

経済研究

第32巻 第1号

Jan. 1981

Vol. 32 No. 1

特集 金融政策のメカニズム

わが国金融政策のメカニズム再考

黒田 巖

1. はじめに

本稿の目的は、わが国金融政策のメカニズムに関する従来の分析を再検討し、代替的な見方を探ることにある。筆者は、このテーマについて、これまでもいくつかの検討を行なってきたし、今後もこれを続けてゆきたい。本稿は論点整理のための、基本的な分析視角に重点を置いた中間的 요약 である。

わが国金融政策のメカニズムに関する分析において、これまで比較的広く受け入れられてきているのは、いわゆる「銀行行動のモデル」や「資産市場の一般均衡」モデルに、わが国の制度的「特殊性」を付加的制約条件として加えた、修正モデルを作り、これを用いて新古典派総合流の方法論に基づく政策分析を行なう、というものであろう¹⁾。制度的「特殊性」には、いわゆる「金融構造の特殊性」と、金融政策や狭義の制度(規制等)の特殊性が含まれる。本稿で再検討の対象としているのは、主にこうした分析(以下「通説」と略称)である。

再検討は、3つの観点から行なわれる。まず、

2. では、現状(事実)認識に関する固定観念変革の必要性について述べる。3. では、政策分析の方法論の変革の必要性について述べる。いずれも、「通説」の分析とは抜本的に異なる分析法の必要性を示している。4. では、これを踏まえた検討を行ない、代替的な見方を探る。その過程で、「通説」が無視してきた世間一般の通念を見直してみる。

なお、紙幅の制約上、既刊論文で取り扱った個々の論点については、詳細をこれにゆだねた場合が多い²⁾。

2. 現状認識に関する固定観念の再検討

以下では、現状認識に関する固定観念変革の必要性について述べる。それはいずれも、わが国が「特殊」だという認識、ないし前提にかかわる。(1)では、日本の「特殊性」として固定観念化していることがらにも、根拠薄弱なものが多いことを、「金融構造の特殊性」を例にとって述べる。(2)では、そうした個々の制度的「特殊性」についての「通説」の扱い方の背後には、実は「日本人劣等仮説」とでもいうべき、根拠のはっきりし

1) 最近におけるこうした分析の例としては、岩田・浜田[1]、堀内[3]がある。

2) 黒田・折谷[4]、黒田[5]、[6]を参照。

ない特殊な固定観念が隠されていることを指摘する。こうした疑問の多い固定観念によらない分析を行なってみることが必要である。そのためには、個々の制度的「特殊性」について検討を深めるだけでなく、出来合の、完結したモデルに付加的制約条件を加えるという、「通説」の方法をやめ、新たに自らモデルを作ってみる必要がある。

(1) 「金融構造の特殊性」

1. に述べた「通説」は、それ以前からあった「制度論的」アプローチと対比するかたちで、「理論的」アプローチと称されることもあるようである。しかし、そこで用いられている「銀行行動のモデル」や「資産市場の一般均衡」モデルは、格段に精緻化されているとはいえ、「制度論的」アプローチにおいて想定されていたプライス・メカニズムと、本質的に異なるものと思われぬ。

「理論的」アプローチ発展の契機は、むしろ現状認識の変革にあった。すなわち、それまでわが国ではプライス・メカニズムが働いていないとの認識が強かったのに対し、働いている場があることを、示したことにある。鈴木淑夫氏³⁾は、それまでプライス・メカニズムが働いていないとの認識を支持する材料、と考えられてきた「金融構造の特殊性」の1つである「資金偏在」を、逆にインターバンク市場(コール市場)におけるプライス・メカニズムの作用の結果と考え、これをモデル化した。それ以降最近に至るまで、「理論的」アプローチの主たる内容は、鈴木氏の示した現状認識にしたがって、その分析を修正、拡張することであったということが出来る。

これに対し、筆者は、いつまでも鈴木氏の示した枠組を墨守するのではなく、「金融構造の特殊性」に対する認識の変革を進めるべきだと、主張してきた⁴⁾。

その中心が、日本には非銀行民間部門が参加しうる、オープン・マネー・マーケット(以下「オープン市場」と略称)がない、との現状認識の変革であった。わが国では昭和40年代以降現・既発債市場が発達したが、これはオープン市場に

他ならない。したがって、この点を分析枠組に織り込む必要があるのであり、筆者はこれを用いた分析を試みてきた⁴⁾。最近堀内昭義氏も、同一方向で分析枠組を明示的に変更している⁵⁾。

現状認識の変革は、さらに一步進められる必要がある。それは、民間非金融部門内部にも、様々の既存資産の市場や、資金調達・運用のチャネル(以下便宜的に「企業間チャネル」と略称)が存在することを認識し、分析に織り込むことである(もちろん、上記オープン市場は、企業間チャネルとしての機能をも、兼ね備えている)。

わが国企業の資金繰りは、銀行借入だけでなく、企業間信用や在庫、株式、不動産等の売却によっても、もちろんオープン市場での債券売却によっても賄われうる。一方、資金運用も設備投資だけではなく、上記と同じ様々のかたちで行なわれうる。

わが国では、企業の支出行動が、銀行貸出金利に対する規制に基づく「信用割当」によって規定されてきた、との見方が強いが、企業間チャネルについて検討することなしに、こうした判断を行なうことはできない。何故なら、企業間チャネルがある場合、投資等の支出行動の機会費用としての利子率を、いきなり貨幣供給の金利と同一視することはできず、両者はほとんど関係がないかも知れないからである。

こうした現状認識の変革の主張に対しては、上記のような市場や企業間チャネルがあったとしても、「資金偏在」「企業財務の劣悪さ」のもとでは、プライス・メカニズムは働き得ないとみるべきだ、との反論がある。しかし、筆者等の検討したところでは、「資金偏在」は決してわが国に特有の現象ではなく⁶⁾、またわが国企業の財務内容(自己

5) たとえば、堀内[2]と堀内[3]とを比較せよ。分析変更の結果、同氏の論旨は各所で強化されている。

6) 鈴木[8] pp.144~145を参照。ちなみに、米国46大銀行のbasic reserve positionは、1979年12月26日現在、額で21,433百万ドル、平均必要準備額の114.6%にのぼっている(*Federal Reserve Bulletin*より)。basic reserve positionとは、マネーマーケットの1つであるフェデラルファンド市場で、大銀行がどれだけ資金を借りているかを示したものである。

3) 鈴木[7]を参照。

4) 黒田[5]。

資本の水準、間接金融依存度)は、実質的には少なくとも従来いわれてきたほど特殊ではなく、米国内企業と比べても歴然たる差は見出しにくい⁷⁾。

以上述べたように、「金融構造の特殊性」という現状認識は、多くの場合明確な根拠を持ってはおらず、今後新たな根拠が示されない限り、これを基にわが国金融政策のメカニズムが「特殊」であると主張したり、モデルの「付加的制約条件」としたりすることは不適当と思われる。

(2) 「日本人劣等仮説」

(1)で述べたように、「金融構造の特殊性」に関しては、「通説」は「特殊性」という現状認識を、不徹底ながらもそれ以前よりは弱めることによって、発展してきた。しかしながら、金融政策や狭義の制度(規制等)に関しては、「通説」は「制度論的」アプローチと同様ないしはそれ以上に、わが国の「特殊性」を強調する。そして、それらも、「経済合理性」、「不易な経済的論理」⁸⁾ないし「資本主義経済にほとんど共通といえるような金融政策のメカニズム」⁹⁾を表わすものとしての、「銀行行動の理論」や「資産市場の一般均衡」モデルに対する、付加的制約条件として表現される。

それだけでなく、制度的「特殊性」は、原則的に有害ないし少なくとも不必要なものだと、判断される。注目すべきことは、こうした判断は、分析の結果として行なわれているのではなく、むしろ暗黙のうちに前提されている、という点である。何故なら、「銀行行動の理論」や「資産市場の一般均衡」モデルには、金融政策に必要な手段とメカニズムが既に十分織り込まれていて、新たな手段、メカニズムの付加を必要としないのに対し、わが国の制度的「特殊性」は、上記のように、これに対する付加的制約条件として扱われるからである。このように、「通説」は、日本人が特殊で有害ないし不必要な制度を受け入れ(容認)してきたという、暗黙の仮説に立って、現実を説明しようとしている。そこには、日本人ないし日本社会

が、少なくともこの面において、欧米に比べて劣っているという、いわば「日本人劣等仮説」とでもいふべき、特定の事前的評価ないし認識が存在するのである。

こうした「日本人劣等仮説」は、西欧に追い付くことが国全体の目標とされていた時代には、当時の人々の現状認識にも合致していたし、また政策提言の具としても、いわば時代の要請に見合っているようにみえた、ということができよう。しかし、最近ではわが国経済水準の高さ、比較的順調な推移に対する認識が強まり、またもはや単なる「追い付け」型の政策指向では、かえって問題が解決しないことが、各方面で指摘されている¹⁰⁾。これはすなわち、「日本人劣等仮説」に対する根本的批判に他ならない。

通説は日本の制度的「特殊性」を単に与件とするだけで、その政策上の存在理由ないし必要性については、当然何の検討も加えていない。しかし、これは「日本人劣等仮説」が絶対に正しい場合にのみ許される。そうでない場合には、日本の制度的「特殊性」といわれてきたことにも、それなりの政策上の存在理由があるかもしれないのである。「日本人劣等仮説」が絶対でない以上、この可能性を探ってみるべきである。

こうした試みは、「通説」の方法とは抜本的に異なるものとならざるを得ない。何故なら、先述の理由により、出来合の、完結した政策モデルに、後から日本の制度的「特殊性」を付加するのではなく、制度的「特殊性」といわれてきたことがら、政策上何らかの存在理由を持っているようなモデルを、自ら作ってみる必要があるからである。

こうした方法のもとでは、標準的なものに対する特殊性という意味で、わが国の制度的「特殊性」を仮定することは、拒否される。しかし、制度的「特殊性」と称されてきたことがらを、必要不可欠な部分として含んだモデルを考えるという意味では、むしろ日本の個性の存在を「通説」以上に重視するものだ、ともいえる。

7) 黒田・折谷[4]を参照。

8) 岩田・浜田[1] p. 1。

9) 堀内[3] p. 3。

10) たとえば、[9]を参照。

3. 方法論の再検討

以下では、「通説」が拠り所としている、新古典派総合流の政策分析の、方法論上の問題点を検討する。内容は、近年の新古典派総合批判に含まれている論点を基にしているが、これをさらに拡張ないし具体化した。また、4. での検討にとくに関係が深い、3点に限定した。

したがって、以下に述べることは、「通説」の政策分析の方法論の問題点の一部を指摘したにとどまるが、これだけでも、「通説」の政策分析が原理的な欠陥を持っている懼れのあることは、明らかであろう。このことは、2. で述べたような、現状認識に関する問題が仮になかったとしても、「通説」とは方法論的に異なる分析が必要であることを、示している。以下に述べることは、そうした分析が満たすべき、方法論上の必要条件を、示すことにもなっている。

(1) 政策決定と民間経済の決定との関係

新古典派総合の政策分析は、「条件付予測」ないし「政策シミュレーション」のかたちで行なわれる。すなわち、政策手段を独立した変数と考え(定義的關係を除く)、これを様々に動かした場合の内生変数の動き、ないしそれともなう評価関数の値の変化を調べる、という方法をとる。この方法は、他の外生変数、たとえば外的環境(海外経済動向等)の変化に対応する国内経済の変化を調べる、という方法と全く同じである。

しかし、この両者間には決定的な状況の差が存在する。外的環境を左右するのはまさに外部であり、国内経済主体とは別の主体である。これに対し、政策分析においては、同じ国内主体が、政策決定においても、民間経済における決定を行なう主体としても、重要な役割を果たす。したがって、政策決定と民間経済における決定とは、必ずしも前者から後者への一方的因果関係にあるとは限らず、しばしば指摘されてきたように、逆方向の場合も、¹¹⁾両方向(同次決定)の場合もありうる。

同様の問題は、政策変数相互間にも生ずる。新古典派総合の政策分析においては、各政策変数は(定義的關係を除き)独立と考えられている。しか

し、各政策変数の決定も、相互ないし一方的な依存関係を持っているかもしれないのである。

政策分析にあたっては、上記の点につき、いきなり一方的な仮定を置くのではなく、どのように考えるのが妥当なのか、まず検討してみる必要がある。

どう考えるべきかは、もちろん分析の対象や目的に依存する。しかし、とくに注意すべきは、因果関係自体が、外的環境や、とくに採ろうとする政策如何によって変わるかもしれないことである。

こうした問題においても、「期待」の役割を考慮することが、必要であろう。たとえば、現実経済において政策決定が独立しているようにみえるのは、たまたま政策決定が民間主体の予想したように行なわれているからに過ぎず、他の政策決定が行なわれ、予想が裏切られた場合には、直ちに逆の因果の存在が、表面に姿を表わすかもしれないのである。政策変数の組み合わせについても、同様のことが言えよう。合理的期待形成理論¹¹⁾では、通常「期待」は民間経済の決定における役割についてのみ語られるが、政策決定についても同様に、重要な役割を果たしていると、考えられる。また、合理的期待形成理論では、通常1個の政策変数について、それがどのように予想されているかを問題とするが、同様の問題は、政策変数間の関係についても、生じうるのである。

(2) 積み木細工の仮定の妥当性

複数の政策手段が存在する場合、新古典派総合の政策分析では、通常個々の政策手段を動かしてみた場合の、個々の効果を合計すれば(全微分のかたちで)、全体の効果に等しくなると考える。

しかし、これは1つの仮定に過ぎない。ある政策目標(評価関数)に照らしてみた場合、個々の政策手段を動かしても、単独では効果はなく、2つ以上の政策手段を(ある方法で)同時に動かしたときに初めて効果が現われる、といったケースは当然ありうるわけである。個々の積み木を重ねて全体ができていて、積み木細工のような場合と、砂とセメントと水とをある割合で混ぜて初めて全体

11) たとえば、R. Shiller [10]を参照。

ができる、コンクリート工事のような場合とがあるのである。複数の政策を用いる政策の分析にあたっては、全体の効果が積み木細工的に構成されているのか、それともコンクリート工事のようなものなのかが、一方的に仮定されるのではなく、まず問われるべきである。

とくに注意すべきは、個々の政策手段を動かした場合に、単独で効果を持っている場合にも、なおかつ積み木細工的発想が誤りの場合があることである。たとえば、複数の政策手段が同じ組み合わせで繰り返し用いられれば(政策手段の組み合わせに関する policy rule)、(1)で触れたように、人々はこれを予想し、それを織り込んで行動するようになり、そこに新たな効果が生まれ得る。

(3) 安定政策分析における

プライス・メカニズム

政策分析におけるモデルは、政策の目的の達成度(評価関数の値)の変化と、政策変数の変化との間の関係を、的確に表現したものでなければならない。これが、政策分析用モデルが最低限満たすべき条件である。

金融政策の第一義的な目標は、安定政策、つまりマクロ的な経済変動の調整である。したがって、まずこの目標に関連したメカニズムが検討され、それがモデル化されなければならない。

金融政策分析、とくにわが国の分析においては、プライス・メカニズムがどのように働いているかが、大きな論点となってきた(2.で述べたこともその一部)が、その場合にも、まず上記の意味でのプライス・メカニズムが検討されるべき筋合にある。しかしながら、このことは従来十分に考慮されてはこなかったように思われる。安定政策分析における価格の機能と、資源配分や分配の意味での価格の機能とは、概念上峻別すべきものである¹²⁾。安定政策分析における価格の機能とは、上記のように、安定政策とその目的との関連における、すなわち安定政策の変動にもなう経済変

動の過程における、価格変動の役割を指す。

したがって、第1に、「市場の不完全性」が存在し、資源配分の意味で価格の機能が不完全であるからといって、直ちに安定政策分析において、価格変動の役割を軽視するのは、短絡である。たとえば、寡占価格であっても、政策の変動に対応して価格が変動するのであれば、政策分析においては、これを十分に考慮しなければならない。このことは、絶対価格のみならず相対価格についてもいえる。先述の「銀行行動のモデル」や「資産市場の一般均衡」モデルは、完全競争的な状況を想定しているようにみえるが、これが安定政策分析に用いられている限り、寡占等通常の価格理論の意味での市場の不完全性を理由として、直ちにこれを否定し去ることはできない。安定政策分析の意味での価格の機能が、それらによって適切に表現されているか否か、別途検討してみる必要がある。

ただし、もちろんこのことは、金融政策が資源配分等にもたらす作用の分析を軽視してよい、ということの意味しない。様々の論点の存在を認識し、それらを明示的に区別する必要がある、という意味である。

第2に、逆に安定政策分析用のモデルとして、仮に完全競争的なモデルが妥当であったとしても、それは決して金融市場自体が「完全」であることを意味しない。それどころか、市場の不完全性に対応した様々の制度や政策の結果として、完全競争的なモデルにみられるような、価格の機能が生じているのかも知れないのである。

第3に、(1)、(2)でも指摘したように、政策分析にあたっては、政策を変更した場合に、モデルの性格が変わるか否かを、検討することが大切である。価格の機能についても(安定政策分析の意味においても、資源配分等の意味においても)、こうした検討が行なわれるべきである。現行の政策運用のもとで、たとえば完全競争的なモデルが肯定されたとしても、それは政策のあり方が変わればもはや妥当しないかも知れないのである。ここでも、(1)、(2)で述べたと同様に、「期待」の役割を含めて検討することが、必要である。

12) 動学的な資源配分の問題は、本来経済の振れの問題をも含むべきものと考えられることもできる。その場合にも、以下に述べる点を具体的に検討すべきことに変わりはないであろう。

4. 2.と3.を踏まえての再検討

——無視されてきた通念の見直し

以下では、2.と3.における検討の結果を踏まえ、3つの点について従来の議論を再検討し、代替的な見方を探る。取り上げた点だけをみても、2.と3.における検討の内容が、現実理解に際して無視できぬポイントであり、かつこれまで「通説」によって無視され、ないし無意味とみなされてきた、世間一般の通念の中に、そうしたポイントに対応した認識が豊富に含まれていることが、明らかである。

(1) 金融政策と賃金交渉

初めに金融政策と賃金交渉(ないしその制度の運用)とのマクロ的關係について、若干検討してみたい。賃金交渉等の分析は本稿のテーマではなく、ここでは金融政策とのマクロ的かかわり合いに限って、考えてみる。3.で述べた従来の政策分析の方法論的問題点と、世間一般の通念との間の対応關係が、ここにも明瞭に見出されるからである。

すなわち、この点について、新古典派総合モデル、たとえばIS-LMモデルでは、貨幣供給が独立の政策変数であると同時に、賃金も制度的に動きにくいという意味で、いわば外生性を持っている。一方、マネタリストのモデルでは、同じく貨幣供給は独立な政策変数だが、賃金は完全な内生変数とみる。

これに対し、少なくともわが国において、世間一般に比較的広く受け入れられているのは、次のような見解であろう。

- ① 貨幣残高がコントロールされなければ、インフレは防げない。貨幣残高の状況は、結局賃金交渉の行方にも決定的な影響を与える。
- ② しかし、賃金交渉を巡る制度、ルール(たとえば労働委員会の制度)や、その運用法如何によっては、寡占的な力を持つ労使の賃金交渉自体がインフレの原因となることもありうる。その場合、貨幣は追認的に供給されてしまう。
- ③ したがって、インフレを防ぐためには、貨幣

残高のコントロールと、賃金交渉の制度、ルールやその運用と、両方が適切かつ整合的に行なわれる必要がある。整合的でない場合には、よりインフレ的な方針をとった方に合わせるかたちで、他方が修正を行なわざるを得なくなる。

こうした見解は、わが国経済においてのみならず、海外においても妥当性を持っているようにみえる。たとえば、1970年代前半に米国等で行なわれた所得政策が、いずれも長続きしなかったのは、金融政策を含むマクロ安定政策を十分に伴わぬ賃金抑制が、長くは続けられず、結局インフレを招いてしまうことを、物語っているともいえよう。一方、最近の英国においては、マネタリズムが政策理念として掲げられているにもかかわらず、貨幣残高の増加率抑制自体が困難であることが、伝えられている。これは、労使の賃金交渉等の仕組、ルールの整合的運用がなくては、貨幣残高のコントロールが困難であり、結局インフレ抑制も容易でないことを、物語っているのかもしれない。

上記のような、従来の経済理論ないしモデルと世間一般の通念との違いは、3.で述べた従来の政策分析の持つ方法論上の問題点と、明瞭な対応關係を持っている。

第1に、通念は、民間経済には寡占的価格形成が行なわれる可能性があるということと、貨幣残高と賃金との關係において、プライス・メカニズムが働いているということとを、同時に認める。したがって、こうした状況に対応した対策を考えることとなる。これは、3.(3)で指摘した点に他ならない。

第2に、賃金交渉に関する制度・ルールやその運用を1つの政策と考え、これを貨幣残高のコントロールという政策と対比してみると、通念は政策の如何によって各政策決定の独立性・従属性の關係が変化することを認める。これは3.(1)で指摘した点に他ならない。

第3に、通念は上記の2つの政策が整合的なかたちで併用されて、はじめてインフレ抑制効果があると考えている。これは3.(2)で指摘した点と関連が深い。

(2) 貨幣残高の調整とリザーブの調整

(1)では貸金と貨幣残高という、マクロ的關係について若干検討したが、同様のことは金融部門内部においても言いうる。その例として、貨幣残高の調整とリザーブの調整との間の關係について、検討してみたい。

ちょうどマクロ的關係について、新古典派総合もマネタリストも貨幣残高を常に独立変数と仮定しているように、「通説」はリザーブ(ないしはハイパワードマネー)¹³⁾を独立の外生変数と仮定している。それだけでなく、貨幣残高はリザーブの調整のみによって調整されているか、少なくともそれが可能である。

したがって、たとえば窓口指導は少なくともも必要なものである。この点について、堀内氏は次のように述べている¹⁴⁾。

「実際のわが国の金融政策の運営のあり方を調べてみると、金融引締め政策の過程では、……「窓口指導」と並んで他の引締め政策手段もとられるのが通常である。当然これらの他の引締め政策手段の中には、ハイ・パワード・マネー供給量の抑制に結びつくものも存在するわけで、理論的にはそうした政策手段が金融引締め政策を実効あらしめていると考えるべきである」。

これは「資産市場の一般均衡」モデルに付加的制約条件として窓口指導を加えるという、同氏の手法自体から、きわめて当然に予想される結果である。

そして、このことは、金融政策の手段の1つとして窓口指導を行ってきた日本銀行や、それを受け入れてきた銀行だけでなく、それを大きく報道してきた報道機関、これを注目して読んできた一般国民が、長年にわたり、等しく錯覚に陥っていたのだと、仮定しているにほぼ等しい。すなわち、先に述べた「日本人劣等仮説」である。ちなみに、この仮説からは、仮に窓口指導がそれ自体

貨幣残高を減らす効果があることを主張してみたところで、逃れられるものではない。窓口指導を、「資産市場の一般均衡」モデルといった、完結したモデルに対する付加的制約条件とする、「通説」の枠組の中で分析しようとする以上、不必要な規制に従ってきたという「劣等仮説」は依然として残されているからである。

筆者は、こうした「日本人劣等仮説」に基づかない窓口指導の解釈の可能性を探ってみるべきことを、主張してきた。その1つとして筆者が取り上げたものの骨子は、次のようである¹⁵⁾。

第1に、銀行の貸出行動については、次のような考え方が金融業務に従事する実務家の間に存在している。すなわち、わが国の金融機関、とくに都市銀行等の大銀行には、いわゆる「横並び意識」が強く、たとえばある銀行が通常の採算基準を無視して貸し進むと(あるいはそう予想すると)、他の銀行もこれに対抗するというかたちで、同様の行動が蔓延する恐れがあるという、いわばゲーム論的な見方である。もしこうした見方が正しく、かつ恐れが実現した場合の影響が単に関連銀行の損得だけにとどまらず、第3者をまき込むかたちで摩擦が生ずる恐れがあるとすると、その面での混乱防止の要請から、リザーブの調整も困難となる恐れがある。

第2に、窓口指導は法的強制に基づくものではないから、それが私企業としての銀行の立場を損うものであっては、達成可能でない、とされることが多い。もしそうであるとすれば、窓口指導を行なう場合には、これを守ろうとする動機を対象銀行に与える必要があり、そのためにはリザーブの調整等により、インターバンク市場等の金利を引き上げることが必要となる。

2つの論点を合わせると、リザーブの調整と窓口指導とは、整合的なかたちで併用されて、初めて確実に効果を上げることとなる。これは、2つの手段が併用されてきたことを、説明するかたちとなっている。そして、この考え方およびこれと「通説」との關係は、前述の(1)の場合と酷似

13) リザーブか、ハイパワードマネーかについては議論のあるところであるが、本稿においては便宜的にリザーブを用いる。

14) 堀内 [3] p. 163.

15) 黒田 [6] を参照。

している。

もっとも、貨幣残高とリザーブの関係に関する「通説」の主張は、はじめから上述のようなリザーブ(ハイパワードマネー)一元論のかたちを明示的にとっていたわけではない。この問題についての「通説」の主張は、わが国では窓口指導等の「量的規制」によって、まず貸出等(昭和40年代以前の貨幣供給ルートの大宗)が決まり、それに追隨してリザーブが供給されている、という考え方を批判するかたちで、展開されてきた。そこで強調されたことは、貨幣残高の調整にはリザーブの調整が必要だ、という点であった。この主張自体は、リザーブ一元論が十分条件を主張しているのに対し、必要条件を主張しているという意味で、弱いものである。にもかかわらず、これすらも決して反対派を十分納得させるに至らなかったのは、そうした必要条件の主張が、もともと十分条件が成立しているような分析枠組で行なわれてきたためではなからうか。いずれにせよ、上記のリザーブと窓口指導との考え方を考慮すれば、リザーブが先か貸出が先かといった議論は、両者が同時に決まるとしか言えないケースを初めから排除しており、問題の立て方自体が一方的である、といえよう。

(3) 公定歩合の役割

いま1つ、公定歩合の役割についても、3. で指摘した問題点に対応するような状況が存在している。

「銀行行動のモデル」や「資産市場の一般均衡」モデルでは、公定歩合は、それがインターバンク市場の金利以上の場合には、コスト効果を通じて銀行のリザーブ保有態度を変える効果を持つと考えられている。しかし、わが国では公定歩合は常にインターバンク市場の金利より低いので、一般的にはそうしたメカニズムは働かないとされる。他方、わが国では貸出金利が「金利規制」によって規制されており、この結果公定歩合の変動は、制度的に貸出金利を変動させている、との考え方が、最近まで強かった。

筆者はこうした「通説」の考え方に対して疑問を呈してきた。その第1点は、貸出金利が「金利

規制」によって規制されているとの説は、その論拠がいずれも薄弱だという点である。これに対しては、これまでほとんど反論が出ていない。ここで付け加えておきたいのは、「金利規制」説もまた、「通説」における窓口指導の場合と同様、「日本人劣等仮説」と関連が深い、という点である。

日本銀行は従来から、貸出金利も金融政策の動向に対応して共変することが、政策目的にとって望ましいと考え、そう表明してきているし、世間一般もこれを受け入れてきた。つまり、金融引締め政策時には貸出金利が上がり、緩和政策時には下がるのが望ましい、と考えられてきた。しかし、「金利規制」説が正しいとすれば、少なくとも引締め時には規制に基づく信用割当が行なわれている。こうした状況で金利規制を変更して貸出金利を上げても、貸出量が減るとは考えにくい。また、2. (1) で述べたように、規制された貸出金利がそのまま企業の支出行動の機会費用となっているとも考えにくい。つまり、「金利規制」説の仮定は、日本銀行も報道機関も一般国民も、長い間等しく錯覚に陥っていたのだという仮定に近い。そうだとすれば、これもまた「日本人劣等仮説」に他ならない。

世間一般の通念の背後には、貸出金利が何らかのかたちで資金需要と関連しているとの判断がある、と考えるのが自然であろう。そして、そうした目で眺めてみると、現実のデータはそうした判断とあからさまに矛盾するような動きはしていない。筆者はこのことを、貸手と借手との間に長期的関係が存在するという通念を踏まえて、解釈してきた。貸出金利の変動幅が相対的に小さいのは、貸出金利が貸手・借手の長期的関係を反映して、長期的性格を持っているためともみられる、という期間構造の観点がその骨子である¹⁶⁾。

16) 黒田[5]を参照。なお、堀内[3]は、拙稿に言及した後、「ここで取り上げられた議論は、……企業と銀行との間の長期的な取引関係という契機の重要性にほとんど注意を払っていない……」と述べている(p. 127)。しかし、これこそまさに拙稿の強調した点であり([5] pp. 35~37)、そうした観点に立って貸出金利を長期金利とみなした期間構造式を計測してみたのである(pp. 41~44)。これに関連して堀内氏は、筆

公定歩合の役割に関する「通説」の考え方に対する筆者の疑問の第2点は、「通説」が、古くから言われてきた公定歩合の「アナウンスメント効果」を、初めから無視している点である。

たとえば、堀内氏は「資産の一般均衡」モデルに基づいて、わが国では公定歩合がインターバンク市場の金利より低いので、公定歩合変更のコスト効果を通ずる影響がないことを示した後、次のように述べている¹⁷⁾。

「……通常金融政策の多くの手段が若干のタイミングのずれはあるものの、ほとんど同時に日本銀行によって運用されること、しかも公定歩合の操作が少なくとも表面的には最も単純で理解され易いものであることのために、公定歩合の効果が過大に評価されがちである……」。

つまり、堀内氏は、窓口指導の場合と同じように、公定歩合変更の効果についても、たまたま他の手段と併用されてきたために、人々が錯覚に陥ってきた、と考えている。

しかし、各種手段が安定した組み合わせで用いられていれば、3. (1), (2)で述べたように、人々はそれを織り込んで行動すると考えられる。そして、そうした中央銀行の一連の政策方針のシグナルとして、人々は公定歩合に注目し、その変化をみて、反応してきた。これが公定歩合の「アナウンスメント効果」である¹⁸⁾。少なくとも、この点の検討なしに、公定歩合の変更を重要なニュースとみなしてきた報道機関や一般国民を、「最も単純」なものに飛び付いて、これを「過大」評価してきた、とみなすことはできない。

上記の2点を踏まえて、筆者は公定歩合と貸出

者が期間構造式の計測結果といったものを「直接の証拠」として、貸出利率の「硬直性」一般を否定しようとしているかのように、述べている([3] pp. 112~122)。しかし、同氏自身がいみじくも引用([3] p. 116)しているとおり、筆者は「貸出金利も資金の需給均衡点に決まっていたとも言えるのではないか」と主張し、かつそうした解釈を含む仮説を、「期待の均衡」仮説と名付けて、同じ論文[5]の中で明記している(後述)。ちなみに、銀行と企業との間の長期的関係に関する、最近の興味ある研究に、脇田[11]がある。

17) 堀内[3] p. 39。

18) 鈴木[8] pp. 169~171を参照。

金利との連動関係について、次のような、「期待の均衡」仮説と称する仮説を、提示したのである¹⁹⁾。

第1に、公定歩合と貸出金利との連動は、直接的な金利規制によるものではなく、各種の政策手段が一定のパターンで併用されてきた(3. (2)で述べた、政策の組み合わせに関する policy rule)からである。

第2に、その中において、公定歩合は貸出金利変動のシグナルとして、貸出市場における情報面等の市場の不完全性を減殺し、3. (3)で述べた意味での、政策に対応した金利の変動を促す機能をも果してきた。

5. 結 語

今日新古典派総合の経済学、とくに政策分析が、根底から批判されていることは、周知のとおりである。また、日本経済も西欧へのキャッチアップをまがりなりにも果し、国際社会において、優れた先進国との評価さえ受けるようになった。本稿の検討結果は、わが国における金融政策の分析にあたって、こうした劇的ともいえる変化の持つ意味を自ら考え、これを生かすべきことを示している。しかもそれは、意外と思われるかも知れないが、従来分析にあたって無視されてきた、世間一般の通念の重みを再認識することに、通ずるのである。

本稿の検討の範囲はポジティブな側面、しかもマクロ安定政策としての金融政策のメカニズムに関する、いくつかの点に限定されている。それ以上、およびその他のポジティブな側面、ましてやノーマティブな側面については、本稿は何の検討も行っていない。言えるのは、マクロ安定政策としての金融政策のポジティブなメカニズムについて、従来に比べて格段に明示的な検討を行なうことなく、ノーマティブな判断ないし提言を行なうといったことは、大きな危険をとまなうに違いない、ということだけである。

(筑波大学社会工学系)

19) 黒田[5]を参照。

参 照 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] 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。
- [3] 堀内昭義『日本の金融政策』東洋経済新報社, 1980年。
- [4] 黒田巖・折谷吉治「わが国の「金融構造の特徴」の再検討」『金融研究資料』第2号, 日本銀行特別研究室, 1979年。
- [5] 黒田巖「わが国における貸出金利の決定について」『金融研究資料』第2号, 1979年。
- [6] 黒田巖「窓口指導を巡る分析の再検討」『季刊現代経済』1979年冬号。
- [7] 鈴木淑夫『金融政策の効果』東洋経済新報社, 1966年。
- [8] 鈴木淑夫『金融』日本経済新聞社, 1980年。
- [9] 『昭和55年度・年次経済報告』1980年。
- [10] R. Shiller, "Rational Expectations and the Dynamic Structure of Macroeconomic Models," *Journal of Monetary Economics* (April 1978).
- [11] 脇田安大「Good Customer Relationshipと銀行行動」研究資料(55)II-4, 日本銀行特別研究室, 1980年。