

第7章 窓口指導

近年、わが国の通貨当局である日本銀行は金融政策の運営においてマネーサプライ (money supply) をより重視し、それをコントロールすることにきわめて大きな関心をはらってきている。通貨当局のこのような政策志向は世界的な現象であり、わが国ではとりわけ昭和48年から昭和49年にかけての激しいインフレーションを契機として高まってきた。

わが国では従来からマネーサプライ・コントロールの一環として「窓口指導」ないし「窓口規制」——日本銀行による対象金融機関への市中貸出規制——とよばれる道徳的説得が日本銀行によって金融引締め期に行われてきた。それが近年のマネーサプライ重視の傾向から、規制対象金融機関の範囲の拡大のみならず金融緩和期ですらも継続して用いられるというように、一時的・緊急避難的な性格のものから恒常的な政策手段としての性格をもつにいたるようになった。

一般に、戦後から今日にいたるまでのわが国の金融政策運営は先進欧米諸国のそれと比べると比較的うまく行われてきたといえる。それゆえ戦後日本の金融政策の一環としての窓口指導を正しく評価することは今後のわが国の金融政策運営上きわめて重要な課題といえるであろう。引締め政策手段としての窓口指導に関して、今日にいたるまで必ずしも統一の見解を生むにいたっていない点を見ると余計にその感を強くするものである。

以下では、このようなわが国の金融政策の特徴でもある窓口指導をとりあげ、その考察を行う。まず政策手段としての窓口指導をおおまかに素描した後、その有効性をめぐる議論の検討に重点をおいた考察をする。そして最後にその評価と今後の展望についてふれる。

7.1 窓口指導の概要

いわゆる窓口指導(window guidance)¹⁾というとき、それは日本銀行の貸出先銀行に対する資金繰りその他の指導をさすが、本来それは制度的なものでないところから、日本銀行による一種の道徳的説得(moral suasion)²⁾といわれる。そしてそれは一時的・緊急避難の性格をもつものとして、他の正統的な金融政策手段と併用されるかたちで金融引締め期において採用されてきたのである。

このように窓口指導はその対象金融機関の協力を前提にした引締め政策手段であるが、一般的にはその効果は、他の金融政策手段——公定歩合操作・公開市場操作・準備率操作という正統的な金融政策手段——と比較してつぎの点ですぐれていると考えられている。すなわち効果が早くあらわれるという速効性、効果が確実にあらわれるという確実性および金利の引上げを回避できる点などである。³⁾窓口指導はこのような利点をもつ政策手段であることから、わが国のみならず欧米諸国(アメリカ、イギリス、フランス、イタリア、スイス、オランダ)でもこの種の措置がとられてきた。しかしながら窓口指導の性格や政策的位置づけは必ずしもわが国の場合と同じであるというわけではない。たとえばわが国では窓口指導を一時的・緊急避難的な性格をもち、正統的な金融政策手段を補完するものとして位置づけられているが、イギリス・オランダ・スイスなどではそれが数年にわたって行われ、補完的というよりもむしろ主要な政策手段として位置づけられている。

窓口指導はそれが一種の道徳的説得であることから、きわめて複雑な効果をもつといわれる。さらにそれに加えて、窓口指導の内容が1つでないことがその効果をよりいっそう複雑なものにしている。窓口指導はおおまかにいえば2つの面から構成されている。⁴⁾1つは主要な金融機関とりわけ都市銀行に対して行われる貸出増加額規制すなわち貸出に対する直接規制という面である。⁵⁾それは日本銀行が規制対象金融機関の貸出計画や過去の貸出実績からそれら金融機関個別ごとに貸出増加額(いわゆる窓口指導枠)を査定し、通知するという形

をとっている。一般に窓口規制と呼ぶ場合は窓口指導のこの面をとらえているのである。もう1つの面は規制というより指導という面であり、市中金融機関の日常の資金繰り指導をはじめその他の指導をさすものである。これを考慮して、狭義の意味での窓口指導と広義の意味での窓口指導としてとらえることもある。⁶⁾貸出増加額規制の意味での窓口規制が前者であり、これを含む窓口指導全体をさす場合が後者である。最近、窓口指導の有効性をめぐる論争で問題になっているのは狭義の窓口指導すなわち窓口規制についてである。

7.2 窓口指導の沿革⁷⁾

わが国の窓口指導は昭和20年代末という比較的早い時期から採用された。しかし実際に引締め政策手段として注目されるようになったのは昭和32年の金融引締め期においてである。それ以来、窓口指導は金融引締め政策の一環として位置づけられ、戦後日本の金融政策を特徴づけるものとして大きな役割を果たしてきたわけである。

この窓口指導は二度の廃止という経過を経て今日にいたっており、その点に重点をおいて窓口指導の沿革をながめると、それはつぎのような3つの段階を設けることによって特徴的にとらえることができる。

I 昭和20年代末の導入から昭和37年までの窓口指導

II 昭和39年から昭和43年までの窓口指導

III 昭和43年から今日までの窓口指導

これら3つの区分は事実上窓口指導の廃止・復活によって行われている。それはこれまでの窓口指導が廃止の都度、その性格に若干の色づけがなされて再登場してきたからである。

まず第Ⅰ段階における窓口指導は金融引締め政策手段としての登場から昭和37年11月の新金融調整方式の採用による廃止までであり、それは窓口規制ともいわれた。この期間はわが国経済の高度成長期であり、公定歩合操作を中心とする正統的金融政策手段だけでは企業の旺盛な資金需要によってふくらんだ市

中金融機関の貸出を十分抑制することができないことを背景として窓口指導ないしは窓口規制が導入されたのである。それはこの市中貸出抑制を、日本銀行の窓口を通じて個々の金融機関と相対の形をとって行われたことから直接規制という性格をもっていたのである。具体的には主として個々の大銀行(都市銀行および長期信用銀行)に対して、各行の規模・貸出計画額および資金ポジションの状態(資産・負債の構成状態)から毎月の貸出増加額が各行に割振られ、それに従うことを要請するというやり方であった。これを称して貸出査定あるいは一般的に(市中)貸出規制といっている。

しかし昭和37年の新金融調整方式が採用されるにつき、この窓口指導は廃止されるにいたったのである。すなわち債券(手形)売買操作——オペによる成長通貨の供給——と貸出限度額規制——日銀貸出に対する規制——を用いて、金融機関の市中貸出を抑制するという方法がとられたのである。

第Ⅱ段階における窓口指導は新金融調整方式による窓口指導廃止の2年後の昭和39年1月に貸出増加額規制として再登場してから、この規制が廃止される昭和43年9月までである。この貸出増加額規制は貸出査定を制度化したものであるから、先に行われた窓口指導とは根本的な相違はない。

しかしながら、つぎの点で1つの大きな相違があった。すなわち従来の窓口指導は月ごとの貸出増加額を査定するものであったが、この貸出増加額規制は四半期ごとのそれに改められたことである。これは各行の貸出計画に対して少しでも自由裁量の余地を残すという通貨当局の配慮によるものであった。⁸⁾

第Ⅲ段階における窓口指導は昭和43年10月貸出増加額規制にかかわって登場した通称「ポジション指導」とよばれているものである。これは各行の資金ポジションを重視し、その状態によって各行の貸出増加額の枠を認めるというやり方のものであり、内容的には従来のものと同じであるといえる。なお昭和48年以降はポジション指導ではなく、再び窓口指導といわれている。

近年、この窓口指導はさらに2つの方向に拡大されている。1つは規制対象となる金融機関の範囲の拡大である。これまで通り規制対象の中心は都市銀行であるが、長期信用銀行・信託銀行のみならず地方銀行・相互銀行・信用金

庫にまでその対象が拡張されている。もう1つは引締め期における一時的・緊急避難的なものから、緩和期のもとでも引続き窓口指導が行われるという半ば恒常的な政策手段へと拡大される傾向になってきたことである。

以上、窓口指導の沿革ともいべき面をおおまかに述べたが、つぎにこのような窓口指導が政策手段として採用されるにいたった理由ないしその必要性についてふれることにする。

7.3 窓口指導の必要性⁹⁾

前にも述べたように、窓口指導は市中貸出を規制することによってマネーサプライを調整しようとするきわめてはっきりとした政策的含意をもっているわけであるが、通貨当局である日本銀行はどのような理由から窓口指導を引締め政策手段として必要とするのであろうか。その主たる理由を昭和80年代の高度成長期を通じて行われてきた「現金需給バランス」という考え方の中に見つけ出すことができる。¹⁰⁾

この考え方を要約するとつぎのようになる。現金需給バランスとは現金の増加(日銀の増加)が日銀信用の増加と政府の対民間収支に等しいこと、すなわち

$$\text{日銀券増} - \text{財政対民間収支} = \text{日銀信用増}$$

という関係が恒等的に成立することをいう。ここで日銀券増および財政対民間収支はともに主として国民経済活動の変動によって左右されるものであるから、通貨当局はこの等式の左辺を究極的にはコントロールできない。したがって右辺の日本銀行信用は受動的に決定されることになる。ここにマネーサプライ・コントロールのための具体的な政策として、市中貸出に関する指導ないし規制という窓口指導が必然的に生じてくるのである。つまり通貨当局にとっては、マネーサプライをコントロールするためにハイパワード・マネー (high-powered money) でなく、マネーサプライの大部分を占める預金通貨したがってその源泉となる金融機関の対市中貸出を直接コントロールするものとして窓

口指導の必要性が考えられたのである。¹¹⁾

2つには度重なるインフレーションや国際収支の危機に対して金利上昇を伴う正統的金融政策手段(主として公定歩合操作)を用いることは、わが国の経済成長を促進させるためにとられた人為的な低金利政策と競合し、その結果十分その政策効果を発揮できないことから、窓口指導がそれを補う政策手段として考えられたのである。¹²⁾

7.4 窓口指導の有効性

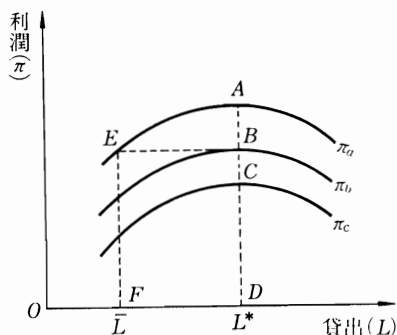
前節において、戦後日本の金融政策運営上、通貨当局が引締め政策手段として窓口指導を必要とした主要な論拠を紹介したが、それらは窓口指導が有効であることを前提条件としている。それゆえ本節では、この有効性をめぐる論争に焦点をあて、検討を行うことにする。

まず窓口指導の有効性を議論する場合、その有効性は2つの側面から議論される性格のものであることを認識しておかなければならない。¹³⁾ 1つは窓口指導がその規制対象金融機関によって守られているか否かの有効性である。これは規制対象となる個々の金融機関の貸出を問題にする性格のものであるから、窓口指導の実効性を問うものといえることができる。もう1つは窓口指導が規制対象外の金融機関の貸出も含めた全金融機関の貸出についてはマネーサプライをコントロールしうるか否かの有効性(狭義の有効性)¹⁴⁾である。以下、これら窓口指導の有効性に関する2つの側面についてのこれまでの主要な議論を順次紹介していくことにする。

7.4.1 窓口指導の実効性

窓口指導の有効性に関する第1の側面である実効性については、館龍一郎の窓口指導有効説に対する批判点の1つとして鈴木淑夫によって問題にされた。¹⁵⁾ それは「含み貸出」の存在にみられるように、規制対象となる銀行が日本銀行の道徳的説得に従う保証は必ずしも存在しないということであった。しかしな

第7-1図



[注] \bar{L} : 規制額, L^* : 利潤極大貸出

から、この点に関して古川頭は窓口指導(窓口規制)を遵守することが銀行にとって合理的行動であったことを理論的に明らかにしている。¹⁶⁾以下、その議論の要約である。

古川は規制対象金融機関である都市銀行の利潤関数を用いてつぎのように説明する。都銀の日銀借入額の大きさに対応する利潤関数をそれぞれ $\pi_a \cdot \pi_b \cdot \pi_c$ とすると、それらは第7-1図のように示される。 π_a 曲

線は日銀借入がある一定額をとる場合の、 π_c 曲線は日銀借入がゼロの場合の個別銀行の利潤を示す。そして π_b 曲線は日銀借入がそれらの間のある特定の大きさの利潤をとる場合を示す。なお日銀による対市中貸出に関する規制に従った場合(第7-1図: \bar{L})、従来同様の日銀借入額を受けることができるのに対し、それ以上の貸出(第7-1図: 利潤極大となる貸出 L^*)を行った場合には、罰則として日銀借入を削減されるという状況を想定する。

いま銀行が規制を守るならば EF の大ききで示される利潤が得られるのに対し、それを守らず利潤極大点 L^* を追求したならば銀行の利潤は AD を上限、 CD を下限とするものになる。このとき日銀が規制を守らなかったとしてその銀行に対して日銀貸出の全額返済を求めたとするならば、その銀行の利潤は CD ($< EF$) に落ち込み、窓口指導を遵守した方がより高い利潤を得ることができ有利となる。また同時に、日銀の反応次第では B 点で示されるように貸出の選択 (L^* あるいは \bar{L}) において無差別の場合も存在する。このことから日銀による窓口指導に従うか否かは日銀貸出の削減の程度にきわめて大きく依存すること、したがって窓口指導は日本銀行の伝統的な政策手段としての貸出政策と併用されてはじめてその効果を確保することが明らかとなる。しかしながら、ここで古川は規制枠を越えて貸出を行う場合、一般に個別銀行にとって日本銀行

の反応を事前に予測することが不可能であることおよび実際に銀行利潤が B 点以下になる可能性が存在することから、規制対象となる金融機関には規制枠を守ろうとするプレッシャーがかかると——窓口指導は実効的であると——論じたのである。

また最近では金子隆が日銀関係——個々の銀行の現在の行動が将来の日銀からの量的規制に反映されるという異時点間関係——という概念を導入したモデルをもとに、窓口指導に従わせているメカニズムを金融機関の合理的行動の観点から解明する試みを行い、その分析を通じて窓口指導は日本銀行の貸出態度の変化ないしその厳格化という一種の貸出政策とセットになってはじめて実効的となりうるとの指摘を行っている。¹⁷⁾

7.4.2 窓口指導の有効性¹⁸⁾——理論的分析

窓口指導の有効性に関する議論は最近における堀内＝江口論争によって一躍金融界で注目を浴びるにいたったのであるが、もちろんそれ以前からもすでにこの問題が議論されてきた。

窓口指導の有効性を高く評価する代表的な見解として、館のものがあつた。館は戦後の日本のように銀行の中央銀行依存度が高い状況のもとでは、中央銀行である日本銀行の対市中銀行への説得力がきわめて大きいことから窓口規制のような直接的規制が戦後日本の金融政策の大宗をなしてきたと主張する。¹⁹⁾

またパトリックによつてもこれとほぼ同様の見解が述べられている。つまり日本の金融構造は法人企業の投資調達における外部資金依存と商業銀行における中央銀行からの借入依存の高さによつて特徴づけられ、そのもとでは日本銀行による金融政策が経済安定政策として有効な手段であつたことを指摘し、その中でとりわけ窓口指導が非常に有効であつたと論じる。²⁰⁾

これに対して、鈴木は館とは異なり、窓口指導は単独に大きな効果を発揮しうる政策手段であると判定することは誤りであるとして、むしろその効果には低い評価しか与えていない。²¹⁾ この理由として、1つには前述の「含み貸出」の存在、2つには日本銀行の説得に応じて規制対象となる銀行すなわち都市銀行

が貸出を抑制したとしても、その他銀行がその分貸出を促進させれば全体としての銀行貸出量は抑制されないということをあげている。こうした現由から、鈴木は銀行行動に対する直接の規制や説得はプライス・メカニズムにバック・アップされてはじめて効果を発揮しうる補足的手段にすぎないと主張するのである。

その後も窓口指導について言及した文献がいくつかだされたが、そのほとんどがどちらかといえば実務的な観点から議論されたものであった。そんな中で最近再燃した一連の窓口指導の有効性をめぐる議論は堀内＝江口論争を契機として展開されているが、それはこれまでの議論と異なり、資産市場の一般均衡分析的枠組にもとづくものである点で注目に値するものである。この議論では、日本銀行による窓口指導に規制対象金融機関が従うすなわち実効性をもつという仮定のもとで、それが単独で有効か否かを論点としてすすめられている。以下、これらの議論をおおまかに整理し、検討しよう。

堀内昭義は窓口指導によってその規制対象となる金融機関——都市銀行——の貸出が抑制されても、それは同時にコール・レートの変動を通じて規制対象外のその他金融機関の貸出を相殺的に増加させることになるから、結果として市中金融機関全体の貸出量ひいてはマネーサプライは何ら影響を受けないことを理論的に明らかにし、その意味で窓口指導は金融引締め政策手段として有効でない²²⁾と主張した。

これに対し、江口英一は堀内昭義の議論に沿った明示的な理論モデルを提示し、それを基盤として窓口指導の有効性を支持する議論を展開したのである。²³⁾この堀内＝江口論争の延長線上に位置づけられる分析を古川頤が行っている。²⁴⁾古川の一般的モデルは以下のとおりである。

$$\bar{Z} + \bar{N} = R^D + \overline{CUR} \quad (\text{日銀のバランス・シート}) \quad (1)$$

$$CL + R^D + L^S = D + \bar{N} \quad (\text{市中金融機関のバランス・シート}) \quad (2)$$

$$CL = 0 \quad (\text{コール市場の需給均衡}) \quad (3)$$

$$L^S = L^D \quad (\text{貸出市場の需給均衡}) \quad (4)$$

$$L^S = \bar{L}_1 + L_2 \quad (5)$$

$$D = D_1 + D_2 \quad (6)$$

$$D_1 = m_1 \bar{L}_1 + m_2 L_2 + \alpha \bar{Z} - \beta \overline{CUR} \quad (7)$$

$$D_2 = (1 - m_1) \bar{L}_1 + (1 - m_2) L_2 + (1 - \alpha) \bar{Z} - (1 - \beta) \overline{CUR} \quad (8)$$

$$R^D = R^D(\bar{q}, \rho, D) \quad (\text{準備需要関数})$$

$$\frac{\partial R^D}{\partial \rho} = R_\rho^D < 0, \quad \frac{\partial R^D}{\partial D} = R_D^D > 0 \quad (9)$$

$$L_2 = L_2(i, \rho, D_2) \quad (\text{貸出供給関数})$$

$$\frac{\partial L_2}{\partial i} = L_{2i} > 0, \quad \frac{\partial L_2}{\partial \rho} = L_{2\rho} < 0, \quad \frac{\partial L_2}{\partial D_2} = L_{2D_2} > 0 \quad (10)$$

$$L^D = L^D(i, \bar{i}) \quad (\text{借入需要関数})$$

$$\frac{\partial L^D}{\partial i} = L_i^D < 0 \quad (11)$$

各変数の定義はつぎのとおりであり、変数上のバーは外生変数を表わす。

\bar{Z} ：日本銀行の対政府純信用(対外資産を含む)， \bar{N} ：日銀貸出， R^D ：市中金融機関の現金準備(日銀預け金を含む)， \overline{CUR} ：流通現金通貨， CL ：ネットのコール・ローン， L^S ：市中金融機関の貸出供給残高， L^D ：市中金融機関からの借入需要残高， \bar{L}_1 ：都市銀行の貸出残高， L_2 ：その他金融機関の貸出残高， D_1 ：都市銀行の預金残高， D_2 ：その他金融機関の預金残高， $m_1 \cdot m_2$ ：都市銀行とその他金融機関の貸出の都市銀行への預金歩留り率($m_1 > m_2$)， α ：対政府信用供与中，都市銀行の預金となる割合， β ：民間非金融部門の現金通貨需要のうち都市銀行から漏出する比率， \bar{q} ：法定預金準備率， \bar{i} ：経済活動水準。

さて(2)式および(5)～(8)式から

$$CL = (D + \bar{N}) - (R^D + L^S) = (\bar{Z} + \bar{N}) - (R^D + \overline{CUR}) \quad (12)$$

が得られる。(12)式は(3)式のコール市場の均衡が成立すれば日本銀行のバランス・シートの制約式(1)式が必ず成立することを表わしているもので、結局のところ10本の方程式と10個の未知数からなるこのモデルは一義的に解をもつことになる。また(12)式は3つの市場すなわちハイパワード・マネー市場、準備金市場およびコール市場の1つに均衡が成立すれば他の残りの市場も同時に均衡が成立することを意味する。

古川はこのモデルにもとづいて窓口指導の効果の比較静学的分析を行うが、ここではモデルを一部簡単化した上でその分析結果を紹介する。すなわち古川は都市銀行とその他金融機関の預金シェアが可変的なケースをも考察するために、それぞれの金融機関の預金決定式を(7)・(8)式のように定式化しているが、ここでは預金²⁵⁾シェアが不変であると仮定して、(7)・(8)式をつぎのように簡単化する。

$$D = \bar{L}_1 + L_2 + \bar{Z} - \overline{CUR} \quad (7)'$$

$$D_2 = \gamma D \quad \gamma: \text{その他金融機関の預金シェア} (= \frac{D_2}{D}) \quad (8)'$$

さて窓口指導がすでに実効的に行われていることを前提に、この指導が強化された場合、預金 D (したがって貸出 $L = L^S = L^D$)および貸出金利、コール・レートがどのような影響を受けるかを検討するために、体系をつぎのように整理した上で、 \bar{L}_1 以外のすべての外生パラメーターを一定として全微分する。

$$\overline{CUR} + R^D(\bar{q}, \rho, D) = \bar{Z} + \bar{N} (\equiv \bar{H}) \quad (13)$$

$$D = L^D(i, \bar{i}) + \bar{Z} - \overline{CUR} \quad (14)$$

$$\bar{L}_1 + L_2(i, \rho, \gamma D) = L^D(i, \bar{i}) \quad (15)$$

上述のように、(13)式はハイパワード・マネー H の需給均衡式として解釈でき、(14)・(15)式は預金決定式および貸出市場の均衡式である。全微分の結果を整理すればつぎようになる。

$$\begin{pmatrix} R_D^D & 0 & R_\rho^D \\ 1 & L_i^D & 0 \\ -\gamma L_{2D} & (L_i^D - L_{2i}) & -L_{2\rho} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dD \\ di \\ d\rho \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 1 \end{pmatrix} d\bar{L}_1$$

この体系のヤコビアン行列式は

$$J_1 = L_i^D [L_{2\rho} R_D^D + R_\rho^D (1 - \gamma L_{2D})] - R_\rho^D L_{2i} > 0$$

したがって

$$\frac{dD}{d\bar{L}_1} = \frac{R_p^D L_i^D}{J_1} > 0, \quad \frac{di}{d\bar{L}_1} = \frac{R_p^D}{J_1} < 0, \quad \frac{d\rho}{d\bar{L}_1} = \frac{-L_i^D R_p^D}{J_1} > 0$$

であり、窓口指導の強化は預金(したがって貸出総量)を削減する効果をもつとともに、貸出金利の上昇、コール・レートの低下という結果を招くこととなる。マネーサプライ $M \equiv D + CUR$ であるから、もちろん窓口指導の強化はマネーサプライを減少させる効果をもつ。

以上は貸出金利が資金需給を調整するように伸縮的に動く状況での分析であるが、古川はつきに信用割当てが成立している場合について考察する。古川モデルで都市銀行とその他金融機関の預金シェアが不変で、かつ信用割当てが成立しているケースというのは実は江口が堀内に対するコメントにおいて提示したモデルに他ならない。すなわち上述の単純化された古川モデルから(4)式および(11)式を削除したのが江口モデルである。この場合には体系は(13)~(15)式から(15)式を削除し、貸出金利 i を外生変数としたものになる。²⁶⁾

$$\overline{CUR} + R^D(\bar{q}, \rho, D) = \bar{Z} + \bar{N} \quad (13)$$

$$D = \bar{L}_1 + L_2(\rho, i, \gamma D) + \bar{Z} - \overline{CUR} \quad (14')$$

したがって

$$J_2 = -R_p^D L_{2\rho} - R_p^D(1 - \gamma L_{2D}) > 0$$

であり、

$$\frac{dD}{d\bar{L}_1} = \frac{-R_p^D}{J_2} > 0, \quad \frac{d\rho}{d\bar{L}_1} = \frac{R_p^D}{J_2} > 0$$

となる。前と同様、窓口指導強化は預金(D =貸出 L)を削減する効果をもつ。この結果にもとづいて、江口は窓口指導は引締め政策手段として有効であり、窓口指導が有効でないとする堀内の主張は準備金需要関数でのコール・レートの無視($R_p^D=0$)にもとづくと批判したのである。

この江口のコメントに答えて、堀内は両者の結論が異なることになった理由が過剰準備についての仮説の相違にあることを認め、問題は窓口指導の有効性を評価する際にどちらの仮定がもっともらしいものであるかということにあ

り、それはすぐれて実証的な検討を要するところのものであるとした。²⁷⁾

もっとも堀内モデルと江口・古川モデルの間には、この準備金需要関数についての仮定の相違だけではなく、より基本的には短期金融市場のとらえ方、さらに預金の決定についての考え方の相違がある。江口・古川モデルでは銀行の与信活動がそれと同額の預金を創設するというとらえ方をしており、それを前提にしてコール市場は準備金需給調整の場として性格づけられる。²⁸⁾これに対して堀内は預金は民間非銀行部門の資産選択の結果として決定され($D=D(i)$, $D_i < 0$)、銀行はそれを受動的に受け入れるものと考え、かつその一定割合 k ($0 < k < 1$) を支払準備として保有するものと仮定する($R^D = kD$)。²⁹⁾なお CUR も同様に i の関数と仮定される($CUR(i)$)。したがって堀内によれば銀行の貸出供給は預金の量に左右されず、銀行の貸出供給の意志決定に対して重要なのは、コール市場において現金を借入れることの対価がどの程度に評価されているかであるということになる($L_2 = L_2(i, \rho)$)。³⁰⁾

この堀内の考え方にもとづくモデルはつぎのようなものになる。³¹⁾

$$CUR(i) + kD(i) = \bar{H} \quad (16)$$

$$\bar{L}_1 + L_2(i, \rho) = L^D(i, \bar{i}) \quad (17)$$

この場合には (16) 式から明らかなように、ハイパワード・マネーの供給が一定であるかぎり貸出利子率はかわらず、したがって貸出総量もマネーサプライ ($M \equiv CUR + D$) もかわらない。窓口指導の強化により L_1 が削減されても、コール・レートが低下し、規制対象外の金融機関の貸出が増加して穴埋めが行われるという結果になる。これが最初に紹介した堀内の主張である。

以上、モデル構成上いろいろ考え方の相違はあるが、結局「窓口指導の有効性」論争において鍵となるのは金融機関の準備金保有に関する仮定であることが明らかになった。³²⁾

7.4.3 窓口指導の有効性——実証的分析

窓口指導の有効性に関する計量経済的な分析は、それに対する理論的な分析

が十分行われてこなかったこともあり、これまでほとんどないに等しいとい³³⁾てよい状況であった。その意味では、堀内が窓口指導の有効性に対する理論的分析と並行して行った実証的分析はこの問題に関心をもつものにとって注目に値するものであった。³⁴⁾堀内の実証的分析は窓口指導を示すダミー変数を使って回帰分析を行い、それが民間銀行部門全体の貸出を抑制する上で有効であったか否かを計量的に検討しようとしたものであり、そこで窓口指導の有効性を否定する計測結果を得ている。

またごく最近では、吉野直行が貸出の需給が均衡しているという仮定のもとで、2段階最小自乗推定法を用いて計測を行っている。³⁵⁾それは貸出金利、コール・レート、窓口指導による貸出残高の計画値および預金残高という説明変数からなる貸出供給関数と貸出金利および総売上高(またはGNP)からなる貸出需要関数を用いたものであり、堀内とは逆の計測結果を得ている。

しかしながら、このように貸出市場だけをきりはなして、市中貸出と窓口指導の関係を直接計測する方法は、これまでに展開された資産市場の一般均衡分析の理論的枠組からみて十分なものとはいえないであろう。この論争では、短期金融市場を通じる波及効果が重要な役割を演じているからである。

その点、窓口指導の有効性論議において、政策効果の波及経路の鍵をにぎるものとして堀内=江口論争および古川の理論的な研究を通じて明らかにされた市中金融機関の準備保有に関する仮定の当否を計量的に検討することは、窓口指導の有効性に関する実証的分析の一環として十分意味をもってくるのである。

そこで以下では、市中金融機関の超過準備ないし準備金需要関数の計量的な分析を紹介し、検討を行う。

アメリカでは、メイグス、タイゲンははじめ多くの研究者によってとくに銀行準備の分析に焦点をおいた貨幣供給過程に関する研究が積極的に行われてきた。³⁶⁾そしてそれらの実証的研究を通じて、超過準備・自由準備(超過準備マイナス中央銀行からの借入準備)したがってマネーサプライ残高が短期金融市場金利——TB(財務省証券)レートやフェデラル・ファンド・レート(わが国のコ

ール・レートにあたる)——やそれと公定歩合の差などにかなり高い逆相関をもっていることが明らかにされている。

他方、わが国では欧米と異なり、超過準備はほとんど存在しないという通説から、このような金融機関の準備保有行動についての研究とりわけ計量的分析はきわめて少なかった。その中で比較的古い研究として代表的なものは鈴木淑夫³⁷⁾による銀行保有現金の回帰分析である。鈴木は銀行の保有現金のうち、短期金融市場金利に対応して変動する部分がかかなり大きいとすれば、それは手持ち銀行券・補助貨の変動の中に認められるということから、銀行の手持ち銀行券・補助貨の変化率とコール・レートおよび預金の変化率との関係を昭和30年第2四半期から昭和40年第3四半期までのデータによって回帰分析を行ったのである。そして銀行の手持ち銀行券・補助貨したがって銀行保有現金はコール・レートの変動に対して有意な反応を示さず、その動きは預金残高の動きによってほとんど説明されてしまうという結果を得ている。

より最近のもう1つの研究としては浜田宏一等の計測結果をあげることが³⁸⁾できる。この研究では、昭和40年1月から昭和49年12月までの月次データにもとづいて、市中金融機関——都市銀行・地方銀行——の超過準備関数が計測された。それは超過準備 ER をコール・レート、預金および1期前の超過準備で説明するという対数線型のコイク型ラグモデル

$$\log ER = \alpha_0 + \alpha_1 \log \rho + \alpha_2 \log D + \alpha_3 \log ER_{-1} + u \quad (18)$$

を推定したもので、つぎの第7-1表の結果を得ている。

金利弾力性をみると、都市銀行と地方銀行についてそれぞれ -0.1224 と -0.1395 となっており、鈴木³⁹⁾のそれと対照的であり、江口・古川仮説を支持するものである。ただし金利弾力性の推定値の有意性が低いこと、コイク型分布ラグが短期金融市場の分析に妥当かどうかなど計量分析的には若干疑問のある結果といわなければならない。

これに対して古川は市中金融機関の準備需要関数の計測を行い、準備金需要とコール・レートおよび手形売買レートなどの短期金融市場金利の関係について

第7-1表 計測結果

	α_0	α_1	α_2	α_3	R^2	$D.W.$
都市銀行	0.1406 (0.88)	-0.1224 (-1.91)	0.1869 (3.13)	0.7207 (10.49)	0.848	2.28
地方銀行	-0.4930 (-3.81)	-0.1395 (-3.08)	0.5078 (6.11)	0.4564 (5.34)		

[注] R^2 : 決定係数, $D.W.$: ダービン・ワトソン比, () は t 値

て統計的にかなり信頼性の高い分析結果を得ている。古川は前のモデル分析で⁴⁰⁾用いた準備需要関数(9式)をつぎのような対数線型モデルにする。

$$\log R^D = \alpha_0 + \alpha_1 \log \rho + \alpha_2 \log qD + u \quad (19)$$

そしてこれをベースに、業態別に区分される全国銀行・都市銀行・相互銀行・信用金庫それぞれについて最小自乗推定法を用いて計測を行う。分析対象期間⁴¹⁾は前3行については昭和43年1月から昭和53年12月までである。

採用されるデータはいずれも月次データであり、それぞれの変数に対応するデータはつぎのように作成される。準備金 R^D は市中金融機関の総準備(支払準備)であり、日銀預け金と金融機関の手許現金からなる。この準備金には、それに該当する正確なデータの入手が困難なことから、『経済統計年報』の市中金融機関勘定の「現金(小切手・手形含む)」と「預け金」をあてる。コール・レート ρ はコール市場において高い比重を占める無条件物レートと月起物レートないし手形売買レートを、各残高の割合をウェイトとして加重平均したレートである。預金残高 D は市中金融機関の定期性預金(定期預金・定期積金)とその他預金残高(預金総残高 マイナス定期性預金)からなる。預金準備率(法定準備率) q は定期性預金およびその他預金に対する預金準備率を、各預金残高の割合をウェイトとして加重平均した準備率である。なおそこで各預金に適用される準備率は各市中金融機関の預金残高の区分に応じて異なるので、最大の預金規模区分に適用される準備率が採用される。したがって qD は必要準備(法定準備)である。第7-2表がその計測結果である。そこから明らかなように、コール・レートと必要準備の2つの変数はすべての金融機関について符号条件を

第7-2表 計測結果

	α_0	α_1	α_2	R^2	D. W.
全 国 銀 行	2.684 (34.56)	-0.155 (-5.81)	0.454 (63.53)	0.96330	2.031
都市銀行	2.519 (28.19)	-0.194 (-6.24)	0.462 (53.90)	0.94964	2.196
相 互 銀 行	1.478 (9.00)	-0.472 (-7.23)	0.694 (26.49)	0.81932	2.343
信 用 金 庫	1.930 (9.76)	-0.997 (-16.21)	0.870 (28.33)	0.87200	1.855

[注] () 内はt値

満たし、かつそれらは統計的に高い有意性をもっている。

また古川は金融機関の業態別に応じて準備金保有行動が異なることを、説明変数の推定値すなわちこの場合準備保有の金利弾力性および必要準備弾力性の違いから指摘する。計測結果で示されているように、これらの弾力性がともに都市銀行より其他銀行の方が大きく、その理由について余資金融機関である其他金融機関の方が相対的に過剰な支払準備を保有しており、コール・レートや必要準備の変動に対して保有準備の量的調整が比較的容易に行われやすいからであると説明している。

以上、古川は市中金融機関の準備金需要関数における計測から、準備金が短期金融市場金利にきわめて弾力的に反応しているとして、堀内＝江口論争の枠組での窓口指導の有効性について肯定的な立場をとるのである。

そこで筆者も古川の計測式(49式)および計測方法を踏襲しながら、分析対象期間を古川のそれをもう少し限定した昭和46年1月から昭和52年12月までの期間——金融引締め・緩和がひときわ際立った期間——にしぼって、計測を行った。⁴²⁾ なお必要準備と総準備のデータに対しては季節調整を行ったものを使用する。⁴³⁾ その計測結果は第7-3表のとおりである。

第7-3表から明らかなように、分析対象期間が異なるにもかかわらず、古川の計測結果とほとんど一致した結果が得られたのである。

第7-3表 計測結果

	α_0	α_1	α_2	R^2	D. W.
全 国 銀 行	4.9413 (91.6583)	-0.1657 (-6.1123)	0.4262 (34.1252)	0.9464	0.5855
都市銀行	4.8527 (97.3623)	-0.1927 (-7.3199)	0.4166 (33.0813)	0.9412	0.5512
地方銀行	3.7252 (54.0671)	-0.2819 (-7.3159)	0.5943 (23.8761)	0.8933	0.9038

[注] () 内はt値

ところが堀内は浜田・岩田による超過準備需要関数および古川による準備金需要関数の統計的研究を再検討して、かれらの計測結果の有効性を疑問視する。⁴⁴⁾堀内の批判の1つはかれらが用いる用語すなわち準備に関連する定義とデータの問題であり、その点からかれらの計測に問題があることを指摘する。そしてつぎにかれらの計測方法をそのまま採用するとしても、標本期間のとり方によって超過準備および準備金需要関数がかれらと異なる結果になると主張する。しかしながら、用語上の問題はそれほど本質的でないように思われる。問題は計測の対象期間により結果が異なる点である。

堀内は浜田・岩田および古川と全く同じ計測方法を用い、計測の対象期間をつぎのようにかえて計測を行った。

I 昭和40年1月から昭和54年12月まで(Iを2分割して)

II 昭和40年1月から昭和47年12月まで

III 昭和48年1月から昭和54年12月まで

なお計測の対象金融機関として、都市銀行・地方銀行・相互銀行・信用金庫の4つをその対象としている。

その結果は、超過準備需要関数については浜田・岩田による計測結果とかなり顕著に異なっている。すなわちほとんどのケース——期間Iの地銀、期間IIの信金を除いて——について、超過準備はコール・レートとは有意な負の関係をもたないのである。このことから、超過準備需要関数はコール・レートの減少関数であることを支持する浜田・岩田の計測結果は、分析期間の選択の違い

によってたまたま偶然にもたらされたものであると主張する。

他方、古川の支払準備需要関数については、浜田・岩田の場合と比較するとコールレートに関してははるかに安定した関係が得られ、古川の計測結果を支持する傾向が示された。しかしながら、この場合にも準備率の変更によって必要準備の急激なジャンプとコール・レート的大幅な変動が起こり、それがあたかも支払準備がコール・レートの減少関数であるかのような結果を与えている、としてあくまで古川の主張の妥当性を問題にする。

この意味から、さらに準備率変更が行われなかった期間を選びだし、その期間において古川の主張が支持できるような結果が得られるかどうかの追加計測を行い、総じて古川の主張を裏切る結果を得ている。

以上のような堀内の批判は重要な問題点をいくつか含んでいるが、とくに標本期間の選択が結果に影響を与えるという指摘は当然であろう。筆者もこれら準備金保有関数の計量的な研究は「それぞれのモデル・スペシフィケーションが異なり、またとくに分析対象期間が異なっており、それが結果の相違をもたらしている」と指摘したことがある。⁴⁵⁾そしてこの観点から、金融機関の準備金保有がコール・レートなどの短期金融市場金利に感応的であるとしても、金融環境が異なるならばその関係にシフトが生ずるのではないかという可能性を計量的に検討した。⁴⁶⁾すなわち金融引締め政策がとられている期間とそうでない期間とでは、市中金融機関の準備金保有の行動パターンが異なるという仮説に立って、つぎの②式による推定を都市銀行および地方銀行に対して行った。

$$\log R = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_1' Z) \log \rho + \beta_2 \log qD + u \quad (2)$$

ここで Z はダミー変数であり、金融緩和期には 0、引締め期には 1 の数値を与え、両期間における市中金融機関の保有準備とコール・手形売買レートとの関係のシフトを分析したものである。その結果は第 7-4 表のとおりである。計測期間は昭和 46 年 1 月から昭和 52 年 12 月までであり、第 7-4 表は其中で統計的にもっとも良好な期間分割の場合である。都市銀行については金融緩和期は昭和 46 年 1 月から昭和 48 年 3 月までと昭和 49 年 10 月から昭和 52 年 12 月まで、引締

第7-4表 計 測 結 果

	β_0	β_1	β_1'	β_2	R^2	$D.W.$
都 市 銀 行	4.7643 (106.1446)	-0.1400 (-5.8158)	-0.0404 (-5.7568)	0.4171 (39.1395)	0.9579	0.8081
地 方 銀 行	3.5378 (42.0910)	-0.1682 (-3.5416)	-0.0440 (-3.6266)	0.5920 (25.4984)	0.9072	1.0330

[注] () 内は t 値

第7-5表 準備金保有の金利弾力性

	金 融 緩 和 期	金融引締め期
都 市 銀 行	-0.1400	-0.1804
地 方 銀 行	-0.1686	-0.2126

め期は昭和48年4月から昭和49年9月まで、地方銀行については緩和期は昭和46年1月から昭和48年2月までと昭和50年7月から昭和52年12月まで、引締め期は昭和48年3月から昭和50年6月までである。計測結果から明らかなように、ダミー変数を入れたコール・手形売買レートの係数も含めて係数推定値はすべて1%水準で有意であり、構造変化なしとする仮説は棄却される。したがって緩和期および引締め期における準備保有の金利弾力性はつぎの第7-5表に示したものとなる。

第7-5表から明らかなように、引締め期においては緩和期に比べて市中金融機関の保有準備金はコール・手形売買レートにより大きく反応しているというきわめて興味深い結果を得ている。

以上、堀内=江口論争においてきわめて重要な意味をもつと考えられる市中金融機関の準備金保有についてのこれまでの統計的分析を検討したわけであるが、少なくともそれらからは最終的な結論が得られたとはいえない段階であるといってよいであろう。したがって堀内昭義の指摘等を十分ふまえた上で、さらに実証的研究が積み重ねられる必要があろう。

7.5 窓口指導の問題点⁴⁷⁾

前節において、古川顕のモデルを中心として窓口指導の政策効果の検討を行った。しかしながら戦後日本の金融政策の特徴であり、引締め政策手段として時として主役的な役割を果たしてきたと考えられる窓口指導を正しく評価するためには、なぜ窓口指導が問題になるのか、その点を整理しておく必要がある。引締め政策手段としての窓口指導の問題点の1つはその有効性に関してであり、もう1つはそれがもたらす弊害についてである。以下、それらについて述べる。

7.5.1 問題点——その1

窓口指導の有効性はすでに述べたように実効性とそれによって市中金融機関の貸出総量ひいてはマネーサプライが抑制されるかという有効性(狭義の有効性)の2つの面から問われる。窓口指導が実効的であることに関しては、それが実際には日本銀行の貸出態度の変化あるいはその厳格化を背景として行われてきた——貸出政策との併用——ことをみるとき、おおむね問題のないところであり、また一般的にも容認されているところのものであるといえよう。なお第7-6表からも窓口指導が実効的であったことを読み取ることができる。

したがって窓口指導の有効性について問題となるのは後者の狭義の有効性についてである。この点については、前節で検討を行ったように、準備金需要がコール・レート等の短期金融市場金利の減少関数であることが、窓口指導の有効性を議論する上で重要なポイントになったのである。

しかしながら、この一連の議論には大きな問題点が残されたままになっている。すなわち堀内=江口論争の基盤となった江口モデルおよびそれをより一般型にした古川モデルのいずれにおいても、金融資産として有価証券の存在を無視していることである。もし有価証券をモデルに導入するならば、概して窓口

第7-6表 窓口指導枠と貸出実績（都市銀行：単位 億円）

	指 導（枠）	実 績 額
昭和52		
1—3	11,300	11,141
4—6	9,600	9,321
7—9	11,290	12,162
10—12	16,850	16,841
53		
1—3	12,160	12,070
4—6	10,520	9,794
7—9	11,150	11,109
10—12	18,350	18,941
54		
1—3	9,790	9,764
4—6	8,800	8,826
7—9	7,660	7,660
10—12	14,960	14,960
55		
1—3	8,630	8,880
4—6	7,440	7,307
7—9	7,410	7,356
10—12	16,100	16,069
56		
1—3	10,800	10,589
4—6	11,930	11,158

〔出所〕 大蔵省銀行局『金融年報』昭和56年版

指導の効果はきわめて複雑なものになる可能性をもつといえるであろう。たとえば堀内の一般モデルは有価証券市場を含む体系であるが、この場合には窓口指導強化の効果は証券の収益率を低下させ、貸出利率を上昇させるが、コール・レートを上昇させるか低下させるか確定しない。またマネーサプライの変化の方向も確定せず、それは民間非銀行部門の資産選択行動のパターンに依存する。ただしこのモデルでも準備金需要がコール・レートの関数であったり、

日銀貸出が受動的に供給されるといった仮定が採用される場合にはコールレートだけでなく、証券収益率や貸出利子率の変化の方向も確定せず、マネーサプライの変化の方向は銀行部門の資産選択行動のパターンにも依存することになり、窓口指導強化の効果は一義的には確定できなくなる。

このように有価証券をモデルに明示的に導入することは一般に窓口指導の政策効果を不確定なものにしてしまう可能性が大きいのである。近年の金融資産状況や市中金融機関の有価証券投資行動をみると、有価証券を無視して政策効果の分析等を行うこと自体に問題があるといえよう。その意味で、窓口指導の有効性に関しては市中金融機関の準備金保有行動に加え、有価証券投資行動も問題となるのである。⁴⁸⁾

7.5.2 問題点——その2

これ以外に、窓口指導の有効性に関してとくに金融構造上無視できない問題として、1つには政府系金融機関等の公的金融部門の貸出動向および民間金融部門とのシェアの変動がある。すなわち金融引締め期において窓口指導により民間金融部門の貸出が抑えられても、それと相殺的に公的金融部門の貸出が増加するならば窓口指導の政策効果は尻抜けになる可能性があることである。⁴⁹⁾

また2つには規制対象金融機関の貸出シェアの変動がある。これは窓口指導が規制対象となる金融機関の貸出に対する直接規制を意味することから、その政策効果の大きさに少なからず影響を及ぼすであろうからである。

7.5.3 問題点——その3

さてつぎに問題となるのは窓口指導が金融機関行動にもたらす弊害である。この1つは個別の金融機関に対して中立的である正統的金融政策手段と異なり、窓口指導はある特定の金融機関にのみ向けられるというきわめて差別的な政策手段であることである。もう1つはそれが規制対象金融機関内での貸出シェアを固定化させる傾向をもつことから、金融機関の自由競争を阻害する要因となることである。これらの弊害は窓口指導が恒常的ないし長期にわたって行

われるとよりいっそう大きなものになる。

以上述べた窓口指導の問題点をふまえて、次節では政策手段としての窓口指導に対する評価と今後の展望についてふれることにする。

7.6 窓口指導の評価と展望

すでに述べたように、窓口指導は昭和20年代末に金融政策手段としてはじめて登場してから今日まで引締め期には必ずといってよいほど採用されてきた。それはわが国固有の金融構造に少なからず係わり合いをもっていると思われる。周知のように、戦後日本の金融構造は一般にオーバー・ローン、オーバー・ボロイング、間接金融および資金偏在という4つの特徴的現象によってとらえることができる。もちろんこれらは年代を経て徐々にではあるが変化してきており、それにつれて窓口指導の有効性・必要性も何がしかの影響を受けてきたと考えられる。したがって窓口指導を適切に評価するには、年代を考慮して行われることが必要であると思われる。

7.6.1 評 価

窓口指導は前節で指摘された諸問題を含んではいるものの実際上かなりの効果をもたらえたと考えられる。しかしながら、その効果の大きさは必ずしも一定であったわけではなく、金融構造の変化を反映して低落傾向をもつにいたっている。またそれと同時に、窓口指導による弊害が近年表面化する傾向にある。

さて昭和30年代においては、窓口指導はきわめて有効な手段でありえた。その大きな理由としては、この期間がオーバー・ローンの激化に象徴されるように、戦後日本の金融構造にみられる特徴がひとときは際だった期間であったことが指摘される。つまり恒常的に中央銀行からの借入に大きく依存する都市銀行(規制対象金融機関)の貸出等の金融活動はその他金融機関に対して絶対的優位な立場にあったことである。このことが規制対象金融機関の貸出に対する直接的規制という一次的効果をきわめて大きなものにしたのである。その反面、高

度成長の担い手である大企業と都市銀行との結びつきがとりわけ強いことおよび公的金融部門に対して民間金融部門が絶対的に優位であったことなどが、窓口指導によって規制された企業の資金需要圧力が規制対象外の金融機関に流れ込むことから生じる貸出増加という二次的効果をそれほどのものにできなかった。これらのことが昭和30年代の窓口指導の有効性を支えた大きな要因であったと考えられる。

つづく40年代は徐々にではあるが金融構造に変化が現われはじめ、それと相まって正統的金融政策手段が十分にないにしてもそれらの効果を着実に発揮しはじめた期間であった。このような金融環境は窓口指導の政策効果を弱める方向に働くものであったが、概して窓口指導は引締め政策手段として踏み止まるだけの政策効果を依然もっていたと考えてよいであろう。なお7.4節で検討した近年の有効性をめぐる議論はこの期間を対象としたものといえよう。

昭和50年代になると、窓口指導の運営に変化が生じてきた。規制対象となる金融機関の枠が拡げられたこと、および引締め期だけに限らず緩和期においても行われはじめたことがそれである。このような日本銀行の窓口指導の運営志向は、1つには40年代にはいつて生じてきた金融構造等の変化によってその政策効果が低下してきたことが大きく原因していると考えられる。つまり従来のきわめて限定的な窓口指導では十分な政策効果を期待できないためである。いずれにせよ、とりわけ40年代後半からの窓口指導は効果の点で30年代のそれに比べ弱いものになってきたといえよう。

7.6.2 展 望

以上、わが国金融政策の特徴ともいうべき窓口指導に対しておおまかな評価を行ったが、今後のことを考えるとき、その政策効果については悲観的な評価を行わざるを得ない感がする。

その1つは近年とみに目だってきた規制対象の中心である都市銀行の貸出シェアの低下である(第7-7表参照)。この傾向が今後も続けば、その他金融機関(公的金融機関を含む)による2次的効果の急増により窓口指導の効果がいつ

第7-7表 都市銀行の貸出シェア
の推移 (単位%)

年 度 末	貸 出 シ ェ ア
昭和 40	0.45
41	0.43
42	0.42
43	0.42
44	0.43
45	0.42
46	0.43
47	0.43
48	0.42
49	0.41
50	0.41
51	0.40(0.403)
52	0.40(0.399)
53	0.39(0.394)
54	0.39(0.389)
55	0.39(0.387)
56	0.31

[注] 都銀の貸出シェア

= $\frac{\text{都銀貸出残高}}{\text{全銀・相銀・信金の貸出残高}}$

[出所] 日本銀行統計局『経済統計月報』

第7-8表 全国銀行の有価証券投資
の推移 (単位%)

年 度 末	有価証券投資比率
昭和 40	0.17
41	0.18
42	0.17
43	0.17
44	0.16
45	0.15
46	0.15
47	0.16
48	0.16
49	0.16
50	0.17
51	0.19
52	0.20
53	0.22
54	0.23
55	0.23
56	0.22

[注] 全銀の有価証券投資比率

= $\frac{\text{全銀の有価証券投資残高}}{\text{全銀の貸出残高・有価証券投資残高}}$

[出所] 日本銀行統計局『経済統計月報』

そう弱められることになろう。

さらにもう1つは近年増大傾向にある金融機関の有価証券投資である(第7-8表参照)。先の7.5.1で指摘したように、有価証券を含む理論的枠組では窓口指導の効果はきわめてあいまいなものになってしまうのである。

このような窓口指導の効果自体に関する問題に加え、それによる弊害が近年とみに表面化してきたことである。今後将来にわたって都市銀行の地盤低下がいつそうすすめば、単に自由競争を阻害するにとどまらず、規制対象金融機関の収益悪化というきわめて深刻な問題を生じさせることになるであろう。

以上、窓口指導が効果の面のみならず、その弊害の面からも今後における引締め政策手段としてのその重要度は低いものになっていくのではないかと考え

られる。短期金融市場等の金融市場の拡大、預貯金金利・貸出金利・公社債発行金利等の各種規制金利の弾力化・自由化が進行するなかで、正統的金融政策手段が十分その効果を発揮してくれば窓口指導の必要性も失われていくであろう。これらの点をふまえるならば、いろいろな問題を含む窓口指導は将来的には極力避ける方向にもっていくことが望ましいのではなかろうかと思われる。

- 1) また英国においては、「窓口指導」は *regest* ともよばれる。
- 2) 鈴木淑夫『現代日本金融論』（東洋経済新報社，1975年）185頁。
- 3) 窓口指導の一般的性格 および外国との比較に関しては、呉文二『金融政策—日本銀行の政策運営』（東洋経済新報社，1975年）156頁、および鈴木淑夫『金融』（日本経済新聞社，1980年）184－185頁を参照されたい。
- 4) 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，1969年）121頁。
- 5) これはまた貸出査定あるいは窓口査定とよばれているものである。
- 6) 金子隆『「窓口指導」下の貸出行動』（三田商学研究）（24巻1号，1981年），103頁。
- 7) 呉文二，前掲書，156－159頁、および同「日本銀行の窓口指導」『季刊現代経済』（日本経済新聞社，第17号，1975年3月），134－138頁参照。
- 8) 鈴木によれば，それは規制対象となる金融機関のもつ特殊性や季節性を考慮した措置であるとされている。同『現代日本金融論』184頁。
- 9) この節では通貨当局の窓口指導必要論をとりあげているが，最近堀内はそれを批判的な立場から検討し，かつ規制対象である都市銀行の窓口指導必要論を展開している。堀内昭義「なぜ窓口指導か—窓口指導必要論の検討」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）所収，70－94頁。
- 10) 香西泰・荻野由太郎『日本経済展望』（日本評論社，1980年）280－283頁，および堀内，前掲論文，72－76頁参照。
- 11) これとは別に，藤野はつぎのような観点から窓口指導の必要性および有効性を論じている。すなわち景気のピークに近づいた点では，コール市場には基調的に均衡が存在せず，超過需要が発生する。このコールの超過需要に対して，通貨当局は信用秩序の維持の立場から受動的な日銀信用供与で対応せざるをえない。したがってこの受動的な日銀信用を抑制するために，その原因であるコールの超過需要を発生させない手段として，貸出に対する量的規制（窓口指導）が必要であり，その限りにおいて有効であるというのである（藤野正三郎「銀行行動とマネー・サプライの制御」貝塚・兼光編，前掲書所収，61－63頁）。

- 12) もちろん、これに加えて前節で述べた窓口指導の一般的性格である速効性および確実性という要因もあげられる。
- 13) 金子隆，前掲論文，105頁，および香西泰「見直すべき時期にきた窓口指導」『金融ジャーナル』（金融ジャーナル社，1981年12月号），14頁参照。
- 14) 狭義の有効性という言葉は香西が前掲論文の中で用いたものである。したがってこれにもう1つの有効性である実効性を含めるならば，それは広義の有効性ということになる。
- 15) 館龍一郎「金融政策の有効性」『経済学論集』（第31巻第2号，1965年7月）。鈴木淑夫，前掲書（注4）。
- 16) 古川顕「金利規制と窓口規制」『金融学会報告』（1977年5月），13-24頁。
- 17) 金子隆，前掲論文，103-119頁。また，短期金融市場金利であるコール・レート等を高めに誘導する政策も，窓口指導の実効性と関係する。この点は，金子（同論文，115頁）および安田によって指摘されている（安田正「日銀の政策運営と銀行の行動論理」『週刊東洋経済』臨時増刊・近経シリーズ 第54号，1980年10月）。
- 18) ここで検討する有効性は，有効性の第2の側面である狭義の有効性すなわち窓口指導によって全金融機関の貸出総量ひいてはマネーサプライがコントロールされうるか否かの有効性である。
- 19) 館龍一郎，前掲論文，6頁。
- 20) H. T. Patrick, *Monetary Policy and Central Banking in Contemporary Japan*, University of Bombay, 1962（三宅武雄訳『日本における金融政策』東洋経済教報社，1967年）。
- 21) 鈴木淑夫，前掲書，119-125頁。
- 22) 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），204-213頁。
- 23) 江口英一「コメント：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），242-245頁。
- 24) 古川顕「窓口規制の有効性—堀内・江口論争をめぐって—」『経済研究』（第32巻第1号，1981年1月），43-48頁。なお，ここで紹介する一連の議論とは別に，三輪芳明による堀内・江口批判およびそれに対する堀内の反批判の議論がある。また，これらの一連の議論に対して，黒田巖が批判的な観点から検討を行っている。三輪芳明「『窓口指導』の有効性—堀内昭義・江口英一両氏の所説に関連して—」『国民経済』（国民経済研究協会，第139号，1978年7月）。堀内昭義「『窓口指導』の有効性再論—三輪芳明氏の批判に答える—」『国民経済』（第140号，1979年1月），黒田巖「窓口指導をめぐる分析の再検討」『季刊現代経済』（第37号，1979年12月），141-147頁。
- 25) つぎに紹介する江口モデル（江口，前掲論文）における仮定。

- 26) 江口英一, 前掲論文および同, 「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』(第29巻第1号, 1978年1月), 81-84頁参照.
- 27) 堀内昭義「江口英一氏のコメントに答える—窓口規制の有効性について—」『経済研究』(第29巻第1号, 1978年1月), 78-80頁.
- 28) 江口英一, 前掲論文, 83頁, および古川顕, 前掲論文, 44頁参照.
- 29) 堀内昭義『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析』(東洋経済新報社, 1980年)21-22頁.
- 30) 堀内昭義, 前掲書, 27-28頁.
- 31) 堀内昭義, 前掲書, 157頁, (b)限定されたケース(イ)の資産市場の一般均衡体系参照. なお, 記号は古川のもので堀内とは異なる.
- 32) 以上紹介した議論では, 支払準備が預金の一定割合であるか, コール・レートの変動に有意に反応するか否か, という形で準備金需要を問題にしているが, 香西は金融政策の効果を分析する際に, アメリカで通説とされている自由準備仮説を採用すればどうなるかを検討してみる必要があろうと指摘している(香西泰「銀行準備とコール・レート—堀内, 岩田=浜田説へのコメント—」『国民経済』[144号, 1981年3月], 57-67頁). この場合, 自由準備 $G = R^D - qD - N$ がコール・レートに反応するか否かが問題とされるのであるが, 堀内・江口・古川モデルのように日銀貸出 N が外生的に決定されると仮定する限り, 「窓口指導の有効性」論争における上述の論点には相違をもたらない. 問題は N が外生的に決定されるという仮定が妥当かどうかである.

堀内・江口・古川モデルでは, すべて N が日銀によって政策的に決定される外生変数であると仮定されている. しかし, 少なくとも短期においては, 一定の公定歩合のもとでの銀行のハイパワード・マネー需要に対して, 日銀は受動的に信用供与を行うと仮定する方が現実的であるとする見解があり, 古川はこれを実証的に検討した(古川顕「日本銀行の貸出供給ルール」『季刊現代経済』[臨時増刊, 第45号, 1981年]). そして篠原・福田は, このような受動的貸出政策の下では, かりに準備金需要が預金の一定割合であっても, 窓口指導は有効性をもつことを理論的に証明している(篠原総一・福田充男「日銀貸出と窓口指導の有効性」『経済研究』[第33巻3号, 1982年7月], 259-262頁).

本章の分析方法に即していえば, 堀内モデルで $H \equiv \bar{Z} + N(\rho); N_\rho > 0$ とした場合,

$$\begin{pmatrix} -N_\rho & kD_t \\ -L_{2\rho} & (L_t^D - L_{2t}) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} d\rho \\ di \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ d\bar{L}_1 \end{pmatrix}$$

$$J_3 = kD_t L_{2\rho} - N\rho(L_t^D - L_{2t}) > 0 \text{ であり}$$

$$\frac{d\rho}{dL_1} = \frac{-kD_t}{J_3} > 0, \quad \frac{di}{dL_1} = \frac{-N_\rho}{J_3} < 0$$

したがって、準備金需要がコール・レートに反応しない場合でも窓口指導の強化は貸出総額を抑制するという効果をもつことになる。

なお、このように、 N を受動的とする考え方は先の7.3節で紹介した現金需要バランスを用いた窓口指導必要論に相応するものである。

- 33) 古くは、パトリックによる実証的分析があるが、それは日本銀行や都市銀行の予想する貸出額と実現された貸出額の差を比較することによって判断するものであり、本格的な計量的手法にもとづくものでない(H.T.パトリック、前掲訳書、151-163頁)。なお、パトリックはそれを論拠として窓口指導の有効性を支持している。
- 34) 堀内昭義、前掲論文「『窓口指導』の有効性」、206-212頁。
- 35) 吉野直行「実証分析：窓口指導は有効か」『週刊東洋経済』（臨時増刊・近経シリーズ 第60号、1982年2月）。
- 36) A.J.Meigs, *Free Reserves and the Money Supply*, University of Chicago, 1968 および R.L.Teigen, "Demand and Supply Functions for Money in the United States: Some Structural Estimates," *Econometrica*, Vol.32, No.4, Oct. 1964, pp.476-509. 拙稿「マネー・サプライに関する一考察—マネー・サプライ関数の計測—」『大阪商業大学論集』（第59号、1980年12月）、163-181頁参照。
- 37) 鈴木淑夫、前掲書『金融政策の効果』、85-88頁。
- 38) 浜田宏一・岩田一政・石山行忠「コール市場と貨幣の供給過程」『経済分析』（61号、1976年3月）、2-3頁、および岩田一政・浜田宏一『金融政策と銀行行動』（東洋経済新報社、1980年）、91-92頁。
- 39) 岩田・浜田の分析も、昭和30年代については金利に感応的であるという結果は得られなかった、と述べている(岩田・浜田、前掲書、91頁)。
- 40) なお、古川は「現金」だけの場合も計測を行い、本文で取上げた「預け金」を含む支払準備の場合とはほぼ同じような結果を得ている。
- 41) 月起物コールは昭和47年6月以降廃止され、手形売買市場にとってかわられたから、これ以降は手形売買レートが用いられている。
- 42) 拙稿「銀行準備に関する統計的分析」『経済学論叢』（同志社大学、第30巻第2号、1981年10月）、47-50頁。
- 43) ダービン・ワトソン比から判断して、系列相関の存在を否定できないが、ここでは修正を行っていない。
- 44) 堀内昭義「銀行・金融機関の準備需要について—浜田・岩田および古川の計測結果の再検討—」『経済研究』（第32巻第2号、1981年4月）、178-187頁。

- 45) 拙稿, 前掲論文, 46頁.
- 46) 拙稿, 前掲論文, 47-53頁.
- 47) 本節(問題点)・次節(評価と展望)に関して、『金融ジャーナル』(1981年12月号)での窓口指導の特集「窓口の指導の今日的意義と課題」が参考となる.
- 48) 吉野直行, 前掲論文, 115-116頁.
- 49) 吉野直行, 前掲論文, 116頁.

● 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』(第28巻第3号, 1977年7月), 242-245頁.
- [2] ——「短期金融市場のワーキングについて」『経済研究』(第29巻第1号, 1978年1月), 81-84頁.
- [3] 金子隆「『窓口指導』下の貸出行動」『三田商学研究』(第24巻第1号, 1981年), 103-119頁.
- [4] 呉文二「日本銀行の窓口指導」『季刊現代経済』(日本経済新聞社, 第17号, 1975年3月), 134-148頁.
- [5] 黒田巖「窓口指導をめぐる分析の再検討」『季刊現代経済』(日本経済新聞社, 第37号, 1979年12月), 141-147頁.
- [6] 広江満郎「銀行準備に関する統計的分析」『経済学論叢』(同志社大学, 第30巻第2号, 1981年10月), 44-54頁.
- [7] 古川顯「窓口規制の有効性—堀内・江口論争をめぐって—」『経済研究』(第32巻第1号, 1981年1月), 43-48頁.
- [8] 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), 204-213頁.
- [9] ——「江口英一氏のコメントに答える—窓口規制の有効性について—」『経済研究』(第29巻第1号, 1978年1月), 78-80頁.
- [10] ——『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析—』(東洋経済新聞社, 1980年)
- [11] ——「銀行・金融機関の準備需要について—浜田・岩田および古川の計測結果の再検討—」『経済研究』(第32巻第2号, 1981年4月), 178-187頁.

わが国の窓口指導の性格・沿革およびその実態等を知るうえで, とくに呉[4]が参考となる.

本章で理論的・実証的検討を行った窓口指導の有効性の問題は, 堀内=江口論争を中心としたものであり, その論争の詳細な経緯については堀内[8]・[9], 江口[1]・[2]を, またその論点に対する理解をより深めるには一般型に拡張した理論モデルで検討を行った古川[7]や一般均衡分析手法を用いた堀内[10]等を参考にされたい. なおこれらの議論

に関して、批判的観点から再検討を行った黒田 [5] や有効性のもう 1 つの側面である実効性の面から理論的考察を行った金子 [3] 等も並行して参照されることをすすめておく。

また他方、有効性をめぐる理論的考察に沿って行われた実証的考察——銀行準備に関する仮説検定——に関しては、とくに古川 [7]・堀内 [11] および広江 [6] 等を参考にされたい。