

マネーサプライ・コントロールのあり方

日本銀行 安 田 正

1. は じ め に
2. マネーサプライ・コントロールの基本的問題
3. わが国における問題

1. は じ め に

マネーサプライ・コントロールに当って中央銀行が配意すべき諸問題の広がりはいくつもあるが、本稿はこれに直結して重要と思われる次の諸点を取扱ったものである。

2.のマネーサプライ・コントロールの基本的問題ではコントロールすべきマネーとは何か、また、マネーの概念が確立できたとしてそれは中央銀行にとってコントロールできるかどうか、更に、コントロールしようとすれば、どの程度の期間で目標を達成すべきかの3つの問題を取り扱っている。

3.の(1)「銀行システムの意味」では、規制型、市場型の2つのシステムが基本的に分類されること、通常規制型に分類されるわが国のシステムはどのようになっているかを例示的に示した。これは3.の(2)の「わが国におけるマネーサプライ・コントロールの具体的方法」の制約条件を予め検討するという意味をもっている。

3.の(2)では、インターバンク・マネーマーケット金利の誘導および窓口指導というわが国におけるマネーサプライ・コントロールの2つの技術的支柱のよって立つ背景、及びメカニズムについて触れた後、窓口指導なしで所期の効果を挙げようとした場合、どのような方法が考えられるか、また、そうした方法の問題点は何かについて試論を述べた。ここで取扱った問題は優れて技術的側面が多いが

政策実践は理論だけでなく知恵（総合判断）と技術を本来含むといえよう。その詳細は別紙Ⅰ、Ⅱ、Ⅲに述べ、本文では省略した。

本稿で取扱った問題は、中央銀行にとっていずれも重要な事柄であるが、といて直ちに理論的かつ実践的に理想的な結論が得られるものではあるまい。したがって、ここでは暫定的見解、あるいは単に問題点の指摘にとどめたところも少なくない。「金融研究会」の討論を通じて、これ等の諸点が少しでも解明されることを望みたい。

2. マネーサプライ・コントロールの基本的問題

(1) マネーの概念

—金融政策の目標とすべき「マネー」は何か

まず、コントロールすべきマネーとは何かという問題から考えてみたい。

理論的に考えた場合、近代的にはマネーとは流動性の高い金融資産であり、かつ安全資産（期待収益の分散の低い資産）であると定義されることが多い。しかし、そうした一般論から離れて、具体的な資産について個々にマネーかどうかを検討していくためには、流動性の程度や期待収益の分散について、マネーの基準を定めなければならない。もっと詳しくいえば流動性は資産の full value を実現するのに要する時間の関数として示さ

れるから、どの程度の時間をマネーの基準として設けるかという判断が必要になる。また期待収益の分散についていえば、例えば現金、預貯金はゼロであるから問題はない。しかし3か月CDであれば、3か月後のみの分散がゼロで、それまでの間は非ゼロであるが、どの程度の分散の値であればマネーと考えてよいかという問題がある。

さらにかりにそうした基準が定まったとして、果してマネーとして銀行部門の債務のみを考えるべきか、それともそれ以外のもの（例えば2か月TB）をもマネーと観念してよいかという問題もある。

マネーとは何かを考える場合、今1つの視点は、より実践的に金融政策の最終目標である物価水準に対する影響を実証的に観察し、そこから具体的なマネーの指標を帰納して行く方法であろう。

下表は主なマネーサプライ指標と物価との時差相関を示したものである。

M_1 は主として取引動機に基づくマネーの保有、つまり現在の経済活動の反映であり、また $M_2 + CD$ や M_3 は将来の経済活動にも関わりがある資産動機に基づくマネーをも含め

た指標、マネタリーベースは銀行組織の債務総体の代理変数という性格をもつと考えられる。

表からみるかぎりWPIとの関係では、 M_1 が最も相関が高く、CPIについてはマネタリーベースと M_1 、GNPデフレーターとの関係では $M_2 + CD$ と M_3 がともに良い相関を示している。WPIについては輸入物価というマネーサプライに直接関係のないもののウェイトが高いので、果してマネーの指標との時差相関の高低を云々することが正しいかどうかはやや問題であろう。CPIは最終需要に関係した数値であり、取引動機に係るマネー、つまり M_1 と高い相関を示していることはうなずける。一方輸入物価に関係がなく、もっぱら国内の付加価値に関係したGNPデフレーターが $M_2 + CD$ や M_3 と高い相関関係にあることは注目される。

ただ、こうした過去の数値から、1つの指標のみをマネーの代理変数と見做したり、あるいは既存のいくつかの指標を併せ観察すればよいと考えるのは危険であろう。短期における民間非銀行部門のポートフォリオの変化、あるいはマネーとしての性格をもつ新しい金

マネーサプライと物価の時差相関

(計測期間; 1972. III ~ 1980. II)

	マネタリー ベース	M_1		$M_2 + CD$		M_3	
	平 残	末 残	平 残	末 残	平 残	末 残	平 残
W P I (総平均)	(4) 0.6857	(4) 0.7923	(4) 0.8019	(4) 0.7501	(4) 0.7434	(4) 0.6925	(4) 0.6925
C P I (全国、総合)	(5) 0.9230	(5) 0.8930	(5) 0.9208	(5) 0.9079	(5) 0.8986	(5) 0.9009	(5) 0.9009
G N P デフレーター	(5) 0.8741	(5) 0.8429	(5) 0.8733	(5) 0.9139	(6) 0.9167	(5) 0.9379	(5) 0.9379

(注) 1. データはすべて季節調整済四半期計数、3期移動平均後の前期比増減率。

2. 各計数は時差相関係数の最も高い値、()内はマネーサプライの先行期数。

融資産の出現に対処しえなくなるからである。例えば、民間預・貯金から郵貯、現先への資産シフトが起ったり、CDが出現したりした時のことを考えれば、このことは明らかであろう。とくにわが国のように預・貯金金利のような非弾力的な規制金利と現先利回りのような完全に自由な金利が併存し、両者の間に裁定に基づく金利の均衡が期待できない世界ではポートフォリオの変化はより頻繁かつ大幅に起こり得るものと思われる。さらにまた、金利自由化が進展しつつある途次において、次々と新しい貯蓄手段の導入が認可されていくならば、こうした問題は一層重要になってくる。中央銀行はマネーの性格を持つ資産相互の資金シフトや、マネーの性格を持つ新しい資産の出現に常に注意を払うべきである。

(2) コントロールの可能性

— とくに銀行部門の負債勘定以外の金融資産をもマネーの一部に含めた場合

第2の問題は、かりに何等かのマネーの指標が定まったとして、それが果して中央銀行にとってコントロール可能かどうかという問題である。中央銀行が準備供給を軸としてマネーサプライをコントロールしようという議論は、それが準備を操作変数としよう、あるいは何等かの金利を目途としよう、銀行部門の負債勘定としてのマネーを念頭においている。そこにさえ様々な問題がある。いわんや例えば現先やTBをもマネーと観念した場合には、中央銀行にとって銀行部門の勘定を通じてコントロール可能なマネーはマネーの一部にすぎない。

もとより、現先にしろTBにしろそれ等が支払手段としてのマネー(M_1)に転化するためには、必ず銀行部門の負債勘定とならなければならないから、その意味では最終的に

は銀行部門の負債のみをコントロールすれば十分であるという議論もありえよう。あるいはまた、非銀行部門のポートフォリオの変化や新商品の開発等からくるマネーの見誤まりを避けるために、個々のマネー指標よりはむしろそのこと銀行部門の負債の背後にあるマネタリーベースを中間目標にすればよいという主張もそれなりの説得力があるように思われる。

しかし、もし、民間非銀行部門がその保有に係るTBや現先をマネーと観念しはじめる、あるいはその増加をマネーの増加と受止めるという場合には、実体経済活動は活発化するだろうし、その一方で中央銀行が銀行部門の負債をマネタリーベースのコントロールを通じて一定に保とうとするならば、予期せざる金融情勢の変化が起ることもありうるだろう。もし、それに伴う経済の変動を回避しようとするならば中央銀行はTBや現先を含む広義のマネーの伸び率を初めから安定的に維持するように努めるべきであるが、民間銀行部門に対する準備供給を按配することによって銀行の負債以外のマネーをも適切にコントロールすることができるであろうか。

(3) マネーサプライ・コントロールの期間

— マネーサプライの適正な伸び率とはどの程度の期間を対象にしているのか

マネーサプライ・コントロールの基本的問題として最後に触れなければならないことは、どの程度の期間でマネーサプライ・コントロールを考えればよいのかという問題である。望ましいマネーサプライの目標値は、中・長期的な値であるから、その期間ではそうした値が達成されなければならないのは当然である。ここで問題としているのは現在の値と中・長期の目標値の間に乖離があった場合、どの

程度の期間ならば、そうした path からの乖離を許すべきかという問題である。あまり急速なマネー増加率の修正は、金利の大幅変動を招き金融市場の不安定を通して民間の期待を攪乱する基となるだろうし、また市場の安定性に配慮しすぎて修正が遅れれば、適正 path から外れたマネーの実体面への影響が先に出てしまい、適正值へのマネーの調整が実体面の摩擦なしに行いえないことになるだろう。

したがって観念的には市場の安定性や民間の期待に大きな攪乱を与えない程度のテンポで修正するのに十分な期間であり、かつマネーの適正 path からの乖離の実体面への影響が大きくなりえない程度の短期間が、当面のマネーサプライをコントロールする期間であるということになろう。しかし、そうした期間はその時々的情勢によって著しく異なる。path からの乖離が大きければ大きい程、市場の安定性や期待に攪乱を与えないための期間は長いことが要請されるし、逆にその乖離が実体面に大きな影響を与えないうちに戦線収束をはかるといふ観点では期間は短いことが要請されることになる。そうした矛盾に陥らぬようにするためには、緊急か予防的か試行的かによって異なるが、通常1か月～2か月単位程度のマネーサプライを、実務家の直観からみてあまり大きく path から乖離しないように、コントロールすることが要請されることが多いといえよう。こうした要請に応え、かつ次項に述べる一国の銀行システムが与えられた時に、どう現実に対処するかが、中央銀行のマネーサプライ・コントロールに係る知恵の所産＝臨床技術（アートとしての）であると位置づけられよう。

3. わが国における問題

(1) 銀行システムの意味

2つの銀行システム

わが国の金融政策運営の方法は、各種規制によって銀行の行動を縛ることによっていると理解されている場合が多い。すなわち、この考え方では銀行システムを、まず

① 金利は市場で決定され、銀行準備を操作することによって銀行の与信が決定されるシステム、

② 直接銀行与信について量的規制を課す一方、民間非銀行部門の資金需要をコントロールするため、金利規制を併用するシステム、

の2つのグループに分類する。その上でわが国を②のグループと観念するわけである。

わが国の銀行システムに②の要素が濃いかとは否定できないが、大方の銀行システムは①と②が混合しているのであって、ある銀行システムを純粹にどちらか一方と決めつけることには無理がある。

さらに、本来純粹な①や②が存在しえないとすれば、マネーサプライ・コントロールの具体的方法としてどのようなものを選ぶかを議論する場合にも、何を何処まで規制するのが、「その国」にとって望ましいかを、過去の経緯とのつながりをも併せ考えたうえで、臨床学的に議論すべきであろう。多くの議論が純粹な形での①や②を頭に描き、白地に絵を描くように議論するのは、いささか単純すぎよう。

わが国の実情

こうした観点に立つならば、わが国の銀行

システムについて検討するに当たっても、単にわが国金融の諸特徴を表面現象としてとらえ、その功罪を論ずるのでは余り意味がない。それ等の依って立つ銀行の行動原理、長短期金融市場の機能態様、長年の金融上の商慣習、行政機構との兼合い等をも考慮に入れた検討が要請される。①型への漸進的移行が望ましいといっても歴史的所産としての現在のシステムとのつながりや移行に伴う諸問題への明確な判断がなければ、具体的な政策提言とはなりえない。

例えば事業債発行利回りが一種の規制的方法によって決められていることは確かであるが、このことは国債、郵貯金利の決定の影響を大きく受けている。国債利子負担の軽減を求める行政当局の圧力と郵貯金利との権衡上民間預貯金金利は硬直的たらざるをえず、ここから金融債の、したがって事業債金利の自由化がはばまれていると考えられる。

また、貸付金利において、民間金融機関のプライムレートが結果的に公定歩合との関係から決まってきたことについても、これを規制と観念するか、それともわが国金融機関の間に根強く存在する「横ならび意識」の所産と考えるかによって対処の方法は異なってくるかも知れない。むしろ貸付金利について明確に存在する規制の1つに利息制限法上の上限があり、今1つに郵貯金利との兼合いで預・貯金金利が低位非弾力的であるという背景に注目すべきであろう。また、貸付金利の変動が自由金利である短期金融市場金利（コール・手形レート、現先レート）のそれに比較してマイルドである点についても、これが利息制限法や郵貯金利との兼合いとして顕れているのか、あるいは銀行と顧客との暗黙の長期取引契約の所産であるかについての吟味が必要である。

こうした銀行システムについての実態認識は、システムそのものをどのように変革するかについての前提であるとともに、次項で述べるマネーサプライ・コントロールに係る技術的領域の変更を提言するうえでも重要な条件となってくる。何故なら一国のマネーサプライ・コントロールに関する金融当局の技術的な諸特徴（例えば、インターバンク・マネーマーケットの金利とマネタリーベースのいずれを主な操作変数とするか、わが国の場合窓口指導如何）は、こうした制度としての銀行システムの制約のもとでの金融当局の臨床的な知恵の所産と考えられるからである。もし、マネーサプライ・コントロールにおいて中央銀行の技術的な操作方法について何等かの改良が必要であるとすれば、これまで述べた金融構造、ないしはシステムとの関係がどうかをまず検討し、また、その結果、技術的領域についての変更提言が、システム自体の変更なしに実施困難であるときにはシステム変更に伴う諸問題をも併せて検討すべきである。

(2) わが国におけるマネーサプライ・コントロールの具体的方法

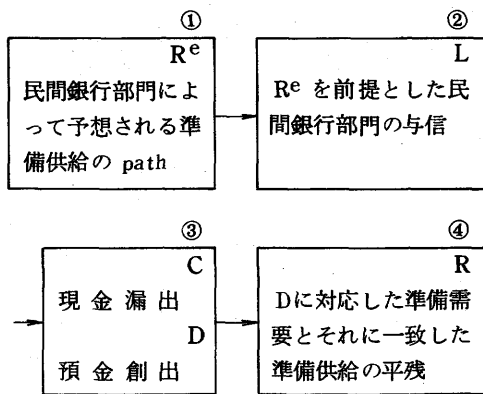
インターバンク・マネーマーケットへの影響

わが国におけるマネーサプライのコントロールは公定歩合を心棒とし、より技術的には主としてインターバンク・マネーマーケットにおける金利の誘導と取引先金融機関個々に対する直接の要請＝窓口指導という2つのルートを通じて行われていることはよく知られている。

インターバンク・マネーマーケットの金利を誘導するテクニックは「積みの調整」と俗称されているが、そのメカニズムについては別紙Ⅰ「短期金融市場レート決定のメカニズム」に述べてある。簡単に言えば、そのメカ

ニズムは準備預金制度上の必要準備の所要平残（1か月平残）を日銀が最終的には供給するという期待のもとに、市場に参加している取引先銀行の準備供給の日々の path（したがって金利変動の path）に関する期待を日本銀行が少しづつ修正し、準備需要そのものを変えて行くプロセスとすることができる。

このことをフローチャートで示せば次のようになるであろう。



積みの調整とは、日々の民間銀行部門の準備供給期待に対して多目、少な目にこれを与えることによって上表の R^e を変化させるプロセスと解釈することができる。ただ、そうした理論的に正確なプロセスが市場担当者によって明白に意識されているかどうかは別問題である。市場担当部局は実務家としての直観によって、それと気付かずに民間銀行部門の準備供給の path に関する期待を読んでいるが、むしろ R^e が修正される過程で変動するインターバンク・マネーマーケット金利の動きにより多くの関心を払っている。このことは、中央銀行の読みの正しさを金利の動きによってチェックしているともいえ、その意味で操作目標となる変数は市場金利あるいは

はそこから派生する金利の期間構造である。

このようにして実現したインターバンク・マネーマーケットの金利は供給と需要の両面から、マネーサプライ・コントロールに影響を与える。

1つは支払準備調達コストおよび準備保有利回りの変動を通じて銀行の資産選択に影響を与え、その与信行為を変化させる供給面のルートであり、今1つはインターバンク金利の変動が公開短期金融市場、債券市場（発行及び流通市場）、貸付市場等他の金融市場に波及して民間非銀行部門の受信行為に影響を与え、この面からマネーサプライに変化が起る需要面のルートである。^(注)

こうした政策運営のあり方に関して検討すべき問題は次の2つであろう。その1つは金利を操作変数としていること自体にあり、今1つは上述したインターバンク金利の変動を基点とした効果波及に係るものである（窓口指導の要否など）。

金利を操作変数とすることの是非

金利を操作変数としながらマネーサプライという量的指標を目標とすることについては多くの批判があるが、その批判の骨子は、金利とマネーサプライとの関係は、流動性効果、所得効果、フィッシャー効果の総合であり、そのそれぞれの効果がタイミングと方向とを異にするため、両者の間に一義的な対応関係を見出すことが難しいということに要約できよう。

わが国をはじめ先進国の多くが、金利を操作変数としているが、各中央銀行とも一定の金利水準に拘泥せず、試行錯誤的に金利を操作しているのもこのためであって、純粋な金

(注) 前章の銀行システムに従えば、インターバンク、及び公開短期金融市場、債券流通市場はシステム①に属し、債券発行市場は（入札発行制度の導入等システム①への移行がみられるが）システム②、また貸付市場は両者の混合システムに属すると一応の分類が可能であろう。

利コントロールによるマネーサプライ政策は現存しないのが実情であろう。

とはいえ、試行錯誤的な金利の操作といえども、見誤りの危険があることは率直に認めなければなるまい。

一方、リザーブを操作変数としているといっても、アメリカは操作目標としては非借入準備をとっている。つまり、中央銀行信用に占める貸出とオペとの比率に注意を払っているわけで、この点は興味深い。このことは、貸出とオペとは短期金融市場金利への影響が異なるという認識が前提になっているからであろう。そうした意味ではアメリカの現行システムといえども金利を操作変数としているのと同じ側面をもっていることになる。しかもアメリカは現行システムを導入して以来絶えず市場金利の乱高下に悩まされている。純粹なリザーブ・コントロール・システムが機能しているのは現在スイスのみであろう。

窓口指導の存在意義

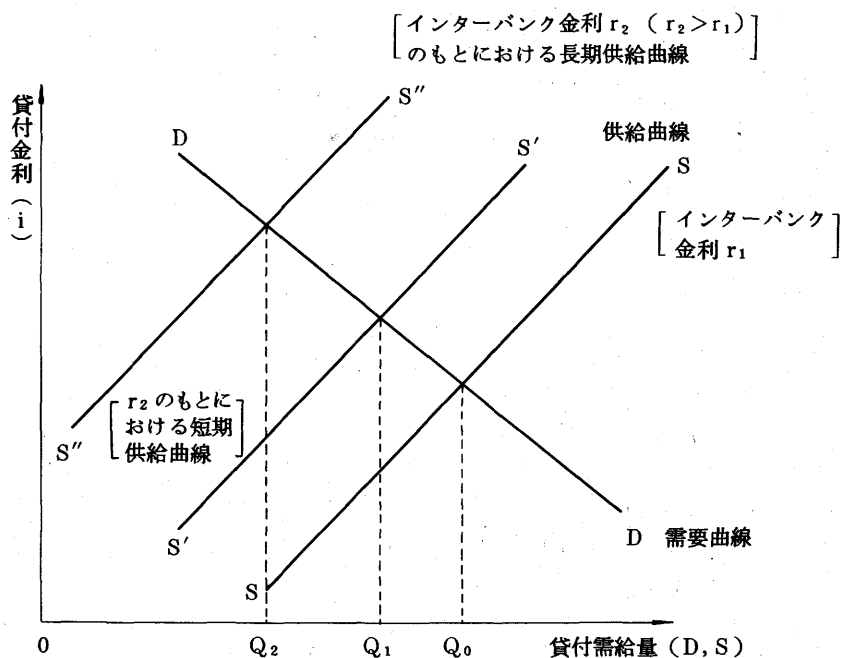
インターバンク・マネーマーケット金利の

変動を基点とする効果波及についての問題は窓口指導の存在意義と関わってくる。

下図に示したように、貸付供給曲線は貸付金利の増加関数であり、インターバンク金利(i)の上昇にともなって左上にシフトする。ただ、銀行の資産調整の遅れを映じ、短期におけるシフトの幅は長期の最終的なシフト幅に比し著しく小幅である。したがって金融当局が最終的にマネーサプライの増加を OQ_2 に抑えようとしてそれに必要なインターバンク金利の上昇があったとしても、マネーサプライは OQ_2 よりも Q_2Q_1 だけ大幅となってしまふ。

理論的にはそうしたことは放置しておけばよいのであって、他の事情にして等しい限り、時間が経過すれば意図したマネーサプライが達成されるといえるであろう。そしてそのことはその通りである。しかし政策という臨床学的な実務の世界で考えた場合、果してこうした措置が正しい対処方法といえるかどうか疑問のように思われる。

第1に引締めが浸透するまでの期間をどう



考えるかという問題がある。

供給曲線のシフトが遅れ気味になる理由としては、顧客との良好な取引関係を保ちたいという長期的視点にたった行動原理にもとづく銀行の資産調整の遅れの他に、郵貯に代表される制度的な足枷が主因となって、預・貯金金利への波及が殆ど期待できないこと、も考えられる。

いずれにしても、わが国の場合そうした調整期間はかなり長いと覚悟しなければならない。わが国民間銀行同士の間根強い横ならび意識があることが資産調整の遅れを一段と長くしているからである。同時にそうした横ならび意識があることが窓口指導を機能させる有力な背景ともなっている。

窓口指導のメカニズムについては、別紙Ⅱ「窓口指導の理論的裏付けの一側面」にその一端を示してあるが、簡単にいえば横ならび意識の存在という面から窓口指導の役割の検討を試みたものである。

窓口指導なしで政策運営を行う場合の問題

もとより窓口指導にはいろいろな問題がある。そうした問題を強く意識することから、窓口指導なしでつまり先に述べたインターバンク金利の誘導のみで、政策運営の実効を期するにはどうすればよいかが種々検討されることになる。

一つの方法は短期の貸付供給曲線が金融当局の意図した水準に短期において収束するよう、思い切ってインターバンク金利を大幅に引上げることである。前図に則していえば短期供給曲線が S'' まで一挙にシフトするように市場を誘導するといってもよい。しかし、もし金融当局が市場の期待に攪乱を与えないよう市場の安定性を重視しているならば、この方法は必ずしも好ましいものではない。別

紙Ⅱ「窓口指導の理論的裏付けの一側面」において、市場の安定性と政策の即効性をいかにして両立させるかの知恵として窓口指導を位置づけている所以である。

窓口指導なしでマネーサプライ政策を達成する第2の方法はマネタリーベース（ハイ・パワード・マネーすべてではなく reserve base）の操作である。これ为目标とするマネーサプライに対応したレベルに固定し、それ以上には中央銀行がビター一文も追加準備を供給しない方針を堅持することであろう。ハイ・パワード・マネーを操作変数とする方式とは、こうした考え方に立つものである。

ただ、この方式をわが国の現在の銀行システムや銀行行動のうえに適用することには、かなり問題が多く、あまり現実的であるとは思われない。その理由はやや技術的にすぎるきらいもあるので、詳細は別紙Ⅲ「マネタリーベースを操作変数とする場合の諸問題」に回し、ここでは次の点を指摘するにとどめておきたい。すなわち、マネタリーベースを操作変数として金融政策の効果を期するためにはすくなくとも次の3つの条件が必要である。

① 民間銀行が常時預金の払戻し請求に応じうるだけの所要準備を自主的に保有すること。

② 中央銀行は減多に「最後の貸手」として機能せず、民間銀行部門もそのことをよく承知していること。

③ 準備預金制度は事実上存在しないこと。

もともと、準備預金制度がないに等しく、中央銀行が日常的には最後の貸手として機能しないシステムが定着していたスイスでマネタリーベース・コントロールがスムーズに導入され、そうしたシステムを持っていなかった米国がマネタリーベースを操作変数として導入した後、多くの困難、とりわけ金利の乱

高下に悩んでいるのは偶然ではあるまい。政策に中断が許されない以上、果して混乱というコストを払ってまで、マネタリーベース・コントロールのシステムを導入することが適当かどうかは十分考慮すべき事柄であると思われる。

以 上

別紙 I

短期金融市場レート決定の メカニズム

— 「積みの調整」を中心に —

1. はじめに
2. 基本的枠組
— 準備預金の最適経路、市場の需給 —
3. 日本銀行信用と市場金利の変化
4. おわりに

1. はじめに

日本銀行内部で短期金融市場の運営について語るとき「積みの調整」とか「積み指導」という言葉がごく常識的に用いられている。この言葉は日本銀行の準備供給が市場メカニズムを通してコール・手形市場金利に影響を与えるプロセスを述べており、逆に言えばコール・手形金利は需給のメカニズムによって決定されていること、日本銀行は需要者、供給者の一員として市場に参加しているにすぎないことが暗黙の前提となっている。

ところが学界では「積みの調整」、「積み指導」という言葉を知る人は比較的少なく、ましてや市場金利決定のメカニズムと結びつけて考

える向きはまれである。

それどころか、コール・手形市場の金利決定には、何か日本銀行の強力な指導・統制力が優れて影響力をもっていると信ずる向きすらみられる。

本稿は、「積みの調整」と短期金融市場金利決定のメカニズムについて、「学界用の言葉」を用いながら説明したものであるが、その骨組みの殆どは、現在ニューヨークに駐在している山本副参事の特別研究室勤務時代の論文「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」（金融研究資料第5号）によるものである。

2. 基本的枠組

— 準備預金の最適経路、市場の需給 —

通常金融論では、中央銀行は民間金融機関の準備を過大あるいは過小な水準に追込むことによって、マネーマーケットの金利を好ましい水準に誘導すると教える。この場合、準備とは通常日銀預け金（準備預金）と金融機関の手許現金の和であるが、少なくとも現在のわが国の実情では、金融政策の如何によって金融機関の純現金保有状況が著しく影響されるとは考えられないので、差当り以下の説明では日銀預け金のみを対象とする。

日銀預け金の大部分は準備預金制度に基づくものであるから、市場金利決定のメカニズムを説明するには準備預金にどのような形で過不足感を生じさせているかを見なければならない。

次表は、54年度中の法定準備預金所要額、預入実績、コールレートの3者を月々対比したものであるが、レートの変動にも拘らず、法定準備と預入実績との間には殆ど差がなく、^(注) 一見準備の過不足感には変動がないと

(注) もっとも当室鈴木参事は昭和34年第4四半期から40年第3四半期のデータに基づき、法定準備預金所要額と実績との間の比率とコールレートとの間には有意な相関を検出している（「金融政策の効果」）。

(単位 億円 %)

年月	法定準備所要額 (平 残) A	準備預金実績 (平 残) B	B/A	コールレート (無条件)
54. 4	18,551	18,621	100.4	4.68 ~ 5.12
5	18,530	18,577	100.3	5.06 ~ 5.25
6	18,927	18,956	100.2	5.12 ~ 5.62
7	18,973	18,994	100.1	5.56 ~ 6.56
8	18,849	18,867	100.1	6.56 ~ 6.75
9	19,292	19,307	100.1	6.75 ~ 6.87
10	18,873	18,895	100.1	6.62 ~ 6.93
11	19,116	19,147	100.2	6.93 ~ 7.75
12	20,630	20,650	100.1	7.81 ~ 8.37
55. 1	20,379	20,393	100.1	7.93 ~ 8.18
2	20,132	20,149	100.1	8.12 ~ 9.50
3	25,450	25,469	100.1	9.43 ~ 12.18

の誤解も生じかねない。コール・手形市場に日本銀行の規制の手が伸びているのではないかという一部学者の疑問はこの点からも発しているのかもしれない。

こうした誤解は事前と事後との混同、より具体的には準備の過不足感とは何に対して過剰であり、不足であるかを明らかにしないとところから生ずるものである。

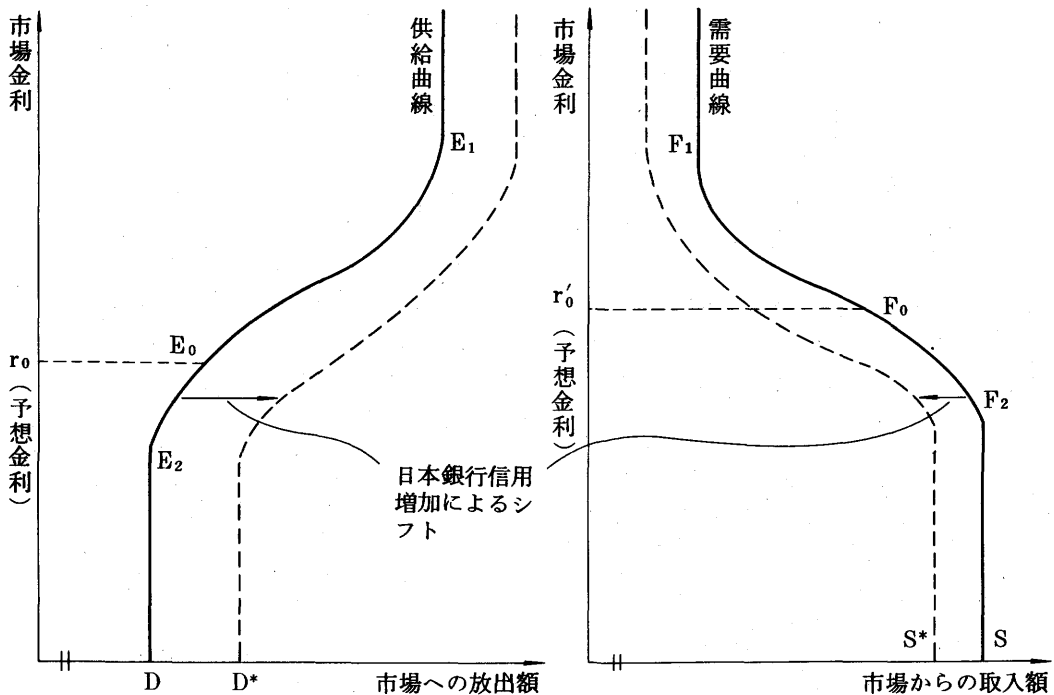
準備預金制度では預入期間(16日~翌月15日)の総預入額さえ満足すれば日々の預入額は金融機関の自由裁量に任されている。したがって各金融機関はある月の準備預金の預入開始に先立ち、どのような預入経路が最も自行にとって有利であるかを算定するであろう。こうした経路を最適経路と仮に呼ぶことにする。最適経路は個別金融機関についても、あるいはそれ等を集計した市場全体についても考えられる。最適経路を決定する要因は様々であろうが、そのうちの最も重要な1つである市場金利をとりあげてみると、最適な預入経路のタイプとして預入期間中の予想市場金利の足どりに応じた3つのものがありうる。

縦軸に日々の預入額、横軸に日付けをとった場合、金利先高感が強ければ早い時期に預入義務を果そうとするであろうから最適経路は右下りとなるし、金利が横這いであると予想されればフラットに、また先安感が強ければ右上りの最適経路が描かれる。

金融機関は日々前日からの準備預金残高に当日の資金収支を加えた額と市場金利とをにらみ合わせて市場から資金を取入れたり、市場に資金を放出したりする。当然のことながら市場金利が予想金利よりも高ければ資金余剰行は当初想定していた最適経路を割込んでも資金を放出しようとするだろうし、資金不足行は資金取入れを手控えて、当初の最適経路以下に準備を圧縮しようとする。市場金利が予想金利よりも低ければ逆のことが生ずる。

そうした資金の放出、取入行動によって日々の市場における需給曲線が形成され、市場金利が高ければ需要が減り、供給が増えるというかたちにはなるが、この場合需給量が金利に対して完全に弾力的ではありえない。日々の準備預金はゼロ以下の値をとりえないし、

第1図 短期市場資金の需要と供給



また、今後の所要準備預金積数以上の値はとりえないから、それに対応した点で、需給曲線は金利に対して非弾力的となる(第1図)。

第1図において供給側の予想金利 r_0 に対して最適経路を満足する市場への放出額を決定する E_0 があり、需要側では r_0' 、 F_0 がある。 E_1 、 F_1 は準備ゼロに対応し、 E_2 、 F_2 は今後の所要準備積数をすべて預入してしまった場合に対応している。

市場における資金の需給は上述の需給曲線に日本銀行信用の増減が加わって決まる。言うまでもなく日本銀行信用の増加は第1図の供給曲線を右方へ、需要曲線を左方へ(減少は逆方向へ)とそれぞれ増加額だけ平行移動させる。このことを描いたのが第1図の点線であり、この時の日本銀行信用は DD^* と SS^* の和で表わされることになる。

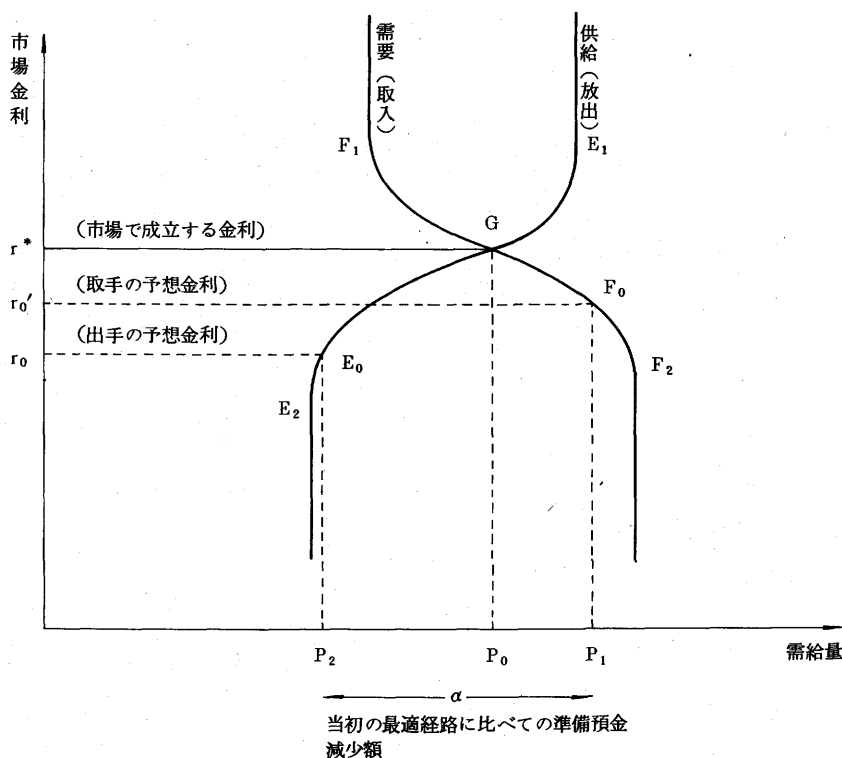
日本銀行信用を加味した需給曲線が E_0 、 F_0 の近傍で交わっているならば市場は概ね準備の最適経路を満足したことになる。更にもし、こうして実現した r_0 、 r_0' という予想金利が昨日とだいたい同じ水準であれば市場は昨日と完全に同じ状況で推移したことになる。

3. 日本銀行信用と市場金利の変化

以下叙述の便宜上、準備預金の預入開始時点において、市場金利について先高期待が支配的であり、かつ日本銀行が市場をタイトに運営しようとしている場合をとりあげる。他のケースについても同様の論法によって類推可能である。

日本銀行が市場をタイトに運営しようと考

第2図 短期市場資金の需要と供給
(日本銀行信用の増加によるシフト後)



えたときには、日本銀行信用を加味した後の需給曲線を市場の予想に基づく最適経路を満足する点 E_0 、 F_0 より上方で交差させることになる。すなわち E_0 、 F_0 の近傍で交差するに必要な量以下に日本銀行信用の供与額を抑えて、需給曲線の間の距離を十分縮めないのである。

この場合の需給曲線の位置を例示したのが次の第2図である。

日本銀行信用の増減によって需給曲線は G 点で交わっているが、 G 点は資金の出し手にとっても、取り手にとっても、実現した金利が当初予想水準を上回り、準備預金の水準が予想以下であることを示している。

ただし、注意しなければならないことは、 G 点に対応して実現した金利 r^* は予想よりは高いというだけであって市場の前日の金利

に比較して上昇しているとは限らない。 r^* は前日の金利と同水準かも知れないし、場合によっては小幅の低下かも知れない。しかしそのことは、日本銀行の市場運営態度がゆるいということを意味するものではない。

もとより日々の市場金利の上昇、下落は市場運営にとって大切なメルクマールであるがそれだけが大事なのではない。実現した準備預金が当初市場が予想していた最適経路に比べて多いか少ないか、あるいはその結果実現した金利が市場の予想を上回るものであるかどうか、1 か月を通した市場運営にとってより大事なのではあるまいか。

今の例で言えば、市場をタイトに運営しようとしている場合、当初予想された最適経路に対して実現した準備預金の水準が、第2図で資金放出側に $P_0 P_2$ 、取入側に $P_0 P_1$ 、

市場全体では $P_1 P_2$ だけ過小に決定されたことが重要であろう。^(注)

ともあれ第1日目終了した時点で市場は全体として当初予想していた市場金利に基づく最適経路に対して $P_1 P_2$ ($\equiv \alpha$) だけ過小な水準の準備預金を保有することになったのであるが、これを図示したのが第3図で、当初予想していた最適経路 $R_0 R'_0$ に対して、第1日目の準備預金はA点に決まり、 $R_0 A \equiv \alpha$ のように描かれている。

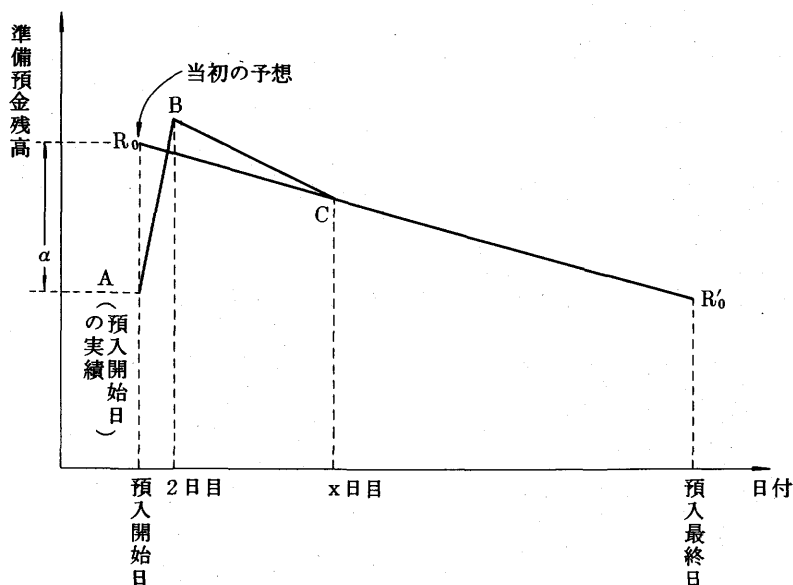
準備預金制度に従えば、金融機関は残りの29日間でこの α をとりかえさなければならないが、これは当初の最適経路を修正することにはかならない。

第1日目に市場金利が上昇していれば勿論、

かりに小幅の低下であったとしても、市場の金利先高予想は少なくとも弱まることはない。実現した準備預金が当初の予想に比べ圧縮されたこと、あるいは市場金利が予想を上回る水準となったことから、市場は従来の経験に照らして日本銀行の厳しい市場運営方針を以前よりは確信をもって読むようになっているからである。

ここでは一応、当初の先行き金利予想の足どりが変らなかったとしよう。したがって修正された経路は当初の経路 $R_0 R'_0$ をそのままにし、その上に取戻すべき α をなるべく前半に乗せた形となる。第3図の $A B C R'_0$ がそれで、 α が第2日目から x 日目の間で取戻す計画となっており、修正された最適経路は

第3図 準備預金の最適経路



(注) 学界の一部から「日銀は金融政策のオペレーティング・ターゲットとして市場金利のみを注視している。しかし、金利にはインフレ期待が含まれているから、その絶対水準に気を取られることは危険である。むしろアメリカの1979年10月の市場運営方針の変更にならって、銀行準備を重視してはどうか」という類の批判がある。こういった学者の批判—「金利か準備か」といった二者択一的な問いかけは、日本銀行にとって「答えかねる」問題のように思われる。われわれは日々の運営については準備と金利を注視し、やや中期的には金利とマネーサプライの両者を重視しているからである。

当初のものに比べて右下りの 度合が強くなる。

こうした条件のもとで第2日目スタートするが、予想金利が当初と変わらず、しかも準備の最適経路が上方に移動しているため、第2日目においては、第1日目の最適経路のもとで(第2日目に)顕われた筈のものよりも、需要曲線は右へ、供給曲線は左へシフトすることになる。予想金利は同じであるが需給双方とも当初考えていた以上に準備を厚くしなければならぬため、供給が圧縮され需要が増大するからである。

このことは、2日目に、金利が予想を上回る水準に決定され易く、また準備は最適水準(1日目の実績をみて上方に修正されたもの)以下に決定され易い環境をつくっているに等しく、日本銀行が第1日目と同じ市場運営態度で臨むならば、実際そうした状況が出現する。

市場は3日目以降の再修正最適経路をつくり、同じプロセスで3日目の市場は3度金利

と準備に関する予想を裏切る結果となる。

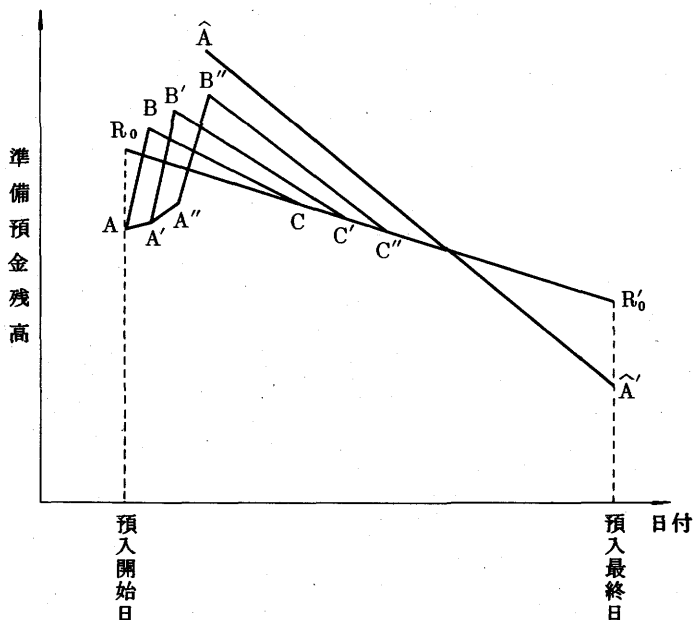
こうした市場運営がくりかえされて行くうち、金利が次第に上昇する素地がつくられていくが、それとともに、市場において毎日予想を上回る市場金利が実現し引締め感が強まるにつれ、先行きの市場金利の足どりに関する予想そのものを見直そうとする空気が浸透するようになる。

第4図において、当初の最適経路 $R_0R'_0$ に対し、第1日目に R_0A だけ低い水準で準備が実現したので、最適経路は $ABCR'_0$ へ修正され、更に第2日目に修正経路に対して BA' の準備圧縮を余儀なくされたために $AA'B'C'R'_0$ へと修正された。

第3日目の最適経路に対する圧縮幅が $B'A''$ の場合、もし今後の市場金利の足どりに関する期待に変化がなければ、最適経路に $AA'A''B''C''R'_0$ へ修正されるであろう。

しかし、もしここで市場金利の足どりに関する期待に基本的な変化が生じた場合には、

第4図 準備預金の最適経路



それだけにはとどまらない。最適経路は4日目以降、例えば $\hat{A}\hat{A}'$ のように修正をせまられることになる。そうしてそのような修正は市場を一段とタイトにし、日本銀行の当初の意図である市場金利の上昇が確実に実現されることになる。

市場が準備預金の預入最終日を迎えた時、需給曲線は特殊な形をとる。金融機関はどうしても残り所要額を預入しなければならない。したがって市場金利が予想を上回って上昇したとしても、供給側は資金放出量を増加させないし、需要側も資金取入量を減少させない。市場金利が予想金利を下回れば、多少は資金放出量が減少したり需要量が増加することも考えられないではないが、その量はネグリジブルであろう。したがって需給曲線は殆ど垂直である。

日本銀行は需給曲線の間を日本銀行信用で埋める。第5図ではSDに等しい日本銀行信

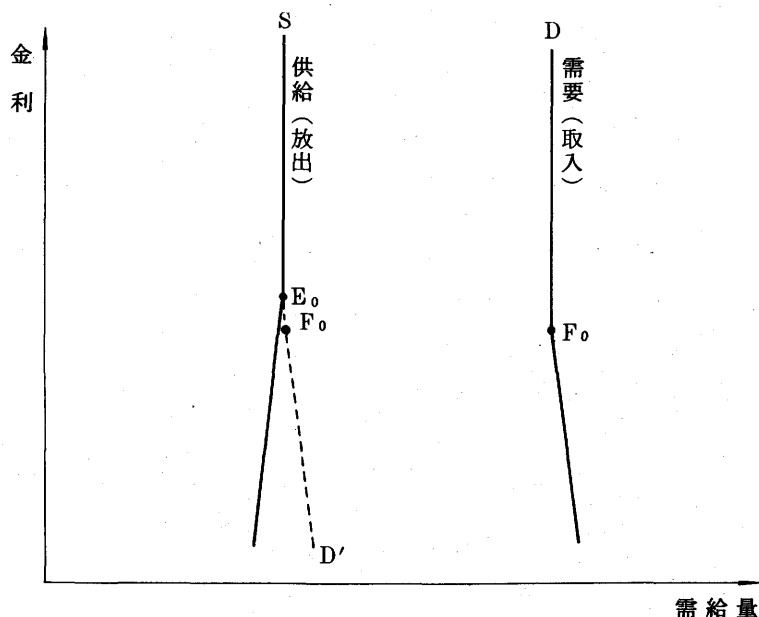
用が需要側に与えられて需要曲線が供給曲線に重なり、市場金利が供給側の予想金利 E_0 で決まったかたちで示している。

したがって準備預金の預入最終日に限っては市場の預入希望額と実現額が一致し、1か月を通しては、法定準備所要額と等しい額が預入されることとなる。しかし、これまで述べたことから明かなように、最終日に至るまで連日市場の期待は、日本銀行によって裏切られ、事前的な最適準備水準は満足されず、それ故に、金利が予想以上に上昇したのである。

つまり、最初に述べた「準備の過不足感とは何に対して過不足なのか」という問には、「先行きの市場金利の足どりを予想して市場が導出した事前的な準備預金の最適経路に対して（過不足）」というのが正しい答といえるであろう。

これ迄先行きの市場金利の予想に基づく準

第5図 短期市場資金の需要と供給 — 準備預金預入最終日



準備預金の最適経路を日本銀行がほぼ知っている」と前提して説明してきたが、日本銀行がどのようにしてこの事前的な経路を知りうるかが問題となる。

この間に最も正確に答えるならば、「肌で感ずる」としか言いようがない。今少し段階をおって言うと、折々の金融機関の資金担当者との接触を通じて、市場金利の先行き観を把握し、また、市場全体の最適経路がフラットか右上りか右下りかについて大方見当をつけるであろうし、また、日々の市場運営に際して、各都市銀行や短資会社との時々刻々の電話連絡によって市場における需給状況が感得され、最適経路に関する日本銀行の読みの正しさがチェックされるといえるだろう。

日本銀行の市場運営にとって最も本質的な点は、この市場の期待を読むという技芸であると思われる。

最後に、事前的な最適経路と実現した準備預金との関係を操作して市場金利に影響を与えるこの「積みの調整」について、学界の一部に引締期の積みの調整とは準備預金の実績が極端な右上りの軌跡を描くことだとの誤解もあるようである。勿論そのような場合もあるが必ずしもそうである必要はない。市場に金利先高感が強ければ、実現した準備預金の軌跡はフラットであっても、立派な「積みの調整」なのである。

4. おわりに

以上の分析でどうしても理論の枠組みに吸収しえなかった事柄が3つある。

① 現在の準備預金制度が、同時預入と後預入の混合になっている点である。つまり、預入期間の前半と後半では金融機関の行動が異なる可能性があるということである。

② 日銀信用のルート（債券オペ、手形オ

ペ、貸出、対短資貸出…）によって、市場レートへの影響の度合いは違っている筈である。また、限度余裕の如何と銀行行動への影響の関係も今後に残された問題である。

③ 最近でこそあまりみられないが、後半料、朝返し等のレートに大きな変化があった場合、それと需給曲線の形状の関係である。

市場の需給曲線は日中変化するものであるうし、その辺を預入期間を通した積みの調整だけで説明してよいのかどうか、まだよく判らない。

これ等の点は、実際に市場運営にたずさわっている方々からのコメント、ご教示をいただきたい。

以 上

別紙 II

窓口指導の理論的裏付けの一側面

— そのゲーム論的解釈 —

1. 問題の所在
2. 窓口指導を実施する際の状況、及び伝承と習慣
3. 理論的説明
4. おわりに

1. 問題の所在

本稿は銀行の合理的行動を前提とした経済理論のフレームワークの中で窓口指導の論理ないしそのメカニズムを整理してみた試論である。

最近学界においても、窓口指導を取扱った好論文が数多くみられるにも拘らず、ここで改めて窓口指導をとりあげた問題意識を述べると次の通りである。

(1) 経済理論で窓口指導を取扱う場合、現在の数理経済学の特質上、どうしても窓口指導という政策手段を単独で抽象し、数理論的な演繹を行うといった、いわば偏微分の世界（他の条件を一定として、窓口指導の限界的な効果を論ずる）での議論となり勝ちである。そうしたことは、ある程度技術的制約上やむをえないことでもあり、またそれはそれで有益である。

しかし、そこでは、窓口指導は個別銀行の貸出増加額に対する中央銀行の強権的命令ないし規制として取扱われがちであり「窓口指導は伝統的な金利メカニズムを通じた金融政策の補完手段として機能するものである」といういわば合わせ技として窓口指導の効果を強調する日本銀行の感覚とは、何処かで微妙なずれ違いが生じている感が強い。本稿ではできるだけ公定歩合政策、市場運営政策とのタイアップによって窓口指導が機能をもつという側面に焦点をあててみたいと考えた。

(2) 窓口指導は、単純な命令・規制というよりは本来、日本銀行と取引先金融機関との交渉ごとである面が強い政策であると思われる。交渉ごとと命令との差は、相手を自分の土俵に引込むための特別な技能^{アート}が必要であるかどうか^{アート}が本質的な点であるが、窓口指導に関するそうした技能は、営業局の窓口指導担当部署で代々引き継がれ申し送られてきた事柄や習慣として残っていると考えてよいだろう。そうした伝承や習慣を単なる慣性として片づけることも可能であろうが、ここではそれ等は窓口指導の運営に際する「やり易さ」のノウ・ハウでありその背後には窓口指導のメカニズムと符合する合理的な「何か」がある筈と考え、これと整合的な形で窓口指導のメカニズムを経済理論との関連で定式化することを試みたい。

(3) この場合の経済理論上の分析用具は、「ゲームの理論」（当初寡占的市場での企業行動を解明することを狙って展開されたもの）であるが、これを窓口指導のメカニズム説明に適用するにあたって、2つの分析角度があるように思われる。

④ は、外部の力が働くことによってゲームの解が生まれてくるとみる角度である。

銀行が総論として窓口指導の実施を受入れるとしても、個別の貸出増加額の割当てや遵守をめぐる銀行間に対立や結託が生じてそのままでは窓口指導遵守（ゲームの解）は期待できない。日本銀行が個々の取引先に種々の favour を与えつつ説得するという外部の力が働くことによって始めて窓口指導が遵守されるとみるのである。

⑤ は、ゲーム自身の内部のメカニズムによってゲームの解が生まれてくるとみる角度である。

総論として窓口指導を受入れた銀行組織には、割当てを受けた貸出増加額を互いに遵守するような内部のメカニズムがあるとみるのである。この内部のメカニズムとしては後にみるように銀行の横ならび意識を考えている。現実の世界は多分上述の④と⑤が併存しているものと思われるが、④のプロセスは別途の検討に委ね本稿では⑤のプロセスの分析に限定することとする。

なお、本稿で窓口指導といっているのは、当然のことながら日本銀行が取引先の個別金融機関に対して四半期毎の貸出増加額を示し、これの遵守を要請することであるが、ここで分析の対象とするのは金融引締め政策の一環としてのものに限定している。緩和期の窓口指導をどのように説明するかは興味深い問題であるが、今後の課題である。

2. 窓口指導を実施する際の状況、及び伝承と習慣

先に述べたように、本稿はなるべく担当者の実感に整合的な形で窓口指導のメカニズムを説明しようとしている。自らの過去の体験をも振り返りつつ、営業局における伝承あるいは実務の上での習慣としてここでは次の7つを取上げる。

- ① 窓口指導は銀行同士の横ならび意識のうえに立脚している。
- ② 公定歩合の引上げなしに窓口指導を行うことは困難である。
- ③ 市場金利が十分上昇しなければ窓口指導は守られない。
- ④ 業態別に窓口指導の遵守を要請する伝達順序は、都銀からはじめ、地銀、相銀というように中小企業金融機関ほど後まわしとなる。
- ⑤ 窓口指導の中で最も難しいのは個別金融機関ごとの貸出増加額の割振りであり、とくに中小企業金融機関ほど難しい。
- ⑥ 中小企業金融機関に対する窓口指導は大銀行に比し相対的に緩やかにせざるをえない。
- ⑦ 窓口指導なしで所期の金融政策の実効を期待するならば、市場金利は極端に高い水準に迄上昇しなければならない。

以上①～⑦として列挙した実務家の実感には、「窓口指導は債権者としての地歩を背景とした政策である」という大事な点が抜けている。この点は前述の④という本稿とは別の分析角度に立ったとき、最も中心的な命題になってくるものであろうが、⑩という分析角度に限定

した本稿では取扱ってはいない。窓口指導をfavourを与えつつ説得するという側面以外の面から何処まで説明できるかが本稿の趣意だからである。

前記の①～⑦のうち、定義をはっきりさせまたここで多少補足しておかなければならないのは「横ならび意識」ということについてである。

金融界の横ならび意識は各面にわたってみられるが、ここでいう横ならび意識は貸出の量についてのそれである。このような横ならび意識は銀行の合理的行動と必ずしも矛盾するものではない。銀行の経営に則していうならば、通常の純粋経済学で教える短期利潤極大化行動ではないが、次のように、短期の利潤と長期の利潤とのバランスを考えた意志決定の結果として生ずるものとしてとらえることができる。すなわち、金融機関の対顧客取引は信用が裏付けとなっているものであるから互いに取引先の企業機密をある程度知り合うことを意味し、このために暗黙のうちに長期継続的な取引関係を結ぶことを前提とした場合が多い。したがって、一度取引先を確保した場合、あるいは取引先として主要な地位を占めた場合、その地歩はかなり長期にわたって維持され、その取引に伴う収益を享受できることになる。金融機関が融資シェアに神経をとがらせるのは、こうした長期の利益を考えれば至極当り前のことといえよう。^(注)つまり、貸出量に係る横ならび意識は、ある程度期間損益を犠牲にしても、将来の営業基盤をライバルに取られることだけは避けようという気持に発していると考えられるのである。

(注) 金融機関が短期の利潤ばかりでなく、長期にわたる営業基盤の確保、拡充に注力する点については当室脇田安大氏の「Good Customer Relationshipと銀行行動」金融研究資料第7号を参照されたい。

脇田氏はそこで、

当然のことながら、このような横ならび意識は金融機関としての企業規模が同程度で、営業基盤が重複しがちな者同士の間（例えば都銀同士、都銀上位行同士）で熾烈になると言えるし、また現実的にもそうである。このような同一業態内部での横ならび意識の他に本稿で考えている今一つの横ならび意識は、業態間のそれである。都銀に対する窓口指導が他の業態に比べて厳しすぎるのではないとか、相銀は地銀に比べてどのような扱いを受けているのだろうかといったことがこれ等の業態の間からしばしば問いかけられることはよく知られている。

横ならび意識を前提とすると、各行は他行の出方を読みながら、自行の行動を決定する。窓口指導の背景には銀行同士の横ならび意識がありこのようなお互いの「手の内のさぐり合い」があるということに注目したことが、本稿で「ゲームの理論」に依ることとした最大の理由である。

次に金融引締め政策の一環として窓口指導を実施する場合の客観状況を整理してみる。

窓口指導を実施する場合には短期市場金利は少なくとも都銀貸出の短期限界収益がマイナスになる程度には上昇している、ないしは上昇することが確実に予想されている状況だといえよう。純粹経済学では、限界収益が限界費用に等しくなるところで短期の利潤極大化が達成され、生産はそれ以上に増えないこと

になっているので、普通ならば、この場合にも貸出は抑制される方向に働く筈である。

しかし、前述のような横ならび意識を前提にすると直ちに貸出が抑制されることは期待薄である。各行は自行が貸出を抑制している間にライバル行が貸出を伸長して営業基盤を蚕食されないかと疑心暗鬼になっているからであり、むしろ貸出は増え続ける可能性が強い。かなり時期が経ってから短期の最適点へ各行が回復することは期待できるかも知れないが、もし日本銀行が金融引締めの即効を金利メカニズムのみで期そうとするならば、各行が短期の利益について到底耐えられないと考える程、極端に市場金利を上昇させざるをえまい。

ところが日本銀行は政策の即効を欲しているとともに、中央銀行として「市場が荒れる」状況を出来れば回避したいと考えている。

窓口指導とは、このような状況のもとで中央銀行の相矛盾した2つの願望 — 政策の即効と市場の安定 — を解決する手段として機能しているのだと考えてよいであろう。

したがって窓口指導のメカニズムを分析するにあたっては、何故「極端に高い」短期市場金利を伴うことなしに、当初意図した貸出抑制を窓口指導という手段によって達成できるのかという点を、横ならび意識を前提としたうえで、前述の②～⑥の習慣や伝承と整合的な形で説明することが必要であろう。

-
- ① 銀行と顧客の取引関係は本来的に長期契約を前提とし、そこから貸出金利は引締め期には相対的に低く（顧客有利）、緩和期には相対的に高い（銀行有利）という形で、お互いにリスクを回避し合ういわば保険のかけ合い的現象が生じる。
 - ② 更にそうした長期取引は、長い間にわたる企業の成長の余恵、多角的取引といったメリットを銀行に与えるという意味で貸出の外部効果の内部化が期待できる。
 - ③ かくして両者の間に good customer relationship が形成されると、両者にとって取引先を変更するコストとリスクは極めて大きくなる。
- と主張している。

3. 理論的説明

本稿では窓口指導を次の3段階に分けて分析する。

イ、第1段階は、日本銀行の貸出抑制の要望に対して、何故都銀が総論としてこれを了承するのかを説明することである。この説明は「公定歩合の引上げなしに窓口指導を行うことは困難である」という実務家の直観②を同時に裏付けることにもなる。

ロ、第2の段階は、総論として窓口指導を受入れた都銀が、その業態内部の行動メカニズム（横ならび意識）によって、互いに個別の貸出増加額限度を遵守し合うプロセスである。このプロセスの説明は、「市場金利が十分上昇しなければ窓口指導は守られない」、「窓口指導の中で最も難しいのは個別金融機関ごとの貸出増加額限度の割振りである」という実務家の伝承③及び⑤の前段を裏付けることとなる。

ハ、最後に下位金融業態が都銀との兼合いを考慮しつつ総論として窓口指導を受入れるメカニズムである。これは窓口指導の伝達順序に係る実務家の習慣④と「中小企業金融機関に対する窓口指導は大銀行に比し相対的に緩やかとせざるをえない」という習慣⑥と関連することとなる。なお、中小企業金融機関、都銀という業態別呼称は本稿の場合、ローンポジションで営業区域が法制上あるいは現実問題としてある区域に限られている金融業態とマネーポジションで全国的な営業区域をもつ金融業態という意味で使用している。

（日本銀行の貸出抑制要望と都銀の総論としての了承）

これは日本銀行と都銀全体との「肚の読み合い」である。日本銀行の行動の選択肢は、

① 都銀の貸出限界収益がマイナスとなる

現在程度の市場金利の水準を維持するか、

② 市場金利を極端に高い水準に引上げるかであり、一方都銀は、

④ 日本銀行の窓口指導を了承するか、

⑥ 日本銀行の要請を無視して貸出競争に奔るか、

の2つの選択肢をもっている。

都銀としては、①⑥の組合せが最も好ましく、②④の組合わせは最悪であることは言うまでもない。①④と②⑥を比較すると、もし窓口指導がシェア固定を保証するという形で行われているとすれば長期の営業基盤の維持という点に関して互いに貸出競争する場合と横ならび上、さして違わない結果となろうから、①④の方が短期の減益幅が小幅で済むという点で好まれるであろう。したがって都銀にとって好ましい順位は①⑥、①④、②⑥、②④となる。

したがって、もし日本銀行の姿勢が「窓口指導を受入れるならば市場金利を現在水準から急速には上昇させないが、指導を拒否するならば極端に高い市場金利を実現させることも辞さない」ものとして都銀にうけとめられるようなものであれば、都銀としての最善の方策は窓口指導を受入れて、①④の実現を期待することである。

この場合には日本銀行の姿勢が都銀の意志決定に関する制約条件となっているわけであるが、制約は「日銀の指導に従わないならば、極端な市場金利の高騰も辞さず」という断固とした「引締め意志表示」があって初めて有効である。公定歩合の引上げがそうした日本銀行の意志のシンボルとしての意味をもつならば、「公定歩合の引上げがなければ窓口指導を行うことは困難である」という直観はそれなりの意味をもつことになろう。

(横ならび意識による都銀各行の窓口指導遵守)

・ 各行が総論として窓口指導を受入れたとしても、個別の貸出増加額限度を遵守するのは何故か。たとえシェア固定的な限度を日本銀行が示達するのだと信じたにせよ、各論としてこれを守るとは限らない。むしろ総論賛成の中で自行だけが抜け駆けをするメリットはますます大きくなる筈である。

これは都銀同士の間の「肚のさぐり合い」の問題であり、「ゲームの理論」を適用する格好な材料である。

2つのライバル同士の都銀はともに同じ2つの「戦略」をもっていると考えられる。すなわち

① 日銀の指導を守って貸出増加額を指示された範囲内に抑制するか、

② 日銀の指導を無視して貸出を伸長するか、

である。この場合、両行がともに貸出を伸長すれば日本銀行は市場金利を更に高騰させるだろうが、その他の場合は、市場が極端に荒れることはなからうということを、両行が暗黙のうちにともに了解していると前提しても非現実的ではなからう。両行が横ならび意識を持っている場合、どちらの側にとっても最も好ましいのは、他行が貸出を抑制している間に自行が貸出を伸長し短期の減益を小幅にしつつ長期の営業基盤を拡充してしまうことである。逆に最も不本意なことはその逆で自行が貸出を抑制している間に他行が貸出を伸長してしまうことである。その中間に、両者とも貸出を抑制、あるいは伸長する場合があるがこの2つのうちでは両者とも貸出を抑制するケースの方が好まれることは前に述べたとおりである。

上述の議論に沿った形で都銀2行の利得表

を表示すれば次のようになる。

なお利得は絶対値ではなく好ましい順に数字で表わした(1が最良で、4が最悪)。

都銀Ⅰ \ 都銀Ⅱ	(1) 窓口指導遵守	(2) 貸出を伸長
	(A) 窓口指導遵守	(B) 貸出を伸長
窓口指導遵守 (A)	(2, 2)	(4, 1)
貸出を伸長 (B)	(1, 4)	(3, 3)

このゲームは2つの特性をもっている。都銀Ⅰからみてみると

① 都銀Ⅱがどのような戦略をとるにしても貸出を伸長した方が有利であること、また

② 自分がどのような戦略をとるにしても都銀Ⅱが常に窓口指導遵守(1)という戦略をとってくれた方が、貸出伸長という戦略をとってくれた場合より有利であること、

という2つの特性である(都銀Ⅱのサイドからも同じことがいえる)。つまりゲームになぞらえた言い方をすると、一方で各プレイヤーは自分は非協力的戦略をとるべきであると結論(①)していながら、相手が協力的な戦略をとることを希望(②)しているのである。

このような2つの特性をもったゲームが「囚人のジレンマゲーム」という言葉で呼ばれていることはよく知られている。

なお、都銀Ⅰ、Ⅱはお互いに相談し合う時間的余裕はないと考えるのが現実的であり、その意味でゲームは「非協力ゲーム」である。

このゲームの解はゲームが1回限りの場合であれば上記①の特性から両者ともに貸出を伸長する戦略をとること(3, 3)になる。ところがゲームが繰返し行われ、かつ、何時最終のゲームが行われるか判らないという条件を与えると答えが変わってくる。すなわち、両者とも貸出を伸長するよりは両者とも貸出を抑制する方がいずれの銀行にとってもベタ

一なのであるから、自分は相手に協力する意思ありということを表示するために、貸出を抑制してみせるという戦略をとる可能性もあるからである。この点は種々の心理学的実験によってもある程度確認されている。一般的にいうと、何の条件も与えない1回限りのゲームでは非協力の解が得られるが、繰返しゲームで限りなくゲームが続けられるという条件を与えると何故だか判らないが協力が得られるというのである。ここでの窓口指導の例に則していうと、窓口指導を遵守し合うという解(2, 2)にいずれ落ち着くというのである。

おそらく窓口指導についても戦後繰返し窓口指導が実施され、かつ今後も金融引締め政策の一環として実施されつづけるだろうという期待が都銀に根強く存在することが、窓口指導をお互いに遵守しあうという解を実現させる力となっているのではないと思われる。

ただし、このような協力が得られる基本的な前提として、どの2行をとっても「囚人のジレンマゲーム」が成り立ち、かつ、シェアがほぼ固定するように、各行別の貸出増加額限度を割り振り、窓口指導と整合的な市場金利を実現するという営業局の技芸がなくてはならない。

「最も難しいのは個別金融機関に対する貸出増加額の割り振りである」というのはこの間の事情を表わした言葉ではなからうか。

(中小企業金融機関の総論としての窓口指導の受入れ)

中小企業金融機関(その代表として、ここでは地銀を取上げる)が何故窓口指導を少なくとも総論としては了承するのか、この問題に限っては、よくいわれる日本銀行の説得を表面に出した議論は、やや色あせたものとならざるをえない。むしろ、地銀の都銀に対するグ

ループとしての横ならび意識を中心に据えた方が判り易い。

地銀にとって最も好ましいのは地銀だけが貸出を伸長するケース、逆に最も不都合なのは都銀だけが貸出を伸長するケースであることは都銀同士の場合と同じである。しかし、双方が貸出を抑制するケースと、双方が伸長するケースについてはいずれが好ましいか一概にはいえない。双方が貸出を伸長する場合には、極端な市場金利上昇のもとで貸出を伸長させることになるが、地銀は都銀と違ってローンポジションであるから会計上損失を招く惧れはなく、むしろ(市場金利ほどではないにしろ)貸出金利が上昇することによる利益が期待できる。一方、双方が貸出を抑制した場合には市場金利の上昇はさほど大きくないが、放出余資自体が大きいという利益がある。短期の利益については両者の優劣は不明であり、優劣は長期の利益(どちらが営業基盤の拡充に貢献するか)にかかってくる。

ここで、地銀に対する貸出増加額目途が都銀よりも緩る目であるとしよう。この場合には明らかに両者が貸出を抑制する方が地銀にとって有利である。こうした条件を与えたうえで、地銀だけの利得順位を示したのが下表である。

更に、日本銀行が陰に陽に地銀に対して次のような情報を伝えるとする。「都銀は窓口指導を遵守することを約したが、もし地銀が窓口指導を遵守しなければ、前約を破棄して貸出を伸長させるだろう。日本銀行としては公平の立場から、これを抑えることはできない」。

この情報は地銀の行動についての制約条件として働き、次表の(2)(A)、(1)(B)の組合わせを消してしまう。したがって地銀は(1)(A)と(2)(B)の間で選択を行うこととなり、都銀とともに窓

(地銀の利得順位)

地 銀 都 銀	(1)	(2)
	窓口指導遵守	貸出を伸長
窓口指導遵守 ^(A)	2	1
貸出を伸長 ^(B)	4	3

口指導を受け入れることになるのであるが、そこへ導けたのは、貸出増加額目途を地銀に緩る目に設定して、前表のような利得表を地銀に与えていたこと、及び都銀に対して、まず窓口指導遵守の約をとりつけ済みであったからに他ならない。

窓口指導のメカニズムを完結するには、当然地銀同士の「囚人のジレンマゲーム」を導出しなければならないが、これを作成することはできないのである。囚人のジレンマは量に関する横ならび意識が強いから成立したのであり、それは営業基盤を同じくする同規模企業であるが故に存在するのである。本来地方踴躍的な地銀には一般論としてそうした条件はあてはまらないからである。

しかし、囚人のジレンマが成立しないという事実こそまさに、実務家の実感⑤の後段である「個別金融機関ごとの貸出増加額の割振りのうちでも中小企業金融機関に対するそれはとくに難しい」という事実と符号するものであろう。

4. おわりに

以上窓口指導の一側面を tentative に描写してみた。

上記の分析だけでは窓口指導の全貌を把握することはできないのはもとよりである。日本銀行貸出を中心に据えた議論はたしかに説得力のあるものであるし、そうした議論との総合として日本銀行の金融機関に対する「道義」の要請を位置づけることも今後残された

課題である。

最近、窓口指導を単なる「暴力的統制」として片付けてしまうことへ何か疑問を感じる傾向が学界に台頭しつつあることを考えると、われわれとしても、「窓口指導」を金融機関の合理的行動の側面から説明する努力を積重ねることが肝要と思われる。

以 上

「参 考」 本稿執筆に当ってはゲームの理論についての極めて判り易い入門書 モートン・D・デービス 著(桐谷・森邦訳)『ゲームの理論入門』(ブルーバックス)を用いた。

別紙Ⅲ

マネタリーベースを操作変数とする場合の諸問題

1. マネタリーベース・コントロールの基礎的条件
2. 中央銀行にとっての技術的諸問題
3. 結びにかえて

1. マネタリーベース・コントロールの基礎的条件

ハイ・パワード・マネー、あるいはより広く何等かのマネタリーベースを日々、週単位あるいは精々月単位での操作変数とする場合、どのような基礎的条件が充たされていなければならないかを考える。

もし、一部の論者がいうように3か月あるいはそれ以上の期間を対象とするのであればマネタリーベースを操作変数ではなく、中間目標としていることとあまり変らないからである。

まず、わが国について、これを検討する場

合、次のような実情を考慮する必要がある。

① 中央銀行によるインターバンク・マネーマーケットの金利誘導を通ずるマネーサプライ管理の方法が、長年の慣行として市場関係者にも定着していること。

② 事後的には、必要な準備水準を過不足なく中央銀行が供給していること（事後的な余剰準備は極めて僅かであり、それも民間銀行が意図的に保有しているというよりは、個々の銀行の準備月末における計算上の端数といった色彩が強い）。

③ 準備預金制度上の準備率が低く、銀行はほとんど日常的に中央銀行の「最後の貸手」としての機能に依存せざるをえないこと。

④ 預・貯金金利の変更は法制上機動性を欠き、民間銀行部門は預・貯金金利のすみやかな変更によって非銀行部門の現金節約を喚起し、準備不足を補填する途がとざされていること、等である。

さて、マネタリーベースを厳格にコントロールするためには、中央銀行は減多に最後の貸手として行動してはならないから、前記③の条件は成立しなくなる。したがって現在のままの状態、もしマネタリーベースを厳格にコントロールしようとするれば、銀行券（財政揚を含む）が大幅に銀行部門から非銀行部門にシフトするような場合には、一部の銀行の日銀預け金に「穴があく」事態あるいは預金の払戻不能の事態が起るかも知れない。少なくとも準備預金の積み不足銀行が多発しないとは保証できないから、金利の乱高下さらには市場の不安定あるいは麻痺状況は避けられないことになるだろう。

そのような事態を招くことなく、マネタリーベースを操作変数として運営して行くとすれば、準備預金制度上の所要準備の如何とは関係なく、銀行がその債務残高に応じて十分顧客の要請に応えうるだけの準備を自主的に保有していることが必要である。そのためには予め中央銀行がそれだけの準備を全体として供給していること、および同時に民間銀行の側でも中央銀行が日常的には「最後の貸手」としての機能を用いないという認識のもとに、供給された十分な準備を使って信用を拡張せず、そのまま保有し続けることが必要である。マネタリーベースが技術的に操作変数となりうるためには、上記のような市場関係者の行動様式の変化がまず期待できなければならないがそれはどうしたら可能であろうか。

2. 中央銀行にとっての技術的諸問題

更に、それだけですべてはうまく運営されるかという、そうはいいい切れなように思われる。

現在であれば、中央銀行は取引先銀行の日々期待している準備水準が幾ばくかを実務家としての直観に従って判断し、その水準よりも多目あるいは少な目に準備を供給すればよく、その目的に沿って、かつ結果的には丁度所要準備が満足されるように、日々の中央銀行信用が増減される。直観が正しかったかどうかはインターバンク金利に反映されてチェックされる（上記①②）。

しかし、月々のマネタリーベース（の平残）をある一定の水準に保とうと中央銀行が考え

（注）日本銀行が名目的なインターバンク金利をみていると考える必要はない。その時々の一般的な金融経済状況によって「引締め」の程度と名目金利水準とは少なくとも日本銀行の実務家の頭の中では一義的に対応してはいない。この意味で日本銀行の市場担当部局は需要逼迫度といった意味で「実質金利的なもの」を常に念頭においている。

た場合には事態はかなり異なってくる。

(信用乗数の正確な予測)

まず第1に中央銀行は銀行の合理的かつ平均的な準備保有を前提とした場合の信用乗数の値をかなり正確に予測できなければならない。現在、信用乗数の値が月単位でかなり正確に予測できるとしても、そのことは現在の市場関係者の行動様式を前提としたものであり、十分な準備余裕をもち、かつ中央銀行が減多に「最後の貸手」としては登場しないという期待のもとで通用する値とは大差がある。

信用乗数の過去の軌跡からマネタリーベース・コントロールに有用な予測が可能となるのは、上記のような行動様式が市場関係者の間に定着してかなりの年月が経過してからのことである。

(銀行券の足取りについての予測)

第2に中央銀行は月中の銀行券および財政の足取りをかなり正確に予測できなければならない。わが国ではマネタリーベースのうちにしめる非銀行部門保有の銀行券の比重が高いので、このことは余計大切である。

かりに中央銀行が日々のマネタリーベースを一定水準に保つとすると、銀行券の発行と還収がかなり日によって極端な動きをするので、民間銀行部門の中央銀行に対する預け金は極めて大きくフレ、この結果期近物のインターバンク金利の大幅変動が生れざるをえない。したがってある程度まで市場の安定に配慮しつつ、マネタリーベースをコントロールせざるをえないが、この場合には、日々のあるいは少なくとも向う1か月の平均残高ベースでの銀行券の予測を前提として、日々の中央銀行預け金に大きな変動をきたさないようオペを行うことが必要となる。

現在のところ、銀行券の正確な予測は極め

て困難であり、もし、マネタリーベース・コントロールを操作変数として用いようとするならば、この点について有用な予測方法が開発されなければならない。

(準備預金制度の問題)

更に準備預金制度があるならば、かくして算定された日銀預け金が準備預金制度上の準備率を上回っていなければならない。したがってあまり高率な準備率はかえって事態を複雑にする。むしろ準備率は殆ど意味のない程度に低率であるか、存在しない方が望ましいということになってしまい、まったく新しい観念で準備制度を見直す必要が生じる。

(銀行の横ならび意識)

第3に信用乗数の予測にもとづいて、全体として余裕含みの準備が供給されるとしてもそれで諸種の金利の安定化が図られるかどうかという点が問題となる。

この点は、本文において触れたところであるが、わが国民間銀行の間に根強く存在する「横ならび意識」ないしは「シェアー意識」と関係がある。

マネタリーベースの一定額が供給されるということが予め銀行に判っていれば、横ならび意識から個々の銀行が少しでも与信を伸ばそうとし、準備取り漁り競争が極めて激しくなることは当然予想されるところである。とくに引締めへの移行期では相対的に縮減したマネタリーベースを巡る競争は一段と激しくなり、交換尻の大幅変動、インターバンク金利の暴騰、債券流通利回りの急上昇がもたらされるであろう。そのことは現在丁度窓口指導なしの金利メカニズムだけで引締め効果を意図した場合に実現したであろう金利の状況といっていよいであろう。そしてもし中央銀行がそうした市場の状況を望まず、しかも同時に引締めの即効を望むとするならば、マネタリー

ベース・コントロールとともに、現在のように窓口指導を併用せざるをえないことになるが、日常的に「最後の貸手」としての機能を用いなくなった中央銀行が、窓口指導をどれだけ強力に推進しうるかは問題がある。

こうした事態を少しでも防ごうとするならば、民間銀行部門の資金吸収手段、とりわけ預・貯金利率が銀行のその時々裁量に基づいて決められるようなシステムが望ましい。横ならび意識から準備の増しを意図する銀行は、債券の売却、市場資金や他店券の取り漁りと並んで、預・貯金金利を引上げ、非銀行部門の現金節約によって準備を補充することができるから、金利の高騰はその分緩和されることになる。しかし、このことは、わが国の場合郵貯制度をどのように考えるかを抜きにしては論じられない。

(過渡期の混乱)

最後に現在のわが国の金融調整システムからマネタリーベース・コントロールへ移行する際の混乱にどのように対処するかという問題がある。

例えば中央銀行が日常的には「最後の貸手」として原則として行動しないと声明して、ある程度の準備余裕の保有を民間銀行部門に許容したとしても、銀行が惰性的にこれを中央銀行の甘い政策スタンスと受取ることもありえよう。こうした場合には予想外のマネーサプライの増大を招く。さりとて教育効果を狙って「最後の貸手」として機能せず、決済不能銀行をつくるとすれば、信用秩序混乱のコストはかなり高いものとなる。結局は中央銀行が前言を翻して「最後の貸手」として機能せざるをえなくなり、システムの変更を再び「振出し」に戻さざるをえなくなる。

3. 結びにかえて

以上述べたことは、必ずしもわが国の現行システムが最上のものであり、マネタリーベースあるいはハイ・パワード・マネーを操作変数とすることを不可とするものではない。金融政策一般もそうだが、どのような手段でマネーサプライをコントロールするかは普遍妥当的であっても病理学的な理論の領域を越えているのみでなく、従来からインターバンク・マネーマーケットで成立している慣習、銀行の行動様式との関係において、臨床学的経験的な領域あるいは時間的プロセスや過渡期の副作用などをも多く重視すべきことであろう。

現在の銀行システムあるいは市場運営に係る技術は歴史的存在であり、よりよいシステムや技術への移行が望ましいとしても、それはあくまでも移行であり、白地に絵を画くようにある日突然に変更することができるものではない。もとより臨床は病理から多くを学ぶべきであり、その意味において、現行のような実務家の技芸にのみ依存した試行錯誤的なインターバンク・レート誘導の方式は改良すべきであり、また、しうる余地があるかも知れない。

ハイ・パワード・マネーかインターバンク・マネーマーケットの金利か二者択一的にしかマネーサプライ・コントロールの方法はないと考える必要はない。わが国の中央銀行制度においては、意志決定と市場運営の主体は同一であり、双方に日々適宜に按配して政策を運営することは十分可能である。こうした適宜按配するというやり方は、外部から何か割り切れない、判り難さが残ることは事実であるが、中央銀行としては判り易さよりは、有効な臨床をより重視せざるをえないであろう。

以上