金融学会会報

2009 年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　：　**2009** 年 5 月 16 日（土）・5 月 17 日（日）

会　場　：　東京大学　　本郷キャンパス
（〒113-0033　東京都文京区本郷 7-3-1）

最寄り駅と所要時間：
本郷三丁目駅（地下鉄丸ノ内線）　徒歩約　6 分
本郷三丁目駅（都営地下鉄大江戸線）　徒歩約　5 分
湯島駅（地下鉄千代田線）　徒歩約　8 分
根津駅（地下鉄千代田線）　徒歩約 12 分
東大前駅（地下鉄南北線）　徒歩約 10 分

連 絡 先 ：　日本金融学会 2009 年度春季大会事務局

〒113-0033
東京都文京区本郷 7-3-1　東京大学
金融教育研究センター研究支援室
TEL：03-5841-5581　　FAX：03-5841-5596
E-mail：　carf-info@e.u-tokyo.ac.jp

お知らせ

○ 大会参加費： 無料とします。

○ 懇親会： 5 月 16 日(土)18 時 10 分より、東京大学山上会館 1 階にて行います。ぜひご参加ください。参加を希望される方は、懇親会費(5,000 円)を銀行口座

りそな銀行　本郷支店　普通　1178416

東京大学経済学部　福田慎一（ﾄｳｷｮｳﾀﾞｲｶﾞｸｹｲｻﾞｲｶﾞｸﾌﾞ　ﾌｸﾀﾞｼﾝｲﾁ）

に、**4 月 17 日(金)まで**にお振込み下さい。

―なお、当日お支払いの場合には 5,500 円を頂戴致します。

○昼　食： お弁当(1,000 円)をご希望の方は、上記銀行口座に**4 月 17 日(金)まで**にお振込み下さい（懇親会費を支払われる方は、合計金額をお振込みください）。当日の受付は致しません。

―なお、16(土)、17(日)とも近辺の食堂・レストランに限りがあります。昼食を申し込まれることをお勧め致します。学外の食堂はいずれも小規模ですので昼食時は混雑が予想されます。

ご注意：懇親会費やお弁当代をお振込みになられた方は、同封の御葉書に必要事項をご記入の上、**必ず**ご返送下さい。この御葉書をご返送せずに、お振込みのみをされた場合でも、懇親会へのご参加やお弁当のお渡しをできない場合がございますので、ご注意ください。

○アクセス： キャンパス内駐車場はありません。お車でのご来場はご遠慮下さい（会場へのアクセスは、末尾の地図をご参照下さい）。

○セッション： 自由論題の各報告は、報告者の報告時間 25 分、コメント 10 分、質疑応答 10 分の合計 45 分となります。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。

また、開始時間は 5 月 16 日（土）が 9 時 30 分、17 日（日）が 10 時です。

○宿泊施設： 各自でお手配願います。

○その他：・**当日のコピー・サービスは一切行いません。**

(当日配布される資料については、各自で事前にご準備下さい)

- 大会準備委員会の方針として出席者名簿の配布は致しません。
- 本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。ホームページには要旨集のみ掲載致します。
- 要旨集の印刷配布は行われません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用ください。

日本金融学会　2009 年度春季大会
プログラム

第 1 日　5 月 16 日(土)

1　中央銀行パネル

Ｇ会場　〈9:30～11:45〉

世界金融・経済危機と中央銀行

座長　東洋大学　中 北　徹　氏

(1)
報告者　日本銀行　中 曽　宏　氏

(2)
報告者　三菱東京 UFJ 銀行　内 田 和 人　氏

(3)
報告者　神戸大学　地 主 敏 樹　氏

2　自由論題　〈9:30～11:45※1〉

Ａ会場　**セッション：国際金融（１）**

座長　明治大学　勝　悦 子　氏

(1)　中国の住宅市場ブームに対する海外資本流入の影響
報告者　武蔵大学　大 野 早 苗　氏
討論者　一橋大学　小 川 英 治　氏

(2)　Empirical Analysis of the Forward Premium: Evidence from the Asia-Pacific Region
報告者　筑波大学　永 易　淳　氏
討論者　神戸大学　岩 壷 健 太 郎　氏

(3) アジア債券市場育成政策の政策形成論理 ―通貨のミスマッチ対策を後回しにした論理
報告者　東京大学大学院　布 田 功 治　氏
東京大学大学院　西 川　輝　氏
討論者　日本銀行　竹 内　淳　氏

Ｂ会場　　セッション：企業金融

座長　東北福祉大学　鴨 池　治　氏

(1)　The Effect of Bank Relationships and Ownership Structure on Financing Choices: Evidence from Japan

報告者　一橋大学大学院　石 川 雅 也　氏
一橋大学大学院　高 橋 秀 朋　氏
討論者　東京理科大学　鈴 木 健 嗣　氏

(2)　退職給付会計数値と投資家による企業評価

報告者　九州大学大学院　山 本 御 稔　氏
討論者　長崎大学　阿 萬 弘 行　氏

(3)　日本のメインバンク関係――その現状と機能

報告者　早稲田大学　広 田 真 一　氏
討論者　日本政策投資銀行　花 崎 正 晴　氏

Ｃ会場　　セッション：金融史（１）

座長　首都大学東京　矢 後 和 彦　氏

(1)　円借款とインドの政治経済

報告者　布 目 稔 生　氏
討論者　国際通貨研究所　松井 謙一郎　氏

(2)　沖縄返還時の円・ドル通貨交換――米国側資料からみた回収ドル取扱いをめぐる日米交渉の動き

報告者　武蔵大学大学院　鈴 木 三 郎　氏
討論者　東京大学　伊 藤 正 直　氏

(3)　新ブレトンウッズ構想

報告者　佐賀大学　米 倉　茂　氏
討論者　北九州市立大学　前 田　淳　氏

Ｄ会場　　セッション：途上国の金融

座長　神戸大学　三重野 文晴　氏

(1)　イスラム銀行に関する金融論的考察―アブダビ・イスラム銀行のバランスシート分析

報告者　一橋大学大学院　上 山　一　氏
討論者　アジア経済研究所　中 川 利 香　氏

(2)　競争とマイクロファイナンス機関パフォーマンス

報告者　神戸大学大学院　甲 斐 久 子　氏
討論者　札幌学院大学　播磨谷 浩三　氏

(3)　マイクロクレジットとグループ貸付

報告者　早稲田大学大学院　松 田 慎 一　氏
早稲田大学　藪 下 史 郎　氏
討論者　一橋大学　奥 田 英 信　氏

Ｅ会場　　セッション：日本の地域金融（１）

座長　名古屋大学　家 森 信 善　氏

(1)　日本労働金庫の誕生

報告者　愛知学泉大学　三 村　聡　氏
討論者　駒澤大学　齋 藤　正　氏

(2)　地方預貸率低下要因とその是正策

報告者　東洋大学　益 田 安 良　氏
討論者　同志社大学　野 間 敏 克　氏

(3)　高齢社会の進行と地域金融機関経営

報告者　九州大学　堀 江 康 熙　氏
討論者　近畿大学　安孫子 勇一　氏

Ｆ会場　　セッション：マクロ経済学と金融

座長　慶応義塾大学　櫻 川 昌 哉　氏

(1)　The Estimation of the New Keynesian Phillips Curve in Japan and its Implication for the Inflation Responses to a Monetary Policy Shock

報告者　神戸大学　柴 本 昌 彦　氏
討論者　日本銀行　武 藤 一 郎　氏

(2)　中央銀行による insolvent bank 救済の効果と限界

報告者　同志社大学大学院　小 田 勇 一　氏
討論者　神奈川大学　酒 井 良 清　氏

(3)　Financial Development and Financial Amplification

報告者　金融庁　平 野 智 裕　氏
討論者　神戸大学　中 村　保　氏

３　招待講演　〈11:50～12:30〉

Ｇ会場

アメリカの金融危機――大恐慌と比較して

司会　日本金融学会会長　筒井義郎　氏
講演者　東京大学　貝塚啓明　氏

４　昼　食　〈12:30～13:30〉

５　金融史パネル　〈13:30～15:45〉

Ｇ会場

危機と革新の金融史――1920 年代、30 年代の日本

座長　千葉商科大学　齊藤壽彦　氏

(1)　経済環境とマクロ経済政策

報告者　日本銀行　鎮目雅人　氏

(2)　銀行経営の変容

報告者　麗澤大学　佐藤政則　氏

(3)　プルーデンス監督の形成――大蔵省銀行検査を中心に

報告者　横浜国立大学　邉　英治　氏

コメンテーター　国士舘大学　野下保利　氏
コメンテーター　首都大学東京　矢後和彦　氏
コメンテーター　法政大学　靏見誠良　氏

６　自由論題　〈13:30～15:45〉

Ａ会場　　セッション：金融監督・規制（１）

座長　関西学院大学　春井久志　氏

(1)　VAT における金融サービス課税

報告者　みずほ総合研究所　鈴木将覚　氏
討論者　東京大学　貝塚啓明　氏

(2)　金融商品取引法上の有価証券概念の再検討

報告者　横浜国立大学　高 橋 正 彦　氏
討論者　早稲田大学　久 保 田　隆　氏

Ｂ会場　　セッション：国際金融（２）

座長　明治学院大学　佐々木 百合　氏

(1)　Original Sin and Monetary Policy

報告者　一橋大学大学院　中 村 周 史　氏
討論者　神戸大学　松 林 洋 一　氏

(2)　最適通貨圏の理論に金融危機リスクを導入する
——最近の中東欧の通貨・金融危機リスクを踏まえたゲーム理論のアプローチ

報告者　国際通貨研究所　西 村 陽 造　氏
討論者　龍谷大学　村 瀬 哲 司　氏

(3)　External Adjustments and Coordinated Exchange Rate Policy in Asia

報告者　神戸大学　岩壷 健太郎　氏
一橋大学　小 川 英 治　氏
討論者　神戸市外国語大学　江 阪 太 郎　氏

Ｃ会場　　セッション：為替制度・銀行の効率性

座長　武蔵大学　大 野 早 苗　氏

(1)　インボイス通貨の決定要因とアジア共通通貨バスケットの課題

報告者　東京大学　伊 藤 隆 敏　氏
千葉商科大学　鯉 渕　賢　氏
横浜国立大学　佐 藤 清 隆　氏
専修大学　清 水 順 子　氏
討論者　福島大学　大 野 正 智　氏

(2)　エルサルバドルとエクアドルの公式ドル化政策採用の背景
——政策のロックイン効果と国内の政治対立の視点からの考察

報告者　国際通貨研究所　松井謙一郎　氏
討論者　日本銀行　畑瀬真理子　氏

(3)　ロシアにおける国内および外国銀行の効率性分析

報告者　旭川大学　大 野 成 樹　氏
討論者　札幌学院大学　播磨谷 浩三　氏

Ｄ会場　　セッション：金融政策

座長　神戸大学　宮尾龍蔵　氏

(1) Optimal Monetary Policy and Inflation Persistence in an Open Economy

報告者　神戸大学大学院　井田大輔　氏
討論者　関西大学　敦賀貴之　氏

(2) 量的緩和政策期間における銀行貸出経路

報告者　大阪大学大学院　井上　仁　氏
討論者　学習院大学　細野　薫　氏

(3) 新日銀法下の金融政策をどう見るか

報告者　中央大学　建部正義　氏
討論者　上智大学　藤井良広　氏

Ｅ会場　　セッション：日本の地域金融（２）

座長　九州大学　堀江康熙　氏

(1) 日本における県別銀行貸出市場分断仮説の再検証―― 県別貸出金利の誘導形を用いたパネル共和分検定による実証分析

報告者　京都大学　石川大輔　氏
討論者　大阪府立大学　加納正二　氏

(2) 企業・銀行間のスイッチングコストの計測――関西地域における信用金庫のデータを用いて

報告者　神戸大学大学院　中岡孝剛　氏
討論者　沖縄国際大学　島袋伊津子　氏

(3) 地域力再生機構による第三セクター再生支援を巡る考察

報告者　国立国会図書館　深澤映司　氏
討論者　みずほ総合研究所　鈴木将覚　氏

Ｆ会場　　セッション：金融市場の実証分析

座長　大阪大学　福重元嗣　氏

(1) Capital Ratios and Cross-Section of Stock Returns in Banking Industry

報告者　一橋大学大学院　陳　思翀　氏
討論者　関西学院大学　田中　敦　氏

(2) 公的資金注入と銀行貸出――国際行と国内行の非対称性

報告者　一橋大学大学院　長田　健　氏
討論者　近畿大学　安孫子勇一　氏

(3)　不完全データを使った日本の銀行産業における合併・統合の効果― 2002-2005 年度

報告者　秋田県立大学　宮 本 道 子　氏
統計数理研究所　安 藤 雅 和　氏
統計数理研究所　逸 見 昌 之　氏
討論者　中央大学　奥 山 英 司　氏

7　特別講演　〈16:00～17:00〉

Ｇ会場

金融システムの安定性とマーケット・コンフィデンス

司会　東京大学　植 田 和 男　氏
講演者　日本銀行副総裁　西 村 清 彦　氏

8　総　会　〈17:10～17:50〉

Ｇ会場

9　懇親会　〈18:10～20:10〉

会場：東京大学山上会館１階

第２日　５月17日(日)

１　国際金融パネル　〈10:00～12:15〉

Ｇ会場

世界金融危機

座長　一橋大学　小 川 英 治　氏

(1)　金融危機の発生・拡大と政策の失敗――1997～98年日本と2007～08年アメリカの比較

報告者　東京大学　伊 藤 隆 敏　氏

(2)　世界金融危機と国際金融・通貨システム改革

報告者　アジア開発銀行研究所　河 合 正 弘　氏

(3)　Global Financial Crisis: Difference in the Market Deterioration Mechanism and its Impact in Capital Flow

報告者　日本政策金融公庫　渡 辺 博 史　氏

２　自由論題　〈10:00～12:15〉

Ｂ会場　　セッション：金融監督・規制（２）

座長　立教大学　日向野 幹也　氏

(1)　金融システム安定のための国際協力の起源とその後の発展
―バーゼル銀行監督委員会創設と「バーゼル・コンコルダット」採択を巡る動き

報告者　日本銀行　渡 部　訓　氏
討論者　首都大学東京　矢 後 和 彦　氏

(2)　大蔵省検査及び日銀考査の不良債権への影響

報告者　久留米大学　塚 崎 公 義　氏
討論者　東京国際大学　上 林 敬 宗　氏

(3)　EUにおける銀行監督当局カレッジと監督強化の枠組み

報告者　宮城学院女子大学　太田 瑞希子　氏
討論者　関西学院大学　春 井 久 志　氏

Ｃ会場　　セッション：中国の金融

座長　東京大学　伊藤正直　氏

(1)　人民元ボラティリティが中国対日輸出に与える影響

報告者　対外経済貿易大学　西村友作　氏
討論者　専修大学　清水順子　氏

(2)　中国銀行貸出市場における市場分断仮説の検証

報告者　早稲田大学大学院　大熊正哲　氏
討論者　名古屋大学　家森信善　氏

(3)　中国上場企業の投資行動――非金融業における政府支配の影響分析

報告者　一橋大学大学院　ハスビリギ　氏
一橋大学大学院　竹　康至　氏
討論者　専修大学　李　建平　氏

Ｄ会場　　セッション：東アジア金融実証分析

座長　広島大学　矢野順治　氏

(1)　発途上国における国外居住者送金の波及効果――VAR モデルによる
フィリピン国外居住者送金の影響分析

報告者　一橋大学大学院　竹　康至　氏
討論者　東洋大学　川崎健太郎　氏

(2)　ベトナムにおける金融政策の効果波及経路の分析

報告者　広島修道大学　グェン・ドゥック・ラップ　氏
討論者　アジア経済研究所　中川利香　氏

(3)　東アジアにおける資産価格の変動とマクロ経済の動向

報告者　大阪国際大学　塩谷雅弘　氏
討論者　京都産業大学　猪口真大　氏

Ｅ会場　　セッション：証券市場の価格形成と資金調達

座長　早稲田大学　宇野　淳　氏

(1)　投資家の予測形成とマクロ経済指標の関連性――QUICK 債券月次調査による分析

報告者　日本経済研究センター　蓮見　亮　氏
法政大学　平田英明　氏
討論者　神戸大学　芦谷政浩　氏

(2)　新規株式公開市場における Wave とアンダーライター・プライシング の決定要因

報告者　跡見学園女子大学　比 佐 優 子　氏
一橋大学　比 佐 章 一　氏
討論者　学習院大学　辰 巳 憲 一　氏

(3)　企業の資本構成とイスラム金融――実証分析による理論的整理

報告者　名古屋市立大学　永 野　護　氏
討論者　学習院大学　細 野　薫　氏

Ｆ会場　　セッション：金融史（２）

座長　麗澤大学　佐 藤 政 則　氏

(1)　プレ・デフレ期における基本分類別卸売物価の変化

報告者　東海大学　石 森 良 和　氏
討論者　大和総研　原 田　泰　氏

(2)　大正期における行内検査の考察

報告者　いすゞ自動車　大 江 清 一　氏
討論者　成城大学　浅 井 良 夫　氏

(3)　昭和恐慌期前後の金融政策はどのように行われたのか

報告者　大和総研　原 田　泰　氏
高崎経済大学　佐 藤 綾 野　氏
討論者　日本銀行　鎮 目 雅 人　氏

３　昼　食　　〈12:15～13:15〉

４　共通論題*　　〈13:15～16:00〉

Ｇ会場

クレジット市場と金融危機

＊東京大学金融教育研究センター（CARF）との共催

座長　東京大学　植 田 和 男　氏
パネリスト　立命館大学　大 垣 尚 司　氏
パネリスト　モルガン・スタンレー証券　大 橋 英 敏　氏
パネリスト　PIMCO　小 関 広 洋　氏
パネリスト　みずほ証券　高 田　創　氏
パネリスト　三菱 UFJ 証券　幡 鎌 俊 行　氏

（プログラム委員会）

伊藤正直	（東京大学）	植田和男	（東京大学）
大野早苗	（武蔵大学）	小川英治	（一橋大学）
勝　悦子	（明治大学）	鴨池　治	（東北福祉大学）
櫻川昌哉	（慶応義塾大学）	佐々木百合	（明治学院大学）
佐藤政則	（麗澤大学）	首藤　恵	（早稲田大学）
春井久志	（関西学院大学）	日向野幹也	（立教大学）
福重元嗣	（大阪大学）	福田慎一	（東京大学）
堀江康熙	（九州大学）	三重野文晴	（神戸大学）
宮尾龍蔵	（神戸大学）	矢後和彦	（首都大学東京）
家森信善	（名古屋大学）	矢野順治	（広島大学）

〈中央銀行パネル〉

世界金融・経済危機に対する中央銀行の政策手段

日本銀行　中曽　宏

リーマン・ブラザーズ破綻を契機に世界的に実体経済と金融システムの負の相乗効果が強まり、同時的な景気収縮と金融市場の混乱がグローバルに進行した。主要国の中央銀行は政策金利の引き下げや流動性の潤沢供給などによって対処したが、政策金利の引き下げ余地は乏しくなった。このため、日本銀行を含む多くの主要国中央銀行は、非伝統的政策、あるいはクレジット・ポリシーとも呼ばれる、新たな政策手段を次々に実施した。本報告では、各国中央銀行によって採用された新たな政策手段を類型化し、これまで観察される効果を検証するとともに、今後の課題について展望する。

１．　リーマン・ブラザーズ破綻後の国際金融市場動向

（１）　市場流動性の低下

（２）　クレジット市場の機能低下

２．　中央銀行の対応

（１）　政策金利の引き下げ

（２）　金融市場安定化政策

（３）　クレジット・ポリシー

３．　政策効果

（１）　タームもの金利の低下

（２）　企業金融の円滑化

（３）　副作用

４．　今後の課題

（１）　米国 PPIP(Public-Private Investment Program)の帰趨

（２）　膨張する中央銀行のバランス･シート

量的・信用緩和政策の功罪とわが国金融の課題

三菱東京 UFJ 銀行　内田　和人

現下の世界金融危機は、行過ぎた信用創造と金融資産膨張が相乗した、信用・金融バブルの収縮過程にあると言える。また、経済のボーダーレス化、金融のコングリマリット化により、世界経済・金融市場は相互依存性を高めており、危機は連鎖・増幅しやすい。このため、各国中央銀行には、金融システム維持のために「資金流動性・市場流動性の回復」、「信用収縮圧力の緩和あるいは信用創造機能の代替」の両面における対応が必要であり、さらに国際協調的な連携強化も求められる。前者は、日本の量的金融緩和が参考になるが、その効果に関しては賛否両論がある。時間軸効果のコミットメントを含めて考えれば、金融機関の流動性リスク低下、資金調達コスト及びアベイラビリティの改善、国債保有動機の拡大（イールドカーブのフラットニング化）、信用リスクプレミアムの抑制、過剰流動性の創出（円安効果）などのプラス効果があった。しかし、ゼロ金利を前提とした極端な量的緩和政策は、短期市場金利の非連続性、短期金融市場の分断化、市場取引インセンティブの喪失など市場機能を低下させる副作用を伴った面は否めない。市場の自律調整機能をある程度残した形で可変的に対応する質的な金融緩和政策が望まれる。FRB を主体に実施されている信用緩和も壮大なチャレンジであるが、同様に市場機能の低下を避ける視点が必要であろう。他方、国際協調的な連携に関しては、危機対応と出口戦略の双方において重要だと考える。行過ぎた円キャリー取引にみるように、国際マネーフローの偏重やそれに伴う為替相場の不可逆化リスクは回避しければならない。

一方、直接金融比率の高い米国や預貸率の高い欧州では金融システミックリスクが極限に達したが、日本では金融市場が機能している。これは、証券化商品の投資に対する邦銀の毀損度が欧米銀行に対して小さいという面もあるが、①資産バブル崩壊を早期に経験し、マクロベースで負債圧縮⇒借入レバレッジ低下（財務健全化）が進んだこと、②高い流動性預金比率と高度な資金管理スキルにより、欧米銀で発生している流動性リスクが抑制されていること、③日本特有の（規律を重視した）市場型間接金融が金融システムの健全性を保持させたことなどが大きい。特にコア流動性預金は定性的な評価として「資本」類似性の高い負債と捉えることが可能と考える。

相対的な健全性を保持する中で、わが国金融の喫緊の課題は、世界経済失速が直撃した本邦企業の資金繰り悪化への対応である。日銀は、企業金融支援特別オペ、CP・社債買入れ、米ドル資金供給オペ、長期国債買い入れオペ増額など直接的、間接的に企業金融を支援する政策手段を講じ、一段の金融危機への予防的な措置として銀行の劣後ローン引受制度を決定した。危機対応の手段は概ね出揃ったとみられ、今後は、デフレリスクへの対応や産業・企業再生の側面支援が課題になると思われる。

〈中央銀行パネル〉

米国連邦準備の政策対応

神戸大学　地主敏樹

今次の金融危機への連邦準備の政策対応の特徴は、初期の緩慢な動きと、その後の急速な利下げとひたすらなバランスシート拡大によって、特徴づけられよう。現在の連邦準備は、ゼロ金利政策と量的緩和政策をともに実施していると言えよう。しかし、日本の経験と比較すると、危機の展開速度の違い、金融システムおよび金融監督システムの違いと、財務省との協力関係の違いなどから、多くの相違が指摘できる。報告では、危機と政策対応の経緯を追いながら、日本の経験と比較してみたい。

今回の危機の第 1 局面は 2007 年夏から始まったサブプライム危機であった。サブプライム・ローンの返済焦げ付きが多発するようになり、それを組み込んだ仕組み債に投資していたファンドが米欧で破綻したことが契機となった。仕組み債の流動性は極めて低かったし、どの金融機関がどれだけ損しているのかも不明なので、カウンターパーティー・リスクの懸念が高まり流動性危機が引き起こされた。当初の政策対応は緩やかで、欧米の中央銀行は政策金利を維持したままで、マネー市場への流動性供給を行った。ようやく 9 月から、連邦準備は政策金利を急速に引き下げたし、減税も実施された。金融機関は海外国家ファンドから資金を導入して、資本を増強した。その後も金融機関の損失拡大は続いた。連邦準備は銀行向けに新たな資金供給プログラムを 2 種類開始した。さらに、大手投資銀行のベアスターンズの救済合併も支援し、投資銀行向けの資金供給プログラムも開始した。

第 2 局面は、2008 年 9 月以後の全面的な金融危機の局面である。政府系住宅金融機関が国有化され、大手投資銀行のリーマン証券が破綻した。カウンターパーティー・リスクの懸念が再び高まって、窮地に陥った投資銀行に対して連邦準備は大手２行の銀行持株会社化を承認した。リーマン社債を購入していた MMMF の元本割れが発生して資金逃避が始まり、連邦準備は MMMF への資金供給プログラムを導入した。信用デリバティブ（CDS）を大量に販売していた保険最大手の AIG が証拠金積立に応じられなくなり、政府に救済を申請するに至り、システミック・リスクを懸念した政府と連邦準備は応じざるを得なくなった。10 月に入ると、SEC は金融機関株式の空売りを禁止し、財務省の金融救済プログラム（TARP）が可決された。連邦準備は準備預金付利を開始し、CP 直接購入プログラムや MMMF からの資産買取プログラムを導入し、FF レートを１％にまで引き下げた。欧州の政策行動に応じるように、預金保険上限は引き上げられ、銀行への資本注入が始まった。

第 3 局面は、2008 年末頃からの世界同時不況である。連邦準備は継続予告付きのゼロ金利政策を採用したし、アメックスや GMAC といった金融会社の銀行持株会社化も承認した。さらに、Citi グループや BofA 向けの資本再注入においては、将来の損失補償にも加わった。

中国の住宅市場ブームに対する海外資本流入の影響

武蔵大学　大野早苗

住宅制度の大規模改革が実施された 1998 年以降、中国の住宅市場は飛躍的に規模を拡大させてきたが、同時に住宅価格の高騰が懸念されてきた。一方、近年において中国と世界の過剰流動性の相関が高まる傾向がみられ、中国の住宅市場の過熱化に対して国際的過剰流動性が影響を及ぼしている可能性が考えられる。

国際的過剰流動性が中国の住宅市場に流入する経路としては、1)海外直接投資などの資本流入形態により直接的に住宅市場に流入する経路と、2)膨大な国際収支黒字発生の下で実施している為替介入によりマネタリーベースが増大し、住宅融資の増大を招いて住宅市場に流入する経路の 2 つが考えられる。特に中国の住宅市場は非居住投資家に対する制約が相対的に少ないことから、住宅価格の値上がり益と為替差益を期待した投機マネーの対象になっていた状況が予想される。

中国の行政区毎のデータを用いてパネル分析を行い上述の 2 つの経路を考察したところ、海外資本流入から住宅販売への影響が顕著であり、直接的経路により国際的過剰流動性が中国の住宅市場に流入していた可能性が示唆された。ただし、都市商業銀行などの新興銀行の融資が急増している状況や、国内銀行融資も住宅販売に影響を及ぼすとの実証結果が示されるケースもあり、海外資本流入の影響に加えて、間接的経路により住宅市場の過熱化が進んだ可能性も示された。

Empirical Analysis of the Forward Premium: Evidence from the Asia-Pacific Region

筑波大学　永易 淳

《報告要旨》

This paper empirically analyzes the behavior of the forward premium for Asia-Pacific countries. Unlike previous research, we adopt the panel data approach (Bai and Ng 2004) which allows us to decompose the forward premium into common and idiosyncratic (country-specific) components and analyze economic factors influencing the common factors. Our data suggest the presence of one common factor and the stationarity of both common and idiosyncratic factors, leading to a conclusion of a stationary forward premium. The presence of the common factor implies integration of the financial markets in these countries, and furthermore a large portion of the premium fluctuation is due to a common factor which can be explained by changes in economic and financial developments in the US.

アジア債券市場育成政策の政策形成論理
―通貨のミスマッチ対策を後回しにした論理－

東京大学大学院　布田　功治
東京大学大学院　西川　輝

1997 年 7 月 2 日のアジア通貨危機後、危機の原因と指摘された通貨と満期のダブル・ミスマッチを抑制するために、アジア各国は域内金融協力を進展させた。本報告でとりあげるアジア債券市場(ABM)育成政策は、その域内金融協力の一つである。それゆえ、ABM 育成政策の第一義的な目的も、ダブル・ミスマッチの抑制であるはずだった。

ところが、以下の二つの ABM 育成政策は、非常に画期的であるとみなされた一方で通貨のミスマッチ対策を後回しにした。それらの政策とは、（１）2003 年 7 月に運用開始された東アジア･オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP)による域内諸国での米ドル建てソブリン債・準ソブリン債市場育成政策(ABF1)、（２）2004 年 6 月に日韓の両財務省が合意した韓国での円建て債券担保証券(円建て韓国 CBO)発行という二つの政策である。

そこで本報告では、第一義的な目的がダブル・ミスマッチの抑制であるはずの ABM 育成政策において、通貨のミスマッチ対策を後回しにするような上記の二つの政策が実施された論理と背景を明らかにすることを課題とする。

本報告の主要な分析結果は、以下の二点である。第一に、ABF1 において EMEAP が通貨のミスマッチ対策を後回しにした理由は、①EMEAP は自国通貨建て債券での外貨準備運用を可能にするために BIS に運用を委託するとともに、ABF1 では BIS のみをファンド・マネージャーとした結果、BIS の行内規定によって域内諸国の現地通貨建て債券に投資できなかったこと、ならびに②ABF 構想では構想起源以来一貫してダブル・ミスマッチ対策ではなく ABM の開発そのものを目的としたため、EMEAP は ABF1 では債券インデックスのベンチマーク形成の試行に専念し、ハイリスクな現地通貨建てでの運用に関しては猶予せざるを得なかったことだった。第二に、円建て韓国 CBO において通貨のミスマッチ対策を後回しにした理由は、政策担当者が円建て韓国 CBO をアジアの証券化市場開発のパイロット・プロジェクトと位置付けており、実績を積むことを何よりも重視したためだった。そのため、アジアにおいて日本人投資家が突出した有力な投資家であることを踏まえて、政策担当者は日本人投資家を呼び込むために円建てとしたのだった。

以上のように ABM 育成政策の初期段階において、政策担当者は、ダブル・ミスマッチの抑制と ABM そのものの開発を両立させるような理想的な方法ではなく、通貨のミスマッチ対策を後回しにしてでも、ABM の開発そのものを優先する現実主義的な方法を選択した。この意味で、初期段階の ABM 育成政策を、「ABM 開発ありき」という政策理念に沿った現実主義的アプローチだったと特徴づけることができよう。そして、このアプローチこそが、事前的な通貨のミスマッチ対策を後回しにした根源的な要因だったのである。

The Effect of Bank Relationships and Ownership Structure on Financing Choices: Evidence from Japan

PhD course, Graduate School of Commerce and Management, Hitotsubashi University
Masaya Ishikawa
PhD course, Graduate School of Commerce and Management, Hitotsubashi University
Hidetomo Takahashi

Information Production by some agents and disclosure by firms are expected to reduce capital cost. This paper examines the effect of various information producing activities on financing choice. We consider three types of information producer which are strongly related to firms, analysts, banks and firms themselves. We posit four hypotheses: the information asymmetry problem on market choice, the pecking order theory, the effect of reputation of relationships with banks, and the hold-up problem by bank. As the precision of analysts' and firms' information, we employ the standardized surprise of earnings forecasts. We use the long-term bank relationships variable as the proxy of good creditability. To gauge the effect of these variables on financing choice, we employ two nested logit models, security-market model and market-security model. Our main findings suggest empirical evidence supporting hypotheses related to the information asymmetry problem on market choice, the pecking order theory, and the hold-up problem. The lower precision of analysts and/or firms information leads to choice of private issuance, which is stronger in the case of equity. In public markets firms with severe information asymmetry choose issuing debt, while firms with severe information asymmetry choose issuing equity in private markets. These results imply the complement role of analysts' information and firms' disclosure in mitigating the information problems which stock market investors face. We cannot obtain the result consistent with the reputation hypothesis, but the hold-up problem has strong effect on market choice in debt financing. Firms are likely to choose private bond when they have a longterm relationship with a main bank. We also find that the hold-up problem is mitigated as dependence on bank loans gets lower. There are some implications other than our hypotheses. It seems that the market timing and the agency problem affects financing choice.

退職給付会計数値と投資家による企業評価

九州大学大学院　山本　御稔

我が国の上場企業のほとんどが実施している退職給付制度（退職一時金や企業年金制度）が企業価値とどのような関連を持っているのかを明らかにするために、2001 年 3 月期から導入された退職給付会計の諸数値を用いて実証分析を行うものである。

退職給付制度は、企業会計上は賃金の後払いという認識であり、未払いの労働債務である退職給付金部分は、退職給付債務として債務認識がなされている。ただし、この債務はそのまま企業のバランスシートに反映され投資家に開示されるのではなく、債務に対応する外部積立の年金資産との差額が退職給付引当金として計上され投資家への情報となる。しかしながら、退職給付会計は未認識債務という遅延認識を許容しており、この未認識債務は長期にわたって繰り延べ償却を行えばよいために年金資産と同じように退職給付引当金を減らす効果がある。従って投資家にとっては、資産がないにも関わらず（退職給付引当金の算出過程では）年金資産と同じ扱いをされる未認識債務がいわば隠れ債務となってしまう。退職給付会計はこのような複雑な事象を惹起する会計基準でもあり、投資家が理解して企業価値評価を行っているか否かには疑問の声があがっている。

日米における先行研究は、これらの点について実証分析を行っており、複雑な退職給付会計諸数値の評価・判断において投資家が一定程度の認識をしていると結論付けている。本稿では、2001 年 3 月期から 2007 年 3 月期までのデータを用いることで先行研究よりも長期間の分析を行い、また、企業の規模別での分析を加えることでより詳細な実証分析を試みている。

退職給付制度は従業員にとって役立つものであり、そうであれば、その充実、すなわち退職給付制度の会計値の充実とそれと同義である退職給付の支払いの確からしさの増大は、従業員のインセンティブ向上、生産性向上につながり、ひいては投資家による企業価値の好評価を実現するという仮説が成り立つ。

実証分析の結果はこの仮説を支持しているが、時期、企業規模によってばらつきもある。これらの実証分析の結果を踏まえ、退職給付制度の戦略的利用への足掛かりとすることが本稿の目的である。

日本のメインバンク関係：その現状と機能

早稲田大学　広田真一

1990 年代後半以降、日本の金融システムの市場化が進められる中で、メインバンク関係はどのように変化したのだろうか。本稿では、この問いに答えるために、企業とメインバンクの間の取引関係のデータを時系列的に調査し、また企業・銀行へのインタビュー調査を行った。

取引関係の調査の対象企業は、日本の上場企業約 500 社であり、その調査の内容は「メインバンクの安定性」「融資関係」「持株関係」「役員派遣」に加えて、「コミットメントラインの主幹事銀行」「シンジケートローンの主幹事銀行」「社債発行の財務代理人」「社債発行の引受証券会社」など多岐にわたる。調査期間は 1973 年から 2007 年まで 30 年以上に渡っている。調査期間を近年だけでなく長期をとるのは、近年のメインバンク関係をメインバンク制が支配的であったとされるかつての時代と比較することを可能にするためである。

広田・堀内 (2001) は、1980～97 年を対象期間にして、企業とメインバンクの取引関係が 1990 年代に入っても弱まっていないとの結果を報告している。しかし、彼らの調査期間以後に、日本の金融環境は大きく変貌したと考えられ、メインバンク関係にも変化があった可能性がある。そこで本稿では、1990 年代後半以降の 10 年間の変化に注目する。

調査の結果、明らかになったことは、日本のメインバンク関係は近年もなお安定的であり、企業とメインバンクの間には強い取引関係があるということである。企業がメインバンクを変更することはめったになく、また企業は様々な形でメインバンクとの取引を保持している。特に、近年の金融の市場化の流れの中でも、企業はその市場性取引でさえもかなりの割合をメインバンクに集中しているのである。

それでは、なぜ近年においても企業はメインバンクとの取引を維持しているのだろうか。企業へのインタビューの結果、明らかになったことは、企業とメインバンクの間に、「いつもメインバンクを大事にする代わりに、必要なときに資金を供給してもらう」という暗黙の了解が現在もなお存在しているということである。このことから、日本のメインバンク関係は、今日もなお、（１）企業の将来のリスクに対して銀行が暗黙の保険を提供している、（２）それは企業とメインバンクの長期的な信頼関係によって支えられている、として理解可能なことが示される。

〔参考文献〕

広田真一・堀内俊洋 (2001)「近年のメインバンク関係の実態と変化」『金融経済研究』第 17 号、pp. 90-97。

円借款とインドの政治経済
―対インド円借款供与 50 年の軌跡―

布目稔生

BRICs の一角として注目を集めるインドだが、1958 年の円借款供与以来、いまだに供与を受けるレシピエントの地位にある。後発の円借款のレシピエントである中国は、2008 年の北京オリンピックの前に新規の円借款の受け取りを停止し、30 年で円借款供与国から「卒業」した。この差はどこから来たのであろうか。

そもそも円借款とは、日本政府が開発途上国に提供する ODA(政府開発援助)の一種で、二国間で行われる円ベースの資金融資である。これは「開発援助」と「外交ツール」の二つの側面に大別でき、中国は典型的な外交ツール型であった。

他方のインドはどうか。上記の 20 年以上の差の理由を検討するのが本稿の目的であるが、それには、対インドの円借款が開発援助なのか外交ツールなのかを見極めなければならない。そのため、本稿では戦後のインド政治経済史の考察も併せて行い、その上で対インド円借款供与を考えてみたい。また、戦後インド政治経済史上、エポック・メイキングな出来事である経済の自由化についても言及する。

以上

沖縄返還時の円・ドル通貨交換
―米国側資料からみた回収ドル取扱いをめぐる日米交渉の動き―

武蔵大大学院　鈴木 三郎

沖縄の施政権返還（1972 年 5 月 15 日）に関する基本的問題としては核兵器、基地の自由使用の政治問題と並んで、円・ドル通貨交換ならびに米資産補償（米軍基地の移転費用などを含む）の経済・財政問題が挙げられるが、施政権返還をめぐる日米交渉は 1969 年 11 月の佐藤・ニクソン会談で大筋の決着をみていた。1969 年は日米安全保障条約の更改期限到来の前年に当たる。

本論文は経済・財政問題のなかの通貨交換、回収ドルの処理をめぐる日米交渉に焦点を当て、米国政府（国務省、財務省など）の公開公文書に基づき、両国国際収支への影響という視点に立ってその実態分析を試みたものである。日本側の交渉当事者である大蔵省（当時）の通貨交換関係の資料公開には多くを期待できない状況にある。

通貨交換により日本が取得した回収ドルについて、米国側はベトナム戦費の増加等による国際収支の悪化を背景にザール返還などの前例を挙げて日本政府に対し廃棄 wash することを強硬に主張した。一方、日本側は小笠原諸島返還の前例を示唆しつつ通貨交換時の日銀券発行の裏づけとし、外貨準備に運用すべきとして強く反対、交渉は難航した。

しかし、閣僚ベースの福田（蔵相）・ケネディ（財務長官）会談、事務ベースの柏木（大蔵省財務官）・ジューリック（財務省特別補佐官）会談を経て、佐藤・ニクソン会談直前に「長期無利息の連銀預金」とすることで妥協し、大蔵省・米財務省間の了解覚書により合意した（いわゆる柏木・ジューリック覚書）。

回収ドル処理の問題は日米交渉の過程で終始金融・財政問題として米資産補償問題と同時並行的に議論されたが、米国政府は当初の「廃棄」案が「長期・無利息連銀預金」へと変更されたのに伴い、新たに多額の「予算上の利息節約額」を取得することになった。両者は一本化され、回収ドル処理は米資産補償問題のなかに包含されたといえる。このため必要と認められる範囲内で米資産補償の取り決めにも言及した。

以上

新ブレトンウッズ構想
―サブプライム世界金融危機後のドルの行方―

佐賀大学　米倉　茂

サブプライム金融危機が改めて教えてくれる。 世界経済は米国の景気の浮沈に左右され，グローバル化した世界経済は米国を中心にして回っている。そのためドルは世界の基軸通貨の地位を降りることはない。

一時期，Brics を中心とした新興諸国市場の力強い成長，あるいは，統一通貨ユーロを擁する欧州は米国の景気低下でも持ちこたえられるという期待から，デカプリング論が盛んだった。しかし米国発のサブプライム金融危機が世界に広がるとデカプリング論は霧消してしまった。世界経済は元々からリカプリングしているのである。

米国の経常赤字膨張が世界経済の危機であるという説の隠れ場所捜しもたいへんである。米国の景気が冷え米国国民の輸入が減少すると一番困るのは対米輸出に依存している諸国である。ドル危機説の幻想がここにもみてとれる。

グローバル経済とは国境を越えた財，サービス，資本の取引量が急増するということである。この取引を主導する米国の景気が冷えるとその他世界も冷える。グローバル経済が沈むのも浮上するのも米国の景気の動向次第ということである。その取引を媒介するのがドルなのである。今回の危機でドルの地位の高さも再確認された。世界的金融危機が広がる時，金融機関はお互いの貸出をやめる。マネーの退蔵が生じるのであり，しかも世界のマネーは「質への逃避」に走る。そしてこの「質への逃避」先ははドル建て資産だった。その一方，国際金融危機の再発防止のために「新ブレトンウッズ構想」が打ち出される。しかしその支柱をなすはずの IMF はこの構想と距離を保っている。ドルの基軸通貨の優位性に疑問を出したフランスのサルコジ大統領であるが，サブプライム危機では自国の金融機関がドル資金調達で大きな困難に陥ったことを忘れるはずがない。米国にかぎられるはずのサブプライムローン問題が世界金融危機へと発展したのはドル金融がサブプライム関連証券を通じ世界へ広がったためである。今回の危機は逆説的ながらドル体制の膨張を例証してくれた。新ブレトンウッズ構想もこれまでのドル体制にどの程度変化を強いるのか，その判断は時間を待つ必要があるだろう。

キーワード：サブプライム信用危機，新ブレトンウッズ構想，ドル体制

イスラム銀行に関する金融論的考察
－アブダビ・イスラム銀行のバランスシート分析－

一橋大学大学院　上山　一

本報告では、主にイスラム銀行に焦点を当て、金融論の立場からイスラム銀行の特徴と利益配当型の金融契約をめぐる諸問題について取り上げる。本報告は、以下の内容から構成される。

①通常の銀行（有利子商業銀行）との比較から、イスラム銀行の特徴とその業務の具体的内容について検討する。次に、②アブダビ・イスラム銀行のバランスシートを参考に、銀行による投資資金の運用が利益配当型の契約によってほとんど行われず、資産取得型の契約によって行われているといったイスラム銀行の行動を理論的に検討する。具体的には、イスラム銀行において利益配当型の契約が投資資金の運用手段として利用されていない理由について利益配当型の契約に係わる固有の問題とリスク負担に係わる問題という観点から検討する。最後に、③イスラム銀行をめぐる今後の方向性について検討する。

競争とマイクロファイナンス機関パフォーマンス

神戸大学大学院　　甲斐　久子

近年、マイクロファイナンス機関（以下 MFI と明記する。）の間での競争が多くの国でみられる。社会的（貧困削減）達成を目的とする MFI が既に存在する市場に、利潤追求型 MFI が参入してきている動きが多くの国で出てきた。この競争環境の変化が社会的 MFI の財政パフォーマンスに大きな影響を与えていると推測できる。

社会的 MFI は予算制約の下、できるだけ貧しい顧客（Wide Outreach）に、また、できるだけ多くの顧客(Length Outreach)に貸付できるように行動する。また、MFI は生産的な顧客（裕福層）への貸付から得る利得を非生産的な顧客（貧困層）への貸付に補助する（以下これをクロスサビシディーと明記する。）ことによって、非生産的な顧客へのアウトリーチを可能にする。しかし、市場競争が激化すれば、これらの MFI の行動は変化を余儀なくされる。

一般的に、市場競争は均衡価格を低下させ消費者余剰を増加するとし評価されるが、MF 市場においては競争激化による負の影響の方が深刻である。主に、新規 MFI の参入により以下の 3 つの競争モデル①Bertrand 競争、②生産的顧客の脱退、③複数機関からの借入が生じると考えられ、これらのモデルが最貧困層顧客に負の影響を与えると予想される。これらの競争モデルでは、利子率の低下・デフォルト率の悪化が起き、その結果クロスサビシディーの減少により、社会的 MFI は運営費用の高い最貧困層への貸付を排除するようになる。

この理論的考察から、*仮説 1 競争はデフォルト率を悪化させる*、*仮説 2 競争は利子率を低下させる*、及び*仮説 3 競争はアウトリーチに負の効果を与える*という 3 つの仮説をたて、実証分析していく。本稿では、85 カ国の途上国に存在する社会的 MFI の 2003 年度から 2006 年度までの財務データを下に、仮説 1 については変量効果モデルを、仮説 2 及び仮説 3 については Hausman and Taylor の手法を用いて実証分析した。

実証結果によると、市場競争がデフォルト率に影響を与えるという仮説は棄却されたが、競争が利子率を低下させるという仮説、及び競争がアウトリーチを低下させるという仮説は採択された。従って、市場競争激化によって利子率が低下し、クロスサビシディーの減少を受け、最貧困層が市場から排除されていると考察できる。

マイクロクレジットとグループ貸付

早稲田大学大学院　松田慎一
早稲田大学　藪下史郎

本論文は、グループ貸付に関する Stiglitz(1990)モデルを基礎にグループ貸付および連帯保証のもつ経済的意味を検討した。このモデルの特徴は、グループを形成するときにピアセレクションを行い、形成されたグループ内でピアモニタリングや連帯保証が行われる点にある。本論の帰結は、グループ貸付が行われない場合(一人の借り手の場合)とグループ貸付が行われる場合(ピアモニタリングや連帯保証を課した場合)に依存するため、それらの比較検討を行った。その主な内容を簡単にまとめると、次の通りである。

個別貸付の場合は、信用割当のない均衡または信用割当のある均衡が存在する。一方、グループ貸付が行われる場合は、(グループの)仲間の借り手が債務不履行の際に連帯保証を求められる。連帯保証を増加させるとグループのメンバーの効用を低下させてしまうが、他方で貸付金利を下落させることによって、借り手の期待効用を増加させることになる。グループ貸付が行われる場合においても、信用割当のない均衡と信用割当のある均衡が存在し、それらについて検討した。信用割当のない均衡においては、連帯保証率が競争的に決定されるならば、均衡の連帯保証率はゼロとなる。すなわち、この場合にはグループ貸付ではなく個別貸付となり、グループ貸付が行われないことになる。他方、信用割当のない均衡においては、連帯保証率の上昇は期待効用を上昇させることはなかったが、信用割当のある均衡においては連帯保証率の変化が均衡貸付額を上昇させるという条件の下で、借り手の期待効用を上昇させる可能性が示された。

キーワード：グループ貸付、グラミン銀行、ピアモニタリング
JEL ：D82、G21、O12

日本労働金庫の誕生
The Establishment of the Labor Bank of Japan

愛知学泉大学　三村　聡

１９５０年に誕生した協同組織金融機関である労働金庫は、労働組合を主たる会員とし、勤労者向けの職域金融機関として、それぞれの地域性を大切にした活動を展開してきた。１９６６年の沖縄県労働金庫の設立をもって全国に４７金庫となった労働金庫は、その後の金融自由化の進展のなかで２０００年前後に地域合併が進み、２００８年年３月末現在、全国１３金庫となっている。その店舗数は６７０店舗、会員数は１８４，９７９会員、このうち団体会員は６１，５４６会員となっており、労働組合の約７割以上が労働金庫に加入している。また、団体会員の構成員（間接構成員）の総数は約９８３万人で、全組織労働者の約８割以上を占めている。なお、１３労働金庫の出資金は９０４億円、預金は１５兆２，０４３億円、貸出金は１０兆１，８９３億円、自己資本比率は１１．５２％である。そのなかでも、関東エリアを拠点とする中央労働金庫は資金量で約 4 兆５千億円となり、信用金庫、信用組合、ＪＡといった協同組織金融機関グループで最大の資金規模を有するまでに成長を遂げている（第２位は京都中央信用金庫の約３兆５千億円）。そして系統金融機関として労働金庫連合会があり、セントラルバンクとしての機能を果たしている。

さらに現在 13 金庫ある労働金庫は、２０１２年４月を目標に全国合併を行い、単独で資金量１５兆円を有する『日本労働金庫』として生まれ変わろうと検討・準備が進んでいる。ちなみに資金量規模では、横浜銀行、中央三井信託銀行、みずほコーポレート銀行を上回り、りそな銀行や信金中央金庫の規模に近づくこととなる。本稿では、こうした状況を踏まえ、労働金庫が勤労者福祉金融機関として機能するための今日的な存在意義や、規制緩和が進む金融界にあって労働金庫が直面する課題を分析しつつ全国合併のメリット・デメリットを検証する。また、設立以来、受け継がれてきた協同組織としての「労働金庫理念」を活かした経営実態に基づき、利用者たる勤労者や地域市民への支援強化・地域貢献の観点から、将来にわたって日本労働金庫が有効に機能すべき方向性を示したい。

以上

地方の預貸率低下要因とその是正策

東洋大学　益田　安良

（１）問題提起

地域別の預貸率（金融機関の貸出残高／預金残高）をみると、東京都が突出して高く、大都市よりも地方の方が低い。本稿では、地方での預貸率低迷の要因を考察する。

（２）預金と貸出の関係

まず、都道府県別の預金残高と貸出残高の経済状況との関係を見ると、預金は県内総生産の多寡で概ね説明できるが、貸出は県内総生産の多寡では十分に説明できない。預金と貸出は、本来は経済活動の活発化に伴い揃って拡大するはずだが、貸出が経済活動から乖離して低迷したことが、地方の預貸率低下をもたらしたと特定可能である。

（３）資金需要側の貸出決定要因

資金需要に直結しやすいと推察されている民間固定資産形成、設備投資、住宅投資の貸出との相関を都道府県別に観察すると、いずれも有意な関係は見出せない。

次に、投資活動の活発さや企業の含み益・担保余力の増減を通じて資金需要に影響を及すと考えられる「地価」について貸出との相関を計測すると、符号条件は充たしているが相関係数は小さかった。

以上より資金需要要因では、地方の貸出の低迷は十分に説明できない。

（４）資金供給側の貸出決定要因

金融機関の貸出態度を左右する最大の要因である与信先の収益力や所得は、県内総生産に反映される。それ以外の供給側の要素として、金融機関の与信リスクを規定する「企業倒産動向」と貸出との相関をみると緩やかな逆相関が観察された。

また、金融機関の域内の競争条件を示す指数として資金量でウェイト付けした「人口あたりの預金取扱地域金融機関数」と貸出との相関を見ると、相応の順相関が確認された。

（５）総括

以上を総括し、都道府県別の貸出残高を諸要因でクロスセクション回帰すると、県内総生産、倒産比率（負の相関）、地価、金融機関数の順に説明力が高かった。すなわち、地域への資金還流を促進するには、その地域の経済成長を促進し、借り手企業の財務悪化や企業倒産を抑制することが有効である。しかしこれは「地方の経済・産業構造を強化すべき」と述べているに等しく、これを政策面で実現するのは容易ではない。また、金融機関数の減少をくい止めることは、短期的には貸出増加に寄与するであろうが、長期的には貸出採算の悪化を通じて当該地域での貸出供給力を阻害する懸念もある。

上記の考察より、地域への資金還流を促進するには、米国の CRA に類する何らかの法規制が必要であると考える。

高齢社会の進行と地域金融機関経営

九州大学　堀江　康熙

近年、高齢化の進行が日本経済の様々な方面で問題を惹き起こしている。それは、経済活動の低迷や、年金記録の不備、福祉関連予算の膨張等といった経済に直接関わる問題に限らず、独居老人をはじめとする家庭問題、医療・健康問題、更には生き甲斐等を含めて社会の幅広い問題として取り沙汰されてきている。　しかし、高齢化が特に地方圏で急速に進行しているにも拘わらず、それが地域経済に及ぼしている影響について正面から取り挙げた分析は少ない。

こうした状況下、本報告は高齢化と金融活動の関係に焦点を絞り、①都道府県別の個人預金の変動といった側面から、高齢化の進行が地域の金融活動にどのような影響を及ぼしてきているのかを検討する。そして、②そのために地域金融機関は如何なる対応に迫られているのかについて、各金融機関の市区町村別の店舗および人員の配置状況といった観点を中心に分析する。

その際のポイントは、第１に都道府県別に個人預金を推計・算出し、その動向と高齢率および死亡率との関係を検討していることである。第２は、地域を市区町村のベースで捉え、そうした地域の経済特性を高齢率および地価動向で表し、それを用いて高齢化ないし経済活動の停滞した地域における金融機関の店舗展開・人員配置状況との関係をチェックしたことである。第３は、それらを踏まえて、各市区町村の高齢率および地価動向を金融機関毎に設置している店舗数で加重平均し、得られた値を当該金融機関の営業地盤を表す代理変数として、そうした指標と不良債権あるいは総資金利鞘との関係を計量的に分析したことである。

分析の結果、地域金融機関は高齢化の影響を受けて、資金調達面でも経営地盤が脆弱化しており、店舗の削減等を進めてきているが、それにも限界が生じてきていることを明らかにした。また、資金運用とくに貸出面では、営業地盤が高齢化すると利鞘はやや大きくなる傾向もみられるが、企業活動が停滞するだけに、不良債権問題が深刻化していく可能性が強まっていることを指摘した。

これらの結果については、計測の方法等を含めて更に精緻化する必要のある箇所も残されている。しかし、我が国では世界的な金融危機の深刻化の影響も受けて、地域金融機関の経営に再び問題が生じつつある状況下、高齢化が金融機関経営に及ぼす大まかな事実の指摘も重要であると考え、取り敢えずの結果を纏めている。

The Estimation of the New Keynesian Phillips Curve in Japan and Its Implication for the Inflation Responses to a Monetary Policy Shock

神戸大学　柴本 昌彦

ニューケンジアンフィリップスカーブ(NKPC)は、理論研究において、近年の多くのマクロモデルの中でも標準ツールとして普及する傾向にある。本研究では、様々な特定化の下での NKPC を推定することによって、日本の NKPC の実証的な当てはまりの良さを評価する。いくつかの実証結果から、完全にフォワードルッキングな NKPC に金融政策のコストチャネルの存在を意味する名目金利の導入を行うことによって、日本のインフレ動学の説明力が有意に改善することがわかった。金融政策のコストチャネルの存在に加えて、実質ユニットレーバーコストを使うことが、NKPC を推定する際、重要な要素であることがわかった。これらの実証結果の含意として、ニューケンジアンフレームワークにおいて、金融政策のコストチャネルの存在と実質ユニットレーバーコストの緩やかな調整過程の両方を考慮することにより、金融政策ショックがインフレへ波及するまでに長いタイムラグを伴うという定型的事実を説明することができる。

中央銀行による insolvent bank 救済の効果と限界

同志社大学大学院　小田勇一

銀行制度は取付けという内在的な不安定性を抱えている。取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。この銀行取付けの性質および信用秩序維持策のあり方の理論的な分析は 1980 年代以降に発展した。その代表的な研究は Diamond and Dybvig (1983) である。

Diamond and Dybvig (1983) (以下、D－D モデルとする)では、銀行は預金契約を通じて消費者の流動性リスクをプールし平準化することにより消費の最適化を保証する。しかし、預金契約の下での預金者の行動ではには２つのナッシュ均衡が存在する。預金者間の最適なリスク・シェアリングを達成する『良い』均衡と、『取付け』均衡である。そして、支払停止条項や預金保険により『取付け』均衡が排除できることを示した。

最後の貸し手に関して、solvent な銀行だけでなく insolvent な銀行も救済するべきであるという議論が展開されているが、その是非について決着が付くまでには至っていない。

D－D モデルでは、預金者間の「協調の失敗」として取付けを考えている。しかし、通常取付けは財務内容が大きく劣化した銀行において発生するため、銀行の財務内容も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ように D－D モデルを発展させることが求められる。1990 年代後半以降、そうした方向で銀行取付けについて研究する動きが活発化しており、その代表的なものとしては Goldstein and Pauzner (2005) が挙げられる。

Goldstein and Pauzner モデル（以下、G－P モデルと略する）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した。その結果、状態変数がある閾値を下回ったときにのみ、『取付け』均衡が一意的に選択されることが示された。これにより、銀行の財務内容と銀行取付けが明示的に関係づけることが可能になり、最適な預金契約の下では最も効率的な消費財の配分は達成できないことが示された。しかし、最後の貸し手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。

本稿では、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、G－P のフレームワークを用いて中央銀行が最後の貸し手として insolvent な銀行を救済したときの預金者行動に与える効果と取付け防止策としての限界について分析する。その結果、insolvent な銀行の救済は中央銀行の資産劣化の可能性を増やし、損失補てんのための課税により預金者行動の不確実性が発声することが明らかになった。また、たとえ最後の貸し手による救済が存在しても銀行取付けの可能性は完全には排除されないことも示された。その結果、最後の貸し手による insolvent な銀行を救済は行うべきでないという Bagehot の古典的な原則が支持されることが明らかになった。

Financial Development and Financial Amplification

金融庁金融研究研修センター　平野　智裕

The traditional view about the relationship between the development of financial markets and volatility of the economy is that financial development stabilizes the economy. However, after the recent financial crisis of 2007/8, a new view appeared: financial development destabilizes the economy by accelerating financial amplification. Why do we observe such seemingly contradicting views? Does financial development lead to instability while enhancing efficiency? This paper develops a theoretical model to answer these questions and attempts to reconcile both classical and new views. We find that the relationship becomes nonlinear: financial amplification initially increases with financial development and later falls down. Moreover, we examine the role of monetary policy to dampen amplification, and its welfare implications.

〈招待講演〉

アメリカの金融危機―大恐慌と比較して

東京大学　貝塚　啓　明

１．深刻さの程度

現在までのところ、統計上は、深刻さは小さい

　ＧＤＰの下げ幅、物価の下落、失業率の拡大

将来どうなるかは、何ともいえず

受けとり手のパーセプション

２．経済構造の差異

第三次産業の比重拡大

　金融業

　金融資本主義　Financial Capitalism　　１９３０年代にすでに議論されていた

製造業の地位低下

グローバリゼイションの差異

変動相場制の定着

　ケインズの指摘

　固定為替相場　為替市場の不安定

政策の対応（１９３０年代）

　財政政策は、中立的・金融政策は、抑制的

金融構造が大きく変化

　１９３０年代は、銀行中心

　証券化の過度の進行

３．大不況の教訓

金融仲介プロセスの麻痺

株価暴落の影響

　期待を左右する要因

資本主義には、本来的に不安定な要素がある　　バブルの発生

負債デフレーションの役割

消費支出の動向が重要

　耐久消費財（自動車・住宅）が重要

４．今回の危機の制度的背景

アメリカの金融システム

　規制当局の分権化（保険）

　連銀の対象は限定的

イギリスの場合

　ＢＯＥとＦＳＡとの分離

日本の場合は？

〈金融史パネル〉

危機と革新の金融史
－1920 年代、30 年代の日本－

危機から革新が生まれ、その革新が更なる危機を招き、そこからまた革新が生起する。こうしたスパイラルな展開を意識しながら、1920 年代、30 年代の日本を中心に議論を行いたい。各報告では、当時、何が問題となり何か新たに生まれたのかについて、それに関わる研究史も含めてフォローする。

経済環境とマクロ経済政策

日本銀行金融研究所　鎮目　雅人

本報告では、1920～30 年代日本の経済環境を概観したうえで、マクロ経済政策面の対応について論じる。その際、とくに、当時の日本が開放小国（small open economy）としての性格を有していたことの意味を改めて考えてみたい。1920 年代の日本は、金本位制という固定為替レート制への復帰を目指す開放小国として位置付けられる。また、1931 年末の金本位制離脱を機に、円は主要国通貨に対して大幅な切り下げとなったが、その後の日本は変動為替レート制に移行したわけではなく、基本的に固定為替レート制下で政策運営を行っていた。こうした状況のもとで、海外経済の動向が日本経済にどのような影響を与えていたか、また、世界恐慌下の開放小国日本には、どのような政策上の制約と処方箋が存在したのかを、先行研究を踏まえながら整理したい。

「高橋財政」期の政策当局や市場参加者は、日本が固定為替レート制下の開放小国であることを前提として行動していたと考えられる。すなわち、「高橋財政」の初期において、日本は自国通貨を維持可能な水準までいったん大幅に切り下げたうえで、その後は英ポンドへペッグさせた。「マクロ経済政策のトリレンマ」の観点からみると、固定為替レート制のもとでは、自由な資本移動と自律的な金融政策は両立しない。「高橋財政」期の日本は、主要通貨のうちで緩和的な金融政策を運営する国（英国）の通貨にペッグし、金融政策はその国に追随するという選択を行うと同時に、短期的に国内の財政支出を拡大するというマクロ経済政策を採用したと考えられる。そして、市場参加者も、そのことを認識しながら将来の物価変動を予想していた。

当時の日本は、貿易面でも、金融面でも、海外市場に依存する度合いが高く、対外経済関係を安定させつつ国内経済を安定化させるとの観点からみると、こうしたマクロ経済政策の運営レジームは相応の合理性を持っていたと考えられる。

1930 年代前半の「昭和恐慌」期ならびにその後の「高橋財政」期には、世界恐慌への対応として、為替円安、財政拡大、金融緩和というケインジアン的な総需要管理政策が有効であったということができる。なお、開放小国としての性格が強かった 1930 年代前半までの日本では、人々の予想がデフレーションからインフレーションへと転換する鍵となったのは、為替レートの切り下げであり、日本銀行による長期国債の引き受けではなかったと考えられる。

銀行経営の変容

麗澤大学　佐藤　政則

本報告では、第一次大戦期のブームまで、主流と見なされていた企業プロモートタイプの銀行経営が、1920 年反動恐慌と関東大震災(1923 年)を契機に，どのように変容していくのかを検討する。銀行の安全性を確保するために、どのような経営が模索され、そこから何が新たに生まれていくのか。銀行の統合、支店銀行制、銀行間協調行動、支払準備等々を中心に具体的に論じたい。

20 世紀における日本の金融社会は、おおむね二分できる。普通銀行数がピークになったのは 1901 年末の 1,867 行であり、その後、清算・合併・破綻によって 1945 年末には 65 行に減少した。消滅した銀行の多くは地域で活動した銀行である。第二次大戦後、とくに 1950 年代から 80 年代において銀行数は安定的に推移した。参入・退出を自由な経済行動の結果とみなす観点からすれば、20 世紀の前半こそ回帰すべき「正常」な状態と映るかもしれない。しかし、戦後の安定的な 40 年間を制度的・行政的・組織的に創り出したものが、戦前における淘汰の時代の「経験」であったことは銘記されねばならない。

明治期には，一方で手堅い収益性と健全性を重視する経営観をもったタイプ，例えば，第百銀行の池田謙三などがいた。池田の経営観や手法を学んだ経営者には，静岡銀行の中山均，百五銀行の雲井憲二郎などがいる。他方で企業プロモートこそ銀行家の使命と考えていたタイプ，例えば，百三十銀行の松本重太郎，北浜銀行の岩下清周などもいた。岩下に憧れて銀行家の道を歩み始めたのが千葉銀行の古荘四郎彦である。明治期に主流視されていたのは後者のプロモートタイプであったが，実際には，ほとんどの銀行家がこの狭間で、悩みながら経営に当たっていた。

プロモートタイプの経営は，第一次大戦期のブームで頂点に達したが，1920 年反動恐慌と関東大震災(1923 年)により大打撃を受けた。1926 年に設置された最初の金融制度調査会では，こうした銀行経営のあり方も問題視され，1927 年銀行法につながっていく。そして，1927 年金融恐慌と 1930 年・31 年の昭和恐慌下の金融危機が，プロモートタイプの経営観を最終的に根絶させた。ほとんどの銀行経営者が，程度の差はあれ，二つの恐怖症に罹病したからである。一つは「預金取り付け恐怖症」(常陽銀行・三宅亮一)であり，二つには「焦げ付き貸出恐怖症」(中国銀行・守分十)であった。これらの病状が重ければ重いほど，1930 年代から少なくとも 1960 年代までは，優秀な銀行経営者と見なされたのである。支払い準備に常に留意し，企業の掘り起こしなどは危険視し，優良そうな企業貸出、超短期のコール取引，国債等の手堅い有価証券運用などを重視した。他方で経費の節約は徹底的に心がける。総じて安全志向の消極的な経営観であった。戦時期に修正はあったものの、こうした経営観を妥当なものと考えて第二次大戦後の金融社会を再建していくのである。

プルーデンス監督の形成
―大蔵省銀行検査を中心に―

横浜国立大学　邉（ほとり）　英治

明治維新以降，日本経済は機械制大工業が勃興し，西欧へのキャッチアップが進み始めた。金融面では，銀行制度等の近代的金融制度が導入され，広範な民衆の資金を集約するとともに信用創造機能も活用して，大口化する工業化資金の供給が図られた。しかしながら，預金者の拡散（小口化）と資金需要の大口化というギャップの拡大は，信用創造に伴う銀行間関係の深化とあいまって，金融の不安定性に帰結することとなった。

明治政府がこの点をどの程度想定していたかは必ずしも明らかではないが，国立銀行制度では，当初から銀行監督・検査が行われていた。そして，明治期以来の銀行監督・検査は，幾度かの金融危機を経る中で，両大戦間期にはプルーデンス監督へと発展していく。

本報告では，日本経済や銀行業の近代化との関係に留意しつつ，戦前期の大蔵省銀行検査がプルーデンス監督の中心として進化していく過程を，できる限り一次史料に即して明らかにしていく。具体的には，①西南戦争～松方デフレ期，②日露戦後不況～第一次世界大戦期，③1920 年反動恐慌～昭和恐慌期，という３つの時期をとりあげる。これらの時期は，本パネルのテーマ「危機と革新の金融史」にふさわしく，かつ銀行監督・検査の進化を考察する上で重要と考えられるからである。

本報告の中心部分となるのは，③1920 年反動恐慌～昭和恐慌期である。断続的な金融危機の中で，この時期に進展したプルーデンス監督の体系化を概観する。その上で，北海道～九州に至る 25 行以上の検査史料を検討した結果をもとに，大蔵省銀行検査の進化の内容を明らかにしたい。

＜主要参照論文＞

邉英治（2003）「大蔵省検査体制の形成とその実態―1920 年代を中心として―」『金融経済研究』第 20 号，2003 年 10 月。

邉英治（2006）「プルーデンス規制と不良債権問題―1915～45 年，日本の銀行規制の分析―」東京大学博士論文，2006 年 1 月。

邉英治（2009）「草創期における第十五国立銀行と大蔵省銀行検査―1877～82 年―」『地方金融史研究』第 40 号，2009 年 4 月刊行予定。

VATにおける金融サービス課税
～非課税化の問題とその対応策～

みずほ総合研究所　鈴木 将覚

《報告要旨》

各国で導入されているVATでは、技術的な理由から、通常、金融サービスが非課税とされている。しかし、非課税取引には仕入税額控除が適用されないため、非課税取引が流通の途中段階で行われると税の累積が生じる等の問題がある。

金融サービスのうち、課税が難しいのは銀行の預貸スプレッド等に表される（形式的な）マージンである。このマージンは、リスクプレミアムと銀行の付加価値に分けられるが、このうちVATの課税対象になるのは銀行の付加価値のみであり、金融サービスに通常のVATを課すためには両者を分解しなければならない。また、銀行の付加価値を個別取引ベースに分解する必要もある。こうした作業は技術的に困難である。

TCA付キャッシュフロー税（R＋Fベース）を用いれば、マージンに課税することができる。しかし、欧州の実験からはTCA付キャッシュフロー税は金融機関に多大な実務コストがかかることが知られている。実務コストを軽減する方法としては、①企業向け金融サービスに対するゼロ税率と家計向け金融サービスに対するキャッシュフロー税の組み合わせや②修正リバースチャージ法が考えられる。

日本では、現在消費税率が低いため、そもそも金融サービス非課税化の弊害があまり問題視されていない。しかし、将来消費税率の引き上げによって金融サービスの非課税化の弊害がより大きくなっていくことを考えれば、金融サービス課税に対する将来を見据えた検討が必要であると思われる。

金融商品取引法上の有価証券概念の再検討

横浜国立大学　高橋　正彦

我が国の新たな金融基本法として、金融分野での消費者保護法制と、資本市場法制の両面を併せ持つ金融商品取引法は、旧・証券取引法等の大改正のかたちで、2007 年 9 月に全面施行され、2008 年 6 月にさらに改正された。

金融商品取引法の投資サービス規制の部分について、その適用範囲を画する基本的な概念は、証券取引法と同様の「有価証券」と、金融先物取引法を吸収したことに伴う「デリバティブ取引」である。特に重要な有価証券の定義規定（第 2 条）では、証券・証書のある有価証券（1 項）を原則とし、それ以外のみなし有価証券（2 項）を付加するという、証券取引法以来の規定の枠組みが維持されている。

金融商品取引法上の（みなし）有価証券の政令指定基準として、流通性の要件が削除され、投資対象性だけが残った。この投資対象性の判断基準としては、法的形式と経済実態との間で、折衷的な考え方がとられている。例えば、株式会社の株式や社債の場合は法的形式のみによるが、任意組合や匿名組合の出資持分については、集団投資スキーム持分等として、経済実態面での投資対象性にも配慮する必要がある。

みなし有価証券の範囲に関して、シンジケート・ローンやＡＢＬ（アセットバック・ローン）など、一般的な意味での金融商品性が明確な貸付債権などは含まれていない。特にＡＢＬについては、類似性の高いＡＢＳとの間で、不均衡な取扱いとなっている。現状の規定では、伝統的な貸付けと証券業務を本業としてきた、銀行と証券会社との業際問題を引きずっているとの批判を免れない。貸付けの形態で行われる事業リスクへの投資を有価証券概念のなかにどのように位置付けるのか、スタンスをもっと明確にする必要がある。

なお、電子記録債権法（2008 年 12 月施行）上の電子記録債権の一部は、みなし有価証券に加えられる。しかし、一定の投資対象性（と流通性）を有する金融商品であれば、電子記録債権ではない、通常の指名金銭債権であっても、同様に扱われるべきである。

一方、信託受益権については、受益証券が発行されるものは 1 項有価証券に、そうでないものは、すべて 2 項みなし有価証券に含まれる。しかし、信託業法の適用を受けない民事信託の受益権で、投資対象としての経済実態がないようなものまで取り込むことは、行過ぎである。組合の出資持分等と同様に、集団投資スキームとしての経済実態など、実質的な投資対象性が認められるものに限定して、みなし有価証券に規定すべきである。

このように、金融商品取引法上の有価証券概念の背後にある投資対象性の判断基準について、法的形式と経済実態の双方を考慮しながら、整合的な線引きを行うことは容易でない。さらに、「貯蓄から投資へ」といっても、貯蓄と投資との区別自体、自明とはいえない。次世代の金融サービス（・市場）法に向けて、法規制の適用対象を画する基本概念をどのように定めるべきか、制度設計の原点に立ち返り、再検討する必要があろう。

Original Sin and Monetary Policy

一橋大学大学院　中村 周史

《報告要旨》

本稿では国際金融における Original Sin、とりわけ資金調達において現地通貨建てではなく、外貨建て債務を抱えてしまう通貨のミスマッチを抱えた状況において、外生的なショックがどのようなチャネルを通じて当該国のマクロ経済へ影響し、また各金融政策はそれぞれどう反応するのかを DSGE モデルを用いて比較し、分析を行っている。

この際、本稿の重要な目的意識及び貢献として、バランスシート効果を生み出す原因となる交易条件とその動学に焦点を当て、幾つかの先行研究に見られるように交易条件を外生的なショックの変数とするのではなく、外国需要や外国金利の変化といった外生的ショックが、交易条件を通じてマクロ変数へと影響し、またその変化が交易条件を変化させていくプロセスを生み出すように、Gali and Monacelli(2005)を基礎とした交易条件が内生である小国開放経済モデルに Original Sin による借り入れ制約を持つ Financail Accelerator の導入を行っている。これにより、外国需要ショックが発生した場合には、通常の小国開放経済モデルで見られる二つのチャネル、ショックが直接的に限界費用へ働きかけるチャネルとこのショックにより交易条件が悪化することで発生するショックの一部を相殺するチャネルに加えて、交易条件の変化により企業のバランスシートが変化し、投資と資本蓄積に影響を与えることで発生するチャネルとその後の交易条件の動学を再現している。

本モデルの中では、この第三のチャネルが外生的なショックによるマクロ経済の変動を増幅することが確認され、通常のケースに比べ、金融政策の運営をより困難にすることが示唆されている。

最適通貨圏の理論に金融危機リスクを導入する
―最近の中東欧の通貨・金融危機リスクを踏まえたゲーム理論のアプローチ―

国際通貨研究所　西村陽造

2008 年 10 月にハンガリーが、同年 12 月にラトビアが IMF などから金融支援を受けたことにみられるように、中東欧で通貨・金融危機リスクが高まった。グローバルな金融危機の波及に加えて、西欧からの過剰な銀行借入で生成された資産バブルの崩壊で、中東欧の経常収支赤字ファイナンスが不安定化したためである。その背景として中東欧固有の事情として特筆すべきは、大半の国々がユーロ未導入とはいえ、広い意味で通貨統合への移行過程にあったことで､通貨･金融危機リスクを高めるメカニズムが働いた可能性である。

その第１はバラッサ・サミュエルソン（B-S）効果を通じて動学的非効率性の状態が生まれたことである。中東欧は、国によって程度の差はあれユーロに対する自国通貨の変動を抑えることで、名目金利はユーロ圏に近づく一方、インフレ率、成長率はユーロ圏より高く、実質金利が実質経済成長率を大きく下回り、バブルが生成されやすい状況が生まれた。第２は「通貨統合を控えたモラルハザード」である。危機の際は EU から救済されるとの期待感で、貸手の西欧の銀行、借手の中東欧、金融監督の判断が甘くなった可能性がある。

従来の最適通貨圏の理論に加え、所得の相対的に低い国が高い国に通貨統合する移行過程で生じる通貨・金融危機リスクを考慮して、当事国が通貨統合の可否を決定するゲームのモデルから、このリスクの大きさに応じて、ゲームの均衡点が変化することを示した。

すなわち、従来の最適通貨圏の理論による通貨統合の純便益がプラスの場合、このリスクが十分に小さければ、通貨統合が選択される。しかし、このリスクが十分に大きくなると、たとえ、このリスクを踏まえた通貨統合の純便益がプラスであっても、①囚人のジレンマのメカニズムから通貨統合が選択されない、②調整ゲームとなることで､「通貨統合しない」と「通貨統合する」の何れもが均衡点となるが、現状は前者であるために通貨統合が選択されない、③相対的に所得の低い国の所得の高い国に対するカレンシー・ボードや片務的通貨統合などのハードペッグが選択される、などのケースとなる。

これは、当事国がこのリスクを十分に認識していれば、たとえ通貨統合がパレート改善であっても、それを選択しない可能性を意味する。ゆえに、このリスクを低減させる対策が重要である｡通貨統合する国の間の所得格差が大きいほど､B-S 効果が強く出るために、このリスクが大きくなることは、欧州の通貨統合の条件であるマーストリヒト基準にユーロ圏との所得格差を導入する必要性を示唆している。また、通貨統合への移行過程で為替相場の安定を過度に重視すると、B-S 効果から逆にこのリスクを高めることも、通貨当局は認識すべきである。さらに、逆説的に響くが、域内通貨協力が強化されれば、上記メカニズムを通じた通貨・金融危機リスクが高まるので、域内金融規制・監督の充実などを通じてそれを低下させる重要性が高まる。このことは、所得水準のバラツキが大きなアジアで通貨･金融協力を進め､さらには共通通貨の導入を展望するうえで､示唆を与えている。

External Adjustments and Coordinated Exchange Rate Policy in Asia *

Hitotsubashi University Eiji Ogawa[a]
Kobe University Kentaro Iwatsubo[b]

In this paper, we estimate structural VAR models with contemporaneous restrictions based on neo-classical and Keynesian theories to investigate whether the cause of current account surpluses for East Asian economies is a "saving glut" or undervalued currencies. Analytical results show that the major determinant of the current account is the real effective exchange rate for all East Asian countries with the exception of China for which the major determinant is domestic GDP. Accordingly, the recently requested revaluation of the Chinese yuan may not be an effective policy for reducing the Chinese current account surplus, and may affect other Asian current accounts. We also investigate whether a Chinese currency revaluation would contribute to the improvement of current account imbalances in East Asia and find that a revaluation would *improve* the current accounts of Japan, Korea, Indonesia, and Thailand. Since the trade structures of major East Asian countries are substitutes with that of China, a Chinese currency revaluation might not lead to a decrease, rather that an increase, in East Asian current account surpluses. Coordination of currency policy among East Asian countries is, therefore, needed to solve the global current account imbalance.

* This paper is a revised version of the paper prepared for ACAES-RCEA Conference in Rimini, Italy on August 29-31, 2008. The authors are grateful to participants at the Conference for their useful comments.
[a] Professor, Graduate School of Commerce and Management, Hitotsubashi University. E-mail: ogawa.eiji@srv.cc.hit-u.ac.jp.
[b] Associate professor, Graduate School of Economics, Kobe University, E-mail: iwatsubo@econ.kobe-u.ac.jp.

インボイス通貨の決定要因とアジア共通通貨バスケットの課題

東京大学　伊藤　隆敏
千葉商科大学　鯉渕　賢
横浜国立大学　佐藤　清隆
専修大学　清水順子

2008 年後半以降、米国のサブプライム危機に端を発した国際金融危機の影響が為替市場に及び、急激な円高の進行が、金融危機や世界景気の悪化に悩む多くの日系企業の収益を一段と圧迫している。円高が日本の輸出企業の業績を悪化させる理由は何か？　その主な理由として、多くの日系企業が米ドル建てやユーロ建てで輸出を行っていることが挙げられる。輸出代金として受け取る米ドルやユーロの対円相場が下落すれば、それは手取りの円建て収入が減少することを意味するからである。しかし、為替レートの変動とインボイス通貨（建値・契約通貨）選択が輸出企業に与える影響を理解するには、以下の諸論点を考察する必要がある。

第一に、なぜ日系企業は円建てで輸出を行わず、米ドルやユーロ建てで輸出を行うのか。第二に、いかなる要因によって企業は円建て輸出あるいは外貨建て輸出を選択しているのか。第三に、日系企業は実際に為替リスク・ヘッジの手段を駆使して、為替リスクを回避できているのだろうか。これら諸論点に対して、伊藤・その他 (2008)は、日本の主要輸出企業 10 社へのヒアリング調査を通じて、インボイス通貨選択と為替リスク管理の現状に関するケーススタディを行った。その結果、日系企業が海外現地法人を為替リスクから解放するために、先進国向け輸出において現地通貨建て取引を、東アジア向け輸出において米ドル建て取引を選択する傾向があること、言い換えれば PTM（Pricing-to-Market）行動を採っていることが示された。

本稿の目的は、ヒアリング調査の範囲をさらに拡大することにより、伊藤・その他 (2008) で得られた結論をさらに頑健なものとすることを試みることである。具体的には、前回の自動車、大手電気メーカーに加えて、電子部品、工作機械メーカーを対象としてインボイス通貨選択状況を取引相手国別に分析することにより、インボイス通貨選択の決定要因として以下の 6 点を抽出した。①海外現地法人への出資比率、②製品競争力・市場競争の程度、③海外生産比率、④北米売上高比率、⑤ドル建て取引を基本とする製品、⑥現地通貨の為替リスク・ヘッジのコストである。これら決定要因は、日系企業の国際的な事業展開を踏まえた詳細なヒアリング調査に基づく新たな発見となる。東アジアで現地通貨がインボイス通貨として選択されない理由の一つとして、⑥の主因であるアジア諸国の為替管理規制が挙げられるが、今後東アジアに展開する日系企業の現地法人が負う為替リスクを緩和するためには、日本円が構成通貨として入る共通通貨バスケットを参照する域内の為替政策協調により各国が規制緩和に向かうことが期待される。

エルサルバドル・エクアドルの公式ドル化政策採用の背景
—政策のロックイン効果と国内の政治対立の視点からの考察—

国際通貨研究所　松井謙一郎

自国通貨を廃止して、ドルのみを法定通貨とする公式ドル化政策は、1990 年代を通じては、理論面での二極解の主張（通貨危機に耐え得る制度は変動相場制度か公式ドル化政策のようなハードペッグとする主張）が支持を得ていた。実際に 2000 年にエクアドル、エルサルバドルのように自国通貨を廃止して、ドルのみを法定通貨とする公式ドル化政策を採用する国も出てきた。しかしながら、2000 年代以降は柔軟性の高い為替相場制度の採用が主流となる中で公式ドル化政策への関心は表面的には低下している状況にある。

中南米地域の公式ドル化政策の問題に係る先行研究は数多くあるが、マクロ経済指標等の数値・経済的な側面でドル化の適否を議論するものが大部分を占めている。一方、政治面の分析では、エルサルバドル・エクアドルの動きは当時の公式的なドル化についての議論高まりや地域全体でドルの影響力が強まったという文脈で捉えられる事が多く、また米国への政治的な反発を背景とする公式ドル化政策への否定的な反応も多く見られる。

これらの国の公式ドル化政策の実際の採用においては、政策の持つ不可逆性(ロックイン効果)と当該国内の政治的な対立が重要な役割を果たしているが、この視点からの先行研究は極めて限られている。本発表では、エルサルバドルとエクアドルの公式ドル化政策の採用の背景を考えるにあたって、政策の持つロックイン効果と国内の政治対立の状況に焦点をあてる形で具体的に分析した。

公式ドル化政策は自国の通貨を廃止して米ドルのみを法定自国通貨とする政策であるために、政策の採用は当該国にとり高度な政治判断を伴うものであり当該国内での政治面からの考察が不可欠である。公式ドル化政策は不可逆性が非常に強く、従って強力なロックイン効果がある。国の政策運営に不信感を持つ右派やビジネス界が通貨の安定という見地からだけではなく、将来的な政策の安定性を確保する意味でも公式ドル化政策を選好する傾向にある。一方で貧困層や左派は政策に反対する傾向があり、これを背景とした国内の政治対立が政策決定に重要な影響をもたらしている。エルサルバドルでは右派と左派のイデオロギー対立の側面、エクアドルでは海岸部と山岳部の地域間対立といった形で、形は異なるが国内の政治対立が政策の採用に強い影響を及ぼしたと考えられる。

中米地域では既にパナマ、エルサルバドルが公式ドル化政策を採用しているが、中米地域の統合が進む中で現在中米地域の政府・金融当局では導入の検討が進んでいる状況にある。また中米地域以外の中南米の国においても、公式ドル化政策の可否をめぐる議論は潜在的な形も含めて現在も続いており、今後の中南米地域の通貨制度の在り方を考えるに際しては公式ドル化政策のロックイン効果の視点は不可欠であると言える。

ロシアにおける国内および外国銀行の効率性分析

北海道大学　大野成樹

現在ロシアでは、金融部門に対する外国直接投資が盛んであり、多くの外国銀行が進出している。本報告は、包絡分析法（DEA）を利用し、ロシアの国内銀行と外国銀行の効率性を計測した。なお、規模に対して収穫一定を仮定した場合の効率性は、技術的効率性と呼ばれ、仮定しない場合の効率性は、純技術的効率性と呼ばれる。

効率性を計測する際には、投入と産出の設定が重要である。これには大きく分けて３つのアプローチがある。1 つ目は生産アプローチであり、銀行は銀行口座と融資の生産者とみなされる。投入に諸経費、資本、産出に銀行口座数、融資額などが利用されることが多い。2 つ目は仲介アプローチであり、銀行は資金の余剰主体と不足主体の仲介者とみなされる。投入には預金額、算出には融資額などが利用される。3 つ目は利益アプローチであり、投入には支払利息、その他経費、算出には受取利息、受取手数料などが利用される。本報告では利益アプローチを利用した。これは、銀行サービスの質の捕捉に関しては利益アプローチが優れていること、利益の最大化を目的として銀行が活動していることなどがその理由である。

分析を行う前に、国内銀行と外国銀行のデータを一緒に分析するのか、分けて分析するのかを決定しなければならない。分散分析、Wilcoxon Rank-Sum テスト、 Kolmogorov-Smirnov テストを行った結果、データをプールして分析しても差支えがないことが明らかになった。

続いて銀行の効率性を計測した。分析結果によると、外国銀行の方が、国内銀行よりも技術的効率性が高いという結果が得られた。また、生産性の変化を Malmquist 指数により計測したところ、外国銀行は生産性の低下傾向が見られた。このことから、外国銀行と国内銀行の効率性は、平準化する方向に向かっていることが明らかになった。

最後に、銀行の効率性の要因を、Tobit 回帰分析によって推計し、以下の点が明らかになった。１）外国銀行は国内銀行よりも技術的効率性が高い傾向があった。２）モスクワに拠点を置く銀行は、モスクワに拠点を置かない銀行よりも非効率的である。３）大きな資産を有する銀行ほど、投入の無駄が少なくなる傾向がある。４）資産に占める融資の割合の高い銀行は、純技術的効率性が高くなる傾向が見られた。５）ROA の高い銀行ほど、技術的効率性が高い傾向が見られた。

Optimal Monetary Policy and Inflation Persistence in an Open Economy

神戸大学大学院　井田　大輔

本稿は、ニューケインジアンの 2 国大国開放経済モデルにおいてインフレーションの持続性が存在する場合の最適金融政策を分析している。標準的なニューケインジアン・モデルにおいて、インフレ動学を説明する上で重要な役割を果たしているのはニューケインジアン・フィリップス曲線（NKPC）である。しかしながら、標準的な NKPC はフォワード・ルッキングであり、バックワードな側面も金融政策分析を行うときには考慮すべきであると指摘されている。これまでのところ、バックワードなインフレーションの側面も考慮したニューケインジアンの金融政策分析は、閉鎖経済での議論がほとんどであり、開放経済の影響は考慮されていない。

そこで、本稿は、2 国開放経済モデルにおいてインフレの持続性が両国に存在する場合の最適金融政策を分析している。具体的には、両国においてインフレの持続性が存在する場合に、両国は協調して金融政策を行う場合と協調せずに行う場合のどちらが厚生損失を低く抑えられるかを分析している。

本稿で得られた結果は、以下のとおりである。第 1 に、インフレがフォワード・ルッキングな時に自然利子率ショックが発生した場合、政策協調するか否かにかかわらずインフレはショックに対して大きく反応する。一方で、インフレが持続性を持つときには、自然利子率ショックに対してインフレはほとんど反応しない。第 2 に、コスト・プッシュショックが発生した場合、インフレは、経済がバックワードになるほどより持続的な反応をみせる。この結果は、政策協調するか否かに関らず観察される。最後に、インフレが高い持続性を持つ場合、両国が政策協調することからのゲインは大きくなる。すなわち、厚生損失は両国が政策協調する場合のほうが政策協調しない場合よりも小さくなる。しかしながら、インフレが持続性を持たなくなるほど、政策協調からのゲインは小さくなる。

キーワード：　インフレの持続性、最適金融政策、政策協調

量的緩和政策期間における銀行貸出経路

大阪大学大学院　井上 仁

《報告要旨》

本稿は，量的緩和政策期間において銀行貸出経路が働いていたかどうかを検証した実証分析である．量的緩和期間において政策目標である日銀当座預金残高が変更されたとき，政策変更にともなって銀行は貸出を変化させていたのか，また，貸出を変化させる程度は銀行の財務体質によって異なっていたのかどうかを銀行財務データのパネルデータを用いて検証した．

これまでの先行研究の多くは，量的緩和政策の効果波及経路として重要な役割を果たしたのは時間軸効果であり，量の拡大はほとんど効果を発揮しなかったと主張している．これは，ゼロ金利を継続すると約束することが重要であり，ゼロ金利を維持する目的以上に日銀当座預金を供給することには効果がなかったということを意味している．

これに対して，本稿では日銀当座預金目標の増大という量の拡大による効果に焦点を当てる．そして，量の拡大は銀行貸出成長率に有意な影響を与えていたことを銀行財務データを用いたパネル実証分析によって示した．具体的には，日銀当座預金残高を 100 兆円増加させたとき，平均的な銀行の貸出を 15.1%増加させる効果を持っていたことがわかった．また，資産規模が小さい銀行は大きい銀行に比べて貸出をより多く増加させており，不良債権が少ない銀行は多い銀行に比べて貸出をより多く増加させていたこともわかった．これらの結果は，量的緩和期間中において，日銀当座預金目標の増大という量の拡大による銀行貸出経路が存在していたことを意味している．

国内銀行全体で見た銀行貸出の総額は，2005 年中盤まで低下の一途をたどっており，一見すると量的緩和政策期間中に銀行貸出経路が存在していたという結果は信じ難いかもしれない．しかし，個別銀行ごとの貸出成長率で見ると，量的緩和政策は資産規模が小さい銀行や不良債権が少ない銀行の貸出を下支えする効果があったことがわかる．反対に，貸出額を大幅に減少させていたのは資産規模が大きい銀行や不良債権が多い銀行であり，これらの銀行の貸出の減少が国内銀行全体で見た銀行貸出の減少を引き起こしていたと考えられる．

新日銀法下の金融政策をどう見るか

中央大学　建部　正義

報告者は,「日銀の金融政策はどうだったか――新日銀法 10 年――」(『経済』2008 年 7 月号) において, 施行後 10 年を経過した新日銀法下の日本銀行の金融政策を検討し, 以下の結論をえた。

新日銀法施行後の 10 年間におよぶ日本銀行の金融政策を振り返ると，次のような教訓を導き出すことができる。

第１は，量的緩和政策にはけっして復帰してはならないこと。金融政策の王道は，金利政策にある。また，量的緩和政策は，結果的に，理論的に間違ったアメリカ的＝マネタリスト的金融論の金融政策面への適用であった。

第２は，金融機関保有株式の買入措置を二度と繰り返してはならないこと。この措置にもとづく資金の供給は，流動性の資金の供給ではなく，資本性の資金の供与を意味する。そして，資本性の資金の供与ということになれば，その固有の権限は，政府の経済政策ないし財政政策に属する。日本銀行が政府からの独立性を要求するのであれば, その政策は, 政府の経済政策ないし財政政策の独立性を侵すものであってはならない。

第３は，物価の安定という理念が大前提になるにせよ，それを実現するための政策手段としての金利操作が必然的に所得の再分配という側面をともなうものである以上，日本銀行は，金融政策を実施するにあたって，企業・銀行・政府サイドへの影響に目配りするだけではなく，国民サイドへの影響にも十全な目配りを行なうべきであるということ。

第４に，日本銀行は，ゼロ金利政策，金融機関保有株式の買入措置，ならびに，量的緩和政策の功罪について，適切な時期に自ら総括し，世界の中央銀行にこれを参考資料として公表すべきこと。これらの政策が世界の中央銀行の歴史に認められない異例中の異例の政策であった事実に照らして，このことは，日本銀行が世界の中央銀行にたいして果たすべき当然の責務であるといわなければならない。

以上であるが，その後，ＦＲＢによるゼロ金利政策の採用と量的緩和政策への移行という措置が伝えられている。また，日本銀行によるゼロ金利政策への復帰や金融機関保有株式の買入措置の復活という事態も考えられないわけではない。

本報告の目的は，こうした経験に照らしつつ，金融政策のあるべき姿について，再考察をくわえることに求められる。

日本における県別銀行貸出市場分断仮説の再検証
－県別貸出金利の誘導形を用いたパネル共和分検定による実証分析―

京都大学　　石川　大輔

近年、日本においては、地方経済の疲弊に伴い、地域金融に関する諸問題を経済学的に分析することの必要性が高まっている。しかしながら、県ごとに銀行貸出市場を分析することがそもそも意味を持つためには、貸出市場が県ごとに分断されているという前提が絶対的に重要となる。

このような問題意識から、本論文は、日本における銀行貸出市場が県ごとに分断されているのか否かを、県別パネルデータに共和分検定を適用することにより検証したものである。

県別の銀行貸出金利の誘導形に対して、Kao(1999)が提案したパネル共和分検定を行った結果、各県を特徴づける変数である県民総生産や県別預金額(マネー)等が、符号条件を満たす形で銀行貸出金利に有意な影響を与え、かつ、それらの変数間に共和分関係が存在することが確認された。この実証結果は、日本の銀行貸出市場は県ごとに分断されているということを強く示唆するものである。

企業・銀行間におけるスイッチングコストの計測
－関西地域における信用金庫のデータを用いて－

神戸大学大学院　中岡　孝剛

近年では不良債権問題の露呈を皮切りに金融機関の再編が進んでいる。大手都銀や有力な地銀は経営体力を回復させ、再編は落ち着きを見せているが、地方における資金需要の減少や経営体力の低下などから信用金庫や信用組合などの地域金融機関において今後も再編が進むと考えられる。このような市場構造、あるいは経済状況の変化はその地域における貸し手と借り手の取引関係に影響を与え、特にその地域に営業が限定されている信用金庫や信用組合においてはその影響を受けやすい。また個々の地域金融機関特有の要因が取引関係に影響を与えていると考えられる。このような影響を見ることは、今後一層進むと考えられる信用金庫や信用組合などの地域金融機関の再編を考察する上で重要な手がかりとなる。

そこで本稿では企業・銀行間におけるスイッチングコストを計測し、その計測されたスイッチングコストと銀行固有の要因とその地域における競争要因、そして経済環境との関係を実証する。これまでスイッチングコストに関する研究は、理論分析が中心であり実証的な分析は少なく、またそれはスイッチングコストの推定に関する分析である。本稿における貢献は企業・銀行間のスイッチングコストに与える影響を分析したことであり、関西地域における信用金庫のデータ用いて分析を行なった。その主要な結果として、スイッチングコストと銀行規模は逆 U 字型の非線形な関係が示され、これはスイッチングコストの観点からの最適規模が存在することなり、今後さらに進展すると考えられる信用金庫の再編に対して示唆を与えるものである。

地域力再生機構による第三セクター再生支援を巡る考察

国立国会図書館　深澤 映司

「地方財政健全化法」に基づく新たな自治体再建制度が 2008 年度の決算から適用されようとしているなかで、政府は、第三セクター（自治体と民間が共同出資している法人）を支援対象の 1 つと位置づけた地域力再生機構を創設しようとしている（2008 年の通常国会に設立のための法案が提出され､継続審議の扱いとなっている)。この背景にあるのは、経営不振に陥った第三セクターを巡り、債務免除を伴う破綻処理がこれまで円滑に行われてこなかったとの認識にほかならない。それだけに、同機構を実効性が期待できる枠組みとするためには、多数の第三セクターを破綻処理から遠ざけてきた要因を明らかにする作業が不可欠なはずだが、この点について十分な検証は行われていない。

第三セクターの破綻処理の実績を法的整理の件数で振り返ると、1990 年代後半以降、全体の 1%程度が整理の対象となったに過ぎない。その中心は、地方で観光・レジャー施設の運営や地域開発に取り組む法人や､大都市における都市開発関連の法人であった。また、法的再生のための新制度の創設が相次いだことなどを受けて、平成 12（2000）年度以降は、法的整理の件数全体が、清算型処理と再生型処理で二分されている。

個々の第三セクターを巡る破綻処理が行われるか否かに影響を及ぼしてきた可能性がある要因は、多岐にわたる。全国各地の事例も考慮に入れると、第三セクターの「外的環境」（地域経済の動向）や「経営状況」（債務残高、収益性）のほか、「出資者の状態」（出資者数)、「債権者の状態」（債権者数、公的な債権者の有無）が浮かび上がってくる。

加えて見落とせないのが、第三セクターに出資している自治体のうち出資比率が最も大きい団体（「主な出資団体」）に関連した要因である。そうした自治体は、自らの立場を最優先しつつ、出資先の破綻処理を巡る経営判断に影響力を及ぼしやすいからである。具体的な要因としては、第三セクターに対する政策支援（貸出、損失補償、補助金支給）の状況と、当該自治体自身の財政状況（財政力、財政の健全性）が挙げられる。

これらの要因と実際の破綻処理の有無との関係を、全国の株式会社形態の第三セクター 2,460 社の個票データに基づき、定量的手法（プロビット・モデル）で分析してみた。その結果､「主な出資団体」が金融機関との間で過大な損失補償契約を結んでいたり、その自治体自身の財政力が脆弱な場合には、出資先の第三セクターの破綻処理が行われにくいという関係が、有意な形で認められた。 一方で、第三セクターの破綻処理が、債権者間における利害調整の難航により妨げられているとの確証は、得られなかった。

このような分析結果を踏まえると、地域力再生機構の構想については、再生支援を要請するか否かの判断を個々の第三セクターの自発性に委ねることに伴う制約や、債権者間の利害対立が破綻処理を妨げていることを前提とした枠組みそのものの妥当性等が、論点となり得よう。

Capital Ratios and Cross-Section of Stock Returns in Banking Industry

一橋大学大学院　Chen Sichong

This paper empirically investigates the relationship between different capital ratios and cross-section of stock returns in banking industry by using Japanese listed bank's data from 1990 through 2008. The results show that market-valued capital ratios associate negatively with average returns, while BIS capital ratios, widely used by bank regulators, are showed to be positively related with average returns. We further show that the dispersion in average returns sorted by several ratios could also be largely explained by the Fama-French three-factor model.

Asset pricing theory have taught us that systematic difference in average returns are due to difference in risk, provided stocks are priced rationally. If we decide our understanding about financial market are pretty good and take the position to extract information from asset prices, these facts imply that banks with higher BIS capital ratios are more risky than those with lower BIS ratios, unless we want to probe the possibility that bank's stocks are mis-priced systematically and persistently. On the other hand, lower market-valued capital ratios seem to serve as an informative indicator to identify risky banks,

In addition, asset pricing theory also suggests that risk priced in the financial market could be relevant to bank regulators. The theory says that it is exactly the covariance of an asset's payoffs with the growth of marginal value of wealth that measure risk and generate risk premium in financial markets. Moreover, marginal value of wealth is high generally when it is a bad time that investors desperately want more wealth by giving up a lot of wealth in other time and states. Therefore, banks with higher risk priced in the financial market are those who do badly, or in the worst case even go into bankruptcy, in bad times such as when the banking system, or the whole economy are in trouble. This is probably what bank regulators want to prevent from happening by adopting capital ratio requirements to assess the safety of banks.

公的資金注入と銀行貸出
―国際行と国内行の非対称性―

一橋大学大学院　長田　健

1990年代末から2000年代にかけて邦銀に注入された公的資金が銀行の貸出行動に与えた影響について実証分析をした結果、国際業務行と国内業務行で非対称な結果が得られた。

公的資金注入を受けた国際業務行は貸出を減少させ、より自己資本比率規制（ＢＩＳ規制）に縛られた貸出行動をとるようになった。これは公的資金注入が政府によるガバナンスを強めた結果であると考えられる。一方、公的資金注入を受けた国内業務行の貸出行動はＢＩＳ規制の制約から解放された。これは公的資金注入による資本増強（自己資本比率の上昇）の結果であると考えられる。国内業務行に対する公的資金注入のみが「貸し渋り防止」として機能したと言える。

この非対称性は当時の銀行監督体制の実態と整合的な結果である。金融再生プログラムに代表される当時の銀行監督が、大手銀行には厳しく地方銀行には甘い「二重基準」を設けていたと言われている。自己資本比率に関して厳しい達成目標を課せられた国際業務行に対する公的資金注入は、規制の制約を強める結果になったと考えられる。一方、国内業務行に対する公的資金注入は規制の制約を緩和する方向に作用し、貸し渋り防止に効果があったと考えられる。同じ公的資金注入であっても、その後の銀行監督の姿勢が効果を非対称なものにしたのである。

尚、実証方法は1988 年度から2006 年度の普通銀行（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行）のミクロ財務データを用いたパネル分析である。

不完全データを使った日本の銀行産業における合併統合の効果：2002-2005 年度

秋田県立大学　宮本　道子
統計数理研究所　安藤　雅和
統計数理研究所　逸見　昌之

本研究では、合併・統合は銀行産業の収益性や効率性を改善してきたのかという疑問に対し、2001 年までに合併や統合が行われた合併効果が現れると期待される 2002 年度から 2005 年度までの銀行の財務データを用いて、都市銀行と地方銀行における銀行の合併、統合効果について検証した。さらに分析データに関して統計的に欠損データを取り除いたものと、欠損データに配慮したものを用いた。

コブダグラス型費用関数による推定で貸出サイズと貸出額の相関係数をみると、大規模銀行は高い正の相関を示しているが、中小企業銀行はすべての年度において負の相関、地銀はわずかに正の相関であった。高い正の相関を示している大規模銀行は2004年度までは0.8程度を保っていたが、2005年度には0.58となった。年度別に一般的なモデルを対数線形近似した推定結果は、どの年度においても土地・建物価格の係数の有意度が大規模銀行以外はマイナスであるが、それ以外の係数は正で有意であり、費用関数が条件を満たしていることを示した。2004年度以外は貸出の費用弾力性は大規模銀行でもっとも小さく、次に地方銀行、中小規模銀行がもっとも大きくなり、過去の研究の多くと一致した。しかし2004年度は、大規模銀行が最も高い費用弾力性を示した。対数線形近似式を用いた内生仮説と外生仮説を尤度比検定した結果は、2002年度、2003年度は、中小規模銀行と地方銀行の費用は貸出額によって十分に説明され内生仮説が棄却されたが、2005年度は銀行が自由に貸出サイズを選んでいることが支持され、内生仮説は棄却されなかった。

トランスログ型費用関数によって仮定した推定では、貸出金はすべての年度とすべての業態で、正で有意であった。一人当たり賃金は、大規模銀行以外は正で有意である。2004年度以外は貸出の費用弾力性は大規模銀行でもっとも小さく、次に地方銀行、中小規模銀行がもっとも大きくなり、過去の研究の多くと一致した。2004年度は中小規模銀行が最も高い費用弾力性を示し、次いで大規模銀行、地方銀行となった。2005年度の大規模銀行の貸出の費用弾力性は、0.619と大きく低下している。尤度比検定では、2003年度の大規模銀行と2004年度の全体は5%で、それ以外は、すべて1%で棄却された。

欠測データを補完しない分析では､2002 年度の貸出の費用弾力性は大規模銀行でもっとも小さく、次に地方銀行、中小規模銀行がもっとも大きくなっていたが、欠測データを補完したあとは、地方銀行の費用弾力性がもっとも小さく、次に大規模銀行、中小規模銀行となった。中小規模銀行の費用弾力性がもっとも高いことは一致したが、大規模銀行の数値が大きく変わった。これは大規模銀行に欠測データが多くあったことを示唆している。

〈国際金融パネル〉

金融危機の発生・拡大と政策の失敗
―1997－98 年日本と 2007－08 年アメリカの比較―

東京大学　伊藤隆敏

2008－09 年の世界金融危機は、アメリカの住宅バブルの崩壊、サブプライム危機に起因する。なぜ住宅バブルが、アメリカの金融システムの危機に拡大、さらにそこからヨーロッパの金融危機、世界同時不況へと、拡大していったのか、アメリカ政府の政策対応はどこで何を間違えたのか。これを 1997－98 年の日本との対比で、読み解く。

(1)　金融危機の発生

1.1.　サブプライム問題の原因。

「証券化」商品の組成、流通に問題があった。バブル最終局面では、ローン審査基準の緩和がおきた。（日米おなじ）。借り手の審査が甘くなったことの証左。

1.2.　なぜサブプライムから AAA 格付け？

まず多数のサブプライムの住宅ローン証券を集めて束ねる。これは、リスク分散（地域の分散化、多くの借り手で大数の法則）をしているはず。次に、その「住宅ローンの束」のローン支払いのプールの上澄みは AAA。

1.3.　投資銀行、商業銀行のバランスシートの毀損

投資銀行、商業銀行は、証券化商品の販売会社として、タックス・ヘーブンに販売子会社（SIV）を設立。そこを通じて証券を投資家に販売していた。その SIV には、流動性供給の約束。SIV は簿外。ところが投資家に販売したものが、つき返される。(2007 年 8 月、BNP パリバ）販売できずに滞留してしまう。損失の穴埋めが必要になる。それまで簿外だったものが、本体のバランスシートに載り、本体の資本が毀損する。

(2)　リーマン・ブラザーズの資本不足

リーマン・ブラザーズの資本不足が顕在化。救済の道をさぐるも、決裂。(9 月 13－14 日の週末)。リーマン・ブラザーズが破綻（Chapter 11)、9 月 15 日。ここから、あらゆるリスク・スプレッドは、急激に拡大。政府が金融機関を救済しない（救済しきれない)、というリスクが認識される。金融機関同士が疑心暗鬼になる（日本の 1997 年 11 月の状況）

(3)　世界経済危機へ

株安、スプレッド拡大、（ドル・円以外の）通貨下落、アイスランド、バルト 3 国、旧東欧諸国の通貨下落。旧東欧に貸している西欧の銀行（オーストリア、スウェーデンの銀行危機)。アジア経済は潤沢な外貨準備のおかげで通貨危機にはならず。貸し渋りによる資金繰り倒産。株価下落による逆資産効果⇒ 消費減。消費減から、生産減、投資減。各国の生産、消費、投資の減少により世界規模で貿易の縮小。輸出依存度の高い経済（とくにアジア経済）ほど打撃が大きい。世界規模でマイナス成長。

〈国際金融パネル〉

世界金融危機と国際金融・通貨システム改革

アジア開発銀行研究所　河合正弘

今回の世界金融危機の広がりは、国際的な金融・通貨システムの根本的な改革を要請している。まず第一に国際金融システム改革についての最大の論点は、国際的な金融監督の枠組みつくりと IMF 改革である（2008 年 11 月の G20 金融サミットの行動計画を参照）。

世界の大手金融機関（銀行、証券、保険など 20－30 社）の活動・業務はボーダレス化・グローバル化しており、それらの破綻は本店所在国においてだけでなく世界的な金融不安定化を引き起こしやすくなっている。しかし、これら金融機関（およびヘッジファンドなど）の多くは国際的に共通の制度のもとでは監督されていない。そのため、大手の民間金融機関や国際金融センターを網羅的に規制・監督することの重要性が認識されている。

各国レベル（少なくとも先進国）では、独立した中央銀行と金融監督当局が協調しつつ金融安定化を図ることが通常であるように、国境を超えたレベルでは、国際的な金融監督機関（＝国境を越えて活動する民間金融機関を統一的に規制・監督する国際機関）をつくり、IMF と緊密な協調体制を備えていくことが望ましい。しかし、現状ではそうした国際金融監督機関の設立は難しい。次善の方策は、BIS や FSF が中核になり、各国の金融監督当局者の間の国際連携を強化していくことだろう。また、アジアにおける「アジア版 FSF」の設立などは地域レベルでの金融監督体制の強化に資することになろう。

IMF 改革についてはある程度進んできており、IMF の機能強化と新興国がより積極的に関与する形での IMF ガバナンス改革が焦眉の課題である。とくに後者については、①新興市場諸国への投票権の配分拡大、ヨーロッパ諸国への配分縮小、②アメリカの拒否権の見直し、③専務理事ポストのヨーロッパ人以外への開放、などが主要な議題である。こうした改革は、ヨーロッパやアメリカによる大幅な譲歩を必要とすることから必ずしも容易ではない。IMF 改革が進展するか否かに関わらず、アジアにおいて「アジア通貨基金」の設立を進めることが地域の金融安定につながろう。

第二の論点である国際通貨システム改革については、今回の世界金融危機の終息過程で米ドルレートの大幅な下落や米ドルの役割の低下などが起こる可能性が高いことから、真剣に考えなくてはならない問題である。長期的な観点からは、世界経済に占めるアメリカのウェートが低下するにつれ、ドルを支配的な国際通貨とする現行の体制は不安定化していこう。少なくとも、今後の国際通貨システムはより多極化していくものと思われる。

ヨーロッパでは、ユーロ圏に入ることの魅力が大きいことが再認識されつつあり、ユーロ圏がさらに拡大しよう。仮にユーロ圏が出来ていなければ、今回の金融危機の影響でいくつかの小国（アイルランド、ギリシャなど）が通貨投機をうけた可能性があるからだ。現に、アイスランド、スウェーデン、デンマーク、ポーランド、ハンガリーなどユーロ圏に加入したい国が増えており、加入による安定性のメリットが大きいと考えられている。

アジアにおいても、望ましい地域的な通貨体制なあり方を考えていく必要がある。

表．G20 首脳宣言の行動計画（2008 年 11 月）

	短期的な措置（2009 年 3 月末まで）	中期的な措置
透明性・説明責任の強化	• 市場混乱時における複雑かつ非流動的な証券化商品の価格評価の仕組み強化 • 金融機関による、オフバランスシート子会社や複雑な金融商品の開示義務強化 • 国際会計基準審議会の統治強化	• 単一で質の高い国際会計基準の創設 • 金融機関の財務報告での、リスク・損失の開示強化、全ての活動（オフバランスシート活動を含む）の完全・正確・タイムリーな開示
健全な規制の拡大	• 国際通貨基金（IMF）、拡大金融安定化フォーラム（FSF）、その他規制・監督機関による、景気循環増幅効果（プロシクリカリティー）是正のための提言作成 • 格付け会社による国際規範の遵守、利益相反の回避、情報開示の強化 • クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の清算機関の設立などリスク低減や取引所での取引推進 • 金融機関によるリスク管理の強化・健全化に向けた指導 • 金融機関経営陣の報酬体系が、過度に短期的な利益の追求にならないような自主努力ないし規制	• G20 がそれぞれの国の規制体系の見直しと報告を検討。金融部門評価プログラム（FSAP）の実施に着手 • 現行の規制の枠外にある金融機関（とくに金融システム上重要な金融機関）・商品・市場に対する規制・監督の強化 • 国際的に活動する金融機関の破綻処理・法制度の検討 • 公開格付けを行う格付け会社に対する登録制度導入 • 資産価格の大幅な変動とそのマクロ経済・金融システムへの影響の監視強化
金融市場における公正性の促進	• 相場操縦や詐欺行為から国際金融システムを守るために国際協力を強化、不正取引に対する制裁制度の構築	• 金融活動作業部会（FATF）による、マネーロンダリング（資金洗浄）やテロ資金への対策継続
国際連携の強化	• 国際的に活動する金融機関に関する監督グループの設置 • 国境を越える危機管理体制の強化	• 会計基準、会計監査、預金保険など規制の統一が進んでいる分野についての情報収集
国際金融機関の改革	• FSF を拡大し、新興国を加える • IMF は FSF との協働を強化し、金融規制・監督をマクロ・プルーデンシャルの枠組みに統合し早期警戒を実施 • IMF、世界銀行、その他開発金融機関の資金基盤見直し・強化、加盟国の事情を考慮した融資手法の改変	• IMF は、FSAP を各国審査に組み入れ、すべての国のマクロ・金融政策の助言強化 • 世界経済における経済力の変化を適切に反映した「ブレトンウッズ機関」（IMF や世銀）の抜本的改革。新興国・途上国の発言権と代表権の拡大

〈国際金融パネル〉

Global Financial Crisis:
Difference in the Market Deterioration Mechanism and its impact in Capital Flow

日本政策金融公庫　渡辺博史

Hiroshi Watanabe, President & CEO, Japan Bank for International Cooperation (JBIC)

Difference in the mechanism of financial crises – The current financial turmoil originating from US market is "Paper-Market Crisis in Bad securities" while the crisis in Japan one decade ago was "Banking Crisis in Bad loans (NPL)". This difference made the pace of deterioration faster and assessment of other institutions more difficult. And it leads to higher anxiety and volatility in the market. They are not wiped out by the providing the liquidity nor lower interest rate.

Financial Patriotism/Nationalism – The public support to the financial institutions including capital injection to them induces the strong voice for demanding them to place high priority in domestic lending businesses. That reduces the size of capital flow in international market especially those supposed to be channeled into emerging economies.

Change in Business pattern – The basic income source of banking sector should return to be in the rate differential between funding and lending, not commission and not capital-gain. Monitoring on Large Scale Financial Institution and on Financial Conglomerates is a big challenge for the supervisory agencies,

Key Currency – The dominance by the US financial sector is eroded and the value of dollar is also depreciated. No other currency, however, can not posses enough ability to take the position of key currency by replacing US dollar. Euro has shown its weakness during the market deterioration in the last half year. We have to live with over-the-top key currency for the time being. More aggressive arrangement for Regional Currency should be encouraged in East Asia and Middle-East. (Over)

金融システム安定のための国際協力の起源とその後の発展
―バーゼル銀行監督委員会創設と「バーゼル・コンコルダット」採択を巡る動き―

日本銀行　渡部　訓

バーゼル銀行監督委員会は、1974 年 12 月の G10 中央銀行総裁会議で創設することが決定され、1975 年 2 月に第 1 回会合が開催された。その後、2 回の会合を経て、1975 年 9 月に「バーゼル・コンコルダット」の案が作成され、1975 年 10、11 月の G10 中央銀行総裁会議における議論を経て、1975 年 12 月の G10 中央銀行総裁会議で「バーゼル・コンコルダット」が採択された。また、1975 年 12 月には、G10 諸国以外の世界各国の中央銀行総裁にも「バーゼル・コンコルダット」が送付された。

バーゼル銀行監督委員会の創設は、1974 年 6 月にドイツのヘルシュタット銀行が経営破綻した影響がドイツ国内に止まらず、ドイツ国外にも波及したことを踏まえて、通貨価値・外国為替相場の安定の分野に加え、金融システムの安定の分野においても各国が協力していくことが重要であるという認識が G10 中央銀行の間で生まれたことに基づくものであり、金融システムの安定の分野における国際協力の嚆矢となる画期的なことであった。

「バーゼル・コンコルダット」は、バーゼル銀行監督委員会の最初の成果であり、国外に進出した銀行の活動が銀行監督を免れることを防ぐために各国の監督当局が協力するためのガイドラインであった。具体的には、親銀行所在の母国監督当局と当該銀行が国外に進出した受入国監督当局の間で銀行監督上の責任分担を明確にした上で、銀行監督上の隙間できないよう母国監督当局と受入国監督当局の間で情報交換等を通じて協力することを促す内容であった。

本報告では、バーゼル銀行監督委員会創設とその最初の成果である「バーゼル・コンコルダット」採択を巡る動きとその背景について、国際金融システム論の観点から、国際決済銀行アーカイブ（Bank for International Settlements Archive）所蔵の史料等に基づき考察してみる。

大蔵省検査及び日銀考査の不良債権への影響

久留米大学　塚崎公義

バブル崩壊後、邦銀は不良債権処理を先送りし、当局はそれを容認した、というのが通説である。そうだとすれば、銀行に対する当局の検査・考査は、銀行の判断に対して異議を止めなかったはずである。しかし、それを実証する研究はなされてこなかった。

今次報告は、大蔵省検査、日銀考査を受けた銀行とそれ以外の銀行で、公表不良債権額あるいは不良債権処理額に有意な差が生じていたか、大蔵省検査と日銀考査で影響度に差があったか、大蔵省からの天下りが在籍していた銀行とそれ以外の銀行で、大蔵省検査の影響度に差があったか、大蔵省検査あるいは日銀考査を受けた銀行の自己資本比率が高い場合と低い場合で影響度に差が生じていたか、などについて検証した結果にかかるものである。

公表不良債権額に対する検査あるいは考査の影響度は、総じて限定的であった。もっとも、検査あるいは考査を受けた銀行と受けなかった銀行について別々に計測して比較すると、説明変数に加えた自己資本比率の係数が一部の計測に於いて有意に異なることから、検査あるいは考査が一定の影響を与えていた可能性が示唆される。

不良債権処理額に対する検査あるいは考査の影響度も、全体として明確とは言い難いが、地銀に対して大蔵省検査の影響度が有意となっているなど、一定の影響を与えていたことが示される。地銀に対する影響度は、大蔵省検査が日銀考査よりも有意に大きいことも示され、行政権限を有する大蔵省の検査が銀行の不良債権処理を促す作用をしていたことが窺われる。

大蔵省からの天下りが在籍している銀行とそれ以外の銀行で、大蔵省検査の影響度を比較したが、有意な差は見られなかった。大蔵省からの天下りは銀行との結託である、とする先行研究が存在するが、大蔵省検査の影響度に関する限り、結託が存在したとの仮説は支持されない。

EU における銀行監督当局カレッジと監督強化の枠組み

宮城学院女子大学　太田瑞希子

従来、EU では、国境を越えて EU レベルで統合された金融市場と各国レベルに留まる規制・監督権限という問題点を EU 機関及び各国ともに認識し、必要な改善策を模索しながらも、第３階層委員会の機能強化や監督実務の収斂は十分では無かった。今次の金融危機は、EU 域内の銀行監督体制における各国間協力の不備が露呈させ、結果として EU は各国監督当局の権限は維持しながらも、銀行グループの業務の国際化に対応するために、より域内協力・協調を進める枠組みの強化を加速させ始めた。その中で、特に２つの大きな流れが、自己資本規制（CRD）改正案とランファルシー・プロセス委員会の機能強化である。

金融危機以後の改善策の第一弾として欧州委員会が CRD 改正案で提案したのが、複数の加盟国間で業務を展開する銀行グループに対する監督のための監督当局カレッジ「Colleges of Supervisors」である。監督当局カレッジ自体は、決して新しいアイデアではなく、EU では既にいくつかのカレッジが構成されてきた。北欧における Nordea 監督当局カレッジやベルギー等における Fortis 及び DEXIA 監督当局カレッジ等が代表的先例である。これら先例の検証は、監当局カレッジの有効性と同時にその機能の限界を把握するためには不可欠である。CRD 改正案によって、これまでは関与する各国監督当局間の覚書によってカレッジ毎に取り交わされていた、構成・開催頻度・業務分担等が、EU 法の法的根拠を得て、共通の基準の下で構成されることとなった。

また、欧州銀行監督当局委員会（CEBS）等のランファルシー・プロセスの第３階層委員会は、域内における監督実務の収斂や情報交換といった協力の促進等を目的とした合議・協調のための組織であるが、策定する指針・勧告・基準に法的拘束力が無いため、その有効性の限界を指摘する声は少なくなかった。2008 年 10 月の EU 財務省理事会における、これら第３階層委員会の機能強化の決定は、各国に委員会の勧告の遵守を可能な限りにおいて促進することとなった。

この両者は、それぞれ個別の動きとして認識されるべきではなく、相互補完的に機能するものとして並列して考慮する必要がある。ランファルシー・プロセス委員会（第３階層委員会）の策定・公表する指針・勧告・基準はあくまで法的拘束力を持たないが、CRD 改正案は EU 法として監督当局カレッジに EC 法を法的根拠として提供し、同時に融資規制や銀行の資本に関する EU 域内基準の明確化を図るものである。この２つの政策を同時施行することにより、監督枠組み強化への２面からのアプローチが相互補完的に機能しながら成されるのである。

人民元ボラティリティが中国対日輸出に与える影響

対外経済貿易大学（中国・北京）大学院　西村　友作

本稿は，中国の対日輸出が人民元のボラティリティからどのような影響を受けているかについて分析を行ったものである。具体的には，1999 年 1 月から 2008 年 6 月を対象に，Nelson (1991)の EGARCH モデルから推計した為替ボラティリティを用いて，共和分検定では市場間の長期的均衡関係を，誤差修正モデルでは短期的効果を検証した。また，Toda and Yamamoto(1995)の LA-VAR と Cheung and Ng(1996)が提唱する CCF アプローチを用いて，長短期の因果性の検証も行った。

実証結果から，以下の点が明らかになった。(1) ARMA-EGARCH モデルによるボラティリティ推定の結果，人民元安ショックの方が人民元高ショックよりも JPY/RMB レートのボラティリティを高めやすいことが示唆された。また，中国の為替改革以降市場がボラタイルになっていることが明らかとなった。（2）誤差修正モデルによる推定の結果，中国の実質対日輸出は，短期的には JPY/RMB レートの水準からは影響を受けていないが，そのボラティリティからはマイナスの影響を受けていることが確認された。つまり，為替レートの変動に関する不確実性が，貿易の悪化を通じてマクロ経済に負の影響を及ぼすことが明らかとなった。（3）LA-VAR に基づく Granger 因果性検定の結果，JPY/RMB レートのボラティリティから中国の対日輸出への長期的因果性が検出された。CCF アプローチによる短期的因果性検定では，JPY/RMB レートから中国の実質対日輸出に対する波及効果は，平均において検出されたが，分散においては確認されなかった。

本稿の研究では，為替ボラティリティの増大は輸出に対して負の影響をあたえていることが明らかとなった。2005 年 7 月の為替制度改革以降，人民元のボラティリティ増加は顕在化しており，今後はさらにその速度を増していくであろう。このような中国の輸出企業が直面する不確実性の増大は，輸出の減少を引き起こし，ひいては中国のマクロ経済に対してネガティブな影響を及ぼすと考えられる。

中国銀行貸出市場における市場分断仮説の検証
Between Mao and Markets: New Evidence on Segmentation of the Bank Loan Market in China

早稲田大学大学院　大熊 正哲

本稿は中国銀行貸出市場における「市場分断仮説」の妥当性を実証的に検証する。中国のような移行経済においては，国有企業と非国有企業が直面する資金調達コストには無視しえない格差が存在すると考えられる。そこで国有部門と非国有部門を区別した省別パネル・データを構築した上で，修正された Feldstein-Horioka テストを行う。本稿の主なファインディングは以下である。他の要因を適切にコントロールした上でも，ローカルな非国有企業向け銀行貸出比率がローカルな預金比率に制約される程度は極めて大きい。これは国有企業向け銀行貸出比率と預金比率のあいだに有意な相関が検出されないのと対照的である。このような分析結果は，中国において商業銀行と非国有企業のあいだの情報の非対称性が極めて深刻であり，それが非国有部門の発展を阻害している可能性をも示唆するものである。

中国上場企業の投資行動
―非金融業における政府支配の影響分析―

一橋大学大学院　ハスビリギ
一橋大学大学院　竹　康至

中国では、1992－1993 年にかけて社会主義市場経済体制と現代企業制度が提起され、国営企業が国有企業に定義変化したあと、徐々に国から民間への売却が進められており、経済活動における政府の影響は低下してきている[今井（2002)、座間（2006）]。

その一方で、依然として国有企業においては国有銀行などとの癒着構造が指摘され、上場後も他の民間企業と経営行動が異なる事が指摘されている[Shirai　2002]。

しかしながら、中国では上場後も、政府が過半の所有比率を維持する民間企業（以下、国家支配企業と称する）が多く存在するが、先行研究では国有企業の分析が主であり、国家支配企業の分析は相対的に乏しいものであった。中国上場企業の資金調達構造や、投資行動の分析は行われてきているが、その中で上場企業の中で重要な位置をしめている国家支配企業の影響は分析されていない。

本研究では、まず国家支配企業を分類するため各社の決算報告書等から国有株の比率を計算し、さらに 2000 年～2004 年の非金融上場会社のアンバランスド・パネル・データを用いて、投資率、負債比率、投資機会（トービン *Q*）を内生変数として三段階最小二乗法を用いて、国家支配企業の投資行動の計量分析を行った。

本稿で得られた推計結果は、市場の不完全性を示唆したものとなった。つまり、投資機会は負債比率と国家支配の影響を受け、負債比率は国家支配の影響を強く受け、投資機会は収益性を反映しているとは言えず、負債比率と国家支配の影響を強く受けている。つまり、投資機会が資金調達構造と政府影響度に依存するという意味で、中国上場企業の投資行動には問題が発生している可能性が観測された。

本稿の分析結果からは、資金調達面における規制緩和と政府影響度の低下が求められており、さらなる金融制度改革の必要性が示唆されている。

JEL Classification Codes: G31, G32, G38, O16
Keywords: 投資関数、 中国、 移行経済

開発途上国における国外居住者送金の波及効果

― VAR モデルによるフィリピン国外居住者送金の影響分析 ―

一橋大学大学院　竹 康至

グローバル化によって、世界では 1 億 7500 万人以上の開発途上国から先進国への出稼ぎ労働者が存在し、その経済的影響は決して小さいものではないのにも関わらず、出稼ぎ労働者と、その送金（以下、国外居住者送金）に関しての分析は十分ではなかった。国外居住者送金が投資の拡大をもたらし、経済成長に寄与することを主張する先行研究もあるが、その根拠は必ずしも定かではない。

東南アジアにおいては、フィリピンがもっとも海外へ労働者を送り出している国となっており、総人口の 10%にあたる 750 万人が海外居住者であり、海外への出稼ぎ労働が重要な産業となっている。しかしながら、筆者の知る限りフィリピンの国外居住者送金に関する先行研究はいずれもマイクロ・データを分析したもので、国外居住者送金を含めて計量経済学的手法によってマクロ経済構造を分析する論文は存在しない。

そこで本稿では、国外居住者送金を内生変数に含むベクトル自己回帰（VAR）モデルを用いて、グレンジャー因果性テスト、インパルス応答積分、分散分解分析（RVC）を行い、フィリピンのマクロ経済構造の分析を行った。その結果として、国外居住者送金には消費及び投資の促進効果は見られず、むしろ消費の減少に対して補償的に増加することが確認された。また、内国通貨を切り上げる効果があることから、間接的に投資を減少させる可能性も示唆されている。さらにマネービューとクレジットビュー、どちらの金融政策の波及経路も支持されないという意味で、国外居住者送金は金融政策を撹乱している可能性も示された。

本稿の推計結果は、国外居住者送金の成長への寄与を支持するものではなく、むしろ国外居住者送金は、為替レートを切り上げ、金融政策経路を撹乱することから、経済成長に対してマイナスの要因となりうることを示すものとなった。つまり推計結果からは、国外居住者送金は、直接投資の誘致などの、従来の東南アジア型の開発政策を代替できないと考える事ができるだろう。

ベトナムにおける金融政策の効果波及経路の分析

広島修道大学　グェン・ドゥック・ラップ

この 20 年間、ベトナムに顕著な経済成長をもたらしたのは、国内の経済改革および世界・地域に開かれた経済政策である。しかし、進んでいるグローバル・地域経済への統合により、ベトナム経済は貿易や金融等のセクターにおいていくつかの大きな課題を抱え、経済の脆弱性を示している兆候もある。近年、ハイ・インフレを抑えるのが困難なことや相対的に硬直した為替レート体制が負の影響をもたらすことが浮き彫りになっている。マクロ経済政策の効果の不十分さや矛盾は、ベトナムの持続可能な経済成長を脅かす恐れがある。そのような課題を踏まえて、本稿はベトナム国家銀行の金融政策手段が、インフレや生産のような主要な変数に大きな影響を及ぼすことができるかどうかを検証するために、開かれた小国経済であるベトナムの構造ベクトル値自己回帰モデル（Structural Vector Autoregression Model SVAR）を構築する。それを通じて、近年のハイ・インフレの要因は何か、金融政策の効果波及経路における為替レート経路はどのような役割を果たすかを究明する。SVAR モデルを用いた金融政策の実証分析の結果は、金融政策と主要な経済変数の相互関係を明らかにすると共に、マクロ経済政策の目標に向かって、金融当局がどのような金融政策の目標を設定すればよいか、そしてそれに導いたり、導かれたりするために、金融政策はどのように実施すればよいか、という重要な手がかりとなる。そのような実証研究は、現在のベトナムにおける金融政策の戦略に対して極めて重要であり、金融政策がどのようなメカニズムで経済に影響を及ぼすかを説明可能とするモデルが求められる。

本稿は、Leeper, Sims, and Zha(1996), Sims and Zha(1998a), Sims and Zha(1998b), Kim(2000)等の先行研究に基づいて 7 変数ブロック非再帰モデルを適用し、金融政策のショックの経済変数への波及分析を行う。分析モデルは、3 つのブロックで、生産、物価、貨幣、金利、商品価格指数、アメリカの Federal Fund Rate、および為替レート、という 7 変数からなる SVAR モデルである。3 つのブロックは、国内の非金融部門の市場均衡と金融部門の市場均衡を描写する方程式のブロック、世界経済から受けた外生的なショックを表わす方程式のブロック、および為替レートがすべての他の変数に同時期に反応する方程式のブロックからなる。推計期間は 1998 年 12 月から 2008 年 1 月までであり、月次データによる推計である。

本稿の実証分析結果として、ベトナムの金融政策や現在の為替レート体制の効果はまだ小さく､インフレや生産に大きな影響を与えるのは外的な要因であることを明らかにした。金融政策の効果が生産へあまり影響を及ぼすことが出来ないのは、ベトナムの金融システムの脆弱さであり、その結果、実体経済への金融政策の波及効果を妨げている。

東アジアにおける資産価格の変動とマクロ経済の動向

大阪国際大学　塩谷　雅弘

本論文は、東アジアにおける資産価格の変動とマクロ経済の関係を実証的に分析するものである。1997 年のアジア危機後、銀行、企業、家計など各部門の資産負債の構成や規模が大きく変化してきている。銀行部門は企業向け貸出から家計向け貸出に大きくその行動を変え、企業の資産負債は縮小し、一方家計の負債は拡大している。このような各部門のバランスシートに見られる金融システムの変化は、金融政策の波及メカニズムに影響すると考えられる。

このような状況の下で、本論文は次の問題に焦点を当てる。資産価格の変動はマクロ経済に対しどのような影響を与えるのか；　資産価格が与えるマクロ経済への影響は近年変化してきているか；　資産価格の中でも株価と不動産価格でそのマクロ経済への影響は異なるか。

標準的なイベント・スタディと VAR のインパルス応答関数を推計することにより、以下の事実を確認した。第 1 に、資産価格の急落（イベント）時には GDP、消費、投資や銀行貸出は急激に減少するが、株価の急落時に比べ不動産価格の急落時のほうが減少の程度が大きくまた瞬時に起こること。第 2 に、韓国では、最近の 20 年を前半と後半で資産価格の変動が消費や投資に与える影響を比較すると、株価、不動産価格ともにこれらマクロ経済変数に与える影響は拡大していること。第 3 に、香港でも、韓国と同様に最近の 10 年では株価、不動産価格ともにマクロ経済変数に有意な影響を与えていること。そして、タイでは韓国や香港とは異なり、最近の 10 年でも株価はマクロ経済変数に有意な影響を与えるが、不動産価格の変動はマクロ経済に有意な影響が確認できないこと。

このように東アジアの中でも、韓国や香港とタイでは資産価格変動のマクロ経済に与える影響は大きく異なる。この影響の違いはなぜ生じるのか。東アジアでも近年急速に家計の負債や住宅金融が急速に拡大しているが、その程度は各国間でばらつきがある。これらの違いを反映しているのかもしれない。

キーワード：不動産価格、資産効果、金融加速度

投資家の予測形成とマクロ経済指標の関連性
―QUICK 債券月次調査による分析―

日本経済研究センター　蓮見 亮
法政大学　平田 英明

本稿は、QUICK 社による債券月次調査の結果を利用して、直近 10 年程度の期間において投資家が傾向的にもっている長期金利の上昇期待形成の要因を分析したものである。分析期間（1998 年 7 月～2008 年 4 月）の投資家による 10 年国債利回りの予測値には明らかな上方バイアスが見られる。そこで、予測誤差ではなく、6 ヵ月後予測値と予測時点での実績値の差として定義した「期待」に着目して分析することとした。

アンケートには、金利の予測値の他にも、今後 6 ヵ月間程度の想定で、景気動向、物価動向、短期金利／金融政策、為替動向、海外金利、債券需給、株価動向の 7 つの要因が、それぞれ債券相場にどのような影響を与えると予測するかについての質問があるので、まず、そのアンケート回答と相関の高いマクロ指標を複数の候補の中から探した。

次に、2 通りの回帰分析を行った。まず、コンセンサス予測の期待をマクロ指標に回帰することで、大局的な相関関係を把握した。しかし、これはあくまでもコンセンサス予測とマクロ指標の単なる相関を見ただけであって、得られる回帰係数が予め求めたアンケート回答とマクロ指標との相関関係と整合的でなければならない理由は、必ずしも存在しない。

そこで､個々の回答者のアンケート回答という個票情報を利用したパネル回帰を行った。パネル回帰により、金利変動の期待に影響を与える主要な要因は、金融政策、為替動向および海外金利であることが判明した。金融政策の変更がイールドカーブの変化を通じて長期金利に影響を及ぼすという経路の存在を前提とすれば、他の要因に比較してある意味当然といえるであろう。為替動向は、このケースでは、海外景気要因と読み替えられる。分析期間における GDP 成長率の寄与度に占める輸出の割合がかなり大きいため、円高→輸出減→GDP 成長率の低下という連想が働いたと考えられる。

新規株式公開市場における Wave とアンダー・プライシングの決定要因

跡見学園女子大　　比佐　優子
一橋大学　　比佐　章一

アンダー・プライシングは、IPOの発行価格が、流通市場での初値を下回る現象であり、世界各国で観測されている。アンダー・プライシングが起こる要因として、情報の非対称性や、法的要因、税制、価格安定化などの制度的要因、また情報の連鎖行動(Information Cascade)や投資家のセンチメント、またProspect Theory や Mental Accountingなどの心理的要因などが指摘されている。

また新規上場(IPO)には、循環的な動きが見られることが知られている。Yung et al. (2007) は、このIPOの変動が、投資家と株式公開企業との間の情報の非対称によって引き起こされること、またこれにより、IPOの増加が、質の悪い企業の上場を促すことで、結果として、アンダー・プライシングが起こるとしている。このことは、情報の非対称性が大きいほど、IPOの循環的な現象を大きくすることを明らかにしているといえる。

また情報の非対称性の解消に対しては、銀行やベンチャー・キャピタル（VC）などが、その役割の一端を担っていると考えられてきた。例えば、VCは将来性の高い企業に投資することで最終的にIPOを実現することがおもな役割であり、そのために投資先企業に対して経営監視と経営支援を行っている。実際、Kaplan and Strömberg (2001)、Baum and Silverman(2004)、Gompers and Lerner (2004）などは、銀行やVCなどが、情報の非対称性を緩和しているとしている。本論文では、新規上場(IPO)におけるアンダー・プライシングと、循環的要因の決定要因について分析をいった。IPOの件数が多いときほど、アンダー・プライシングが多い事が、日本のIPO市場でもいえることが明らかとなった。このことは、IPOの変動が、投資家と株式公開企業との間の情報の非対称によって引き起こされることを示唆する結果といえる。

今回、IPO時点における株価のアンダー・プライシングおよびオーバー・プライシングについて、2001年から2003年の、日本のIPOについて検証をおこなった。その結果、VCが投資をした企業は、そうでない企業よりもアンダー・プライシングが大きいことがわかった。またオーバー・プライシングを考慮した場合でも同様で、VCが投資をしている企業のほうが、公示価格と初値の間の乖離が大きいことが明らかとなった。また産業の成長などファンダメンタルズ要因を考慮した場合でも同様の結果が見られた。まず産業のGDPや投資の成長率が高いと、初値の株価上昇率が高くなることがわかった。すなわち企業の直面する産業の成長率が高いため、株価が上昇したためと思われる。

またこうした要因をコントロールしても、VCの持株比率が高いほど、アンダー・プライシングやオーバー・プライシングが起こりやすいことがわかった。これはVCが、情報の非対称性を解消することで、アンダー・プライシングを解消する役割を果たしていないことを示唆しているといえよう。また社長持株比率が高いほど、アンダー・プライシングに影響を与えていること、また銀行の持株比率は、アンダー・プライシングと関連していないことがわかった。

企業の資本構成とイスラム金融：
実証分析による理論的整理

永野　護
名古屋市立大学教授　mnagano@econ.nagoya-cu.ac.jp

要　約

本稿は、世界最大のイスラム債市場を持つマレーシアと、イスラム銀行市場を持つ中東湾岸６カ国に焦点を充て、同地域においてイスラム債発行、イスラム銀行借入を実施した企業の特徴を分析した。他の資金調達手段を利用する標本企業との比較分析の結果は次の通りである。第一に、イスラム金融を用いた資金調達は、債券発行、銀行借入ともに、通常の銀行借入、普通債発行等よりも、資金調達序列上、優先的に用いられている。すなわちイスラム金融は、内部資金の次に用いられ、次いで通常の外部資金調達手段が選択される。第二に、イスラム金融利用企業の条件は、規模が大きく、収益性が高いことが前提であるが、必ずしもこれらの企業の成長性や生産性が未利用企業を上回っているわけではない。つまり、イスラム金融の利用と企業の事業活動は必ずしも強い関係を持つわけではない。第三に、イスラム金融による大企業の資金調達は、同業種内他企業の資金調達に寄与している傾向が見られる。この点は、特にマレーシアにおけるビジネス・グループ内金融の存在が影響を与えているものと思われる。

JEL コード：G20、G21、G32
キーワード：企業金融、債券発行、イスラム金融

プレ･デフレ期における基本分類別卸売物価の変化

東海大学　石森良和

日本においてデフレが常態化し始める 1990 年代中ごろの前の時期を仮に「プレ･でふれ期」と呼ぶことにする。この「プレ･デフレ期」は当然、デフレを生み出した時期となるはずである。

バブル崩壊期における基本分類別卸売物価の変化の実態と相互関係を調べる。

このプレ･デフレ期は、おおむね景気の転換点といわれる 1991 年 2 月を中心とする数年であり、そのあいだに 2%ほどの予想インフレ率の低下が生じたと推定しており、それが 90 年代中ごろから始まるデフレのおもな要因であるという仮説を持っている。

それを論証するために、予想インフレ率の下落プロセスを示してみたいと思った。その際、「予想」は形のないものであり、数字のデータだけでなく、新聞や日本銀行の調査月報などの記述を見ていくことによって、予想インフレ率の低下の過程が観察されるのではないか、という見通しを立てた。

1991 年 2 月ごろを中心に、日銀調査月報や新聞を調べ始めたのであるが、(これは調べる前に承知しておくべきことだったのだろうが)、このころ心配されていたのは、デフレではなくインフレであった。

さっそく仮説に反する事実にぶつかって困惑したが、そこで思いついたのは物価の下落はいっせいに生じたのではなく、分野ごとに生じたのではないか、ということである。

かくして「プレ･デフレ期」における基本分類ごとの卸売物価の変化とその相互作用を調べるということが本論のおもなテーマである。

基本分類から 6 つの卸売物価を選び出し、その性質をグラフによって調べ、その因果関係についてグレンジャー･テストなどを行なった。その結果、グレンジャーの意味の上で、電気機器が 1 番影響を与える側にあり、輸送用機器が最も影響を受ける側になることが分った。

その結果をもとにさまざまなストーリーを作ることも可能であろうが、見出された「相互作用」の多くはかなり不安定なものである。そこで本論では、「プレ･デフレ期」のケース･スタディーの 1 つとして、なるべくファクト･ファインディングに徹することにした。

大正期における行内検査の考察
—銀行の内部監督充実に関する議論と行内検査の事例研究—

いすゞ自動車㈱ 大江 清一

本報告の目的は、大正期における行内検査の実態を、(1)金融制度調査会での銀行の内部監督充実に関する議論、(2)複数の行内検査実務書の内容比較、(3)行内検査事例の 3 つの考察を通して解明することである。

金融制度調査会での銀行の内部監督充実に関する議論においては、行政サイドが一般委員の提言を真摯に受けとめて、それを銀行の内部監督充実に生かそうという姿勢は見られなかった。つまり、大蔵省は議論の準備段階ですでに内部監査充実を監査役制度の改革によって行うことに決定し、それを法制度の整備によって実現するシナリオを作り上げていたと推察される。

大蔵省が銀行の内部監督強化手段を監査役制度の充実に限定せざるを得なかった理由としては、(1)明治期以来、銀行監査役の有名無実化が深刻な問題として認識されており、大蔵省もその改革の機会を探っていたと考えられること、(2)銀行検査部の強化や外部監査人の活用等、法的強制力を伴わない行政指導については消極的にならざるを得ないこと、(3)行内検査の充実を指導する場合、その模範となるべき当局検査の強化が遅れていたこと等が考えられる。銀行の内部監督充実を大蔵主導で実施しようとするあまり、民間銀行の役員である監査役を法的手当により実質的な大蔵省検査局の外局として取り込もうとする意図が明白となった。結果的に、金融制度調査会では実質的な検討は行われなかった。

行内検査に関する諸見解の比較においては、大正期の行内検査に関する 3 著作を比較した。3 著作の相違が最も顕著に表れているのが行内検査の組織についてであり、主要な論点となるのは銀行の検査部を監査役に所属させることの是非に関する議論であった。

武州銀行妻沼支店の行内検査報告書を分析した結果言えることは、(1)地元有力者に対する貸出事務処理に不備が散見され、地縁重視の取引姿勢が銀行融資事務の基本動作に優先していること、(2)これらの事例には地方銀行の通弊である、「貸出運用における規律不足」が端的に表れていること、(3)妻沼支店における農地を中心とした不動産担保貸出は、比較的堅実であること、(4)預金獲得競争の中で、武州銀行妻沼支店は生きながらえることができたが、預金争奪が激化した結果逆鞘を招き、ハイリスク・ハイリターンの貸出運用を余儀なくされたこと、(5)地方銀行の問題点である「機関銀行化」と「一社大口貸出」については、妻沼支店ではきわ立った問題点として顕在化していないことの 5 点である。

大正期における行内検査について総括的に言えることは、大蔵当局と行内検査実務者レベルでは銀行の内部監督充実に対するスタンスが大きく異なっていたということである。地方銀行の行内検査事例を見るかぎり、地方銀行に固有な問題に対する指摘が見られる一方、行内検査手法については、実務書が規定する方法にしたがって、概ねオーソドックスな検査が実施されていた。大蔵当局が抱く理想論とはるかにかけ離れた実務レベルにおいては、行内検査を通して把握された個別の問題が詳細に指摘され、改善を求める努力が地道に遂行されていた。

昭和恐慌期前後の金融政策はどのように行われたのか

大和総研　原田　泰
高崎経済大学　佐藤　綾野

第 1 次世界大戦から昭和恐慌とその脱却にいたる金融政策がどのような目標をもって、また、実際にどのように行われてきたかという分析は極めて少ない。当時の金融政策は、現在と同じく、インフレを避けつつ景気安定を図るという目標を持っていたのだろうか。また、金融政策は金本位制への復帰を目標としていたのだろうか。金本位制への復帰とは、第 1 次大戦時に上昇した日本の物価を引き下げることを意味していたはずである。そうであるなら、20 年代の金融政策は物価を明白に低下させていくことを目標とするべきであった。このような政策目標をもって金融政策が行われてきたのだろうか。

本稿は、鎮目(2002)を参考にしつつ、テイラー・ルールを用いて、戦間期の金融政策が何を目標として行われてきたかを分析する。鎮目によれば、日本の金融政策は、インフレ率を増幅させる方向で働いてきたこと、金融政策は為替レート目標を追求してきたこと、1931 年の金本位制離脱後、国内経済の安定を目標とした金融政策が可能であったにも関わらず、そのような金融政策運営が行われていなかったことを示している。しかし、この分析は、年次データを用いていることでデータ数が限られ期間ごとの分析が困難になっていることなどの問題がある。そこで、私たちは、月次データを用いることによって、特定の期間に焦点を置いた分析が可能になること、為替レートを説明変数に入れることで、金本位制への対応を直接分析することができると考えた。

分析の結果は、暫定的であるが、鎮目と同じく、戦間期日本の金融政策はインフレ率を増幅させる方向で働いてきたこと、また、鎮目と異なり、金融政策が為替レート目標を追求してきたとは考えられないこと、実体経済の変動に考慮した金融政策を行っているらしいことが分かった。

金本位制に復帰するとは、物価水準を戦前にもどすことである。不思議なことに、このことが全く理解されていなかった。戦間期の金融政策は、むしろ物価を上昇させるような政策を行っていた。当時、金本位制とは道徳的に良きものと考えられていたように思われる。しかし、その良きものを実現するために、物価の下落が必要であるとは金融政策当局も考えていなかった。

〈共通論題〉

クレジット市場と金融危機

東京大学　植田　和男

パネルのねらいと進行要領

1.　今回の金融危機の原因・その波及プロセス全般とクレジット市場の関わり

（１）　金融危機発生、拡大プロセスの要約：サブプライム・ローン問題→ＳＩＶ問題→資金流動性危機→クレジット商品・ＣＤＯ危機→投資銀行破綻→レバレッジ縮小・金融仲介機能の大幅縮小。

（２）　マクロ的背景（経済の長期安定、金融政策、中国等からの資金流入、あるいは LTCM →IT バブル→住宅・クレジットバブルという流れ？）

（３）　ミクロ的背景（当局による監督体制の不備、経営者・トレーダー・格付け会社等の短期収益促進的インセンティブ体系、自己資本規制の procyclicality）

（４）　危機の中でのクレジット関連商品の役割（なぜ特にクレジットバブルだったのか、商業銀行規制と OTD モデル、CDS によるリスク再配分・不安定的投機の促進、証券化商品市場の流動性の低さ等）

（５）　危機の波及のプロセス・深刻化の要因（金融のグローバル化、時価会計・自己資本規制と低い市場流動性の相乗作用によるディ・レバレッジング・プロセスの深刻化、システミックリスクを十分織り込めない金融工学、商業銀行の外への流動性供給体制等）

（６）　リーマン後までの政策対応をどう評価するか。

２．　日本の金融機関の今回の credit binge に対する参加の程度

（１）　関与の程度は低かったという評価でよいか。低かったとするとその理由は？（まだ「失われた１０年」からの回復途上にあった、以下で論じる構造的なクレジット市場の未発達？「二次証券化」未発達の理由）

（２）　金融危機の日本の金融システムへの波及（上記の直接のダメージは小さかった？REIT・CMBS 市場、社債・CP 市場、株価下落を通じる金融機関自己資本への影響等？）

（３）　貸出金利、社債金利、CDS スプレッドの反応動向

３．　日本のクレジット市場未発達の理由

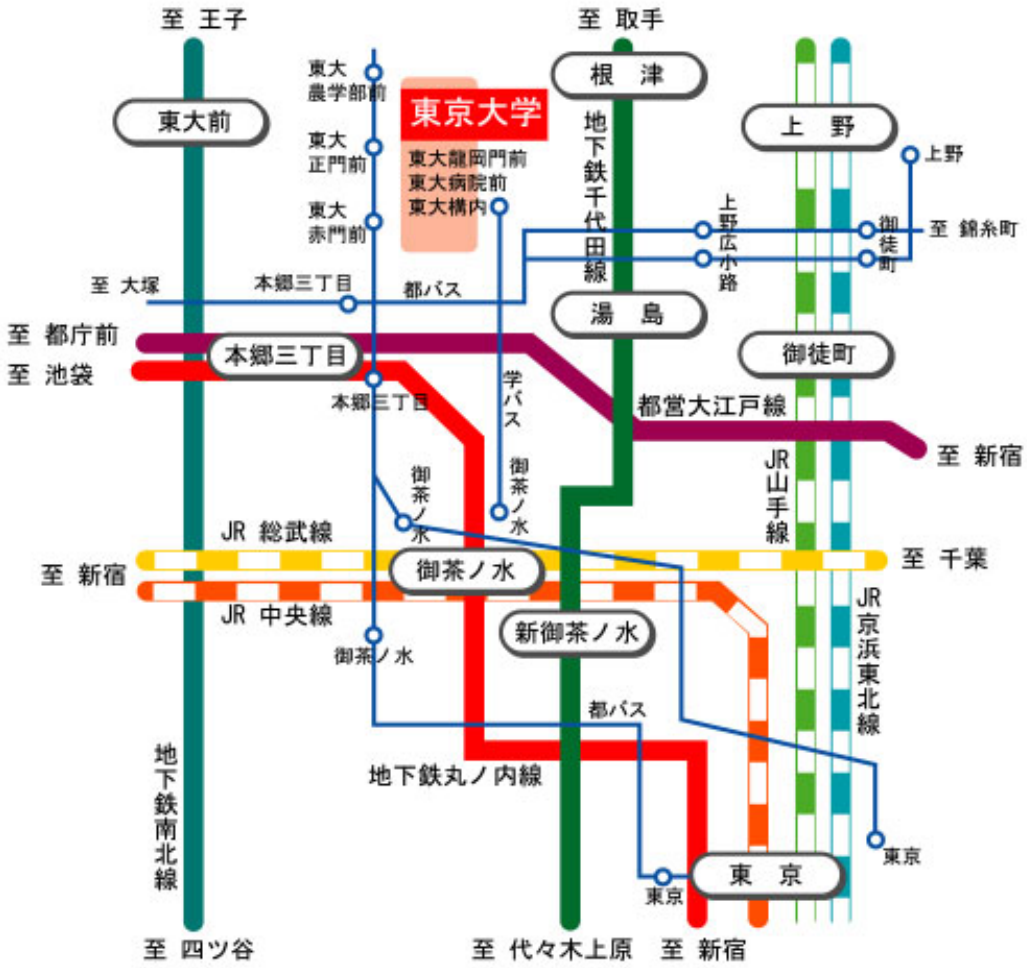
（１）　マクロ的背景（金余り他）

（２）　伝統的な顧客との長期関係をベースとする取引慣行
（３）　銀行マネジメント
（４）　制度要因（会計、非公開情報の取り扱い、その他インフラ）

４．　世界金融危機の行方とクレジット市場を含む日本の金融システムの今後
（１）　長期顧客関係をベースにする取引とスポット市場的取引のどちら、あるいはどのようなミックスを日本は目指していくべきか。
（２）　クレジット市場の発達を目指すとすると課題は？（金融機関の対応、規制、インフラ）
（３）　金融危機の経験を経て、クレジット市場あるいは CPM 回りについて改善の余地、考えるべきこと。
（４）　金融危機の今後の展開と金融システム、金融規制の動向：クレジット市場は復活するか、世界そして日本の金融機関の今後のビジネスモデルについて。（米国のストレステストの評価、ＢＩＳ規制等の今後（コア資本の重視、ＨＦ等まで含めた広い範囲への規制強化）、金融業の utility 産業化？投資銀行業務の将来等）

以上

東京大学アクセスマップ


至 王子
至 取手
東大前
東大農学部前
東大正門前
東大赤門前
東京大学
東大龍岡門前
東大病院前
東大構内
根　津
地下鉄千代田線
上　野
上野
上野広小路
御徒町
至 錦糸町
至 大塚
本郷三丁目
都バス
湯　島
至 都庁前
至 池袋
本郷三丁目
本郷三丁目
学バス
御徒町
都営大江戸線
至 新宿
御茶ノ水
御茶ノ水
JR山手線
JR 総武線
至 新宿
御茶ノ水
至 千葉
JR 中央線
新御茶ノ水
御茶ノ水
JR京浜東北線
都バス
地下鉄丸ノ内線
地下鉄南北線
東京
東京
東　京
至 四ツ谷
至 代々木上原
至 新宿