

金融不況と設備投資変動に関する考察

協調の失敗の観点から

中 野 正 裕

A coordination failure in the financial sector and the fluctuations of real investment

Masahiro NAKANO

Summary

In this paper, we consider the relationships between monetary expansion policies and real economic stagnation in Japan from the viewpoint of coordination failures in financial sector. When coordination failure occurs within the actual economy, money is non-neutral and aggregate demand is controllable by monetary policy. Monetary policy might, however, become ineffective when there exists strategic complementarity between the risk assessment of firm's real investment and defaults in the financial sector. It is more necessary to transfer a financial system from a credit-market-centered system to a capital-market-centered system, as the negative effect of the externality in the credit market, imposed on a risk allocation function, increases.

- (1) 問題提起
- (2) 経済外部性と「協調の失敗」
- (3) 貸出市場の特殊性と実物変動
- (4) 金融システムの移行と金融政策の評価
- (5) まとめ

(1) 問題提起

(a) デフレ不況と超金融緩和政策

1990年代から長らく「金融不況」にあるといわれてきたわが国経済は、現在においても金融システム不安、企業収益率の低下、設備投資の伸び悩みといった深刻な状況に直面したままである。日経平均株価が1万円を割り込むといった事態に代表されるように、資産価格は稀にみる低水準にあり、また消費者物価指数の低下にみられるようなデフレ状態のもとで企業倒産が相次ぎ、完全失業率は2001年に入り5%台を超えている。

このように実体経済が低調であることについて、民間の消費支出と設備投資支出を中心とした総需要の低迷をあげることにおそらく異論はないだろう。とくに民間設備投資は今年に入り再び減少傾向にある。部分的には1980年代半ば以降から問題となっている資本の過剰設備・過剰雇用の合理化が進んできたとも解釈されようが、全体として営業利益の不振や業況判断の悪化が続いていることに配慮すると、こうした設備縮小を事業規模の合理化や再編の現れであるとして積極的に評価することには無理があろう。

こうした状況に対し小泉内閣が掲げてきた「構造改革」と「景気対策」という同時並行的な二つの政策については多くの議論がなされたが、現在においてもその評価や社会的合意は必ずしも明確でない。景気対策については、ゼロ金利政策や量的緩和策など数年来にわたって実施されてきた超金融緩和政策が、当初意図されたデフレの払拭と期待成長率を高めるだけの十分な成果をあげるに至っていない。また産業活動の効率性を高め、市場化を推進する構造改革との整合性をどのように図るかについても様々な意見が錯綜している。

1990年代から現在に至るまでのデフレ不況においては、信用収縮、デフレの持続、不良債権の累積、という3つの要因が複合的に存在してきたといえる。これらの要素は互いに独立でないため、単純にティンバーゲンの法則に基づいて個別の政策手段の割当をそれぞれ同時に行うのは容易でない。デフレ対策としての金融政策の策定においては一つの目標を遂行するための政策手段の採用が他の目標（例えば不良債権処理）を達成する障害となる可能性があるとも考えられる。いずれにせよ金融政策をデフレ不況克服の手段として採用するのであれば、それが実体経済を回復させるチャネルにおいて、上記～がどのような阻害要因となっているかを明らかにし、それらの相互関係を考慮する必要がある。

(b) 貨幣の非中立性とファイナンシャル・アクセルレーター（金融的加速因子）

ここで問題となるのは、わが国において貨幣（および金融）の非中立性をいかなる形で提示するか、つまり経済の貨幣・金融面と実体面とのチャネルを示すどのようなマクロモデルに立脚して政策評価を行うかという点であろう。景気対策として金融政策を用いるのであれば、それがどのよう

なチャンネルに依拠しているかについての合意が必要であり、そのうえで適切な規律付けに基づいた政策が遂行されているかを改めて評価することが可能となるからである。

GDP（国内総生産）成長率に代表されるようなわが国の経済活動水準は、1980年代まで良好なパフォーマンスを達成しながら、1990年代においては若干のサイクルを伴いつつも潜在的には低下基調にある。このような状況を、貨幣・金融面の動きと関連付けて説明しようとする研究が様々な形で行われてきた。そのいくつかは、経済の貨幣・金融システムに内在する諸要因の変化が実体面の変動をもたらすようなメカニズムに注目し、とくにわが国における企業の資金調達を通じて景気変動が増幅するファイナンシャル・アクセラレーター（金融的加速因子）としてのチャンネルについて検討している。すなわち、従来の銀行信用を中心とした企業金融形態は、銀行と企業の長期取引関係や株価持ち合いによって、信用市場における情報の非対称性にとともなうコストを軽減し、また株価上昇が銀行のバランスシート安定化を通じて企業の投資資金調達を容易にし、それが右肩上がりの経済を実現するのに少なからず寄与してきたと考えられる。しかし1990年代に入ると、株価の下落や情報の非対称性と結びついた信用リスクの高まりによって銀行の自己資本減少や銀行経営の不安定化を招き、そのことが企業への資金調達を阻害して設備投資を抑制したというものである。

（c）金融システムの移行と金融政策の整合性

こうした観点にもとづく分析は、マクロ経済モデルのミクロ的基礎付けや異時点間の意思決定を取り入れた動学分析の発達につれて精緻にモデル化されている。それは従来の単純なIS-LMモデルで説明されるような、金融緩和による金利の低下を通じた設備投資への影響といった経路では説明できない状況を説明可能にしたという貢献をもつ。しかしながら、銀行信用を中心としたわが国金融システムの特異性は1990年代に入ると大企業の銀行離れや株式の持ち合い解消につれてそれほど顕著でなくなっており、こうした側面からのマイナス方向への金融的加速因子によって、企業投資がどれだけ抑制されているかを明らかにすることは困難となっている。金融機関の保護や不良債権処理に多額の公的資金が注入されるとともに、銀行業を中心とした非市場的な特異性はむしろ金融システムの欠陥として批判されるようになり、意思決定の硬直性や縁故主義に基づくモラルハザードの脆弱性が指摘されるようになった。

近年のように「銀行業から資本市場を中心とした金融システムへの改革」が進むなかで、景気安定化としての金融政策の有効性をどのように評価するかは一層困難となろう。現在のように不良債権処理に伴って構造改革の一環としての銀行経営の合理化を促しながら、同時に超金融緩和政策を行うような金融政策はどのように評価されるのだろうか。

本稿ではこのような観点に基づいて、銀行業から資本市場を中心とした金融システムへの改革が進むなかで経済の貨幣・金融面と実体面とのチャンネルの有効性がどのように捉えられ、また金融政策の評価がどのように行われるべきかについて論じていきたいと思う。以下ではまず金融政策の非

中立性について、「協調の失敗」と価格硬直性の観点から考察する。そして銀行中心の産業金融から資本市場を中心とした市場型金融取引への移行がどのような意味を持っているか、さらにこうした移行期における金融政策の評価のあり方、現在の金融政策における規律付けについて考えたい。

(2) 経済外部性と「協調の失敗」

(a) 経済外部性と「協調の失敗」

前節でも触れたとおり、旧来の銀行業中心の金融システムは本来的に相対型の非市場取引によるものであり、また銀行業内部においても「護送船団方式」や「横並びシステム」といわれるような、銀行同士が暗黙の結託によってその安定性を維持するような方式が重視されていた。よく言われるように、こうしたシステムはキャッチアップ型で右肩上がりの経済においては資金配分やリスク負担の面で効率的であると考えられるが、成熟した経済においてはむしろ非効率な側面が生まれやすい。したがって銀行部門が自ら横並び意識を改め、経営の合理化や収益性に見合った適切な価格付けを行う必要があるが、金利規制が自由化されてからも銀行はシステム全体として効率的な資金配分やリスク配分が行われるよう適切な価格設定を行ってきたとはいえない。

経済主体間に何らかの外部性が存在することで経済の資源配分が非効率になることは「市場の失敗」(market failure)の一例である。この結果達成される均衡配分が効率的でない場合、よりよい配分を達成するような政策介入の余地が生まれる。

経済外部性によって均衡配分が非効率な状態になるというミクロ経済学的な配分の問題をマクロ経済学に応用した「協調の失敗」(coordination failure)という概念が存在する。協調の失敗とは、皆が協調することでより効率的な状態が実現する可能性があるにもかかわらず、分権的な意思決定のもとで、相対的に効率的でない均衡状態が現れてしまうような現象を意味する。

単純な例として2人の生産者が生産を行っており、それぞれの生産には強い補完関係があるような場合を考えよう。すなわち、両者がいずれも生産を拡大した場合には全体の生産水準が十分高くなり、両者ともに正の利潤をあげることができるが、いずれか一方しか生産を拡大しない場合には、全体の生産水準が十分高くないため、生産を拡大した生産者は損失を被ると考える。

この場合、ともに生産を拡大するという状態が一つの均衡である。いずれの生産者も、相手が生産を拡大すると期待した場合、自分も生産を拡大すれば全体の生産水準が高くなり、正の利潤を上げられるため、生産を拡大することで期待が追認されるような(合理的期待)均衡が生まれる。しかしながら、ともに生産を拡大しないという均衡も存在する。すなわち、相手が生産を拡大しないと期待した場合には、自分だけが生産を拡大しても損失が発生してしまうので、生産を拡大しない方が合理的である。その結果、いずれも生産を拡大しないという均衡が実現してしまう⁽¹⁾。

このように実現可能な均衡が2つ以上存在するケース(複数均衡)は、両者の生産決定が相手の決定に依存し、両者の間に戦略的補完性(strategic complementarities)が存在する、すなわち個

別の経済主体の最適な意思決定が他の主体の行動（または予想される全体の行動）と同方向に動くような場合にみられる⁽²⁾。このような場合、実現する均衡は必ずしも効率的でない可能性がある。

従来の「市場の失敗」に関する議論は、経済外部性や不完全競争が存在するため、「実現する均衡が効率的な資源配分を達成できない」ことを示すものであった。これに対して、協調の失敗は分権的な市場メカニズムにおいて戦略的補完性という外部性が存在するために、「実現する可能性のある複数の均衡のうち効率的でない方の均衡が実現してしまう」状況を説明するものである⁽³⁾。

（b）需要不足の原因としての外部性

協調の失敗という概念は、景気循環が市場の失敗であり、政府がそれを是正する能力をもつという理論的基礎を与えるためにしばしば用いられる。個々の経済主体は自分たちの選択するミクロ的な変数の変化が全体としてのマクロ的な変数を変化させる程の影響力をもたないと考え、マクロ変数を所与として選択を行う。このようにして決定されたミクロ変数を集計したものが、市場で実現するマクロ変数となる。先に述べたような外部性がある場合には、実現するマクロ変数は必ずしも効率性を満たさなくなる可能性がある。

例えば、各企業が自分の生産物に対して独占力をもち、企業の生産物が差別化されているような不完全競争のケースを考えてみよう。個別企業はそれぞれの財に対する右下がりの需要曲線に直面し、市場の平均価格を所与として、全体としての財の産出量を最大にするように自分の生産する財の価格を決定する。詳細については省略するが、このようなケースでは、協調の失敗による価格の下方硬直性が起こり、経済全体で需要が不足するという現象が生まれる⁽⁴⁾。

こうした需要不足は個々の企業が平均価格は所与である、すなわち全ての企業が同時に同じだけ価格を下げることはないと考えことから生じている。すなわち、仮に全ての企業が同時に同じだけ価格を下げるような場合には、個々の企業にとって価格の下げ幅を他の企業よりも小さくした分だけ高い利潤を得る誘因がはたらくため、どの企業も協調して価格を下げるという協調行為は実現しないと考えるのである。

西村（1989）ではこうした外部性と乗数過程が密接に関連していることが論じられている。乗数理論の本質は、あるマクロ経済全体に影響する変化が起こったとき、個々の企業レベルで直ちに起こる変化（impact effect）に比べて市場での相互作用を考慮に入れた最終的な変化（overall effect）が大きいという点にある。すなわち、外部性が存在するとき何らかのマクロ的な変化が起こった場合、経済主体の周囲に生まれた変化がマクロ的なものなのか、またはその主体に固有のミクロ的な変化なのか直ちには識別できないような場合に、乗数効果が発生する。すなわち、経済主体はまず他の主体が行動を変えないと想定して自身の行動を変化させることになるが、マクロ的な変化が全ての主体に影響を及ぼすようになると、他の主体の行動が変化しないと仮定したことが誤りであると気づいた経済主体は期待を修正し、最終的な変化がこの期待を改訂するプロセスの行き着く先として決まる。結局、個々のレベルで観察される変化ではその全体への広がりが過小評価されている

ために、その広がり正しく認識されている場合に比べて変化の影響が小さくなる。したがって分権的な意思決定のもとで生じる非効率性を速やかに是正するための政策の余地が生まれることになる。

(c) 金融政策の非中立性との関連

無論、上のような実物部門における外部性と協調の失敗を取り上げることで、単純に現在の超金融緩和政策が支持される訳ではない。理論的にも協調の失敗の存在は直ちに貨幣の非中立性の成立を意味するものではないことが明らかになっている。上で説明したような独占的競争のメカニズムに従えば、実現した全体生産物を構成する個々の企業の最適価格（供給）決定行動に名目価格の変化が影響を及ぼすような場合には貨幣が非中立的となる⁽⁵⁾。その要因として挙げられるのが(i) 価格変化の調整費用、(ii) 近合理性 (near-rationality)、(iii) 価格決定の長期性と非同時性、および(iv) 不完全情報などの存在であり、こうした要素を取り入れた場合、貨幣ショックが生じて総需要が変化しても企業は必ずしも価格の改訂を行わない可能性が生まれることが明らかになっている。これらのうち(i) 価格変化の調整費用および(iv) 不完全情報については、次節でまたとり上げることにする。

(3) 貸出市場の特殊性と実物変動

(a) 価格硬直性

前節でみたように、経済の実物部門に協調の失敗と価格設定におけるなんらかの硬直的要因という2つの要素が存在することで、非効率な均衡（需要減少）が生まれ、さらに貨幣の非中立性が満たされることで金融政策の余地が生じる。

貨幣が非中立であることの理由は、名目価格の調整において何らかの費用が発生することに求められる。例えば、メニュー・コストとよばれるような価格変更費用では、文字通り新しいメニューやカタログを印刷する費用や、顧客やセールスマンに新しい価格を知らせる費用など、さまざまな要因が考えられる。

また、価格変更がスムーズに行われない理由として、不完全情報の問題が挙げられる。すなわち、前節で想定されたような市場における平均価格（ないしは他企業の設定価格）をすでに知っているとして価格設定を行うといった状況は、現実には起こりにくいかもしれない。とくに、不完全競争を考えた場合、そこにはワルラスの「せり人」が存在しないため、情報の伝達の早さによっては価格改訂がスムーズに行われない可能性がある。現実の市場の多くでは製品差別化や消費者側の情報収集活動の不十分さから、市場での情報伝達がスムーズになされないことが多い。また、差別化された財の市場ではそれぞれに固有の需要が存在することを考えると、頻繁な価格改訂を行わない方がこの企業の市場評価を安定させることになる。このような理由から価格の硬直性が生まれやすい

と考えられる。

（b）不完全市場としての貸出市場

上でみてきたような外部性や価格の調整費用といった問題は、金融取引の場で多くみられる。例えば銀行の企業への貸付などは典型的な相対形取引であり、また取引には取引相手を見つけるサーチコストといった各種のコストが伴う。金融取引を一種のサーチ活動としてみれば、より多くの人々がサーチ活動に従事することでサーチ活動の成果が改善するという取引の外部性が発生しているといえる。

また、貸付市場は比較的差別化された市場に近く、貸手と借手の長期顧客関係が顕著にみられる。貸出を行うさいに重要となるのは、いうまでもなく借手に投資能力があるか、資金返済の意思があるかといった情報を事前に得ることであり、また貸し出した後も、借手が計画通り投資を行っているか、投資成果の実現のために努力をしているかが確認できることである。加えて、投資成果が実現した後は、その成果について借手が虚偽の報告をしないことも確認できなければならない。借手がこうした情報を自身に有利な形で歪曲して伝えることで機会主義的な利益を得るインセンティブ（誘因）がある場合、貸手は自ら費用をかけてこうした情報を「生産」しなければならない。この種の情報は生産に費用がかかるだけでなく、それがひとたび生産されれば公共財のようにただ乗りされる可能性が高いため、分権的に行うことが難しい。銀行が貸手の代理人となって集権的に情報生産と資金供給を行う一つの根拠はここにあるといえる。

また、このことは銀行を中心としたリスク管理機能の高い金融仲介機関の存在理由を説明するものでもある。金融仲介機関のリスク管理機能とは、金融取引における信用リスクのヘッジや流動性リスクのプールおよび加工を行い、許容度の違いに応じて適切に配分する資産変換機能をさす。

このように、銀行は情報に関する外部性や規模の経済性に基づいて非対称情報の克服および契約の不完備性の克服するとともに、そのリスク管理を中心的に行ってきた。それが具体的には金融システムにおいて重要となる情報生産やリスク変換、投資家としての預金者保護の役割を、その能力やブリーディングの技術によって成立させてきたといえる。

わが国では、長らく金融システムの中心は銀行であり、短期の運転資金のみならず、長期の設備投資資金も融資し、融資先企業の株式も保有して、コーポレートガバナンス上も大きな役割を果たし、産業銀行（industrial banking）としての立場をとってきたといえる⁶⁾。しかしながら、このことは銀行が保有する資産の市場性を低め、またメインバンク制にみられたような情報生産や株式保有を有効に行うための長期融資関係が規制によって外部の圧力から保護されてきたため、市場競争に基づくような銀行経営の規律を著しく弱めてきた。現在、不良債権処理問題が進まない深刻な要因として、資産のリスクを分散し許容するため、資産の市場化を図るようなシステムが未成熟であることが挙げられよう。わが国で長らく銀行を中心とした金融システムが成立してきたことは、金融市場が非市場型の資源（資金）配分メカニズムに基づいてきたことを意味し、それは市場取引に

おける外部性が顕著であったことを示唆している。

(c) 金融部門の特殊性と実体経済

これまでみてきたような金融部門の特殊性や不完全競争市場としての貸出市場が、わが国実物部門とどのように対応していたかというイメージは、貸出市場を通じた非中立性のチャネルや第(1)節で触れたような金融的加速因子の概念から捉えられよう。すなわち、わが国ではBernanke and Gertler (1995) で論じられたような、金融政策が非対称情報下におけるエージェンシー契約のコストを通じて貸付額を変動させるという、信用を通じたチャネルが機能していた。金融緩和政策は銀行預金の増加を通じて投資資金を増加させるだけでなく、資産価格上昇や金利の低下が企業のキャッシュフローや正味資産を増加させてバランスシートを改善し、それが非対称情報下における逆選択やモラルハザードが発生するリスクを低下させて貸出の促進につながり、民間設備投資を拡大させたと考えられる。他方において、1990年代に入ると、資産価格の低下にともなって企業のバランスシート悪化がこれらのエージェンシーコストを増大させ、貸出の伸び悩みが生まれた。

無論エージェンシー理論に基づいた観点からだけでは、現在のように膨大な不良債権が発生し、それが銀行のリスク負担能力を超過して金融システム自体が機能不全に陥ってしまった状況を十分に説明できるわけではない。しかしながら、実物部門がこのような特殊性をもった金融市場と対応して機能してきたことで、貸出市場において貸手と借手の間に補完的な外部性が強く存在し、それが結果として金融的加速因子を強めていったと考えられる⁽⁷⁾。

金融市場において、エージェンシーコストのような厳密に市場の価格メカニズムで克服できないコストが発生し、それによって資金配分が歪められている状態は、例えば、Stiglitz and Weiss (1981) で明らかにされたような「均衡信用割当」のような状態として説明されるが、広く捉えればこうした「逆選択」メカニズムも協調の失敗といえるかもしれない。

(4) 金融システムの移行と金融政策の評価

(a) 金融危機と銀行中心システムの弊害

経済の実物部門と非市場的な金融部門とがある種の戦略的な補完性をもって長い間成立してきたことは、経済がキャッチアップ型の発展段階にあって供給能力が十分でなく、また資産価格変動に伴うリスクが銀行部門の許容範囲内にあり、投資リスクの評価能力が長期融資関係によってある程度カバーされているような状況においては比較的有効であったと考えられる。むしろ、企業部門の設備投資と銀行部門のリスク負担との間に存在していた戦略的な補完性は、銀行が決済機関として公的な保護の対象であり、競争参入に対する規制によってレント(超過利潤)を維持していた間は第(2)節で考察したような文脈における低位均衡をもたらすような協調の失敗を生じさせなかったといえよう。しかしながら、キャッチアップ型の発展段階が過ぎ、投資機会の多様化や新技術の革

新が起こる局面においては、投資リスクの評価に対して正確な情報の入手が困難となり、貸出によってファイナンスされた投資が投機性を帯びることで、資産価格をファンダメンタルズから乖離させる危険性が高まる。このことが相対的にリスクの高い資産への需要シフトをもたらし、回収不可能な不良債権が発生した一つの要因として考えられる。

このことは同時に、資本市場において実物部門の投資リスクやファンダメンタルズを株価に代表される価格シグナルが十分に反映できないという側面ももつ。すなわち、銀行という特定の主体が集権的に情報生産を行うため、経済の中で分散保有される情報を効果的に集めるルートが限定されてしまうほか、金融取引関係が固定的に維持されやすいことにより関係の外部から情報を摂取する手段が絶たれてしまう危険性がある。また多くの主体が銀行を中心とした資金供給や資金調達を行っている限り、資本市場において多数の資金供給者や投資物件に応じた資金需要の多様化が生まれず、価格シグナルによる投資情報やリスク評価の反映といった効果が生まれにくくなる。この結果ますます限られた主体しか市場に参加しないといった「システムの自己強化性」によって、市場型の金融システムによる資金やリスク配分の効率性が損なわれてしまい、資本市場を通じた金融システムが潜在的に望ましい配分システムであるにもかかわらずそれがスムーズに選択されないという状況をもたらしている。

（b）市場中心システムへの移行と金融政策の評価

現在のわが国金融システムは旧来の銀行を中心とした資金配分形態（「銀行中心システム」）から、資本市場を中心とした資金配分形態（「市場中心システム」）へとシステム改革の移行期にあるといわれる。金融庁を初めとする行政機関や各種金融機関も様々な金融商品に関する啓蒙活動に努め、多くの主体を資本市場に呼び込もうとしている。

しかしながら、大手企業の不祥事が相次ぎ、また構造改革や不良債権処理ならびに景気対策の足取りが重いまま、株価は低迷を続けている。このような状態で市場中心システムへの移行は必ずしもスムーズに進まないであろう。先に述べたように、資本市場において多数の資金供給者や投資物件に応じた資金需要の多様化が生まれ、価格シグナルに投資情報やリスク評価が十分に反映されなければ、市場中心のシステムが資金配分やリスク配分の効率性という点で相対的に優位な状態にはならない。

このような「市場中心のシステム改革」の推進と、過度の量的緩和を進める金融政策の整合性について考えよう。2002年4月のマネタリーベース平均残高は前年同月と比較して36.3%もの伸びをみせた。にもかかわらず、主要なマネーサプライ指標であるM2 + CDの3月平均残高は3.8%の伸びにとどまっている。したがって先に論じたような貸出市場における信用を通じたチャネルは機能していない。

現在に至る日銀の量的緩和策は、銀行部門のインフレ期待の醸成と株価安定化を目的としているが、名目金利がゼロに張り付いている状態ではその効果がきわめて限定的であると考えられる。現

在のデフレが消費需要や投資需要の縮小によりもたらされているものであり、銀行の不良債権処理が銀行の特殊性にもとづいた信用チャンネルを機能不全にしているのであれば、日銀はむしろより長期的な通貨価値や金融システムの安定という規律付けに沿った通貨供給ルールを策定すべきであろうが、1998年の日銀法改正後も、通貨価値の安定という長期的な規律付けに根ざした日銀の独立性が十分に確立しているとはいえない。

またこうした規律付けにおいて重要となるのが前述の金融システム改革（市場中心システムへの移行）との整合性である。「デフレ懸念が払拭されるまで」という目標によって、一部の貸出市場へ持続的に過度の流動性を供給するだけでは不十分である。長期的な観点に立てば物価のみならず株価の維持が重要となるであろう。すなわち、株価が過度の投機性や銀行のバランスシート安定化といった保護的な色合いを帯びることなく、経済のファンダメンタルズを適切に反映できるような市場システムの構築が必要である。そのようなシステムが実現するように流動性の配分を行っていくというルール設定とコミットメントが優先されるべきだと思われる。

(5) まとめ

本稿では景気循環を増幅させるような実物部門と金融部門の連関について、実物部門における協調の失敗と価格硬直性について再考察し、そうしたメカニズムと銀行中心の金融システムの特異性が金融的加速因子として存在する可能性について検討した。金融システム不安が巨額の不良債権処理問題として顕在化するなか、金融政策は長期的な視点にたった市場中心のシステム改革と整合的な形で規律付けられる必要があり、銀行部門の救済によるシステム安定性の維持という観点とは区別された形でのコミットメントが必要であろう。

こうした議論をさらに進めていくためには、市場中心のシステムに移行することで実物部門と金融部門のチャンネルを体系化した経済モデルが必要となり、そこでの金融的加速因子の再考察が必要となろう。本稿ではそのような側面からの分析が十分になされなかったため、今後はシステム移行に伴うチャンネルの一般化を行うとともに、金融政策の効果に関する定量的な側面からの検討が必要である。これらは今後の課題としたい。

(なかの まさひろ・本学経済学部講師)

[注]

- (1) こうした低位均衡はゲーム理論でよく取り上げられる「囚人のジレンマ」と類似したケースであると考えられる。囚人のジレンマの場合にも2人の囚人のうち一方が先に自白すれば罪が軽くなるという点で一種の補完関係が成立している。
- (2) 戦略的補完性についてはCooper and John (1988) を参照されたい。
- (3) 無論、経済外部性が存在しているため、相対的に効率的な方の均衡であってもそれがパレートの意味で効率的であることを保証するものではない。
- (4) こうした独占的競争のモデルを用いて協調の失敗から生じる生産の不効率性を詳細に解説しているものとして、西村(1989)および脇田(1998)第7章を参照されたい。

- (5) より厳密には、名目貨幣量の変動にともなう貨幣市場の需給変化の影響が均衡価格の変化によって吸収されず、財の実質数量の組み合わせによる資源配分が阻害される場合に貨幣は非中立的であるといえる。
- (6) 池尾・永田(2002)では、わが国銀行の産業銀行としてのビジネス・モデルが英国における純粋な商業銀行 (commercial bank) や投資銀行 (investment bank) といったビジネス・モデルと異なる形で存在してきた理由が、経済発展段階に応じて要請される金融システムのアーキテクチャーとの関連から論じられている。
- (7) 厳密には異なるが、これと類似した議論に、H. Minskyの「金融不安定性仮説」がある。すなわち、投資のリスクと債務不履行のリスクとの間に補完性がある場合に、投資を過度に促進または抑制するメカニズムがある (Minsky (1986) を参照) というものである。ただし、この仮説は貸手 - 借手間のリスク評価にある種の補完性があることで投資が不安定に変動することは説明できても、複数均衡のうち非効率な均衡が選択されてしまうといったメカニズムは説明できない。

[参考文献]

- 伊藤元重・西村和雄編 (1989) 『応用ミクロ経済学』東京大学出版会。
- 池尾和人・永田貴洋 (2002) 「金融システムと銀行」齋藤編、第2章に所収。
- 岩本康志・大竹文雄・齋藤誠・二神孝一 (1999) 『経済政策とマクロ経済学』日本経済新聞社。
- 北坂真一 (2001) 『現代日本経済入門：バランスシート不況の正しい見方・考え方』東洋経済新報社。
- 齋藤誠 (1996) 『新しいマクロ経済学』有斐閣。
- 編 (2002) 『日本の「金融再生」戦略』中央経済社。
- 筒井義郎編 (2000) 『金融分析の最先端』東洋経済新報社。
- 西村清彦 (1989) 「マクロ経済学：不完全競争分析」伊藤・西村編、第8章に所収。
- 堀内昭義 (1999) 『日本経済と金融危機』岩波書店。
- 村瀬英彰・村瀬安紀子 (2000) 「なぜ、いま金融システム改革か(1)(2)」『経済セミナー』4・5月号、日本評論社。
- 脇田成 (1998) 『マクロ経済学のパースペクティブ』日本経済新聞社。
- Bernanke, B., and M. Gertler (1989) "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, 79: 15 - 31.
- Cooper, R., and A. John (1988) "Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models," *Quarterly Journal of Economics*, 103 (3): 441 - 463.
- Messori, M., ed. (1999) *Financial Constraints and Market Failures: the microfoundations of the new Keynesian macroeconomics*, Edward Elgar.
- Miller, R. L., and VanHoose, D. (2001) *Macroeconomics*, 2nd. ed. South - Western College Publishing.
- Minsky, H.P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press (吉野紀・浅田統一郎・内田和男訳 (1989) 『金融不安定性の経済学』、多賀出版)。
- Mishkin, F. S. (1995) "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism," *Journal of Economic Perspectives*, 9 (Fall): 3 - 10.
- Stiglitz, J. and A. Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, 71: 393 - 410.