

金融政策とクレジット・ビュー：
展望

古川 顯
京都大学経済学部

Faculty of Economics,
Kyoto University,
Kyoto, 606 JAPAN

金融政策とクレジット・ビュー：
展望

古川 顯
京都大学経済学部

1995年9月

金融政策とクレジット・ビュー：展望

古川 顕

1. はじめに

金融の自由化・国際化の進展など近年の金融環境の大幅な変化によって、金融政策の波及経路が変化しつつあるといわれて久しい。もし金融政策の波及経路が現実に大きな変化にさらされているとすれば、金融政策の発動は物価や所得などマクロ経済活動に従来とは異なる影響を及ぼし、その結果、金融政策効果の有効性にも重要な影響が生じてこよう。しかし、金融政策の効果が一体どのような経路を通じて実体経済活動に伝達されるのか、その政策波及メカニズムそれ自体についてすら、様々な考え方があり、未だ十分なコンセンサスが得られていない現状である。この金融政策のトランスミッション・メカニズムに関する問題は、Bernanke=Blinder(1992)やRamey(1993)などが的確に指摘するように、現代のマクロ経済学の最も重要で中心的なトピックであり、論争の絶えない問題である。

金融政策の波及メカニズムに関する議論の中で、最近再び注目を集めているものに、マネー・パラダイム (money paradime) とクレジット・パラダイム (credit paradime)、ないしマネー・ビュー (money view) とクレジット・ビュー (credit view) と呼ばれる2つの見解の対立がある(注1)。この代替的な見解の対立は、「貨幣」と「信用」のいずれが経済活動に対してより大きなインパクトを与えるのか、あるいは両者のいずれが経済活動と密接で安定的な関係を持っているのかという根本的な経済観の相違に基づくものであると言っても過言ではない。

以下では、金融政策の波及メカニズムに関するマネー・パラダイム(マネー・ビュー)とクレジット・パラダイム(クレジット・ビュー)という代替的な考え方について理論的な観点と実証的な観点からの展望を行う。まず次節では、ごく簡単な学説史的展望に立って、両者の考え方の特徴を比較検討する。第3節では、情報の経済学の台頭などを背景に近年ますます有力になりつつあるクレジット・ビューの考え方を中心に、その理論的特色について検討する。第4節と第5節では、それぞれ米国と日本におけるクレジット・ビューの実証分析について展望する。最後に第6節では、クレジット・ビューに関する問題点や今後の研究の発展

方向などについて簡単に指摘する(注2)。

2. マネー・パラダイムとクレジット・パラダイム

金融と実体経済活動との間にどのような関係があるのか、より狭義には、金融政策が実体経済に対してどのようなメカニズムを通じて影響を及ぼすのかという問題は、まさに古くて新しい問題であり、依然としてブラック・ボックスの中に置かれている。Blinder and Stiglitz(1983)が言うように、「金融政策が産出量や雇用などの実物変数に影響を及ぼすことについては幅広い実証的コンセンサスがあるが、なぜそうなのかについてはほとんど意見の一致が見られない」のである。

この金融政策の波及メカニズムに関して有効な視点を提供するのは、Modigliani and Papademos(1980)によって展開されたマネー・パラダイムとクレジット・パラダイムという対照的な考え方である。

ここで、マネー・パラダイムとは、企業や家計など民間非金融部門が保有する支払手段としての貨幣、ないし支払手段に容易に転化しうる流動資産の総量をコントロールすることによって民間の支出行動、ひいては経済活動に影響を及ぼすという見方である。Modigliani and Papademosによれば、こうした見解は、マネタリストやケインジアンの如何を問わない標準的な考え方(standard Monetarist-Keynesian paradigm)、もしくは金融メカニズムについての伝統的な見方(conventional view of the monetary mechanism)である。このような標準的ないし伝統的な金融メカニズムの理解からすると、金融政策効果を伝達するのは貨幣であり、それゆえ金融政策運営におけるコントロールの対象となるのは貨幣集計量(monetary aggregates)ということになる。

これに対し、クレジット・パラダイムとは、民間非銀行部門の負債総額の変化、とりわけ銀行部門の信用供与能力(credit availability)の変化によって民間の支出行動が左右されると見る金融メカニズムの捉え方である。このような観点に立つと、金融政策における主たるコントロールの対象は銀行貸出を含む信用集計量(credit aggregates)である。

マネー・パラダイムとクレジット・パラダイムという対照的な見方は、金融メカニズムに対する理解の相違にとどまらず、以下のような点でも異なっている。

第1に、マネー・パラダイムは、民間非銀行部門のバランスシートの資産面、とくに貨幣という最も流動性の高い資産に注目するのに対し、クレジット・パラダイムは、そのバランスシートの負債側に着目する。換言すれば、前者は貨幣の中核を占める預金という銀行部門のバランスシートの負債側を重視するのに対し、後者は貸出というその資産面を重視する。第2に、マネー・パラダイムは、ある一定時点における貨幣ストックを重視するのに対し、クレジット・パラダイムは、ある一定期間における信用の流れ、いわゆるクレジット・フローを重視する。第3に、マネー・パラダイムは、金融技術革新(financial innovation)に伴う貨幣概念の混乱や貨幣流通速度の構造変化に対処するため、貨幣の定義を拡張するよう主張する傾向があるが、クレジット・パラダイムは、金融技術革新の進展によっても信用集計量と経済活動の間の安定的な関係は崩れないと主張する(注2)。

ところで、マネー・パラダイムとクレジット・パラダイムをめぐる見解の対立は、「流動性選好説」対「貸付資金説」、より古くは「通貨主義」対「銀行主義」の論争にまでさかのぼる学説史的背景を持っている。こうした論争の過程で、銀行信用重視の考え方が繰り返し強調されてきた。その考え方の基本は、「経済変動を規定する諸要因のうち、最も重要な役割を果たすのは投資であり、その資金の大半は銀行信用によって供給される。したがって、金融政策は、信用のコストやアベイラビリティに働きかけることを中心とすべきである」(黒石(1979))というものである。

銀行信用重視の流れのなかで、特筆に値するのは、Hawtrey(1913,1919,1928,1931)によって展開された考え方である。Hawtreyは言う。「経済活動は信用拡張をもたらし、信用拡張は需要を増加させ、需要はより大きな経済活動を引き起こす。不況は借入れを減少させ、借入れの減少は需要の減少をもたらし、需要の減少はより大きな不況を意味する。わずかの、あるいは偶然の信用の動きは、拡張であれ収縮であれ、それ自身拡大する傾向がある。信用の動きは、一度始まれば拡大し、銀行がそれを阻止するための積極的な手段を講ずるまで拡大し続ける」(Hawtrey(1928),P.97)。このようにして、Hawtreyは「信用の内在的不安定性」(inherent instability of credit)を繰り返し主張するとともに、銀行信用が経済活動に直接的な効果を及ぼすとして次のように指摘する。

「生産が増加するとき、生産者は銀行から増大した所得を支払う手段を獲得す

る。生産の増加はそれゆえ、銀行の行動に制約される。銀行が貸し出すとき、彼らは所得を生む(When the banks lend they generate incomes)」(Hawtrey(1931),p5)。また、次のようにも言う。「銀行による貸出の促進ないし遅延は直接に(directly)所得の増加ないし減少をもたらすのであり、貨幣量の変化を通じて所得に作用する必要はない。貨幣量の変化はそれ自体、貸出量の変化の結果である。貸出は貨幣を生む(The lending generates money)」(Hawtrey(1931),p9)(注3)。

しかし、以上のような銀行信用を重視するHawtrey流の見解は、その後の主流的な考え方とはならなかった。その最大の理由は、「信用の側をほとんど論じなかったケインズの『一般理論』の影響が強すぎたため」(佐藤(1989、第11章))、『一般理論』公刊以降、貨幣重視の考え方が支配的となったことによると思われる。しかし、それでもRoosa(1951)、Gurley and Shaw(1960)、Brunner and Meltzer(1968)、Wojnilower(1980)、B.Friedman(1982)などによって、経済活動における銀行信用の重要性が指摘されてきた。

とくにRoosaは、1951年3月の「アコード」(米国財務省と連邦準備銀行の間の国債価格支持政策廃止についての合意)を契機に、いわゆるアベイラビリティ理論(availability doctrine)を展開した。この理論は、国債を中心とする債券流通市場が発達し、債券価格の変動に敏感な金融機関が大量の債券を保有している状況のもとでは、その利回りのわずかな変動が金融機関の貸出意欲と能力に大きな影響を与えると主張した。「貸し手分析の理論」ともいわれるこうした考え方を理論的支柱として、50年代に入り各国中央銀行が金融政策運営の主導権を回復するにつれ、金融政策の有効性が再認識されるようになった。当時、「貨幣の再発見」とか「金融政策の復位」と評されたのも、こうした金融政策の再評価に対応している。

近年、情報の経済学や金融仲介の理論という金融のミクロ理論の発展に立脚して、改めてマクロ経済活動に及ぼす銀行貸出の重要性を再認識しようとする考え方が有力となってきた。Bernanke(1993)の言う「信用の再発見」(rediscovery of credit)である。このクレジット・ビューないしレンディング・ビュー(lending view)と呼ばれる考え方は、金融政策のトランスミッション・メカニズムにおける銀行貸出の変化が実体経済に及ぼす影響に注目するものであり、マネーの変化が実体経済に及ぼす効果を重視する伝統的な考え方—マネー・ビューと呼ばれる

一とは対照的である。クレジット・ビューは、Blinder and Stiglitz(1983)、Bernanke(1983)、Bernanke and Blinder(1988)、Kashyap et al.(1993)などによって展開されてきたが、その基本的な考え方は上に述べたクレジット・パラダイムと変わらないが、敢えて言えば、クレジット・ビューは貸出市場における情報の非対称性の存在を前提に、銀行貸出の重要性や金融仲介機関の存在意義を強調し、そうした新しい視点から銀行貸出とマクロ経済活動との関係を重視するところに新しい特徴があると考えられる(注4)。

一方、マネー・ビューに関してもマネー・パラダイムと同一視して差し支えないが、ここではBernanke(1993)、Kashyap and Stein(1994)などに従って、教科書的なIS・LMモデルにおける金融政策の波及経路に対応する考え方という、より限定的な意味に用いることにしよう。すなわち、金融引締めの場合に即して言えば、貨幣供給量の減少は、市場金利の上昇を通じて経済活動水準に抑制的な影響を及ぼすという政策波及経路を重視する見方である。こうした意味でのマネー・ビューについてはよく知られているので、以下ではクレジット・ビューの想定する作用メカニズムに焦点を絞って考察することにしたい。

3. クレジット・ビューと資産の代替性

クレジット・ビューについて言及する文献は枚挙に暇ないけれども、その考え方をフォーマルなモデルとして定式化したものは、Kashyap and Stein(1994)も指摘するように、Bernanke and Blinder(1988)をおいてほかにはないと思われる。そこで以下では彼らのモデルをベースに、クレジット・ビューの理論的骨格を明らかにしてみよう。

Bernanke and Blinderのモデルは、簡単に言えば、銀行貸出がマクロ的な経済活動に及ぼす役割を明示的に組み込むことによって、従来のIS・LM分析の枠組みを修正したものである。したがって、彼らのモデルに登場する金融資産は、貨幣と債券に加えて銀行貸出という資産であり、この3資産から成るモデルは次のような体系として記述される。

$$L(\rho, i, y) = \lambda(\rho, i)D(1-\gamma) \quad (1)$$

$$D(i, y) = m(i)R \quad (2)$$

$$y = Y(i, \rho) \quad (3)$$

$$\rho = \phi(i, y, R) \quad (4)$$

$$y = Y(i, \phi(i, y, R)) \quad (5)$$

ここで各変数は、L:貸出需要、 ρ :貸出金利、 i :債券利回り、 y :経済活動水準(所得)、 λ :銀行保有資産のうち貸出の比率、D:預金需要、 γ :所要準備率、 m :貨幣乗数、R:銀行部門保有の支払準備、である。

まず(1)式は、銀行貸出の需給均衡条件を示している。その左辺は民間非銀行部門の貸出需要であり、貸出金利についての減少関数、債券利回りと所得水準についての増加関数であると仮定する(説明変数の上の+、-の符号は、それぞれ増加関数、減少関数であることを示す。以下同じ)。式の右辺は銀行部門全体としての貸出供給であり、貸出金利が高ければ高いほど、銀行部門はその運用可能な資金額のうちで貸出での運用比率を高め、逆に債券利回りが高ければ高いほど貸出の比率を低下させるといふ資産選択行動を示している。

(2)式は預金の需給均衡条件である。その左辺は預金に対する民間非銀行部門の需要であり、債券利回りについての減少関数、所得についての増加関数であると仮定する。右辺は預金の供給関数であり、銀行部門の保有する支払準備に貨幣乗数(金利に関する増加関数と仮定)を掛け合わせたものと定義される。なお、このモデルでは現金通貨を無視しているから、(2)式は貨幣市場の需給均衡条件と同じであり、いわゆるLM曲線に対応する。

(3)式は財市場の需給均衡条件に基づいて、所得を利子率の関数として表現したものであり、いわゆるIS曲線に相当する。ただし、ここでは通常のIS・LM分析とは異なって銀行貸出を明示的に取扱っているため、債券市場利回りに加えて貸出金利が財・サービスの需要に影響を及ぼす要因となっている。

このモデルに登場する各市場の需給均衡条件は、貸出市場、貨幣市場、財市場の3つである。残りの債券市場の需給均衡条件については、貸出市場と貨幣市場

の需給均衡が成立すれば、ワルラス法則によって必ず成立するから、ここでは明示的な考察の対象とはならない。

さて(1)式と(2)式より、貸出金利 ρ を i, y, R の関数として解くと(4)式が得られ、この(4)式を(3)式に代入すると(5)式が得られる。(5)式は、Patinkin(1956)にしたがってCC曲線と呼ばれるものであり、「財と信用」(“commodities and credit”)市場の需給を均衡させる利子率と所得の組み合わせを示している。すぐわかるように、(5)式は通常のIS曲線と同様に i - y 平面に関して右下がりとなるが、準備供給量 R の増加(減少)によって右(左)方向にシフトするし、(1)式の $L(\cdot)$ 関数や $\lambda(\cdot)$ 関数に影響を与える信用市場のショックによってもシフトする点でIS曲線とは異なっている。

以上のモデルから容易に確認できることであるが、貸出と債券が企業などの借り手にとって完全な代替財であるとき($L\rho \rightarrow -\infty$)、もしくは貸出と債券が貸し手としての銀行にとって完全代替財であるとき($\lambda\rho \rightarrow \infty$)、CC曲線は完全にIS曲線と一致してしまう。このことは、IS・LM体系においては相対型資産である貸出と市場型資産である債券とが完全代替の関係にあるという特殊な仮定が置かれ、それゆえIS・LM体系にとって貸出市場は余分な(redundant)存在であることを意味している。

以上のモデルによって、マネー・ビューとクレジット・ビューとの相違を明らかにすることができる。図1は、通常のIS・LM分析における金融政策の効果を示している。図の縦軸には市場金利(債券市場利回り)が、横軸には所得が測られ、IS曲線とLM曲線がそれぞれ描かれている。いうまでもなく、この2つの曲線の交点に対応する利子率と所得は、財市場と貨幣市場の需給を同時に満足させるものであり、それぞれ i^* と y^* で示されている。ここで、中央銀行が準備供給量(R)を減少させることによって金融引締めを行ったとしよう。これによって貨幣供給量の減少が生じるから、LM曲線を LM' へと左側にシフトさせ、その結果として、利子率の i^* から i^{**} への上昇と所得の y^* から y^{**} への減少が生じる。これが通常のIS・LM分析の枠組みにおける金融政策の効果であり、この伝統的・標準的な枠組みに依拠する考え方がマネー・ビューと呼ばれるものに対応する。

次に貸出と債券の完全代替性という仮定を緩め、これらが不完全な代替関係に

ある場合の金融政策の効果を検討しよう。この場合には、貸出が実体経済活動に影響を及ぼす独自の金融政策の波及経路が生じる。この点は図2によって示される。

中央銀行が金融引締めを行って準備供給量を減少させると、LM曲線を左側にシフトさせるばかりか、CC曲線をも左方向にシフトさせる。なぜなら、準備供給量の減少によって市場金利（債券利回り）の上昇がもたらされるが、それによって債券保有と代替的な銀行の貸出供給の減少と、企業など民間非金融部門の借入れ増加が生じ、こうした貸出供給の減少と貸出需要の増加による貸出金利の上昇を通じて、実体経済活動に抑制的な影響が及ぶからである。当然のことに、LM曲線のみが左側にシフトするよりも、CC曲線とLM曲線がともに同方向にシフトする方が所得抑制効果は大きい（ただし、この場合、金融政策の発動が市場金利に及ぼす効果は明確ではない。図2では、両曲線のシフトの程度がちょうど等しく、そのために市場金利が不変に留まる場合が例示されている）。

このように、IS・LM分析とは違って貸出と債券との不完全代替を前提にすると、貨幣市場のみならず、貸出市場を通じて金融政策効果が実体経済活動に影響を及ぼす政策波及経路（lending channel of monetary policy）が存在する。クレジット・ビューは、金融政策が市場金利の変化を通じて経済活動に作用するというマネー・ビューが重視する政策波及経路の存在を否定するものではないが、銀行貸出の変化が経済活動に及ぼす経路を重視する点に大きな特色があるといえよう（注5）。

この点をいっそう明確にするために、マネー・ビューとは正反対の極端な仮定として、貨幣と債券とがその保有者にとって完全代替の関係にあるとしよう。この貨幣と債券との完全代替性の仮定（これは先のモデルにおいて、 $D_i \rightarrow -\infty$ を意味する）は、いわゆる「流動性の罠」（liquidity trap）の存在に対応するものであるが、仮に「流動性の罠」が存在し、したがってLM曲線が横軸に平行な場合においても、金融政策の変化によってCC曲線はシフトすることになるから、従来の考え方とは異なり、金融政策の有効性は依然として保持されることになる。Bernanke and Blinder(1988)は、こうした貨幣と債券の完全代替性を仮定するような見方をとくにcredit-only viewと呼び、これに対し、IS・LM分析におけるような貸出市場の存在を無視する、ないしは債券と貸出の完全代替性を仮定する

ような見方をとくに money-only view と呼んでいる。

次に、銀行の貸出行動が何らかの理由で変化した場合について考えてみよう。かつてのわが国における窓口指導のように、中央銀行の指導・勧告によって銀行部門全体の貸出増加額が実効的に抑制されるようなケースを考えてもよいし、いわゆるクレジット・クラッチがそうであるように、銀行が信用リスクの増大を懸念して自発的に貸出供給を抑制するようなケース（先のモデルにおける $\lambda(\cdot)$ 関数の左方シフト）を考えても差し支えない。

図3はこうした銀行の貸出供給の減少が経済活動に及ぼす効果を示している。クレジット・ビューによれば、銀行の貸出供給の減少は、貸出金利の上昇を通じてCC曲線の左方シフトをもたらし、結果として経済活動水準と市場金利の低下させる。これに対し、貸出と債券との完全代替性を仮定するマネー・ビューによると、当然のことながら、貸出供給の減少は経済活動に対して何の実質的な影響も与えない（注6）。

Bernanke(1983, 1991)によれば、以上のクレジット・ビューに基づく見方が、1930年代の大恐慌の経済的影響を的確に説明できるという（図3参照）。多数の銀行が倒産した大恐慌時に、銀行はできるだけ貸出を減らす一方、オープン市場における安全で流動的な資産の保有を増加させたが、このオープン市場資産に対する大幅な需要の増加から市場金利は記録的な水準にまで低下し、そのために金融は緩和状況にあるという誤った印象を与えることになった。しかし現実には、銀行制度の崩壊によって金融仲介機能が麻痺し、深刻なクレジット・クラッチを通じて民間の支出は急速に減少した。Bernanke(1991)は、こうした結果はクレジット・ビューのモデルと完全に整合的であり、それゆえクレジット・ビューは「歴史に基礎を置く見方」(a view with a basis in history)であると主張するのである（注7）。

ところで、マネー・ビューは銀行部門のバランスシートの負債側に、クレジット・ビューはその資産側に焦点を当て、前者は金融政策のトランスミッション・ベルトとして貨幣（預金）を、後者は貸出を重視する。貨幣と貸出とはコインの裏表の関係にあり、両者が密接に相関していることは確かであるけれども、重要なのは貨幣供給の圧倒的部分が貸出を通じて供給されるという点である。

この点を理解するために、表1のような簡略化した中央銀行と市中銀行のバラ

ンスシートを考えよう。これより、中央銀行と市中銀行のバランスシートの制約式はそれぞれ次のように記述される（変数は表に記載したとおり）。

$$B + O = C + R \quad (6)$$

$$R + L = D + B \quad (7)$$

この2つの式を加え合わせ、同じ項目を消去すると次式が得られる。

$$C + D = L + O \quad (8)$$

(8)式は、単に中央銀行と市中銀行のバランスシートを統合したものにほかならないけれども、貨幣供給（マネーサプライ）の源泉を表しているものと解釈できる。すなわち、中央銀行の最大の負債項目である現金と市中銀行の最大の負債項目との合計、つまりマネーサプライは、市中銀行の貸出と中央銀行貸出を除く他の中央銀行保有の資産によって決まり、後者に変化がない限り、市中銀行の貸出の変化はそれと同額のマネーサプライの変化を引き起こすことを意味している。

これは要するに、企業など民間非銀行部門が銀行から借入れを行うと、バランスシートの負債サイドに借入れの増加が生じると同時に、そのバランスシートの資産サイドに同額の預金の増加が生じるという両建ての関係にほかならない。

かって信用創造理論の創始者であるPhillips(1924)が、「銀行組織にとっては、預金は主として貸出の所産であり、個々の銀行にとっては預金は主として貸出の所産である」と述べ、またMinsky(1982)が、「貨幣は銀行が主として企業に貸し出すときに創造され、借手が銀行に対する支払い義務を履行するとき破壊される」と述べているが、これらは貨幣供給の変化が本質的には貸出（ないし銀行信用）の変化を通じて生じることを的確に言い表している（注8）。

こうした見方が正しいとすると、マネー・ビューとクレジット・ビューの相違は、結局のところ、預金と貸出とが基本的に異なる“特殊な”機能を果たしているという認識の相違に由来するといえよう。前者は、銀行の預金が支払手段としての貨幣の機能を果たしているがゆえに、他の金融資産と決定的に異なる特殊な存在であるとみなすのに対し、後者は、金融仲介機能において銀行の貸出が特殊な役割を果たしている点に注目する。すなわち、銀行は資金仲介における事前的な審査活動や事後的なモニタリング活動という専門的な活動を通じて借り手の内部情報(inside information)を生産・蓄積し、それによって金融仲介費用の大幅な節減と金融取引の円滑化を可能にさせている。とりわけ、大企業と比べて信用

度（返済能力）を評価することが総じて困難であり、また資本市場からの資金調達が容易でない中小企業や新規設立企業にとっては、銀行が情報生産活動を組織的・継続的に行うことによって、そのニーズに見合う金額、期間、金利などの取引条件の設定が容易となる。このように金融仲介の過程で銀行が他をもって置き換えることが困難な(difficult-to-place)機能を果たしているとするれば、その貸出供給の変化は企業の設備投資や在庫投資支出の変化を通じて実体経済活動に無視できない影響を及ぼすと考えられる。クレジット・ビューは、情報生産活動を専門に行う組織としての銀行の特別な役割を重視し、そうした認識に基づいて、全体としての銀行の貸出供給の変化がマクロ的な経済活動に及ぼす影響に注目する（注9）。

4 米国に関する実証分析

金融政策の波及経路における銀行信用の重要性を実証的に明らかにした研究として、まずBernanke(1983)の米国の大恐慌に関する分析を挙げておこう。彼は、大恐慌の異常な長さと深刻さを説明するために、Friedman and Schwartz(1963)によって強調されたマネーサプライの収縮効果に加えて、信用秩序の動揺が金融仲介費用の増加を通じて実体経済に及ぼす効果—Bernankeのいう「非貨幣的效果」(non-monetary effects)—を考慮に入れた実証分析を行った。すなわち、産出高の変化率を非説明変数とする方程式において、貨幣的要因としてマネーサプライ（ないし価格の予期されない変化）のみを説明変数とする方程式と、倒産銀行の預金残高および倒産企業の負債総額を「非貨幣的效果」の代理変数として追加した方程式とを用いてダイナミック・シミュレーションを行うと、前者に比べて後者の方がはるかに良好なパフォーマンスが得られた。この実証結果は、1930年代初期の金融危機が単にマネーサプライの収縮によるものだけでなく、金融仲介の機能不全によってもたらされたことを示唆していると考えられる（注10）。

一方、Bernanke and Blinder(1992)は、金融政策のスタンスを表す変数としてフェデラル・ファンド・レート（FFレート）を採用し、グレンジャーの因果性の検定基準に照らして、FFレートは生産や雇用、消費などマクロ経済変数の先行きを予測するもっとも優れた指標（いわゆる情報変数）であることを示した。また、VARモデル（多変量自己回帰モデル）に基づくインパルス応答関数の推

定結果に基づいて、金融引締めによるFFレートの上昇は、最初に銀行の預金と保有有価証券の減少をもたらすが、時間の経過とともに銀行の貸出は減少し、しかも銀行貸出の減少と失業率の上昇とがタイミングとして一致していることを明らかにした。Bernanke and Blinderは、このFFレートの変動に対する銀行貸出と失業率の反応の類似性という事実に着目し、金融政策が少なくとも部分的には銀行貸出を通じて働いている有力な証拠であると主張する。なぜなら、借り手が銀行借入れに依存する限り、貸出供給の減少は支出抑制的に作用するからである（注11）。

しかしながら、一見クレジット・ビューを支持するよう見える以上の分析の問題点は、その分析結果がマネー・ビューと必ずしも矛盾しないことである。例えば、金融引締め政策の発動によって市場金利の上昇が生じ、結果として産出量の減少と投資支出の減少をもたらされたとしよう。この場合、産出量の減少が銀行の貸出供給の減少によって引き起こされたのではなく、市場金利の上昇によって引き起こされたものであるとしても、企業の資金需要の減少を通じて銀行貸出が事後的に減少する可能性がある。つまり、金融引締めの後に貸出の減少が生じたとき、それが金融引締め→産出量の減少→貸出の減少というルートによるのか、あるいは、金融引締め→貸出供給の減少→産出量の減少というルートによるのかを識別することはできないのである。

こうした識別性(identification)の問題を解決するために、Kashyap et al.(1993)は、銀行貸出と代替的な他の資金調達手段に注目する。もし金融引締めによって銀行の貸出供給が減少したとすれば、クレジット・ビューが示唆するように、企業は銀行貸出に代わる他の資金調達手段を求めることになり、その結果として、代替的手段による資金調達が増加しよう。他方、伝統的なマネー・ビューが示唆するように、もし銀行貸出が減少した理由が産出量の減少に基づく貸出需要の減少にあるならば、金融引締めの結果として銀行貸出以外の資金調達も銀行貸出と同じように減少することになる。

Kashyap et al.は以上の考え方に基づいて、銀行貸出の代替的手段としてのCP(commercial paper)発行額に注目し、銀行貸出額とCP発行額の合計に対する銀行貸出額の比率—彼らのいう「ミックス変数」(mix variable)—の推移を分析した。その結果、「ミックス変数」は、金融引締め期に有意に低下する、つまり

CP発行額は金融引締め期に増加するというファクト・ファイディングを得るとともに、causality testを用いて、「ミックス変数」が経済活動水準の先行きに対して十分な予測力を持っていることを明らかにした。Kashyap et al.は、これら2つの実証結果より、lending channel が有効性を発揮する2つの必要条件、すなわち、銀行のバランスシートの資産側において、貸出と債券とが不完全代替の関係にあり、また企業のバランスシートの負債側においても、貸出とその他の資金調達とが不完全代替の関係にあるという条件が満足されると結論づける。

Gertler and Gilchrist(1993a、1994)は、Kashyap et al.とは異なったアプローチによって識別性の問題を回避し、金融政策の波及経路において信用市場の不完全性(credit market imperfections)の存在が重要な役割を果たすことを明らかにしようとする。彼らは、米国製造業の大企業と小企業の資金調達行動の相違に着目し、①金融引締め政策の発動後2年半にわたって、小企業の売上高の伸び率は大企業のそれを下回るなど、金融政策は大企業よりも小企業に対して大きな影響を及ぼすこと、②小企業(および全企業)の銀行借入れは金融引締めの浸透によって急速に減少するのとは対照的に、大企業の銀行借入れは増大すると同時に、そのCP発行額も増大すること、③マネーサプライ(M_2)および「ミックス変数」(銀行貸出額とCP発行額の合計に対する銀行貸出額の比率)は、大企業の行動よりも小企業の行動に対して相対的に大きな予測力を有していること、などの推定結果を得ている。彼らは、小企業の活動がマクロ経済活動の無視できない要素を占めていることを考慮すると、こうした信用市場の不完全性を反映する諸結果は、金融政策の波及経路や景気循環における銀行行動の重要性、および銀行依存度の高い小企業の重要性を示すものであると指摘する(注12)。

以上のGertler and Gilchristの実証結果がクレジット・ビューと整合的であることは否定し難い。Bernanke(1993)が言うように、伝統的なマネー・ビューに基づいて金融引締めに対する大企業と小企業との差別的な反応を説明することは困難であるのに対し、小企業は大企業よりも総じて資金調達能力において劣位にあり、かつ情報収集費用やモニターリング費用など銀行の貸出費用は小企業の方が大企業より相対的に高いとすれば、銀行が金融引締めに際して真っ先に小企業への貸出供給を削減することが合理的であるとみられるからである。

以上の議論はマネー、貸出、CPなどの金融諸量の変化に注目したものであるが、

これに対して、2つの利子率の差（金利スプレッド）に注目し、それが将来の実体経済活動の動きを予測する先行指標（情報変数）として有力であると主張する一連の研究がある。Stock and Watson(1989)をはじめとして、Bernanke(1990)、Friedman and Kutter(1992,1993a,1993b,1993c)などがそれである。これらの研究はいずれも、同じ満期のCPレートとTBレートのスプレッドが先行きの実体経済活動に対して驚くほど良好な予測力を持っていることを明らかにしているが、それに加えてStock and Watson(1989)とFriedman and Kutter(1992)は、CPレートがTBレートに対して相対的に上昇すると、先行きの経済活動の悪化がもたらされることを見い出している。

Bernanke(1990)は、CPとTBのスプレッドが非常に高い予測力を持つ理由として2つの仮説を提示する。第1は、金利スプレッドが投資家にとって一種の貸倒れリスク（default risk）の尺度であるという仮説である。すなわち、景気の悪化が予想されると、投資家が感じるCPのリスクが相対的に増加することから、安全への逃避（flight to quality）という投資家行動を反映して金利スプレッドが拡大するという考え方である。

第2は、金利スプレッドが金融政策のスタンスを表す指標であるというものである。簡単に言えば、金融引締めが実施され、銀行からの借入れを拒絶された企業がCP市場での資金調達に追い込まれると、CPの供給圧力の増加からスプレッドの拡大がもたらされるという仮説である。したがって、この仮説に従えば、金融政策が将来の経済活動に対して重要な影響を及ぼす限り、金利スプレッドは経済活動の有力な先行指標の候補たりうるのである。

Bernanke(1990)は、これら2つの仮説の妥当性を実証的に検討した結果、CP-TBスプレッドは貸倒れリスクの尺度というよりも、金融政策のスタンスを示す指標とみなすべきであるとの結論を導く。この結論が、先に述べたKashyap et al.(1993)の分析結果と相互に補完的な関係にあり、それゆえにクレジット・ビューの妥当性を支える間接的な証拠となっていることは明らかであろう。

Friedman and Kutter(1993a,1993b)は、CP-TBスプレッドが実体経済活動に影響を及ぼす理由として、上に述べたBernanke(1990)の2つの仮説に加えて、さらに第3、第4の仮説を提起する。このうち第3の仮説は、企業のキャッシュ・フローが景気循環と同方向に変動するという点に着目したもので、キャッシュ・

フロー仮説(cash flow hypothesis)とでも呼ぶべきものである。この仮説は、景気の悪化が見込まれるような場合には、キャッシュ・フローの減少と意図せざる在庫の増加とが重なって企業の資金不足をもたらし、この資金不足が企業のCP発行の増加を通じてCPレートとTBレートのスプレッドを拡大させると考える。この仮説によれば、こうした現象はちょうど景気循環のピークもしくはその直前に生じることから、スプレッドの拡大は景気悪化のシグナルとなる。

第4の仮説は、銀行の自己資本比率の変化が貸出行動に及ぼす効果を重視する。すなわち、自己資本比率規制が強化されると、他の条件が一定ならば、銀行の貸出供給に抑制的な圧力がかかるため、銀行からの借入れを拒絶された企業はCPの発行を増加させることになり、結果としてスプレッドの拡大を招くというものである。

Friedman and Kutter(1993c)は、VARモデルによるインパルス反応関数の推定に基づいて、以上4つの仮説の妥当性を検討する。その結果、第1から第3までの仮説は、いずれも相互に矛盾しない形で“概ね妥当する”(broadly supportive)と結論づける(第4の仮説については、これを支持するような結果は得られないが、これは信頼に足るデータが得られない結果であるかも知れないとの留保を置いている)。このFriedman and Kutter(1993c)の実証結果は、貸出の供給サイドに制約がなければ、上の3つの仮説は成立しないという意味で、やはりクレジット・ビューを支持するものといえよう(注13)。

ところで、以上の実証分析はほとんどすべてクレジット・ビューを支持するようなものであるが、当然ながら、こうした見方に批判的な実証分析も存在する。そうした研究の代表的なものとして、King(1986)、Romer and Romer(1990)、Ramsey(1993)を挙げることができよう(注14)。

まずKing(1986)は、貸出市場における均衡的信用割当のマクロ的効果を分析するなかで、VARモデルにおける分散分解の手法を用いて、貨幣(要求払い預金)と貸出(商工業貸出とその他の銀行貸出)のどちらがGNPに対してより強い先行性を有しているかをテストし、貨幣の方が貸出よりもはるかに強い先行性(予測力)を持っているとの結果を得ている。

次にRomer and Romer(1990)は、Romer and Romer(1989)によって作成された、連邦公開市場委員会(FOMC)議事録を精査して金融政策スタンスの変更時期を識別

したデータ（いわゆるRomer dates）に基づいて、金融引締め期における貨幣量（ M_1 ）および銀行貸出額と産出量との関係を分析した。このRomer datesは、貨幣量と貸出量がともに経済活動の影響を受けることから生じる識別性の問題を回避し、金融政策のシフトが経済活動に及ぼす一方方向の因果関係を検出するために考案されたものである。彼らの分析結果によると、金融政策の変更は、貨幣量の変化を通じて産出量に影響を及ぼすのに対して、貸出量は経済活動の変化に基づく資金需要の変化を媒介として受動的な影響を受けるだけであるとして、金融政策の波及経路における貸出の重要性について否定的な結論を出している。

最後に、Ramey(1993)は、VECM(vector error correction model)モデルによる予測方程式を用いて、貨幣量や貸出量など各種金融変数が産出量に及ぼす効果を分析し、貨幣量（ M_2 ）は産出量に対して高い予測力を有しているのに対し、銀行貸出など信用指標は産出高の先行きを予測する指標としてほとんど説明力を持っていないという結果を得る。これより彼女は、金融政策の波及経路においてマネー・チャンネルはクレジット・チャンネルよりはるかに重要であり、クレジット・チャンネルを無視することによってほとんど失うものはないと主張する。

以上のように、金融政策の波及メカニズムに関する実証分析の結果を全体として見ると、どちらかといえば、クレジット・ビューの方がマネー・ビューより優勢であるが、しかし依然として明確な結論が出ていないと言った方が公平であるように思われる（注15）。

5 日本に関する実証分析

わが国では高度成長期を中心に、企業の実物投資の圧倒的部分が銀行信用によってファイナンスされ、日本銀行は金融政策を通じて間接または直接に銀行信用に大きな影響を及ぼしてきた。このことは、金融政策が企業の資金調達を通じて実体経済活動に大きな影響を及ぼしたことを示唆している。一方、金融の自由化や国際化の進展によって金融政策の波及経路や有効性にも重要な影響が生じつつあるとみられる。

以上の点は、Singleton(1993)が的確に指摘する通りであり、わが国は、金融政策の波及経路もしくは銀行信用とマクロ経済活動にかかわる研究にとって、格好の“実験の場”を提供しているといえよう。それにもかかわらず、銀行信用と実

体経済活動の関係についての実証研究は、米国に比べると未だ発展途上の段階にある。以下、わが国を対象とする実証分析について概観することにしよう。

まず古川（1985、第5章）は、各種の量的金融指標（ M_1 、 $M_2 + CD$ 、銀行貸出、銀行信用、広義信用集計量）と名目GNP、実質GNPおよびGNPデフレーターとの因果関係をシムズ・テストを用いて分析した。その主要な分析結果によると、信用集計量(credit aggregates)と貨幣集計量(monetary aggregates)を代表する銀行貸出と $M_2 + CD$ は、ともに名目GNPとGNPデフレーターに対して一方方向の影響を及ぼしている（ただし、実質GNPとの間には明確な因果関係は認められない）が、その影響は前者の方が後者よりも大きい。

この銀行貸出の優位性を指摘する古川の実証結果は、釜（1988）によっても確認されている。釜は、スペクトル分析の手法を用いて、鉱工業生産指数などで測られる実体経済活動との時間的先行・遅行関係を分析する一方、多変量自己回帰モデルによる相対分散寄与率（RVC）に基づく因果性テストを行い、さらには貨幣需要関数や信用需要関数の安定性に関する外挿テストも行っている。それによると、金融政策の中間目標の優劣を、実体経済活動との時間的先行・遅行関係、因果関係および需要関数の安定性という3つの基準に照らすと、銀行貸出、 $M_2 + CD$ 、広義信用量、 M_1 の順に優れているとの結果を導いている。

これらの研究に対して、日本銀行調査統計局（1988）の分析結果は大きく異なっている。この研究は、銀行貸出を含む各種信用集計量およびマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）と実体経済諸変数との関係を時差相関係数とVARモデルによって分析したものである。それによると、まず時差相関係数を用いた分析では、各種信用集計量は $M_2 + CD$ と同様、物価や名目総需要に先行し、時差相関係数も同程度に高いという関係が見出される。しかし、VARモデルを用いた分析では、実体経済指標に対する先行性や説明力という点で、 $M_2 + CD$ の方が各種信用集計量よりも格段に優れているとの結果が得られている。さらに、金融政策によるコントロールビリティおよびデータの速報性の観点から見ても、 $M_2 + CD$ の方が優れていることから、「暫定的な結論」と断わりつつも、 $M_2 + CD$ が最も重要な量的金融指標であると結論づけている。

岩淵(1990)は、Structural VARモデルによって金利（コール・レート）、マネーサプライ（ M_1 、 $M_2 + CD$ ）、銀行貸出などの金融変数と鉱工業生産などの実体

経済変数との関係を分析している。インパルス反応関数、予測分散分解、インサンプル予測による要因分解などに基づく周到な計測によると、各金融変数の中ではマネー（ $M_2 + CD$ ）の実質生産や物価に対する影響力が最も大きいという結果が得られている。特に、マネー・ショックとクレジット・ショックのどちらが実体経済に対して重要な影響を及ぼすかという観点から見ると、「マネー・ショックを凌駕するほどの貸出アベイラビリティのショックの影響は観察されず、クレジット重視論の強調するようなクレジット・ショックの重要性を立証することはできなかつた」と報告する。

さらに細野(1995)は、コインテグレーション・テスト(cointegration test)の結果、①長期的にはGDP、実質マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）、長期金利（利付電々債利回り）の3変数は共通の確率的トレンドを持つ（共和分の関係にある）が、GDPと実質銀行貸出は共和分の関係にないこと、②短期的にみても、実質マネーサプライや長期金利の変化はGDPの変化に影響を及ぼすが、実質銀行貸出がGDPに対して追加的な影響を及ぼしているとの証拠は得られないことなどから、「概していえば、全期間を通じて見れば、マネー重視の考え方と整合的であり、クレジット重視の考え方を積極的に支持する証左に欠ける」と結論づける。

以上の3つの分析は、マネーのクレジットに対する優位性を主張する点で共通しているが、これに対してUEDA(1993)はクレジットのマネーに対する優位性を指摘する。UEDAは、VARモデルによる予測分散分解によって金融変数と実体経済との関係を分析すると、ハイパワード・マネー、マネーサプライ（ M_1 、 M_2 ）、銀行貸出、コール・レートという5つの金融変数の中で銀行貸出が80%のケースで最も高い説明力を有するとの結果を得る。また、これら金融諸変数間のみでのグレンジャーの因果関係を調べると、少数の場合を除いて銀行貸出とコール・レートは他の金融変数からの影響を受けない一方、これら2変数は他の金融変数に影響を与えるという結果が検出される。さらに、Romer and Romer(1990)の分析手法を日本に適用し、金融引締め期におけるマネー（ M_2 ）、銀行貸出と産出量の関係を分析すれば、産出量の予測誤差はマネーよりも銀行貸出の方が小さいとの結果が得られることから、金融政策の波及経路においてマネーよりも銀行貸出の方が相対的に重要であるとの結論を導いている。

以上の実証分析はすべて、実体経済変数とマネーや銀行貸出を含む金融諸変数と

の関係について、グレンジャーの意味での因果関係や予測分散分解に基づく説明力などに基づいて、金融変数間の優劣を直接的に比較検討するものである。しかし、こうした実体経済変数と金融変数の関係を直接的に比較し、仮にマネーよりも銀行貸出の方が実体経済活動に対して高い説明力を有していたとしても、それだけでは必ずしも金融政策の波及経路における銀行貸出の相対的な重要性を論証したことにはならない。この点は既に前節で指摘した通りである。

Hoshi, Scharfstein and Singleton(1993)は、Kashyap et al.によって開発された金融政策のスタンスを示す「ミックス変数」という概念をわが国に適用し、日本の金融政策の波及経路における銀行貸出の重要性を間接的な方法で明らかにしようとしたものである。彼らは、戦後日本の金融政策の運営において無視できない政策手段とされる日本銀行の窓口指導の有効性に関する従来の論争を展望した後、①情報の非対称性および資本市場の不完全性を前提すれば、企業の資金調達において都市銀行など窓口指導対象金融機関からの借入れと保険会社など非対象金融機関からの借入れとは完全代替ではなく、その限りで窓口指導は有効な金融政策の手段であること、②窓口指導の強さを示す尺度として全金融機関の貸出に占める窓口指導対象金融機関の貸出の比率を採用し、この“loan mix”を用いてVARモデルによる分析を行うと、“loan mix”は設備投資や在庫投資などの実体経済活動に対して重要な効果を及ぼしていること、③パネル・データを用いたミクロ・レベルの分析によれば、メインバンクを中核とする「系列企業」は「独立企業」に対して、窓口指導が強化される金融引締め期には、より多くの投資を行う傾向が観察され、この点で窓口指導は一種の分配効果(distribution effects)を有すること、などの結論を得ている。この結論は、窓口指導の有効性に関する従来の「通念」を裏書きするとともに、日本の金融政策のトランスミッション・メカニズムにおける銀行貸出の重要性を再確認したものだと言えよう。

一方、黒木(1993)は、Kashyap et al.(1993)と同一の分析手法を日本の製造業に適用し、Kashyap et al.とほぼ同様の結果を得る。すなわち、大蔵省が四半期ごとに公表している「法人企業統計季報」のデータ(全産業・製造業)を用いて、企業の資金調達に占める金融機関借入れの比率を示す各種の「ミックス変数」について分析し、①金融引締めに伴って「ミックス変数」は総じてタイム・トレンドを下回るように推移すること、②その傾向は資本金1億円未満の小規模企業に

において顕著であること、③資本金1億円未満の企業の実物投資活動はいくつかの「ミックス変数」に関して統計的に有意な影響を受けていることなどの結果を導き、これよりクレジット・チャネルを通じる金融政策の効果の重要性を指摘する。

以上が筆者の知る限りの日本を対象とする実証分析である。これらの分析を展望すると、総じて実体経済活動に及ぼす銀行貸出の重要性を印象づけられるものの、money view vs credit viewの観点からすると、やはり米国と同様、現段階ではどちらが支配的な見解とも言えないように思われる。

6 結びに代えて

情報の経済学や資本市場の不完全性に関する経済学の発達を背景に、近年再び銀行信用（貸出）に対する関心が高まり、それとともに銀行貸出を通じる金融政策の波及効果の重要性が大きな脚光を浴びている。マネー・パラダイムないしマネー・ビューと呼ばれる伝統的な考え方は、文字通りマネーに焦点を当て、その中核を占める預金という銀行の負債を通じる金融政策の波及経路を重視するのとは対照的に、最近の新しい考え方（クレジット・パラダイム、クレジット・ビュー、あるいはレンディング・ビューと呼ばれる）は貸出という銀行の資産に注目し、銀行貸出は企業など最終的な借り手にとっても、貸し手である銀行それ自体にとっても、債券など他の金融資産（負債）とは代替が困難であることを強調する。もし銀行貸出が他の金融資産（負債）とは完全には代替的でなく、したがって銀行や企業がその資金運用や資金調達に関して無差別でないとすれば、マネーを通じる金融政策の波及経路とは独立に、銀行貸出を通じる波及経路も存在する。そうであるとすれば、仮にケインズ的な「流動性の罠」が存在する極端なケースにおいても金融政策の有効性は維持されることになる。またマネー・ビューのもとでは、金融政策の発動による貨幣供給量の変化がない限り経済活動に何の影響も及ぼさないが、クレジット・ビューのもとでは、例えば銀行の貸出意欲が減退しクレジット・クラッチが生じたとすれば、実体経済活動に抑制的な効果を及ぼすとされる。さらに、金融イノベーションを背景に主要各国では共通して貨幣需要が不安定化する傾向が見られるが、銀行信用に対する需要は貨幣需要よりも安定的であるとの推定結果もあり（Bernanke and Blinder(1988)参照）、今後の金融政策運営においては銀行信用に対するモニターをいっそう強める必要がある。

ろう。銀行信用を重視する最近の流れは、理論的・実証的分析を通じて以上の点を力説するのである。

これまでの議論を展望する限り、金融政策の波及経路における銀行信用重視の考え方は理論的にも実証的にも説得的ではあるが、必ずしも問題がないわけではない。その一つは、しばしばクレジット・パラダイムないしクレジット・ビューと総称されるものの、Bernanke and Blinder (1988) を例外として厳密な定式化がなされていないし、第2節(注6参照)で指摘したように、彼らの定式化自体にも問題がないわけではない。その重要性に鑑みて、銀行信用を介する金融政策の波及経路に関し、今後いっそうの理論的彫琢を図ることが必要であろう。

第2に、米国を中心に銀行信用と実体経済活動との関係についての実証分析はきわめて活発であり、クレジット・ビューの妥当性を裏付ける実証結果、もしくは金融政策の波及経路におけるマネーよりもクレジットの重要性を裏付ける実証結果がいくつか示されている。しかし預金と銀行貸出の関係に示されるように、「貨幣」と「信用」がコインの裏表の関係をなすことを考えると、金融政策の波及メカニズムにおける両者の影響を明確に識別し、それぞれの実体経済活動に及ぼす効果を定量的に把握することは必ずしも容易ではない。この点を十分に考慮して実証分析を行うことが不可欠であろう。

第3に、金融政策の効果の媒体となる金融変数(マネーサプライや信用集計量など金融政策の運営目標)と経済活動との間に、前者から後者へと走る安定的な因果関係が得られたとしても、そうした関係は金融の自由化・国際化や証券化の進展、金融イノベーションなどによって変化する可能性がある。例えば、金利自由化の進展によって預金金利や貸出金利の市場金利連動化が進むと、それらが硬直的な場合に比べて、金融政策の運営目標と最終目標との関係も変化するに相違ない。また、金融の証券化(securitization)が進展し、銀行の貸出債券の流動化が容易になれば、クレジット・ビューが前提とするような銀行貸出と債券との非代替性の仮定は崩れ、それによってクレジット・チャンネルを通じる金融政策の有効性は低下する可能性も考えられる(Thornton(1994)参照)。

金融イノベーションや金融制度改革の進展などを背景に、今後とも新しい金融商品・サービスが次々と登場し、それによって各種金融資産の代替性が変化することが予想される。こうした金融資産の代替性の変化は、金融政策の波及経路や

有効性に大きなインパクトを及ぼすに違いない。米国に比べ日本についての実証研究は未だ乏しい現状であるが、以上述べたような金融環境の変化を積極的に織り込んで実証研究を積み重ねることが切望される。

脚注

(注1) 金融政策のトランスミッション・メカニズムにおけるマネー・ビューとクレジット・ビューの対立に関しては、Gertler(1988)、Bernanke(1993)、Kashyap and Stein(1994)などの優れた展望論文がある。本稿も部分的にこれらの文献に負っている。

(注2) マネー・パラダイムとクレジット・パラダイムについては、黒坂・浜田(1984、第8章)も参照されたい。

(注3) 最近、Hawtreyの経済学の再評価がなされつつあるが、これについての代表的な文献として、Deutscher(1990)と小島(1994)を挙げておきたい。

(注4) 貸出市場の不完全性の要因である情報の非対称性と、それに基づく逆選択やモラル・ハザードの発生、金融仲介機関の機能不全の問題を論じた文献として、Jaffee and Russel(1976)、Stiglitz and Weiss(1981)、Diamond(1984)などを挙げておこう。

(注5) マネー・ビューに関する大きな問題点は、Bernanke(1993)も指摘するように、一つには銀行貸出と債券との完全代替性という非現実的な仮定にあるが、他の一つは、金融政策が金利の変化を通じて民間支出行動に影響を及ぼす波及経路を重視し、その金利感応性が十分に高いという仮点を置いていることである。しかし、近年の実証分析の多くは、設備投資や在庫投資などの金利感応性が極めて低いという結論を得ている。この金利感応性についての最近のサーベイとして、Hirtle and Kelleher(1990)を参照のこと。

(注6) 以上のBernanke and Blinder(1988)のモデルは、従来のIS・LMモデルに貸出市場を組み込むことによって、金融政策の変化を含む各種のショックが体系に及ぼす効果を分析するのに都合の良いフレームワークを提供する。ただし、①銀行をはじめとする各経済主体の行動様式が明示的に考慮されていない、②貨幣(預金)の供給が単純な貨幣乗数アプローチを前提に説明されている、③モデ

ルの中に、金融政策の波及経路において重要な役割を果たすと考えられる短期市場金利が登場しない、④預金金利も明示的には考慮されていないため、それが規制されている場合と自由化されている場合とでは体系に及ぼす効果は同一である、などの問題点が指摘できる。

(注7) Bernanke and Blinder(1988)のモデルに代表されるように、通常クレジット・ビューという場合は、銀行貸出の変化を通じて実体経済活動に及ぼすチャネルを重視するけれども、Bernanke(1993)が指摘するように、金融政策の発動が企業のバランスシートの変化を通じてその設備投資行動に影響を及ぼすというチャネルも広い意味でのクレジット・ビューの中に含めることができる。企業のバランスシートの変化と実体経済活動の関連については、古くはIrving Fisher(1933a, 1933b)の「債務デフレーション」仮説が有名であるが、最近の文献としてはGertler and Gilchrist(1993a, 1993b, 1994)および経済企画庁(1994)を挙げておきたい。

(注8) 貨幣(預金)が銀行貸出(銀行信用)によって供給されるという意味での貨幣供給の内生性については、第2節に言及したHawtrey(1931)によっても強調されている。こうした観点からの近年の文献としては、Bordo, Choudhri and Schwartz(1987)、横山(1977)、日本銀行調査統計局(1988, 1995)を参照されたい。

(注9) 銀行貸出の特殊性に関しては、Fama(1985), James(1987), Beckett and Morris(1992)を、また銀行貸出を通じる銀行と企業の長期的顧客関係の重要性については、Sharpe(1990), Slovin, Sushka, and Polonchek(1993), Petersen and Rajan(1994)などを参照のこと。

(注10) Bernanke and James(1991)はBernanke(1983)の拡張であり、米国を除く24カ国について1930年代当時の金融危機が実体経済に及ぼす効果について分析し、米国の場合とほぼ同様の結論を導いている。この他、Bernanke(1983)と同様の分析手法を用いた金融危機の実体経済に及ぼす研究として、大恐慌時のカナダを対象としたHaubrich(1990)や戦間期の日本を対象とする鹿野(1993)および岡崎(1993)がある。

(注11) Balke and Emery(1994)は、Bernanke and Blinder(1992)の分析を最近時点まで引き延ばして分析し、フェデラルファンド・レートが実体経済(失業率およびインフレ率)に及ぼす効果は低下しているとの推定結果を報告している。

(注12) 小企業の方が金融政策の変化にセンシティブであるという結果は、米国の大恐慌期を対象とするHunter(1982)や最近のRamey(1993)研究によっても明らかにされている。なお、わが国においても、好況期(ないし金融引締め期)において中小企業の銀行借入れが減少し、不況期(ないし金融緩和期)には増大する一方、大企業においてはこの逆の傾向が見られるという規則性の存在が古くから指摘されている。この「融資循環の二重性」と呼ばれる現象は、Gertler and Gilchrist(1993,1994)の言う「信用市場の不完全性」の反映にほかならない。「融資循環の二重性」については、寺西(1982、第9章)および、そこでの引用文献を参照されたい。

(注13) 情報変数をはじめ、金融変数と実物経済の関係についての展望論文として本多(1994)が有益である。

(注14) この他、Bordo, Rappoport and Schwartz(1991)およびThornton(1994)なども実証分析の結果に基づいて、クレジット・ビューに対し否定的な結論を導きだしている。

(注15) 金融政策の波及経路をめぐる近年の実証分析の多くは、VARモデル(VARモデルを含む)に依拠しているが、VARモデルは、モデルの定式化や変数の定常化の方法などに応じて結果が大きく異なるという問題点を抱えている。また、このアプローチによって、上に触れた「内生性の問題」を回避し、真の因果関係を検出することも不可能である。こうした点が多くの実証分析の蓄積にもかかわらず、しばしばまったく正反対の結論が導出される大きな原因のように思われる。

Balke Nathan S. and Kenneth M. Emery. [1994] , "The Federal Fund Rate as an Indicator of Monetary Policy: Evidence from the 1980s," Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review, First Quarter.

Beckett, Sean and Charles Morris [1992] , "Are Bank Loans Still Special?" Federal Bank of Kansas City, Economic Review, Third Quarter.

Bernanke, Ben S. [1983], "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," American Economic Review, Vol. 73, June.

Bernanke, Ben S. [1990], "On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spread," New England Economic Review, November-December.

Bernanke, Ben S. [1991], "Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?," Readings in Money, the Financial System, and Monetary Policy edited by Thomas F. Cargil, Prentice Hall Inc.

Bernanke, Ben S. [1993], "Credit in the Macroeconomy" , Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review Vol. 18 Number 1, Spring.

Bernanke, Ben S and Blinder Alan S. [1988], "Credit, Money, and Aggregate Demand," American Economic Review , Vol. 78, No 2, May.

Bernanke, Ben S. and Blinder Alan S. [1992], "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," American Economic Review, Vol. 82 , No. 4, September.

Bernanke, Ben S. and Harold James. [1991] "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison" in R. Glenn Hubbard, ed., Financial Markets and Financial Crises, Chicago: University of Chicago Press.

Blinder Alan S. and Stiglitz J. [1983], "Money, Credit Constraints, and Economic Activity," American Economic Review, Vol. 73, No. 2, May.

Bordo, M. D., P. Rappoport, and A. J. Schwartz. [1991] , "Money versus Credit Rationing: Evidence for the National Banking Era, 1880-1914" , NBER Working Paper NO. 3689, April.

Bordo Michael D., Ehsan U. Choudhri and Anna J. Schwartz [1987], "The Behavior of Money Stock under Interest Rate Control: Some Evidence for Canada," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 19, No. 2, May.

Brunner, Karl, and Allan Meltzer, "Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates," Journal of Political Economy, January/February 1968.

Diamond, Douglas. [1984], "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," Review of Economic Studies, Vol. 51, July.

Deutscher, P. [1990], R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics, Macmillan.

Fama, Eugene. [1985], "What's Different About Banks?," Journal of Monetary Economics, Vol. 15, June.

Fisher, Irving. [1933a], Booms and Depressions, London: George Allen and Unwin.

Fisher, Irving. [1933b], "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," Econometrica, Vol. 1, October.

Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. [1963], A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton: Princeton University Press.

Friedman Benjamin M. [1982], "Time to Reexamine the Monetary Targets Framework," New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, March/April.

Friedman Benjamin M. and Kuttner Kenneth. [1992], "Money, Income, Prices, and Interest Rates," American Economic Review, Vol. 82, No. 3, June.

Friedman Benjamin M. and Kuttner Kenneth. [1993a], "Why does the Paper-Bill Spread Predict Real Economic Activity?," in James Stock and Mark Watson, eds., Business Cycles, Indicators, and Forecasting, Chicago: The University of Chicago Press.

Friedman Benjamin M. and Kuttner Kenneth. [1993b], "Economic Activity and the Short-term Credit Markets: An Analysis of Prices and Quantities," Brookings Papers on Economic Activities, 2.

Friedman Benjamin M. and Kuttner Kenneth. [1993c], "Another Look at the Ev

vidence on Money-Income Causality," Journal of Econometrics, Vol.57, No.1-3, May-June.

Gertler, Mark. [1988] , "Financial Structure and Aggregate Economic Activity; An Overview," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.20, No.3, Part 2.

Gertler M and Gilchrist S. [1993], "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence," the Scandinavian Journal of Economics, Vol.95(1).

Gertler M and Gilchrist S. [1993], "The cyclical behavior of short-term business lending," European Economic Review, Vol.37, April.

Gertler M and Gilchrist S. [1994], "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms," Quarterly Journal of Economics, Vol.109, May.

Gurley, John, and Edward Shaw. [1960] , Money in a Theory of Finance, Washington:Brookings Institution.

Hawtrey, Ralph.G. [1913] , Good and Bad Trade, London:Constable & Company.

Hawtrey, Ralph.G. [1919] Currency and Credit, London:Longmans and Green and Co.

Hawtrey, Ralph.G. [1928] , Trade and Credit, London:Longmans and Green and Co.

Hawtrey, Ralph.G. [1931] , Trade Depression and the Wayout, London:Longmans and Green and Co.

James, Christopher. [1987] , "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans," Journal of Financial Economics, Vol.19.

Haubrich Joseph G. [1990] , "Nonmonetary Effects of Financial Crises: Lessons from the Great Depression in Canada," Journal of Monetary Economics , Vol.25, March.

Hirtle, Beverly, and Jeannette Kelleher. [1990] , "Financial Market Evolution and the Interest Sensitivity of Output," Federal Reserve Bank of New

- York, Quarterly Review, Summer.
- Hoshi Takeo, David Scharfstein and Kenneth Singleton. [1993], "Japanese Corporate Investment and Bank of Japan Guidance of Commercial Bank Lending", Japanese Monetary Policy, edited by Kenneth J. Singleton, The University of Chicago Press.
- Hunter, Helen. M. [1982], "The Role of Business Liquidity During the Great Depression and Afterwards: Differences Between Large and Small Firms," Journal of Economic History, Vol. 42, No. 4, December.
- Jaffe, Dwight, and Thomas Russell. [1976], "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing," Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, November.
- Kashyap, A. K., J. C. Stein, and D. W. Wilcox. [1993], "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance," American Economic Review, Vol. 83, No. 1, March.
- Kashyap, A. K., J. C. Stein [1994], "Monetary Policy and Bank Lending," Monetary Policy edited by N. Gregory Mankiw, The University of Chicago Press.
- Kindleberger, Charles. [1978], Manias, Panics, and Crashes, New York: Basic Books.
- King, Stephen, [1986], "Monetary Transmission: Through Bank Loans or Bank Liabilities?" Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 18, August.
- Minsky, Hyman P. [1982], Can "it" Happen Again?, M. E. Sharpe, Inc. (岩佐代市訳『投資と金融』、日本経済評論社、1988)。
- Modigliani, F. and Papademos, L. D., "The Structure of Financial Markets and the Market Mechanism," in Controlling Monetary Aggregates III, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, October 1980.
- Patinkin, Don [1956], Money, Interest, and Prices, New York, Harper and Row.
- Petersen Mitchell A. and Raghuram G. Rajan [1994], "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," Journal of Finance, Vol. 49, No. 1, March.
- Phillips, C. A. [1924], Bank Credit, Macmillan, 2nd, ed.

- Rajan, Raghuram. [1992] , "Insiders and outsiders: The choice between relationship and arm's length debt" Journal of Finance, Vol. 47.
- Ramey, Valerie. [1993] , "How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy ?," NBER Working Paper NO. 4285, March.
- Romer, Christina, and David Romer. [1989] , "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," NBER Macroeconomics Annual 4.
- Romer, Christina, and David Romer. [1990] , "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism," Brookings Papers on Economic Activities, 1.
- Roosa, Robert V. [1951] , "Interest Rates and the Central Bank," in Money, Trade, and Economic Growth: Essays in Honor of John H. Williams, New York: Macmillan.
- Singleton, Kenneth J. [1993] , "Introduction," Japanese Monetary Policy, edited by Kenneth J. Singleton, The University of Chicago Press.
- Stiglitz Joseph E and Weiss A. [1984], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," American Economic Review, May.
- Sharpe, Steve. [1990] , "Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of consumer relationships" Journal of Finance , Vol. 45.
- Slovin Myron B., Marie E. Sushka, and John A. Polonchek [1993] , "The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders" , Journal of Finance, Vol. 48, No. 1, March.
- Stock, James and Mark Watson [1989] , "New Indexes of Coincident and Leading Indicators," in Olivier Blanchard and Stanley Fischer, eds. NBER Macroeconomics Annual.
- Thornton Daniel D [1994] , "Financial Innovation, Deregulation and the "Credit View" of Monetary Policy" , Federal Reserve Bank of ST. Louis Economic Review, January/February.
- Ueda Kazuo. [1993], "A Comparative Perspective on Japanese Monetary Policy: Short-Run Monetary Control and the Transmission Mechanism," Japanese M

onetary Policy, edited by Kenneth J. Singleton, The University of Chicago Press.

Wojnilower, Albert. [1980], "The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History," Brookings Papers on Economic Activity, No.2.

岩淵純一 [1990]、「金融変数が実体変数に与える影響について—Structural VAR モデルによる再検証」、『金融研究』、第10巻第2号、10月

岡崎哲二 [1993]、「戦間期の金融構造変化と金融危機」、『経済研究』、第44巻、第4号、10月

釜 国男 [1988]、「貨幣、信用と経済活動」、『創価経済論集』、第18巻、第3号、12月

黒石明邦 [1979]、「いわゆる“Credit Theory”の考え方について—銀行信用重視論とマネーサプライ」、『金融研究資料』、1月号

黒木祥弘 [1993]、「銀行信用と実物投資活動—日本の金融・資本市場の不完全性に関する実証分析」、『国民経済雑誌』、第168巻第4号、10月

黒坂佳央・浜田宏一 [1984]、『マクロ経済学と日本経済』、日本評論社

経済企画庁 [1994]、『平成6年度年次経済報告』

小島専孝 [1994]、「ホートリー・コネクションII—ホートリーのマクロ経済理論」、『経済論叢』、第153巻第3・4号、3・4月

佐藤和夫 [1989]、『マクロ経済学専科』、日本評論社

鹿野嘉昭 [1993]、「わが国の戦間期における銀行取付のマクロ経済分析」、筑波大学 Discussion Paper Series, NO.525

寺西重郎 [1982]、『日本の経済発展と金融』、岩波書店

日本銀行調査統計局 [1988]、「信用集計量 (Credit Aggregates) について」、『調査月報』、12月号

日本銀行調査統計局 [1995]、「マネーサプライ統計とその変動の分析手法」、『日本銀行月報』、7月号

古川 顕 [1985]、『現代日本の金融分析』、東洋経済新報社

細野 薫 [1995]、「マネー、クレジットおよび生産」(本多佑三編『日本の景気』、有斐閣、所収)

本多祐三 [1994]、「金融変数、実物経済そして金融政策：近年の実証分析の展望」、『金融経済研究』第6号、1月号

横山昭雄 [1977]、『現代の金融構造—新しい金融理論を求めて—』、日本経済新聞社

図1 マネー・ビューと金融政策

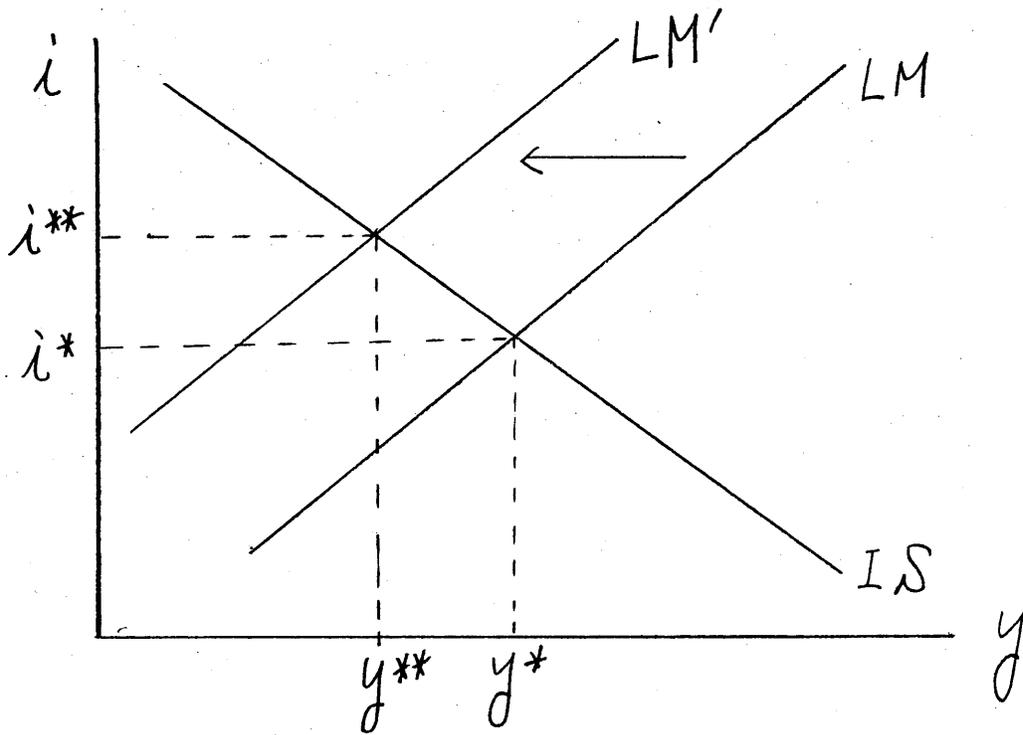


図2 クレジット・ビューと金融政策

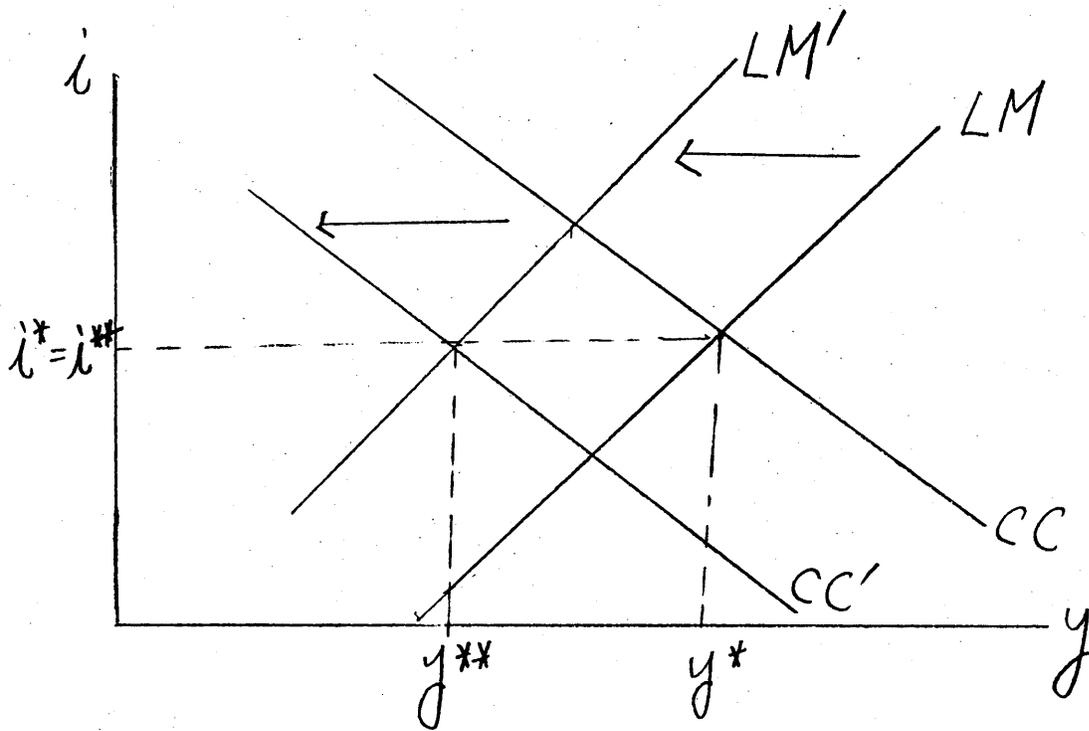


図3 貸出供給減少の効果

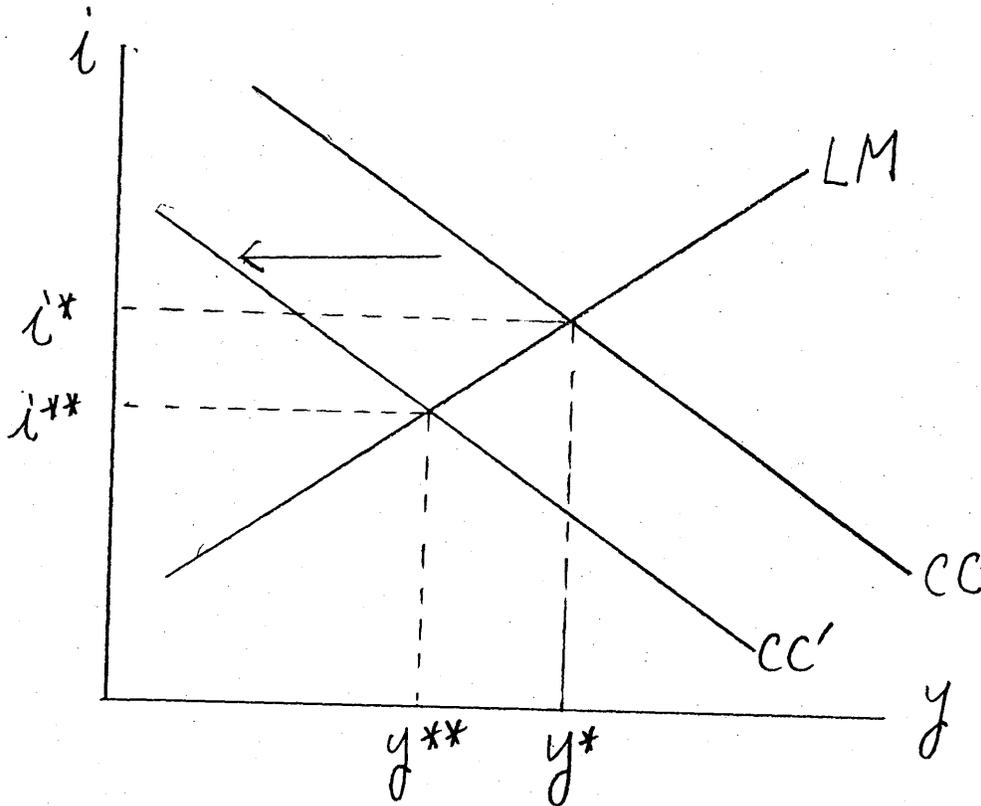


表1 中央銀行と市中銀行の貸借対照表

中央銀行		市中銀行	
中央銀行貸出(B)	銀行券(C)	中央銀行 当座預金(R)	預金(D)
その他中央銀行 保有資産(O)	中央銀行 当座預金(R)	貸出(L)	中央銀行借入(B)