

## Ⅲ 研究ノート Ⅲ

## 金融政策の波及メカニズム

兵 藤 隆

## I. はじめに

バブル経済崩壊以降、日本経済はいまだにその後遺症に苦しみながら迷走を続けている。これまで政府が景気対策の軸としてきた公共投資の増大や市場の規制緩和も大きな効果をあげることができないまま、政府債務も300兆円を越えた。財政危機による財政政策の手詰まり感は否めない。このような現状を考えると、今後は、これまで以上に金融政策への依存が高まってくるものと思われる。しかし、1995年9月8日に実施された公定歩合0.5%という史上希な低金利政策も財政政策と同様に当局の思惑ほど大きな効果をあげることができていない。

果たして金融政策は無効になったのだろうか。金融政策の有効性 (effectiveness) や波及メカニズム (transmission mechanism) に関する研究は、これまで、マクロ経済学の中心的な話題のひとつとして数多く議論がなされてきた。しかし、金融政策がどのような経路で实体经济へと波及していくのか、また、金融政策が实体经济に影響を与えるのかという問題に対しては、いまだに様々な見解が混在しており、決定的なメカニズムの解明にまで至っていない。さらに、これらの理論の発展の過程では、経済構造とともに金融構造も大きく変化していることに注意する必要がある。

本稿の目的は、このような金融政策の波及メカニズムに関する議論のサーベイを行い、より大きな視点から整理しながら、従来の貨幣を中心とし

た議論から銀行信用やその他の金融資産を考慮したものへと新しい金融政策波及メカニズムの可能性を示唆することにある。

## II. 金融政策と貨幣市場

金融政策の波及メカニズムについて言及するということは、すなわち、金融経済と実体経済とのつながり、金融システムと産出量決定の相互関係について言及するということの意味する。もちろん、このような研究は新しいものではない。経済活動の大きな低迷と金融システムの崩壊をもたらした大恐慌と同時代の経済学者たちは、特に、これらの関係について大きな関心を寄せた。なかでも、フィッシャー(I.Fisher) [1933] は、当時の経済活動低迷の原因を金融市場の機能不全にあると議論した。フィッシャーは、不況によって借り手層の大部分が困窮に追い込まれ、その結果、多くの企業が倒産したことが大恐慌の大きな要因であると考えていた。景気低迷に伴うデフレ圧力は債務者から債権者への富の再分配を引き起こす。このような借り手の正味資産の目減りは、現在の支出だけでなく、将来の債務契約にも影響を与え、いわゆる経済を「デフレ・スパイラル」に陥れる。彼は、このような現象を「債務デフレ理論(Debt-Deflation Theory)」と呼んだ。このような金融システムと実体経済との関係については、フィッシャー以前にも、すでに、ヴェブレン(T.Veblen) [1904] やホートレー(R.G.Hawtrey) [1926] などによって同様の研究がなされていた。

しかし、その後、ケインズ(J.M.Keynes)は、『貨幣論』[1930]の中で金融機関(特に銀行)の重要性を考察<sup>1)</sup>しながら、『一般理論』[1936]では、価格の硬直性など実体経済の不完全性を指摘する一方で、金融システムの不完全性にはあえて目をつぶった。『一般理論』における明快な経済理論やそれに基づいた経済政策波及メカニズムは、学界に「ケインズ革命」と呼ばれるほど大きな影響をもたらし、それ以降、多くのマクロ経済学学者を

1) 『貨幣論』第13章 銀行利率の「作用様式」参照。

魅了し続けた。これらの理論の中では、「流動性選好説」によって、金融システムと実体経済とが利率を通じた間接的なつながりを持っていると論じられて<sup>2)</sup>おり、その結果、実体経済と最も関係が深い金融変数は「貨幣」であると強調されるようになった。これらの理論モデル以降、貨幣の需要と供給によっていかに利率が決定されるかということが最大の関心事となった。

他方、パティンキン(D.Patinkin)は『貨幣・利率および物価』(1956, 第二版 1965)において、価格理論と貨幣理論を「実質残高効果」によって統合することに成功した。パティンキンによれば、あらゆる市場の需要関数は、個々人の貨幣保有の実質価値または実質購買力の影響を直接受けているとされ、消費関数もその例外でなかった。これは、金融システムと実体経済の関係が上述のような利率を通じた間接的なものではなく、「富としての貨幣」によって直接的に結び付いていることを意味していた。

この節では、金融政策の貨幣市場を通じた波及メカニズムを伝統的な利率チャンネルと実質残高効果を考慮した富チャンネルの視点から整理する。

### 1. 伝統的利率チャンネル(interest rate channel)

金融政策の波及経路として最も一般的に認識されているのは「流動性選好説」に基づいた伝統的な利率経路であろう。これは、IS-LMモデルとしても広く知られている。このモデルでは、金融資産を貨幣と債券のみに限定しながら、それらの完全代替を仮定しているのが特徴である。この伝統的利率チャンネルによる金融政策の波及メカニズムの概略は以下の通りである。

マネー・サプライ  $M \uparrow \Rightarrow$  実質利率  $r \downarrow \Rightarrow$  投資  $I \uparrow \Rightarrow$  国民所得  $Y \uparrow$

2) Hicks(1937), Modigliani(1944)を参照。

(1) IS-LMモデル

改めて記すまでもないだろうが、代表的なIS-LMモデルは以下のような体系として記述される。ここで、それぞれの記号は、Y：所得水準、C：消費、I：投資、G：政府支出、M：貨幣供給、P：物価水準を表わしている。ここで、金融緩和政策によりマネー・サプライが増加すると、[1-6]式の流動性選好説に基づいた貨幣需要関数を通じて、人々は金融資産の保有を貨幣から債券へシフトさせることによって利子率を引き下げる。利子率の低下は[1-4]式の投資関数を通じて投資を増加させることで総需要を増加させる。この様子は図1で表わすことができる。

$$Y = C + I + G \quad [1-1]$$

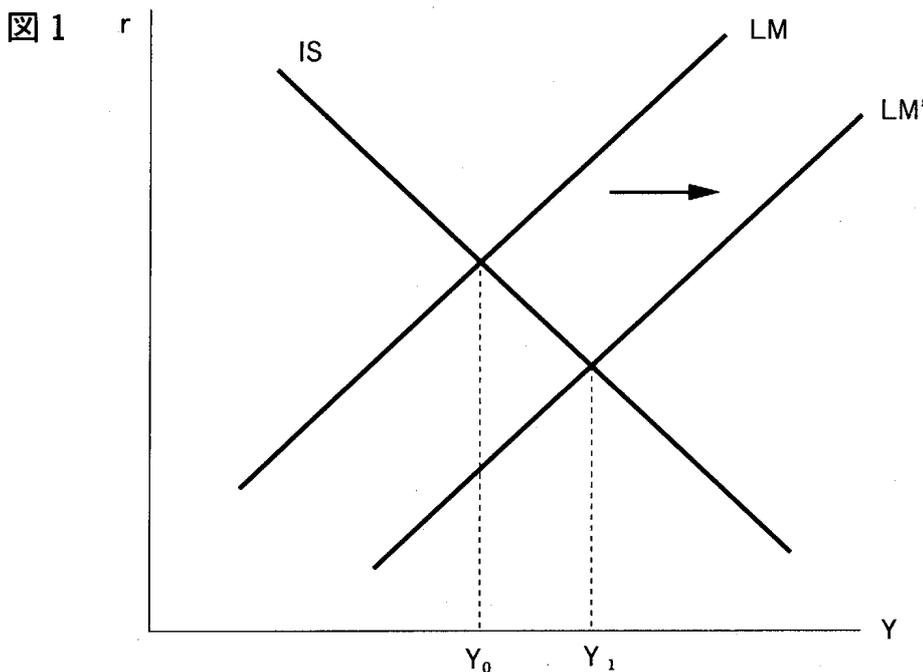
$$I = S \quad [1-2]$$

$$C = C(Y) \quad [1-3]$$

$$I = I(r) \quad [1-4]$$

$$G = \bar{G} \quad [1-5]$$

$$\frac{M}{p} = L(r, Y) \quad [1-6]$$



## 2. 富チャンネル(Wealth Channel)

金融政策の貨幣市場を通じた波及メカニズムのもうひとつは、実質残高効果(real balance effect)を考慮した直接的なものである。これは貨幣を金融資産、すなわち、富の一部としてとらえ、その「富としての貨幣」保有の実質価値が消費関数を始め、債券需要関数、貨幣需要関数など、あらゆる需要関数に影響を与えていると考えるものである。この実質残高効果による金融政策の波及メカニズムの概略は以下の通りである。

$$\text{マネー・サプライ } M \uparrow \Rightarrow \text{実質残高 } \frac{M}{p} \uparrow \Rightarrow \text{消費 } C \uparrow \Rightarrow \text{国民所得 } Y \uparrow$$

### (1) パティンキン・モデル

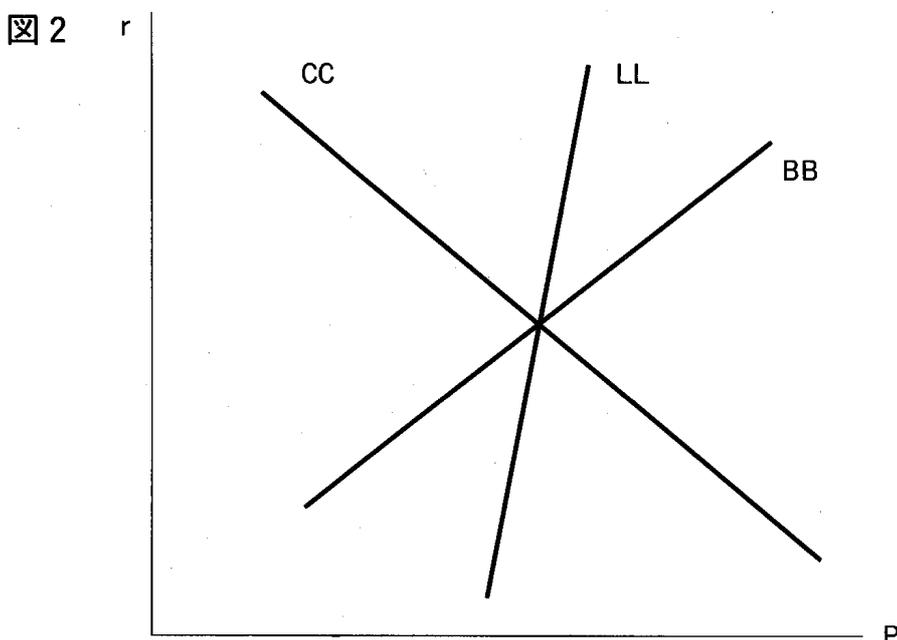
実質残高効果を考慮したパティンキンのモデルは以下のような体系で記述されている。[2-1]式は労働用役市場の需給均衡式、[2-2]式は商品市場の需給均衡式、[2-3]式は債券市場の需給均衡式、[2-4]式は貨幣市場の需給均衡式を表わしている。なお、記号の記述は先のIS-LMモデルに準じているが、Kは資本ストックを表わしている。パティンキン・モデルの特徴は、以下のように労働市場と商品市場、貨幣市場と債券市場を明示的に区別し、それぞれの市場の重要性を主張した点にある。パティンキン・モデルでは、労働用役市場が常に均衡状態になると仮定しながら、残りの三つの市場についてより詳細な分析を進めている。その体系は図2によって示される。図2のLL曲線は貨幣市場の均衡を、CC曲線は商品市場の均衡を、BB曲線は債券市場の均衡をそれぞれ表わしている。しかし、ここでは、上述のIS-LMモデルや以下の議論との整合性を考えて、あえてIS-LMモデルに準じた簡素化したモデルで実質残高効果のエッセンスのみを考察する。

$$R\left(\frac{w}{p}\right) = Q\left(\frac{w}{p}, K\right) \quad [2-1]$$

$$Y = F\left(Y, \frac{1}{r}, \frac{M}{p}\right) \quad [2-2]$$

$$rp \cdot J\left(Y, \frac{1}{r}, \frac{M}{p}\right) = rp \cdot H\left(Y, \frac{1}{r}, \frac{M}{p}\right) \quad [2-3]$$

$$\frac{M}{p} = L\left(Y, r, \frac{M}{p}\right) \quad [2-4]$$



(2) 簡素化した実質残高効果モデル

先のIS-LMモデルとの主な相違点は、[3-3]式の消費関数と[3-6]式の貨幣需要関数に実質残高が含まれていることである。このことによって、金融緩和政策によるマネー・サプライの増加が、利子率を通じて間接的に投資を増加させるだけでなく、直接的に消費を増加させることによってさらに総需要を増加させていることがわかる。この様子は図3によって示されている。

$$Y = C + I + G \quad [3-1]$$

$$I = S \quad [3-2]$$

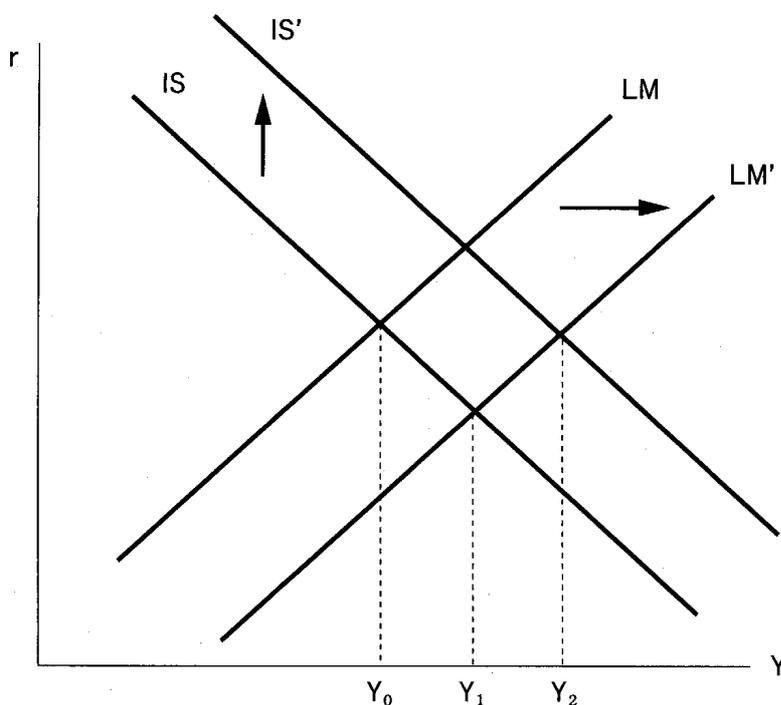
$$C = C\left(Y, r, \frac{M}{p}\right) \quad [3-3]$$

$$I = I(r) \quad [3-4]$$

$$G = \bar{G} \quad [3-5]$$

$$\frac{M}{p} = L\left(Y, r, \frac{M}{p}\right) \quad [3-6]$$

図 3



### III. 金融政策と信用市場

これまでの議論において、金融政策の波及メカニズムのキーとなるのは「貨幣」であった。このような貨幣偏重主義的な傾向は、ケインズ経済学の緻密かつ明快な部分によるところも大きい。さらに、拍車をかけたのがフリードマン＝シュワルツ (M.Friedman and A.J.Schwartz) [1963] の発表と、フリードマンの理論に基づくマネタリストの台頭であった。フリードマン＝シュワルツ [1963] は、1867年から1960年の長期にわたる貨幣量と産出量の密接な関係を実証研究した著名な論文である。その中で、

彼らは、大恐慌の間(1929年-1933年)に、産出量とともにマネー・サプライが大幅に減少していることを指摘した。フリードマンはこれらの教訓を活かした金融政策としてマネー・サプライの安定成長(x%ルール)を提唱したが、これらの議論は「貨幣需要関数の安定性」と「貨幣の需要・供給の独立性」が前提条件となっていた。しかし、金融革新により貨幣代替的な金融商品が次々と生み出されており、現在では、金融政策によってマネー・サプライをコントロールしても、その動きが貨幣代替的金融商品への代替によって吸収されてしまう可能性がある。ブレイナード＝トービン(Brainard and Tobin) [1963] では、貨幣代替的金融商品のアベイラビリティ(利用可能性)がいかにして金融政策のインパクトを弱めてしまうかを説明している。また、時代とともに貨幣需要関数の安定性にも疑問の声が上がるようになった。そこで、金融システムと実体経済の関係を考察する場合、貨幣に焦点をあてるだけでは不十分であるという認識が広まった。

金融政策が信用市場を通じて実体経済に影響を与えるという考え方は、ローザ(R.V.Roosa) [1951] をはじめとした戦後の「アベイラビリティ」(信用)学派の発展によって注目を集めた。彼らの理論では、例えば、金融引き締め政策をとった場合のメカニズムとして、①当局の発行する国債の売りオペが、銀行貸出と国債の間のポートフォリオの構成に影響を与える。②銀行は、その際、貸出金利を引き上げるより、むしろ、信用割当を通じて貸出量を縮小することで調整しようとする。③信用割当が増すと、たとえ貸出金利が極めて安定的であったとしても、割当をされた企業は投資行動を抑制せざるをえないという三つのステップを考えていた。このような金融政策における信用チャンネルの重要性を主張した経済学者には、他にもガーレー＝ショウ(J.G.Gurley and E.S.Shaw) [1960] やベンジャミン・フリードマン(B.Friedman) [1980] などが挙げられるが、彼らの一致する意見は、信用のアベイラビリティの変化が、総需要水準や部門間の分配および個人的消費計画にまで影響を及ぼすというものである。この節

では、銀行のバランスシートの上で貨幣(負債側)と反対側にある「信用」(資産側)に焦点をあてながら金融政策の波及メカニズムについて整理する。

### 1. 銀行貸出チャンネル

まず、最初に銀行貸出を通じた波及メカニズムについてみてみよう。このケースは、金融政策の波及メカニズムにおける銀行の役割の重要性を強調するものであり、また、直感的にも理解し易い。その考え方を最もフォーマルな形で定式化したのはバーナンケ＝ブラインダー(B.S.Barnanke and A.S.Blinder) [1988] であろう。彼らは、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取り込むことによって信用チャンネルに関するモデルについて、従来のIS-LM分析の枠組みを利用しながら構築することに成功している。バーナンケ＝ブラインダー・モデル(以下、B-Bモデル)には、金融資産として貨幣、債券に銀行貸出が加えられており、この三つの金融資産から成るモデルは以下のような体系として記述されている。ここで、それぞれの記号は、L：貸出需要、 $\rho$ ：貸出金利、 $i$ ：債券利回り、 $y$ ：所得水準、 $\lambda$ ：銀行保有資産のうち貸出の比率、D：預金需要、 $\gamma$ ：所要準備率、 $m$ ：貨幣乗数、R：銀行部門保有の支払準備を表わしている。

[4-1]式は銀行貸出の需給均衡式を表わしており、準備金を除いた預金の一部が銀行貸出に向けられている。[4-2]式は貨幣の需給均衡式であり、IS-LMモデルのLM曲線にあたる部分である。銀行の信用創造を通じて預金通貨が創出されている様子を定式化<sup>3)</sup>している。[4-3]式は財市場の需給均衡式であり、IS-LMモデルのIS曲線にあたる部分である。また、[4-4]式は[4-1]式と[4-2]式をあわせて貸出金利の関数を定式化したものであり、さらに、それを[4-3]式に代入したのが[4-5]式である。よって、この[4-5]式は財市場と銀行貸出市場(信用市場)の両

3) なお、このモデルでは現金の存在を無視していることに注意する必要がある。

方の均衡を満たす条件式であり、図4ではCC曲線(Commodities and Credits Curve)として表わされている。もしも、ここで借り手にとって銀行貸出と債券が完全な代替財である(すなわち、 $L\rho \rightarrow -\infty$ )とき、もしくは、貸し手にとって銀行貸出と債券が完全代替財である(すなわち、 $\lambda\rho \rightarrow \infty$ )ときにはCC曲線とIS曲線はまったく同一のものとなる。ただし、それらが不完全代替の場合には、新たな銀行信用チャンネルを通じて金融政策がより大きな効果を発揮する可能性がある。例えば、金融緩和政策の場合、マネー・サプライの増加は、図4のLM曲線をシフトさせるだけでなく、それにとまなう銀行預金の増加と銀行貸出の増加を通じて企業の投資行動に影響を与え、CC曲線もシフトさせる形でも实体经济に影響を及ぼすことになる。よって、信用チャンネルのうち銀行貸出を通じた金融政策の波及メカニズムの概略は以下のようなになる。

マネー・サプライ  $M \uparrow \Rightarrow$  銀行預金  $D \uparrow \Rightarrow$  銀行貸出  $L \uparrow \Rightarrow$   
 投資  $I \uparrow \Rightarrow$  国民所得  $Y \uparrow$

(1) B-Bモデル体系

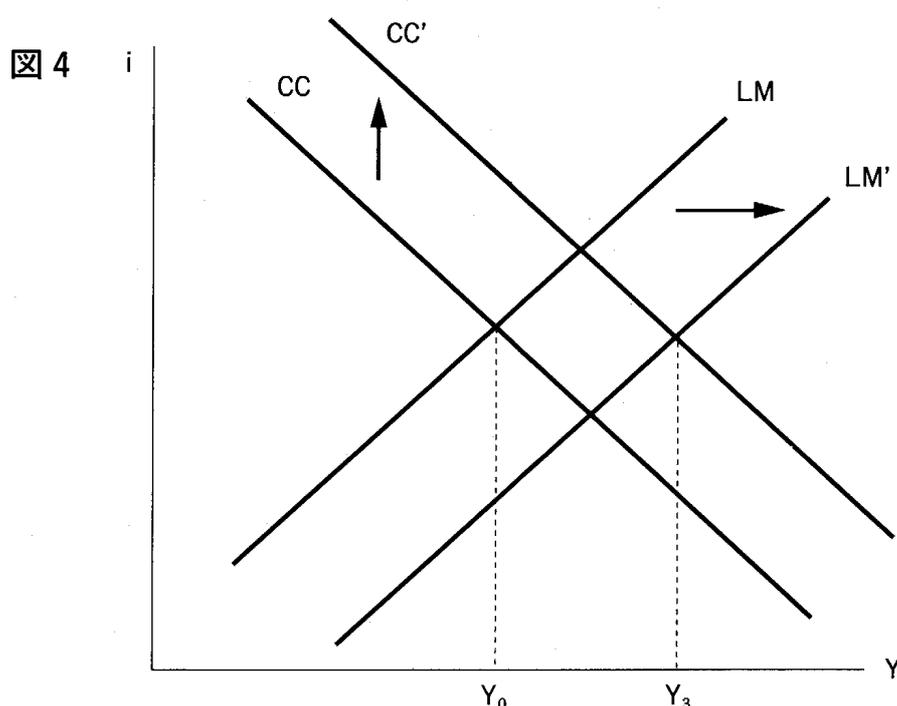
$$L(\rho, i, y) = \lambda(\rho, i) D(l - \gamma) \quad [4-1]$$

$$D(i, y) = m(i) R \quad [4-2]$$

$$y = Y(i, \rho) \quad [4-3]$$

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

$$y = Y\{i, \phi(i, y, R)\} \quad [4-5]$$



## 2. 信用フロー・チャンネル

銀行貸出を通じた信用チャンネルの議論は、マネー・サプライの増加が銀行貸出を増加させるという直感的にもわかりやすいものであったが、近年の金融革新の進展にともなういくつかの理由によってその重要性は低くなりつつある。まず第一に、企業ファイナンスにおける銀行借入（銀行から見れば銀行貸出）シェアの低下である。これは、特に、大企業に顕著に見られる傾向であるが、金融の自由化にともなって社債の発行やCPの発行などが容易に行えるようになったことが大きな要因<sup>4)</sup>である。第二に、銀行の貸出行動の変化である。企業ファイナンスの変化とともに銀行の貸出行動も変化している。極端な例として、銀行貸出と他の金融資産のリスクや収益を考慮した結果、預金の増分すべてが他の金融資産の購入にまわされることも考えられる。また、ローマー＝ローマー(C.D.Romer and D.H. Romer) [1990] は、「銀行は限界点に達すると、CDの発行などの負債のマ

4) ただし、中小企業などはその恩恵にあずかることができず、いまだに銀行借入に大きく依存していることには変わりはない。黒木 [1993] など参照。

ネージメントによって銀行貸出のための資金を作り出すことができるので、公開市場操作を通じた金融政策の銀行貸出への直接的な影響は小さい<sup>5)</sup>。」と述べている。

しかし、近年<sup>6)</sup>では情報の非対称性から発生する信用市場の不完全性が金融政策の波及において役割を演じるかどうか、また、どのように演じるのかという視点から信用チャンネルに関する議論が再浮上している。これらの新しい文献では、金融引き締め政策に対する異なる形の信用と異なるタイプの借り手の反応を分析することによって信用市場の不完全性の効果の証明を試みている。ガートラー＝シルクリスト (M.Gertler, Mark and S. Gilchrist) [1993]では、そのための議論と実証結果がレビューされ、いくつかの新しい実証結果とともに信用フローに対する小口の借り手と大口の借り手の反応の大きな違いを指摘している。このレビューは、潜在的に信用市場の不完全性が金融政策のインパクトが伝播するのを助けているという見解と一致するものである。このメカニズムの流れは、金融政策によって（銀行を含めた）金融機関や借り手である企業のバランスシートの構成に影響が及ぶと、信用市場の不完全性から銀行の貸出行動や企業の投資行動に変化が生じ、その結果、最終的にその効果が实体经济に波及していくというものである。

ただし、残念ながら、この非対称情報にともなう信用市場の不完全性および信用割当の議論は、ミクロ経済学的な進展が目覚ましい一方で、マクロ経済学的なフォーマルな定式化が遅れている。これは、従来の古典派的な経済メカニズムの分析手法では、逆選択やモラルハザードなどの問題が経済全体にどのような影響を与えるのかということの分析を行うことが困難だということを表わしているといってもよいだろう。

5) 彼らは慎重に、この問題は公開市場操作が銀行信用に直接影響を与えるかどうかであり、銀行信用が特別なものであるかどうかという基本的な問題とは別のものであると付け加えている。

6) J.E.Stiglitz and A.Weiss(1981)など参照。

この信用チャンネルのうちバランスシートを通じた金融政策の波及メカニズムの概略をミシュキン (F. S. Mishkin) [1996] は以下のように提示している。

$$\text{マネー・サプライ } M \uparrow \Rightarrow \left( \begin{array}{l} \Rightarrow \text{エクイティ価格 } E_P \uparrow \\ \Rightarrow \text{名目利子率 } i \downarrow \Rightarrow \text{キャッシュ・フロー } \uparrow \\ \Rightarrow \text{予期しない価格の上昇 } P \uparrow \end{array} \right)$$

$\Rightarrow$  逆選択およびモラルハザード  $\downarrow \Rightarrow$  銀行貸出  $\uparrow \Rightarrow$  投資  $I \uparrow \Rightarrow$  国民所得  $Y \uparrow$

#### IV. 金融政策とその他の市場

これまでは、金融政策の波及経路としてある特定の金融資産（債券または銀行貸出）のみに注目してきたが、実際には他に多数の金融資産があり、それらに注目した研究も進んでいる。ここでは、主に、「外国為替」と「エクイティ」に注目しながら、金融政策がそれらの金融資産の価格にどのように影響を与え、実体経済とつながっているのかを考察する。

##### 1. 外国為替・チャンネル (Exchange Rate Channel)

変動為替相場制度による外国為替レートの変動と経済の国際化の進展は、金融政策の波及メカニズムに新たなチャンネルを考慮させる機会をもたらした。それは、純輸出に対する為替レート効果 (exchange rate effect) である。このチャンネルは厳密に言えば、利子率チャンネルに含まれるかもしれない。なぜなら、国内利子率の変化が為替レートに影響を与え、その結果、純輸出が変化するというメカニズムで説明されるからである。金融政策が国内経済に波及するメカニズムの解明において為替レートが果たす役

割の重要性は、ブライアント＝フーパー＝マン(Bryant, Hooper and Mann) [1993] やテイラー(J. Taylor) [1993] の研究などにおいても指摘されている。この波及メカニズムの概略は以下の通りである。

マネー・サプライ  $M \uparrow \Rightarrow$  実質利子率  $r \downarrow$

$\Rightarrow$  為替レート  $e \downarrow \Rightarrow$  輸出  $X \uparrow \Rightarrow$  国民所得  $Y \uparrow$

## 2. トービンの $q$ ・チャンネル (Tobin's $q$ Channel)

金融政策の波及メカニズムを考察するに当たっては、近年の金融革新によるエクイティ・ファイナンス<sup>7)</sup>の増加も無視できない。トービン(J. Tobin) [1969] は、その論文において、独自の「トービンの  $q$ <sup>8)</sup>理論」を展開した。その概要を説明すると、例えば、値が1以上になるような  $q$  の上昇は企業の市場価値が企業資本の再取得費用よりも高いということを意味し、このことは、すなわち、新しい設備資本が企業の市場価値に比べて安価に手に入れることができるということを意味する。その結果、企業はエクイティ・ファイナンスによって、有利な条件で新しく資金を調達することが可能になる。この理論のポイントは、トービンの  $q$  と投資行動をリンクさせたことである。これを金融政策の波及メカニズムに組み込むと以下のように説明することができる。マネー・サプライが増加すると、公衆は貨幣以外の金融資産<sup>9)</sup>を保有しようと、エクイティ市場に目を向け、その結果、エクイティの価格が上昇し、それがトービンの  $q$  の上昇をもたらす。このことが最終的に投資支出を増加させ、实体经济に影響が及ぶ。このエクイティ・チャンネルによる波及メカニズムは以下のようにまとめられる。

7) 企業が資金調達をする場合、なんらかの形で株式の発行とかかわるもので、具体的には、新規株式、転換社債、ワラント債の発行などによる資金調達のこと。

8) トービンの定義する  $q$  とは、企業の市場価値を企業資本の再取得費用で除したものである。

9) 伝統的議論ではそれが債券のみであったことに注意する必要がある。

マネー・サプライ  $M \uparrow \Rightarrow$  エクイティ価格  $E_P \uparrow$   
 $\Rightarrow$  トービンの  $q \uparrow \Rightarrow$  投資  $I \uparrow \Rightarrow$  国民所得  $Y \uparrow$

### 3. (富としての)エクイティ・チャンネル(Equity [as Wealth] Channel)

また、上述のようなエクイティ価格の上昇は、別のルートでも実体経済に影響を及ぼす。パティンキンによる貨幣の実質残高を通じた富効果については先述した通りであるが、モジリアニ(F.Modigliani) [1971]はライフサイクル・モデルを用いて、公衆の消費支出の決定が、人的資本(human capital)、実物資本(real capital)および金融資産といった彼らの生涯にわたる資源に依存していると議論した。そのような議論の中で、モジリアニは、特に、金融資産のエクイティに注目しながら、マネー・サプライの増加によるエクイティ価格の上昇が直接的に消費支出の増加をもたらすと説明している<sup>10)</sup>。その概略は以下のように表わすことができる。

マネー・サプライ  $M \uparrow \Rightarrow$  エクイティ価格  $E_P \uparrow$   
 $\Rightarrow$  富  $W \uparrow \Rightarrow$  消費  $C \uparrow \Rightarrow$  国民所得  $Y \uparrow$

## V. これからの課題

金融政策がどのようなメカニズムで実体経済に波及していくのかという問題は古くて新しい問題である。これまで数多くの研究がなされ、特に、近年では「情報の経済学」という新しい視点から「マネー・ビュー」対「クレジット・ビュー」論争が再び熱を帯びてきている。もちろん、これらの波及メカニズムはいずれかひとつが正解であり、残りは不正解であるとい

10) このようなメカニズムはバブル期のわが国を想定すると理解しやすいだろう。

った種の問題ではない。実際には、金融システムと実体経済はさらに複雑なメカニズムで結び付いているとあって良いだろう。今後は、各メカニズムの実証研究に焦点を当て、それぞれの実証研究がどのような結果をもたらしているのかを検討し、また、自らバブル崩壊以降の日本の金融政策の有効性を検証していきたいと考えている。

### 参考文献

- [1] Bernake, Ben S., (1983). "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." ,American Economic Review, pp. 257-276.
- [2] Bernake, Ben S., and Mark Gertler., (1995). "Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary- Policy Transmission." ,Journal of Economic Perspectives, No. 9, pp. 27-48
- [3] Bernanke, Ben, S. and Alan S. Blinder., (1988). "Credit, Money, and Aggregate Demand." ,American Economic Review, vol. 78, No.2, PP. 435-39.
- [4] Brainard, William and James Tobin., (1963). "Financial Intermediation and the Effectiveness of Monetary Controls." ,American Economic Review 53, pp. 383-400.
- [5] Bryant, Ralph, Peter Hooper and Catherine Mann., (1993). "Evaluating Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics." Washington, D. C. : Brooking Institution.
- [6] Cecchetti, Stephen G., (1995). "Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism." ,Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No. 77, pp.83-97.
- [7] Fisher, Irving., (1933). "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." , Econometrica 1, pp. 337-57.
- [8] Friedman, Benjamin M., (1980). "Postwar Changes in the American Financial Markets." ,In The American Economy in Transition, edited by Martin Feldstein, pp. 9-78. Chicago : University of Chicago Press.
- [9] Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz., (1963). "A Monetary History of The United States : 1867-1960." ,Princeton : Princeton University Press.
- [10] Gertler, Mark., (1988). "Financial Structure and Aggregate Economic Activity ; An Overview." ,Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 20, pp. 559-588.

- [11] Gertler, Mark and Simon Gilchirsit., (1993) .“The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism : Arguments and Evidence.” ,Scandinavian Journal of Economics vol. 95, no. 1 ,pp. 43-64.
- [12] Gurley, John G. and Edward S. Shaw., (1960) .“Money in A Theory of Finance.”,The Brooking Institute. (櫻井欣一郎訳(1963), 『貨幣と金融』, 至誠堂)
- [13] Hawtrey, Ralph G., (1926) .“The Trade Cycle.”,Economist (Rotterdam), Reprinted in Reading in Business Cycle Theory, pp. 330-49. Homewood : Irwin, 1951
- [14] Hicks, John R., (1937) .“Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation.”,Econometrica 5, pp. 147-59.
- [15] Hubbard, Gelell R.,(1995) .“Is There a 'Credit Channel' for Monetary Policy?” ,Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No. 77, pp. 63-74.
- [16] Mishkin, Frederic S.,(1996) .“The Channels of Monetary Transmission : Lessons for Monetary Policy.”NBER Working Paper Series, No. 5464.
- [17] Modigliani, Franco.,(1971) .“Monetary Policy and Consumption.”,Consumer Spending and Monetary Policy, The Linkages,Boston : Federal Reserve Bank of Boston, pp. 9-84
- [18] Morris, Charles S. and Gordon H. Sellon, Jr.,(1995) .“Bank Lending and Monetary Policy : Evidence on a Credit Channel.” ,Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter 1995, pp. 59-75.
- [19] Patinkin, D.,(1965) .“Money,Interest and Prices.”,2nd ed, Haper&Row. (貞木展生訳(1971). 『貨幣・利子および価格』, 勁草書房)
- [20] Romer, Christina D. and David H. Romer.,(1990) .“New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism.”,Brookings Papers on Economic Activity I.
- [21] Romer,Christina D. and David H. Romer.,(1993) .“Credit Channel or Credit Actions? : An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism.”,NBER Working Paper Series, No. 4485.
- [22] Roosa, Robert V. (1951) .“Interest rates and the Central Bank,” in Money, Trade, and Economic Growth, New York : Macmillan.
- [23] Stiglitz, J. E. and A. Weiss.(1981) .“Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.”,American Economic Review 71, 3, pp. 393-410.
- [24] Taylor, John B.,(1995) .“The Monetary Transmission Mechanism : An Empirical Framework.”,Journal of Economic Perspectives, No. 9, pp. 11-26.

- [25] Tobin, James., (1969). “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory.”, *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 1, pp. 15-29.
- [26] Veblen, Thorsten. (1904). “Theory of Business Enterprise.”, Ch. VII, New York : Charles Scribnes’s Sons.
- [27] 足立英之(1993). 「マクロ経済モデルにおける貨幣と信用」, 『国民経済雑誌』第168巻第4号, pp.69-91.
- [28] 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, pp33-67
- [29] 館龍一郎・浜田宏一(1972). 『現代経済学6 金融』, 岩波書店.
- [30] 古川顕(1995). 「金融政策とクレジット・ビュー」, 『金融経済研究』第9号, pp.10-27.
- [31] 三木谷良一・石垣健一編(1993). 『金融政策と金融自由化—先進7カ国・ECの経験と理論の展開—』, 東洋経済新報社.