

# 金融政策におけるクレジット・ビューについて

今 井 讓

## I はじめに

1970年代から80年代初めにかけてはインフレ進行のもと、金融政策において世界的にマネーサプライが重視された。しかし金融自由化・金融の技術革新に伴いマネーサプライの定義も変化し、そのコントロールも容易でなくなった。さらにインフレの鎮静化とともに、マネーサプライとインフレの相関関係がかって程には認められなくなった。そのためマネーサプライのみを目標変数とするよりも、複数の経済変数を指標としながら総合判断で金融政策が運営されるようになり、金融政策運営の目標としてはマネーサプライ・ターゲットにかわってインフレ・ターゲットが世界的に注目されるようになったのである。

経済的情况に関してもバブルの発生とその崩壊を経験し、不良債権の増加、バランスシートの傷みから金融市場が十分に機能しなくなり、クレジット・クラッシュ、貸渋りといった現象がみられるようになった。また理論的にも情報の経済学や金融仲介理論の発展がみられるようになり、したがっていわゆるマネー・ビュー (Money View) 的な視点からだけでなく、他の視点からの金融経済分析が必要となり、またそれが可能となったといえる。

本稿ではこのような視点から、金融政策におけるトランスミッション・メカニズムにおいていわゆるマネー・ビューに対し、銀行の貸出し行動あるいは信用額を重視するいわゆるクレジット・ビュー (Credit View) を考察する。

## II マネー・ビューとクレジット・ビュー

この論争は、古くから理論的には「流動性選好説」対「貸付資金説」の論争にみられ、政策面でもかって金融政策の有効性を主張する R. ルーザ (R.V. Roosa) の封じ込め効果いわゆるロック・イン効果 (lock-in effect) をめぐる論争にもみられた。さらに歴史をさかのぼると、英国においてすでに19世紀初頭の銀行学派 (Banking School) 対通貨学派 (Currency School) の論争にもみられる。これはつい最近にみられた日銀対学界の論争にもつながるもので、通貨は実体経済の原因なのか結果なのかという、古くて新しい問題であり、さらにはベース・マネーは中央銀行がコントロールできるのか否かの問題でもある。これも広い意味でのマネー・ビュー対クレジット・ビューの重要な問題である。

しかし本稿で問題とするのは、ベース・マネーのコントロールを前提としてそれを変化させれば、どのようなトランスミッション・メカニズムを経て実体経済に波及していくのかという観点でのマネー・ビュー対クレジット・ビューに関してであり、言い換えれば金融政策の波及メカニズムにおいて「貨幣」と「信用」といづれが重要であると考えerのかという対立である。

先ず両者の定義を考えると、マネー・ビューとは、金融政策の効果を考えるに際して、金融モデルに銀行貸出しのような特定の市場を導入する必要はなく完全市場を前提とした利子率による価格メカニズムを通じて、貨幣量の変化が実体経済に影響を及ぼしていくと考えるものである。

それに対しクレジット・ビューとは、金融政策は主として銀行貸出しあるいは銀行・企業などの民間部門の個々の経済主体のバランスシート構成の変化を通じてその支出行動・経済行動に影響を及ぼしていくのであり、金融政策の標的あるいは指標としては銀行貸出額あるいは信用量を重視すべきであると考えerものである。ここでは金融市場の不完全性を前提として、利子率による価格調整メカニズムよりも量的調整メカニズムを重視しているといえる。

これら両者をアプローチ的にみると、マネー・ビューは、支払手段としての

貨幣を重視するという点では、波及経路において利子率を重視するケインジアン、貨幣量を重視するマネタリストの両者のアプローチを含むものである。それにたいしてクレジット・ビューは支出を制約するものとして銀行貸出しあるいは信用量を重視するという点では、純粹のケインジアンのアプローチであるといえるであろう。

つぎにこの両者を銀行あるいは金融機関のバランスシートの観点からみれば、貨幣は銀行の預金を意味し、バランスシートの負債側を示すのに対し、信用は銀行のバランスシートの資産側を表す。通常は銀行は預金を資金源として貸出しを行うし、また貸出しによって預金を創出するのであるから、両者に強い相関関係が存在するのは当然であり、預金、貸出しのいずれに注目しても結果はほぼ同様であるといえるであろう。したがってその機能としては預金は通貨として一般的支払手段機能を有するのに対し、銀行の信用は非銀行部門からみれば社債など他に多くの資金調達手段が存在するうちの特定のものにすぎないのであるから、金融理論としては一般的支払手段機能を有する通貨を特別のものとして経済分析を行うべきであるとマネー・ビューは考えるのである。

しかし金利メカニズムが十分に機能せず資金の流れに偏りがあり、しかも銀行以外の金融市場から資金調達をできない銀行依存型の中小企業の存在を考えたとき、両者の間に相違があり、クレジット・ビューからみれば銀行貸出額あるいは信用額を重視すべきであると考えられる。ここに両者いずれが経済分析としてより適切であるかというマネー・ビュー対クレジット・ビューの対立が生じるのである。

しかしそのトランスミッション・メカニズムをより厳密にみると2つの部分に分けて次のように考えることができる<sup>1)</sup>。すなわち通常貨幣量の変化は一般的に利子率水準に影響を与え、資金調達コスト水準を通して企業の借入れ行動に影響を及ぼして、その効果を発揮する。すなわちいわゆるマネー・ビューの主張する経路である。

しかし貨幣量の変化が銀行の貸出行動への影響、さらに銀行・企業など各経

1) R. G. Hubbard [6] p. 25

済主体のバランスシートの変化を通じて貸手・借手の行動に影響を及ぼす。これらの経路の方が前者の伝統的な経路より重要であると考えるのがクレジット・ビューである。クレジット・ビューのなかでもより正確に言えば、銀行のバランスシートへの影響をも含めて銀行の貸出行動に注目するのが銀行貸出経路 (Bank Lending Channel)、企業や家計などの借手のバランスシートに影響を及ぼして、その資金調達行動に影響を及ぼすと考えるのがバランスシート経路 (Balance Sheet Channel<sup>2)</sup>) である。

このようにみると、前者の経路は利子率による価格調整メカニズムが機能している部分を、後者の経路は価格調整メカニズムが機能していない部分を強調しているとみることができる。トランスミッション・メカニズムという点ではクレジット・ビューはケインジアン理論の精微化であり、伝統的な利子率経路と代替的なものというよりも補完的・追加的経路であるといえる。もちろん金融政策運営上両者のうちいずれを重視するかという観点からみると、いずれの経路がより重要であるかという論争になり、両者は補完的というより代替的であると考えられるのである。

### Ⅲ クレジット・ビューにおけるトランスミッション・メカニズム

クレジット・ビューにおけるトランスミッション・メカニズムは前節で述べられたように、貨幣量の変化の資金コスト水準への影響を通しての経路と貸手・借手の金融ポジションへの影響を通して実体経済に影響を及ぼす経路が考えられ、クレジット・ビューが重視しているのは後者である。

金融引締政策がとられた場合、このトランスミッション・メカニズムは次のように示される。

---

2) R.P.Kishan, T. P. Opiela [13] pp 121-122

ここでは balance sheet channel を borrower net worth channel とも言っている。

図 (3-1)

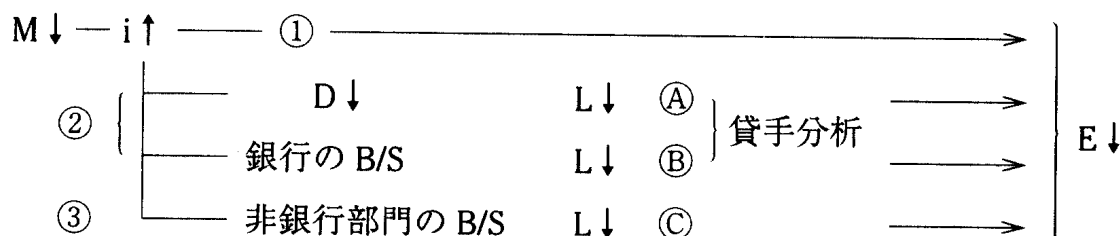


図 (3-1) において、①の経路は資金コスト水準への影響を通しての伝統的経路である。②の経路は利子率経路よりも銀行貸出しが経済活動に影響を及ぼすルートで、いわゆる銀行貸出経路で貸手分析を必要としている。

それに対し③の経路は民間非銀行部門の借手の借入能力が低下することにより貸出しが減少し、その結果支出行動に影響を及ぼす経路で、これも広い意味でのクレジット・ビューに含まれる。

順次この経路をみると、先ず②のルートでは、マネタリー・ベースの減少は預金の減少をひきおこし、銀行の貸出能力つまりアヴェラビリティの減少をひきおこす。この場合、銀行が保有証券を売却して貸出しを維持したり、CD・CPなどを発行して預金の減少分を補って貸出しを維持したり、また銀行貸出しが減少してもその不足分を借手が社債・CPなどを発行して資金を調達するならば、金融引締政策は実体経済に影響を及ぼさないことになる。

したがって、この銀行貸出経路が有効に働く条件は次のようにまとめることができる。

- ① 銀行のバランスシートの資産側の貸出しと証券を不完全代替的とみる。
- ② 銀行のバランスシートの負債側の預金と CD・CPなどを不完全代替的とみる。
- ③ 企業・家計などの借手にとってバランスシートの負債側で資金調達の銀行借入れと社債・CPなどが不完全代替的とみる。

これらが代替的であるか否かに関して多数の実証研究がみられるが<sup>3)</sup>、大まかに言えることは大銀行・大企業に関しては代替性があり、中小銀行・中小

3) たとえば古川 [15], C.D. Romer & D.H. Romer [3] など参照

企業に関しては代替性が低いといえる。とくに中小企業の場合資金調達は銀行のみに依存する場合が多く、概ね不完全代替的であるといえる。これらがいわゆる銀行依存型借手 (bank-dependent borrowers) であり、このようにみれば銀行貸出経路が重要であるか否かは、金融政策の分配効果<sup>4)</sup> (distributional effect) があるか否かといえる。もしこのような効果が働かなければ、金融政策と銀行貸出しと経済活動に相関関係がみられ<sup>5)</sup>、とりたてて銀行貸出しを金融政策のトランスマッション・メカニズムでとり上げる必要はないことになる。

したがって、マネー・ビューの立場をとる IS-LM<sup>6)</sup> アプローチでは債券と銀行貸出しが完全代替的とみるので、とりたてて銀行貸出しを取扱う必要はないと考えている。それに対しクレジット・ビューでは、Bernanke-Blinder が指摘する<sup>7)</sup> ようにとくに銀行貸出市場を貨幣・債券・財市場につけ加える必要があるのである。

次に⑧の経路では、金融政策において利子率の変化が銀行のバランスシートの自己資本力の減少を通じて銀行の貸出行動に影響を及ぼして实体经济に影響すると考えるもので、いわゆるキャピタル・クランチといわれるものであり、これも④と同じく貸手アプローチを必要とするものである。つまり、金融引締めによる利子率水準の上昇に伴って金融資産価値が減少し、また土地担保価値の低下による不良債権の増大により銀行の自己資本力が低下し、その結果銀行のリスク負担能力が低下し、リスク・テッキングに慎重になるのである。

4) S. G. Cecchetti [7] p. 83

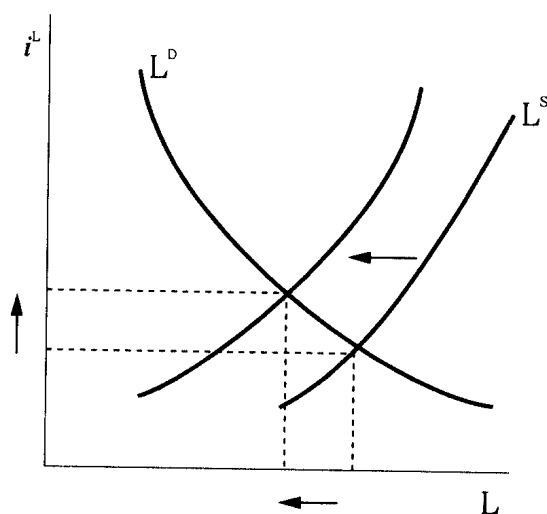
5) A. K. Kashap & J. C. Stein [6] p. 6

6) メルツァーは IS-LM アプローチを次の点で批判する

- 1) 資産ストックの調整を無視している
- 2) 利子率は短期利子率のみを扱っている
- 3) 金融仲介機関は何の役割も果さない
- 4) 貨幣は債券のみか実物資本をも含めた全ての資産と代替的か否か明らかにしていない
- 5) 名目と実質収益率の恒久的と一時的変動の区別をしていない A. H. Meltzer [10] p. 52

7) Bernanke-Blinder [2] 参照

図 (3-2)



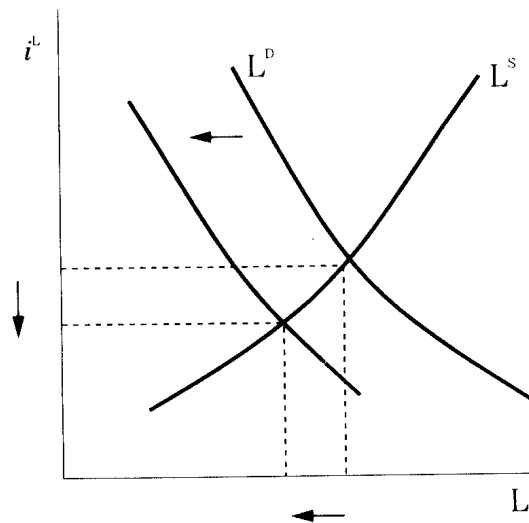
これら④、⑤の経路は金融引締めにより貸出供給曲線が左方へシフトすることを意味し、したがって貸出金利は上昇しながら、貸出額は減少することになる。とくに我が国においては、このような銀行の自己資本力が低下しているときに、BISの自己資本比率規制が効いて銀行の貸出能力が一層低下したとみられる。これらがいわゆる貸渋りという現象として現われたと考えられるのである。

さらに⑥のルートでは、金融政策により金融市場の変化に応じて企業・家計などの民間非銀行部門の各経済主体のバランスシートが変化し、彼等の借手能力に影響を及ぼすものである。すなわち金融引締め政策に対し金融市場の利子率が上昇し、これが利子費用を高めてキャッシュ・フローを減じ、企業の保有金融資産価値の減少、土地値下がりによる担保価値の減少をひきおこす<sup>8)</sup>。このため貸手と借手の間の情報の非対称性によりエージェンシー・コストが上昇し<sup>9)</sup>、内部資金調達コストと外部資金調達コスト差が拡大し、外部資金に依存する企業は借入能力が低下する。すなわち逆選択 (Adverse Selection) やモラルハザード (Moral Hazard) 問題をひきおこし、資金調達が難しくなるので

8) B. S. Bernanke and M. Gertler [9] p. 36

9) この場合、土地などの担保資産を保有するとエージェンシー・コストを緩和するし、日本におけるメイン・バンクの傘下にある企業にとってエージェンシー・コストは低いことを意味する 小川一夫、北坂真一 [16] p. 115参照

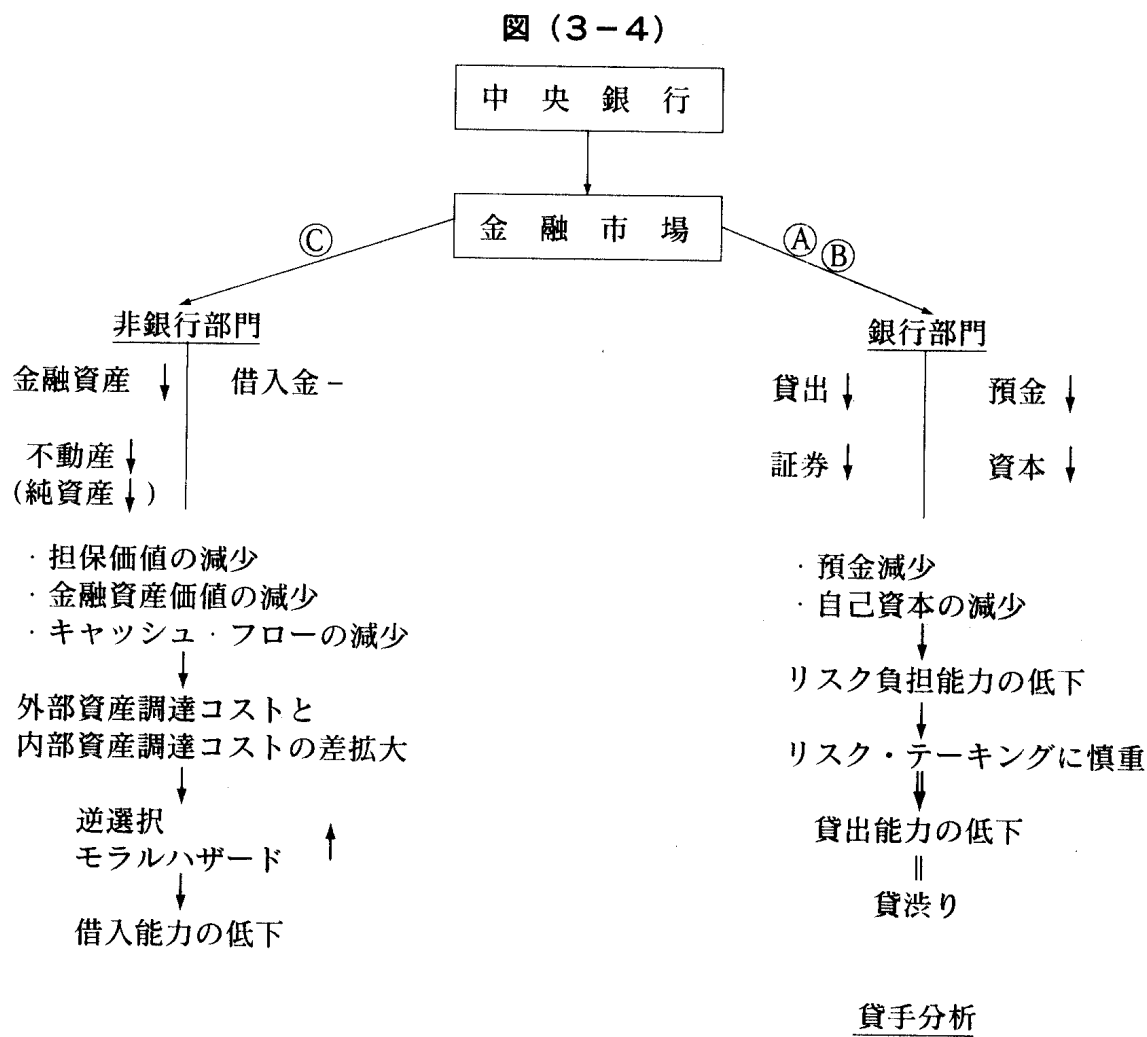
図 (3-3)



ある。この場合借手のバランスシートに問題があり、①・②とは異なって借入需要曲線が左にシフトする。したがって金利が下がりながら借入額は減少することになる。日本の最近の状況においては、両者が複合的に生じており、それらを明確に区別することは難しい。

これら①・②・③の経路をまとめて、クレジット・ビューによる金融政策のトランスミッション・メカニズムを示すと次のようになる。





ミシュキン (F. S. Mishkin) は金融政策のトランスミッション・メカニズム<sup>10)</sup>

10) F. S. Mishkin [11] p. 19

因みにミシュキンによれば金融政策のトランスミッション・メカニズムは次のようにまとめられる

① 伝統的利子率経路

$$M \uparrow - i_r \downarrow - I \uparrow - Y \uparrow$$

$$M \uparrow - p^e \uparrow - \pi^e \uparrow - i_r \downarrow - I \uparrow - Y \uparrow$$

( $p^e$ : 予想物価水準  $\pi^e$ : 予想インフレ率  $i_r$ : 実質利子率)

② 外国為替相場経路

$$M \uparrow - i_r \downarrow - E \downarrow - NX \uparrow - Y \uparrow$$

(E: 外為相場 NX: 純輸出)

③ 株式価格経路

(イ) トービンの q セオリー経路

$$M \uparrow - p_e \uparrow - q \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow$$

において、この信用経路が重要な部分を占めているとして次の3点を指摘する。

- ① 信用経路にとって重要な信用市場の不完全性が实体经济に影響を及ぼすという大量の実証研究が存在する。
- ② 小企業が信用制約を受け易いという実証研究がある。
- ③ 信用経路分析の中核となる信用市場不完全性の非対称情報の経済学が理論的に他の重要な経済現象を説明するのにも有用であることが分かっている。

#### IV 貨幣集計量と信用集計量

我が国の金融市場は戦後長期にわたって臨時金利調整法に象徴される厳しい規制市場であったといえる。しかもその市場はいわゆる人為的低金利政策といわれるように超過需要の貸手市場であった。しかも債券市場はほとんど機能していない状況で、銀行にとって借手は常に存在しており、預金が増加すれば貸出しを増加させることができることを意味した。このような状況のもとでは、金融政策において銀行の貸出行動が重要であり、その有効性の分析は銀行の貸手分析に依存しており、クレジット・ビューが支配的であったといえる。した

( $P_e$ : 株式価格  $q$ : トービンの  $q$ )

(ロ) 富効果経路

$M \uparrow - P_e \uparrow - W \uparrow - C \uparrow - Y \uparrow$

④ 信用経路

(イ) 銀行貸出経路

$M \uparrow - D \uparrow - L \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow$

(ロ) バランスシート経路

a)  $M \uparrow - P_e \uparrow - AS \downarrow \& MH \downarrow - L \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow$

(AS: 逆選択 MH: モラルハザード)

b)  $M \uparrow - i \downarrow - CF \uparrow - AS \downarrow \& MH \downarrow - L \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow$

(CF: キャッシュ・フロー)

c)  $M \uparrow - \text{予想されない } P \uparrow - AS \downarrow \& MH \downarrow - L \uparrow - Y \uparrow$

(ハ) 家計のバランスシート経路

$M \uparrow - P_e \uparrow - FA \uparrow - E \text{ (耐久消費財、住宅)} \uparrow - Y \uparrow$

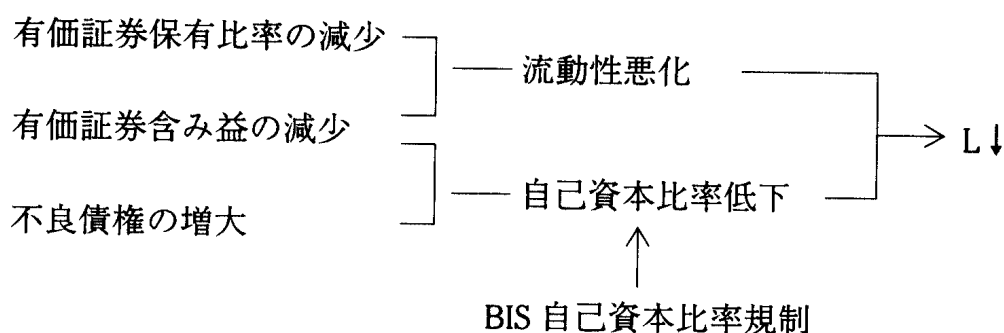
(FA: 金融資産)

がって金融政策においてもマネーサプライをコントロールするよりも、直接的に銀行の貸出行動を指導あるいは規制する方が有効であったのは当然であろう。このような状況のもとでは金融政策の標的・指標として貨幣集計量(Monetary Aggregates)よりも信用集計量(Credit Aggregates)の方が優れていたといえる。

しかし世界の金融市場の自由化の進展とともに、我が国の金融市場も遅らばせながら徐々に自由化され、金利の自由化とともに債券市場も急速に成長し、企業の資金調達も多様化し価格メカニズムの機能する金融市場となった。世界的趨勢として金融政策の標的・指標としてマネーサプライが重視され、マネー・ビューが支配的となったのは当然であろう。

しかし我が国においては1990年代初めにかけてバブルの発生・崩壊を経験し、銀行にとって保有株の含み益の減少、不良債権の増大により自己資本比率は著しく低下した。そのうえ制度的制約としてBISの自己資本比率規制のため銀行は一層貸出能力を低下させ、またリスク・テッキングに慎重になり、前節の⑥のルートを通じて貸出供給曲線を左にシフトさせた。我が国の銀行に関してバランスシートの悪化で生じるいわゆる貸渋りは次のように示される。

図(4-1)



また民間非銀行部門の各経済主体もバブルの崩壊さらに長びく平成不況を経て多額の負債を抱え、キャッシュ・フローの減少となり、さらに金融資産価値の減少、担保不動産価値の減少によるエーゼンシー・コストの増大のため企業の借入能力が著しく低下し、前節③のルートを通じて借入需要曲線が左にシフ

トしたと考えられる。したがって貸手・借手共に問題が生じ、正にクレジット・ビューが注目される状況となったのである。

とくに1997年秋には金融機関自体が例えば北海道拓殖銀行や山一証券などがエーゼンシー・コストを極度に高め、最終的には外部資金調達ができなくなり、自己破綻をきたしたのは正に金融市場が機能しにくくなったことを示している。このような状態ではクレジット・ビューが重要視されるのは当然であろう。

以上時代に応じてまた経済状況に応じてマネー・ビュー、クレジット・ビューの重要性に変化がみられるが、その時どきに応じて金融政策の標的あるいは指標としてどのような金融変数を使用するかは金融政策運営上重要な問題である。つまり現在は金融政策の運営方法として2段階アプローチ (two-stage approach) よりも総合判断による誘導型アプローチ (reduced-form approach) が主流であるが、そのさい金融政策の指標として貨幣集計量、信用集計量のいずれが適切であるかということである。

その時どきの金融変数としていずれを重視すべきかは、トランスミッション・メカニズムにおいていずれが重要な役割を果たしているかであろう。いいかえれば貨幣需要と信用需要のいずれが安定的であるかに要約される。例えば、B. フリードマン (B.Friedman)<sup>11)</sup> は、米国における非金融セクターの総負債の量と名目 GNP の比率が安定しているという事実から貨幣コントロールだけでなくクレジット・コントロールも注目すべきであるとクレジット残高の注視を強調している。

## V おわりに

米国におけるクレジット・クラッチ、また我が国における一層厳しい金融不安を経験し、クレジット・ビューの重要性が認識されるようになった。

近年のごとく、金利自由化のもと金利変動の振幅が大きくなり、しかも大量に蓄積された金融資産を有するストック経済においては、金融政策の変化が金

11) B. Friedman [1] 邦訳82-90頁

利変動さらに景気変動とともに金融資産価値、担保不動産価値に大きく変動をもたらし、その結果クレジット経路の重要性が増大し、資本主義経済が不安定性を増しているのは当然の成行きであろう。とくに金融機関は保有金融資産価値が大きく変動し、不良債権も増え易くなり、バブル的行動をとったり、不況期にはクレジット・クランチとりわけキャピタル・クランチをひきおこす可能性は大きい。

また非銀行部門の企業や家計など各経済主体も負債価値は変動しないが、保有金融資産、不動産価値は大きく変動し、好況期には不動産価値の増大とともに、借入れ、投資支出が拡大し、不況期においては前節でみたようにエーゼンシー・コストが高まり、外部資金調達コストのプレミアムを大きくして、借入れさらには投資支出が縮少し、景気変動の振幅を極度に大きくする危険性が増している。

銀行・企業など各経済主体のリスク管理が一層大切になるであろうし、情報の非対称性を少なくするためにもディスクロージャーも一段と必要であろう。しかし以上の波及経路が働くかぎり、景気の上昇局面においても下降局面においても、経済変動の振幅が一層大きくなり易くなるという意味で、B. S. Bernanke<sup>12)</sup> などがクレジット・ビューの波及メカニズムを Financial Accelerator と呼ぶのもうなづける。今日の金利自由化、肥大化した金融資産の蓄積さらにグローバル経済のもと、クレジット・ビューは一層重要性を増し、金融政策の舵取りも今後一段と難しくなると予想される。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

#### 参考文献

- [1] B. M. Friedman "Time to Reexamine the Monetary Targets Framework" Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, March/April 1982 (三木谷良一訳 東洋経済 1982. 8. 12)
- [2] B. S. Bernanke & A.S. Blinder "Credit, Money, and Aggregate Demand", *The American Economic Review*, May 1988.

12) B. S. Bernanke, M. Gertler, S. G. Gilchrist [12]

- [ 3 ] C. D. Romer & D. H. Romer, "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brookings Papers on Economic Activities*, 1. 1990.
- [ 4 ] B. S. Bernanke and A.S.Blinder, "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *The American Economic Review*, Sept. 1992.
- [ 5 ] A. K. Kashyap, J. C. Stein, D. W. Wilcox, "Monetary Policy and Credit Conditions:Evidence from the Composition of External Finance", *The American Economic Review*, March 1993.
- [ 6 ] R. G. Hubbard, "Is there a 'Credit Channel' for Monetary Policy", *NBER Working Paper* NO 4977, Dec. 1994.
- [ 7 ] A. K. Kashap & J. C. Stein, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", *NBER Working Paper*, NO4821, Aug.1994.
- [ 8 ] S. G. Cecchetti, "Distinguishing Theories of the Monetary transmission Mechanism", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 1995.
- [ 9 ] B. S. Bernanke and M. Gertler, "Inside the Black box: The Credit channel of Monetary Policy Transmission", *The Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995.
- [10] A. H. Meltzer, "Monetary, Credit (and other) Transmission Processes:A Monetarist Perspective", *The Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995.
- [11] F. S. Mishkin, "The Channels of Monetary transmission: Lessons for Monetary Policy" *NBER Working Paper*, NO 5464, Feb. 1996
- [12] B. S. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", *NBER Working Paper*, NO 6455, March 1998.
- [13] R. P. Kishan, T. P. Opiela, "Bank Size, Bank Capital,and the Bank Lending Channel", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Feb 2000.
- [14] 「信用集計量 (Credit Aggregates) について」 日本銀行 調査月報 1988. 12.
- [15] 古川顕「金融政策とクレジット・ビュー」金融経済研究 No9 1995. 7.
- [16] 小川一夫、北坂真一『資産市場と景気変動』 日本経済新聞社 1998. 4.
- [17] 翁邦雄、白川才明、白塚重典「資産価格バブルと金融政策」日本銀行金融研究所 *Discussion Paper* NO 2000J. 11 2000. 5.