

金融政策の効果の地域間相違に関する実証分析

上智大学大学院 大越利之

< 報告要旨 >

金融政策のもたらす効果の波及経路、大きさ、効果が表れるまでのラグは、地域ごとに大きく異なっていると考えられる。本論は、この金融政策ショックの地域間相違について実証的に明らかにするため、日本を都道府県、および 9 つの地域ブロックに分け、各地域において金融政策ショックが経済活動に与える影響について定量的に分析する。

本論では、金融政策の波及経路として「信用経路」を想定する。金融政策の信用経路は、「企業のバランス・シート・チャネル」と「銀行貸出経路」に分けて考えられる。前者 (Bernanke, 1993) によれば、大企業と比較してエージェンシー・コストが大きい中小企業への銀行融資の割合が高い場合、信用経路が強く働く。それに対して、後者の信用経路 (Kashyap and Stein, 1994) によれば、大規模の銀行と比較して小規模の銀行による貸出資金の調達能力が限られているために信用割当が生じて、信用経路が強く機能する。以上二つの信用経路に基づくと、金融政策の効果に関する地域ごとの特徴として、中小企業向けの貸出が多い地域、あるいは小規模銀行による貸出が多い地域では、金融政策ショックによる生産活動への影響が大きいと考えられる。

米国の先行研究である Gertler and Gilchrist(1994)では、中小企業の生産、売上が、大企業と比較して金融引締めの影響をより大きく受けていることを実証し、企業のバランス・シート・チャネルの妥当性を示している。また、Kashyap and Stein (2000) は、中央銀行による政策変更が、銀行間の貸出供給能力、貸出資金調達能力の違いを通して経済活動に影響を与えることを示している。

本論は日本経済について、総需要、総供給、金融政策ルールから成るマクロ経済部門に加えて、信用経路のメカニズムである地域別の財の供給関数、銀行貸出供給関数のミクロ経済部門を結合した構造 VAR を推定する。マクロ経済部門の変数として、鉱工業生産指数、消費者物価指数、コールレート、都道府県別のミクロ経済部門の変数として、都道府県別の鉱工業生産指数、国内銀行貸出金のデータを用いる。構造 VAR の推定の上で、地域ごとの企業規模、銀行規模の指標を考慮しながら、金融政策が各地域経済に及ぼす影響の大きさ、タイミングの違いについて確認し、地域規模での信用経路として企業のバランス・シート経路、銀行貸出経路のどちらが妥当するのかについて明らかにする。

分析の結果、各都道府県・地域において、金融引締めショック後の銀行貸出、生産への影響は大きく異なっていることが分かる。さらに、中小銀行による貸出比率の高い地域においては、金融政策ショックに対する生産への影響の程度が大きいものに対して、中小企業による生産の比率が高い都道府県ほど、金融政策ショックに対する生産への影響が大きいという関係は見出されない。

< 討論者からのコメント >

愛知大学 打田委千弘

1. 評価

本稿は、日本において金融政策の効果が、地域間で異なることを実証している（5変数構造 VAR モデル）。金融政策効果の波及経路として、バランス・シート・チャンネルの効果は明確ではないが、銀行貸出チャンネルの効果は地域間で異なることを示した。小川（2003）では、企業規模別の VAR モデルを推定し、中小企業や中堅企業でクレジット・チャンネルが大きな効果があるとする結果と対照的である。

2. 質問・コメント

- 1) 5変数モデルの式で、地域別の貸出需給関係を定義しているが、うまく識別できているのか。（表の同時点係数行列から、式の符号条件が成立していない係数が多い。）
- 2) 都銀・地銀貸出比率を、企業・預金者（投資家）間の情報の非対称性の程度を示す指標としてよいかどうか。
- 3) バランス・シート・チャンネルが地域間で異なる理由として、信用保証制度の拡充（1997年）があるのではないか。
- 4) 1999年以降のゼロ金利政策期や量的緩和期は、サンプルから外してみてもどうか。
- 5) 単位根検定は、データの性質に合わせて行ったほうが良いのではないか。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

- 1) ご指摘の通り同時点係数行列が符号条件を満たさないケースが存在する。推定に用いる変数を再検討するなど、今後の課題としたい。
- 2) 本論では、Kashyap and Stein(1994)を参照し、銀行貸出経路の存在を確認した。そのため、銀行・預金者間の情報の非対称性の程度ではなく、資産規模の大小で銀行を分類した。
- 3) 本論では、都道府県・地域間での金融政策効果の相違を実証すると共に、銀行貸出経路、企業のバランス・シート・チャンネルの存在の有無を確認しているが、その要因まで言及していない。今後の課題としたい。
- 4) ご指摘を受け入れたい。本論では、4半期データを用いて VAR の推定を行っている。月次データで推定し、構造変化の検定を行い、期間を分割して推計したい。
- 5) ご指摘を受け入れたい。