

氏名	リム 林	ビョン 秉	ジュン 俊
学位(専攻分野)	博士(経済学)		
学位記番号	経博第148号		
学位授与の日付	平成14年11月25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	金融政策の波及経路 ——日本における地価の変動を中心に——		

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

銀行貸出を通じてマクロ経済に影響を及ぼす金融政策の波及経路は「クレジット・ビュー」(credit view)と呼ばれ、近年大きな注目を集めてきた。このクレジット・ビューにおける重要な結論の一つは、銀行貸出に影響を及ぼす原因が実体経済にも影響を及ぼすことである。とくに地価の変動は、貸出市場の借り手である企業と貸し手である銀行の資産価値の変動を通じて、実体経済に影響を及ぼすと考えられる。とりわけ日本がそうであるように、土地を担保とした貸出が一般的な場合には、借り入れのアベイラビリティ制約の変化によって企業投資の変動が生じる可能性が高いと考えられる。こうした資産価格の変動が企業の資金調達条件に影響を与え、設備投資など企業の支出活動の変化を通じて景気変動を増幅するメカニズムは、近年フィナンシャル・アクセラレータ(financial accelerator)と呼ばれ、大きな注目を集めている。本論文の目的は、様々な計量分析を通じて、1980年代から最近時点までの日本経済を対象に、地価の変動が銀行貸出を通じて実体経済に及ぼすメカニズムを明らかにすることである。

まず第1章では、Gertler and Hubbard(1988)のモデルを拠り所にしてフィナンシャル・アクセラレータ仮説について理論的に検討し、①情報の非対称性が存在するもとは、担保価値の増加は金利の低下が投資の増加をもたらすという伝統的な波及経路を増幅する効果を持っていること、②この増幅効果には、景気の上昇局面よりも景気の下降局面においてより強くなるという非対称性があること、③地価の変動は企業の規模に応じて異なった影響を及ぼし、景気下降局面において高いエージェンシー・コストに直面している中小企業ほど、より大きな影響を受けること、などの結果を導いた。

次に、地価の変動と企業の設備投資の関係を中心に多面的な実証分析を行った。まず、日本経済を対象に、45年間の四半期データを用いて時系列分析を行い、さらに、日本の地域別(および都道府県別)の地価と地域別(および都道府県別)の企業設備投資の関係についてクロスセクション分析を行った。推定結果は上記のメカニズムを支持するものであり、その主要な結論は次の通りである。

まず、地価の変動は企業規模の如何を問わず、設備投資に統計的に有意な影響を及ぼしている。また、こうした地価の設備投資に及ぼす影響は、大企業よりも中小企業に対してより強いインパクトを与えるのみならず、中小企業に対する方がより長期間にわたる。さらに、地価の上昇期よりも下降期の方が設備投資に及ぼす影響はより大きいという非対称性が検出された。これらの興味深い結論は、「フィナンシャル・アクセラレータ仮説」と整合的である。

第2章では、地価の変動が銀行貸出に及ぼす影響を中心に分析する。これまでの先行研究におけるモデルにおいては、資産価値と貸し倒れ率の変動を反映していないという限界がある。そこで、本章では銀行の要求担保率と企業の提供可能な担保率を導入したモデルを用いて貸出市場に対する地価変動の影響を分析した。このモデルの特徴は次の通りである。第一に、銀行は貸出契約条件項目である要求担保率を操作し企業の借入需要を調節できる。第二に、担保価値の変化が直接的には貸出需要に、間接的には貸し倒れ率を通して貸出供給に影響を与えることができる。最後に、地価の持続的な上昇には逆選択効果が存在するため、いつまでも投資が増え続けられないという非対称性が存在する可能性がある。なぜなら、ある担保価値を

超えると安全な企業から順に貸出申請を断念することとなり、銀行の期待収益は減少し、その結果として貸出供給は増えないからである。

このメカニズムの妥当性についてパネル分析を行った結果、地価上昇期より地価下落期において貸出に対する地価変動の影響が大きいという非対称性があることと、地価変動は短期貸出（運転資金貸出）より長期貸出（設備投資貸出）の影響が強いことが明らかとなった。

第3章では、最近問題となっている「銀行の貸し渋り行動」についての先行研究を簡単にサーベイした上で、Bernanke and Blinder[1988]の理論モデルを修正したモデルを用いて、資産価格の変動および自己資本比率規制の導入が日本の銀行の「貸し渋り」行動に及ぼす影響について考察した。また3年間の分析期間、5つのグループの銀行に、4種類の貸出に対して実証分析を行った。このように分析対象を細かくブレイクダウンしたことは、これまでの先行研究には決して見られない大きな特色であると見られる。分析の結果、不良債権比率、地価、自己資本比率が銀行の貸出に影響を及ぼしたことが明らかになった。とくに地価に関してみると、その影響は96年度および97年度の設備投資貸出に集中している。このことは、90年代後半の地価下落に伴う担保価値の低下は、銀行の設備投資貸出を中心に比較的限定的な影響しか与えなかったことを意味している。ただし、地価の影響が短期貸出より長期貸出により強い影響を与える結果は前章の結果と整合的である。

そして98年度における全国銀行ベースの総貸出増加率を被説明変数とする推計結果がそうであるように、これらの要因のすべてが複合して銀行貸出を抑制する方向に作用した時期には、取引先企業にとって、いわゆる銀行の「貸し渋り」として明確に実感されたように思われる。この点は、貸出態度DIで見られるように、大企業や中小企業に対する金融機関の貸出態度が98～99年の時期に厳格化した点とほぼ整合的である。すなわち、この実証結果は、90年代後半の銀行貸出の低迷が単にバブル崩壊以降の企業の借り入れ需要の減少によるものだけでなく、貸出供給サイドの要因にも起因することを意味している。とりわけ97～98年の時期にはこれらの要因が重なって、俗に「貸し渋り」と呼ばれるような銀行の貸出供給態度の慎重化が生じたと判断される。

第4章では、金融政策の波及経路をめぐるケインズの見解とホートレーの見解の対立に焦点を当て、実証的な観点から、両者の考え方のいずれが現実妥当性を持っているかについて明らかにすると同時に、資産価格（地価）の変動が実体経済に及ぼす経路を、因果関係分析を通じて検証することを狙いとしている。分析の際、単純化のためホートレー仮説は「利子率→売上高→設備投資」という経路を、ケインズ仮説は「利子率→設備投資→売上高」という経路を、また資産仮説は「利子率→地価→売上高→設備投資」ないし「利子率→地価→設備投資→売上高」という経路を意味するものとする。

推定結果によると、資産が存在しない場合は日本においてケインズ仮説よりもホートレー仮説の方が妥当する。次に、ホートレー仮説とケインズ仮説に加えて資産仮説の妥当性を検討した結果、少なくとも日本において、資産が存在する経済モデルにおいては、資産仮説、ホートレー仮説、ケインズ仮説の順に強く作用する可能性が大きいことを示唆している。さらに、大企業、中小企業を問わず、金利の変動は地価の変動を媒介にして投資や売上高に強い影響を及ぼしている。特に中小企業においては、資産仮説が重要であることは注目に値する。これらの結果を重ね合わせると、金利が直接に売上高と投資に及ぼす経路より、それが地価の変動を通じて売上高と投資に及ぼす経路の方がより強いとすることができる。この結果は、担保貸出を中心とする中小企業の場合、資産価格の変動が実体経済に影響を及ぼす経路がきわめて重要であることを意味する。なぜなら、企業保有の担保価値が上昇すれば、他の条件が一定である限り、投資支出の増加が期待され、逆に担保価値が下落すれば、投資支出の減少が生じるからである。

最後に終章では、本論文を要約するとともに、論文の問題点ないし限界について論じた。

論文審査の結果の要旨

本論文は、いわゆるバブル経済の生成と崩壊が生じた1980年代後半から最近時点までを対象に、地価の変動が経済活動に及ぼしたメカニズムや影響を理論的・実証的に明らかにした第一級の研究である。地価の変動とマクロ経済活動との関係については、これまで断片的な研究はあるものの、本論文ほど体系的で包括的な研究は皆無に近い。また時系列分析を中心とする非常に高度で手堅い実証分析の手法が多用されている点も本論文の大きな特色である。本論文の貢献のなかでとくに注目に値するのは、以下の点である。

第一は、日本の地価の変動と設備投資の関係について多面的な実証分析を行った結果、①地価の変動は企業規模の如何を問わず設備投資にきわめて有意な影響を及ぼしていること、②こうした地価の設備投資に及ぼす影響を企業規模別に見ると、地価の変動は大企業よりも中小企業に対してより強いインパクトを与えるのみならず、その中小企業に及ぼす影響は、大企業に及ぼす影響よりも、長期間にわたること、③日本の地域別の地価の変動と企業の設備投資の関係をパネルデータに基づいて分析すると、地価の上昇期よりも下降期の方が設備投資に及ぼす影響はより大きいという非対称性が検出されること、などの興味深い結果を導出していることである。これらの結果は、地価や株価などの資産価格の変動が企業の資金調達条件に影響を与え、設備投資など企業の支出活動の変化を通じて景気変動を増幅するメカニズム、いわゆるフィナンシャル・アクセラレータ (financial accelerator) 仮説と整合的である。Gertler and Hubbard (1988), Bernanke and Gertler (1989), Bernanke, Gertler and Gilchrist (1996) などによって発展されてきたフィナンシャル・アクセラレータ仮説は近年大きな注目を浴びてきたが、その現実妥当性を実証的に明らかにした研究が、日本はもちろん海外においても非常に少ない現状を考えると、本論文の貢献は非常に大きい。

第二は、地価の変動が担保率の変動を通じて銀行の貸出行動に及ぼす影響を精緻なモデルを用いて理論的に分析すると同時に、その理論モデルを踏まえて地価の変動が銀行の貸出に及ぼす影響を銀行の業態別に実証分析を行っていることである。本論文では、銀行が貸出金利と担保率を同時に決定するモデルによって、地価の上昇は企業の借入れ制約を緩和し、企業投資を刺激するが、地価の持続的な上昇には逆選択効果が存在するため、投資の増加にはある一定の上限が存在するという興味深い結論を導いている。すなわち、地価が上昇し、ある一定の担保価値を超えると、安全な企業から貸出申請を断念する結果、銀行の期待収益は減少し、その結果として銀行の貸出供給は増加しないという状況が生じる。本論文は、こうした担保価値に関する逆選択効果のため、銀行貸出に対する地価の影響は、地価の上昇期よりも下落期の方が強くなるという非対称性が生じることを理論的に明らかにする。

第三は、日本の銀行の「貸し渋り」行動について詳細な実証分析を行い、1990年代後半の銀行貸出の低迷がバブル崩壊以降の企業の借り入れ需要の減少によるものだけでなく、不良債権比率の上昇、地価の下落、自己資本比率の低下などによる貸出供給サイドの要因にも起因することを明らかにしたことである。これまで日本の銀行の「貸し渋り」行動については、数多くの実証分析が行われているが、本論文ほど金融機関の業態や貸出の種類、貸出供給要因、対象時期などについて細かくブレイクダウンし、しかも明確な結論を導いた先行研究は見当たらない。

第四は、金融政策の波及経路をめぐるケインズの見解とホートレーの見解の対立に焦点を当て、実証的な観点から、両者の考え方のいずれが現実妥当性を持っているかについて明らかにしていることである。すなわち、分析の単純化のために、ケインズ仮説は「利子率→設備投資→売上高」という経路を、ホートレー仮説は「利子率→売上高→設備投資」という経路を意味すると仮定して、Toda and Yamamoto (1995) の手法に基づくグレンジャー因果関係テストを行い、少なくとも日本経済を対象とした場合、全体としてホートレー仮説の方がケインズ仮説よりも妥当するという結論を導出している。また、地価の変動が経済活動に及ぼす影響を考慮して、「利子率→地価→売上高→設備投資」ないし「利子率→地価→設備投資→売上高」という経路を資産仮説と呼び、因果関係テストを用いて資産仮説、ケインズ仮説、ホートレー仮説の相対的な有効性を調べると、資産仮説、ホートレー仮説、ケインズ仮説の順に強く作用するというユニークな結論を導いている。

以上のように、本論文は高度な分析手法を駆使して地価の変動と経済活動の関係を真正面から分析しているが、いくつかの限界ないし問題点があることも確かである。いささか望蜀の感はあるが、あえて以下の3点を指摘しておきたい。

まず第一に、本論文では地価の変動が銀行貸出や企業の設備投資などに及ぼす影響を中心に分析を行っているが、株式など他の金融資産の影響は考察していない。1980年代後半から90年代を通じての日本経済におけるバブルの生成と崩壊のマクロ経済効果や銀行貸出に及ぼす効果を問題とするなら、やはり地価の変動のみならず、株価の変動をも考慮に入れるべきであろう。地価とともに株価の変動をも考慮して実証分析を行ったならば、フィナンシャル・アクセラレータ仮説を支持する本論文の実証分析の結果は、より強固になる可能性があるであろう。

第二に、本論文では地価の変動が企業や銀行の行動に及ぼす影響に焦点を当てているが、家計(消費者)に及ぼす影響はまったく考慮していない。バブルの生成と崩壊の過程において、資産価格の変動が家計の消費支出にも無視できない影響を及ぼしたとすれば、こうした家計に及ぼす効果を視野に入れた総合的な分析が必要であろう。

第三に、本論文では金融政策と資産価格の関係についても何ら考察していない。日本銀行の金融政策の誤りが、バブルの生成や崩壊の原因の一つであるとすれば、地価や株価の高騰および暴落のメカニズムと金融政策の関係について、理論的かつ実証的な分析が必要であるように思われる。

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渉猟したうえで、地価の変動が経済活動や銀行行動に及ぼす影響を多面的かつ体系的に分析した非常にレベルの高い業績として高く評価できることは明らかである。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14年7月25日、論文内容とそれに関連した試問を行った結果、合格と認めた。