日本金融学会 2007 年度秋季大会
プログラム

第１日　９月８日（土）

１．パネル　<9：15～11：15>

Ａ会場（明徳館 2F：M21 番教室）**金融史パネル：国際銀行とアジア**

座長　法政大学名誉教授　西 村 閑 也 氏

(1) 香港上海銀行　１８６５－１９１４
報告者　法政大学名誉教授　西 村 閑 也 氏

(2) 東洋銀行　１８４２－１８８４年
報告者　東北大学　鈴 木 俊 夫 氏

(3) 第一次世界大戦前香港上海銀行ハンブルグ支店
報告者　大阪経済大学非常勤講師　蕭　文 嫻 氏

(4) インターナショナル・バンキング・コーポレーション　１９０２－１９３７
報告者　東北大学　菅 原　歩 氏
討論者　東京経済大学/東京大学名誉教授　石 井 寛 治 氏
静岡大学　**居 城　弘 氏**

２．自由論題　<9：15～11：15>

Ｂ会場（至誠館 2F：S21 番教室）**セッション：金融政策**

座長　神戸大学　地 主 敏 樹 氏

(1) Term Structure of Interest Rates under Discretion Policy
報告者　神戸大学大学院　英　邦 広 氏
討論者　同志社大学　北 坂 真 一 氏

(2) 1930 年代のスウェーデンの物価安定政策
報告者　明治大学　北 岡 孝 義 氏
討論者　神戸大学　宮 尾 龍 蔵 氏

(3) 金融政策の反応関数に関する時変係数構造 VAR モデル―非ガウス逐次ベイジアンフィルタ

―によるアプローチ―

報告者　金融庁　矢 野 浩 一 氏
慶応義塾大学　吉 野 直 行 氏
討論者　日本銀行　粕 谷 宗 久 氏

C会場（至誠館 2F：S23 番教室）**セッション：ファイナンス 1**

座長　大阪大学　筒 井 義 郎 氏

(1) On the Differential in Risky Assets Share between the United States and Japan
報告者　大阪大学大学院　木 成 勇 介 氏
討論者　東京大学　福 田 慎 一 氏

(2) 日本の資産市場と C-CAPM
報告者　釧路公立大学　尾 崎 泰 文 氏
討論者　甲南大学　大 塚 晴 之 氏

D会場（至誠館 2F：S24 番教室）　**セッション：金融システム１**

座長　成城大学　村 本　孜 氏

(1) 私立大学と国立大学の経営比較と会計情報のパラドックス
報告者　専修大学　小 藤 康 夫 氏
討論者　名古屋大学　家 森 信 善 氏

(2) 環境融資における金利優遇の経済合理性
報告者　信金中央金庫総合研究所　澤 山　弘 氏
討論者　成城大学　福 光　寛 氏

(3) 地方自治体の制度融資に関する考察
報告者　国立国会図書館　深 澤 映 司 氏
討論者　同志社大学　鹿 野 嘉 昭 氏

E会場（至誠館 1F：S2 番教室）**特別セッション：ケインズと現代**＜9：15～11：35＞

座長　明治大学　渡 辺 良 夫 氏

(1) デフレ不況とケインズ経済学
報告者　中央大学　浅 田 統 一 郎 氏
討論者　立教大学　黒 木 龍 三 氏

(2) 使用者費用、金融準備、投機的動機
報告者　日本大学　宅 和 公 志 氏
討論者　国士舘大学　野 下 保 利 氏

(3) 貨幣錯覚、流通速度とケインジアン・モデル及びマネタリスト・モデル

報告者　同志社大学　藤 原 秀 夫 氏

討論者　明治大学　渡 辺 良 夫 氏

(4) マクロ経済学の批判的展望－「飛翔せる鷲」（＝経済史家）の視座から

報告者　上智大学　平 井 俊 顕 氏

討論者　成城大学　明 石 茂 生 氏

F 会場（至誠館 1F：S4 番教室）　**セッション：国際金融 1**

座長　関西学院大学　春 井 久 志 氏

(1) The Structural Change of Balassa-Samuelson Effects in Japan in 1990s

報告者　神戸大学大学院　山 本 周 吾 氏

討論者　明海大学　清 水 順 子 氏

(2) アジア通貨単位（AMU）の経常・資本取引での使用の可能性を探る

報告者　国際通貨研究所　西 村 陽 造 氏

討論者　文京学院大学　絹 川 直 良 氏

(3) Liquidity Risk Aversion, Debt Maturity, and Current Account Surpluses: A Theory and Evidence from East Asia

報告者　東京大学　福 田 慎 一 氏

東京大学大学院　今　喜 史 氏

討論者　東京経済大学　熊 本 方 雄 氏

G 会場（至誠館 B1F：S 地 2 番教室）　**セッション：金融機関 1**

座長　滋賀大学　有 馬 敏 則 氏

(1) Market Discipline by CD Holders: Evidence from Japan with a Comparison to the U.S.

報告者　東海東京証券　小 林 礼 実 氏

討論者　神戸大学　藤 原 賢 哉 氏

(2) 金利上昇局面における預金者行動について

報告者　滋賀大学大学院　安 井　進 氏

討論者　愛知大学　奥 野 博 幸 氏

(3) 銀行系ベンチャーキャピタルと IPO が企業の設備投資行動に与える影響

報告者　一橋大学　比 佐 優 子 氏

討論者　学習院大学　辰 巳 憲 一 氏

H 会場（至誠館 B1F：S 地 3 番教室）**セッション：金融市場**

座長　慶応義塾大学　金 子　隆 氏

(1) 量的緩和政策期になぜ銀行貸出は増えなかったのか？

報告者　一橋大学大学院　長 田　健 氏

討論者　明治学院大学　佐 々 木 百 合 氏

(2) 銀行の統合は、貸出市場及び金融政策にいかなる影響を持ちうるか？

報告者　弘前大学　山 本 康 裕 氏

討論者　早稲田大学　晝 間 文 彦 氏

(3) 銀行間市場における情報カスケード：銀行の審査能力とゼロ金利政策の影響

報告者　同志社大学　丸 茂 俊 彦 氏

討論者　一橋大学　三 隅 隆 司 氏

３．会長講演　＜11：45～12：45＞

A 会場（明徳館 2F：M21 番教室）　**演題　金融業の国際競争力**

講演者　日本金融学会会長　清 水 啓 典 氏

４．昼　食　＜12：45～13：45＞

お弁当をお申し込みされた方は、Ｓ２２番教室（至誠館２F）にて、お弁当をお受け取りください。

５．パネル　＜13：45～15：45＞

A 会場（明徳館 2F：M21 番教室）**中央銀行パネル：日・米・欧の金融政策**

座長　東京大学　福 田 慎 一 氏

(1) 日本の金融政策運営

報告者　神戸大学　宮 尾 龍 蔵 氏

(2) アメリカの金融政策運営

報告者　神戸大学　地 主 敏 樹 氏

(3) ユーロ圏の金融政策運営

報告者　三菱 UFJ 証券　矢 口　満 氏

討論者　東短リサーチ　加 藤　出 氏

６．自由論題　＜13：45～15：45＞

Ｂ会場（至誠館 2F：S21 番教室）**セッション：ファイナンス 2**

座長　東北大学　鴨 池　治　氏

(1) 日本の株式市場・債券市場における金融政策の影響

報告者　一橋大学大学院　青 野 幸 平 氏
討論者　明星大学　中 田 勇 人 氏

(2) ＡＲＣＨ型分散変動モデルによる冬季気温リスク・スワップの検証

報告者　岩手県立大学　Tee Kian Heng 氏
京都大学/明治大学　刈 屋 武 昭 氏
討論者　大阪大学　福 重 元 嗣 氏

(3) 公社債流通市場における LIBOR スプレッドの傾向とその決定要因

報告者　中央大学　高 橋 豊 治 氏
討論者　新潟大学　伊 藤 隆 康 氏

Ｃ会場（至誠館 2F：S23 番教室）**セッション：地域金融 1**

座長　小樽商科大学　大 矢 繁 夫　氏

(1) 地方都市における郵便局と民間金融機関の店舗配置：鹿児島県のデータによる分析

報告者　鹿児島大学　永 田 邦 和 氏
鹿児島大学　石 塚 孔 信 氏
討論者　新潟大学　伊 藤 隆 康 氏

(2) 銀行部門と地域の経済発展：金融深化と収束仮説

報告者　広島大学大学院　山 根 智 沙 子 氏
大阪大学　筒 井 義 郎 氏
討論者　慶応義塾大学　岡 部 光 明　氏

(3) 地域経済のための金融

報告者　高崎経済大学非常勤講師　前 田 拓 生 氏
討論者　成城大学　村 本　孜 氏

Ｅ会場（至誠館 1F：S2 番教室）**セッション：マクロ金融**

座長　大阪大学　本 多 佑 三 氏

(1) Efficacy of Fiscal Policy in Japan: Keynesian and Non-Keynesian Effects on Aggregate Demand

報告者　神戸大学　柴 本 昌 彦 氏
大阪大学大学院　木 成 勇 介 氏
討論者　同志社大学　北 坂 真 一 氏

(2) International Relocation, Difference of Production Cost and Welfare: Analysis Based on the Two-Country Model

報告者　神戸大学　道 和 孝 治 郎 氏
討論者　和歌山大学　北 野 重 人 氏

(3) わが国における投資行動と調整費用－業種別データによる検証－

報告者　岡山商科大学　小 塚 匡 文 氏
討論者　日本銀行　白 塚 重 典 氏

Ｆ会場（至誠館 1F：S4 番教室）**セッション：国際金融 2**

座長　名古屋大学名誉教授　千 田 純 一 氏

(1) 資本市場の開放が産業構造類似性に与える影響：OECD パネルデータに基づく分析

報告者　一橋大学大学院　吉 見 太 洋 氏
討論者　横浜国立大学　佐 藤 清 隆 氏

(2) When the Collapse of Bretton Woods System Began?:Evidence from G7 Countries

報告者　大阪経済大学　福 本 幸 男 氏
討論者　一橋大学　小 川 英 治 氏

(3) What does cause volatility spillover? Evidence from the euro, the yen, and the Swiss franc spot rates

報告者　富山大学　北 村 能 寛 氏
討論者　明星大学　中 田 勇 人 氏

Ｇ会場（至誠館 B1F：S 地 2 番教室）**セッション：金融機関 2**

座長　名古屋大学　家 森 信 善　氏

(1) 一般化費用関数を用いた銀行業の非効率性分析－店舗規制の影響－

報告者　青森公立大学　國 方　明 氏
討論者　札幌学院大学　播 磨 谷 浩 三 氏

(2) 規制緩和が金融機関のリスクに与えた影響

報告者　札幌学院大学　播 磨 谷 浩 三 氏
中央大学　奥 山 英 司 氏
討論者　一橋大学　小 西　大 氏

(3) The disclosure regulation and accountability of financial institution

報告者　　九州大学大学院　下 田 真 也 氏
討論者　　横浜市立大学　酒 井 良 清 氏

Ｈ会場（至誠館 B1F：S 地 3 番教室）**セッション：企業金融**
座長　　明治大学　金 子 邦 彦 氏

(1) シンジケートローンはなぜ拡大しているか
報告者　　一橋大学大学院　山 城　健 氏
討論者　　和歌山大学　内 田 浩 史 氏

(2) 近年における中小企業の経営財務面での動きをめぐってーCRD の分析結果から
報告者　　同志社大学　鹿 野 嘉 昭 氏
討論者　　京都学園大学　波 多 野　進 氏

７．特別講演　＜16：00～17：00＞

Ａ会場（明徳館 2F：M21 番教室）　**演題　デフレーションと金融改革**

講演者　　東京大学　吉 川 洋　氏

８．総　会　＜17：10～18：00＞

Ａ会場（明徳館 2F：M21 番教室）

９．懇親会　＜18：30～20：30＞

会場：平安会館

第２日　９月９日（日）

１．パネル　＜9：30～11：30＞

Ａ会場（明徳館 2F：M21 番教室）　**国際金融パネル：アジア通貨危機から 10 年：地域金融協力の進展と今後の行方**

座長　一橋大学　小 川 英 治 氏

(1) アジア通貨危機から 10 年：IMF と東アジアは何を学んだか？
報告者　東京大学　伊 藤 隆 敏 氏

(2) 東アジアの通貨・金融協調の展望
報告者　アジア開発銀行 / 東 京 大 学　河 合 正 弘 氏

(3) 東アジアにおける金融協力の現状と今後
報告者　財務省　浅 川 雅 嗣 氏

２．自由論題　＜9：30～11：30＞

Ｂ会場（至誠館 2F：S21 番教室）**セッション：金融システム２**

座長　同志社大学　植 田 宏 文　氏

(1) 日銀の市場との対話－2007 年 1 月から 2 月の金融政策運営を分析して
報告者　新潟大学　伊 藤 隆 康　氏
討論者　愛知大学　栗 原　　裕　氏

(2) 中央銀行の透明性を巡る議論～日銀のコミュニケーション戦略の評価に向けて～
報告者　みずほ総合研究所　鈴 木 将 覚　氏
討論者　京都大学　島 本 哲 朗 氏

(3) 戦前の日本の工業化と金融システムの機能
報告者　中央大学　堀 内 昭 義 氏
日本政策投資銀行　松 下 佳 菜 子 氏
日本政策投資銀行　花 崎 正 晴 氏
討論者　東京大学　岡 崎 哲 二 氏

Ｃ会場（至誠館 2F：S23 番教室）**セッション：金融理論**

座長　熊本学園大学　坂 本 正 氏

(1)「収益力の資本化」による「企業そのものの擬制資本化」について――A. S. Dewing の所説を中心に――

報告者　九州大学大学院　宇 土 至 心 氏
討論者　北海学園大学　小 林 真 之 氏

(2) 電子マネーの普及が貨幣・日本銀行券の需要に及ぼす影響

報告者　九州大学大学院　中 田 真 佐 男 氏
財務省　安 達 茂 弘 氏
討論者　一橋大学　北 村 行 伸 氏

(3) 忘却された貨幣論～貨幣・金融システムの虚構性と現実性～

報告者　熊本学園大学　岡 本 悳 也 氏
討論者　福岡大学　川 合 研 氏

Ｄ会場（至誠館 2F：S24 番教室）**セッション：地域金融２**

座長　早稲田大学　晝 間 文 彦 氏

(1) 大阪府の信用金庫の再編と貸出市場における競争

報告者　神戸大学大学院　石 橋 尚 平 氏
討論者　近畿大学　安 孫 子 勇 一 氏

(2) 信用金庫の地域貢献と**存在意義の再考**
戦前の信用組合による病院建設を事例として

報告者　滋賀大学大学院　元 持 敏 雄 氏
討論者　中京大学　由 里 宗 之 氏

(3) 労働金庫の協同組織・収益体質からみた経営の方向性
―労働金庫にとっての「リレーションシップバンキング」とは何か―

報告者　愛知学泉大学　三 村 聡 氏
討論者　早稲田大学　晝 間 文 彦 氏

Ｅ会場（至誠館 1F：S2 番教室）**セッション：行動ファイナンス**

座長　一橋大学　釜 江 廣 志 氏

(1) ファンド・マネジャーのリスク態度の論理整合性と投資行動の特徴：アンケート調査に基づく検証

報告者　長崎大学　須 齋 正 幸 氏
長崎大学　森 保 洋 氏
討論者　北星学園大学　皆 木 健 男 氏

(2) Can We Exploit Behavioral Biases?

報告者　一橋大学　三 隅 隆 司 氏
ミシガン大学　Tyler Shumway　氏
一橋大学大学院　高 橋 秀 朋 氏
討論者　大阪大学　筒 井 義 郎 氏

(3) 上限金利規制の是非：行動経済学的アプローチ

報告者　大阪大学　筒 井 義 郎 氏
早稲田大学　晝 間 文 彦 氏
大阪大学　大 竹 文 雄 氏
大阪大学　池 田 新 介 氏
討論者　慶応義塾大学　吉 野 直 行 氏

Ｆ会場（至誠館 1F：S4 番教室）**セッション：各国の金融**

座長　大阪市立大学　片 岡 尹 氏

(1) 現代におけるイスラム金融

報告者　早稲田大学　北 村 歳 治 氏
討論者　アジア経済研究所　中 川 利 香 氏

(2) グローバル市場におけるイスラム金融システムの意義

報告者　国際協力銀行　吉 田 悦 章 氏
討論者　明治大学　勝　悦 子 氏

(3) An empirical analysis of Asian currency system after Reform of RMB's Exchange Rate regime

報告者　明治大学　勝　悦 子 氏
明治大学大学院　一 木 毅 文 氏
討論者　京都大学　村 瀬 哲 司 氏

Ｇ会場（至誠館 B1F：S 地 2 番教室）**セッション：銀行理論**

座長　中央大学　高 橋 豊 治 氏

(1) 銀行取り付け防止策としての支払停止条項の有効性：厚生分析

報告者　同志社大学大学院　小 田 勇 一 氏
討論者　横浜市立大学　酒 井 良 清 氏

(2) 銀行の事前審査のコストーStiglitz and Weiss(1981, AER)の再考察ー

報告者　東北学院大学非常勤講師　石 田 裕 貴 氏
討論者　横浜市立大学　藤 野 次 雄 氏

(3) Bank Consolidation and Soft Information Acquisition in Small Bussiness Lending

報告者　一橋大学　小 倉 義 明 氏
和歌山大学　内 田 浩 史 氏

討論者　神戸大学　忽 那 憲 治 氏

Ｈ会場（至誠館 B1F：S 地 3 番教室）**特別セッション：現代資本主義とファンド**

座長　九州大学　川 波 洋 一 氏

(1) アメリカの投資信託と金融市場
報告者　名城大学　三 谷　進 氏
(2) 国際ファンド・フロー増大の諸要因と不安定性――資本収支の分析を中心に――
報告者　北九州市立大学　前 田　淳 氏

(3) プライベートファンドと国際資本市場
報告者　久留米大学　**伊 豆　久 氏**

討論者　和光大学　徳 永 潤 二 氏

討論者　國學院大学　紺 井 博 則 氏

３．昼　食 <11:30～12:30>　学内の食堂は休業です。お弁当をお申し込みされた方は、Ｓ２２番教室（至誠館２F）にて、お弁当をお受け取りください。

４．共通論題 <12:30～15:30>

Ａ会場（明徳館 2F：M21 番教室）**市場型間接金融と金融システムの進化**

座長　慶応義塾大学　池 尾 和 人 氏

(1) 銀行解体と日本型市場型間接金融への道
報告者　みずほ証券　高 田　創 氏
(2) 市場型間接金融と信託の展望
報告者　住友信託銀行　小 足 一 寿 氏
(3) 市場型間接金融と消費者利益
報告者　同志社大学　鹿 野 嘉 昭 氏
(4) 金融危機と金融システムの変化：さらなる証券化の可能性?
報告者　中央大学　堀 内 昭 義 氏

（プログラム委員会）

有 馬 敏 則(滋賀大学)	池 尾 和 人(慶応義塾大学)
植 田 宏 文 (同志社大学)	大 矢 繁 夫 (小樽商科大学)
小 川 英 治(一橋大学)	金 子 邦 彦 (明治大学)
釜 江 廣 志 (一橋大学)	鴨 池 治 (東北大学)
川 波 洋 一 (九州大学)	鹿 野 嘉 昭 (同志社大学)
地 主 敏 樹(神戸大学)	高 橋 豊 治 (中央大学)
筒 井 義 郎(大阪大学)	春 井 久 志 (関西学院大学)
藤 原 秀 夫 (同志社大学)	宮 尾 龍 蔵 (神戸大学)
矢 野 順 治(広島大学)	渡 辺 良 夫(明治大学)

香港上海銀行、１８６５－１９１３年

法政大学　西　村　閑　也

香港上海銀行は、1865 年 3 月 Hongkong and Shanghai Banking Company (Limited)として設立された(以下、HSBC と略す)。設立発起人は、香港現地の有力商社であった。ラッセル社、デント社のほかにサッスーン社が含まれていたこと、ジャーディン・マセソン社が含まれていなかったこと、有力ドイツ系商社が含まれていたことが注意を引く。取締役会権限は、上級職員人事と利益処分のみで、日常の業務運営は総支配人以下の職員に完全に委任されていた。取締役の日常業務関与は、顧客である一般商社の機密が競争相手へ漏洩する恐れがあるからである。また上海支店長は総支配入と同格であり、中国内の他店を統括し、広い職務権限を有していた。香港と東アジアの諸支店との間の書信往復が、2 週間以内に可能であったことも、アジア現地の顧客のニーズに迅速・弾力的に対応することを可能にした。他行ロンドン本店と上海間の書信往復は数十日を要していたので、顧客には HSBC との取引が便利だったのである。1866 年香港植民地法令第 5 号で、The Hongkong and Shanghai Banking Corporation となったが、他英系銀行は、王室特許状によって設立され、特許状はさまざまな業務制限規定を含んでいた。支店は、喜望峰の東方にしか設けてはならない。ロンドンで、当座預金業務を営んではならない、など。この種の制限は HSBC には適用されなかったので、早くから、リヨン、ハンブルクなどに支店を設けることが出来た。ロンドン店の当座預金業務は、本国の預金銀行と競合しないようにしたが、東アジア諸国の外債発行業務ではマーチャント・バンクとして振る舞い、年間純益の 10-20%を証券発行業務から得ていた。これは、HSBC の現地預金増をもたらすものでもあった。HSBC が業容を一気に拡大した契機は、1884 年における英国東洋銀行の破綻である。資産総額は、1880 年￡8.8 百万→1890 年 25.6 百万と三倍になった。90 年代には横浜正金銀行など非英系銀行からの競争が激化し、1900 年の資産は、22.0 百万と伸び悩んだが、1913 年には、39.9 百万になった。主因は、アジァの貿易の成長加速であるが、非英系銀行の競争はますます激化していた。1913 年には横浜正金銀行資産は、HSBC を上回ったのである。

東洋銀行　１８４２－１８８４年

東北大学　鈴　木　俊　夫

東洋銀行 Oriental Bank Corporation（１８４２年設立の西部インド銀行 Bank of Western India が１８４５年に行名変更した Oriental Bank をオリエンタル銀行、その後１８５１年に同行がセイロン銀行 Bank of Ceylon を買収して設立した特許銀行である Oriental Bank Corporation を東洋銀行と呼称する）は、１９世紀中葉から破綻を遂げる１８８４年までの時期、半世紀弱という短期間ではあったがアジアにおける貿易金融や資本取引において盟主的な地位を占めた最有力の英系海外銀行であった。実際、東洋銀行の最盛期となる１８７０年初頭の時点を取れば、アジアに事業展開した主要な英系海外銀行４行（東洋銀行、香港上海銀行、チャータード銀行、チャータード・マーカンタイル銀行）を比較すれば、払込資本金、準備金、配当率のいずれにおいても東洋銀行が勝り、同行の有した圧倒的な金融力の一端を窺い知ることができる。

１８５１年にセイロン銀行を買収した東洋銀行は、「東洋において〔王室の特許状により設立された〕最初の法人銀行」として大いに発展を遂げるが、不幸にして１８８４年に支払停止に陥ったため、内部経営文書が破棄され保存されることがなかった。このため日本における営業活動を別にすれば、アジアとの取引に果たした同行の重要性に比して研究が著しく立ち遅れた英系海外銀行の一つとなっており、東洋銀行の創設から支払停止までの全期間を対象とした詳細な研究は存在しない。本報告では、英国国立文書館の大蔵省文書 Treasury Papers、ロンドン大学SOAS図書館のマクリーン書簡集 David McLean Papers、香港上海銀行グループ・アーカイヴズの香港上海銀行、チャータード・マーカンタイル銀行史料などの東洋銀行の監督先や取引先の原資料を利用して迂回的に接近し、さらには〔デジタル版〕『タイムズ』紙や『銀行家雑誌』*Banker's Magazine* などの金融業界紙の報道記事を最大限に活用することで、東洋銀行の経営史全般に光を当てることにしたい。同行は先発の特許銀行として成功を収めるが、銀価格の全般的な下落の下でアジア現地の貸付や投機に大規模に資本を固定化させ（資本金１５０万ポンドを上回る２００万ポンド）、外債発行業務に手を染めたことが経営破綻の直接の原因となった。報告内容は次のようであるが、パネルの時間的な制約から東洋銀行の創業と破綻の時期を中心に論じることにする。

（１）　東インド会社の送金制度と国際銀行

（２）　東洋銀行の創業と発展

（３）　東洋銀行の衰勢

（４）　東洋銀行の経営破綻の要因

i. 現地貸付　ii. 外債発行　iii. 銀価格の下落と銀行経営

第一次世界大戦前香港上海銀行ハンブルク支店

大阪経済大学　蕭　文　嫻

本報告は 1890 年から第一次世界大戦が勃発するまでのアジアとドイツとの貿易金融を、アジア貿易金融分野の主要なプレーヤーである英系国際銀行のハンブルク支店の業務に即して具体的に考察するものである。

ドイツの対アジア貿易金融は、1889 年の独亜銀行の上海設立を契機に、新しい段階に入る。その設立を受けて英系国際銀行の香港上海銀行やチャータード銀行が相次いでハンブルクに支店や、代理店を開設した。1913 年に至っても独亜銀行の為替業務は英系国際銀行と比較して規模がかなり限られているものであり、ドイツとアジア間の貿易金融は第一次世界大戦前において主に英系国際銀行によって行われたように思われる。

この期間の香港上海銀行ハンブルク支店を見ると、預金･貸付業務の規模は小さく、フランスを除くヨーロッパ大陸とアジア諸国間の貿易金融業務を行うことが主である。ドイツのアジア諸国からの輸入に関する貿易決済がほとんどロンドンで行われることから、同行ハンブルク支店の業務はドイツからアジアに対する輸出金融を行うことが中心となり、その資金は主にロンドン支店によって提供される。周知の通り欧米など諸外国からアジアへの輸出にかかわる金融業務は、1870 年代以降の長期にわたる銀価下落により、1870 年代末からアジア諸国の通貨建の荷為替手形とポンド建利付手形が平行に利用される状況が見られる。1890 年代になると、ポンド建利付手形の利用が主流となった。さらに、20 世紀初頭以降、輸出金融にはまた一つの転換が見られ、ロンドン引受信用という新しい融資方法が急速に拡大した。こうしたロンドンにおける輸出金融の変化は、ドイツの東洋向け輸出金融にも大きな変化をもたらした。香港上海銀行ハンブルク支店の輸出金融業務のドイツの対アジア輸出における割合は 1900 年の 22.9%から 1905 年の 25.2%に増加したが、1905 年から 1910 年には 21.4%に減少した。さらに、輸出業務の内容を見ると、1895 年から 1910 年に至るまでの利付手形利用の継続的な減少も見られた。同行はこうした輸出金融の現状をどのように認識し、どのような対策を考えたであろうか。また 1905 年にハンブルク支店を開設したチャータード銀行ハンブルク支店に関しても同様の変動が見られたかどうか。こうしたことも考察を加えることが必要であろう。

こうしてドイツの対アジア輸出金融分野における競争のあり方を通じてこの時期のロンドン、ハンブルク、アジアの諸金融市場がどのように結びついていたのかを分析し、ロンドン金融市場が世界経済に果たした役割を考えてみる。

インターナショナル・バンキング・コーポレーション　1902－1937 年

東北大学　菅　原　　歩

本報告の課題は、アジアにおける各国国際銀行の活動の一事例として米系国際銀行インターナショナル・バンキング・コーポレーション（以下、IBC）の中国における活動を検討することである。米銀の国際化についての代表的な概説として、C. W. Phelps, *The Foreign Expansion of American Banks*, 1927 があり、Citibank（1915 年に IBC を買収した）については、H.van B. Cleveland and T. Huertas, *Citibank:1812-1970,* 1985 が詳細な研究書としてある。また、近年 Citigroup, *Citibank: A Century in Asia,* 2002 が出版された。しかし、いずれにおいても支店活動の分析を基礎として国際銀行の活動を明らかにするような作業は行われていない。これらの他には、間宮弟彦『英國為替銀行二關スル復命書』1907 年が、1904 年ごろの IBC ロンドン支店についての情報を示している。

IBC については Citibank が所蔵する史料を利用することができないため、本報告では上海社会科学院が所蔵する IBC 史料を利用する。本報告では、1923 年と 1930 年のデータを比較することによって 1920 年代の IBC 北京支店の活動を推定することと、中国の貿易港所在の支店である天津支店（1936 年）と広東支店（1937 年）のデータを北京支店のデータと比較することを主要な課題とする。上海支店の史料は得られなかった。

本報告の主な結論は以下のようなものである。IBC の活動に関するオーバービューからは、IBC は第一次大戦期に大きく規模を拡大したものの、香港上海銀行、チャータード銀行、横浜正金銀行といった主要な国際銀行の地位に接近することは難しかったことが示された。戦間期の中国諸支店に関する実証分析からは、第一に、1920 年代に北京支店が一貫して上海支店に資金を供給する役割を果たしていたことが示された。そこから、IBC の中国支店網では、上海支店が主要な利益獲得支店となっていた可能性が示された。第二に、貿易港に所在し、上海支店と類似の構造を持つと推測される天津支店の活動の分析から、同支店は、資産側に多額の貿易金融項目を持っており、そこから利益を得ていることが示された。広東支店も通常は天津支店と同様に貿易金融で利益を上げていた。以上の分析から、全体として IBC の活動は、他の先行する国際銀行と類似な構造を持つということが示された。活動の構造が類似していたからこそ、後発の不利益によって、IBC は主要な国際銀行のシェアを奪うことができなかったのではないだろうか。

Term Structure of Interest Rates under Discretion Policy

神戸大学大学院　英　邦広

金融政策と金利の期間構造に関する文献は数多くある。こうした文献の数からしても、この 2 つには密接な関係があると容易に想像できる。なぜなら、金融政策を行って、一国経済の総需要に影響を与える過程で、金利の期間構造が媒介の役目を担っているからである。ここでの媒介の役目というのは、企業や家計、政府が名目金利の水準で意思決定（生産、設備投資、消費）を行っていることを意味している。以上のことから、実体経済（産出量、インフレ率）を理解していく上で、金融政策と金利の期間構造を分析していくことは重要なことであると言える。

金利の期間構造に関する代表的な話題としては期待理論が挙げられ、直感的に、短期金利（政策金利）と長期金利は同じ方向に推移していると考えられる。しかし、こうした現象とは異なり、短期金利と長期金利が同じ方向に推移しない状況も見られる。実際に、2000 年 9 月から 2000 年 11 月の日本の短期金融市場（Tokyo Interbank Offered Rate）において、短期金利は下落していくが、長期金利は上昇していく状況が見られた。

本稿では、こうした市場での金利、つまり、市場参加者によって決定される短期金利と長期金利の反応方向が異なる可能性を、Kobayshi (2004) のモデルを基本として、ニューケインジアン型フィリップスカーブと総需要関係、金利の期間構造式（期待理論とフィッシャー方程式）を用いて理論的に検証し、日本の 2000 年後半期に生じた短期金利と長期金利の推移がどうして異なっていたのかを、その時期に起こった出来事を考慮しながら、背景のメカニズムに関して分析している。

本稿の結論として、裁量政策下のある条件の下で、短期金利と長期金利は反対方向に推移する可能性が存在し、それを提示した。また、その当時、日本経済がその条件を満たしていたということも実証的に検証した結果、満たしていたと得られた。

[参考文献]

Kobayashi, T. (2004), ``On the Relationship Between Short- and Long-term Interest Rates.",　International Finance　7,261-286.

1930年代のスウェーデンの物価安定政策

明治大学　北岡孝義

本報告は以下の3つのポイントに焦点をあて、1930年代のスウェーデンの物価安定政策を検証する。すなわち、

(1) 中央銀行リクスバンクの物価安定プログラムは、今日のインフレ・ターゲティング政策の枠組みを備えていたか。

(2) リクスバンクは1930年代を通じて物価安定を最優先に行動したか。

(3) 1933年半ば以降のスウェーデンの景気回復の原動力は何か。

スウェーデン政府は1931年9月の金本位制離脱直後に物価安定宣言を行い、リクスバンクは1932年5月に物価安定の具体的プログラムを提示した。週単位での消費者物価指数の公表などリクスバンクの努力は評価できるものの、物価安定プログラムの内容は、インフレあるいは物価水準目標の設定、政策手段の独立性、中央銀行の説明責任等いずれも不明瞭で、今日のインフレ・ターゲティング政策の枠組みを備えたものとは言い難い。

リクスバンクは物価安定プログラムを作成したが、他方で物価安定宣言のわずか2ヶ月後に固定相場制の復帰を試みた。この時は3日で失敗したが、物価安定プログラムの議会承認の約1年後に再度固定相場制に踏み切った（ポンド通貨圏に参加）。これ以降、リクスバンクは固定相場制を堅持した。リクスバンクの固定相場制への執着は、1914年の金本位制離脱後の大インフレの経験からスウェーデン通貨クローネの信認の失墜を恐れていたからであり、また、スウェーデンが経済小国であるがゆえの”fear of floating”に支配されていたからともいえる。しかし、こうしたリクスバンクの固定相場制への執着は物価安定と相容れない。事実、リクスバンクは固定相場制への復帰を優先するあまり国内のデフレを放置し、1932年の不況をいっそう深刻化させた。また、英国がインフレ下にあった1936、37年には、学者グループからクローネ切り上げの強い意見があったにもかかわらず、リクスバンクはそれに従わなかった。その結果、卸売物価の高騰を招いた。明らかにリクスバンクは1930年代を通じて物価安定よりも固定相場制を優先したといえる。

1933年半ばからのスウェーデン経済の急回復は物価安定政策が寄与したものではない。また、アメリカのニューディール政策による景気回復を受けて、輸出が原動力になったわけでもない。本報告でのVARモデルによる実証分析の結果によれば、1933年6月の固定相場制復帰が景気回復に寄与したものと判断される。クローネの過小評価の水準（ポンド高・クローネ安の水準、1ポンド=19.40クローネ）での固定相場制への復帰が、デフレ懸念を払拭させ公定歩合のいっそうの低下余地を与えたものと解釈できる。実質金利の低下が景気回復の原動力となったわけである。

以上の本報告での検証の結果、1930年代のスウェーデンの物価安定政策を「今日のインフレ・ターゲティング政策の先駆け」として位置づけることは困難であるといえよう。

金融政策の反応関数に関する時変係数構造 VAR モデル
—非ガウス逐次ベイジアンフィルターによるアプローチ—

金融庁　矢野浩一
慶応大学　吉野直行

金融政策の有効性について、さまざまな議論が近年、展開されている。本論文では、日本の金融政策の反応関数がどのように変化してきたかを可変パラメータ推計を行うことによって求めることである。また、総供給関数、総需要関数、為替決定の同次方程式を用いて、日本の経済構造の変化を VAR モデルを用いて計測することである。従来の VAR は、係数が一定の仮定のもとに推計がなされている。しかし、本論文では、係数がどのように変化するかを求めることができるため、金融政策の反応の変化、経済構造への影響などを説明することができる。本論文では、時変係数の推計に、非ガウス逐次ベイジアンフィルターを用いた構造ベクトル自己回帰を提案する。従来の時変係数構造ベクトル自己回帰はマルコフ連鎖モンテカルロ法とカルマンフィルターを用いることが多い（Primiceri (2005) や Sims and Zha (2006)等を参照)。それに対して本論文の方式は Kitagawa (1996)、Gordon et al. (1993)、Kitagawa (1998)、Yano (2007b)、Yano (2007a)で提案されたモンテカルロ粒子フィルターと自己組織化状態空間モデルに基づいている点が異なる。本論文の新規性の一つは本論文では係数の発展がマルコフ連鎖すると仮定する点にある。本論文ではこの仮定を Markov chain priors と呼ぶ。これは従来の研究で用いられてきた random walk priors をより一般化したものである。本論文では方式の有効性を示すため名目短期金利、インフレ率、実質成長率、実質実効為替レート変化率の 4 変数からなる日本経済モデルを推定する。

On the Differential in Risky Assets Share between the United States and Japan

大阪大学大学院　木成勇介

日本人は米国人に比べて危険資産をあまり保有しない傾向にある。本稿で用いたアンケート調査データからもこの事実は確認される。日米の危険資産比率に、なぜこのような違いが生じているかを実証的に明らかにすることが本稿の目的である。

従来の解釈では、日本人の方が米国人よりも危険回避的であり、そのために日本の危険資産比率が低くなっているとされていた。しかし、この解釈が妥当かどうかを確かめた研究は筆者の知る限り存在しない。そこで、本稿ではまず、日本人と米国人の相対的危険許容度を労働報酬の支払い方法に対するリスク態度を尋ねる質問から推定し、平均値の差の検定を行うことで従来の解釈が妥当かどうかを検証した。その結果、日米の相対的危険許容度には有意な差は観察されず、危険資産比率の日米格差に対する従来の解釈は妥当ではないことが明らかになった。

次に、現実の危険資産比率が古典的資産選択理論における決定要因だけで十分に説明できるかを検証するために、古典的な資産選択理論に基づいた理論予測値を計算し、危険資産比率の現実値と理論予測値との間に有意な差が観察されるかどうかを平均値の差の検定によって検証した。その結果、理論予測値と現実値とは有意に異なっており、現実の危険資産比率は古典的な資産選択理論における決定要因だけでは十分には説明されないことが明らかとなった。

さらに、様々な危険資産比率の決定要因を説明変数として、日米の危険資産需要関数を推定し、危険資産比率の日米格差が危険資産比率の決定要因の「水準」の違いによる部分と「反応度」の違いによる部分とで、どの程度説明できるかを調べた。その結果、本稿が明示的に考慮に入れた経済変数や年齢や子供の有無などの属性変数の水準の違いや反応度の違いでは危険資産比率の日米格差を十分に説明することはできず、危険資産比率の日米格差の大部分が、本稿では明示的に考慮していない要因に依存していることがわかった。

日本の資産市場と C-CAPM

釧路公立大学　尾崎泰文

本稿の目的は、日本の消費および資産市場データを用い、消費に基づく資産価格モデル（以下 C-CAPM）の実証上のパフォーマンスを測ることにある。これまで日本の資産市場を対象とした C-CAPM の研究についても数多くの蓄積がなされてきた。中でも多く行なわれてきたのが、モデルの GMM による推定である。アメリカにおける実証結果が C-CAPM の成立を否定するものであるのとは対照的に、日本の資産市場データを用いた実証研究については選好パラメータが、経済学上妥当な値として推定されている。しかし一方で推定値は妥当であるが、追加的な検証により C-CAPM は日本においての成立を否定されている。Bakshi-Naka(1997)などにおける一連の検証を通じて述べられていることは、GMM 推定の結果得られたモデルの割引率は日本の資産市場データを説明するにあたり、十分な変動を持たないということであった。

本稿では Power Utility タイプの効用関数に基づく基本的なモデルに加え、習慣形成を考慮したモデルについても検証を行っている。またベンチマークとして CAPM の推定も行い C-CAPM ベースの実証結果との比較を行っている。本稿の流れとして、まず通常の GMM 推定を行いこれまでの先行研究と同様に、経済学的には妥当なパラメータが求まる一方、モデルから得られる割引率の変動が小さいため、資産の期待リターンをほとんど説明できていないことが示されている。その後に Hansen-Jagannathan(1997)によって提案された、資産価格モデルの misspecification（一般に Hansen-Jagannathan distance と呼ばれる）を最小とするようにモデルの推定を行い、通常の GMM 推定を用いた結果との比較を行うことで、推定結果がどの程度改善されるかを検証している。サンプル期間中にバブル期をはさむので、バブル崩壊の前後で人々の選好パラメータが変化することが考えられる。よって推定についてはバブル期を含む全期間、バブル崩壊前、バブル崩壊後の３つの期間について推定および各種検証を行っている。この結果、特にサンプル期間をバブル前後に分けた場合、バブル崩壊前の期間においては実証結果が悪く、日本の資産市場における C-CAPM の有効性を否定する結果となっている。

私立大学と国立大学の経営比較と会計情報のパラドックス

専修大学　　小藤　康夫

私立大学は学校法人会計基準に従い、国立大学は国立大学法人会計基準に基づいているため、両者の会計情報を単純に比較するのは難しい。だが、受験生をはじめとする利害関係者にとって大学間の財務情報は関心の高い問題であり、少子化が一層進み、熾烈な大学間競争が進めば、両者の比較はこれからますます関心が高まっていくものと思われる。

報告の第一の目的は異なった会計基準の私立大学と国立大学から同じ内容の勘定科目を取り出し、共通の経営指標を作成しながら両者の経営内容を比較することにある。私立大学の場合には消費収支差額という難解な勘定科目があるために、国立大学の期間損益と単純に比較するわけにはいかない。そのため、両者を比較するには工夫が必要とされる。それはフロー面だけでなく、ストック面の貸借対照表にも影響することになる。ここではフローとストックの両面から成長性、収益性、安全性に関する共通の経営指標を用いながら、私立大学と国立大学を比較したい。

ところで、利害関係者に向けて公表される会計情報が本来の役割を果たしているかどうかを確認することも必要である。例えば黒字決算の大学であれば、効率的な経営を会計的に証明していることになる。そうであるならば、受験生などの利害関係者にも高く評価されるはずである。また、自己資本比率といった安全性の経営指標が高い大学は余裕のある経営を展開しているので、収益性も高いことが予想される。こうした関係が成立してこそ、会計情報が活かされているといえる。

報告の第二の目的は決算の財務データから作成された経営指標を用いながら、会計情報が正確に実態を伝えているかどうかを確認することにある。実際に私立大学と国立大学に分けて検証したところ、私立大学はほぼ予想通りの結果が得られた。つまり、収益性の高い大学ほど成長性も高く、安全性が高い大学ほど収益性も高い傾向が確認された。だが、私立大学の会計は特殊で、大学外の人達が理解するのは極めて難しい。それにもかかわらず、予想通りの結果が得られているのは、皮肉にも大学外の人々が私立大学の特殊な会計をそのまま活用していない証拠でもある。

一方、国立大学の経営指標間の関係を見ると、収益性と成長性の関係も、また安全性と収益性の関係も、どちらも有意な関係が見出されていない。しかし、国立大学の会計は一般企業のそれとほとんど同じであり、大学外の人達でもすぐに理解できる会計である。だが、わかりやすい会計情報を提供しているにもかかわらず、実際はそれが実態にあまり反映されていない。こうした私立大学と国立大学に見られる「会計情報のパラドックス」を指摘するのが、本報告の第二の目的である。最後に、その理由も考えていくことにしたい。

環境融資における金利優遇の経済合理性

信金中央金庫　澤山　弘

異常気象の強まりとともに、地球温暖化対策がますます脚光を浴びつつあり、各種の汚染防止装置や廃棄物処理・リサイクル施設、省エネ設備や新エネルギー開発など、環境関連の設備投資需要が高まっている。従来、環境配慮型融資への取組みはごくわずかな先進的金融機関に限られていたが、05 年の京都議定書発効を境に、事業者向けに絞っても、現在では 50 を超える金融機関が、何らかの環境融資商品を取り扱うまでになってきた。

ところで、一般に、環境配慮型融資と呼ばれてきた融資形態には金利優遇を伴うものが多いが、これにはどのような経済合理性があるのだろうか。

まず考えられるのは、金融機関が本業として、環境に配慮した企業を金融面から支援していくことは、金融機関が社会からの信頼をかちえ、社会的評価を高める上で有効であり、このことにより、「環境ブランド」の向上ともいうべき効果を生み、顧客の支持を得やすくし、企業価値をさらに高める効果を期待できるといったものだろう。

しかし、より重要なのは、環境配慮企業への融資は、金融機関自身の「取引コスト」の節減につながるからこそ、金利優遇にはそれなりの経済合理性があるという視点だろう。

すなわち、①環境融資を行うことによって、融資先が有害物質排出や環境汚染に起因する被害を発生させ、修復や損害賠償などを余儀なくされるといった将来にわたる「環境リスク」を回避・制御できる、②ＥＭＳ（環境マネジメントシステム）を整えるなど環境対策に熱心な企業は、環境リスクの削減・コントロールに優れており、環境リスク顕在化の可能性が相対的にせよ低いので、そうした企業への貸出における（貸倒れリスクまで含めた）取引コストは低くなる、③ＩＳＯ14001 や各種の簡易型ＥＭＳの認証を取得した企業に融資する場合には、環境配慮実態に関する事前審査をそれなりに簡略化でき、少なくとも「環境リスク」に関する審査コストそのものをある程度は節減できる、④環境融資において何らかの認証取得を条件とした場合には、激しい貸出競争下において、貸出先のファインディング・コスト（新規開拓コスト）を節約していることになる。借手側としては、自社の環境関連の資金需要の必要性についての理解が深く、その企業努力を適正に評価した上で、金利を優遇する金融機関から、借入れを行おうというインセンティブが働くと思われるからである。

なお、本稿では最後に、近年における環境融資の先進的事例を、①独自の「環境格付」を実施し、それに基づき金利優遇を提供、②「環境会計」に基づき、融資先の温暖化ガス排出量削減などの定量的成果まで測定し発表、③ＩＳＯ14001 や簡易型ＥＭＳ認証取得企業に対して金利を優遇、④環境ビジネス自体の伸張に着目し積極的に環境融資を拡大、といった形に分けて紹介している。

地方自治体の制度融資に関する考察

国立国会図書館　深澤 映司

今般の政策金融改革で政府系金融機関の組織や業務が見直されても、全国の地方自治体による中小企業向け制度融資がこの先拡大に向かうのであれば、整合性に欠けよう。制度融資については先行研究も乏しく、そのあり方を巡る議論を深めるためには、実態把握と客観的な分析が欠かせない。

制度融資は、自治体が民間金融機関に無利子で預託金を預け入れる「預託金方式」と、中小企業の借入れに信用保証協会が保証を付ける「制度保証」により支えられてきた。こうした枠組みは、1950 年代以降、全国の自治体に拡がり、目的が多様化するとともに、メニューの数も増加した。しかし、2000 年代に入ると、ペイオフの解禁等に伴い、預託金方式を取り止め、「利子補給方式」へと転換する自治体も、一部に現れている。

既存の統計から全国の制度融資の実態を的確に捉えるのは困難であるが、一定の工夫を施せば、大まかな実態把握は可能である。制度融資の利用企業から見た借入金利の低下幅を企業が支払う保証料率と比較すると、前者が後者を上回っており、制度融資は中小企業への事実上の所得移転に相当すると考えられる。そして、その裏側では、個々の自治体が、預託金の機会費用のほか、信用保険の非カバー部分に関する損失補償、信用保証協会への出捐（出資に相当）等の形で、財政上のコストを負担している。本研究では、これらのコストのうち、預託金の機会費用に影響をもたらす預託金の拠出額に着目し、その決定要因を過去のデータに基づき定量的に分析してみた。その結果、個々の都道府県が、地域経済の低迷や金融機関貸出の消極化を背景とした制度融資への需要増に対応して、預託金を増やしてきたことが確認できた。ただし、そうした行動に、各都道府県が財政の健全性の低下に応じてブレーキをかけていたという形跡は、認められなかった。

実証分析の結果から懸念されるのは、財政の健全性を問題視される自治体が、預託金の拠出を中心に過大なコスト負担を行い、財政状況を一段と悪化させる可能性である。こうした悪循環が生じやすい背景として、預託金方式の下で、自治体の財政コストに納税者の監視が行き届きにくいことなどが挙げられよう。したがって、今日なお多くの自治体が採用している預託金方式の制度融資には、適切な施策とは言い難い面がある。また、自治体が預託金方式以外の手法（利子補給方式等）を選択しても、所得移転が分権的な形で行われる限り、地域間リスクシェアリング等の観点からは問題が残る。そうした問題が看過できない場合、国が全国を対象とした施策として中小企業への所得移転に取り組むのも、一案であろう。そして、その際には、金融的手法と財政的手法のどちらが受益者による政府組織の「抱き込み」等を回避する上で望ましいのかという視点が、重要となろう。

デフレ不況とケインズ経済学

中央大学　浅田統一郎

本報告では、ケインズ経済学を博物館入りの過去の理論としてではなく、現代日本の経済問題の解決に直接の指針を与える「実践的マクロ経済学」(Practical Macroeconomics)として捉える。私見によれば、ケインズ経済学とは、Keynes(1936)によって提出されたマクロ経済のパフォーマンスに関する以下のような基本的なヴィジョンを継承する経済学である。

(1) 生産と雇用は「有効需要」の水準によって決定され、有効需要の最も重要な決定要因は、民間企業による投資支出と消費者による消費支出である。

(2) 景気循環のほとんどの局面において、労働の完全雇用は達成されない(すなわち、非自発的な失業が存在する)。

(3) 貨幣供給(マネーサプライ)、負債等の金融的な要因は、投資や消費の動きに大きな影響を及ぼす。

(4) 公衆による期待形成、政府や中央銀行による財政・金融政策の信憑性(credibility)のような主観的な要因が、マクロ経済政策の有効性に大きな影響を及ぼす。

このようなケインズの基本的なヴィジョンは、現実の経済問題の解決を目指す「実践的マクロ経済学」にとって必要不可欠な視点を提供していると、私は考えている。そして、この目的のために役立つ「働き馬」(work horse)は、難解かつ高尚なハイテク・モデルではなく、初級・中級のマクロ経済学の教科書に必ず収録されているスタンダードな「IS-LMモデル」にしかるべき修正を施して必要な変更を加えたバージョンであり、このような基本モデルによって、デフレ不況に陥った 1990 年代後半から 2000 年代半ばにかけての日本経済の分析と適切な政策的処方箋の提示を行うことができる、ということを論証するのが、本報告の目的である。なお、本報告は、浅田(2007)に基づいている。

参考文献

[1] 浅田統一郎(2007)：「デフレ不況と経済政策：実践的マクロ経済学としてのケインズ経済学の立場から」(野口旭　編『経済政策形成の研究：既得観念と経済学の相克』ナカニシヤ出版　収録予定稿)

[2] Keynes, J. M. (1936)：*The General Theory of Employment, Interest and Money.* Macmillan, London. (塩野谷祐一　訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1983)

使用者費用、金融準備、投機的動機

日本大学　宅和公志

セッションのテーマ「ケインズと現代」を念頭に置き、1930 年代の社会と現代との違い、とりわけ金融面でのそれを考えると、世界的拡がりと量的拡大には著しいものがある。本報告では、『一般理論』の幾つかの概念を用いて後者（量的拡大）がもつ意味を考える。

まず、同書における「社会全体の所得（Y）」概念が、使用者費用（User Cost：今期の生産によって損耗した設備の補填費用および今期使用した原材料の費用）を控除した後の大きさであったことは、金融現象を含む一般的な経済体系の描写を難しいものにした。すなわち、実物現象はフローの次元（Y=C+S）で取り上げられたため、後の研究――たとえば有効需要論――では、使用者費用（および補足費用）から生じる金融準備（Financial Provisions）が視野から落ちることになった。そのためであろうが、流動性選好の利子論（金融現象）もフロー次元（S）の議論だと誤解されたこともある。だが流動性選好とは、貨幣と「蓄積された貯蓄のストック」（GT, p.194）に関する選好であった。貯蓄のストックは、個人貯蓄および企業の金融準備から成る。今日では、とくに後者の拡大が注目に値しよう。貯蓄主体（個人・企業）の行動を支配するのが投機的動機（Speculative-motive）であり、これは市場心理の予測行為に関わる動機であった（pp.158 & 170）。

ケインズのこうした概念を現代の、一日本人としての視点から捉え直すとどうなるか。私の場合、使用者費用→不変資本部分、金融準備→財務上の引当金、投機的動機→思惑的動機、と置き換えて理解することが多い。いま投機的動機に言及すれば、日本語の「投機」の語感は「賭博行為（activities of casino）」に近いが、『一般理論』の speculative-motive とは「投機・賭博」的のみならず「思惑」「利殖」的動機でもあった。つまり、一部のプロの投資家（professional investors）や投機家にのみ関わる動機ではなく、余剰資金を運用する企業の様々な思惑や、私たち個々人の胸中にある富保有欲（私的利殖）をも含んでいた。そのように捉えると、投機的動機に基づく流動性選好（貨幣⇔債券の選好）とは、「孤独や不安」を抱えた現代人にとってきわめて切実な問題といえよう。

〈参考文献〉

宅和公志〔2003〕「『一般理論』における証券市場の位置づけ」、『証券経済学会年報』38 号。
――――〔2005〕『ケインズ一般理論・論考』、日本評論社。
――――〔2006〕「『一般理論』における資本、貨幣、債券の構図」、『商学集志』76 巻 2 号。
――――〔2007〕「「資本」概念の錯綜と Speculative-motive」（『商経論叢』近刊）

貨幣錯覚、流通速度とケインジアン・モデル及びマネタリスト・モデル

同志社大学　藤原秀夫

ケインジアンとマネタリストとりわけミルトン・フリードマンのマクロ経済モデルをベースとした理論的論争は、インフレの時代であった１９７０年代から８０年代前半に華々しく展開され、ディスインフレの過程で、収束していった。その際、ケインジアンのサイドからマネタリストの主張する幾つかの理論的命題（貨幣数量説や貨幣の中立性が成立するのは長期均衡においてであるとか、短期に自然失業率以上に雇用率を引き上げるケインズ政策を採用しても、長期には自然失業率の水準が実現するとか、である）を証明するマクロ・モデルが構築されたが、その出発点となった論争は、単純な所得・支出モデルにおける「欠けた方程式」をいかに補うかを論点とする論争であったことは周知のことであった。その後のケインジアンサイドの「マネタリスト・モデル」は、この出発点となった論争を本当に解決したのであろうか。フリードマンは、２００６年にこの世を去ったが、彼の残した論争には、マクロ経済理論の認識を根本的に深化させるものはなにもないのであろうか。本報告は、このような疑問に一つの解答を与えることを目的としている。

理論的論争の出発点になった「欠けた方程式」に関する論争は、二つの点で、過度の単純化であったことは明白である。一つは、たとえ単純なモデルであっても、ケインズ以降の論争では財政的要素を含まなければならないという点である。もう一つは、ケインズ自身も（新）古典派との論争では、家計の労働供給関数は拒否するが、企業部門の利潤最大化による労働需要関数は認めたように、何らかの形で、サプライサイドの最低限の定式化は必須であるという点である。これらの点を修正して、「欠けた方程式」論争を再現することは容易である。ケインジアンサイドの「マネタリスト・モデル」は、いずれもこの二つの点を取り上げ、とりわけ後者の問題を、「マクロ供給関数」と位置づけて、貨幣賃金率の内生化を試みて、「マネタリスト・モデル」を構築し、マネタリストの理論的命題を証明した。ケインジアンのアプローチは、「マクロ供給関数」アプローチとでも呼ぶべきものであって、労働供給関数を仮定し、労働市場の均衡条件を取り上げようが、修正フィリップス曲線を結合して、貨幣賃金率を内生化しようが、インフレ予想を含んだマクロ供給関数を定式化する限り、この「マネタリスト・モデル」は、ほぼ同じ結論に到達する。

フリードマンは、流通速度（関数）に強くこだわりをもった。「マクロ供給関数」アプローチによる「マネタリスト・モデル」では、流通速度は「マネタリスト・モデル」の体系外にあって常に成立している数量方程式によって決定される。このモデルでは、ワルラス法則が成立しているとするならば、この貨幣市場の均衡条件と数量方程式は、根本的に異なる要素である。「マクロ供給関数」アプローチと、流通速度関数を独立に定式化し、数量方程式で物価を決定しようとする「流通速度アプローチ」とは両立しない。均衡マクロ経済モデルにおいて、後者のアプローチの可能性を理論的に成立させるのは、どの経済主体が貨幣錯覚にあるかという条件次第である。すべての経済主体が貨幣錯覚であるならば、モデルは名目表示のモデルとなり、数量方程式で物価を決定することはできない。

これまでの論争は、すべて貨幣供給（増加率）のコントロールが前提となっているが、ディスインフレやデフレの過程では、利子率政策が重要となっている。この政策の採用のもとでは、上記の論争はどのようになるかを、最後に展望することにする。

マクロ経済学の批判的展望　－「飛翔せる鷲」*(＝経済学史家)の視座から

上智大学　平井俊顕

以下のような順で話を進めるようにしたい。

１．最初に、この３０年間のマクロ経済学の動向を概観する。「新古典派総合」の崩壊は1970年代に生じた。その後の30年間は(戦前とは異なる)新たな次元での多極化（そして経済理論・社会哲学の両面での多極化）の時代である点が注目に値する.

２．この概観に続いて、現在およびこれからのマクロ経済学を考えるうえで重要と思われる点を、問題点として取り出していくことにする。

３．最初に「新しい古典派」を対象に批判的検討を加える。ここでは次の４点に注目してみたい：(a) 代表的家計の想定、(b) 合理的期待形成の採用、(c) 功利主義、(d) 「フォーマリズム」である。

４．次にケインズ派を対象に批判的検討を加える。ケインズ派は一枚岩ではなく、非常に内部対立の深刻な学派である。

ケインズ派との関連でいくつかの問題提起をしてみたい。

(i) 1940 年代にケインズが行った理論的・政策的状況を冷静にとらえる必要性。『戦費調達論』、ミードとの協同、『雇用政策白書』にみられる分析手法を真摯にみつめる必要。

(ii)『一般理論』をどう理解するのか（純粋にテクストとして、また原ケインズとしてとらえた場合）－ ２つの対照性を有するものとしてとらえるべきであり、「不確実性」のみを強調するのは一方的である。

(iii)『一般理論』のどの要素を重要とみるのか。

これは現在の経済分析にとって何が有効な分析道具たりうるのか、あるいは大きな視点からの経済把握にとってどこに現在的価値があるのか、という問題である。理論的・思想的に今日との関連でとらえるとき、このようなアプローチは当然のものとなる。

(iv)「新古典派総合」をどう評価するのか --- IS-LM 理論，政策のファイン・チューニングなどをめぐって。

(v)ポスト・ケインズ派、不均衡理論ケインズ派、ニュー・ケインズ派についてのコメント

５．学史的論点 --- 新古典派とは何か，「ケンブリッジ学派」の理論・思想とは何か、「正統派の新古典派」とは何か。これらをめぐって学史的な洞察・理解が今日の経済学を理解するうえでも不可欠である。

６．むすび --- 最後にケインズ、もしくはケインズ的思考の現代的意義について述べることにする。

＊　編著『市場社会とは何か』(SUP 上智大学出版、２００７年５月）の「帯」で意識的に用いた言葉。

The Structural Change of Balassa-Samuelson Effects in Japan in 1990s

神戸大学大学院　山本周吾

本稿は１９９０年代の日本においてバラッサ・サミュエルソン効果に構造変化が発生して弱体化したことを実証し、その原因を分析したものである。

変動相場制度に移行して以来、円の対外価値は一貫して増価基調にあったが、この背景にはバラッサ・サミュエルソン効果が強く関わっていたと言われている。特に日本の貿易財部門の相対生産性は極めて高く、これに伴って賃金が上昇し、賃金裁定によって非貿易財部門の賃金が同時に上昇することによって非貿易財の相対価格が上昇した。そしてこれが為替レートに伝播することによって円高基調となったのである。

しかし、近年の規制緩和、経済のグローバル化、平成不況等によって上のメカニズムは弱体化した。つまり、貿易財・非貿易財間の賃金平準化が９０年代の初期以降に成立しなくなり、賃金はそれぞれの部門の生産性を反映するようになった。賃金平準化は貿易財部門の高い生産性が非貿易財の相対価格に影響を与えるための重要な経路であり、これが９０年代に成立しなくなったということはバラッサ・サミュエルソン効果の弱体化を示唆している。そして、本稿で実証分析をおこなった結果、貿易財・非貿易財の部門間の賃金平準化が成立しなくなったと同時期にバラッサ・サミュエルソン効果に構造変化が発生して弱体化したことが実証された。

さらなる検証が必要だが、以上の結果は今後の長期的な為替レートの動向を占う意味でも重要なインプリケーションを含んでいるのかもしれない。

アジア通貨単位（AMU）の経常・資本取引での使用の可能性を探る

国際通貨研究所　西村陽造

アジアでも、共同体構想などの議論が高まるなか、アジア版 ECU であるアジア通貨単位（Asian Monetary Unit, AMU）の創設の提案や議論がみられるようになってきた。

欧州では長年の取り組みで経済・金融統合を進め、そのなかで、単一通貨ユーロの前身である欧州通貨単位（European Currency Unit, ECU）は重要な役割を果たしたことを踏まえると、AMU には大きく２つの用途がある。

第 1 は通貨価値を測る尺度としての機能である。域内通貨の AMU に対する価値を監視することは、域内の為替相場安定を図るうえで有用である。また、AMU の域外主要通貨（ドルやユーロ）に対する価値は、アジア全体としての望ましい為替相場政策を考えるうえでの重要な参考指標となる。

第 2 は、AMU を契約や取引の建値として機能である。すなわち、公的・民間取引、経常・資本取引において、建値として使用される場合である。

本稿では、後者について考察する。AMU には、為替リスク分散機能と、構成通貨の加重平均の金利を提供する機能がある。この特性を有効に活用できれば、AMU 建て取引の普及・拡大は、アジアの金融・資本市場の整備、アジア域内の貯蓄と投資の橋渡し、アジアが抱える為替リスクの低減、などに貢献しうる可能性を秘めている。

AMU 建て取引の普及を図るためには、その価値の安定と取引コストの低下を図ることが必要である。価値の安定については、AMU を使った域内為替相場安定への取り組みが有効である。一方、取引コストの低下については、理想的には、アジアの当局間で、構成通貨やウエイトについて合意に達し、１種類の AMU を創設し、それが公的取引に使用されることが最も有効である。なぜなら、そのことは、AMU を取引に使用することに対する民間の信頼感を高め、AMU 建て資金決済システムの構築などを容易にし、取引の利便性を向上させるからである。

しかし、当面はこうした合意に達する可能性は低い。このため、AMU の構成通貨・ウエイトは取引の関係当事者間で決定する、AMU 建て取引の決済は、AMU 建て資金決済システムを想定できないので、相当額を特定の通貨で行うという前提で、AMU 使用の可能性を探っていかざるをえない。

欧州での ECU の民間使用では経常取引よりも資本取引が多かったこと、長期金融商品で始まり、それが短期金融商品へと広がったこと、なども踏まえると、債券・貸出での AMU の使用の普及を図ることが最も有望であり、こうした取引を促進するための条件を検討する。また、規模は小さいものの、アジア通貨バスケット指数取引が既に始まっており、その可能性についても考察する。

Liquidity Risk Aversion, Debt Maturity, and Current Account Surpluses: A Theory and Evidence from East Asia

東京大学　　福田　慎一
東京大学大学院　　今　喜史

近年、アメリカの経常赤字が巨額となる一方で、東アジア諸国の経常収支は黒字を続けている。このような国際資本移動の傾向を、通貨危機後の東アジア諸国の行動に注目して分析する。通貨の自己防衛の手段としては短期債務を減らすことが広く提唱されたのに対し、実際に東アジア諸国が採用した手段は外貨準備高を増やす、というものであった。この論文の目的は、通貨の自己防衛のために政府が選ぶ政策によって、マクロ経済への影響は大きく異なることを示すことである。

論文の前半では、流動性リスクへの回避度が上がったとき（すなわち流動的な対外負債を嫌うようになったとき）にどのようなマクロ経済への影響が見られるのかを、経済主体の効用最大化に基づいた開放マクロ経済モデルによって考察する。モデルの特徴は、外貨準備高に対する流動的な対外負債の比率が効用に関わってくるという点である。政府が外貨準備高を一定に保つときには、流動性リスクへの回避度が上がると流動的な負債は減り非流動的な負債が増える。しかし、そのマクロ経済への影響は小さく、経常収支をわずかにしか黒字化させない。これに対し、政府が流動性リスクへの回避度の変化に反応するときには、外貨準備高が増え流動的な負債も増えることとなる。特に、妥当なパラメータを設定すると、そのマクロ経済への影響は大きく、経常収支を大幅に黒字化させると同時に、実質為替レートを減価させるという結果が得られる。

論文の後半では、前半で展開した理論を支持するいくつかの実証分析を行う。特に、東アジア諸国において対外負債の満期構造がどのように変化したのかという点に注目する。1997 年の経済危機後、東アジア諸国は一時的に短期の借り入れを減らしたが、2000 年代初頭にはふたたび短期の借り入れを増やしている。これは、前半の理論との整合性を考えると、当初は民間主体のみが通貨の自己防衛に動いたが、後に東アジア諸国の政府も流動性リスクへの回避度の上昇に反応し、外貨準備高を増やすようになった、と解釈することができる。最後に、これらの結果がアメリカの巨額の経常赤字についてどのような含意を持つのかについて議論する。すなわち、外貨準備の多くをドルで保有することにより、東アジア諸国からアメリカへの国際資本移動が増加しており、それが対アメリカでの貿易黒字の背景となっていると考えられる。

キーワード：流動性リスク、満期、経常収支

Market Discipline by CD：
Holders:Evidence from Japan with a Comparison to the U.S.

（株）東海東京証券（（株）東海東京調査センター出向）　小林礼実

これまで金融機関の規律付けは、監督当局の規制による規制規律によって行われてきた。しかし、金融業務および組織の複雑化に伴い規制当局だけでは十分な規律付けが行えなくなってきている。預金者、株主、債権者などにも規律付けの役割を分担させることの重要性が認識されるようになってきた。バーゼル銀行監督委員会は、規制規律を補完する政策として銀行の経営に関する監視をできるだけ市場に任せてゆくという市場規律活用型の監督行政に注目している。わが国の金融庁もこうした方向の監督行政を志向しており、１９９６年日本版金融ビッグバン以降、プルーデンス政策の改革をおこなってきた。わが国でも、自己責任と市場規律に基づいた新しい２１世紀型金融システムを構築することは不可欠である。

市場規律とは、銀行経営に関する監視を市場の価格メカニズムに期待するかたちの規律付けをいう。市場規律のシグナルとして適切なのは、負債性証券である劣後債利回りおよび譲渡性預金金利である。株価は経営者に対して収益向上に対するプレッシャーとして働く。一方、企業の債務償還可能性に対する評価としての負債の利回りは、負債性証券の市場価格が銀行経営の健全性に対するプレッシャーとして働く。つまり、市場規律型監督行政とは、負債価格の変動を通じて直接銀行の健全性を高めるよう経営者に働きかけるルートを活用する監督政策である。

米国では、１９８０年代前半から、規制規律を補完する市場規律を活用した金融システム政策がおこなわれている。このため、実際に市場規律が機能している根拠となる実証研究も数多く存在する。反対に、わが国では、市場規律が正常に機能する環境が整いつつあることから、実際に市場規律が機能しているかを検証した実証研究は少ない。

そこで、本論文では、CD 市場を通して、わが国での譲渡性預金者により銀行に対する市場の規律付け機能が働いているのかを実証的に検証した。譲渡性預金者は、預金を引き出す、あるいは預金金利に高金利を要求することができるため銀行を監督する役割に適していると考えられている。本論文の実証結果によれば、わが国では、邦銀発行の譲渡性預金金利と預金量の決定要因は、それぞれ自己資本比率と総資本利益率であることが見出された。つまり、わが国では、銀行がリスクに敏感に反応する負債である譲渡性預金を活用し、この負債市場での価格により銀行を規律付けするメカニズムは働いている。

本論文は、日本 CD 市場において、大手邦銀発行譲渡性預金が銀行リスク要因に敏感に反応することを見出した初めての実証研究である。この実証結果から、監督行政（プルーデンス政策）に対して、「監督当局が邦銀に一定量の譲渡性預金発行を義務化する」という新たな政策提言を行えよう。

金利上昇局面における預金者行動について

滋賀大学大学院　安井　進

本稿では、市場金利が上昇する局面において、銀行の預金者がどのように行動するかを検討する。

背景として、昨年度に日本銀行が 2 回の政策金利引上げを行い、無担保コールレートを 0.5%に誘導している。それに伴い、各銀行は預金金利をいっせいに引上げており、銀行の資金調達源である預金の重要性が再認識されている。銀行では負債の多くを占める流動性預金の金利リスクやその管理手法、またその特性を活かした ALM 運営が注目されている。

一方で、2007 年 3 月末から新しい自己資本比率規制が実施されており、その中で銀行が金利リスクを計測し、また計測した金利リスクを金融庁に報告することが求められている。いわゆるアウトライヤー基準であるが、銀行勘定の金利リスク量（①上下 200 ベーシス・ポイントの平行移動による金利ショック又は②保有期間 1 年、最低 5 年の観測期間で計測される金利変動の 1 パーセンタイル値と 99 パーセンタイル値によって計算される経済価値の低下額）が基本的項目（Tier1）と補完的項目（Tier2）の合計額の 20%を超えるか否かと定義される。この基準によって金融庁は金利リスク量のモニタリングを行っていくこととしている。金利リスク量を算出するにあたっては、銀行勘定の金利感応資産・負債・オフバランスが対象に含まれるために、流動性預金、特にコア預金(普通預金など)の取扱いが大きな焦点となっている。コア預金の定義によって、計測される金利リスク量が大きく変動するため、コア預金の重要性が認識されている。

本稿では、銀行側における流動性預金の価値と預金者の流動性預金に対する評価を検討し、金利上昇局面における預金者の行動が、銀行の ALM 運営に与える影響について考察する。

銀行系ベンチャーキャピタルとIPOが企業の設備投資行動に与える影響

一橋大学　　比佐　優子

近年、JASDAQ 市場、東京証券取引所マザーズ、大阪証券取引所ヘラクレスなど、ベンチャー企業向けの新興株式市場への新規株式公開（IPO）が活発に行われている。2001 年から 2005 年までの 5 年間に 747 社が IPO を行ったが、そのうちこれらの新興市場での IPO は 639 件（86%）にのぼる。これらの IPO 企業の多くは株式を公開する前にベンチャーキャピタル（以下 VC）からの出資を受けている。しかし、日本では多くの VC は、銀行、証券会社、保険会社などの金融機関の子会社として設立されている。そのため、日本の VC の特徴は、アメリカのように年金基金に代表される機関投資家からの資金を運用する独立型の VC とは大きく異なるっていることが指摘されている。

VC に主として期待される役割は、有望な事業に取り組む将来性の高い企業を選別してその企業に投資することと、投資先企業に対して経営監視と経営支援を行い、IPO を達成させることである。投資先の企業から見れば、VC は資金制約を緩和するだけでなく、さまざまな経営支援をしてくれる存在である。投資先企業は、上場によって円滑な資金調達が可能となり、その結果設備投資などの投資の資金を確保し、さらなる成長が可能となる。しかし、近年の、上場後の企業の投資行動に関する分析結果では、上場で得られた資金は、実際には設備調達などの生産的投資に利用されず、負債の返済や金融資産への投資に充てられていることが示唆されている。

銀行と銀行系 VC に密接な関係がある場合、銀行系 VC が投資先企業の上場後の資金調達・設備投資の行動が異なる可能性が示唆される。そのため、銀行系 VC による投資が IPO 前後の資金調達と企業の設備投資行動にどのような影響を与えるのかについて検証することは、日本の VC の役割のみならず、日本経済の活性化を考える上で重要な意味を持つと考えられる。

本稿は、このような疑問に対して、銀行系 VC が投資先企業の新規上場後の設備投資行動に与える影響について着目し、2001 年に日本で IPO を行った 165 社を対象にその機能を明らかにしていく。

分析の結果、銀行系 VC は設備投資に対してマイナスの影響を持ち、新規上場の本質的な役割を阻害するという結果が得られた。しかし、一方で、銀行系 VC と持株比率首位を占める銀行と関係が密接な場合、つまり銀行が親会社となる VC である場合は、むしろ設備投資を促す結果が得られたのである。

量的緩和政策期になぜ銀行貸出は増えなかったのか？

一橋大学大学院　　長田　健

1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて邦銀の貸出量は減少し続け、日本経済を苦しめてきた。この 10 年以上にも及ぶ貸出減少に関する研究は盛んに行われてきたが、その多くが 90 年代後半の研究であり、2000 年代前半の貸出減少の原因は未だ明らかになっていない。また、2000 年代前半は量的緩和政策が執行された時期でもあり、この政策が銀行貸出どのような影響を与えたのか、この政策の効果が何故なかなか現れなかったのか等の問いに対する明確な答えも未だ得られていない。

本研究は「量的緩和政策期(2001 年 3 月から 2006 年 3 月まで)になぜ銀行貸出が増えなかったのか」その原因を明らかにする。2001 年度から 2005 年度の 5 期間それぞれにおいて横断面分析を行い、供給サイドに起因する貸出減少の原因を明らかにする。

尚、本研究では国内基準の自己資本比率を採用していた銀行(国内基準銀行)のデータのみを用いる。国内基準銀行数は BIS 基準銀行数よりはるかに多く、自己資本比率規制が銀行貸出に与えた影響を分析する上で有効だと考えた。また、BIS 規制の最低基準や算出方法は国内基準のそれらと異なる為、BIS 基準を採用する銀行はサンプルから除外した。

また本研究では、量的緩和政策のポートフォリオ-リバランス効果の本質は「銀行が増加した当座預金を貸出に持ち替える効果」ではなく、「莫大な買いオペによる国債価格の上昇によって銀行がキャピタル･ゲインを得て、貸出を増やす効果」であるという独自の見解に基づいて分析を進めた。

本研究より得られた結果は以下のとおりである。2001 年度(02 年 3 月期)における貸出減少の原因は自己資本比率規制と不良債権であると考えられる。2002 年度は量的緩和政策に起因する貸出減少であると考えられる。多くの銀行が国債を手放してしまい(量的緩和政策の買いオペに応じる等)、この時期に生じた国債価格上昇の恩恵(キャピタルゲイン)を享受出来ず、その結果貸し出しを増やすことが出来なかったと考えられる。2003 年度は逆に、国債を手放さなかった(買いオペに応じなかった等)銀行が、国債価格下落によるキャピタルロスを被り、貸し出しを減らしたと考えられる。また、自己資本比率規制と不良債権が貸出減少を加速させた可能性も否定できない。2005 年度は不良債権、自己資本比率規制が銀行の貸出行動に影響を与えていたと考えられるが、多くの銀行が低い不良債権比率、高い自己資本比率であったが為に貸出量を増加させたものと考えられる。尚、2004 年度に関しては有意な因果関係を見出すことは出来なかった。

銀行の統合は、貸出市場及び金融政策にいかなる影響を持ちうるか

弘前大学　山本康裕

日本の金融市場におけるオーバーバンキング解消の必要性が語られて久しい。一般的に市場の寡占化は、望ましい事ではない。銀行貸出市場にて寡占化が進めば、貸出金利の上昇と貸出供給量が減少する事は容易に想像できよう。先行研究の多くがこの事を指摘している。

本論は、銀行貸出市場に焦点を絞り、銀行の数の変動が、貸出供給量や金融政策に如何なる影響をもたらすかを分析した。ここで、銀行貸出市場には、第 1 銀行が 1 行、第 2 銀行が n 行存在するものとする。各銀行は、将来収益の割引現在価値を最大化するように貸出供給量を決定する。この銀行間において成立するナッシュ均衡を導出し、その均衡の性質を分析した。また、本論と先行研究の相違は、銀行が貸出実行において必要とする資金調達に関する制約を設け、それを明示的に取り扱っている事にある。第 1 銀行・第 2 銀行が資金調達の制約に直面していないケース１、第１銀行は資金調達の制約に直面せず、第 2 銀行が制約に直面するケース２、第 1 銀行は資金調達の制約に直面し、第 2 銀行が制約に直面しないケース３、両行が資金調達の制約に直面しているケース４、上記４つケースごとに最適化を図る銀行のナッシュ均衡を導出した。

その結果、全ての銀行が自由に資金調達が可能なケース 1 では、銀行の数ｎの減少は、①貸出供給量を低下させ、②その信用収縮は銀行の統合が進むほど激しくなり、公定歩合の上昇は③貸出供給量の減少をもたらし、④その減少率は銀行の統合が進捗すれば低下、つまり金融政策の効果は低下する事が判明した。この結果によれば、銀行統合の進捗は大きな信用収縮を生み、金融政策の効果は下落する事となろう。

しかし、この分析結果はロバストではなく、多数存在する第 2 銀行が資金調達の制約に直面し、貸出量が限定されるケース 2 では、上記の④は、④’銀行の統合が進めば、金利の上昇による貸出供給量の減少率は大きくなる、つまり金融政策の効果は大きくなる、と変更される。よって、このケース 2 では、銀行の統合と同時に公定歩合の引上げを行えば、信用収縮はさらに激しいものとなる。

このように、銀行貸出市場の寡占度の変更は、銀行が如何なる資金調達の制約に直面しているかにより、その効果は異なる。よって、オーバーバンキングの解消は、銀行が如何なる制約に直面しているかを慎重に認識して進行させるべきである。さらに、銀行の統合が進められている状況では、銀行が如何なる資金調達の制約下にあるかを検討した上で、ケースごとに適切な金融政策を採る必要性がある。

銀行間市場における情報カスケード

―銀行の審査能力とゼロ金利政策の影響―

同志社大学　丸茂俊彦

≪要旨≫

銀行間市場においてシステミックリスクが起きる経路には、金融取引における実質的な貸借関係を通じた「エクスポージャー経路」と、金融取引における情報の伝播を通じた「情報経路」が存在する。本報告では後者の経路に焦点をあて、Bikhchandani, Hirshleifer and Welch(1992)によるベイズ的な社会的学習モデルを銀行間市場モデルに発展させ、情報経路を通じてシステミックリスクが起きるメカニズムについて考察する。

モデルの概要は以下の通りである。銀行間市場において、すべての市場参加者が真の経済状態を知らない状況を想定する。毎期、逐次的に１つの銀行がコール資金を提供するかどうかを決定する。その際に、個別銀行は、真の経済状態を部分的に反映するノイズのある私的シグナルを観察した後、ベイズ法則を用いて個別銀行レベルでの私的信念を形成し、コール資金を供給するかどうかを決定する。他の市場参加者は、個別銀行の私的シグナルを観察できないが、他の銀行の資金供給行動の結果を観察することができ、これを用いてベイズ法則により市場レベルでの公的信念を更新する。

このような逐次的な社会的学習過程から形成された公的信念がある閾値に達すると、個別の市場参加者の行動が私的シグナルせず、公的信念のみに依存するようになる。さらに、これが市場参加者全体に広がり、市場レベルでの社会的学習が全く起きなくなると、「情報カスケード」と呼ばれる状態が起きる。モデルでは、シグナルの精度の低下や金利の下落が公的信念の閾値に与える影響を調べることで、銀行の審査能力の低下やゼロ金利政策が、情報カスケードの起こりやすさと発生するタイミングに与える影響について議論する。

主な結論は以下のとおりである。第 1 に、金融危機時に、銀行間市場における情報の非対称性の増大により銀行の審査能力(シグナルの精度)が低下すると、システミックリスク（負の情報カスケード）がより起きやすくなるが、信用秩序維持の観点から低金利政策が有効になる。第２に、金融危機以外の時に、銀行の情報生産能力が向上すると、システミックリスク（負の情報カスケード）が起こりにくくなるが、過度な低金利政策を続けるとバブル（正の情報カスケード）が起こりやすくなる。

キーワード：ベイズ的学習、システミックリスク、ゼロ金融政策

会長講演

『金融業の国際競争力』

一橋大学　清水啓典

グローバル化が一層進展する世界経済の中で、日本の金融業の国際競争力強化が大きな課題となってきている。しかし、この問題は過去数十年来一貫して議論されてきた問題でありながら、欧米諸国に遅れを取っているという点では事態は何も変わっていないどころか、より格差は拡大していると言っても良い。未曾有の金融危機や市場の構造変化を経てもなお本質的な問題点は変化していない。小手先の対応策ではとうてい対処不可能な大きな問題点が存在しているように思われる。その根本的原因は何なのか、今後１０年単位の将来を見据えてどのような対応がなされるべきなのか、また、それはそもそも可能なのか等々の論点を含め、本報告ではより深く原因を検討することとしたい。

日本では戦後、基幹産業の国際競争力強化のために、国内では独占的立場を与えて競争から保護し体質を強化させるという政策が矛盾とは見なされず、当然のこととして採用されてきた。このような保護下にあった産業では、国内では強いが国際競争力は欠けているという共通の現象が生じており、グローバリゼーションの進む今日ではその弊害が顕著になっている。

金融市場では、国内産業の競争力強化を目指した低金利資金供給のため、金融市場では低金利規制が実施され、その一環として銀行業界は保護の下に置かれてきた。そのため、リスクを担うべき資本市場が育たず、銀行に代わる競争的資金供給ルートが現在なお脆弱である。地域独占を前提とした一県一行主義の銀行システムや銀行に代わる競争的資金供給ルートが存在しないために、一銀行が危機に陥っても保護せざるを得ない環境もある。

リスクを引き受ける競争的資金供給ルートの欠如は、高い収益が期待できる投資機会の欠如に繋がり、有望なベンチャー企業が起業する際の障害であるのみならず、膨大な日本の個人貯蓄の海外流出に繋がっている。中小企業金融分野の改革は金融市場を高収益化するための鍵であるが、進展があるようには思われない。日本版ビッグ・バンは金融危機に見舞われて当初の目的を達成しないままに止まっている。真に日本の競争力強化のためには、今後より一層大きく絶え間ない本質的変革が必要となろう。

しかし、このような変革は金融分野だけで実現できる性質のものではない。既に豊かな国となった日本では国民の大多数の層に既得権益が生まれており、より大きな格差を生み出すことになる大変革へ抵抗感も国民の間に大きい。基幹産業が国際的競争に曝されるシステムを作り、それを新たな成長に結びつけることができるどうかは、財政再建問題とも直結する国家レベルの最重要課題である。

以上のような問題意識に基づき、諸外国の例をも参照しつつ、我が国金融業の国際競争力強化についての問題提起を行う予定である。

中央銀行パネル「日米欧の金融政策運営」

日本の金融政策運営

神戸大学　宮尾龍蔵

本パネルでは、３大経済圏である日本、米国、ユーロ圏の金融政策運営を、１．マクロ経済動向（経済変動要因や波及経路の特徴など）、２．政策運営と予想形成・市場との対話、３．今後の課題（インフレ目標、資産価格の役割など）の観点から順に比較・検討する。

１．背後のマクロ経済動向の特徴

近年の日本経済の変動の特徴は、物価変動が小幅の（物価がほとんど上昇しない）もとで景気が上向いているという点である。これを標準的な総需要・総供給分析を用いて説明すると、生産性や効率性の上昇により総供給曲線が右シフトする一方、それが家計の恒常所得や企業の将来収益の増大をもたらして総支出、すなわち総需要曲線を右にシフトさせている状況と解釈できる。「失われた 10 年」の景気停滞期も、逆に生産性低迷が起点となって企業・家計の支出が抑制されたと解釈すれば、深刻な景気後退と小幅なデフレを整合的に説明できる。このような供給面の要因は株価などの資産価格にも影響を及ぼし、景気への影響をさらに増幅する可能性もある。日本経済における供給面の重要性について、現実データ（GDP ギャップ、物価・資産価格など）を使って確認する。これらのマクロ経済動向の特徴は、金融政策の枠組みや政策変更ペースの評価にも深く関わってくる。

２．現在の政策運営と予想形成・市場との対話

(i)現在の金融政策運営で最も評価できる点は、中長期の物価安定という目標を数値で公表し、消費者物価指数上昇率の目標レンジを 0-2%に設定したことである。これは、低インフレというわが国の実情に即した設定である。「再びデフレに陥らないために２％程度の『のり代』が必要」という議論があるが、バブル期の景気過熱時さえ CPI インフレ率は３％程度であったこと、そして上記のような経済変動の特徴を考えると、高すぎる「のり代」は逆に政策運営の透明性を低下させる恐れがある。

(ii)ゼロ金利政策・量的緩和政策から、「将来の金融政策の方向性を現時点で公表する」というコミットメント（公約）と呼ばれる政策運営が始まった。公約は、それが信認されれば、将来（おそらく１～２ヶ月先）の政策スタンスを予想する上で役立つし、また潜在的には非常に強力な政策ツールになりうる。しかし量的緩和期のようにインフレ率への単純なリンクを柱とする政策運営は、現在では慎重でなければならない。上記の経済変動の特徴やグローバルなリスクがある中で、単純な公約政策については慎重な検討が必要である。

３．今後の課題（インフレ目標政策、資産価格動向など）

インフレ目標政策を検討するなら、現在の枠組みの良い点（目標レンジ、目標達成までの期間など）は維持し、またインフレ率と単純にリンクする政策ではない点を強調すべきであろう。グローバルな過剰流動性（その帰結である各国の資産価格高騰）をどう評価するのか、そこで日本の責任はどの程度か、といった点も今後の重要な検討課題となる。

中央銀行パネル　　「日米欧の金融政策運営」

アメリカの金融政策運営

神戸大学　　地主敏樹

１．背後のマクロ経済動向の特徴と金融政策運営

近年のアメリカ経済の変動の底には、1990 年代半ばからの生産性上昇率の加速がある点では、大方の意見が一致しよう。このポジティブで持続的な供給ショックによって、失業率が低下する一方でインフレ率は安定した。連邦準備はかなり早期に認識して対応したと評価されている。しかし、IT バブルが生成して崩壊したし、多くの地域で生じた住宅ブームはまだ調整期にある。プラスとマイナスの需要ショックが発生したことになる。金融政策は金利を大きく上下動させることとなった。また、原油価格上昇も生じており、過去に経験されたように米国経済の不況につながるのかが議論されている。遡ると、1960 年代末にはベビーブーマーの労働市場参入という持続的な供給ショックが生じた。1970 年代には原油価格上昇と生産性上昇率低下という供給ショックも発生した。これらの局面における連邦準備の対応への評価は低い。1960～80 年代前半にかけては、金融政策そのものの不安定な運営も需要ショックとなり、経済の撹乱要因であったと評価されるようになってきた。

２．現在の政策運営と予想形成・市場との対話

FRB は、物価安定と「最大雇用」という二重目標を法定されている。雇用の明示は、先進国中で例外的であるとも言えよう。他方で、政策運営面での独立性は、何回もの難しい局面を経て、高められてきた。政権毎に FRB との関係は変化するが、金融政策運営に行政府が介入しないことが、評価されるようになってきたと言えよう。

近年の金融政策運営は、第１に、予想され易い小刻みな金利調整で特徴付けられよう。しかし、第２に、金利水準そのものはかなり大きくスイングしていることも指摘しておくべきだろう。1990 年代初頭の金融危機や 2000 年代初頭の IT バブル崩壊に対しては、急速な利下げと極端な低金利の維持が実施された。第３の特徴としては、中立的な金利水準への回帰が意図されている点であろう。極端な利上げが実施されていない点も、第 4 の特徴として挙げられる。インフレ傾向への早期対応の結果との評価もあり得よう。

金融政策に関する情報は、近年に公開が促進されてきた。FOMC の終了直後に、目標 FF 金利水準を明示し、政策意図を判りやすく発表するようになった。IT バブル崩壊後にデフレが懸念された時期には低金利の持続を予告し、その後には小刻みな利上げを予告した。総じて、市場の誤解を避け、理解と予想を容易にする方向に進んでいると評価できよう。

３．今後の課題

インフレ目標の導入に関して明確な進展は見えていないが、現在の原油価格上昇に対してもインフレ予想が落ち着いており、低インフレへのコミットメントへの信頼は維持されていると評価できよう。住宅価格の調整に関しては、英蘭のようにソフトランディングに成功できるのかが注目される。

中央銀行パネル「日米欧の金融政策運営」

ユーロ圏の金融政策運営

三菱 UFJ 証券㈱ 経済調査部　矢口 満

当パートでは、ユーロ圏の中央銀行である ECB（欧州中銀）の金融政策運営について、金融市場参加者の視点を交えながら論じたい。

１．背後のマクロ経済動向の特徴

2005 年後半からのユーロ圏の景気拡大は、需要面の要因（新興国の資本財需要増加）と供給面の要因（ドイツ製造業の価格競争力改善）の双方に起因する。ECB は潜在成長率の改善は小幅にとどまるとの認識であり、今のところ需要面の要因が相対的に重要といえる。

資産価格として、まず株価をみると、ユーロ圏では昨年より株高が顕著である。その背景は①企業収益の改善期待、②M&A ブーム、であるが、②は（マクロ経済上の）供給面の要因とは必ずしも関係が強くないと思われる。ECB が現在注視している資産価格は、株価よりも住宅価格である。近年みられた住宅ブームは、供給面の要因よりも需要面の要因（金融緩和に伴う過剰流動性）によって生じたとみられる。

２．現在の政策運営と予想形成・市場との対話

(i)ECB は中長期的な物価安定を目標とし、安定した消費者物価上昇率を「2%に近く、2%を下回る」と定義している。政策運営は①経済分析（多数のデータに基づく物価予想）と②マネー分析（マネーサプライや銀行貸出の伸び率の分析）という 2 本柱に基づく。

(ii)ECB は金融政策決定会合の直後に総裁記者会見を開催するが、議事録や票決は公開しない。最大の特徴は、総裁記者会見にて金融市場の期待形成を事実上誘導する点。具体的には、①会見の導入声明に「強い警戒」などのキーワードを盛り込む、②時として質疑応答において市場の期待を是認する。2005 年 12 月以来の利上げ局面が終盤に近付く中で、こうした誘導が今後も適切に機能するか否かが注目される。

３．今後の課題（インフレ目標政策、資産価格動向など）

インフレ目標政策の導入には、①ユーロ圏経済における金融政策の波及メカニズムが完全に把握されていない、②物価上昇率の精緻な予想が難しい（とくに 1 年半ないし 2 年以上先の中長期において）、といった障害がある。このため ECB では、マネー分析の併用が望ましいという考え方が根強い。

資産価格の上昇に対しては「向かい風に身体を傾ける」ように事前に対処すべきであり、資産価格監視の一助として過剰流動性を把握するマネー分析が有用、というのが ECB の立場。ただし、資産価格上昇率の安定を金融政策の直接的な目標に据えるべき、とまでは考えていない。

日本の株式市場・債券市場における金融政策の影響

一橋大学大学院 青野幸平

本稿では，２つの事を明らかにする事が目的である。１つは，日本の株式市場と債券市場を分析対象に，株式収益率や債券収益率に予測可能性があるかどうかである。この分析には，「Campbell 型分散分解」を用いる。この際，Campbell and Ammer(1993)での分析と同様に，株式市場に関連する変数と債券市場に関連する変数の双方を含む VAR 体系を利用し，同じ枠組みの中で分析する。その結果，株式収益率には，青野(2007)と同様に，予測可能性があり，債券収益率にも予測可能性が存在する事が確認された。

２つ目の目的は，金融政策が株式市場にどの様な影響を与えるかを，「Campbell 型分散分解」を応用した枠組みで分析する事である。アメリカでの Bernanke and Kuttner(2005)における分析に倣い，金融政策について先物金利を利用した変数で特定化した。日本の分析をするために，先物金利を，Honda and Kuroki(2006)と同様に，「先物ユーロ円３ヶ月もの」を利用した。その結果，短期では，金融政策が株式市場に影響を与えるものの，その効果は約 6 ヶ月で無くなる事が確認された。また，「Campbell 型分散分解」の各要因の反応係数を分析すると，将来の超過収益率は負の反応係数，配当と実質利子率は正の反応係数になることを確認した。

*ARCH*型分散変動モデルによる冬季気温リスク・スワップの検証

岩手県立大学　Tee Kian Heng
京都大学／明治大学　刈屋武昭

日本の天候リスク・スワップ契約（天候リスクの相互ヘッジ契約）は、2001 年 6 月に東京電力と東京ガスの夏期の気温リスク・スワップ契約以来，広く進展していった。例えば，2002 年 4 月に関西電力と大阪ガス，2003 年 6 月に中国電力と広島ガス，2005 年 1 月に東北電力と仙台市ガスなどが夏期の気温リスク･スワップ契約を行った。これは 2 つの会社の間で夏期における気温と利益の相関が逆相関であることを利用して，気温リスクをヘッジする契約である。一方，冬季における電力会社とガス会社との気温と利益の相関が同じであるため，気温リスクをヘッジするスワップ契約を交わすことは合理的でない。しかし，暖冬の場合、電力会社もガス会社も需要が減り，収益の減少をもたらすので冬季の気温リスクをヘッジするニーズがある。特にガス会社の場合、年間収益に占める冬季の収益の割合が高いため，暖冬による収益の減少へのヘッジのあり方が課題である。

この課題に対しては、いくつかのガス会社は、金融機関とのリスク・スワップ契約を試みている。これは金融機関が暖冬リスクを引き受け，ガス会社が厳冬の場合金融機関に支払う契約である。このような冬季気温リスク･スワップは 2002 年 11 月に西部ガスと三井住友海上保険株式会社（以下三井住友海上）と 2004 年 8 月に北海道ガスと三井住友海上が行われている。但し，前者は契約料（プレミアム）がゼロであるのに対して，後者はプレミアム支払いがあった（金額は未公表）。

本稿は北海道ガスのケースに焦点を当てて，刈屋・Tee・郷古（2004），刈屋・山本・Tee・郷古（2005）の *ARCH*型分散変動モデルを用いて札幌の気温時系列プロセスを定式化し，リスク・スワップの等価性を検証する。

公社債流通市場におけるLIBORスプレッドの傾向とその決定要因

中央大学　高橋豊治

近年、日本の公社債市場は、全体としての取引金額も増大してきており、種類も多様になりつつある。国債では10年長期債、20年超長期債の2種類から、各種中期債や30年超長期債といった種類も増えてきているし、社債の銘柄もかつてに比べ増えてきている。本稿は、公社債流通市場においてイールド・カーブの計測を通じ 、市場参加者がどのようなイールド・カーブをもとに取引をしているのかを明らかにすることを最大の目的としている。さらにその点をもとにして、各種のイールド・スプレッドを明らかにすることで 、スワップ金利や社債の価格付けの特徴を明らかにしようとするものである。

報告論文の構成は次の通りである。まず2節では、公社債流通市場を、店頭売買市場の売買高情報から概観する。ついで、3節では国債流通市場でのイールド・カーブ計測手法に関して検討を加える。4節では、国債流通市場との対比で重要な役割を果たすスワップ市場でのイールド・カーブの計測手法を明らかにする。その後5節において、イールド・スプレッドの概念のうちスワップ・スプレッド（スワップ取引の金利とスワップ取引と同じ期間の価格がパーである国債のクーポン・レートとのスプレッド）とLIBORスプレッド（同じ時期に利払いが行なわれるLIBORを基準金利とする変動利付債に置き換えた場合のクーポン・レートのLIBORとのスプレッド）についてその内容を確認する。6節では、国債流通市場とスワップ市場でのイールド・カーブの計測結果を示すと共にスプレッドの計測結果を示し、特徴的な点を示す。最後に、まとめと今後の課題を整理する

報告論文では、公社債流通市場でのイールド・カーブ計測を主眼として、国債流通市場のイールド・カーブの計測を試みた。また、その結果と比較するため、同じ時点でのスワップ市場でのイールド・カーブも計測した。その結果、おおむね国債市場のイールド・カーブはスワップ市場のイールド・カーブより低い水準になっているが、短期、超長期の期間では逆転するという傾向が観察される時点が多く、予想と反した結果になってしまった。また、スワップ市場でのイールド・カーブに比べ国債以上で計測されイールド・カーブは、特に2年以下の短期期間で非常に不安定であることが示されている。

イールド・カーブ計測結果の活用として、LIBORスプレッドの推移を格付ごとに分類した平均スプレッドで観察した。一部の格付でスプレッドに逆転する期間があるものの、一般的には格付が低いほどスプレッドが高いという予想通りの結果が得られている。また、決定要因については、残存年数、格付けが主要な影響要因であることが推察された。

地方都市における郵便局と民間金融機関の店舗配置：
鹿児島県のデータによる分析

鹿児島大学　永田 邦和
鹿児島大学　石塚 孔信

本報告では、鹿児島県の市町村レベルのデータを用いて、地方都市における郵便局と民間金融機関の店舗配置を実証分析する。市町村レベルのデータを用いた既存研究によると、（１）一般的に、民間金融機関の店舗展開は経済的要因と有意な関係があり、収益性を反映しているが、郵便局は人口関連の要因と有意な関係があり、あまねく広く金融サービスを提供するという公的な観点から設置されていることと、（２）郵便局は民間金融機関の店舗とあまり競合しておらず、民間の金融機関の店舗が少ない地域に設置されていることが示された。

本報告で取り上げている鹿児島県には、以下のような特徴がある。（１）2006 年 3 月末時点で、郵便局の店舗シェアと、郵便貯金のシェアがともに全国で最も高い。（２）大手銀行の支店が少ない。（３）離島や過疎地を多数抱えている。

これらの特徴より、（１）鹿児島県では、収益性の高い地域が少なく、民間金融機関の店舗が少ないために、郵便局を利用せざるを得ない地域が多い。（２）逆に、広範な郵便局ネットワークが障害になり、民間金融機関が預貯金シェアを高めることができない可能性もある。（３）県外から強力なライバルが参入しないために、地元の地域金融機関が独占的に行動しており、民間金融機関は、収益性の低い地域から容易に撤退できる可能性がある。（４）しかし、金融機関数が少ないことや、離島や過疎地を抱えているために、民間金融機関に対する地域社会からの要望が強く、民間金融機関は収益性だけで店舗を展開できない可能性もある。

本報告の分析結果は、以下の通りである。（１）大手銀行や地銀、第二地銀は、収益性だけでなく、公共性も考慮して店舗展開を行っているが、信用金庫や信用組合等の協同組織金融機関や農協・漁協は、収益性を重視した店舗展開を行っている。（２）郵便局は、離島や過疎地での設置に消極的であり、公共性を重視した店舗展開を行っていない可能性がある。（３）以前は、郵便局と民間金融機関の競合関係は見られなかった。（４）鹿児島県では、民間金融機関が離島や過疎地に十分な店舗を設置しているので、郵便局は、民間金融機関との競合を避けるために、離島や過疎地での設置に消極的になっている可能性もある。

銀行部門と地域の経済発展：金融深化と収束仮説

広島大学　山根智沙子
大阪大学　筒井義郎

本稿は過去 50 年間を対象に、日本の都道府県において金融深化仮説と収束仮説が成立するかどうかを検証した。金融深化仮説は、金融仲介機関のもつ審査機能が不確実性の軽減を通じてより効率的な資源やリスク配分をもたらすので、経済成長を促進するという考えに基づいている。果たして日本の地域経済において、銀行部門はこのような重要な役割を担ってきたのであろうか。

本稿では、金融深化仮説を「初期時点の銀行部門が発達している県ほど、その後の経済成長率が高い」と定式化する。また、収束仮説を「初期時点の経済水準が高い県ほど、その後の経済成長率が低い」と定式化する。この二つの命題を確認するために、その後の期間の経済成長率を初期時点の一人あたり GDP と銀行部門を代表する一人あたり貸出額に(クロスセクション)回帰し、その係数がそれぞれ、負、正であるかどうかを検定する。

1965 年から 2003 年の期間について、このような回帰分析を行うと、両仮説とも成立することが示される。これは、いろいろな定式化について成立するロバストな結果である。さらに、1955 年から 5 年ごとに始点の間隔をとり同様の推定をすると、始点を高度成長期にとったケースでは両仮説とも採択されるが、1975 年以降の低成長期にとると、有意度が低下し、係数も小さくなることが見出される。とりわけ、始点を 2000 年にとったときは、両仮説とも成立しないことが明らかになった。

次に、始点を 1965 年にとり、経済成長に影響を及ぼすと考えられるその他の変数を追加しても、両仮説は支持される。追加したその他の変数のうち、人口成長率、第 2 次産業構成比の変化率と平均値、晴天日数が、予想する方向で有意に経済成長に影響している。一方、人的資本の代理変数である教育は有意ではない。また、政策的介入を表す地方交付税は予想とは逆に経済成長を引き下げるのに対し、公共事業費は地域間格差を是正する政策として有効であったことが示唆された。

さらに、銀行部門の規模だけでなく、パフォーマンスを表す、銀行の経費率、非効率性、市場集中度が経済成長にどのような影響を与えたかを検討したが、いずれも経済発展に明確に寄与したという結果は得られなかった。

本論文は、第 1 に、高度成長期の銀行部門の規模がその後の経済成長に寄与したこと、第 2 に、長期的には地域間所得格差は縮小してきたが、最近は格差の縮小が停止していることを明らかにした。後者が、日本経済が定常均衡に入り生活程度の地域間格差が解消したからなのか、平成不況のために一時的に成長経路が攪乱されているからなのか、小泉政権の市場競争重視政策のためなのかを明らかにすることは、興味深い将来の課題である。

地域経済のための金融

高崎経済大学　前田拓生

ここでは金融機関（特に銀行）の健全性を維持しながら地域経済の発展を促進させるための資金供給のあり方についての考察を行う。

まず，中小企業白書（2007）を中心に現状の地域経済についての考察を行う。現在の景気回復は，業種および企業規模間に「ばらつき」があり，このことが「都市と地方のばらつき」にも影響をしていることが確認できた。このような厳しい環境にも関わらず，イノベーションの担い手である創業・開業が頻繁に起こっているとともに，地域の活性化に向けた中小企業の取組みがなされていることがわかった。

次に，現状分析を踏まえ，中小企業金融のあり方についての考察を行う。中小企業を金融面で支えているのが，地域に根差した金融機関であり，中小企業のうち 9 割がメインバンクを持っていることが中小企業白書（2007）より明らかになった。メインバンクは「長年の取引関係の中で頻繁に接触することで顧客である企業の情報を蓄積し，資金の貸し手と借り手の間の情報の非対称性を軽減」しているのであり，まさにリレーションシップバンキングのビジネスモデルそのものといえる。ところが，現状バーゼルⅡの影響もあり，中小企業向け貸出市場の競争は激化しているため，中小企業でもメインバンク以外に複数の金融機関との取引が通常となっている。このような貸出市場の競争激化は，小規模企業とメインバンクの接触頻度の低下を招いている。ここで正常営業循環過程にある資金の融通の場合には，預金の決済機能からハード情報を得ることができるので，この分野の営業資産のリスクは大きな問題はない。しかし，接触頻度の低下はソフト情報の収集に支障をきたすことにつながるので，金融機関の営業資産のリスクは増加することになると思われる。また，メインバンクなど預金取扱金融機関（以下，銀行）は，「預金通貨の供給」を行っている主体であり，そもそも，このような主体が設備資金金融流通以上の長期的な資金を供給するのは健全性の観点から好ましくない。

以上から，設備資金金融流通以上の長期的な資金を供給については，「別の金融仲介機関」が行うべきであることがわかる。この場合，市場型間接金融の活用が有効であると思われるものの，日本では「市場の厚み」が少ないため，対応が難しい。本来，経済の発展とともに家計の金融資産は多様化するはずであるが，日本では制度的な問題もあり，この多様化が進んでいないのが現状である。このような状態を打開するためには，いろいろなリスククラスを持った間接金融商品を取り揃える必要があり，そのためには，「リレーションシップ補完型の市場型間接金融」が期待される。他方，最近の動きとして注目されるのは「NPO バンク」である。これは協同組織のノンバンクであり，「リレーションシップ貸出」の担い手として活動していることから，「これからの金融」として期待できる。

Efficacy of Fiscal Policy in Japan: Keynesian and Non-Keynesian Effects on Aggregate Demand

神戸大学　　柴本　昌彦
大阪大学大学院　木成　勇介

Using a nonlinear fiscal policy model, we analyze the efficacy of fiscal policy in Japan. We also test whether the effect is linear or nonlinear, which has never been tested. Our empirical results reveal that an increase in government expenditure causes a decrease in private consumption when the government debt/GDP ratio is high. Also, the results from our linearity test support a nonlinear effect of fiscal policy rather than a linear effect. In addition, the estimated threshold value indicates that the Japanese economy has been in the high ratio situation from around 1998.

JEL Classification C22; E62; H31

Keywords: Fiscal Policy; Non-Keynesian Effect; Threshold Regression Model

International Relocation, Difference of Production Cost and Welfare : Analysis Based on the Two-Country Model

神戸大学　道和　孝治郎

本論文では，我が国の企業の国際立地・空洞化に関する問題を，企業（製造業）のコスト構造に関連付けて分析する．1990 年代に入り，生産性の改善により低コストで財を生産する途上国（例えば，中国）が急速に出現したため，我が国において，企業（製造業）が中間投入財として用いる非貿易財が国際的にみて割高（「非貿易財の相対コスト割高」問題）になった．そのため，1980 年代後半から 1990 年代中頃にかけて企業が生産拠点を海外（特に，アジア）に積極的に移転させ，企業の国際化が実体経済に負の影響を及ぼすと一般的によく論じられた．

その一方で，企業の国際化は我が国の所得収支の改善を導いた．所得収支の改善は家計の所得水準を高めるので，企業の国際化が問題ではなかったという考えも同時に存在する．そのため，国際的な生産性格差の問題を扱って，企業の退出により我が国がどのように影響を受けるかを検討することは重要な点である．

本論文では，企業の国際立地を扱える既存の 2 国モデル(Johdo and Hashimoto(2005))をフレームワークとして利用し，ここに非貿易財部門を追加して，外国の生産性改善による影響を我が国の経済厚生を中心に分析した. Johdo and Hashimoto(2005)を用いる理由としては，既存の文献（Dornbusch et al (1977), Helpman (1993), Glass and Saggi (1999, 2002), Lai (1998,2001), Dinopoulos and Segerstrom (2005)等）では、コスト構造の違いに基づいて産業空洞化の影響を扱っているが，企業の国際立地を明示的に扱っていないからである．また，企業の国際立地を明示的に扱った論文として深尾(1997)が存在するが，深尾(1997)は企業の国際立地によるマクロ経済に及ぼす影響（特に，経済厚生）をインフォーマルな形式でしか分析できない．そのため，国際立地を通じてマクロ経済に及ぼす影響をフォーマルな形式で分析できる Johdo and Hashimoto(2005)をフレームワークとして用いる．

分析の結果，外国の生産性改善は自国から外国へ企業流出を生じさせ産業空洞化を促進させることになるが，企業流出に関係なく我が国の経済厚生が改善する結果を示すことができた．その理由は，モデルで扱う家計が両国に立地する企業の株式を保有し，そこから配当収益を得る（所得収支の改善）という設定に関係する．本論文では，自国の経済厚生が改善する結果を受けて，産業空洞化は我が国に対して問題ではなかったということを指摘する．

わが国における投資行動と調整費用
―業種別データによる検証―

岡山商科大学　小塚　匡文

本稿では、わが国の法人企業統計を用い, 業種別に投資のオイラー方程式の検証を行った．具体的には，投資の調整費用関数のパラメータをGeneralized Method of Moments(GMM)によって業種ごとに推定し，さらにそれぞれのパラメータに関して，sup-predictive test による構造変化の検定を行っている．その結果，いくつかの業種では、調整費用パラメータの符号条件が満たされた．しかしsup-predictive testの結果，それらのうちの多くの業種で1997年頃において調整費用関数のパラメータは構造変化を伴っていることが示された．本稿では，この時期のパラメータシフトは正の方向であることがあわせて示されているが，これは投資の限界費用の増加を示唆するものと考えられる．投資の不可逆性が存在し，収穫逓減の生産関数を含むモデルでは，不確実性により，今期の投資を控えることが理論的に示されている．これは，不確実性下における来期の余剰資本発生の予測から，今期の投資に関する限界費用が上昇することに起因するものである．本稿の実証結果は，金融危機によりわが国経済に対する不確実性が高まった時期に，同様のメカニズムによって今期の限界費用の上昇したことを示唆するものであると考えられる．

（主要参考文献）

- Ogawa, K. and K. Suzuki (2000) "Uncertainty and Investment: Some evidence from the panel data of Japanese manufacturing firms." The Japanese Economic Review 51, pp.170-192.
- Caballero, Ricardo J.(1991) "On the Sign of Investment-Uncertainty Relationship." American Economic Review 81, pp.279-288.
- 中村　保(2003) 「設備投資行動の理論」東洋経済新報社

資本市場の開放が産業構造類似性に与える影響: OECD パネルデータに基づく分析

一橋大学大学院　吉見太洋

資本市場の開放は産業構造類似性に対して正・負両方の影響を与えると考えられる。二国間における資本市場開放の進展は比較優位産業への国際的な資本流入を促す事を通じて産業構造類似性を低下させる（負の影響）。反対に二国間で資本市場の自由化が進めば外部資金を必要とする産業への特化が両国で進み、結果として産業構造類似性は高まる（正の影響）と考えられる。本論では 1980 年代以降進展した先進国間における資本市場開放がもたらしたのは正・負どちらの影響であったかという点について、1983 年から 2003 年までの OECD 加盟国年次パネルデータを用いて分析する。本論の分析によればサンプル期間内における資本市場開放の進展はこれらの国々の間で産業構造類似性を低下させる影響（負の影響）を与えてきた。

本論の特徴はパネルデータを用いている点にある。パネルデータを用いる事の利点は二国間で資本市場開放が進んでいる際に実現する産業構造類似性は高いのか低いのかについて非常に一般的な結論を得られる事である。これによって資本市場開放の進展の結果として高い産業構造類似性が実現したのか、低い類似性が実現したのかを直接的に分析する事が出来る。この意味で本論は資本市場開放と産業構造類似性の間の時間的な影響関係を分析するものであり、横断面データに基づくほとんどの先行研究との違いもこの点にある。

分析結果の頑健性を確認するために本論では二通りの方法をとる。第一の方法はサンプル期間の変更である。まずサンプル期間全体を複数の分割期間に分け、次にそれぞれの分割期間内で全ての変数の平均をとる。こうして得られた分割期間ベースのパネルデータで改めて分析を行う。これによって特に産業構造類似性の変化について年次よりも長い視野で見る事が出来る。第二の方法として地域ごとに分析を行う。本論の分析によれば、これらどちらの方法をとっても主要な分析結果は頑健なものであった。また本論の分析結果の頑健正は、固定効果モデルと変量効果モデルのどちらに基づく推定か、時間ダミー・時間トレンドを採用するか、その他の資本市場開放以外の変数を含むか否か関わらず維持された。従って 1980 年代以降の先進国間における資本市場開放の進展は、これらの国々の間で産業構造類似性を低下させてきたとの結論が頑健に支持される。

When the Collapse of Bretton Woods System Began?: Evidence from G7 Countries

大阪経済大学　　福本　幸男

ブレトンウッズ体制の崩壊の要因については既に多くの先行研究によって議論されてきた。具体的には、投機行為といった資本移動的要因、ベトナム戦争、金融政策、財政赤字、インフレといった米国要因、慢性的なアメリカの国際収支赤字と金の保有量の減少といった国際的要因、金ドル本位制、アドジャスタブル・ペッグといった制度的要因が挙げられる。

しかし、ブレトンウッズ体制の崩壊の要因が必ずしも完全に解明されたとはいえない。実際、ブレトンウッズ期の後半は他の時期と比較しても経済が安定していたことが物価、GDP 等の統計資料からも確認されており、何故、ブレトンウッズ体制が短命であったのかについては今でも議論がなされている。

何故、崩壊の要因を特定することが困難なのであろうか。第一に、上記で挙げた要因の中で崩壊の要因となっていないものはないだろうが、どれがより重要であるかを選別して決定することは極めて難しいことがあるだろう。第二に検証の困難は当時の貿易取引・資本取引が限られていたことにあるだろう。そのため、ブレトンウッズ体制の崩壊の直接的な要因と崩壊時期の間に時間差が伴っていた可能性が考えられる。

そのため、いつからブレトンウッズ体制の崩壊が始まったのかをアメリカと他の G7 諸国の間のファンダメンタルズに着目して議論することは興味深い研究テーマといえるだろう。アメリカと他の G7 諸国の間の同調していないビジネスサイクルは貿易取引・資本取引を通して、制度そのものへの圧力となり、ブレトンウッズ体制の持続可能性に影響を与えることは明らかである。よって、本稿は CPI と WPI を用いて、アメリカと他の G7 諸国の物価が収束していたのか、発散していたのか、もしくはいつまでは収束していていつから発散し始めたのかに着目して分析を行う。この点を明らかにするために、パネル単位根分析によりシステム全体を分析対象としてサンプル期間を変えて検証する。

検証の結果、1960 年代前半以降、他の G7 諸国の物価の動きがアメリカの物価の動きとリンクしなくなったことが確認された。この実証結果は 1960 年代半ば以降に崩壊の要因を求める先行研究が多い中で注目すべき結果といえるだろう。

キーワード：　ブレトンウッズ体制、ビジネスサイクル、パネル単位根分析

What does cause volatility spillover?
Evidence from the euro, the yen, and the Swiss franc spot rates

富山大学　北村　能寛

本研究は、外国為替市場（ユーロ、円、スイスフランの対ドル直物レート）のボラティリティ波及効果に関するものである。ここでいうボラティリティとは、為替レート変化率の分散（2次モーメント）で定義されるものである。

本研究の特徴としては、１）1秒間隔で記録された高頻度データを用いること、２）通貨間のボラティリティ波及をもたらす要因を追及するといったことがあげられる。最初の特徴は、日次、週次データを用いた既存研究と異なり、為替市場のマイクロストラクチャーを勘案したモデル構築を可能とする。具体的には、東京、ロンドン、ニューヨークといった三大ゼグメントにおけるボラティリティ波及効果はそれぞれ異なったマイクロストラクチャー的要因で説明されるのかといった分析が可能となる。二番目の特徴は、ボラティリティ波及効果の有無をもっぱらの研究対象とする既存研究とは異なり、波及効果の原因を追究することで、当該研究をより発展的な内容とする。

資産価格の分布はそれ自身の確率過程（分布）と資産市場に到達する情報のそれとの混合であるとする「分布混合仮説」によれば、資産価格のボラティリティは到達情報の増加関数である。この仮説によれば、ボラティリティ波及効果を「情報の波及効果」の結果と考えることが出来る。また、最近の資産価格分析では、資産価格動学における私的情報の役割に注目する傾向にある。そこで、本研究では、ボラティリティ波及効果要因としての「私的情報」の役割に注目した実証分析を試みる。

実証分析の結果、市場取引が比較的活発となるセグメント（ヨーロッパ、ヨーロッパ・アメリカ）において、ユーロの私的情報がスイスフラン・ボラティリティの相当部分を説明することが判明した。このことは、私的情報は市場取引を通してのみ価格に反映され、従って市場取引が多い時間帯ほど資産価格はより多くの私的情報を反映すると主張する「情報理論」と整合的である。

一般化費用関数を用いた銀行業の非効率性分析
――店舗規制の影響――

青森公立大学　國方　明

本論文は一般化費用関数という手法を用いて，わが国銀行業の非効率性を分析する．銀行業の非効率性に関する研究は 1990 年代以降蓄積されているが，そのほとんどでフロンティア関数という手法が用いられている．一方他の産業では一般化費用関数という手法も用いられている．一般化費用関数とは，規制の存在によって技術的限界代替率と生産要素の市場価格比が異なる状況を，費用関数のパラメータに反映させたものである．そして本論文では銀行業の店舗規制に注目し，店舗規制が①銀行の生産量投入量をどの程度歪め，②総費用をどの程度増加させたのかを分析する．観察対象は 1975 年度～1988 年度の地方銀行と相互銀行である．さらに本論文では，一般化費用関数の関数形として Translog 型ではなく，Hybrid Translog 型を採用する．

本論文で得られた主要な結論は，以下のように要約される．第 1 に店舗規制は，1975 年度～1978 年度と 1981 年度～1984 年度に銀行の生産要素投入量を歪めた．すなわち資本(店舗)は最大 31.9%過少投入され，労働は最大 44.1%過剰投入されている．そして業態を比べると，相互銀行の歪みが大きい．第 2 に生産要素投入量の歪みによって，銀行の総費用は最大 7.6%増加した．しかしほとんどのケースで，総費用の増加率は 0 から有意に離れていない．第 3 に一般化費用関数の関数形に注目すると，Hybrid Translog 型は他の関数形よりも支持された．

Keywords:　一般化費用関数，Hybrid Translog 型費用関数，店舗規制
JEL Classification：　G21, G28

規制緩和が金融機関のリスクに与えた影響

札幌学院大学　播磨谷　浩三
中央大学　　奥山　英司

日本の金融規制、特に業務分野規制は、1990 年代より大幅な緩和が進められた。1992 年に成立した金融制度改革法では、銀行業務と、限られた証券業務や信託業務に関して、業態別子会社方式での相互参入が認められた。これにより、大手銀行や信託銀行、大手証券会社などが子会社を設置し、それら子会社による相互参入が実行された。これに続き、1996 年から検討が始まった日本版ビッグバンでは、更なる規制の緩和が検討された。その結果、1998 年に成立した金融システム改革法では、銀行業務と証券業務の垣根が撤廃された。このように日本における金融システムを基礎付けてきた業務分野規制は、1990 年代の改革によって大きく変化をした。これはアメリカで進められた金融規制緩和に呼応するものであり、世界的な金融規制緩和の中での出来事であると位置づけられる。規制緩和が金融機関のリスクに与えた効果に関する先行研究は、アメリカの事例を中心に数多く存在するが、統一的な結論は得られていない。

本稿では、これら日本における業務分野規制の緩和が、金融機関のリスクに与えた影響について、市場から評価される金融機関のリスク、特に個別金融機関のリスクであるシステマティック・リスクの変化を中心に実証的に検証を行った。業態間規制緩和の実現は、金融機関のリスクに対して上昇効果と低下効果の両面が考えられ、金融システムの安定にも係わる重要な問題である。東京証券取引所一部に上場している大手銀行（長期信用銀行・都市銀行）、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行、証券会社をサンプルとして、はじめに長期的なリスクの変化を検証し、続いて短期的なリスクの変化を検証した。市場からの長期的な評価と短期的な評価を確認することで、より確かな結果が得られることが期待される。

本稿における分析の結果、金融機関のシステマティック・リスクは、業務分野規制緩和によって変化をしていたことが確認された。金融機関の経営において、業態の垣根撤廃は重要な出来事であり、市場はそれに対応した評価を行っていたことが明らかとなった。これら金融機関のリスク変化は、金融システムの安定を維持するために重要なものであり、本稿の分析結果は、金融規制のあり方に関して考慮すべき事柄であると考えられる。

The Disclosure Regulation and Accountability of Financial Institutions

九州大学　下田真也

金融機関が金融商品を顧客へ販売する際には，その金融商品に関して各種法令等に従った情報開示を行うとともに，金融商品販売法が定めるところにより，顧客に対してそのリスク等を適切に説明する必要がある．しかしながら金融商品に関するリスクの説明については，十分な説明がなされたかについて金融機関側と顧客側で必ずしも同等の認識がなされているとは限らないと考えられる．実際に，顧客が「リスクに関する説明が不十分である」ことを理由として金融機関を提訴するケースもあり，現実には販売された金融商品のリスク及びその説明内容に対して両者の間に認識の差があり，法令等が求める情報開示に従うのみでは，顧客の納得を得るのが難しいことは容易に想像できる．

そこで本稿においては，金融商品に対する顧客の主観的な損失額を金融機関の説明努力の関数とし，裁判に敗訴した場合には現実の損失額と主観的な損失額の差額を金融機関が顧客へ賠償しなければならないモデルを設定する．その上で，金融商品の損失発生可能性が政府による金融商品の情報開示規制水準に左右されるような場合に，金融機関の説明水準と政府の規制水準がどのように決定されるかという点を分析する．

分析の結果，政府が顧客側の保護を意図して情報開示規制水準を上昇させると，金融商品の損失発生可能性が低下するために金融機関側の説明を行うインセンティブが減少して説明水準も低下し，条件によっては政府の意図とは逆に社会厚生が低下するようなケースがあることが示されている．

シンジケート・ローンはなぜ拡大しているか

一橋大学大学院　山城健

シンジケート・ローンは米国においては中南米の累積債務問題発生後の 90 年代初めから拡大し、わが国においては不良債権問題発生後の 90 年代半ばから拡大している。
1 つの融資先へ多額の融資を行うことを避けて融資先を増やすことにより、シンジケート・ローンは銀行のリスク分散及びソフトバジェット問題を緩和する機能を持つものと考えられる。さらに、アレンジャーの持つ融資先の情報をシンジケートへの参加者間で共有することで情報をより効率的に利用できる。
一方リレーションシップ・バンキングでは銀行のモニタリングによって企業の倒産確率を低め、また企業の状況の変化に柔軟に対応できるものと考えられる。
本稿ではこれらの機能に注目してシンジケート・ローンとリレーションシップ・バンキングを比較し、シンジケート・ローンが拡大してきた理由を分析する。

近年における中小企業の経営財務面での動きをめぐって
――　ＣＲＤの分析結果から　――

同志社大学　鹿野嘉昭

本報告では、世界にも類のない中小企業の経営財務データベースであるＣＲＤに蓄積された個票データのうち、1997 年から 2003 年までの７年間、継続的な利用が可能となっている 15 万社のデータを利用して、その時期、日本の中小企業の経営財務状況がどのような変貌を遂げたのかという問題について実証的な観点から分析検討した。その結果、次に掲げるような非常に興味深い結論が得られた。

すなわち、第１に、この時期、売上高は名目ＧＤＰの減少を大幅に上回る落ち込みを記録するなど、日本の中小企業経営は景気の悪化を上回る深刻な事態に直面していたことが判明した。

第２に、困難に直面していたのは中小企業の大部分を占める従業員数 20 人未満の小規模企業であった一方、同 100 人以上の企業においては比較的良好な経営パフォーマンスが確認されるなど、中小企業経営の脆弱化と二極分化の動きが静かに進んでいたことが見出された。こうした現象が顕現した背景としては、景気循環的な要因に加え、グローバル化、情報化のなかで生じた大企業の製品・生産委託需要の海外シフトや消費需要の大型店舗・コンビニエンスストアへの集中といった日本経済の構造変化が挙げられる。

第３に、バランスシート面においては、売上高の低迷を反映するかたちで流動資産・負債が縮小傾向をたどったほか、受取手形の減少などを背景として小規模企業を中心に借入金への依存度が高まったことが計数的に確認された。

第４に、金融システム不安に対応するかたちで中小企業においても 1990 年代末、流動資産積み上げの動きが生じていたことが確認された一方、貸し渋りにかかわる動きは見出しえなかった。

これらの分析結果はＣＲＤの分析を通じて今回初めて明らかになったものであり、日本の中小企業の場合、グローバル化、情報化という日本経済を取り巻く環境変化とともに厳しい試練に直面している一方で、経営内容や企業業績においては近年、規模間格差が拡大してきたということができる。それはまた、中小企業政策のありようを議論する際、規模間格差や経営内容の相違を捨象して中小企業ということで一括りにして議論することの危険性を指摘するとともに、実態に即した政策の立案・実施の重要性を示唆している。政府においては、本稿で明らかになった中小企業の経営財務の実態や規模間格差について十分留意のうえ、これまで以上にきめ細かな中小企業政策の策定・実施が期待される。

デフレーションと金融改革

東京大学　吉川　洋

日本経済は過去１０数年戦後先進国が経験したことのないデフレーションに陥った。本講演ではデフレと金融政策の関係について論ずることにしたい。具体的には以下のとおり。

（１）　デフレーションの「事実」の確認。

（２）　１９世紀 The Great Depression（１８７３－９６）との比較。

———　Marshall, Pigou, Keynes の議論。

（３）　量的緩和、インフレ･ターゲットを基礎づける理論モデル（Krugman, Svensson, Auerbach, Obstfeld 等のモデル）の検討。

（４）　スタンダードな理論モデルの限界。

参考文献 Aoki M. and H. Yoshikawa (2007). *Reconstructing Macroeconomics: A Perspective from Statistical Physics and Combinatorial Stochastic Processes*, New York: Cambridge University Press.

アジア通貨危機から10年：IMFと東アジアは何を学んだか？

東京大学　　伊藤　隆敏

アジア通貨危機（1997－98 年）は、東アジア地域に大きな政治経済的爪痕と政策的教訓を残した。アジア通貨危機により大きな影響を受けたタイ、インドネシア、韓国は、危機の原因、危機の予知の有無、IMF の危機管理の条件、において共通性がある一方、大きな相違もある。危機前のアジア経済の共通点としては、事実上のドルペッグ、金融セクターの脆弱性（ダブル・ミスマッチ）、大きな経常収支赤字（除く韓国）、巨額の短期資本の流入（短期債務を上回る）があった。タイ、インドネシア、韓国いずれにおいても IMF の融資総額は必要額に比して十分ではなかった。

相違点では、タイの通貨危機の引き金は外国のヘッジファンドや金融機関など投機筋による通貨投機であった。インドネシアでは外国人による通貨投機は大きな要因ではなく居住者による資本逃避が他国よりも大きかった。韓国は外国の銀行が韓国の銀行への貸し出しの引き揚げ（ロール・オーバーの拒否）が大きな要因である。インドネシアでは通貨危機は政治危機に発展して、大統領の辞任につながった。韓国では財閥の再編につながった。

国際通貨基金は、タイの通貨危機の可能性が高いことについては予知していたが、タイがアドバイスを聞きいれず先物市場で通貨防衛を試みて外貨準備を失った。インドネシアや韓国は通貨危機が深刻化する直前までは、危機の可能性があることには気がつかなかった。インドネシアでは IMF の融資条件にあった銀行閉鎖と預金のカットが金融不安を悪化させた。韓国の場合は最初の IMF の融資決定により危機は収拾できず、韓国に対する貸手の銀行（先進国）に対する融資継続を G7 と IMF から説得する、という異例の対応で危機は収拾に向かった。政策的な教訓としては、次の点が重要である。

(1) マクロ経済を健全に保つことが危機を防ぐ必要条件ではあるが、十分条件ではない。

(2) ドルペッグ制は、国内経済の景気動向とは無関係に実質為替が増価したり減価したりするので景気がブームとその崩壊など、振幅が大きくなりやすい、また為替リスクへの借手、貸手の経済の脆弱性を高め、金融セクターのバランス・シートが脆弱になりやすい。

(3) 経常収支赤字の継続は、経済の脆弱性を高めることになる可能性が高い。

(4) 金融セクターの脆弱性（とくに、ダブル・ミスマッチ）は銀行危機・通貨危機の可能性を高める。

(5) 外貨準備の不足（満期一年未満の対外債務残高以下）は通貨危機の可能性を高める。

このような教訓を生かし、将来の通貨危機の再発を防ぐ意味で、アジア地域における金融協力は重要である。2000 年に合意されたチェンマイ・イニシアティブは、13 カ国の間で、危機時における流動性の融通のメカニズムを作り流動性危機の予防や危機管理を狙っ

たものである。また、アジア・ボンド・マーケット・イニシアティブおよびアジア・ボンド・ファンドは、アジアにおける現地通貨建て債券の発行・流通を促進するようなインフラ整備を目指したもので、ダブル・ミスマッチを防ぐと期待されている。

参考文献：Ito, Takatoshi, "The Asian Currency Crisis and the IMF, Ten Years Later: Overview", Asian Economic Policy Review, vol. 2, no. 1: pp. 16-49.

東アジアの通貨・金融協調の展望

アジア開発銀行/東京大学　河合正弘

東アジアにおいては、ここ 20 年ほどの間に、貿易・投資・金融を中心に急速なスピードで経済的な相互依存関係が深まってきた。各国・地域が GATT/WTO のグローバルな枠組みや APEC の「開かれた地域主義」の枠組みの中で貿易・投資の自由化を進めてきたことから、地理的に近接した諸国が自然なかたちで結合関係を深めてきた。また、これら諸国が IMF のグローバルな枠組みの中で為替・資本の自由化（IMF8 条国への移行、資本勘定に関する為替制限の除去等）や金融システムの自由化と対外開放を進めてきた結果、域内の国際金融・資本取引がより活発になった。

1997-98 年のアジア通貨・金融危機は、実際、域内各国間の経済的相互依存が極めて強いことを示した。タイバーツの切下げに端を発する通貨投機・危機の連鎖がマレーシア、フィリピン、インドネシアなど ASEAN 域内だけでなく韓国にも広がり、98 年にはこれら諸国が同時に深刻な経済活動の収縮を経験した。こうした危機の伝染（contagion）や経済収縮の同時性に加え、多くの東アジア諸国の金融システムが同様の構造的な問題を抱えていることも明らかになった。その結果、域内諸国は、通貨・金融危機の再来を防止し、域内金融システムを強化するための通貨・金融協調に乗り出した。それはチェンマイ・イニシャチブ（CMI）、地域経済サーベイランス（ERPD）、アジア債券市場の発展育成（ABMI や ABF）というかたちで具体化されてきた。

東アジアにおける金融市場の統合はまだ貿易･投資面での統合ほどには進んでいないが、今後も金融サービスや国際資本移動の自由化がますます進められていくことを考えると、これらの通貨・金融協調をさらに強化することが望ましい。とりわけ、域内の金融的なセーフガードとしての CMI を多国間化するとともに、経済サーベイランスの実効性を高めていく必要がある。ASEAN+3 財務大臣プロセスと EMEAP など中央銀行総裁プロセスを連携させてそれをサポートするための常設の事務局を設置し、多数の経済専門家が各国のマクロ・金融分析と域内相互依存の分析を恒常的に行うようになれば、地域経済サーベイランス（ERPD）の実効性が高まろう。

さらに、東アジア通貨建ての長期債券市場の発展を通じて、域内の膨大な貯蓄がアジア通貨建てで域内に長期投資されるようになれば(インフラ投資、中小企業を含む設備投資、住宅投資など)、アジア通貨危機の一つの原因であった通貨と満期の「ダブルミスマッチ」が解消され、過度に銀行依存型の金融システムが改善されてよりバランスのとれたものになりうる。またそれは、域内投資を活性化させて、世界的な経常収支不均衡の解消にも寄与する可能性がある。

通貨危機以前の時期では、日本を除く東アジア諸国は、概ね米ドルに通貨価値を安定化

させる為替レート政策（対米ドルペッグ制）をとっており、そのため域内の為替レートは相互に安定していた。通貨危機を経た現在、東アジア諸国・経済は、為替フロート制からカレンシーボード制まで多様な為替レート制度を採用している。経済的相互依存が高いこの地域においては域内為替レートの安定化が望ましいが、他方で世界的な経常収支不均衡や大幅な対域内資本流入は対ドルレートの柔軟化を要請するため、それら（域内レートの安定化と対ドルレートの柔軟化）を両立させる域内協調体制が必要とされている。アジア通貨単位（ACU）の創出や G3 又は G3 プラスの通貨バスケットを参照とする管理フロート制の採用など、緩やかな為替協調から始めていくことが現実的だろう。

東アジアにおける金融協力の現状と今後

財務省　浅川雅嗣

近年、国際金融と国際貿易の両分野において、これまでの世界主義（グローバニズム）を補完する意味で、地域主義(リージョナリズム)、あるいは二国間主義(バイラテラリズム)にもとづくさまざまな動きが顕在化している。たとえば、国際貿易の分野においては、世界貿易機構（WTO）というグローバルスキームのみならず、ASEAN、北米等における地域貿易協定に加え、多くの二国間自由貿易協定（FTA）の締結が進められている。国際金融の分野においては、欧州において EU における共通通貨ユーロの誕生という歴史的な進展が見られたが、アジアにおいても、1997 年に発生したアジア通貨危機を契機として、いわゆる ASEAN＋３（日、中、韓）の枠組みの中で、IMF というグローバルスキームを補完し、将来の通貨危機に備えるための地域的な協力関係が進展している。

その具体的な成果の一つが、現在、ASEAN＋３の間で進められている、通貨スワップのネットワークであるチェンマイ・イニシアティブ(CMI)である。これは、平時における域内の政策対話を充実させ、危機の予防を図りながら、実際にある国の通貨が投機筋によって攻撃を受けた際に、各国が豊富に有する外貨準備を活用してお互いに短期流動性を融通しあうことにより通貨危機を乗り切るための、非 ODA の新しいタイプの協力形態である。現在、二国間のスワップの総計は約 800 億ドルとなっており、今後はさらにそのマルチ化（a self-managed reserve pooling arrangement）に向けての検討が進められることになっている。

他方、短期の外国資本が急速に流出したことに端を発するアジア通貨危機の経験に鑑みれば、ドル建ての外国資本に過度に頼ることなく、アジア域内の豊富な国内貯蓄を活用して、現地通貨建ての長期資金を直接域内の企業に安定的に供給することが極めて重要である。中長期の資本調達を行いうる域内の債券市場を積極的に育成することによって、効率的な長期資金供給メカニズムを整備することは、アジア域内の資本取引における米ドルへの過度の依存を減らすという意味があり、やはり ASEAN＋３における１つの大きな政策課題となっている。(アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI））

今後の東アジアにおける望ましい通貨制度を検討する場合、あくまでドル基軸体制を前提にするのか、ドルとはある程度距離を置いたスキームを構築しようとするのかは、明確に区別して考える必要がある。CMI は、基本的には介入通貨たる米ドルの相互融通メカニズムであるという意味で、あくまでもドル基軸制を前提とした政策措置である。しかしながら、今後東アジアの域内貿易における取引通貨として域内通貨のシェアが増大し、その結果米ドルとではなくアジア通貨間の変動幅を縮小することへの政策的な必要性が高まっ

ていけば、CMI がそのための介入通貨の相互融通メカニズムに発展する可能性は否定し得ない。通貨制度としての共通通貨バスケット制と、それを支えるマクロ政策協調のためのサーベイランスメカニズム、そして CMI という 3 つの要素がそろえば、東アジアにおける金融、通貨協力を今以上に深化する政策的環境が整うことになるといえよう。

日銀の市場との対話－2007 年 1 月から 2 月の金融政策運営を分析して

新潟大学　伊藤隆康

本稿では市場関係者の間で問題が多かったとの評価が強い 2007 年 1 月から 2 月の日銀の金融政策運営（1 月には利上げが見送られ、2 月には利上げが決定された）に関して、(1)市場との対話はどのように行われたのか、(2)短期金融市場で形成された金融政策変更予想は中長期金利に影響を及ぼしたのか -- の 2 点を検証し、市場との対話に関する課題を指摘することを論文の目的とした。

(1) 市場との対話はどのように行われたのか

分析期間を 2 回開催された金融政策決定会合をベースにして 2 期間（前半を 1 月 9 日から 1 月 18 日、後半を 1 月 19 日から 2 月 21 日）に分割してみると、日銀の対話に関して大きな違いがあった。前半においては、マスコミ各社の「利上げ」観測報道や「利上げ見送り」観測報道をベースに市場関係者の間で、金融政策変更に関する予想が形成された。一方、後半においては、日銀は審議委員などの記者会見を通じて市場との対話を試み、市場関係者の利上げ予想は 5 割程度で推移し、金融政策決定会合の当日を迎えた。

(2) 短期金融市場で形成された金融政策変更予想は中長期金利に影響を及ぼしたのか

マスコミ各社の金融政策に関する観測報道で、短期金融市場では政策に関する予想が形成されたが、2 年物や 5 年物、10 年物の国債利回りは短期金融市場の予想には反応しなかった。このため分析の対象期間においては、短期金融市場と中長期金融市場の間で市場分断が生じていたと推測できる。これは短期金融市場でオーバーナイト物を扱う担当者はすぐ目の前の金融政策決定会合の予想をベースに行動するが、中長期の金融市場では「日銀は遠くない将来において利上げに踏み切る」とのやや長いスパンの予想に基づいて市場関係者が行動したためと考えられる。

(3)市場との対話に関する問題点

特に 1 月の金融政策決定会合に関しては、日銀による情報発信よりはむしろマスコミによる観測記事で市場が振り回された。年末年始を挟んでいたため止むを得ない面があったが、金融政策決定会合間において、日銀の意図を市場に伝えるために、副総裁や審議委員の講演会・記者会見をあらかじめ設定しておくことが望ましいと考えられる。

キーワード　金融政策、市場との対話、金融市場

中央銀行の透明性を巡る議論

―日銀のコミュニケーション戦略の評価に向けて―

みずほ総合研究所　鈴木将覚

2006 年 3 月に日銀が「新たな金融政策運営の枠組み」を発表して以来、日本でも中央銀行のコミュニケーション戦略に対する関心が高まってきた。中央銀行は、翌日物金利しか直接操作できないため、将来短期金利期待を変化させて実体経済に影響を及ぼす長期金利を間接的に操作する必要がある。このため、中央銀行が透明性を高めて市場の期待を上手く操作することが安定的な金融政策につながると考えられる。

本稿は、日銀と欧米の中央銀行のコミュニケーション戦略を比較することにより、日銀が今後どのような方法で透明性を高めることができるかを検討する。

Bernanke (2004)によると、中央銀行のコミュニケーション戦略には大きく分けて 2 つのタイプがある。「単純なフィードバック戦略」と「予測をベースとする戦略」である。「単純なフィードバック戦略」はテイラールールのような単純なルールに基づいた金融政策を中央銀行が宣言する方法である。この場合は、金融政策の運営方針が既に明快であるため、中央銀行はそれ以上透明性を高めて市場とコミュニケーションを図る必要がない。一方で、「予測をベースとする戦略」は、足元の経済指標にとらわれず、あくまで経済予測をベースとして金融政策を決定する方法である。この戦略では、中央銀行の経済予測が金融政策の鍵を握るため、中央銀行は自らの経済予測を市場に提供していくことが安定的な期待操作のために必要となる。日銀の「新たな金融政策運営の枠組み」は、多くのインフレターゲティング国と同様に、後者に属する。

実際の日銀の市場とのコミュニケーションのやり方を欧米の中央銀行と比べると、日銀は総裁記者会見や議事録公表などの「手続き的透明性」（公表の形式）については欧米に引けをとらないものの、「経済的透明性」（経済予測の内容）については英国や他のインフレターゲティング諸国と比べて遅れていると考えられる。今後日銀がとり得る追加的な開示手段としては、需要項目別の成長率の公表や成長率予測の前提となる原油価格の提示等が挙げられる。究極的には、成長率予測や金利予測のファンチャートを含む日銀版「インフレーションリポート」が検討に値しよう。

戦前の日本の工業化と金融システムの機能

中央大学 堀内昭義・日本政策投資銀行 松下佳菜子・日本政策投資銀行 花崎正晴

Alexander Gerschenkron の一連の歴史研究は、銀行を中心とする金融システムや政府による金融的主導がヨーロッパ諸国の急速な経済発展を導いたという仮説を提示した。この定説は、多くの研究者によって受け入れられ、ゆるぎない定説の地位を獲得したかに思われた。しかし、近年の金融経済史の研究は、Gerschenkron 仮説の妥当性を、あらためて深刻に問い直しており、経済発展と金融システムの相互連関を、より包括的な視野で再考察しようとする試みが増えている。

その一環として、戦前期における日本の経済発展と金融機能についても、再検討の機運が高まっているようである。とくに 1920 年代から 30 年代にかけての戦間期においては、銀行部門がしばしば深刻な取り付け騒動に巻き込まれ、その脆弱性を露呈したのに対して、株式市場が非常に活発に機能した。そのため、この時期には、むしろ資本市場を中心とする金融機能が、企業部門の資金調達の面でも、さらには企業経営における統治の面でも、銀行よりも重要な役割を演じたという主張が有力になりつつある。しかし、20 世紀初頭以降の日本の経済発展を振り返ってみると、株式市場を中心とする資本市場が主導的役割を演じたことを示す十分な証拠が示されているわけではない。たしかに、株式による企業の資金調達や、株式市場における売買額が、当時の国際標準に照らしても高かったことは明らかにされている。しかし先行研究のいくつかが明らかにしているように、株式市場が株式担保貸付という形態で銀行融資に相当支えられていたという事実を無視すべきではない。また株式市場が、銀行部門に負けず劣らず不安定であったことにも注意すべきであろう。

この論文は、1920 年代から 30 年代の道府県別工業統計を用いて、この時期の実質工業生産額の成長と道府県別の銀行貸出の伸び率および株式市場の発展との関係、さらには大蔵省によって推進された銀行数を減少させ、その経営規模を拡大させようとする銀行再編政策が工業化に及ぼした影響を、パネルデータにより定量的に分析した。その結果、次のような結果を得た。

（1）1920 年代は銀行取り付け騒ぎが度重なり、銀行部門が極端な脆弱性を露呈した時期であったが、そのような時期にも、銀行貸出は地域の工業化の進展を支えた。

（2）株式市場に代表される資本市場と地域の工業化との関係を定量的に評価することは難しい。しかし、1920 年代末以降には、銀行貸出に代って工業化を支える役割を果たした可能性を否定できない。

（3）銀行再編をもくろんだ大蔵省の政策は、銀行システムの安定化には寄与したかもしれないが、銀行数を減らし、貸出残高を減少させることによって、工業化の進展にマイナスの影響を及ぼした可能性が少なくない。

「収益力の資本化」による「企業そのものの擬制資本化」について
―A. S. Dewing の所説を中心に―

九州大学大学院　宇土至心

近年、日本では企業の合併・買収が増加している。それに伴い、企業価値に関する議論も活発化している。また、企業価値を考える際の 1 つの重要なものとして、企業の収益力が挙げられる。

企業の M&A 運動で日本に先立つ米国では、これまでに大きく分けて 3 度ないし 4 度の合併買収運動が生じた。19 世紀末の第 1 次運動では、水平結合を中心に、独占企業が多数登場した。そこでは、独占後の「格差収益」をもとに、実物資産の裏付けをもたない普通株の発行が行なわれた。このような現象を観察した T. Veblen は、優先株は実物資産をもとに、普通株は「格差利益」をもたらすと期待される無形資産をもとに発行されると整理した。1920 年代には、公益事業会社や産業企業を中心とした合併買収が高まり、第 2 次運動が生じた。1960 年代には、いわゆるコングロマリットと呼ばれる手法での合併買収が生じ、第 3 次の運動となった。この時期の合併買収運動および理論の特徴から、川合一郎は「企業そのものの擬制資本化」が生じたと論じている。重要なのは、米国における合併買収運動の高まりとともに、企業そのものが売買の対象となっていくことであろう。とりわけ、過去の「支出額」から将来の「収益力」への価値基準の変化、および価値の「裏付け」としての実物資産との関係が重要な論点である。

本報告では、A. S. Dewing の所説を取り上げ、この問題に接近したい。デューイングは著書 *The Financial Policy of Corporations* を両大戦間期にわたり第 5 版まで改訂した。そこでの大きな変化は、初版（1919-20 年版）では扱われていなかった評価理論（Valuation）が第 2 版（1926 年版）で登場し、第 3 版（1934 年版）以降でも 1 つの重要な項目としてその内容が拡大されたことである。

デューイングの評価理論を取り上げる意義は次の 3 つである。1 つ目は、無形資産に関してである。特に、彼の前掲書第 2 版での議論と、それに大きな影響を与えた R. E. Badger との理論的な違いが重要である。2 つ目は、「収益力の資本化（capitalization of earning power）」に関してである。デューイングは、企業の「収益力」を企業価値の唯一の評価基準と考えている。具体的には、企業の平均純利益をある割引率で割り引くことにより企業価値を評価する。3 つ目は、経済的背景との関係である。1920 年代の前半では公益事業の、後半では産業企業の合併買収が盛んに行なわれ、いわゆる第 2 次の合併買収運動が生じた。彼自身、「実務家（businessman）」の視点を重視しており、このような実際の経済動向は彼の議論に少なからず影響を与えている。

電子マネーの普及が貨幣・日本銀行券の需要に及ぼす影響

九州大学　中田 真佐男

財務省　安達 茂弘[†]

日本銀行が月次で発表しているマネタリーベースの統計において、我が国の貨幣流通枚数は 2005 年 7 月に調査開始以来（1971 年 1 月以降）初めて対前年比で減少を記録した。翌 2006 年 3 月には金額で評価した貨幣の流通水準（すなわち貨幣流通残高）も対前年比で初めてのマイナスとなった。この統計が発表された当時、複数の報道機関は「Suica や Edy に代表される電子マネーの普及によって釣銭を受け取る必要がなくなったことが貨幣流通高減少の要因である」との見方を示した。 果たして電子マネーの普及は本当に貨幣さらには日本銀行券の需要に対して負のインパクトを及ぼしているのであろうか。

現在、貨幣の供給は造幣局、日本銀行券の供給は印刷局という２つの独立行政法人が担っており、その使命としてそれぞれ貨幣・日本銀行券の「安定的かつ確実な供給」を掲げている。独立行政法人としてこれまで以上に効率的な事業運営が求められることをふまえると、貨幣ないし日本銀行券の過剰在庫を回避していくことが重要な課題となる。適切な水準で貨幣・日本銀行券を供給していくうえでは、これから普及が進むと予想される電子マネーと貨幣・日本銀行券の需要との間に①マイナスの相関は存在するのか、②仮にマイナスの相関があるならばそのインパクトはどの程度のものなのかについて、統計的に頑健な手法で定量的に把握することが不可欠となる。

本論文では、貨幣の取引需要や付利資産との代替性といったファンダメンタル要因を制御したうえで、電子マネーの普及が貨幣・日本銀行券の需要に及ぼす影響を実証的に分析する。具体的には、オーソドックスな通貨需要関数に「電子マネーの規模」をあらわす説明変数を加えて推定を行い、その係数推定値の統計的な有意性、係数推定値さらには弾性値の大きさを検証する。貨幣・日本銀行券の種類に応じて近年の流通高の推移が一様でないことを考慮し、本分析では貨幣・日本銀行券の種類別に通貨需要関数を推計している。

実証分析からは、五十円・十円・五円・一円といった小額貨幣と電子マネーとの間には統計的に有意な代替関係が存在するものの、電子マネーの規模拡大に対する貨幣需要の弾性値は現時点では非常に小さいものであることが示される。また、日本銀行券と電子マネーの間には統計的に有意な正の相関が認められる。もっとも、こうした結論は今後の電子マネーをとりまく環境の変化に影響を受けうることに留意する必要がある。

[†] 本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

忘却された貨幣論
～貨幣・金融システムの虚構性と現実性～

熊本学園大学　岡本悳也

最高度な印刷技術を駆使し、国民的偉人の肖像が表面を飾り、法貨という権威に裏付けられているとは言え、われわれが今日「お金」として実感しうる「銀行券」はしょせん、しょせん「神」ではなく「紙」ではないかという疑問はつきない。

現代の貨幣・金融システムはその主要な貨幣媒体の形態を「可視的」な銀行券・補助貨幣から「不可視」の「電子情報」へと姿態変換の速度をますます加速している。貨幣・金融システムの全面的電子化は指呼の間にきている。「なぜ貨幣は受領されるのか？」という「貨幣論の根本問題」はますます謎を深めている。

現在の「拝金主義」を批判する「道学者」の喧しい声からは「拝金主義」の通底奏音が漏れ聞こえてくる。貨幣に恋いこがれ、貨幣に反発し、貨幣を嫌悪し、貨幣から逃避したいというこの相克する心的態度にこそ「貨幣物神」の謎は潜む。

さすがに時代の木鐸である芸術家は鋭い直観で「貨幣の謎」に挑戦し続けてきた。アンディ・ウォーホールはかつてドル紙幣を並べた作品を作った。マルチ芸術家、芥川賞受賞作家、赤瀬川原平の想像力、疑問力は自ら千円札を製造し、かつて「千円札事件」を引き起こした。優れた芸術家は社会関係の核心を衝く。「貨幣の謎」が社会の根源的な謎であることを示唆している。芸術家ならぬ社会科学者はこの疑問に理論的に答える責任を負う。

貨幣論は貨幣の歴史、制度と密接不可分である。マルクス学派の恰好のテーマであった。が、マルクス学派は「貨幣は金である」という『資本論』の呪縛から逃れられず、現代の貨幣問題から逃避している。かくて貨幣理論は忘却され「忘却された貨幣論」となった。

岩野茂道「システムマネー論」、楊枝嗣朗「イマジナリーマネー論」は現代の貨幣の謎に果敢に挑んだ優れた貨幣論である。

両氏の貨幣論はマルクス批判の貨幣論にもかかわらず、客観的にはマルクス物象化論の理論的神髄を継承、発展させるものである。「システムマネー論」、「イマジナリーマネー論」は貨幣の虚構性を鋭く摘出する。しかし、現代の貨幣問題は金融問題でもあり、マネー論はマネーキャピタル論へと向かわなければならない。「失われた１０年」の経験を通して、マネーとマネーキャピタルの関連性を問い、貨幣・金融システムの虚構性こそが現代資本主義のダイナミズムを媒介しグローバリーゼーションを牽引することを明らかにする。「虚構性」こそ「現実性」であり、「現実性」こそ「虚構性」である、という弁証的貨幣論を展開したい。

大阪府の信用金庫の再編と貸出市場における競争

神戸大学大学院　石橋尚平

1990 年代以降、わが国の協同組織型地域金融機関は再編を繰り返し、数が大きく減少した。大阪府においても信用金庫ならびに信用組合は、破綻や合併により数が大きく減少した。 1990 年度末に大阪府の信用金庫は 23 金庫あったが、2005 年度末には 10 金庫に再編された。また同期間において、大阪府の信用組合は 32 組合から 11 組合に再編された。とりわけ大阪府の信用金庫は 1997 年度以降に再編が本格化し、短期間に数を急減させている。すべての信用金庫が再編を経たわけではなく、破綻した信用金庫の事業譲渡や合併によって規模を拡大させた信用金庫もある一方、再編を経なかった信用金庫もあった。再編期を通じて、大阪府の信用金庫ならびに信用組合の貸出市場の寡占化が進み、貸出金利の設定が協調的、共謀的になっていないかどうかを当論文で検証した。

Bresnahan-Lau の手法に基づいた、 Coccorese（2002）ならびに同（ 2005）が採用する手法を用いて、 1990 年度から 2005 年度における大阪府の信用金庫ならびに信用組合の貸出市場を分析した。 Coccorese（2002）ならびに同（ 2005）は、イタリアの銀行の再編期における貸出市場の競争の度合いを分析し、 1988－2000 年における同市場が競争状態にあったと結論している。

分析の期間については、 1990 年度－2005 年度とし、さらに信用金庫の合併が本格化した 97 年度以降を境として 1990 年度－1996 年度の前期と 1997 年度－2005 年度の後期に分けて３つの期間とした。サンプル数は大阪府の信用金庫（ 10～23 金庫）に、大阪府の信用組合の加重平均値１を加えた数である。需要関数、費用関数、利潤関数の三本のモデル式を設定し、３ＳＬＳで推計して市場の状態を判別するための Conjectural Variation（推計的変動）の値を得た。その結果、いずれの期間においても、同市場は競争の状態にあることが分かった。

しかし、一方でモデル式から推計されるマークアップ率は、 1990－1996 年度の値に比べ 1997－2005 年度の値が高くなっている。後期も同市場は競争状態にあるものの、再編が進むにつれて競争が緩和し、独占的な価格付けの方向に近づいたと言える。

『信用金庫の地域貢献と存在意義の再考』
― 戦前の信用組合による病院建設を事例として―

滋賀大学大学院　元持敏雄

いま、協同組織金融機関である信用金庫の存在意義が問われている。その原因の一つには、協同組織の特質である地域制や会員制等を見失い、時代の変化とともに他業態に同質化してしまった。その結果、大きな資本の力によって組織は侵食され形骸化され、信用金庫の特質を喪失してしまったところにこうした議論が起こっている。

協同組合銀行の起源は、1850 年ドイツのヘルマン・シュルツェ・デーリッツによって設立された相互貸付組合にある。19 世紀ドイツ資本主義が急速に展開される中で、都市における手工業者と農村における小農民の困窮が社会的問題化した。シュルツェ・デーリッツはこの時､真に実効ある援助は手工業者等の弱者自身による自主的な努力に基づいて､個々の小さな力を一つの経済組織に結合し、その結合力によって自らの物資を確保させることであると考えていた。1850 年 3 月「自助」と「連帯」の思想を掲げて、手工業者等の安定した資金を提供する貸付組合の設立を呼びかけたのが始まりであった。

シュルツェの立ち上げた思想は、日本の小さな地方の信用組合の手によって活かされていた。1922 年滋賀県に｢有限責任八幡町信用組合｣が地元の住民の手によって設立された。組合は、当初小商工業者への安定した資金の供給を目的として設立されていたが、のちに地元に不足する医療施設「組合立八幡病院」（後の「近江八幡市立八幡病院」）を設立した。

信用組合は「購買利用組合」に組織変更して、組合員に不足する医薬品の提供や病院施設の利用が出来る組織に改めたのである。当時は第二次世界大戦が始まり日本は軍事一色の時代であったが、信用組合の手によって人・物・金が集められ、会員が真に求めているものを提供するために奔走した。信用組合には、多くの組合員が集まり大きな成果をあげたのである。まさに協同組織の思想を実現したのであった。

わが国の各地に誕生した協同組織金融機関の初期には、こうした地元貢献事業が多く展開されてきた。協同組織金融機関は、その時々に地域や会員が真に求めているものを工夫して提供し特質を発揮してきた。求められるものは、安定した資金かもしれないし、人や物、情報、地域開発かも知れない。その特質を活かして実現していくのが、いつの時代も協同組織金融機関の使命である。そのためには、厳しい金融機関競争に勝ち残って存続し続けることが、使命は果たせるのである。

信用金庫は、現在も預金高シェアーは増加し国民大衆からの支持は大きい。これからも信用金庫が信用金庫の特質を見失わず現代に活かす工夫を怠らない限り、市場から存在意義を問われる議論はない。間違って信用金庫を見失い、メガバンクと同じ土俵で同じルールで戦うとすれば、また議論が繰り返されるのである。信用金庫の存在意義を再考する。

労働金庫の協同組織・収益体質からみた経営の方向性

―労働金庫にとっての「リレーションシップバンキング」とは何か―

愛知学泉大学　三村　聡

金融審議会は平成 19 年 4 月 5 日、「地域密着型金融の取組みについての評価と今後の対応について」を発表した。これは、従来からのリレーションシップバンキングの流れに沿った、地域金融機関や協同組織金融機関への指導・方向性の新たなる展開であると捉えることができる。ここでは、地元中小企業への支援強化を通した持続可能な地域経済への貢献が主たるテーマとして掲げられている。

こうしたなか、協同組織金融機関の一員である労働金庫は、労働組合を主たる取引先とした職域金融機関と言われながら、それぞれの地域性を大切にした活動を展開してきた。近年では、退職者や一般勤労者、地域市民への取引拡大が進むなか、全国合併の本格的な検討段階にあって、全国合併のメリットと引き続き地域性を維持できる金融機関としての存在・役割について活発な議論がなされている。

本稿では、中小企業取引（法人企業取引）になじみの薄い労働金庫にとって、金融審議会での議論が意図するリレーションシップバンキング・「地域密着型金融の取組み」とは趣旨・内容を必ずしも一にしないものの、労働金庫が地域や中小企業で働く勤労者や地域市民に対して、勤労者福祉金融機関として機能する意義は大きいと考え、労働金庫が直面する課題を検証しつつ、勤労者や地域市民への支援強化・地域貢献（労働金庫版リレーションシップバンキング）の観点から今後の労働金庫経営のあるべき方向性を示す。

以上

ファンド・マネジャーのリスク態度の論理整合性と投資行動の特徴：アンケート調査に基づく検証

長崎大学　須齋正幸
長崎大学　森保　洋

投資行動バイアスとして指摘される群衆行動、気質効果に注目して、本稿で定義するリスク態度の論理非整合的ファンド・マネジャーの投資行動特性をアンケート調査結果を利用して実証的に分析する。事前に予測されない不測の事態が生じる場合、自らのリスク態度が論理非整合的なファンド・マネジャーは、自らの意思決定に自信が持てず、同僚や他の関係者の行動を過度に意識する可能性があるのではないであろうか。それに加え、他の投資家の行動が正に影響を与えるならば、この論理非整合的ファンド・マネジャーの投資行動は群衆行動として現れることとなろう。また、気質効果も価格の上昇と下降の影響が非対称に主観的に評価されるものであり、それ自体論理非整合的投資行動である。したがって、この二つの行動ファイナンスで指摘されるバイアスに注目し、これらのファンド・マネジャーの投資行動特性をアンケート調査の結果を用いて実証的に検証する。検証に利用するデータは 2005 年に国内機関投資家に所属するファンド・マネジャーを対象として実施されたアンケート調査である。

まず、仮想的な賭けに関するアンケート項目を利用し、ファンド・マネジャーを常にリスク態度が一貫している論理整合的ファンド・マネジャーと、直面する状況に応じてリスク態度を変化させる論理非整合的ファンド・マネジャーに分類し、これらのグループ間の投資行動特性の差異を仮説検定した。その結果、相対的に論理非整合的ファンド・マネジャーの気質効果が論理整合的ファンド・マネジャーの気質効果より程度が強いことが示された。一方、群衆行動に関する有意な差は見受けられなかった。

気質効果に見られた行動特性の差異はファンド・マネジャーの個人特性に影響を受けている可能性も考えられるため、個人特性をコントロールすべく ordered probit モデルを利用した分析も行った。その結果は仮説検定における結果と整合的なものであり、個人特性が投資行動特性にほとんど影響を与えていないというものであった。

＜主要参考文献＞

Suto, Megumi, and Masashi Toshino(2005), Behavioral Biases of Japanese Institutional Investors: fund management and corporate governance, *Corporate Governance: An International Review* 13, 466-477.

Can We Exploit Behavioral Biases?

Hitotsubashi University, Takashi Misumi
Michigan University, Tyler Shumway
Hitotsubashi University PhD student, Hidetomo Takahashi

Abstract

In this paper we test whether investors have behavioral biases such as tendency to be caught by attention-grabbing events, a combination of overconfidence and self-attribution, representative ness or conservatism, and loss-aversion. Employing a Cox proportional competing risk model and using a trading data of Japanese online investors, we show that they have tendency to be attention-grabbed, conservatism and loss aversion. We also test whether strategy to exploit behavioral biases yields us profits or not. Dividing our sample period into two halves, the former of which is used in measuring the degree of behavioral biases and the latter of which is used in testing, we long in stocks behavioral biased investors sold and short in stocks they purchased. Our results show that strategy based on loss aversion and conservatism generate strongly significant returns, about annually 9-10 percent in 3-6 months. But strategy based on tendency to be attention-grabbed show insignificant return. These results imply that we can make profits if we ride on behavioral biases which we can't know without using a trading data. Even if we try to exploit biases which are easier to find such as attention-grabbed bias, we can't get any rewards. Information contained in a trading data seems to be left unused by any market participants.

Keyword: Behavioral Bias, Individual Investor

上限金利規制の是非：行動経済学的アプローチ

大阪大学　筒井義郎
早稲田大学　晝間文彦
大阪大学　大竹文雄
大阪大学　池田新介

要旨

本論文は、上限金利規制の是非を理論的に検討し、消費者金融の借り手、債務整理者、消費者金融未利用者を対象としたアンケート調査の結果を用いて、実証的に検討する。本稿の特徴は、従来の産業組織的視点に加えて、借り手の双曲割引･衝動性という行動経済学的視点と情報の非対称性の視点から分析していることである。双曲割引をもつ人は計画の時間非整合性に直面するので、本人の計画に任せておくと最適な結果をもたらさない可能性がある。この様な人に対しては、借り入れを制約する政策が是認される。独自のアンケート調査の結果を用いた回帰分析によって、高双曲割引や自信過剰は消費者金融からの借り入れを促進し、債務整理に陥る原因であることを明らかにした。このように、本論文は、これまでの経済学が指摘してこなかった理由で、規制の必要性を示唆する。

アンケート調査の結果によると、消費者金融市場は情報の非対称性が強いと考えられるが、その場合、上限金利規制は基本的に望ましい効果を持たないことが示される。また、上限金利規制によって消費者金融市場を崩壊させることが望ましいかどうかは、高双曲割引の人が存在する比率をみて、国民が判断すべき問題である。アンケート調査の結果によると、高双曲割引の人は国民の約 2 割から 3 割、消費者金融の既利用者では約 3 割から 4 割であると考えられる。

さらに本論文は、消費者金融会社が、約定金利に加えて取立ての水準を操作する「取り立て均衡」を考察した。もし、借り手が、消費者金融会社が行うであろう取立て水準の期待値を正しく知っていれば、取立て技術の導入によって、借り手の効用水準が向上することはあっても、低下することはありえない。しかし、それを過小に評価していれば、取立ては借り手の厚生を悪化させる可能性がある。この取立て均衡では、約定金利で表示した借入需要関数は「後方屈折(backward bending)」になる可能性があり、借り手は高金利で過剰な借入をしたと後悔することになる。過小評価を導く原因としては、借り手の自信過剰が考えられる。実証分析は、借入需要関数は金利が低い領域では右下がりであるが、高い領域では垂直であること、取立てにあった人は自信過剰の程度が有意に高いことを示した。

最後に、貸し手が寡占であれば、上限金利規制が是認される可能性があるが、実証分析によって、寡占市場であることを支持する結果は得られなかった。

An empirical analysis of Asian currency system after reform on RMB's Exchange rate regime

明治大学　勝　悦子

明治大学大学院　一木毅文

On July 21 2005, the People's Bank of China(PBC) announced a reform of RMB's Exchange rate regime from dollar pegged exchange rate system to managed exchange rate system with reference to a currency basket with undisclosed weights. This paper aims to analyze how the Asian currency system changed after reform on RMB's exchange rate regime.

According to the previous studies using an empirical analytical method of Frankel and Wei(1994), Asian currencies once were away from dollar block after the Asian crises, but since the Malaysian Ringgit returning to fixed exchange rates for dollar, they have gravitated back towards US dollar bloc(see Kawai,2002).

In this empirical analysis, we use elasticities estimated from daily exchange rates as utilized in Ho et al.(2005). We found that the Asian currencies have moved in the direction of an effective exchange rate orientation, and Asian currencies like Korean Won or Taiwan Dollar, co-move more strongly with the trend of NDF(non-deliverable forward contract) of renminbi than with that of the yen. It implies that an influence of the RMBs among the regional currencies is growing and that a market expectation and foreign capital movements play an important role in determining the exchange rates in this region.

This paper then considers Asian exchange rates sensitivity to international capital flows by relating daily changes in the region currencies to the daily changes of each country's stock prices. In addition to the market factor, it considers the fundamentals factor, which influences the movement of the exchange rates. Analyzing the determinants of such trend, we make a policy implication for the optimal currency system in this region.

Key words: currency system, inflation targeting, international capital flows, market volatility

グローバル市場におけるイスラム金融システムの意義

国際協力銀行　吉田悦章

わが国においても関心が高まりつつあるイスラム金融は、その名が一見与える印象とは異なり、多くの国際的金融機関が取り組みを進めているグローバルな側面を持った金融システムとの位置づけが確立されつつある。本報告では、こうした問題意識をもとに、グローバル市場におけるイスラム金融システムの意義について考える。

まず、本論の前提となる、イスラム金融の概要や成長の現状について簡単に述べ、基本的取引スキームや一般の（＝イスラム式でない）金融取引との親和性について確認する。近年のイスラム金融市場では、ＨＳＢＣ、シティグループ、ドイチェ、ＵＢＳ等の大手国際的金融機関が取り組みを深めており、それらの機関が得意とする（＝イスラム各国の地場商業銀行に比して相対的な競争優位を有する）投資銀行業務や資産運用業務がイスラム金融ビジネスの中でも際立って伸びている分野であり、実際に、イスラム金融市場の拡大の背景には、こうした金融機関が強みを持つイスラム債（スクーク）やプロジェクト・ファイナンスといった大口のホールセール取引が大きく寄与している。

そして、イスラム金融がグローバル金融システムに貢献し得る可能性を示す。しばしば指摘されるように、原油高を背景に中東諸国の投資家からの資金フローが他地域金融市場に種々の影響を与えている。こうした中で、イスラム金融は、イスラム式資金運用者と一般金融システムとの“仲介”機能、それらによる資金フロー・チャネルの多様化と金融システムの安定といった機能を果たしている可能性が高い。政策面では、とくにアジア域内における通貨システムの安定への貢献が展望されている。

イスラム金融がこのようにグローバル展開をみせる中で、多くの問題に直面していることも事実である。代表的なものを挙げれば、①イスラム法解釈の地域・学者間の差異、②金融機関のバーゼル規制対応やコーポレート・ガバナンス、③各国における規制や銀行監督体制の相違等がある。これらに対処することなどを目的として、関係各国中央銀行等により国際機関「イスラム金融サービス委員会」（ＩＦＳＢ）が設立されるなどしている。こうした機関による幾つかの取り組みも、グローバル化におけるイスラム金融の位置づけを高める試みの一つと考えられる。

最後に、今後考えられる研究の方向性について簡単に触れる。まず、グローバル化を可能とした一因でもある、一般金融との比較における経済合理性について触れる。一般の金融取引とイスラム式取引との間で生じる価格差について、その発生過程や裁定の可能性はイスラム金融市場グローバル化の足跡を追い今後を占う上で興味深い課題である。次に、商品開発の現状につき言及する。ヘッジツールとしてのイスラム式デリバティブの開発・普及は、イスラム金融市場そのものの成長にも、金融システムへの貢献という点でも、重要な課題となっている。

現代におけるイスラム金融

早稲田大学　北村歳治

古代の交通規則のようなイスラム金融は、なぜ現代の金融において注目されるのか。原油価格上昇を背景とした中東の資金余剰という要因だけで説明できるのか。現代のロンドン金融市場は、イスラム金融のビジネスを確保しようとしているが、その基本的な考えは何か。古典的な中東イスラムに比較して、新興経済のマレーシアを中心とするイスラム金融は、どのような点で異なっているのか。日本へのインプリケーションは何か。

このような問題意識を背景に、財務省の研究会は 2006 年秋から一連の調査と議論を重ねてきたが、その成果は同省のウェブサイトにも掲載されている。

今回の報告は、上記の研究報告の最終章「現代におけるイスラム金融」を踏まえたものであり、次のような内容で構成されている。

1．イスラム金融は､ホールセールの段階では現代的な金融･情報通信技術に支えられている。イスラム金融の商品･サービスは複雑な契約構成が必要となるが、そのためには金融サービスの機能分解･金融工学の応用等が見られ、また、投資家等のきめ細かい注文に対応するために今日的な情報通信技術にも依存している。
2．イスラム金融の担い手は、資金の供給では、産油国の資金余剰に加え、最近では中東に限らず EU 域内のイスラム教徒、その他一般の投資家をも含んでいる。資金調達では、シンジケート･ローン、イスラム債を通じてマレーシアや中東地域等における大規模な港湾、通信インフラ整備等のものが現れている。金融仲介では、欧米の金融機関任せから一歩進んで、イスラムの資本で設立されたイスラム金融機関の活躍も顕著になっている。
3．このようなイスラム金融は、さまざまな難問に直面している。(1)イスラム金融におけるシャリアの位置づけ（シャリアの解釈･適用が学派によって相違しがちなことに加え、異時点でも利子概念等の解釈が異なってくる問題）、(2)イスラム金融の地域的な特徴と相違（金融サービスの標準化の問題）、及び(3)イスラム金融の直面する問題（プロフィット･ロスの共有の原則＜PLS＞が何処まで貫けるか、コーポレート･ガバナンスに与える影響の問題）。これらの問題を批判的に検討する必要がある。
4．先進国では、ホールセールのイスラム金融（産油国の余剰資金の運用等）はもちろん、リテールのイスラム金融においても、英国のみならず米国等でも何らかの対応が始まっている。日本はこれまでイスラム金融と無縁でいられたが、今後における対応と可能性を探る必要がある。

銀行取り付け防止策としての支払停止条項の有効性：厚生分析

同志社大学大学院　小田勇一

銀行制度は取り付けの発生という内在的な不安定性を抱えている。取り付けの発生は、預金者や借り手を不測の事態に陥らせるという意味で外部不経済効果を持つ。一方、取り付け自体、預金市場を通じて銀行経営者の行動を規律づけるという側面も有している。

銀行取り付けの性質および信用秩序維持政策のあり方に関する現代的な理論的な分析は Diamond and Dybvig (1983、以下、D－D モデルとする）に始まった。すなわち、彼らはマクロ経済的なリスクが存在しないとき、預金者間の「協調の失敗」として取り付けが発生することをナッシュ均衡の概念を用いて初めて示すとともに、預金契約に支払停止条項を付与すれば取り付けの発生は未然に防止できると主張した。さらに、マクロ経済的なリスクが存在するときには、預金保険による所得の再分配が有効とされた。このような政策提案の是非をめぐって様々な議論が展開されているが、未だ決着をみるまでに至っていない。

加えて、D－D モデルに問題がまったくないとはいえない。取り付けは通常、財務内容が大きく劣化した銀行において発生するが、D－D モデルではサンスポット的な取り付けしか分析の対象になっていない。そのため、銀行の財務内容に対する預金者の捉え方の相違が「協調の失敗」を生む可能性を明示的に組み込むことが求められる。銀行取り付けに関する研究は現在、そうした方向に動いており、代表的なものとしては Goldstein and Pauzner (2005，以下、G－P モデルと略する）が挙げられる。彼らは、D－D モデルに確率的な生産技術と生産技術の収益を示す状態変数に関するノイズを持つシグナルを導入のうえ、状態変数がある閾値を下回ったときにのみ取り付けが一意的に選択されることを示した。しかし、支払停止条項や預金保険の導入が経済厚生にどのような変化を及ぼすかという問題については分析されていない。

本報告では、信用秩序維持政策のあり方を検討する際の一助となることを目指して、G－P モデルを拡張のうえ、支払停止条項の追加が預金者の経済厚生に及ぼす効果について分析する。その結果、D－D モデルとは異なり、マクロ経済リスクが存在しないときでも取り付けの可能性は完全には排除されないことが示された。加えて、支払停止条項が追加された世界において取り付けが現に発生した際には、一部の消費者が希望どおりの消費が行えなくなる可能性が増加したり、本来清算されるべき銀行が存続したりすることになるため、資源の効率的配分が達成されないというコストが発生する。このように、預金契約の支払停止条項は預金者の厚生を悪化させる可能性があり、信用秩序維持策として有効性には限界があることが明らかになった。

銀行の事前審査のコスト

－Stiglitz and Weiss(1981, AER)の再考察－

東北学院大学　石田裕貴

近年、リレーションシップ・バンキングへの関心が高まっている。リレーションシップ・バンキングとは、銀行と借手企業との間で築かれる長期的で親密な融資取引関係のことであり、とりわけ情報の非対称性が大きいと考えられる中小企業との関係にその機能がより発揮されよう。その際、銀行はどの企業との間でリレーションシップを形成していくかについての最初の段階でその企業の信用リスクなどを審査するはずであり、ここで事前審査に焦点を当てた銀行行動を理論的に再考察することは意義のあることだと思われる。

本論文は、Stiglitz and Weiss(1981, AER. 以後 SW)の信用割当のモデルを基にして、informative であるが不完全な事前審査を行う銀行の貸出行動を理論的に分析している。SW の中心的な仮定である投資収益の平均保存的拡散の下では、銀行は事前審査をして企業のリスクを判定し、そのリスクに合った貸出利子率を課すことが審査コストを回収する上で銀行にとって望ましい行動になる。

審査が不完全である場合、審査が完全である場合と異なりリスクの高い企業も融資に申し込む誘因がある。したがって、銀行はすべての企業を一括して取り扱う。このとき銀行は事前審査を行わず、すべての企業に同一の貸出契約をオファーする場合（SW の信用割当）か、事前審査を行ってその結果に応じて別々の貸出契約をオファーするかの選択をする。同一の契約を提供するとき、リスクの低い企業の収益に合わせて銀行は貸出利子率が低く抑える。一方、異なる契約をオファーするとき、それぞれのリスクに合わせた貸出利子率が設定可能で、すなわち低（高）リスクと判定したタイプには低（高）い利子率を設定する。リスクの低い借手が高リスクの借手であると間違って判定された場合にだけ、その借手が貸出市場から退出する。銀行が事前審査を実施するかどうかは、高リスクの借手からの収益の増加分と低リスクの借手の退出による収益の減少分、及び審査コストの大小関係によって決定される。ここで重要なことは、高リスクと判定した借手に対して、実際にそのリスクに合った高い貸出利子率が設定可能でなければならないということである。それによって、銀行は審査コストを回収し事前審査をする誘因が与えられる。

また、審査コストの負担に関して、融資の申込手数料として借手企業から徴収することも考えられよう。その際、銀行は借手のタイプに応じて申込手数料を設計できるなら、事前審査をすることなく借手のタイプを自己選択できる。これは担保による自己選択メカニズムの応用である。しかし、投資が失敗したときに限り失われる担保と違い、申込手数料は常に支払われるのでこのようなメカニズムは働かない。

Bank Consolidation and Soft Information Acquisition in Small Business Lending*

一橋大学 小倉義明
和歌山大学　内田浩史

本稿の目的は、銀行の整理統合が銀行によるソフト情報獲得に与える影響を調べることである。中小企業に関するアンケート調査から得たデータを用いて分析を行った結果、銀行合併は中小銀行によるソフト情報獲得に負の影響を与えることが発見されたが、大銀行は合併の有無にかかわらずソフト情報は蓄積されておらず、合併の影響は見られなかった。

本稿ではさらに、こうした合併の負の効果の原因を明らかにするため、合併後の銀行の組織再編に関する詳細な分析を行った。その結果、経営組織の複雑化をあらわす代理変数は中小銀行によるソフト情報獲得に負で有意な影響を与えているのに対し、費用削減の程度を表す代理変数は有意な影響を与えないことが分かった。この結果は、銀行合併が中小銀行の経営組織を複雑にし、ソフト情報獲得を妨げることを意味しており、シンプルな経営組織の企業ほどソフト情報を獲得することに関して比較優位を持つという Stein [2002, Journal of Finance]の理論と整合的である。

[主要参考文献]

Hauswald, R., and Marquez, R. “Competition and Strategic Information Acquisition in Credit Markets”. Review of Financial Studies, 19:967–1000, 2006.

Liberti, J., and Mian, A., “Estimating the Effect of Hierarchies on Information Use,” London Business School Working Paper, 2006.

Stein, J.C. “Information production and capital allocation: decentralized versus hierarchical firms,” Journal of Finance LVII, 1891–1921, 2002.

* 連絡先：小倉義明，一橋大学経済研究所, 186-8603，東京都国立市中 2-1, ogura@ier.hit-u.ac.jp.

アメリカの投資信託と金融市場

名城大学　三谷　進

本報告では、アメリカの投資信託が金融市場において果たしてきた役割を歴史的に分析しながら、そこで生まれてきたミューチュアル・ファンドやヘッジ・ファンド等の多様な投資信託が、アメリカ金融市場および国際金融市場に対してどのような影響を与えているのかを解明していくことを主題としている。

アメリカの投資信託と金融市場の関連を歴史的に分析してみると、投資信託は、一方で、金融市場の安定化装置として資金滞留効果を果たしながら、他方で、金融市場や金融システムを不安定化させる側面を潜在的にもつという二面的な性格をもっていることがわかる。

特に、1980 年代以降のアメリカの投資信託は、一般の貯蓄性資金が投資信託システムに流入しやすい環境の整備が進められてきており、金融市場における投資信託の「資金集中」機能が非常にうまく作用してきた。その投資信託の特徴的なメカニズムとして「ファンド・ファミリー」と呼ばれる構造があり、それは多様な投資信託の販売を通じて、一つの投資信託グループ内に資金が吸収・滞留され、それらの資金が様々な産業部門へと投資されていくことを可能にするものであった。

また、これらの投資信託への資金集中は、単なる投資信託それ自体のもつ特性だけではなく、アメリカの金融システムの制度的条件が大きな影響を与えており、証券規制構造の変化等も含めて、投資信託の発展を総体的に把握していくことが必要とされている。

特に、アメリカの投資信託は、1980 年代以降の制度的な条件の変化を基礎にしながら、金融市場における投資信託の巨大な資金の貯水池をつくり、そこから資金を漏らさないようにしながら、金融市場の安定化を図る役目を果たそうとしてきたのであった。

このような金融市場の安定化要因としての性格は、投資信託がシステムとして長期にわたって形成してきたものであり、例えば、1920 年代の投資信託の生成期にもその萌芽的な形態が観察され、また、1970 年代に登場した MMF と CMA(Cash Management Account)では、証券売買に必要な資金が自動的に投資信託にスイープされるような仕組みがシステムとしてつくられ、金融市場に投資資金を滞留させることを可能とさせていた。

さらに、その後の投資信託は、より包括的な形でアメリカ国内および国際金融市場を覆うようにして、投資信託システムの網の目を内外に張り巡らせ、その資産規模の拡大を続けていった。

今回の報告では、以上のようなアメリカにおける投資信託の歴史的な変遷を辿りながら、投資信託が金融市場において果たしてきた役割や、その資金滞留メカニズムの安定性の問題について議論を深めていきたいと考えている。

国際ファンド・フロー増大の諸要因と不安定性
――資本収支の分析を中心に――

北九州市立大学　前田　淳

本報告の目的は、国際ファンドフローを増大させてきた要因と構造を追跡することで、国際金融システムに対する国際ファンドフローの影響について概観を得ることである。とくに、変動為替相場制以降の状況を対象とする。本報告でいう国際ファンドフローとは、ヘッジファンドや投資信託のみではなく、国際収支統計や国際的な債権債務残高統計などに現れている経常収支そのもの、及び、資本収支レベルのマネーの運動を意味している。

国際ファンドフローの源泉の第一は、基軸通貨国アメリカの経常収支赤字である。非居住者に支払われたドルがオフショア市場や「ユーロ」ドル市場に滞留したり、外貨準備として累積したりすることで、ドルの分厚い滞留が続いている。第二に、各国銀行とくに日米欧英の商業銀行による貸付によっても、国際的に運動する資金は形成されている。とくに、９０年代以降の日本の低金利による円キャリー取引は、残高が３０～４０兆円といわれている。その内のかなりの部分は、銀行貸付によるものであろう。第三に、機関投資家、投資信託、ヘッジファンドは、家計や企業の保有資金を国際的に可動させるルートである。とくに家計の余裕資金は、それ自体では小口であったものが、投資信託などに集中することで大きな勢力となるわけである。

以上のような、資金源泉としての国際ファンドフローの増大要因とは別に、様々な要因が国際ファンドフローを増大させてきた。情報技術の発達、ＷＴＯなど国際機関による自由化推進、各国の金融規制緩和・自由化、ＣＡＰＭに代表される投資手法の開発、などである。

こうした国際ファンドフローの増大は、国際金融システムにどう影響するのであろうか。通常は、資金の効率的運用が増し、分散投資が進むことでリスクが低下し、途上国の経済発展にプラスであろう。そういう意味で、国際金融システムの安定性に貢献する側面があるといえる。しかし、アジア金融・通貨危機やロシア危機に代表されるような、大規模なコンテージョンを伴う資本収支型の危機をもたらすこともあり、不安定性も内包していることは否定できない。そういう意味で、国際金融システムの安定性が増大することは、同時に、不安定性も増大することであると本報告では捉えている。

以上の整理と視点にもとづき、報告当日は各国の資本収支データなどを中心にしながら、国際ファンドフローの運動と増大メカニズムについて、できるかぎり概観を得られるようアプローチしたい。

プライベートファンドと国際資本市場

久留米大学　伊 豆　久

2000 年を頂点とするＩＴバブルの崩壊後、国際資本市場は低迷を続けていたが、03 年頃を底に反転、現在はＩＴバブル期を上回る活況を呈している。そしてそこでは、企業金融に関連した部分を中心に、以下のような特徴が見られる。

第一に M&A の増大である。90 年代後半に拡大した M&A はバブル崩壊にともなって縮小していたが、それが再び増加し、06 年には 2000 年のピーク時を上回った。第二に、シンジケートローンによる資金調達が拡大していることである。世界全体を見ると、株式や社債の発行による資金調達が横ばい状態にあるのに対して、シ・ローンだけが 04 年頃から急速に拡大している。＜証券化の時代＞が言われて久しいが、かつての＜融資の時代＞に逆戻りしたかのようである。第三に低格付け債の利回りが低下している。格付け機関によって投機的（speculative）との烙印を押された債券と投資適格債の間には明確な利回り格差があるはずであったが、03 年頃から格差が急速に縮小し現在は歴史的な低スプレッドとなっている。第四に、クレジットデリバティブ市場がここ数年間、一年ごとに倍増というハイペースで急拡大していることである。

これらは、プライベートファンド（プライベートエクイティファンド、ヘッジファンド）の台頭を軸に派生している現象のように思われる。ＩＴバブル期の M&A がハイテクセクターの株高を利用した株式交換を中心としていたのに対して、現在は、買収ファンドによるＬＢＯの比率が高い。その理由としては、長期金利の低位安定や、企業のバランスシートの改善と並んで、クレジット市場における金融技術革新があげられよう。シ・ローンにおける流通市場の整備、クレジットデリバティブ市場の拡大、トランチングの導入が、クレジットリスクの管理を容易とし、そのことがリスクの高いＬＢＯへの資金供給を可能としているのである。そして、資金の出し手においては、銀行ではなく機関投資家、なかでもヘッジファンドのウエイトが高まり、その積極的なリスクテークが市場全体のリスク許容度を高めている。

したがって、現在の M&A は、直接的には株式市場（企業支配権の売買）のブームであるものの、それを支えているのはむしろクレジット市場における革新と活況であろう。それは一方で、クレジットリスクの分散化を推し進め、資金配分の効率化を促進しているが、他方で、財務制限条項の緩和など新たなリスクを生み出している可能性がある。高収益率を誇るプライベートファンドを通じた巨額の資金供給が、デフォルト率を抑制しながら、M&A やクレジットデリバティブを拡大させ、そのことが翻ってファンドにハイリターンをもたらしているとすれば、そこには一種の自己増殖的な側面を指摘することもできよう。

銀行解体と日本型市場型間接金融への道

みずほ証券　　高 田　創 氏

日本の資本市場は個人の資金を銀行が預金で預かり企業に貸出しで仲介する銀行中心の状況が続いた。ここで銀行貸出し、なかでも主力銀行貸出しは単なるデット（負債）だけでなく、企業への長期リレーションを背景にエクイティ性をもった「擬似エクイティ」の性格をもっていた。更に、銀行の株式保有も含め、戦後長らく銀行は、企業のバランスシートの調達サイド全体、デットもエクイティも含め丸抱えしていたかの状況にあった。

こうした状況の背景に、第二次大戦で既存の資本家層が財閥解体も含めて消失したなか、不足した資本を代替させる機能を銀行が負い、そこで資本性資金の供給が擬似エクイティの貸出しであった構造がある。企業と銀行は運命共同体として、銀行は日本経済のインデックスファンド、プライベートエクイティ機能を果たしてきた。

しかし、90 年代以降の資産デフレに伴う資産価値消失が第二次世界大戦並の規模で生じ、加えて時価会計、バーゼル規制の流れは、大幅な銀行の資本の毀損を招いた。結果として「第二の財閥解体」を「銀行解体」として銀行の機能を分化（アンバンドル）する必要に迫られた。銀行が丸抱えしていた資本市場での機能を市場のなかの評価にそった金融商品に分化させる動きが市場型間接金融として生じた。銀行は株式保有を大幅に圧縮させる一方、相対貸出しにおける擬似エクイティ性をリスク管理の名のもとに除去し市場化させる流れのなかシンジケートローン、ローン売買市場が生じ、企業（コーポレート）ベースでの仲介から資産の生み出すキャッシュフローへの信用としてプロジェクトファイナンス、ノンリコースローンも拡大した。また、市場化とキャッシュフローベースの流れの延長線上に証券化市場の広がりも生じ、金融の複線化も生じた。90 年代以降の、銀行解体のなかで生じた市場型間接金融はいわば流動化市場、金融の複線化であった。

しかし、90 年代以降の資産デフレの収束とバランスシート調整の完了で流動化する必要が乏しくなったなかで、市場型間接金融は曲がり角にある。今次銀行解体は最大の株式保有者であった銀行からの株式売却をともない、擬似エクイティ収縮も含めたリスク受容者の喪失でもあった。同時に、企業サイドは有利子負債圧縮を続けるなか、資本市場におけるデットとエクイティの相対関係に大きな歪さが生じている。本来、クレジット市場はバランスシートの調達サイド全般、デット・エクイティを横断しているものであるが、その乖離が異例な低スプレッドと国内でのエクイティ保有者の不在をうんでいる。

今後の課題はデットとエクイティの中間形体としてのメザニン、ハイブリッド市場の拡大、さらにはデットとエクイティの乖離を埋めうる裁定作用としてデット調達が活発化されハイイールド市場にまで広がりうる環境創出が課題となる。欧米ではその起爆剤が 80 年代以降 20 年余りに及ぶ規制緩和、産業再編にからむ M&A だっただけに、日本の市場型間接金融の一段の拡大にもそうした経済全体の変革も前提となることには留意が必要だ。

市場型間接金融と信託の展望

住友信託銀行　　小足一寿

市場型間接金融の拡大は、多種多様なリスク・リターンを持つ金融商品の提供や多様な投資家層の参加、投資家が広く薄くリスクを負担することによるリスクマネーの供給拡大や資金調達手段の多様化、新たな投資機会の発見能力向上による経済の活性化、などに繋がるものであり、この拡大をより真剣に考える必要がある。また、我が国の金融機関等の国際的競争力の強化という喫緊の課題の解決のためには、「貯蓄から投資へ」の流れの加速、先進的な金融商品・金融スキームの開発促進が重要であり、広義の市場型間接金融はその中核を成している。

市場型間接金融の具体的な商品・スキームとしては、投資信託、年金、流動化・証券化、シンジケートローン等があげられるが、これらのいずれにおいても信託というスキームが有効に機能している。

一方、信託制度そのものが、平成 16 年の信託業法改正、平成 18 年の信託法改正、それに伴う会計基準や税制の整備などにより、今後大きく変質していく可能性がある。

特に、平成 18 年の信託法改正においては、信託受益権の有価証券化を一般的に許容（受益証券発行信託）し、多数決による受益者の意思決定方法が導入されるとともに、受益権の譲渡に関する規定が整備された。併せて、金融商品取引法においても、受益証券発行信託の受益証券を保管・振替制度の対象とすることとされている。このような環境整備により、信託受益権の流動性・流通性が向上し、流通市場が整備されれば市場参加者の拡大も期待でき、ひいては市場型間接金融の拡大に資するものである。また、自己信託、限定責任信託やいわゆる事業信託などの新しい類型の信託が創設等され、流動化・証券化型の信託や運用型の信託での機動性の向上や多様性の拡大、投資対象の拡大などが想定され、これらも信託を活用した市場型間接金融の新しい領域を切り開く可能性を持つ。

信託制度の変質とは別に、市場型間接金融における受託者・受任者責任についても考察を加える必要がある。市場型間接金融では、投資対象の組成から販売までに、信託銀行・アセットマネージャーなどの運用・管理業者、年金基金等の制度管理者、証券等の販売仲介者など様々なプレーヤー・主体が関与する。これらのうち、信託銀行等の受託者責任については、信託法や各種の業法において規律されているが、制度管理者等を含めた広義の若しくは複数段階での受託者・受任者責任について、米国のエリサ法のような一般的なルールが必要ではないか。

以　　上

市場型間接金融と消費者利益

同志社大学・鹿野嘉昭

金融とは、最終的な借り手が最終的な貸し手に借用証書、社債や株式という本源的証券を発行して資金を調達することをいう。こうした資金の融通に対し政府では、取引の安全性確保などを狙いとして各種の規制を課している。この政府規制の束や民間部門が策定した取引ルールにより規定された金融取引にかかわる仕組みのことを金融制度という。

金融制度は一般に、政府規制の相違を反映して、銀行型制度と資本市場型制度に大別される。金融のグローバル化、情報化の進展を背景として現在、金融制度は資本市場型に収斂するという捉え方が定着している。その一方、日本では近年、市場型間接金融が注目を集めている。この概念はもともと、故蝋山教授により金融取引区分にかかわる一類型として提唱されたものである。最近では、日本の金融制度の将来あるべき姿として観念され、その拡大に向けて金融取引にかかわる制度基盤の整備・拡充が重要と主張されている。

本報告では、市場型間接金融にかかわる議論を再検討するとともに、金融取引にかかわる制度基盤の整備については消費者利益の向上を最優先目標に掲げて実施すべきことを提案したい。市場型間接金融が新たな枠組みとして提唱されるに際しては、投資信託や証券化といった市場型間接金融の動きやスキームに関心が集中する一方で、それらを定着させるには何が必要かという視点が希薄といわざるを得ない。それゆえ、消費者利益の向上という観点から金融取引基盤整備のあり方について議論することにした次第である。

報告の骨子は、次のとおりである。すなわち、第１に、国際比較の観点からすると、市場型間接金融が最も発達した国は、アメリカとイギリスである。この事実は、市場型間接金融は銀行型金融制度のみならず資本市場型の一類型でもあり、個人投資家による資産運用ニーズの高まりが投資信託、年金・保険の拡大を促したことを意味している。

第２に、日本の金融にかかわる真の問題は、これまでの改革・規制緩和においては消費者利益の向上という視点が希薄であったことに尽きる。そのため、自己責任に基づく投資が声高に叫ばれても、消費者としては慎重姿勢を維持せざるをえなかったのである。

第３に、証券市場における旧来の慣行や寡占的な競争状態も消費者利益の向上を阻んできたが、そうした状況は近年、証券市場のグローバル化とともに着実に改善しつつある。この流れを確実なものとするためにも、金融取引にかかわる枠組みを今一度見直し、消費者利益の向上を促すものへと改編することが喫緊の課題と考える。

第４に、証券化、債権流動化やシンジケート・ローンについては、市場型間接金融の枠組みではなく、むしろリスクの最適な分配を狙いとする金融のアンバンドリング・リバンドリングの枠組みで捉えて議論するほうが適切ではなかろうか。

2007年日本金融学会秋季大会
共通論題のレジメ
「金融危機と金融システムの変化：更なる証券化の可能性？」

中央大学　堀内昭義

第二次大戦後、日本経済は、少なくとも表面的に見る限り、銀行融資中心の金融システムの下で急速な成長を遂げてきた。しかし 1990 年代末に銀行部門の脆弱性が露わになるとともに、銀行中心の金融システムの限界がさまざまに指摘され、日本金融システムをアメリカ流の資本市場中心のシステムに作り変えるべきであるとする主張や提言が一種のファッションになっているかのようである。

確かに、金融に限らずどのような分野においても、透明で公正な市場メカニズムを構築できれば、多くの経済問題をそのメカニズムに委ねることができるであろう。できる限り透明度の高い市場メカニズムの構築に向けて、私たちが努力すべきことにおそらく誰も反対しないであろう。それは、いわば経済がどうあるべきかに関する規範的問題であり、そこに大きな見解の対立や曖昧さが存在するようには思われない。しかし、金融の領域に市場メカニズムがさらに浸透していくメカニズムに関する実証的（positive）分析が欠落していると、そのような規範的判断に立脚した主張や政策提言が、（これまで何度か私たちが経験したように）単なる希望的な観測や見せ掛けだけのキャンペーンにとどまる危険が少なくないと思われる。

そこで私の報告では、銀行危機がもたらした金融システムの変化、とくに「証券化」の動向を実証的分析の枠組みの中で整理し、そこから日本の金融における市場化の今後の進展を展望することにしたい。とくに、市場化の進展が日本経済に求める負荷についていくつかの角度から考察する。また東京を（あるいは日本を）ロンドンやニューヨークに比肩する世界規模のマネーセンターに再構成する政策課題や、日本の金融機関に世界のライバルに対抗するための競争力をつけさせるべきだとする政策の relevancy についても、考察することにしたい。

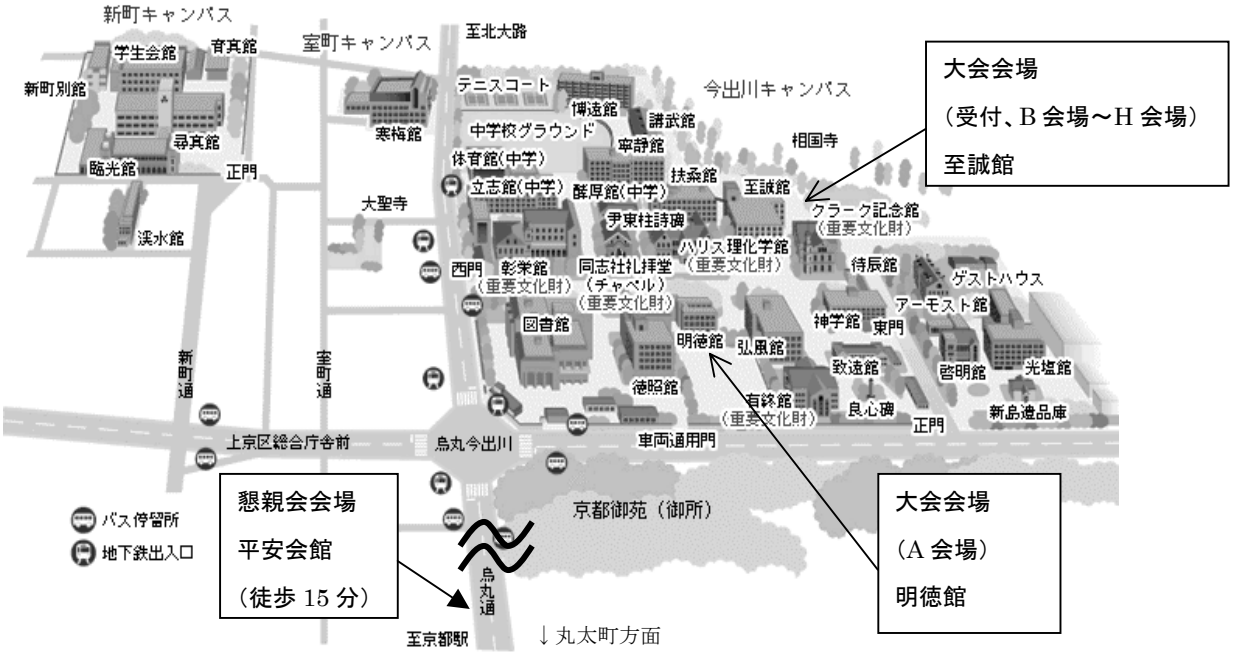
議論の順序は以下の通りである。

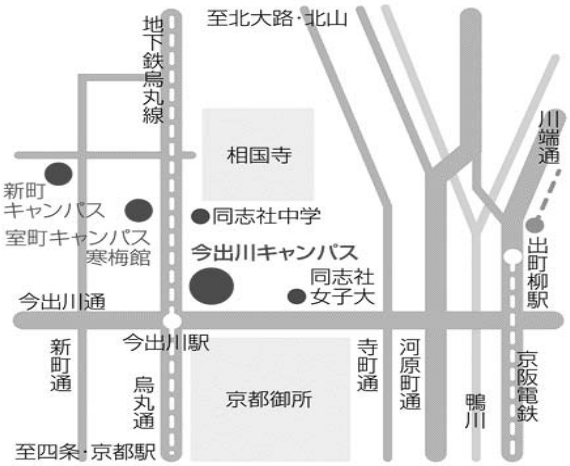
（１）銀行危機が促した証券化という構造変化

（２）金融行政の変化と構造変化

（３）高度な市場化という政策課題

同志社大学アクセスマップ





<u>大会会場(今出川キャンパス)</u>

〇地下鉄「今出川」駅から徒歩 1 分

〇京阪「出町柳」駅から徒歩 15 分

〒602-8580　京都市上京区今出川通烏丸東入

TEL:075-251-3120

<u>懇親会会場(平安会館)</u>

〇大会会場より徒歩 10 から 15 分

〒602-0912　京都市上京区烏丸通上長者町上ル

TEL:075-432-6181