

氏名	ヒョン 玄	ソク 錫	ウォン 元
学位の種類	博士（経済学）		
学位記番号	経博第173号		
学位授与の日付	平成15年7月23日		
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当		
研究科・専攻	経済学研究科経済動態分析専攻		
学位論文題目	金融政策におけるクレジット・パラダイムとその実証		

論文調査委員 (主査) 教授 古川 顯 教授 森棟 公夫 助教授 島本 哲朗

### 論文内容の要旨

いわゆるバブルの崩壊に伴う日本経済の長期にわたる低迷のなかで、銀行の不良債権の累増や「貸し渋り」問題に代表される金融セクターの脆弱化と、生産や投資面での実体経済の不調との関連は、避けることのできない重要な研究対象となっている。本論文は、こうした日本の金融セクターと実体経済との関係に焦点を当て、金融仲介機能の中核に位置する銀行信用の重要性に着目して実証分析を展開した成果である。

よく知られているように、金融政策の主要なトランスミッション・メカニズム（政策波及経路）として、貨幣の供給量の変化にともなう利子率の変動が実体経済活動に影響を及ぼす経路と、銀行信用ないし銀行貸出の変動が借り手としての企業の支出活動などを通じて実体経済に影響を及ぼす経路、の2つが考えられる。こうした金融政策の政策波及経路のうち、前者を通常、マネー・パラダイム（money paradigm）またはマネー・ビュー（money view）と呼び、後者をクレジット・パラダイム（credit paradigm）ないし・クレジット・ビュー（credit view）と呼んでいる。近年、情報の経済学などの発達を理論的基礎にして、銀行・金融機関の金融仲介活動を重視する後者の考え方が注目を集めている。

本論文は、以上のマネー・ビューとクレジット・ビューとの対立を念頭に置きながら、主に次の3つを分析の目的としている。すなわち、①バブル崩壊以降の日本経済を対象に、銀行信用と実体経済との関係を分析すること、②銀行信用の変動が大企業と中小企業に及ぼす影響を比較検討すること、③銀行の「貸し渋り」行動について、都市銀行と地方銀行の二業態について、両者の貸出供給行動の相違について分析すること、である。そして、これらの分析を通じて、近年の日本経済を分析対象とする限り、銀行信用の変動が実体経済に及ぼす影響が大きく、それゆえにクレジット・ビューが妥当する可能性が大きいとの結論が導かれる。

まず第1章では、日本経済を対象とするマネー・ビューとクレジット・ビューに関する先行研究を展望し、次にこれを踏まえて、経済産業省（旧通商産業省）の『通産統計』に基づいて、日本の鉱工業生産指数を財別に4分類した生産指数（生産財、資本財、建設財、消費財）と金融変数（マネーサプライおよび銀行貸出）との因果関係をVARモデルを用いて実証分析を行う。グランジャー因果性テストの結果によると、総じて銀行貸出はマネーサプライよりも財別の生産指数と安定的な因果関係が得られた。この限りでは、1980年代以降、日本でもクレジット・ビューが成立する可能性が高いと考えられる。

第2章では、1990年代の日本経済の長期低迷の原因の一つとして、銀行の「貸し渋り」問題を取り上げる。この章では、日本の銀行の貸出供給関数の推定を通じて、①不良債権の増加が主要な要因となって貸出の減少、すなわち「貸し渋り」を引き起こしたこと、②不良債権の増加は大企業向け貸出、中小企業向け貸出の双方に影響を及ぼしたが、その影響は後者の方が大きかったこと、③銀行業態別の貸出と不良債権の関係を分析するために、都市銀行の貸出供給関数と地方銀行の貸出供給関数を別々に推定すると、前者よりも後者の方が不良債権の増加による「貸し渋り」の影響を強く受けていること、などの結果を導出する。都市銀行と比べて、地方銀行の方が中小企業向け貸出比率が高いことを考慮すると、②と③の推定結果は互いに整合的であると思われる。

第3章では、VARモデルを用いて日本の企業の設備投資と金融諸変数（マネーサプライ、銀行貸出、コール・レート）との関係を分析する。この章においては、1985年以降の日本の企業の設備投資と金融諸変数との間の因果関係の有無を分析することによって、銀行貸出が実体経済活動に対して大きな影響を及ぼしていることを明らかにする。この結果は、第1章で導いたクレジット・ビューの妥当性を異なったデータを用いて再確認することとなった。この章ではさらに、コール・レートに対する銀行貸出のインパルス反応関数を銀行業態別（全国銀行、都市銀行、地方銀行）に分析し、インパルス反応関数が銀行の規模に応じて大きく異なることを明らかにする。

第4章では、韓国経済を対象とする金融政策の波及メカニズムに関する先行研究をサーベイしたうえで、グランジャー因果性テストを行い、韓国では1980年代に入って以降、実体経済に及ぼす貨幣集計量の影響が弱まる一方、信用集計量の影響が高まりつつあることを明らかにし、マネー・ビューよりもクレジット・ビューの妥当性が大きいことを実証的に確認する。

最後に終章として、以上の分析結果を簡単に要約するとともに、今後の研究課題について展望する。

### 論文審査の結果の要旨

本論文は、マクロ経済学や金融論の分野において近年大きな注目を浴びているクレジット・パラダイムないしクレジット・ビューと呼ばれる考え方について、日本および韓国のデータを用いて、詳細な実証分析を展開し、それに基づいて金融政策のトランスミッション・メカニズムや銀行の貸出行動と実体経済との関連を分析しようとした労作である。本論文において、とりわけ注目に値する特徴ないしメリットとして挙げられるのは次の4点である。

第一は、『通産統計』（経済産業省）を用いて、日本の鉱工業生産を生産財、資本財、建設財、消費財の4つに分類し、それぞれの財別の生産指数とマネーサプライ、銀行貸出、コール・レートなどの金融変数との因果関係を検証し、金融変数の影響力は生産分野に応じて異なること、また1990年代に入って以来、銀行貸出の影響が大きくなったとの結論を導出していることである。こうした財別の生産指数と金融変数の相互関連を詳細に実証分析した研究は、おそらく日本では最初の試みである。

第二は、『全国銀行財務諸表』のデータを用いて、不良債権の存在が銀行の「貸し渋り」を引き起こした重要な要因であること、銀行の規模によって「貸し渋り」の程度が異なること、大企業よりも中小企業の方が「貸し渋り」の影響が深刻であったこと、などの非常に興味深いファクト・ファインディングを得ていることである。不良債権の存在が銀行の貸出供給行動や企業の行動にも大きな影響を与えたとの先行研究は必ずしも少なくないが、本論文のような体系的な分析はこれまでなかったように思われる。

第三は、『法人企業統計季報』（財務省）のデータを用いて、分析の対象とする1985年以降、企業の設備投資と銀行貸出との間に双方向の因果関係があることを確認するとともに、マネーサプライと設備投資の間には因果関係が存在しないこと、などの実証結果を導いていることである。ここでの実証分析の結果は、上に述べた本論文の他の分析結果とも整合的であり、同時にこれらの結果を全体として見ると、少なくとも日本では、金融政策のトランスミッション・メカニズムにおける相対立する2つの考え方、すなわちマネー・ビューとクレジット・ビューのうち、後者の方が妥当する余地が大きいことを説得的に示している。

第四は、韓国における金融政策のトランスミッション・メカニズムに関する先行研究を要領良くサーベイしたうえで、VARモデルを用いて1970年以降の韓国経済を対象とする因果関係テストを行い、韓国においてもクレジット・ビューの重要性が増しているとの実証結果を導いていることである。韓国におけるこの分野での実証分析が未だ少ない現状を考えると、本論文のような精緻で手堅い実証分析手法を用いた韓国経済の分析は、非常に貴重であると言わねばならない。

しかし、本論文には次のようないくつかの問題点が残されている。

最大の問題点は、各章とも理論的なモデルが必ずしも明確ではなく、先行研究に基づいた、ややアドホックな定式化を用いて実証分析を展開していることである。例えば、銀行の「貸し渋り」の分析においても、何らかの制約条件のもとで銀行の合理的な行動を前提として貸出供給関数を導出し、それに基づいて実証分析を行うというオーソドックスな手続きは取られていない。このように、理論的分析よりも実証分析に偏重していることは、導出された結果の頑健性・信頼性を損なう可能性がある。この点で、自らの独創的な理論モデルに基づく実証分析が望まれる。

第二に、計量経済学的手法としての問題がある。本論文では、金融変数と実物変数との関係を調べるため、もっぱら VAR モデルを用いて分析を行っているが、VAR モデルは変数間の動学的な統計的關係を把握することはできるものの、変数間の構造を明らかにしない。本論文におけるような実証分析に加えて、経済理論的に見た場合に、ある時点において想定されるべき変数間の關係を明示的に考慮したモデル、例えば Structural VAR モデルを用いて変数間の動学的な關係を分析する必要がある。

第三に、1990年代に入って以降、現在に至るまでの長期にわたる景気低迷の最大の原因が地価や株価など資産価格の大幅な下落であることはほぼ明らかであるが、本論文では、こうした資産価格の変動が实体经济に及ぼすメカニズムを考慮した分析は行っていない。この点においても、改善の余地が残されている。

本論文には以上のような問題点が残されているものの、既存の文献を十分にサーベイしたうえで、金融政策の波及メカニズムにおけるマネー・ビューとクレジット・ビューの妥当性を実証的に解明しようとした意欲的な研究として高く評価できる。よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお、平成15年6月20日、論文内容とそれに関する試問を行った結果、合格と認めた。