

# 物価変動リスクと金融政策

——新しい日本型ガバナンスシステムの方向性の検討を兼ねて——

大 塚 晴 之

甲南経営研究 第45巻 第4号 抜刷

平成 17 年 3 月

# 物価変動リスクと金融政策

—新しい日本型ガバナンスシステムの方向性の検討を兼ねて—

大塚 晴 之

## 1. はじめに

マクロ経済学の領域において、物価変動に関する問題は中心的な課題であり、現実の経済史においても、インフレーション・デフレーションの弊害について問題視されることがしばしばあった。学問的には、例えば、世界恐慌時のアメリカ経済の問題について、I. Fisher が負債デフレ理論<sup>(1)</sup>を展開したし、石油ショックを契機としてケインジアンによる総需要総供給曲線分析が確立された。物価変動のマクロ経済に及ぼす影響に関する J. Tobin によるこれら<sup>(2)</sup>の議論の総括は特に有名である。しかし、従来展開されたマクロ理論において物価変動リスクはむしろマイナーな扱いがなされているにすぎない。近年のデフレに便乗した実証分析の多くは、安易にデフレの原因をマネーサプライの水準に求め、量的金融政策の妥当性を軽々に論じているのみで、理論的な基礎が脆弱である。近年ジャーナリストティックに主張される、デフレが不

---

(1) Fisher は論文 “Debt Deflation Theory of Great Depression” (1933) において、古典派の立場からデフレをともなう不況時におけるデフレーション政策を提唱した。不況にともなう消費が減退すれば物価が低下するが、これにともなう実質負債残高の増大が投資を減退させ、さらに不況を深刻化させるという議論である。実質負債残高の増大が心理的要因に影響している点に注目している。

(2) Tobin は著書 *Asset Accumulation and Economic Activity* において、実質負債残高効果と実質資産残高効果の双方について、包括的な分析を行っている。

物価変動リスクと金融政策（大塚晴之）

況を加速するという論理は総需要総供給曲線分析のような伝統的な均衡理論的なマクロ理論によっては説明が付かない。デフレスパイラル論が正しくないのか理論が誤っているのかについては、この分野に関する理論的進化を待たなければはっきりしないのである。しかし、デフレのマクロ経済効果が明らかでなければ、金融政策のあり方も不明確になる。逆にデフレの経済効果が明らかになれば、金融政策のあり方のみならず金融システムの構築についても一定の見識を得ることができるであろう。

そこで、本稿では、物価変動のマクロ経済に及ぼす影響について検討し、これを基礎に、日本における金融政策と金融システムデザインの問題についてあるべき姿を検討することにした。その過程で、日本的な金融システムの特徴について総括し、マクロ経済厚生を高める金融環境の構築についても検討してみたい。ただし、本稿では政策提案を意図しているので、基本的なアイデアのみを示すのみで、厳密なモデルの構築・実証的検証を行っていない。別稿でこれを実現したい。

## 2 物価変動と資産効果

### 2.1 物価変動リスクがマクロ経済に及ぼす効果（従来認識）

物価が変動がマクロ経済に及ぼす影響に関する衆知の議論は次のようにまとめることができるであろう。

物価が低下するとき、金融資産の時価額（ $A$ ）を物価指数（ $P$ ）で除した値、すなわち実質資産残高（ $A/P$ ）が増大する。このため、いわゆる資産効果が働き消費需要が増大する。ただし、貨幣（ $M$ ）以外の金融資産（ $A$ ）はマクロ経済の中に必ず同額の負債が存在するために消費に影響するのは国民所得水準（ $Y$ ）の他には実質貨幣残高（ $M/P$ ）のみである。このことから Tobin は次のような消費関数（流動資産仮説）を示した。<sup>(3)</sup>

$$C=C(Y, M/P)$$

当然偏微分係数は、 $Y, M/P$  についてともに正である。

一方、物価が低下するとき、負債の時価額 ( $D$ ) を物価指数で除した値、すなわち実質負債残高 ( $D/P$ ) が増大する。流動資産仮説では、実質負債残高の増大と実質負債残高の増大の消費に対する影響が完全に相殺し合うと考えていることになるが、Tobin はその後、資産保有者 (資金余剰主体：家計) と負債保有者 (資金不足主体：企業) の消費性向 (投資性向) の相違 (負債保有者の方が支出に対して積極的である) から、実質負債残高効果の影響の方が強く、双方の効果が完全には相殺し合わないことを指摘している。

以上から、金利が一定である経済を考えると有効需要額  $Y$  を、

$$Y = C(Y, A/P, M/P, D/P) + I(i, A/P, D/P; a)$$

と表現することができる。(ただし、 $A = M + A'$ 、 $I$  は投資額、 $i$  は実質利率、 $a$  は資本の限界効率である。) 消費関数について、 $Y, M/P$  の偏微分係数は正、 $A/P$  の偏微分係数は正、 $D/P$  の偏微分係数は負である。また、投資関数について  $A/P$  の偏微分係数は正、 $D/P$  の偏微分係数は負である。この論理に従えば、消費に与える実質貨幣残高効果と投資に与える実質負債残高効果の大小により、物価変動が有効需要に与える効果は異なることになり、結局実証を待たなければその効果は確定できないということになってしまう。

しかし、この議論には大きな欠陥がある。たしかに、消費関数については、マネーサプライ変動から物価変動という因果関係があり、その逆の因果関係はないため、物価変動が実質貨幣残高の変動を通じて消費に影響を与えるというこの議論は正しい。しかし、投資関数については、物価変動から資産価格変動という因果関係が存在する。資産価格は、当該資産が生み出すであら

---

(3) 消費関数を、恒常所得＝ライフサイクル仮説に書き換えても議論の結論に変化はない。本文中の  $Y$  を労働所得の現在価値の総和と見れば、恒常所得＝ライフサイクル仮説と同一になるが、物価と流動資産を明示して示している本文の表記法を用いなければここでの分析はできない。

物価変動リスクと金融政策（大塚晴之）

う収益の割引現在価値であるが、総需要が増大し景気が上昇する局面では上の投資関数でパラメータとした資本の限界効率  $a$  が上昇して資本財需要が増大する結果、資産価格が上昇する。このため、物価が変動しても  $A/P$  の値は比較的安定的となる。一方、負債額は確定されたものであるから、物価変動から負債額変動に向かう因果関係はない。このように、物価変動の実質資産額と実質負債額に及ぼす影響には非対称性が存在するのであり、実質負債残高効果の大部分は相殺されないと考えられる。実際、いくつかの実証研究<sup>(4)</sup>が、資産価格の上昇が総需要を増大させてのではなく、総需要の上昇が資産価格の上昇をもたらしたことを示唆しているが、総需要の増大は物価を上昇させるので、これらの実証は  $A/P$  が比較的安定的な数値を保つ傾向にあることを示唆しているものと考えることができる。

以上から、有効需要の不足によりデフレーションが発生した場合のマクロ経済への反作用を分析することができる。 $A/P$  の値は安定的であり、この影響は現れない。一方、 $D/P$  は増大し、消費と投資は減少して総需要はさらに減少する。ただ、 $M/P$  の値が増大し消費が増大するので、総需要の減退は一部相殺される。この体系で消費関数における  $M/P$  の偏微分係数を十分小さな値に設定して動学経路を調べれば、デフレスパイラルを見いだすことができるであろう。

## 2.2 実質負債残高と資本コスト（日本型システムの特徴）

### 2.2.1 日本型金融システムの特徴に関する議論の総括

物価変動リスクに関する以上の議論をふまえたとき、日本の金融環境がどのようなものであるべきであろうか。これを検討するために、従来型の日本的金融システムに対する評価を要約しておこう。

---

(4) 祝迫 (2002) 等参照。

日本型のシステムは、完全競争がパレート最適を実現するという経済学の常識からすれば、閉鎖的であり非効率的である。株式持ち合いが存在し、その中心にメインバンクが存在するようなシステムにより閉鎖的な金融システムが完結している経済が何らかの合理性を持つためには、完全競争が望ましくない状況、即ち市場の失敗が存在しなければならない。従来議論は、エージェンシーコスト論を中心に行われており、市場における通信的不確実性が前提とされているが、これは市場の失敗の典型であり、非競争的な日本型のシステムにおいてパレート最適性が維持されている可能性は否定できない。

国際資本移動のない、閉鎖体系において、株式持ち合い及びメインバンクの存在は資本コストに対していかなる影響を及ぼすであろうか。株式のエージェンシー・コスト及び負債のエージェンシーコストの双方について検討しよう。<sup>(5)</sup>

#### ① 株式のエージェンシーコストに及ぼす影響

株主は、期待配当の割引現在価値を最大化する主体であるから、企業の収益の確率分布全てについて関心を持つ。一方債権者は、約定金利が確実になることを望むため、約定金利が支払われなくなる、いわゆるダウンサイドリスクを最小化しようとする。このため、債権者は、リスクプロジェクトを採択しない可能性がある。なぜなら高収益の可能性は債権者には無意味であるからである。メインバンクは株式持ち合いをしているが、株式保有の目的はあくまでも長期取引関係の維持が中心であって、配当収益を目的とするものではない。このため、債権者であるメインバンクが株式持ち合いを行うと、通常では経営者の選択が債権者を重視して行われ、セーフティプロジェクトに偏ったプロジェクトの採択される傾向が現れる。このため株主利益が損なわれ、株式のエージェンシー・コストが上昇する。しかし、メインバンクの

---

(5) 大塚 (1998) 参照。

## 物価変動リスクと金融政策（大塚晴之）

行動に関する多くの研究は、メインバンクが企業が危機的状況にある時のみ救済と統治を行い、通常時においては、株主としての経営権を行使しないとする結果を報告している。危機下での救済はむしろ株主にとっては都合がよいことであり、このような状態依存型ガバナンスの下では、株式のエージェンシーコストは上昇しないとみるべきであろう。

### ② 負債のエージェンシーコスト

メインバンクは、融資先企業と長期的取引関係を持ち、投資プロジェクトに関する十分な情報を持ちうる。従って、メインバンクの融資行動は、借り手企業のプロジェクトの質に関する情報となる。メインバンク以外の銀行は、メインバンクの行動を見て融資行動を決定することが可能になるのである。このように、メインバンクの情報生産機能により、負債のエージェンシー・コストが低下し、企業に信用が供与されやすくなる。

また株式持ち合いは、形式的なものとはいえ、収益リスクの相互保有を行っていることに他ならず、このようなポートフォリオ選択行動は企業の収益リスクを低下させ、デフォルトリスクを軽減させる。このため、貸し倒れの事後にかかる期待監査コストは低められるので、負債のエージェンシー・コストは低下する。

以上から、最適契約下では、日本の金融環境は負債のエージェンシーコストを低下させるということが出来る。このことは、従来日本企業が間接金融優位であったことに、一定の合理的根拠を与えるものである。また、前述のように、株式のエージェンシーコストは、上昇する可能性があるが、状態依存型ガバナンスが行われる限り、この影響は無視することが出来るであろう。

日本型システムは、閉鎖体系ではエージェンシーコストを節約し、効率的システムとして機能すると言うことができる。一般に、アメリカ型システムが、市場メカニズムによって効率的システムを実現すると言われるのに対し、日本型システムも制度的要因により、パレート最適性を維持するシステムで

あるということができるのである。

## 2.2.2 実質負債残高と投資決定

仮にデフレーションが発生したとして、アメリカ型の金融システムと日本型の金融システムではその効果は大きく異なる。アメリカ型システムでは、短期的な意思決定によって融資が行われるため、実質負債残高増にともなう貸倒リスク（ダウンサイドリスク）の増大は貸出金利を上昇させ、貸出額（投資水準）を減少させる。しかし、日本的なシステムにおいては、銀行と借り手企業との融資関係が長期である。このため、短期的に企業の財務状況が変化しても貸出金利に大きく影響が及ぶことはない。

日本における金利の固定性については、暗黙の契約理論や逆選択モデル等の諸モデルによって説明することができる。例えば、長期契約を前提とする暗黙の契約理論では、銀行をリスク中立者、企業をリスク回避者として負債契約を考え、企業にとっては長期的な平均金利を常に提示することと時々異なる金利を提示することは無差別であるのに対し、借り手企業は固定金利を支払うことにより期待効用を高めることができることから、結局固定金利契約が結ばれることが示される。

金利が固定的な経済において貸出額を決定する場合、資金が超過需要の状態にある限り銀行が決定する信用割当量が投資額を決定することになる。貸出銀行にとって財務リスク軽減が決定的に重要であるが、長期的融資関係が結ばれ負債のエージェンシーコストが小さい日本のシステムのもとでは、短期的な貸出額の変動は穏やかなものになるであろう。

前述のように、一般に言われてきたこととは異なり、デフレーションは、実質資産残高を大きく変化させることはなく、このために消費や投資に対して大きな影響を与えることもない。したがって、デフレーションがマクロ経済に影響を与える経路において問題にされるべきものは、実質負債残高効果



物価変動リスクと金融政策（大塚晴之）

のみである。また、物価の下落は、実質負債残高を増大させ、企業の財務状況を悪化させる結果資金調達コストを引き上げる。このことが正しいとするなら、物価変動リスクを低めるためにデザインされるべき金融システムは、負債のコストを低めるようなシステムである。この点において、日本型のメインバンクシステムは物価変動リスクを軽減する装置として有効である。

### 3 デフレ下の金融政策

#### 3.1 金融システムデザインの方向性

日本的金融システムに関する研究が進化する一方で、国際資本移動を阻害するような閉鎖的システムは、自由競争による最適化への自動調整機能を不全にするため、資本移動の自由化が促進されるべきであるとする見地から、日本の金融市場は自由化のプロセスをたどっている。

他国との間に国際資本移動が存在することを考慮するとき、日本型システムは効率的ということができるであろうか。

メインバンク、持ち合い等は、歴史的に見たとき、もともと国際資本移動を阻害するための装置である。このため、国際資本取引を自由に行えないことによる、次のような不利益が発生する。

第一は、企業の資本コストに対する影響である。

信用力において十分であり、メインバンクが確立した個別企業は日本型システム下で、安価に資金を利用できるという点においては不利益を受けない。しかし、信用割当が発生するような状況下では、資金提供先が十分に存在する方が、多くの借り手が資金を確保するチャンスを持つであろう。また、海外の資金供給が国内に比べて安価になされるのであれば、資金コスト上の問題も残るであろう。

第二は、家計の預金金利に対する影響である。

国内金融機関のみへの資金供給しか可能でないのなら、資金市場における

需要独占的状况が発生する。このため、独占による厚生損失が発生するであろう。

第三は、外国企業の利潤機会に対する影響である。

外国金融機関から見た場合、資金の供給及び需要の双方が小さくなるが、個別金融機関は、日本における利潤機会を失うこと以外の影響は受けない。資金運用先として、日本のマーケットが決定的に重要か否かは、日本の金融市場の規模によるが、日本が小国であると仮定すればこの影響は軽微である。また、外国企業から見た場合にも、小国の仮定下では、資金コストに対する影響は軽微であると見て良いであろう。

以上から、国際資本移動を阻害する日本型システムは、社会経済厚生を低下させる可能性があることが解る。

しかし、このような状況下で、メインバンク・システムのメリットまでも放棄する必要はない。むしろ、外国資本の銀行が邦銀と対等の地位を占め、日本企業とのメインバンク関係を構築することの方がメリットが大きい。メインバンク制を貸出行動の中核とするか否かは個別銀行の主体的行動の結果として選択されるべき問題であるから、政策上の課題ではない。ただ、短期的取引に比べ長期的取引を行うことのメリットについては強く認識しておくべきであろう。

### 3.2 量的金融緩和論

近年のデフレ傾向に対する政策処方箋として、いわゆる量的金融緩和が行われている。

最後に、前述の認識をもとに、量的金融緩和論について検討したい。

Krugman 等の量的金融緩和の論理は、フィッシャー方程式を基礎としている。フィッシャー方程式は、

$$r = i + EP \quad (r: \text{名目利子率}, i: \text{実質利子率}, EP: \text{期待インフレ率})$$

## 物価変動リスクと金融政策（大塚晴之）

とするものである。1990年代以降日本経済は流動性の罫の状態にあるとされ、多くの実証研究もこれを支持している。このため、 $r$ は下限の固定値であり、マネーサプライの追加が $EP$ を増大させるなら $i$ が低下したと認識され、<sup>(6)</sup>投資需要が喚起されることになる。これが量的金融緩和論の論理である。この論理がアドホックなものではなく将来にわたって不況下の政策として妥当性をもつためには、国際金利と国内金利が乖離して流動性の罫の状況が生じる可能性がなければならないが、国際化の進展の中でそのようなことはおこりうるであろうか。

国内金利と国際金利を乖離させる要因として、投資に関するホームバイアスが考えられる。資金を運用する場合、為替リスクを考慮すればどこの国で運用しても良いはずであり、金融市場における一物一価の法則が働くはずである。ところが、資金運用に関しては自国における運用比率が圧倒的に大きいというパラドクスが存在し、とりわけ日本においてはその傾向が顕著である。この原因として、資金提供者たるプリンシパルと外国のエージェントとの間の情報の非対称性、金融システムの閉鎖性などが存在するとされる。情報技術の発展と国際化の進展のなかで、情報の非対称性は緩和されるであろうし、各国金融システムの閉鎖性も解消されていくであろう。しかし、経営意思決定に参画しようとする内部株主やメインバンクの存在は経済的合理性の観点から解消されないため、投資におけるホームバイアスが解消されることはなく、内外金利格差が消失することもないであろう。特に、日本においては、メインバンクのメリットが活用され続ける限り、この傾向が顕著であろう。この点からすると、量的金融緩和のタイミングを中央銀行が模索することには一定の意味があようにも思われる。

しかし、先の量的緩和論には理論上の問題が存在する。ペースマネーが追

---

(6) 細野他(2001)参照。

加されたとき、その影響が期待インフレ率を変更させるまでにはある程度の期間が必要である。このことについては、かつてマネタリストによっても主張されており、マネタリストは期待が調整される期間を長期と呼んだのであった。期待調整に期間を要するのであれば量的金融緩和の効果は長期にしか現れない。しかし長期には名目金利が上昇し、結局実質金利が一定であることが認識されるため、量的金融緩和の効果は全く現れないであろう。

もちろん合理的期待を仮定すれば、マネーサプライの上昇率と物価の上昇率は等しくなるが、そのような経済では、名目金利が上昇して実質金利が一定であることが即座に認識されるに違いない。

そもそもフィッシャー方程式は生産要素が完全利用されているときの均衡状態を出発点としており、資本が過剰な流動性の罍の状況は想定されていない。流動性の罍の状況では、貨幣は不活動貨幣として保蔵されるのみで物価は変動しない。このことが合理的に期待されれば、実質利子率に関する誤認を期待することはできないであろう。また、流動性の罍の状況では、投資の利子弾力性がゼロとなりがちであってこの点からも量的金融緩和論は否定される。いうまでもなく流動性の罍からのインフレ期待の修正は、資本の限界効率の上昇に端を発する投資需要の増大によって総需要が増大しなければ発生しない。

また、前述の論理から、首尾良くデフレからインフレに転換しても、日本的金融システムでは貸出行動に劇的な変化が発生することはないであろう。以上から、マネーサプライの短期的増大は流動性の罍の状況での景気回復のための金融政策手段としては妥当ではないと結論付けることができる。

#### 4 お わ り に

以上の議論を簡単に要約しておこう。

一般に言われてきたこととは異なり、デフレーションは、実質資産残高を

## 物価変動リスクと金融政策（大塚晴之）

大きく変化させることはなく、このために消費や投資に対して大きな影響を与えることもない。したがって、デフレーションがマクロ経済に影響を与える経路において問題にされるべきものは、実質負債残高効果のみである。物価の下落は、実質負債残高を増大させ、企業の財務状況を悪化させる結果資金調達コストを引き上げる。このことはデフレが投資需要を減退させ、マクロ経済規模を縮小するという結論を、資金余剰主体と資金不足主体との消費（投資）性向の相違を前提とすることなく導く。このことが正しいとするなら、物価変動リスクを低めるためにデザインされるべき金融システムは、負債のコストを低めるようなシステムである。従来型の日本的金融システムは、負債による資金調達コストを低める事に成功していた。一方、国際資本移動を阻害するような閉鎖的システムは、自由競争による最適化への自動調整機能を不全にするため、資本移動の自由化が促進されるべきであり、実際日本の金融市場はそのような自由化のプロセスをたどっている。しかし、このような状況下で、メインバンク・システムのメリットまでも放棄する必要はない。メインバンク制を貸出行動の中核とするか否かは個別銀行の主体的行動の結果として選択されるべき問題であるから、政策上の課題ではない。ただ、短期的取引に比べ長期的取引を行うことのメリットについては強く認識しておくべきであろう。日本的システムが残存することを前提とすると、投資に関するホームバイアスが生じ続けることになるが、このことは将来に渡って国内金利が国際金利から乖離して流動性の罍の状況が発生する可能性を残す。したがって、固定的低金利におけるデフレ下で量的金融緩和を行う余地が残るが、インフレ期待の変更は総需要の増大期待が発生しなければ生じないと考えられるので、量的金融緩和は景気回復のための金融政策手段としては妥当ではない。

<主要参考文献>

- 青木昌彦 (1989) 『日本企業の組織と情報』 東洋経済新報社。  
(1996) 『金融システムの比較制度分析』 東洋経済新報社。
- 祝迫得夫 (2002) 「資産価格が消費に与える影響について」 経済研究 Vol. 53, No. 1, pp64-78.
- 大塚晴之 (1998) 『コーポレートガバナンスと企業金融』 千倉書房。
- 大西茂樹 (2002) 「デフレーションの要因分析」 大蔵省財政金融研究所『フィナンシャルレビュー』 (12月号)。
- 小林孝雄 (1993) 「日本のリスク負担システムと株式持ち合い」 日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』 (6月号)。
- 倉澤資生 (1993) 「資本市場の機能：敵対的企業買収と株式持ち合い」 日本証券経済研究所『ファイナンス研究』 No. 16 (9月号)。
- ポール・シェアード (1993) 「日本の株式持ち合いと企業支配」 大蔵省財政金融研究所『フィナンシャルレビュー』 (6月号)。
- 細野・杉原・三平著 (2001) 『金融政策の湯有効性と限界』 東洋経済新報社。
- Bernanke, B. and M. Gartler (1989), "Agency Costs, NetWorth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, March.
- Romer, David (2000) *Advanced Macroeconomics*, Second Edition, McGraw Hill.