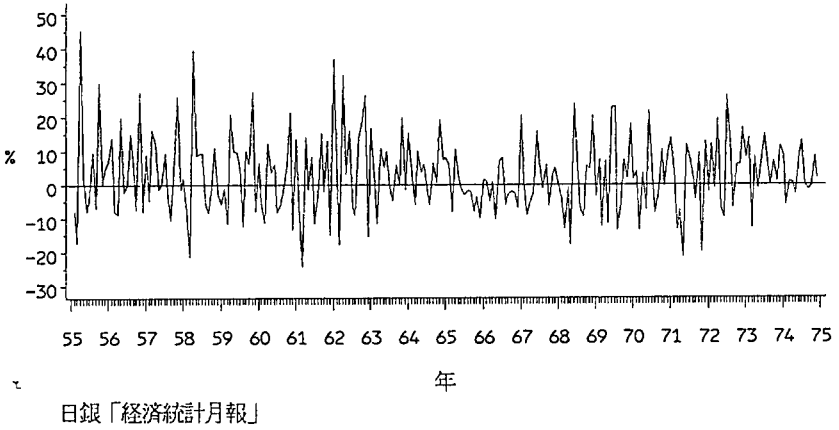
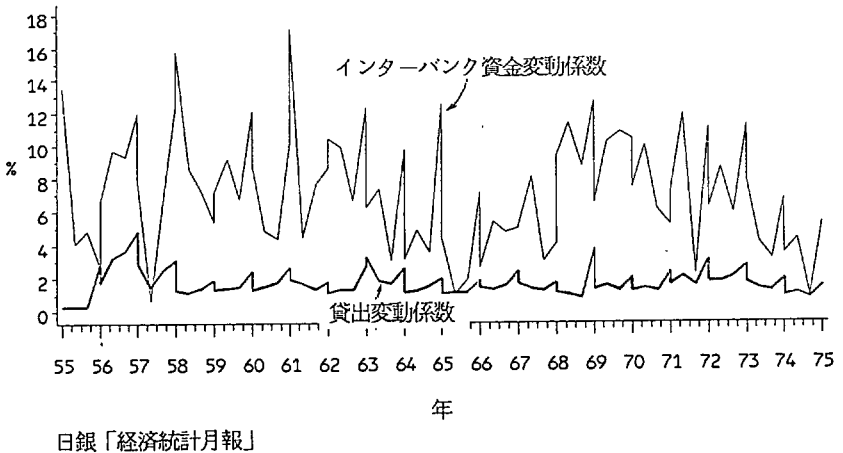


図 6 貸出とインターバンク資金月中平均の変動係数



II 窓口指導の実効性

前章では、公定歩合の引き上げが都市銀行に対して、有効な引締め政策手段とはなりえないために、窓口指導が必要とされることを示した。しかしながら、窓口指導は法的拘束力をもつものではない。日銀はいかにして窓口指導を都市銀行に守らせているのであろうか。本章では、この点をゲーム論のフレームワークを用いて明らかにする。

ここでは、その他銀行の貸出を抑制することが、都市銀行を窓口指導に従わせる前提条件であることを示し、公定歩合変更がそのための政策手段として有効であることを指摘する。これが、公定歩合引き上げと窓口指導が併用されてきた理由なのである。

1・その他銀行行動モデル

ゲーム論のフレームワークを用いる前に、その他銀行の行動を定式化する必要がある。都市銀行と異なり、その他銀行は、(10)式の制約条件以外に、貸出金利制約 $r_s^l = r^l + \theta_s$ と預金歩留まり率制約 $\alpha_s = \alpha + \lambda_s$ の下で、インターバンク資金 C_s と貸出 L_s を選択して、(11)式の利潤 π_s を最大化する。ここで、 r^l と α はそれぞれ都市銀行の貸出金利と預金歩留まり率であるが、 θ_s と λ_s は、都市銀行と比べたその他銀行の貸出金利の格差と預金歩留まり率の格差である。

$$\beta_s(D_s + \alpha_s L_s) + C_s + L_s = D_s + \alpha_s L_s \quad (10)$$

$$\pi_s = r_s^l L_s + r^c C_s - r^d(D_s + \alpha_s L_s) - \phi_s(L_s), \phi'_s(L_s) > 0, \phi''_s(L_s) < 0 \quad (11)$$

(10)式は、都市銀行の貸出制約条件(6)式と異なり、その他銀行の貸出制約式であると同時に、そのバランス・シートでもある。つまり、その他銀行の貸出制約式は伝統的モデルと同じものになるのである。これはその他銀行は都市銀行と異なり、準備資金を十分に保有し、資金不足が発生しないことを意味する。この考え方は、その他銀行が恒常的にインターバンク資金の

貸し手であったことを考えれば妥当であろう¹¹⁾。

このため、その他銀行の最適条件は、

$$\begin{aligned} r^c &= [r_s^1 - \alpha_s r^d - \phi'_s(L_s)] / (1 - \alpha_s + \alpha_s \beta_s) \\ &= [(r^1 + \theta_s) - (\alpha + \lambda_s) r^d - \phi'_s(L_s)] / [1 - (1 - \beta_s)(\alpha + \lambda_s)] \end{aligned} \quad (12)$$

となる¹²⁾。その結果、その他の銀行の貸出は、

$$\begin{aligned} L_s &= L_s(r^c, r^d, r^1, \alpha, \lambda_s, \theta_s, \beta_s) \\ L_{s1} &< 0, L_{s2} < 0, L_{s3} > 0, L_{s4} > 0, L_{s5} > 0, L_{s6} > 0, L_{s7} < 0 \end{aligned} \quad (13)$$

となり、その金利格差 θ_s 、預金歩留り率の格差 λ_s や都市銀行の取引条件 r^1 、 α だけではなく、インターバンクレート r^c 、預金金利 r^d や預金準備率 β_s にも影響されることになる。

このように、公定歩合操作は、都市銀行の場合とは反対に、その他銀行の貸出市場においては、インターバンクレートの誘導を通じて大きな影響を及ぼし、金融引締め的重要手段となるのである。

2・三者の非協力ゲーム

前述のように、公定歩合の変更は、都市銀行の貸出市場では、金融引締め政策手段として直接的には機能しないとはいえ、その貸出行動に全く影響を及ぼさないわけではない。実際には、公定歩合変更が、その他銀行の貸出市場で金融引締めの効果を十分に取められない場合、都市銀行が窓口指導を守らず、金融引締めの効果が全く得られなくなるという事態も発生しうるのである。従って、都市銀行を窓口指導に従わせ、金融引締めを確実なものにするためにも、公定歩合操作によるインターバンクレートの変更がその他銀行の貸出市場において十分な引締め効果をあげる必要があるのである。以下ではこれを、日銀・都市銀行・その他銀行の三者の非協力ゲームによって説明する¹³⁾。

窓口指導は法律等に基づくものではなく、拘束力をもたないため、銀行に強制的に枠を守らせるわけにはいかない。そのため、窓口指導を行う場合に

は、これを守ろうとするインセンティブを対象金融機関に与える必要がある。割安な日銀信用を多額で借り入れる都市銀行にとって、日銀の指導に従うことは得策と考えられるが、それによって、現在占めている市場がライバル銀行に食い込まれるならば、窓口指導を守らない方がいいということになるかも知れない。

第I章で説明したように、寡占的な貸出市場においては、銀行はライバル銀行の行動を強く意識して行動するのである。そうであるならば、その他銀行の貸出が全く引き締められない場合には、都市銀行が窓口指導を守らないことはいうまでもなく、十分に抑制され得ない場合でさえも、完全には指導に従わないであろう。従って、その他銀行の貸出市場を有効に引き締める政策は、当該市場の貸出を抑制するためだけではなく、都市銀行に窓口指導を守らせるためにも必要とされるのである。

その他銀行の行動モデルからわかるように、その他銀行の貸出市場においては、公定歩合引き上げが中心的な金融引締め手段である。このため、日銀が窓口指導を行っても公定歩合を引き上げない場合には、都市銀行は、その他銀行からの貸出食い込みという潜在的な脅しに対処するために、窓口指導に従わない方が有利となるであろう。また、日銀が公定歩合を変更しても、変更幅によっては、その他銀行の貸出を十分に抑制できないこともあり、その場合、都市銀行にとっては、含み貸出をした方が合理的となるであろう。

従って、窓口指導の効果を確保するためには、日銀は、公定歩合を十分に引き上げるか、あるいは窓口指導の対象銀行の範囲を都市銀行以外にまで拡大するかという戦略を選択しなければならない。具体的には、高度成長期において、日銀は、窓口指導の際に、次のような四つの戦略を持つと考えられる。

〈日銀の戦略〉

- (1) 公定歩合を十分に引き上げる。
- (2) 公定歩合の引き上げが不十分ではあるが、窓口指導の範囲を拡大する。

(3) 公定歩合を引き上げるが不十分である。

(4) 公定歩合を引き上げない。

これに対応する。その他の銀行の戦略は、

〈その他銀行の戦略〉

(1) 貸出を十分に引き下げる。

(2) 貸出を引き下げるが都市銀行の貸出市場に参入する。

(3) 都市銀行の貸出市場に参入するインセンティブをもつ。

であり、都市銀行はそれに対して、

〈都市銀行の戦略〉

(1) 窓口指導を守る。

(2) 表面的に窓口指導を守るが含み貸出をする。

(3) 窓口指導を守らない。

という反応をする。

このような三者の非協力ゲームでは、36の可能な戦略が存在するが、ナッシュ均衡としては四つの戦略対しかない。もし先手である日銀が戦略(1)あるいは(2)をとれば、その他銀行は戦略(1)をとり、それに対する都市銀行の最適反応戦略は(1)となる。日銀が戦略(3)をとる場合、その他銀行は戦略(2)を選択して、これに対応して都市銀行は戦略(2)を決定する。同じように、日銀の戦略(4)に対して、その他銀行と都市銀行の最適反応戦略はそれぞれ(3)である。このため、このゲームのナッシュ均衡戦略対は、 $[(1), (1), (1)]$, $[(2), (1), (1)]$, $[(3), (2), (2)]$, $[(4), (3), (3)]$ の四つになる。

金融引締め政策の効果と金融市場の効率性から見れば、最適政策は(1)、次は(2)であるが、最も望ましくないのは(4)である。しかしながら、戦後日本では、上述した四つの政策戦略はすべて実施されたように思われる。

では、なぜ最適政策(1)以外の政策がとられることがあったのであろうか。その理由としては、日銀と政府の政策的対立が挙げられる¹⁴⁾。高度成長期において、日本政府は、積極経済政策と人為的低金利政策を推進していた。

このような高度成長指向の政府の強い姿勢は、日銀の弾力的な金融政策の運営にとって重大な障害となり、円滑な景気調整を困難ならしめ、公定歩合引き上げについて、そのタイミングの遅れと変更の小幅化をしばしば生じさせたのである。それ故、金融引締め効果を上げるためには、窓口指導の範囲を拡大せざるをえない状況に追い込まれたのである。

次節では、高度成長期に行われた金融引締め政策を上記のナッシュ均衡戦略対によって説明する。

3・金融引締め政策の実態

1955年から1975年にかけて、金融引締め政策が7回にわたって実施されたが、そのうち窓口指導と公定歩合変更が同時に実施されたのは僅かに2回である¹⁵⁾。それ以外はすべて、公定歩合の引き上げに先立って窓口指導が行われているのである。

図(1)と図(2)からわかるように、窓口指導が行われながらも公定歩合が引き上げられていないmk期間においては、1963年と1972年の特別時期を除いて、都市銀行、地方銀行とも貸出が増勢を示している。1963年の金融逼迫期においては、政府の反発によって、公定歩合はなかなか引き上げられず、日銀は、まず9、10月の2回にわたって、貸出限度額を縮小し、さらに12月には準備率を引き上げた。その結果、窓口指導が行われる64年1月になって、貸出の増加率は減少してきた。一方、1972年の金融引締め期においては、準備率の引上げによって、貸出の増加率は、mk期間中に下落に転じた。本稿の理論モデルに従って解釈すれば、このmk期間にはプレーヤーは戦略対[(4), (3), (3)]を採っているのである。

公定歩合が引き上げられた後でも、1956年の金融引締め期の初期、1959年、特に1961年、さらに1969年金融引締め期には、含み貸出が生じている。つまり、戦略対[(3), (2), (2)]がプレーされたのである。ところが、1956年の金融引締め期においては、2回目の公定歩合引き上げによって、その他銀行の貸出が十分に抑制され、窓口指導が遵守されたので、この時期には戦

略対 [(1), (1), (1)] がプレーされたと考えられる。また前述したように、1964年の金融引締め期においては、政府の強い反発によって、公定歩合変更はタイミングが遅れただけではなく、結局引き上げを小幅に留めざるをえなかった。このため、日銀は、金融引締めの効果を上げるために窓口指導範囲の拡大を余儀なくされたのである。このような措置は、引続いて1967年、さらに1973年の金融引締め期にとられた。これらの期間にとられた戦略対は [(2), (1), (1)] となる。

こういった窓口指導の範囲拡大の背景には、金融引締めに対する政府の反発以外に、貸出市場におけるセグメンテーションの低下がある。このような変貌は、一見オーソドックスな手段による金融調整の効果強化につながるように見えるが、実際には全く逆であり、金融引締め政策の面ではプラス効果がほとんどないのである。なぜなら、銀行の貸出行動が構造的に変化しない限り、このような分断度合の低下は、銀行の横並び意識を強めることにほかならないからである。その結果、銀行、特に都市銀行は、同グループ同士の行動はもちろん、他のグループの行動をさらに強く意識して行動するようになる。このため、窓口指導を守らせるために必要なその他銀行に対する金融引締めは、さらに厳しく要求されなければならなくなるのである。

結語

以上見てきたように、公定歩合の引き上げは都市銀行の貸出に対して直接的な引締め効果をもつものではなく、都市銀行の貸出を抑制するためには、直接規制である窓口指導を課さなければならない。さらに、都市銀行を窓口指導に従わせるためには、その他銀行が貸出を抑制するように公定歩合を十分に引き上げることが必要である。このような理由から、高度成長期の金融引締めにおいては、公定歩合操作と窓口指導の併用という政策パターンが定着してきたのである。

おわりに 一今後の展望一

以上、窓口指導の必要性和実効性に関して検討してきたが、窓口指導のみの有効性に関しては何も触れていない。これは、公定歩合の引き上げなしに窓口指導は守られず、それ自体のみでは有効性はもちろん、実効性もないからである。また、市中金融機関の貸出全体が抑制されたとはいえ、窓口指導の効果と公定歩合変更の効果を十分に識別できない限り、その抑制に対する窓口指導の効果を実証的に確認することができないからである。

また、本稿では、第1次石油ショック以前を分析対象としており、それ以降の時代は対象外となっている。これはその前後を境に金融構造が変化しており、期間を分けて考える必要があるからである。この構造変化とは、石油ショック以降、都市銀行の貸出に対する日銀借入れの比率が低下する一方、インターバンク資金の比率が上昇し、両者の大きさが逆転していることである。これは、従来、窓口指導の主たる対象であった都市銀行にとって、窓口指導に従うインセンティブがなくなってきたことを意味する。

このような変化に対して、どういった金融政策が必要となるのであろうか。都市銀行の貸出に対する日銀借入れ比率の低下及びインターバンク資金比率の上昇は、都市銀行にとって日銀借入れが困難になってきており、都市銀行がインターバンク資金を貸出の限界的な原資として調達しはじめたことを表している。日銀借入れという割安な資金を得られるというメリットが都市銀行を窓口指導に従わせるインセンティブとなっていたのであり、そのようなメリットがなければ都市銀行は窓口指導に従わなくなるであろう。つまり、石油ショック以降、窓口指導の有効性は失われてきたといえるのである。

しかしながら、窓口指導はその有効性が失われてきたにもかかわらず、実際には77年まで存在した。その結果、73年以後、窓口指導の規制対象がほぼ全ての金融機関に拡大され、その規制範囲も貸出だけではなく、有価証券保有高の調整行動のような他の行動にまで広げられることとなったのである。

窓口指導の効果が薄れる一方、都市銀行がインターバンク資金を日銀借入

れに代えて、貸出原資として積極的に調達してきているため、公定歩合引き上げは都市銀行に対しても有効な引締め手段となる可能性が出てきた。また、預金金利の自由化によって、本源的預金は短期的にも銀行の最適化行動の操作変数となり、預金金利がさらに大きな影響を及ぼすようになってくる。

このように、金融構造が変化すれば、最適な金融政策手段も変わるはずであるが、必ずしも金融構造の変化に的確に対応した政策手段の変更が行われたとは言い難い。したがって、石油ショック以降の低成長期には、本来ならばどのような金融政策手段が必要であり、それに対して、実際にはどのような金融政策が選択され、またそれはどのような波及メカニズムで機能したのかを今後の研究課題としたい。

* 本稿の作成にあたって、清水啓典教授、釜江廣志教授、三隅隆司専任講師、商学部大学院修士課程の鈴木智也君、ならびに花輪俊哉教授をはじめとする金融研究会のメンバーから有益なコメントをいただいた。記して感謝したい。なお言うまでもなく、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。

- 1) 窓口指導の有効性を巡る議論に関する優れたサーベイとしては、古川頭(1985)がある。
- 2) 1963年と1972年の金融引締め期の事情に関しては、第II章の3節を参照されたい。また、埼玉銀行の都市銀行の転換のため、1969年4月以降、地方銀行の統計の範囲が異なり、グラフに不連続が生じている。
- 3) 1959年の金融引締め期においては、予防的金融政策と言われたように、効果が上がらず貸出の増勢は変わっていない。その理由に関しては、第II章の2節を参照されたい。
- 4) 窓口指導と公定歩合との併用説については、井倉和也(1961)、日本銀行調査局(1962)、吉野俊彦(1968)、呉文二(1975)、安田正(1980, 1981)、日本銀行(1985, 1986)、日本銀行金融研究所(1986)を参照されたい。
- 5) 公定歩合を十分に引き上げられないことを指摘したものとして、例えば、寺西重郎(1982)や安田正(1980, 1981)がある。寺西(1982)は、人為的低金利政策の枠組みのなかで公定歩合とコール・レートの動く範囲に上限が定められていたために、窓口指導が併用されたと説明し、安田(1980, 1981)は、公定歩合引き上げのみで十分な引締めを期待すれば、極端に金利水準が

高くなることから、窓口指導が行われたと説明した。

6) ほぼ同様の見解は、呉文二(1973, 第四章と第五章)に見られる。

7) 鈴木(1966)で示唆された日銀借入れとインターバンク資金との関係は、その後、森口親司(1970)によって展開された。しかしながら、森口モデルでは、本稿のモデルとは逆の決定関係が仮定されているため、日銀借入れは内生変数となり、日銀信用は、都市銀行の需要によって決定され、受動的に供給される。したがって、都市銀行は、インターバンク資金量の選択を通じて、日銀借入れを、間接的ではあるが、自由に操作できることとなる。

しかしながら、たとえ日銀貸出の総供給量が受動的に決定されるとしても、日銀は個々の銀行に対する貸出の割当量は自由に操作できるのである。このため、個々の都市銀行は、インターバンク資金量の操作によって、日銀借入れを自由に選択することはできず、少なくともライバル銀行の行動から影響を受けるのである。その結果、日銀貸出の総供給量も銀行によってではなく、やはり、日銀自身によって決定されるとみるべきである。従って、都市銀行の行動モデルを構築するに当たって、森口モデルのような(4)式とは反対の決定関係を取り入れるのは妥当ではないと思われる。

8) 厳密に言えば、寡占的貸出市場においては、当該都市銀行の行動は、ライバル銀行がどの程度の日銀借入をするのかという期待にも影響される。日銀は、個々の銀行の規模指標(例えば預金量や貸出量)に基づいて、それぞれに割り当てる信用供給量を決めると考えられる。ここでは、簡単化のため、さしあたって、ライバル銀行の行動の影響は、規模指標の一つである貸出量 L_i に要約されると仮定する。個々銀行に対する日銀借入れ上限額の割当に関しては、岩田・浜田(1980)を参照されたい。

9) ここでは、ライバル銀行には、同じ都市銀行だけではなく、その他銀行も含まれる。都市銀行は、窓口指導が行われない場合には、都市銀行同士の行動のみを考えて行動するが、窓口指導が行われる場合には、その他銀行の行動をも考慮して行動すると思われるのである。これは、都市銀行は貸出に関して、その他銀行に比べ優位性をもつと考えられるため、都市銀行に何も直接規制をかけない場合には、その他銀行は都市銀行の貸出市場に参入することはできないからである。詳しくは、第II章におけるその他銀行行動モデルを参照されたい。

10) 図(6)では、インターバンク資金が貸出の限界的な原資ではないことの間接的証拠として、インターバンク資金の変動係数について、それ自体の推移と、貸出の変動係数との比較の二つを示した。この基本的なアイデアは釜

江廣志教授の示唆によるものである。

- 11) 鈴木 (1966) 参照。
- 12) 不確実性を考慮に入れれば、インターバンクレートはより高くなると思われる。金利構造とその変動関係は稿を改めて検討したいと思う。
- 13) ゲームのフレームワークを用いて窓口指導のメカニズムを説明する先駆的文献は、安田 (1980, 1981) である。
- 14) 日銀と政府の政策的な対立に関しては、日本銀行 (1985, 1986) を参照されたい。
- 15) 窓口指導の歴史的経緯とその具体的な内容については、鈴木 (1974, 第十章)、呉文二 (1975)、及び堀内 (1980, 第四章) に詳しい。

参 考 文 献

- 井倉和也「窓口指導のメカニズム」『金融ジャーナル』, 1961年7月。
 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。
 江口英一「コメント：堀内昭義『窓口指導』の有効性」『経済研究』, 1977年7月。
 ——「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』, 1978年1月。
 呉文二『金融政策 —日本銀行の政策運営—』東洋経済新報社, 1973年。
 ——「日本銀行の窓口指導」『季刊現代経済』, 1975年3月。
 黒田敏「窓口指導をめぐる再検討」『季刊現代経済』, 1979年12月。
 清水啓典「銀行貸出市場の価格メカニズム」『ビジネスレビュー』, 1980年3月。
 ——「銀行貸出市場と人為的低金利政策」『一橋論叢』, 1980年10月。
 ——「純新規貸出金利の伸縮性と金融市場分析」『ビジネスレビュー』, 1984年3月。
 ——「貸出市場の均衡と貸出金利 —貸出金利『硬直性』の再検討—」金融調査研究会コンファレンス提出論文, 1991年12月。
 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。
 ——『現代日本金融論』東洋経済新聞社, 1974年。
 館龍一郎「金融政策の有効性」『経済学論集』, 1965年7月。
 筒井義郎『金融市場と銀行業』東洋経済新報社, 1988年。

- 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店, 1982年.
 日本銀行『日本銀行百年史 第5巻』, 1985年.
 日本銀行『日本銀行百年史 第6巻』, 1986年.
 日本銀行金融研究所『〈新版〉わが国の金融制度』, 日本信用調査, 1986年.
 日本銀行調査局『日本銀行』, 1962年.
 Patrick, H. T., Monetary Policy and Central Banking in Contemporary Japan, Univ. of Bombay, 1962 (三宅武雄訳『日本における金融政策』東洋経済新報社, 1964年).
 藤野正三郎「銀行資金市場と銀行行動」『経済研究』, 1986年4月.
 古川頭「窓口規制の有効性と銀行準備の需要関数」『東洋経済近代経済学シリーズ』, 1980年10月.
 —「窓口規制の有効性 一堀内・江口論争をめぐって」『経済研究』, 1981年1月.
 —『現代日本の金融分析』東洋経済新報社, 1985年.
 堀内昭義「『窓口指導』の有効性」『経済研究』, 1977年7月.
 —「江口英一氏のコメントに答える 一窓口規制の有効性について」『経済研究』, 1978年1月.
 —『日本の金融政策 一金融メカニズムの実証分析一』東洋経済新報社, 1980年.
 —「銀行・金融機関の準備需要について 一浜田・岩田及び古川の計測結果の再検討一」『経済研究』, 1981年4月.
 森口親司「コール・ローン需要関数と巨視的金融モデルの整合性」『季刊理論経済学』, 1970年8月.
 安田正『日銀の政策運営と銀行の行動論理』『東洋経済近代経済学シリーズ』1980年10月.
 —「マネーサプライ・コントロールのあり方」『金融研究資料』, 1981年11月.
 吉野俊彦『日本銀行』岩波書店, 1968年.
 吉野直行「実証分析: 窓口指導は有効か」『東洋経済近代経済学シリーズ』1982年2月.

(一橋大学大学院博士課程)