金融学会会報

2010年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期日　　2010年９月２５日(土)・９月２６日(日)

会場　　神戸大学六甲台キャンパス
（〒657-8501　神戸市灘区六甲台町2-1）

最寄り駅と所要時間：
阪急電車「六甲」駅、徒歩１５分　市バス8分
JR「六甲道」駅、徒歩２５分　市バス10分
＊市バスは36系統「鶴甲団地」行き乗車、「神大正門前」下車

連絡先　　日本金融学会2010年度秋季大会事務局

〒657-8501
神戸市灘区六甲台町2-1
神戸大学大学院経済学研究科
TEL：078-803-6800（経済学研究科長室）
E-mail：jsme2010aki@econ.kobe-u.ac.jp

お知らせ

○大会参加費：無料とします。

○懇　親　会　：9月25日(土)18時00分より、神戸大学六甲台キャンパス・アカデミア館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（4,500円）を下記口座に9月3日(金)までお振り込み下さい。

口座番号：三井住友銀行　六甲支店　普通　4339722

加入者名：日本金融学会秋季大会準備委員会

なお、9月3日以降および当日お支払いの場合には5,000円を頂戴致します。

○昼　　食　　：9月26日(日)の昼食(弁当；1,000円)をご希望の方は、上記銀行口座に9月3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、9月25日（土）は大学生協食堂（１階カフェテリア、３階さくら）が営業しております。会員の皆様も自由にご利用いただけます。9月26(日)は大学生協食堂が営業しておりません。26日(日)に大学の周りで昼食をとることは困難なため、昼食を申し込まれることをお勧め致します。

ご　注　意　：懇親会費やお弁当代をお振込みになられた方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送下さい。このハガキを返送せずに、振込のみをされた場合には、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。

なお、お振込後の懇親会費・昼食代の払い戻しには応じかねますので、あらかじめご了解下さい。

○ア ク セ ス ：会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。

駐車場の用意はしておりません。　公共交通機関をご利用下さい。

○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9月25日(土)は10時、26日(日)は9時30分です。

○宿 泊 施 設 ：各自で手配願います。

○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　2010 年度秋季大会
プログラム

第 1 日　9 月 25 日（土）

受付開始　　本館正面玄関　　9:30～

１．歴史パネル　〈10:00～12:15〉

A 会場　102 教室

テーマ：「1931 年ポンド危機」

座長　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

(1) 1931 年のポンド危機と金本位停止　報告者　名古屋大学　金　井　雄　一　氏

(2) ロンドン外国為替市場から見た 1931 年「ポンド危機」――為替レートの反応の観察
報告者　一橋大学大学院　高　橋　秀　直　氏

(3) 日本への波及と日本の対応――開放小国の視点から
報告者　日本銀行　鎮　目　雅　人　氏

討論者　日本大学　岸　田　　真　氏
討論者　首都大学東京　矢　後　和　彦　氏

２．自由論題　〈10:00～12:15〉

B 会場　206 教室
セッション：金融政策１

座長　関西学院大学　田　中　　敦　氏

(1) ゼロ金利政策と量的緩和政策のアナウンスメント効果の検証
報告者　同志社大学　英　　邦　広　氏
討論者　上智大学　竹　田　陽　介　氏

(2) Tomorrow Next データを用いた金融政策の分析
報告者　立命館大学　青　野　幸　平　氏
討論者　関西大学　本　多　佑　三　氏

(3) 時間軸政策と経済成長――日本のケース

報告者　岡山商科大学　小　塚　匡　文　氏
討論者　日本銀行　小　田　信　之　氏

C 会場　306 教室

セッション：信用金庫の分析

座長　近畿大学　安 孫 子 勇 一　氏

(1) 信用金庫の店舗広域化と費用効率性――全国信用金庫のデータを用いた実証分析

報告者　神戸大学大学院　中　岡　孝　剛　氏
討論者　立命館大学　播 磨 谷　浩 三　氏

(2) 地域経済と信用金庫貸出金とのパネル分析

報告者　立命館大学大学院　吉　原　清　嗣　氏
討論者　同志社大学　野　間　敏　克　氏

(3) 市場分断と信用金庫の効率性――合併は効率性向上に寄与したか

報告者　武蔵大学　茶　野　　努　氏
武蔵大学　渡　辺　禄　朗　氏
武蔵大学　鈴　木　三　郎　氏
討論者　関西外国語大学　堀　江　康　熙　氏

D 会場　230 教室

セッション：アジアの金融 1

座長　広島大学　矢　野　順　治　氏

(1) 経済開発に果たす国際プロジェクトファイナンスの役割

報告者　近畿大学　山　上　秀　文　氏
討論者　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏

(2) バランスシート・アプローチによるインドネシア財政の確率的債務持続可能性分析

報告者　日本政策金融公庫国際協力銀行　増　田　　篤　氏
日本政策金融公庫国際協力銀行　横　堀　直　子　氏
日本政策金融公庫国際協力銀行　大　重　　斉　氏
討論者　東洋大学　川 﨑 健 太 郎　氏

(3) Bank Diversification and Monetary Policy: Evidence from Asia

報告者　大東文化大学　郡　司　大　志　氏
東京大学　袁　　媛　氏
討論者　大阪国際大学　塩　谷　雅　弘　氏

E 会場　232 教室

セッション：国際金融 1

座長　明治学院大学　佐々木　百合　氏

(1) 金融リンケージと日本の景気循環――FCI による分析

報告者　大阪大学　新　開　潤　一　氏
討論者　同志社大学　五百旗頭　真吾　氏

(2) International Transmission of Business Cycles: Evidence from Dynamic Correlations

報告者　神戸大学　岩壷　健太郎　氏
神戸大学大学院　池　田　太　郎　氏
オーストリア国立銀行　Jarko Fidrmuc　氏
討論者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

(3) 金融危機と為替レートと証券市場の統合

報告者　九州産業大学　吉　田　裕　司　氏
討論者　神戸市外国語大学　江　阪　太　郎　氏

F 会場　320 教室

セッション：金融市場

座長　慶應義塾大学　金　子　　隆　氏

(1) 上限金利規制の引き下げが貸金市場に及ぼす影響について

報告者　佐賀大学　三　好　祐　輔　氏
佐賀大学　都　築　治　彦　氏
討論者　神戸大学　松　井　建　二　氏

(2) Distress in Money Market under Global Financial Crisis：Analysis of Co-movement and Transmission

報告者　新潟大学　伊　藤　隆　康　氏
討論者　愛知大学　栗　原　　裕　氏

(3) 2 つの金融危機とわが国の企業破綻

報告者　統計数理研究所　赤司　健太郎　氏
東京大学　福　田　慎　一　氏
日本銀行　粕　谷　宗　久　氏
討論者　横浜市立大学　随　　清　遠　氏

G 会場　332 教室

セッション：金融システム・規制

座長　大阪市立大学　清　田　　匡　氏

(1) 決済スキームの発展と資金決済システム

報告者　全国銀行協会　吉　田　康　志　氏

討論者　東京三菱UFJ銀行　宿　輪　純　一　氏

(2) FDICIA 体制の終焉と米国における新金融規制

報告者　埼玉大学　西　尾　夏　雄　氏

討論者　名城大学　前 田 真 一 郎　氏

(3) The Optimal Basel Capital Requirement to Cope with Pro-cyclicality: A Theoretical Approach

報告者　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏

金融庁　平　野　智　裕　氏

討論者　青森公立大学　今　　喜　典　氏

３．昼　　食　〈12:25～13:30〉

４．中央銀行パネル　〈13:30～15:45〉

A 会場　102 教室

テーマ：「中央銀行の近未来像への理論的視座」

座長　上智大学　竹　田　陽　介　氏

ニッセイ基礎研究所　矢　嶋　康　次　氏

(1) 資産価格　報告者　ロンドン大学　青　木　浩　介　氏

(2) 銀行のかかえる信用リスク　報告者　日本銀行　平　形　尚　久　氏

(3) 財政政策と金融政策の関係　報告者　北海道大学　工　藤　教　孝　氏

討論者　日本銀行　白　塚　重　典　氏

討論者　東京大学　岩　本　康　志　氏

５．自由論題　〈13:30～15:45〉

B 会場　206 教室

セッション：地域金融

座長　首都大学東京　矢　後　和　彦　氏

(1) The Structure of Banking in Regional Market : Evidence from Micro Data of Kyoto City

報告者　大阪産業大学　石　橋　尚　平　氏
京都大学大学院　王　　凌　氏
討論者　立命館大学　小　倉　義　明　氏

(2) 地域金融機関の健全性と企業の技術戦略

報告者　経済産業研究所　後　藤　康　雄　氏
討論者　神戸市外国語大学　田　中　　悟　氏

(3) 預貸率の決定要因と地域経済への影響――ダイナミック・パネル推定によるアプローチ

報告者　日本政策投資銀行・埼玉大学大学院　寺　崎　友　芳　氏
討論者　大阪経済大学　秋　吉　史　夫　氏

C 会場　306 教室
セッション：企業の資金調達行動と金融市場

座長　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

(1) 日本企業の株式・負債選択と最適資本構成

報告者　広島大学　式　見　雅　代　氏
討論者　一橋大学　小　西　　大　氏

(2) IPO 前後の需要構造の変化――株価観察不能性に着目して

報告者　慶應義塾大学大学院　池　田　直　史　氏
討論者　神戸大学　鈴　木　健　嗣　氏

(3) 負債の再交渉が資本構成に与える影響――トレードオフモデルに基づく分析

報告者　慶應義塾大学大学院　富田　信太郎　氏
討論者　早稲田大学　米　澤　康　博　氏

D 会場　230 教室
セッション：金融経済の理論と実証

座長　香川大学　藤　井　宏　史　氏

(1) On the Price Dynamics in a Double Auction Market with Security and Money: Simulation Study

報告者　青山学院大学院　廣　田　通　義　氏
討論者　大阪産業大学　小　川　一　仁　氏

(2) 年金制度の経年的効果について

報告者　神戸大学　藤　井　隆　雄　氏
神戸大学大学院　林　　史　明　氏
神戸大学　入　谷　　純　氏
討論者　関西学院大学　田　畑　　顕　氏

(3) Convergence of Japanese Local CPIs with Structural Breaks

報告者　駿河台大学　池　野　秀　弘　氏
討論者　流通科学大学　森　澤　龍　也　氏

E 会場　232 教室

セッション：国際金融 2

座長　愛知大学　栗　原　　裕　氏

(1) 経常収支反転の 2 形態

報告者　同志社大学　五百旗頭　真吾　氏
討論者　長崎大学　工　藤　　健　氏

(2) 資源国の海外資本流入に関する検証

報告者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏
武蔵大学　東　郷　　賢　氏
討論者　一橋大学　奥　田　英　信　氏

(3) アジア通貨危機後の為替レート制度

報告者　神戸大学　金　京　拓　司　氏
討論者　中央大学　田　中　素　香　氏

F 会場　320 教室

セッション：金融機関

座長　関西大学　宇　恵　勝　也　氏

(1) Why Does Relationship Lenders Use Small Business Credit Scoring?
Evidence from the Firm-Bank Matched Data in Japan

報告者　法政大学　平　田　英　明　氏
日本銀行　小　野　有　人　氏
日本経済研究センター　蓮　見　　亮　氏
討論者　関西大学　中　川　竜　一　氏

(2) 銀行の証券業参入に対する市場評価の検証

報告者　日本大学　澤　田　　充　氏
東京経済大学　安　田　行　宏　氏
討論者　信州大学　広　瀬　純　夫　氏

(3) 生損保相互参入の効果に関する効率性の観点からの検証

報告者　立命館大学　播磨谷　浩三　氏
東京経済大学　柳　瀬　典　由　氏
討論者　武蔵大学　茶　野　　努　氏

G 会場　332 教室

セッション：金融理論

座長　　同志社大学　植　田　宏　文　氏

(1) 自己資本比率規制とクレジット・サイクル

報告者　同志社大学大学院　中　井　教　雄　氏

討論者　　早稲田大学　藪　下　史　郎　氏

(2) Central Banking and Deflationary Depression：A Japanese Perspective

報告者　　中央大学　浅田　統一郎　氏

討論者　　追手門学院大学　松　本　直　樹　氏

６．会長講演　〈16:00～17:00〉　出光佐三記念六甲台講堂

座長　　明治大学　北　岡　孝　義　氏

「マクロ的枠組みの下での貨幣と銀行信用の基本問題について」

講演者　　同志社大学　藤　原　秀　夫　氏

７．会員総会　〈17:00～17:40〉　出光佐三記念六甲台講堂

８．懇 親 会　〈18:00～　〉　アカデミア館　１階　カフェテリア

第 2 日　9 月 26 日（日）

受付開始　本館正面玄関　　9:00～

１．国際金融パネル　〈9:30～11:45〉

A 会場　102 教室

テーマ：「国際金融理論の新潮流――開放型ニューケインジアンモデルの可能性」

座長　関西大学　高　屋　定　美　氏

(1) 開放経済ニューケインジアンモデルを用いた政策効果の評価――可能性と限界
報告者　一橋大学　塩　路　悦　郎　氏

(2) アジアの景気循環と銀行部門――国際資金フローの役割を踏まえて
報告者　二松学舎大学　田　端　克　至　氏

(3) 金融政策の国際協調――「新しい開放マクロ経済学」からの展望
報告者　日本銀行　藤　原　一　平　氏

討論者　長崎大学　須　齋　正　幸　氏
討論者　神戸大学　北　野　重　人　氏

２．自由論題　〈9:30～11:45〉

B 会場　206 教室

セッション：金融政策２

座長　広島大学　千　田　　隆　氏

(1) 金融政策ラグ、ゼロ金利制約、およびインフレーション・ターゲティング
報告者　内閣府　西　山　慎　一　氏
討論者　ロンドン大学　青　木　浩　介　氏

(2) New Keynesian Dynamic IS Curve and Weak Identification Robust Test in GMM Estimation
報告者　神戸大学大学院　海　野　晋　悟　氏
討論者　千葉経済大学　岡　野　衛　士　氏

(3) インフレ・ターゲティングがインフレ期待の安定化に結びついたか

報告者　上海対外貿易学院大学　劉　東　華　氏
討論者　同志社大学　英　邦　広　氏

C 会場　306 教室

セッション：アジアの金融２

座長　神戸大学　三 重 野 文 晴　氏

(1) 中国とインドの経済成長と世界各国間の所得格差――1950 年から 2030 年

報告者　大阪経済大学　福　本　幸　男　氏
討論者　大阪大学　福　重　元　嗣　氏

(2) バハレーンにおけるイスラーム銀行の経営効率性

報告者　日本貿易振興機構アジア経済研究所　齋　藤　純　氏
討論者　東洋大学　中　川　利　香　氏

(3) ベトナム上場企業の投資活動の実証分析

報告者　一橋大学　奥　田　英　信　氏
一橋大学大学院　Lai Thi Phuong Nhung　氏
討論者　神戸大学　内　田　浩　史　氏

E 会場　232 教室

セッション：資産価格

座長　明治大学　北　岡　孝　義　氏

(1) 日本の資産市場における C-CAPM の有効性について――操作変数とウェイト行列が推定に与える影響

報告者　釧路公立大学　尾　崎　泰　文　氏
討論者　岡山商科大学　小　塚　匡　文　氏

(2) 原資産価格のブル・ベアを考慮したオプション価格付け

報告者　日本大学　三　井　秀　俊　氏
東洋大学　里　吉　清　隆　氏
討論者　早稲田大学　竹　内　明　香　氏

(3) 関西圏住宅地の価格形成要因分析――市単位の比較をケースとして

報告者　滋賀大学　得　田　雅　章　氏
討論者　日本大学　廣　野　桂　子　氏

G 会場　332 教室

セッション：各国の金融

座長　九州大学　岩　田　健　治　氏

(1) 中国における商業銀行の不良資産証券化をめぐる法制度に関して

報告者　滋賀大学大学院　張　　露　露　氏

討論者　名城大学　大　庭　清　司　氏

(2) サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造

報告者　松山大学　掛　下　達　郎　氏

討論者　日本証券経済研究所　若　園　智　明　氏

(3) 世界金融危機とドイツの金融システム

報告者　静岡大学　居　城　　弘　氏

討論者　奈良産業大学　岩　見　昭　三　氏

３．昼　　食　〈11:45～12:50〉

４．特別講演　〈12:50～13:50〉　出光佐三記念六甲台講堂

座長　一橋大学　清　水　啓　典　氏

講演者　日本銀行総裁　白　川　方　明　氏

５．共通論題　〈14:00～17:00〉　出光佐三記念六甲台講堂

テーマ：「危機下のユーロ」

座長　神戸大学　藤　田　誠　一　氏

関西大学　高　屋　定　美　氏

(1)　報告者　内閣府経済社会総合研究所所長　岩　田　一　政　氏

(2)　報告者　同志社大学　浜　　矩　子　氏

(3)　報告者　立命館大学　星　野　　郁　氏

６．閉会挨拶　大会実行委員長　神戸大学　藤　田　誠　一　氏

〈プログラム委員会〉

安孫子勇一（近畿大学）
宇 恵 勝 也（関西大学）
小 川 英 治（一橋大学）
北 岡 孝 義（明治大学）
栗 原　　裕（愛知大学）
千 田　　隆（広島大学）
竹 田 陽 介（上智大学）
地 主 敏 樹（神戸大学）
藤 井 宏 史（香川大学）
三重野文晴（神戸大学）
矢 後 和 彦（首都大学東京）
岩 田 健 治（九州大学）
植 田 宏 文（同志社大学）
金 子　　隆（慶應義塾大学）
清 田　　匡（大阪市立大学）
今　　喜 典（青森公立大学）
高 屋 定 美（関西大学）
田 中　　敦（関西学院大学）
兵 藤　　隆（山口大学）
藤 原 賢 哉（神戸大学）
三 隅 隆 司（一橋大学）

〈準備委員会〉

藤 田 誠 一　藤 原 賢 哉　金 京 拓 司　地 主 敏 樹　三重野文晴
山 本 周 吾　海 野 晋 吾

〈歴史パネル〉

テーマ：1931 年ポンド危機

座長　麗澤大学　佐藤 政則

パネルの主旨

本パネルでは、1930 年代初頭に現出した国際金融危機について 1931 年ポンド危機を軸に考察する。第 1 報告（金井雄一）ではポンド危機の形成を、第 2 報告（高橋秀直）では危機の広がりを、そして第 3 報告（鎮目雅人）では日本を対象に危機の波及とそれへの対応を論じていく。

大恐慌勃発で始まる 1930 年代は、国際金融危機の発生と再建金本位制の崩壊、そしてそこからの脱却をめざす様々な試みが展開した時代であり、これまでも繰り返し研究者の関心を集めてきた。なかでもドルとともに再建金本位制を支えた国際通貨、ポンドの 1931 年危機に関する国内外の研究は、質量ともに厚い。それらの主要な視点や関心を強引に整理すれば、①再建金本位制の崩壊との関係、②1930 年代の国際金融危機との関係、③1920 年代から動き出す国際金融協調との関係、④「ブレトンウッズ体制」も含めた国際通貨システムとの関係、に集約されるだろう。いずれにせよ、「ポンド」に象徴されるイギリス（ロンドン）の国際的な金融機能を、能動的に観るか、それとも受動的に観るかによって景色は大きく変るだろう。

こうした成果に依拠しながらも、本パネルではポンド危機のもつ意味を、イギリスの金融という観点から（第 1 報告）、またロンドン外国為替市場という視点から(第 2 報告)、そして周辺国＝日本の立地点から(第 3 報告)、各々再吟味してみたい。そのなかで、可能ならば、「危機の波及の相互性」、さらには「危機と革新のスパイラルな相互関係」という問題に議論が及べばと考えている。

〈歴史パネル〉

1931 年のポンド危機と金本位停止

名古屋大学　金井 雄一

イギリスにおいて危機が生成･拡大し､ポンドが金本位停止に追い込まれていく過程を、以下の諸要因に着目しつつ把握してみたい。まず前提として、1925 年金本位「復帰」以降の国際収支状況および旧平価（1￡＝4.86＄）での「復帰」が持った意味を確認する。次いで背景として､1929 年のアメリカにおける恐慌から始まった世界的大不況のイギリス経済への影響を、貿易外収支や財政支出などを中心に一瞥する。そのうえで、1931 年 5 月からの大陸ヨーロッパにおける金融的混乱のロンドンへの波及や 7 月の『マクミラン委員会報告書』公表などを踏まえて、8～9 月におけるイギリス当局の対応を整理してゆく。そしてそれらを通じて、1931 年ポンド危機は、ポンドの信認喪失によって外為相場の維持が不可能になったという事態であったのは確かだとしても、同時に、外為相場下落危機を緊縮政策によって克服しようとすることが困難になってきたことを示すものでもあった、ということを明らかにしたいと思う。

［参考文献］

金井雄一『ポンドの苦闘―金本位制とは何だったのか―』名古屋大学出版会、2004 年。

〈歴史パネル〉

ロンドン外国為替市場から見た 1931 年「ポンド危機」
―為替レートの反応の観察―

一橋大学大学院生　高橋　秀直

本報告の目的は，1920 年代に台頭したロンドン外国為替市場の観点から 1931 年の「ポンド危機」を再検討することである。その際、直物および先物為替レートの反応に着目する。まず、1920 年代におけるロンドン外国為替市場の台頭・機能およびイギリスの金本位制再建をめぐる動向を概観する。特に 1925 年のイギリスの金本位制再建後も，ロンドンにおいて先物為替市場が十分に定着・機能していたことを重視する。それを踏まえて、イギリスの金本位制離脱を後押しした 1931 年の「ポンド危機」の発生前後において、ロンドン市場におけるポンド・ドル直物レートと先物レートの反応に違いがあることを確認する。その事をポンド平価維持に対する市場の信認の低下の表れとして解釈する。また、ロンドン市場の為替レートの反応に「ポンド危機」前後の国際経済動向がどのように表れていたのかについても、ロンドン市場におけるポンド・マルクレートの反応等も観察することで確認する。

［参考文献］

高橋秀直「短期市場金利と裁定行動―再建金本位制下のロンドンとニューヨーク市場―」『社会経済史学』71 巻 3 号、2005 年 9 月。

高橋秀直「1931 年の『ポンド危機』―ロンドン外国為替市場における直物・先物レートとビッド・アスクスプレッドの検討―」『社会経済史学』75 巻 3 号、2009 年 5 月。

〈歴史パネル〉

日本への波及と日本の対応
―開放小国の視点から―

日本銀行　鎮目　雅人

1930 年 1 月、日本は金本位制に復帰し、以後 1 年 11 ヶ月の間、金本位制を維持した。1931 年 9 月に英国がポンドの金兌換を停止した後の日本は、資本流出を抑制するため 2 度にわたり公定歩合の引き上げを実施したが、市場参加者の間には、日本も英国に追随するのではないかとの予測が広がり、大規模な資本流出が発生したとされる。

1931 年 12 月に大蔵大臣に就任した高橋是清の下で日本は、金本位制から離脱し、円安放任、長期国債の日本銀行引き受けを伴う財政拡張、金融緩和を実施し、他国に先駆けて世界恐慌からの回復を果したとされている。

本報告では、中心国通貨であるポンドの危機がどのようなかたちで周辺国としての日本に波及し、これに日本がどのように対応したのかについて、歴史的、理論的観点から整理してみたい。その際、当時の世界経済における日本の位置付け、具体的には「開放小国経済（small open economy）」としての日本という視点からの考察を行いたい。

［参考文献］

鎮目雅人『世界恐慌と経済政策―「開放小国」日本の経験と現代―』日本経済新聞社、2009 年。

ゼロ金利政策と量的緩和政策のアナウンスメント効果の検証

同志社大学　英　邦広

本稿では、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて日本銀行が採用したゼロ金利政策と量的緩和政策に関する声明が市場に対して与えた効果を検証する。具体的に対象とする声明は、ゼロ金利政策の開始、ゼロ金利政策へのコミットメントの付加、ゼロ金利政策の一時的な解除、量的緩和政策の開始、量的緩和政策へのコミットメントの明確化、量的緩和政策の解除の 6 つである。分析する際には計量モデルとしてイベント・スタディを用い、使用するデータとして日次の国債利回りを用いる。分析結果から、ゼロ金利政策と量的緩和政策の開始は金利を引き下げていたが、ゼロ金利政策と量的緩和政策の解除は金利を引き上げていたことが分かった。これらは想定されていた結果と同じであった。しかし、ゼロ金利政策へのコミットメントの付加と量的緩和政策へのコミットメントの明確化に関しては、金融緩和で想定されている効果でなく、金融引締で想定されている効果が得られた。

JEL classification codes: E43, E44, E52
Keywords:ゼロ金利政策; 量的緩和政策; イベント・スタディ

Tomorrow Next データを用いた金融政策の分析

立命館大学　青野　幸平

本論文ではKuttner(2001)などの手法に従って, 無担保コールレート翌々日物（Tomorrow Next(TNデータ)）を先物金利情報として利用する事により作成したExpect変数とSurprise変数を金融政策変数として，市場金利や株式市場への影響について考察している。その上で，1995年から2009年までの日次データを利用したイベントスタディと時系列分析を行っている。イベントとしては，実際に金融政策が実施されたサンプルと金融政策に変更が起きる可能性がある金融政策決定会合が開かれたサンプルを用いている。

イベントスタディの分析では，どちらのイベントサンプルにおいても，市場金利に対して Expect 変数と Surprise 変数の両方が有意な説明力を持っていなかった。株式市場に対して，Surprise 変数のみが有意な影響を与えているものの，符号条件が一致しなかった。日次データによる分析では, フルサンプルでは, 市場金利に対して Expect 変数と Surprise 変数の両変数が有意な影響を与えている。この結果は，量的緩和政策実施以前のサンプルについても確認できるものの，量的緩和政策解除後のサンプルでは Expect 変数だけが有意な影響を与えていなことが確認された。

時間軸政策と経済成長
―日本のケース―

岡山商科大学　小塚　匡文

この論文では，わが国における長短金利のタームスプレッドの経済成長に与える影響を分析することによって，2001 年より実施された時間軸政策を伴った量的緩和政策が，将来期までの経済成長にどのような影響を与えたかについて検証している．本稿では長短金利差で経済成長率を説明する，きわめてシンプルな回帰式について，推定および構造変化の検定を行った．その結果，以下の２点の結論を得た．第１に，より将来の期までの経済成長率を被説明変数にすると，長短金利差スプレッドの経済成長に与える影響はより低下する傾向にあったことが示された．第２に，21 期先および 24 期先までの経済成長に与える影響については，2001 年 9 月頃における負の方向へのシフトが検出され，１年９か月以上先までの経済成長に対しては，時間軸政策を伴った量的緩和政策の影響が若干はあったとみられるものの，それは有意なものではなかったことが示された．

信用金庫の店舗広域化と費用効率性

神戸大学大学院生　中岡　孝剛

本稿では、信用金庫の再編が比較的落ち着き、緩やかな景気回復期である 2002 年から 2007 年までの全国信用金庫のデータを用いて、店舗網の広域化、あるいは店舗網の希薄化が貸出における効率性にどう影響を与えるのかを確率フロンティア関数の同時推定で検証した。我が国において信用金庫を対象とした店舗網の広域化が与える影響を検証した研究は極めて希少であり、その意味で貴重な分析結果であると考えられる。

本稿で得られた主な分析結果をまとめておくと、信用金庫の店舗網の広域化は費用効率性を改善させることが示されており、広域化による信用金庫内でのエージェンシー問題が起きていないことが示される。しかし、一方で営業区域における店舗網の希薄化（あるいは企業と距離の伸遠）は費用効率性を低下させることが示された。これらの結果から、合併によって店舗網の広域化が進んだとしても、地域に稠密的な店舗網を配置することで、貸出における効率性を向上させることができると考えられる。リレーションシップバンキングの観点からも、地域に稠密な店舗網を配置し、(物理的な意味でも、あるいは感情的な意味でも）密接な取引関係を築くことで、地域コミュニティにおける情報を素早く吸収・蓄積し、融資に反映させることで貸出の効率化を図っていると考えられる。

地域経済と信用金庫貸出金とのパネル分析
―1999 年～2008 年の経年分析―

立命館大学大学院生　吉原　清嗣

2008 年 3 月期、信用金庫は日本の総預金 996 兆円の 11%を占める。又総貸出金 633 兆円の 10%を占めるに止まるが、2008 年 9 月期の国内の店舗数では 7686 店舗あり地方銀行の 7442 店舗を上回り 34%を占める。

全国津々浦々、これらの金融機関がモザイクのように点在し営業を行っている。そして、地域金融機関である信用金庫は地域経済の発展を共通理念に、地域住民、地域企業群などと信頼関係を構築してきた。その延長線上で、信用金庫と地域経済の盛衰は相関関係があると見られる。

1999 年から 2008 年のパネル分析では、信用金庫[1]の貸出金は、その本店が所在する市町村の課税所得金額に対して、正の影響が統計上有意に検出された。そして、不良債権比率は、その本店が所在する市町村の課税所得金額に対して、負の影響が統計上有意に検出された。また、同様の分析を、地方銀行のシェア、不良債権比率、業務純益、を各々除いて試みるが、結果は同じ符合でその有意水準は高かった。

一方、信用金庫の貸出金は、その本店が所在する市町村の工業製品出荷額に対して、統計上有意な符号は得られなかった。これは、ここ 10 年間、製造業向け融資の減少が、信用金庫業界の個別事情として存在し、影響を及ぼさなくなったと考えられる。

本研究の含意として、概ね地域経済に影響を与えると言われる信用金庫であるが、計量的に影響を及ぼしている結果が導き出された。

昨今の地域金融機関の経営を示す指標の妥当性は，貸出金増加率，自己資本比率、不良債権比率等といった経営の収益性と安全性を示す指標を採り上げている。しかし，近年の地域金融機関経営は、経営の良否を論じる場合、地域貢献性との両立を図る必要がある。収益性と安全性に併せて，地域貢献性の両側面を考慮に入れるべきである。

[1] 本稿では 1999 年から 2008 年の間に合併したものを除く 211 金庫で分析する。

市場分断と信用金庫の効率性
—合併は効率性向上に寄与したのか—

武蔵大学　茶野　努
武蔵大学大学院生　渡辺禄朗
武蔵大学大学院生　鈴木三郎

1990 年代後半から 2000 年代初頭に信用金庫の合併が相次ぎ、1990 年 3 月に 454 あった信用金庫数は 2009 年 3 月末には 279 までに減少した。このような状況下でも、中小企業向け貸出における残高は一定水準に保たれるなど、信用金庫は地域経済で一定の役割を果たしてきたとされる。一方で、預貸率の低下、貸出先における製造業や卸・小売業向け貸出の減少など地域金融機関としての機能低下を指摘する声もある。

われわれの関心は、劇的な環境変化のなかで行われた合併等が効率性の向上に資したのかどうかである。井上(2003)によれば、信用金庫の合併効果を経費率や総資産利益率の推移で検証し、人件費などでは経費削減効果が見られるものの、それが総資産利益率等の収益性の向上に結びつくかは不明であり、合併後に経費効率が平均的水準に回復するのに数年かかるという。また、坂井他(2009)は合併前後の ROA・経費率や X 非効率性、自己資本比率の変数を比較し、合併が平均的には収益性を改善するものの、効率性や健全性を悪化させるとしている。播磨谷（2004）は DEA および確率フロンティアモデルを使って信用金庫の効率性を分析し、合併直後の信用金庫の費用効率性が低いとの結果を得ている。このように信用金庫の合併は、必ずしも効率性の向上に直結していないようである。

本論の特徴の一つは、確率的フロンティアモデルによる Malmquist 指数の計測を通して、信用金庫の効率性変化を明らかにし、信用金庫の合併の有無と Malmquist 指数の大小を比較することで合併効果を検証している点にある。その際、われわれは、信用金庫がその営業基盤を置く地域特性に着目し、その地域が東京や神奈川のような競争的と思われる市場と分断されているのかどうかを重視した。地域貸出市場に関する先行研究には、Kano and Tsutsui（2003）等々があるが、われわれは 2001 年度から 2008 年度という長い期間について、市場分断の有無を追加検証しているのが第二の特徴といえる。

市場分断と合併の有無により、信用金庫を四グループに分けて、その効率性変化の差異を多重分析した結果は以下の通りである。東京・神奈川のように競争が激しいと推察される市場にある信用金庫のほうが、東京・神奈川とは市場が分断されている東北・九州・沖縄のような地域にある信用金庫よりも、2001 年度から 2008 年度にかけての効率性の向上が著しい。これは、DEA による Malmquist 指数を計測した堀江（2010）ともおおむね整合的であり、市場構造・成果仮説が教えるように、競争が活発な市場ではより望ましい市場成果を得られることを示している。一方、市場が分断されているかいないかをコントロール変数として合併効果をみてみると、合併を行った信用金庫のほうが、効率性の向上が有意に優れているという事実が見いだせなかった。

経済開発に果たす国際プロジェクトファイナンスの役割

近畿大学　山上　秀文

開発途上国では国内の民間企業や民間金融セクターが未成熟である。そのために市場機能による経済開発における効率性を追求することがしばしば困難となる。そして政府部門に経済開発事業（プロジェクト）の優先順位決定とその資金調達が委ねられる結果として効率性、公正性がともに損なわれる結果となることも多い。

本稿では、アジア・インフラ・デット・ファンド構想や公的部門によるレベニューボンド（事業別歳入債）などのケーススタディを交えつつ、経済開発における効率と社会公正を確保するために果たす、国際プロジェクトファイナンスの役割を考察する。

その際に今後の東アジアの金融協力のあり方を意識しつつ、民間企業セクターや金融市場が脆弱ながら育ちつつある東アジアなどの開発途上国の経済開発を対象とする。そしてこの先、新しい国際金融市場において銀行融資市場と債券市場の融合が進むとの展望のもとで、民間銀行の強い関与を前提とする。そして官民連携（Public-Private Partnerships(PPP)）により、効率性と社会公正を満たす事業(プロジェクト)を推進し、中長期的には当該事業を通じて開発途上国への技術移転効果を有する国際プロジェクトファイナンスについてこれまでの活用実績と将来の役割に焦点を当てたい。

国際プロジェクトファイナンスの基本構成では、特定の事業の実施を通じて生み出される将来のキャッシュフローを通じて民間銀行は与信判断を行い、一般の民間投資家も出資の判断を行う。そして、限られた中長期の事業期間内の有限なキャッシュフローにより全額返済されるのが大原則となる。これに対して銀行による一般的な企業融資の与信判断は借り手企業のバランスシートや複合的な事業経営による企業の全体収益予測に求める点で大きく異なる。

本稿では、この与信の性格の違いが効率性による事業仕分けのためプロジェクトファイナンスが活用可能な一つの拠り所となり、他方、社会的公正から取り上げるべきと公的部門が判断する事業については、公的な信用補完や免税特典の付与により、その仕分け限界を引き下げ得る点を明らかにする。

バランスシート・アプローチによる
インドネシア財政の確率的債務持続性分析

株式会社日本政策金融公庫国際協力銀行　増田　篤
株式会社日本政策金融公庫国際協力銀行　横堀　直子
株式会社日本政策金融公庫国際協力銀行　大重　斉

本稿では、Barnhill and Kopits (2003)及び Yeyati and Sturzeneger (2007)の先行研究に倣って、インドネシア財政について、バランスシート・アプローチによる債務持続性分析を行う。従来 HIPC 債務削減イニシアチブの債務持続性分析では財政収支と債務残高の指標が利用されてきたが､現在価値ベースの分析的バランスシートを構築することにより、従来の伝統的な債務指標を推計デフォルト確率と直接リンクさせることが可能となる。ギリシャ経済危機をきっかけとしてソブリンリスクの問題が再度脚光をあびているが、アジア経済危機以降、IMF は「資本収支型」の経済危機の分析において、バランスシート・アプローチによる分析が有効であり、サーベイランスなどの実務においても活用を推進している。

インドネシア財政の「資産評価」を正確に行うためには、すべての支出と収入を現在価値で評価し、政府のバランスシートを時価ベースの分析的なバランスシートに変換したうえで、モンテカルロ・シミュレーションを実施することが必要となる。本稿では、政府部門バランスシートを基礎的財政収支と政府債務という 2 項目への単純化を行い、マクロ経済ボラティリティとソブリンリスクの関係をモデル化する。財政の債務持続性の分析を行うために、①歳入と歳出に影響するマクロ経済の不確実性の評価に加えて、②異時点間予算政策を評価する上での割引率の不確実性をモデル化することが必要である。最大の問題点は割引率として使用する金利の選択にあるが、本稿では、割引率の金利期間構造を金利の期間構造をある一定値に平均回帰する金利の確率過程として定式化した Vasicek (1977)を用いる。

本稿の主要な結論として､VAR を用いた経済環境モデルからインドネシア政府の基礎的財政収支のモデルを構築し、それを活用して中央政府の正味現在価値のモンテカルロ・シミュレーションを実施し、現在の債務水準を前提とした推定デフォルト確率を算出した。さらに、政策効果の比較分析の例として、インドネシアの石油補助金の弾力性を低くするような制度変更を行った場合の基礎的財政収支の改善について分析を行い、弾力性の値が低下すると、基礎的財政収支の現在価値の分布がプラスの方向に移動し、推定デフォルト確率が低下することを確認した。

Bank Diversification and Monetary Policy

Daito Bunka University　Hiroshi Gunji
The University of Tokyo　Yuan Yuan

Existing empirical studies on the transmission mechanism of monetary policy are inclusive and these studies tend to focus on the role of financial indicators such as size, liquidity and so on. However, these existing studies neglect the relationship of monetary policy and business diversification. It is considered that the diversified banks can mitigate the impact of tightening monetary policy by their business portfolio. In this paper, using bank-level data we examine the effect of monetary policy on diversified banks and focused banks, which operate in Asia. We find that focused banks reduced loan supply much more sharply than diversified banks, and our results are robust after controlling for bank size, liquidity, capital structure.

金融リンケージと日本の景気循環
―FCI による分析―

大阪大学大学院生　新開潤一

2007-2008 年における米国のサブプライム・ローン危機は、まず金融市場のコンディション悪化を通じて、それから貿易経路を通じて世界経済に打撃を与えた。日本の場合は、現在の景気後退に関して、金融市場を通じた経路よりも貿易を通じた経路ほうが重要だと考えられている。しかし、本当に金融市場を通じた経路は働いていなかったのだろうか？もし金融市場の経路が機能していたならば、それはどのように機能したのだろうか？これらの質問に対して、本稿では、ベクトル自己回帰モデルとインパルス反応関数を使用して日本の金融市況インデックス（Financial Condition Index）を作成して、日本の景気循環における金融市場のコンディションの影響力について検証する。分析の結果、今回の危機における日本の景気後退は、輸出の急減という貿易を通じた経路に加えて、金融市場のコンディション悪化という金融リンケージの経路も働いていた。しかし、その効果は資産価格の下落や為替レートの変動を通じてであり、信用市場の収縮をもたらす効果までは働いていなかった。

International Transmission of Business Cycles: Evidence from Dynamic Correlations

Austrian Central Bank Jarko Fidrmuc*

Kobe University, Graduate Student Taro Ikeda **

Kobe University Kentaro Iwatsubo ***

We exploit dynamic correlations defined in the frequency domain to estimate determinants of output comovement of OECD countries between 1990 and 2008. We show that trade intensity, degree of financial integration and specialization pattern have significantly different effects on comovements at different frequencies. This can bias the results using aggregate data or statistical filters. For example, financial integration is showed to have the highest positive effect for the business frequencies, while it is insignificant for the short-term frequencies.

JEL-Numbers: E32, F15, F41.

Key words: Business cycle, Transmission, Financial Integration, Dynamic Correlation.

* Austrian Central Bank, CESifo Munich, and Comenius University, Department of Applied Mathematics and Statistics, Bratislava, Slovakia. e-mail: jarko.fidrmuc@lrz.uni-muenchen.de and jarko.fidrmuc@fmph.uniba.sk.

** Kobe University, Graduate School of Economics, Japan.

*** Kobe University, Graduate School of Economics, Japan. e-mail: iwatsubo@econ.kobe-u.ac.jp.

Financial crisis, exchange rate and stock market integration

九州産業大学　吉田　裕司

アメリカの住宅市場に端を発した金融危機は、世界中の証券市場や外国為替市場に大規模な修正をもたらした。この論文では、金融危機が証券市場と外国為替市場の連結度に与えた影響を検証する。第一に、二変量 smooth-transition correlation (STC) GARCH モデルを用いて日米証券市場間のイノベーションの相関にシフトがあったかを検定する。STC-GARCH モデルによると、2001 年 6 月と 2008 年 6 月にイノベーションの相関にシフトが生じている。第二に、三変量 GARCH モデルを用いて、日本の株価指数・アメリカの株価指数・円ドルレート間のイノベーションの相関を検証したが、為替レートと株価指数のイノベーション間には非常に弱い相関関係しか存在しない。

Keywords: Exchange rate; Financial crisis; Japan and US; Smooth transition; Stock market integration.

JEL classification codes: F31; F36; G15.

上限金利規制の引き下げが貸金市場に及ぼす影響について

佐賀大学　三好　祐輔
佐賀大学　都築　治彦

本稿の分析により、明らかになった点は、次の３点である。まず、貸金市場は借り手に関する情報の非対称性が著しく、貸し倒れリスクが高いため、こうした背景を反映した貸出しを業者は行っている。したがって、金利が高くなるにつれて貸金業者は貸出しを減らす傾向にある。すなわち、情報の非対称性が大きい場合は、まず貸出し金利の上昇により貸出し機会が削減される。すなわち、貸出し供給曲線は右下がりとなっており、貸金市場はワルラス不安定の状態にあるといえる。

さらに、現行の貸金市場においては、上限金利規制の水準で貸出しが行われており、供給曲線が右下がりで、かつ超過需要が発生している。また、上限金利規制の引き下げに対する他の消費者金融業者の追随率は低く、金利引下げ規制の対象となっていないカード会社などは必ずしも貸出金利を引き下げているようには見えない。よって、2000 年 6 月に施行された上限金利の引き下げの効果は、貸金市場にはそれほど影響を与えていないように思われる。供給曲線が右下がりかつ超過需要が発生している状況では、上限金利規制の水準が引き下げられ、市場均衡の金利水準に近づくほど、社会的余剰は増加することになる。

Distress in Money Market under Global Financial Crisis : Analysis of Co-movement and Transmission

新潟大学　伊藤　隆康

本稿では、米国、ユーロ圏、英国、日本における LIBOR (London Interbank Offered Rate) – OIS (Overnight Indexed Swap)スプレッドを分析することで、 世界金融危機における短期金融市場の資金調達の逼迫度(distress) を共変動と伝搬の観点から検証する。07 年 8 月以降、LIBOR－OIS スプレッドは、短期金融市場における資金調達の逼迫度やストレスを計測する方法として、中央銀行や国際機関などが注目してきた。

全標本期間は 07 年 8 月 9 日から 09 年 5 月 20 日である。08 年 9 月 15 日のリーマンブラザーズの破たんを契機に、世界金融危機の程度に差がみられるため、この時点で全標本期間を 2 分割する。07 年 8 月 9 日から 08 年 9 月 14 日までを標本 A、08 年 9 月 15 日から 5 月 20 日までを標本 B とする。分析対象のデータが非定常な単位根プロセスを持つ I(1)データであることを確認してから、まず、全体の共変動を検証するために 4 つの通貨建ての LIBOR－OIS を Johansen (1988)の共和分検定で検証する。その後、2 つの通貨建間における共変動を検証するために、Engle and Granger(1987)の共和分検定でペアの LIBOR－OIS を分析する。最後に、Toda and Yamamoto(1995)の Granger 因果性検定で、4 通貨間の LIBOR－OIS の伝播を検証する。

標本 A では米国、ユーロ圏、英国、日本の短期金融市場における逼迫度は共変動を示し、概ね相互に伝搬していることが確認できた。一方、標本 B では 4 通貨における共変動は見いだされなかった。英国とユーロ圏においてのみ、資金調達の逼迫度の共変動が確認できた。また、伝搬に関しては、英国からユーロ圏と日本から米国に対してのみ確認できた。

こうした結果から、リーマンショックが起きるまでの米国、ユーロ圏、英国、日本の短期金融市場における逼迫度はグルーバルな要因で相互に伝搬しながら共変動を示したと考えられる。一方、リーマンショック後には、逼迫度はグローバルな要因よりもむしろリージョナルな要因で変動した部分が大きいと考えられる。あるいは、短期金融市場では各市場の固有の事情に対する注目度が増していたともいえる。

Keywords: Global Financial Crisis, Money Market, Transmission of Distress
JEL Classification:　E44, F30, G01

２つの金融危機とわが国の企業破綻

統計数理研究所　　赤司　健太郎
東京大学　　福田　慎一
日本銀行　　粕谷　宗久

2007 年夏以降の企業倒産は、不動産業を中心に直前の決算まで黒字であった企業が少なからず倒産した一方、製造業を中心に直前の決算で大幅な赤字を記録した企業の多くが倒産に至らなかったという２つの点でパラドキシカルな特徴があった。本稿では、2007 年夏以降の世界同時不況の下で発生したわが国の上場企業倒産の要因を、過去の要因と比較しながら、財務データやその取引先企業の健全性指標から推計することで評価する。各上場企業の倒産確率をロジット・モデルから推計した場合、まず、世界同時不況を含まないサンプル期間（1996～2005 年決算）では、財務変数が予想された符号を有意にとったのに加えて、メインバンクの健全性が倒産確率に対して有意な影響を及ぼすことが示された。しかし、世界同時不況のサンプル期間（2006～2008 年決算）では、メインバンクの健全性が倒産確率に与える影響は有意でなくなったのに加えて、利益率の低下が倒産確率を高めるという従来の傾向とは異なる結果が得られた。以上の結果は、世界同時不況下での日本経済では、「貸し渋り」のような金融機関側の要因による倒産が減少しただけでなく、利益率の影響を中心にこれまでとは大きく異なる要因で上場企業の破綻が起こったことを示唆するものである。

決済スキームの発展と資金決済システム

全国銀行協会　吉田　康志

銀行間 の資金移動を専門的に取扱う資金決済システムは、現代の銀行制度において極めて重要な役割を担っている。これは、今日の経済活動において、主要な支払手段が銀行の負債である預金通貨だという事実と密接に関係している。つまり、預金通貨を直接に支払手段とする振込や自動引落だけでなく、手形・小切手、クレジットカード、デビットカード、電子マネー等においても、決済の部分は結局のところ銀行の預金通貨によって行われるのであり 、さらに、この支払・決済が異なる銀行の間で行われる場合には、その取引のほとんどは必ず決済システムを介して処理されるということである。

現在運営されている銀行間の決済システムでは、多数の銀行が同一の決済制度に参加し、参加者相互間での取引が可能な形となっている。しかし、歴史的には、今あるような形態の決済システムが現れたのは比較的最近のことであり 、それより前には、資金移動は二つの銀行が相対で個別に契約を取り結ぶ方式を中心に行われてきた 。つまり、資金移動を実現するためのアレンジメントは、当初は二者間の決済方式によって行われ、その後、ある時期以降からは多者間の方式に重心が移ってきたということになる。こうした決済方式の変遷の背景には、どのような要因があったと考えられるだろうか。

そこで本稿では、決済の手続きにおける二者間スキームと多者間スキーム（ネット決済システム）を比較し、その特徴と決済システムとの関係について検討を行った。その結果、事務処理面ならびに流動性管理において多者間スキームが優れていることが明らかになった。そして最後に、多者間スキームとしての決済システムにおいて留意すべき事項として、ネットワーク外部性およびリスクの集中について指摘した。

以　上

FDICIA 体制の終焉と米国における新金融規制

埼玉大学 西尾 夏雄

本報告では、いわゆる「サブプライム・ローン問題」から生じた世界的な金融危機をきっかけに米国において金融規制と監督体制が再び強化される方向となったことについて、この 20 年ほどの間に起きた規制の変遷（規制強化と規制緩和）を検証し、今後導入される新たな規制強化の意義と金融セクターへの含意について考察したい。

本報告では、まず 80 年代から 90 年代初頭にかけて生じた米国における金融危機をうけて制定された「連邦預金保険公社改善法(FDICIA)」について考察し、次に、FDICIA に基づく規制環境および監督体制が 15 年ほどの歳月を経て直面した限界について検証する。次に、今般の金融危機を受けてふたたび選択された米国における「金融の再規制」について時系列にもとづき整理し、その意義や残された課題を分析する。

1980 年代後半から 90 年代初頭にかけての金融危機は FDICIA の導入を促し、早期是正措置や破綻処理における最小コスト原則の導入など、プルーデンス規制の確立に一定の効果を発揮した。しかし、サブプライム・ローン問題をきっかけに生じた 2007 年からの金融危機時においては、業態別の規制・監督体制の不備が露呈され、投資銀行や保険会社など商業銀行以外の大手金融機関の破綻処理スキームが未整備であったことなどが深刻な問題を生じた。

今後導入される金融規制強化策は、これまで米国の金融当局と立法府がやや曖昧な形で放置してきた「大きすぎて潰せない(too big to fail)」金融機関の監督とその破綻処理のあり方について、より踏み込んだ施策を講じることになり、米金融セクターに非常に重要な転換点をもたらすことになろう。ただし、具体的な規制が導入される際に個々の金融機関や金融セクター全体にどのような影響を与えるかは不透明である。また、金融システムに影響を与えうるとされる大規模かつ複雑化した金融機関が万が一に経営不安に陥った際に、当局によって適切に監督され、必要とあれば「秩序ある」破綻処理が導かれるか否かも含めて重大な課題として残ろう。

The Optimal Basel Capital Requirement to Cope with Pro-cyclicality : A Theoretical Approach

Keio University Naoyuki Yoshino
Financial Services Agency Tomohiro Hirano

This paper focuses on the role of the Basel capital requirement and proposes a new counter cyclical measure by use of a simple general equilibrium model.

(i)The Basel capital requirement ratio should depend on various economic factors such as GDP, stock prices, interest rates and land prices, based on a simple general equilibrium model in order to cope with pro-cyclicality. Otherwise expansion of bank loans will be enhanced during boom period and they will face with credit crunch in sluggish period. Previous papers do not show any specific model and conclude that the capital requirement ratio would be better if adjusted based on stock price or economic growth, etc.

(ii)The Basel minimum capital requirement rule should be different from country to country, since the economic structures and the behavior of banks are different from each other.

(iii)The Basel capital requirement ratio should vary during the period of economic boom and during the period of economic downturn since the coefficient obtained from the theoretical model varies.

(iv)Cross-border bank operation should follow the minimum capital requirement ratio where bank lending activities are going on rather than the origin of the source of fund.

Empirical estimations are now underway. Some restricted cases of empirical results are reported in this paper.

日本金融学会 2010 年度秋季大会（神戸大学）中央銀行パネル

テーマ「中央銀行の近未来像への理論的視座」

上智大学　竹田陽介
ニッセイ基礎研究所　矢嶋康次

趣旨

グローバル化の進んだ金融市場の変化に応じて，一国の中央銀行による金融政策が，目標として掲げる「物価の安定」を追求するだけでは不十分となり，手段としての金利操作のみでは無策となる現実を目の当たりにし,「中央銀行の近未来像とは何か」という問いが，セントラル・バンカー及び金融理論家だけでなく，一般的な関心としても耳目を引くテーマとなっている（例えば，朝日新聞『揺れる中央銀行（上・下)』2010 年 6 月）．サブプライム・ローン危機に際して，金融政策を司る中央銀行にとって，「伝統」と「非伝統的」の境界線について，理論的に明確な一線を引くことは現在，困難なままである．

こうした中央銀行を取り巻く経済環境の激変に伴う金融政策の果たす役割の変化について，本パネルは，理論的視点から議論することを目的とする．具体的には，三つの大きな変化に焦点を当てる．ひとつは，資産価格の金融政策における役割，ふたつには，銀行のかかえる信用リスクに対する評価の役割，三つめには，金融政策と財政政策との相互関係についてである．それぞれのテーマについて専門に研究される研究者に，理論的な最新の研究を報告していただき，討論者及びフロアとともに討論する趣向を考えている．

理論的研究を議論の対象とすることにより，お題目に陥りがちな一般論を排して，理論的観点から「中央銀行の近未来像」について具体的に議論することがはじめて可能となる．理論的研究を柱としながら，中央銀行を取り巻く具体的な諸制度の改編を通じて，様々なリスクを事前的に防ぐ金融システムを構築していくために，多角的に議論したい．

〈中央銀行パネル〉

資 産 価 格

LSE・日本銀行　青木　浩介

バブルの発生と崩壊に伴う資産価格の急激な変動は、時には信用の拡大と収縮を引き起こしながら景気循環に大きな影響を及ぼす。本報告では、バブルと経済変動に関する理論モデルを展開し、それに基いて金融政策への含意を考察した。

分析の焦点は（1）金融市場の不完全性とバブルの関係、（2）バブルの所有者の違いとバブルの波及メカニズムの関係である。本報告では、預金者と銀行の間と、銀行と資金の借り手との間に、それぞれ金融の不完全性がある状態を考察した。金融市場が不完全な経済では均衡利子率が低下する。これは貯蓄が必ずしも効率的な借り手に向かうとは限らないからである。換言すれば、金融市場が不完全な経済では良い貯蓄手段が不足する。この場合、貯蓄者や銀行は有利な資金の運用先を探すようになる。あくまで運用手段を探しているので、購入する物の利用価値はさほど重要でない。より重要なのは転売価値である。転売可能であるという期待が持続すれば、バブルを購入することは正当化され、バブルが発生することが示される。このように、バブルの発生と金融市場の不完全性は密接に関連している。

次に、バブルを貯蓄者が直接保有する場合と、銀行が保有する場合の二つの場合において、バブルに伴う経済変動の違いを考察した。株式のように比較的小額の取引が出来る資産は家計が保有することが可能である。このような資産にバブルが付随した場合には、貯蓄者が直接バブルを保有できる。一方、商用不動産のような資産は、一件あたりの金額が巨大である。このような資産にバブルが付随した場合には、家計は直接それを保有することは出来ず､家計の貯蓄をプールする機能を持つ金融機関がバブルを保有することになる。バブルを考察する際に、銀行と貯蓄者の違いの中で重要なものは、レバレッジの違いである。また、バブルの収益率が預金利子率よりも低い場合には、バブルを購入することにより銀行は収益を上げることが出来る。この二つの要素が、バブルが経済に与える影響の違いを分析する上では重要である。

最後に、バブルの発生に伴う信用の拡張の差異などに注目し、政策当局者にとってどのようなバブルが危険であるかということを、議論した。

〈中央銀行パネル〉

銀行のかかえる信用リスク

"Japan's Banking Crisis and Lost Decades"(with Nao Sudo and Kozo Ueda)

日本銀行　平形　尚久

日本経済の 1990 年代、2000 年代の長期停滞の要因の一つとして、金融仲介機能の低下があげられることが多い。その金融仲介機能の低下は、銀行部門の不良債権問題や資産価格の下落などによる銀行部門のバランスシートの毀損によって生じた可能性が考えられる。

銀行部門へのショックが日本経済の長期停滞にどの程度の影響があったのかという点について、これまで定量的な評価が十分なされてきたわけではない。そこで、本分析では、銀行部門に生じたショックが、日本のマクロ経済変動に与えた影響を定量的に評価する。この評価を行うにあたり、銀行部門を組み込んだ DSGE モデルを推定した。ここで用いたモデルでは、企業家だけでなく銀行も信用制約に直面しており、資金調達コストはそれぞれの純資産、すなわちバランスシートの状態に依存する。ベイズ推定を行うことによって、銀行のバランスシートの劣化をもたらした純資産のショックを識別した。

推定された構造パラメータおよび識別されたショックに基づいた分散分解によると、銀行部門の純資産へのショックは、90 年代の日本経済の停滞を説明するうえで、支配的ではないものの、一つの重要な要因であることがわかった。特に、90 年代後半では、銀行の純資産へのショックは、設備投資およびインフレを押し下げる効果を持ち、前者の変動の 15%程度、後者の変動の 20%程度を説明するとの結果が得られた。

さらに、1990 年代後半から 2000 年代前半の銀行危機時に行われた公的資本注入に関するカウンターファクチュアルシミュレーションを行った。この期間に行われた公的資本注入を約 13 兆円とした場合、設備投資を 1 %程度引き上げる効果があったと試算された。

〈中央銀行パネル〉

財政政策と金融政策の関係

北海道大学　工藤　教孝

物価とは財と貨幣の交換比率である。これは、物価を財の価格付けという側面からも理解可能であるし、貨幣の価値という側面からも理解可能であるということを示唆する。前者の立場から物価を研究する場合、主にニュー・ケインジアン・モデルと呼ばれる動学一般均衡モデルを利用することになるが、本研究では、後者の立場から物価について理解を深めることを目的とする。

かつてミルトン・フリードマンは「インフレーションは常に貨幣的現象である」と主張したが、1981 年のトーマス・サージェントとニール・ウォーレスの貢献により、中央銀行単独ではインフレ率をコントロールできないことが明らかになった。財政規律のない中で国の累積債務が増加を続けた場合、中央銀行が国債のマネタイゼイションを拒否し続けるという政策レジームが維持不能であるため、いずれ大きなインフレ税を発生させる政策に転換せざるを得ないからである。

このように考えると、巨額の累積債務を抱えながらデフレが続く日本経済は非常に特異に見える。サージェントとウォーレスの結果がそのまま日本にあてはまるならば、日本のデフレは維持不可能で、いずれ財政再建目的で日銀がインフレを発生させる日がやってくることになる。

もうひとつの可能性は、日本の財政問題がいかに悪化しようとも日銀は財政再建の手伝いはしない､このような信念を日銀と国民が共有しているケースである｡このような場合、中央銀行が永久にマネタイゼイションを行わないというモデルが必要となる｡本研究では、そのようなモデルを記述し、インフレ率決定にどの程度財政変数が影響を与えるか考察を行った結果、中央銀行が永久にマネタイゼイションを行わないにも関わらず、財政規律はインフレ率決定の重要な要素であり続けることが明らかになった。

モデル分析から明らかになったデフレ発生の条件は、(1) 名目利子率が低くコントロールされていること、(2) 実体経済が成長していること、(3) 流動性需要が十分に大きいこと、そして (4) 負債を抱える人々が十分に多いこと、である。

量的緩和政策や非伝統的金融政策についても分析を行った。

The Structure of Banking in Regional Market: Evidence from Micro Data of Kyoto City

京都大学大学院　王 凌
大阪産業大学 石橋 尚平

京都市の産業は、大規模な装置産業型ではないにもかかわらず、高い付加価値率を実現している。京セラ、任天堂、村田製作所といった国際的な優良企業の本社も京都市内に位置する。また、サービス産業においても、京都の伝統工芸品に関わる卸売や小売業の他、観光や大学に関わる事業も京都市特有のものとして挙げられる。また、京都の伝統工芸は中小企業が支えており、創業が数百年前にさかのぼる老舗も少なくない。

金融機関の法人取引に関する市場構造も京都の特色が強い。「信金王国」と言われるように、京都市を事業区域とする信用金庫は、二つとも日本でも最大級の規模となっている上に、有力地銀の京都銀行も京都市に本店がある。我々が分析に用いたサンプルによると、京都市内を所在地とする法人 5,863 社のうち 3,720 社、すなわちサンプル全体の 63.4%の企業が、これらの 3 つの地域金融機関をメインバンクとして考えており、京都市の経済において欠かせない存在となっている。

我々は大手銀行、地方銀行、信用金庫の 3 つの業態のいずれかの金融機関をメインバンクとする京都市内の 5,863 法人のマイクロ・データから、ロジット・モデルによる推計を通じて、以下の四つの点を分析した。①どのような法人の属性がいずれの業態の金融機関がメインバンクになっていることに影響を及ぼしているのか、②金融機関と法人との地元を通じた関係性はいずれの業態の金融機関がメインバンクになっていることにつながっているのか、③金融機関間の相互作用は、いずれの業態の金融機関がメインバンクになっていることにつながっているのか、④市場の競争は、いずれの業態の金融機関がメインバンクになっていることに影響を及ぼしているかの 4 点である。モデル式の推計結果から我々は興味深いインプリケーションを得た。

地域金融機関の健全性と企業の技術戦略

経済産業研究所　後藤　康雄

金融と実体経済活動の関係、特に金融が実体経済活動に及ぼす影響については、長い間にわたり議論が続けられてきた。実証分析の視点からは、金融、実体経済活動とも様々な側面から捉えることができるが、本稿の基本的な問題意識は、金融部門の健全性は企業のイノベーション活動に資するのか、というものである。

近年、金融制約による企業活動への影響を、新たな理論や実証手段によって分析しようという研究が盛んに行われている。企業投資への影響に着目した Fazzari et al. (1988)、R&D 投資との関係を扱った Himmelberg and Petersen (1994) などはその嚆矢である。本稿はこうした一連の流れを踏まえ、金融環境の変化による企業の技術戦略への影響について検証する。

金融サイドの要素としては地域の金融健全度を測り、もう一方の企業のイノベーション活動については研究開発（R&D）投資、技術取引などを考え、前者と後者の関連性について検証を試みる。本稿で用いたデータは、(i) 金融危機が進み、各地域の金融健全度が大きくばらついた 1990 年代後半から 2000 年代における、地域金融の健全性を表す財務指標、および(ii) 日本企業のイノベーション活動に関して豊富な情報を含む「企業活動基本調査」の個票データである。

分析の結果、地域金融の健全性の向上は、企業のイノベーション活動と有意な正の関係にあることが確認された。これは、地域金融の内生性の可能性を考慮して、操作変数を用いた推計でも同様である。また、大企業に比べると、少なくとも統計上はイノベーション活動の度合いが低い中小企業においても、有意な関係が確認された。特に中小企業に関しては、イノベーション活動がゼロと回答する企業が多いことを考慮したトービット・モデルを用いると、その関係は一段と強くなる。今回の実証結果からは、企業の技術戦略、ひいては地域経済の活性化において、地域金融の果たす役割の大きさが示唆される。

預貸率の決定要因と地域経済への影響
―ダイナミック・パネル推定によるアプローチ―

日本政策投資銀行・埼玉大学大学院生　寺崎　友芳

本報告では、都道府県別の預貸率の決定要因と預貸率が地域の実体経済と金融機関の競争環境に与える影響について分析した。サンプルは、1998 年度から 2007 年度の 47 都道府県のパネルデータで、動学的な効果を処理するダイナミック・パネル法により推定した。推定に際しては、Arellano and Bond(1991)によるＧMM推定を採用し、以下の結論を得た。①預貸率は１人あたり実質県内総生産とデフレーターの増加（減少）により上昇（低下）する。一方、金融機関の競争環境指標については、銀行店舗数は有意であったが、大手銀行等貸出金シェア、貸出金残高のハーフィンダール・ハーシュマン指数は有意ではなく、競争環境の緩和が必ずしも預貸率の低下を招くわけではないことが示唆された。②1 人あたり実質県内総生産を被説明変数とする推定では、予想に反して預貸率は有意に負となっており、預貸率の低下が実体経済にマイナスの影響を与えるという結果にはならなかった。このやや意外な結果の解釈としては、預貸率の低下が預金の増加に起因する場合は資産効果を通じて実体経済にプラスの影響を与えること、預貸率の低下が貸出の減少に起因する場合は、効率性の低い産業への貸出を減少させることで地域内の資源配分を是正し、地域経済の効率性を改善させている可能性があることなどが考えられるが、この点に関しては更なる精緻な分析が必要である。③一方、競争環境指標を被説明変数とするダイナミック・パネル推定では、預貸率は全てのモデルで有意であり、預貸率の低下により、金融再編や大手行の撤退が進展し、地域における金融機関の競争環境が緩和することが示唆された。

以　上

日本企業の株式・負債選択と最適資本構成

広島大学　式見　雅代

本稿では、企業の資金調達、返済局面における財務意思決定が、最適資本構成への調整を考慮したものとなっているかどうかを、1970 年代以降の上場企業のデータを用いて検証した。分析から、負債 vs. 株式の選択において、負債比率が最適値よりも過小の企業は、株式よりも負債による資金調達を選択していることが発見され、エージェンシーコストの要因を考慮しても、分析期間をバブル期前後で分割しても結果は変わらなかった。さらに、負債比率が最適値よりも過大である場合、自社株買戻しよりも負債の返済を選択していることがわかった。これらの結果は、企業の負債政策が最適資本構成への調整を念頭に行われていることを示唆する。

IPO 前後の需要構造の変化：株価観察不能性に着目して

慶應義塾大学大学院生　池田 直史

新規株式公開（IPO）において、平均的に正の初期収益率が世界中で観察されている。この現象に対して、従来は、公開価格が意図的に低く設定されているという見方が一般的になされてきた。その中で今日最も支持されているものは、投資家間の保有情報の優劣を前提する仮説である。

しかし、投資家間の保有情報の優劣を前提する仮説に反する事実が示されている。日本に導入されている部分入札方式では、情報優位と考えられる企業内部者が入札に参加できず、また、たとえ情報優位の投資家が参加できたとしても、IPO 株の割当て株数に厳しい制限があるため、投資家間の保有情報の優劣は重要とならない。それにもかかわらず、正の初期収益率が観察されている。このことから、情報優位の投資家の存在を前提とせずに、正の初期収益率が生み出されるメカニズムを示す必要があると考えられる。

そこで、本稿では、情報優位の投資家の存在を仮定せずに、従来とは異なる視点から、初期収益率が正となることを理論的に示すことを目的とする。

IPO の場合、公開前の段階では、当然のことながら株価を観察することができない。このため、投資家は株価から得られる情報を利用して、将来の株価を予測することができない。一方、公開後では、株価を観察することで情報を得ることができ、この情報を利用して、将来の株価を予測することができる。したがって、公開前の段階では、株価からの情報が利用できないために、公開後に比して将来の株価の予測が不正確となり、この意味で投資家にとってリスクが大きいと考えられる。本稿では、このリスクに着目して、Grundy and McNichols (1989)のモデルを IPO に応用する。

本稿で提示するモデルでは、公開前の段階では、各投資家は自身の情報のみに基づいて IPO 株に対する需要を形成する。そして、公開直後に株価が観察可能になれば、追加的に株価からの情報を得て需要を形成する。このような想定では、公開前の段階において、投資家は、株価が観察できないことに由来するリスクに対してプレミアムを求めることになる。そして、公開直後において、そのリスクが解消されるために、公開前後で需要構造の変化が起こる。これによって、たとえ公開前において需給均衡水準に公開価格を設定していたとしても、平均的に正の初期収益率が生じることが示される。

この分析から、IPO における正の初期収益率の一部は、株価を観察できないことに由来するリスクによってもたらされている可能性が示唆される。

負債の再交渉が資本構成に与える影響：トレードオフモデルに基づく分析

慶應義塾大学大学院生　富田信太郎

本稿では、伝統的なトレードオフ理論のフレームワークに、費用のかかる再交渉という設定を導入することで、負債の再交渉が資本構成に与える影響を分析している。伝統的なトレードオフ理論では、企業が負債を利用すると、業績が悪化した場合に企業は倒産し、倒産コストが発生する。しかし、現実的には、企業の業績が悪化したとしても、すぐに倒産が発生するとは限らない。特に、銀行などの債権者は、企業の業績が悪化した場合に企業側と交渉を行い、自らの持つ債権の一部を放棄するなどの債務減免がしばしば行われる。

負債が再交渉可能であれば、債務減免により倒産を回避ないしは遅らせることができると考えられるが、過去の研究において、債権者との再交渉には様々な費用がかかることが指摘されている。そのため、本稿では再交渉にかかる費用についても明示的に考慮している。モデルでは、将来的に業績が悪化した場合に、企業は再交渉によって倒産を遅らせることができるため、負債利用による期待倒産コストは減少する。その一方で、再交渉を行うためには、企業は再交渉費用を負担しなければならず、負債の利用により期待再交渉費用が発生する。そのため、企業は節税効果と期待倒産コストのトレードオフとともに、再交渉による期待倒産コストの減少と期待再交渉費用の負担というトレードオフも考慮して最適な資本構成を決定することになる。

また、本稿ではモデルを数値計算で解くことにより、モデル中のパラメーターの変化が資本構成にどのように影響するのかを分析している。数値計算では、伝統的なトレードオフモデルと同様に、法人税率が高い場合や倒産コストが低い場合には、負債比率が高くなり、また再交渉費用が高いほど負債比率は低くなることを示唆している。一方、再交渉に関して、再交渉費用が高い場合には、業績が悪化した場合にもなかなか再交渉が行われないが、再交渉が行われると大きな債務減免が行われることが示唆される。例えば、多数の債権者が存在する場合、権利構造が複雑化していることなどから再交渉により多くの費用がかかると考えられ、そのような場合には、業績悪化時の再交渉は遅れるが、再交渉によって大きな債務減免が行われると考えられる。また、再交渉費用が高い場合には、負債が再交渉不可能な場合と比べて、再交渉可能である場合の企業価値は低くなる可能性があることも示唆される。一般的に、負債が再交渉可能であることは負債利用のベネフィットと捉えられることが多いが、再交渉費用が高い場合、例え再交渉が再交渉時点での企業価値を高めるとしても、事前の段階では企業価値を低めてしまう可能性がある。

On the Price Dynamics in a Double Auction Market with Security and Money: Simulation Study

青山学院大学大学院生　　廣田　通義

Walras 的理論市場における均衡価格と現実的分権市場の取引価格がどのような関連性を持っているのかという問題の解明を目的として Smith(1962)は double auction 市場実験のコンセプトを提唱し、以降数多くの研究者によってその市場の実験が行われた。これら多数の実験は一般的に研究者が関心を寄せる人間心理と経済理論の合理的仮定の問題を内包している人間を被験者とした 1 財モデルが用いられており、それらの実験結果は取引価格の推移が徐々に均衡価格に近づき得るという結論を主張している。

Becker(1962)は同一予算制約式を有する多数の個人がランダムに需要量を決定した場合、合理性を持つ代表的個人の存在を想定し得ることを示したが、このランダム行動の視点は Gode-Sunder(1993)によって double auction 市場問題に応用され、興味ある結果が得られている。即ち、最小の合理性を前提とした単純ロボットによるランダム行動の実験は人間を被験者とした実験と類似の結果が得られることを示した。これら 1 財モデルの実験に対し、2 財以上の財を想定した double auction 市場の実験は現在のところ限られており、其の内の一つが 1988 年の Plott-Sunder の論文である。この論文は 1 種類の証券と貨幣の市場に於ける証券均衡価格及び情報の拡散と合理的期待均衡、更に double auction という分権的市場に於ける取引価格の推移等の問題が論じられている。

本稿では Plott-Sunder の実験ルールに Gode-Sunder 的方法論を導入し、独自のプログラムによるコンピューター・シミュレーション方法によって実験を行い、その結果と Plott-Sunder の結果とを比較検討して、証券市場に於ける double auction process の有効性等を再確認する。基本モデルは第二節で述べており、実験の単純化の為 Plott-Sunder と同様に線型の効用関数を想定してモデルは構成されている。更に第三節では上記基本モデルに情報の概念を導入し、合理的期待均衡、プライヤー情報均衡等を定義してコンピューター・シミュレーション実験を行い、Plott-Sunder の結果とを比較している。

年金制度の経年的効果について

神戸大学　藤井隆雄
神戸大学大学院生　林　史明
神戸大学　入谷　純

給付と負担が定額部分と所得比例部分から成る賦課方式の年金制度において、給付の定額部分の増加を保険料負担の定額部分の増加によって財源調達する改編を想定する。この改編が（A）資本蓄積、（B）資源配分、（C）所得分配に与える効果について二世代重複モデルを用いて考察する。

本稿では先行研究の多くで仮定される完全予見や合理的期待を採用しない。むしろ、来期の労働市場が今期に決定できるという簡明な経済環境によって、一時均衡が逐次的に進行するモデルを構築する。定常均衡のふるまいに関して（A）については資本蓄積が阻害されること、（B）についてはNegishi 的な社会厚生が減少すること、（C）については所得分配が平等化すること、を確立した。

Convergence of Japanese Local CPIs with Structural Breaks

駿河台大学　池野　秀弘

本研究は、日本の各地域の物価水準が全国水準に長期的に収束していているかを検証するものである。1970 年から 2009 年までの月次データを季節調整して用い、全国 CPI と 47 都道府県庁所在地の CPI を分析する。全国 CPI に対する各都市の相対物価水準が非定常過程であるならば、長期的に各都市の物価水準は全国 CPI には収束しない。その一方、定常過程であるならば長期的に収束し、相対的な意味であるが、購買力平価が国内で成り立つことになる。

一国内の地域物価指数の収束に関しては、金融政策や国内の地域経済統合などの観点から、すでに多くの先行研究がある。日本経済に関する先行研究もある。その多くはパネル単位根検定を用いて、定常性に関して肯定的であるという結果を出している。しかし、パネル単位根検定の結果をこのように解釈するには困難がある。パネル単位根検定の帰無仮説は、パネルにおけるすべての時系列が単位根を含むというものであり、その棄却は、必ずしも、多くの時系列が定常過程であることを意味しない。地域物価水準の研究において、この結果を多くの都市の地域物価水準が収束していると解釈するのは適当でない。そのため、本研究では、パネル単位根検定に代わり、単変数の単位根検定を用いる。ただし、構造変化なども考慮してゆく。

本研究は、まず、構造変化を仮定しないが、一般に用いられる単位根検定、つまり ADF テストなど、よりも帰無仮説を棄却するパワーの大きいいくつかの単位根検定を地域物価水準に適用した。その結果、やはり、多くの都市で地域物価水準が定常過程をたどる、つまり収束する、という仮説は支持されなかった。

次に、1 回ないしは 2 回の構造変化を考えた単位根検定を地域物価水準に適用した。一般に構造変化を無視すると単位根の帰無仮説が棄却されなくなることはよく知られている。その結果、研究対象とした 47 都市のうち 20 都市で、単位根の帰無仮説は棄却された。つまり、半数とまではいかずともかなり多くの都市で、地域物価水準は長期的には全国 CPI に収束するという主張が支持された。また、推計された構造変化は、第 1 次オイルショック、第 2 次オイルショック、バブル景気の始まる時期に集中している。先行研究の多くでは、地域物価水準が均衡値へ収束する速度の推計値が極めて遅いことが問題となっている。構造変化を考えて推計した本研究の推計値は、先行研究に比べると極めて速いものとなっている。

本研究の結果は、日本国内の多くの都市で物価水準は長期的には全国 CPI に収束することを示している。多くの都市では、全国 CPI に対する相対物価水準は、時おりの構造変化（ジャンプ）を伴いながら、定常過程にしたがってきたことを示している。

経常収支反転の 2 形態

同志社大学　五百旗頭　真吾

経常収支の反転（Current Account Reversal）とは、規模の大きい経常収支赤字が急激に縮小する現象のことである。経常収支の反転は実質経済成長率の低下と為替レートの減価を伴うことが、先行研究により明らかにされてきた。しかし、反転に伴うマクロ経済調整が当該国にとってどれほどコストを伴うものかに関しては、議論がある。たとえば、先進国の反転事例については、反転前から反転後にかけて経済成長率が低下する「景気収縮的」な反転だけでなく、反転後にかけて成長率が高まる「景気拡張的」な反転も存在し、反転が必ずしもコストを伴うわけではないとの指摘がある。「景気収縮的」な反転と「景気拡張的」な反転では、為替レートや投資など、成長率以外のマクロ変数の調整のあり方に違いがあることも指摘されている。

このような先行研究の結果は、一口に経常収支の反転と言っても調整メカニズムは一様でない可能性を示唆しており、興味深い。本稿はこの点を掘り下げ、先進国について、過去の経常収支反転事例が経常収支の変動形態によって「シフト型」と「V 字型」に大別でき、両者のマクロ経済調整のあり方が異なることを、データから確認した。

「シフト型」反転とは、典型的には、対 GDP 比 2%以上の赤字が 5 年以上続いたあと急激に縮小、黒字化し、その後しばらく恒常的に黒字を計上するケースと定義する。一方、「V 字型」反転とは、赤字が 2～3 年の間に急拡大したあと急激に縮小するケースとした。

本稿では、まず、1975～2007 年の年次データをもとに先進 23 カ国について調べ、19 の反転事例を見出した。そして、そのうち 10 事例が「シフト型」に、9 事例が「V 字型」に分類でき、両者では反転時のマクロ変数の動きが異なることを明らかにした。具体的には、①「シフト型」反転では名目・実質為替レートともに大きく減価するのに対し、「V 字型」反転では名目為替レートだけが大きく減価し、実質為替レートはほとんど変化しない、②「V 字型」反転では経済成長率が短期間に大きく落ち込むのに対し、「シフト型」反転ではより穏やかに落ち込む、③「シフト型」反転では反転後の輸出の伸びが高いのに対し、「V 字型」では反転前の輸入の伸びが高いことに特徴がある、などの違いを見出した。

このようなマクロ変数の調整の違いは、「シフト型」反転と「V 字型」反転で調整メカニズムが異なることを示唆している。たとえば「シフト型」反転は、長らく引き締め的だった金融・為替政策が適切な方向に修正されると同時に、輸出産業において生産性上昇や魅力的な新製品開発が起こる場合に発生する可能性がある。一方、「V 字型」反転は、過度の金融緩和等により景気が過度に拡大したあと、引き締め政策への転換を機に景気が一気に収縮する場合に発生すると考えられる。

資源国の海外資本流入に関する検証

武蔵大学　大野　早苗
武蔵大学　東郷　賢

本研究の目的は資源国における資本流の形態に対し、資本規制や為替制度といった制度インフラストラクチャーがどのような影響を及ぼしているかを分析することである。本稿では先進国を含めた 60 カ国の資源国を対象にパネル分析を行う。

世界的な資源需要の拡大などを背景に資源価格は 2000 年代において高騰を続けてきたが、それとともに資源国に対する海外資本流入も急増してきた。資源流入が途上国の経済発展に及ぼす影響は資本流入の総額だけではなく、資本流入の形態も関与し、投機性の強い短期借り入れよりも直接投資のほうが資本受け入れ国の経済成長は安定的に推移するものと考えられる。

資本流入の形態は資本受け入れ国の経済成長率といった資源国の国内要因や海外要因の他に、資本規制、為替制度などの制度インフラストラクチャーとも関係していると考えられる。

本研究の目的は資源国における資本流の形態に対し、資本規制や為替制度といった制度インフラストラクチャーがどのような影響を及ぼしているかを分析することである。本稿では先進国を含めた 60 カ国の資源国を対象にパネル分析を行う。

本研究では以下のような結果が得られた。

FDI による海外資本を受け入れている国は持続的な経済発展を遂げられるものと予想される。本稿の分析では適切なマクロ経済政策が実施され、インフレ率が安定している国では FDI の受け入れが大きくなることを示唆する結果が得られた。また、資源価格の上昇が資源開発の需要を増大させ、資源国向けの FDI を増大させる可能性も示された。

急速な市場開放政策により海外からの銀行融資を急増させ、昨今の金融危機で打撃を受けた東欧諸国なども本稿の分析対象に含まれているが、投機的な海外資本の受け入れが大きいほど経済状態は脆弱になると考えられる。本稿の分析では市場開放度が進展するほどその他投資による資本受け入れが拡大するとの結果が得られた。

資源国を分析対象としたところ、為替変動を抑制させる為替制度を採用している国のほうが経済成長が高くなる可能性が示された。資源国が返送相場制を採用すると、いわゆるオランダ病に陥ることが懸念されるが、為替レートをコントロールし、資源輸出による自国通貨の増価によって他の産業部門の成長を阻害する事態を回避させることの重要性が本研究からも示唆された。

アジア通貨危機後の為替レート制度

神戸大学　金京　拓司

公式分類上の為替レート制度と実態との間に乖離があるとの認識を背景に、為替レートや外貨準備などの実際のデータから、為替レート制の特徴を明らかにする研究が盛んに行われている。本稿では、代表的な 2 つのアプローチについて先行研究を概観し、それらの問題点と限界を論じた。続いて、アジア通貨危機後のタイ、韓国、インドネシア及び中国の為替レート制度の特徴について、Frankel and Wei（1994）のアプローチを用いて分析を行う。

従来の研究では、主にバスケット・ペッグ制を対象に OLS（Ordinary Least Squares）による推定を行うことで、アンカー・カレンシーの特定と通貨価値の連動の強さの計測を行っていた。しかし、より柔軟性が高い為替レート制度の特徴を明らかにするためには、そうした点に加え、為替レート制度の柔軟性を定量的に把握する必要がある。本分析では、多変量 GARCH モデルを用いて、これら 4 ヶ国の通貨と主要通貨（米ドル、日本円、ユーロ）との間の条件付き相関係数を推定し、通貨価値の連動の時間的な変化を明示的にとらえることで、為替レート制度の柔軟性にどのような変化が生じたかを解明する。

推定結果によれば、人民元を除く 3 通貨は、アジア通貨危機によって一時的に弱まったドルとの連動が、危機後に再び強まっている。ただし、危機前に比べて、ドルとの連動はかなり緩やかなものになっている。3 ヶ国の通貨の中では、タイ・バーツが最もドルとの連動が強く、円との連動との間にはっきりとした差がみられる。他方、韓国ウォンとインドネシア・ルピアに関しては、ドルとの連動がかなり緩やかになっており、為替レート制度が変動為替レート制の性格を強めていることがうかがえる。中国人民元については、サンプル期間を通じて、ドルとの密接な連動を維持している。公式には、2005 年 7 月に管理変動為替レート制に移行しているが、その後もドル・ペッグとしての性格は大きく変化していないとみられる。

2007 年以降は、世界的な金融危機の影響による外国為替市場の混乱で、人民元を除く 3 通貨のドルとの連動が一層弱まっている。ただし、バーツに関しては、ドルとの連動がかなりの程度維持されている。金融危機を経て、今後、４通貨の為替レート制度に大きな変更が生じるかどうかは、予測が難しい。しかしながら、以上の推定結果は、少なくとも 2007 年までについては、タイをバンド制とし、韓国とインドネシアを管理為替レート制、中国を事実上のペッグと分類する Reinhart and Rogoff（2004）の為替レート制度の分類と整合的であると言える。

Why Do Relationship Lenders Use Small Business Credit Scoring? Evidence from the Firm-Bank Matched Data in Japan

日本銀行　小野　有人
日本経済研究センター　蓮見　亮
法政大学　平田　英明

This paper examines the determinants of small business credit scoring (SBCS) loans. Using a unique firm-bank matched data in Japan, we identify whether a firm obtains SBCS loans, and if so, from which bank, a relationship lender or a transactional lender. We find that smaller, younger, and riskier small businesses are more likely to obtain SBCS loans, either from relationship lenders or transactional lenders. We also find that the primary reason for relationship lenders to extend SBCS loans is to set loan contract terms more accurately, and, to a lesser extent, to reduce costs in originating loans to small businesses. In contrast, transactional lenders extend SBCS loans to borrower firms that have less intimate relationships with their relationship lenders.

銀行の証券業参入に対する市場評価の検証

日本大学　澤田　充
東京経済大学　安田行宏

1990年代後半以降、日本版ビックバン構想の名の下に推し進められた金融市場の規制緩和により、銀行業・証券業・保険業などの金融セクターにおける業態間の垣根が希薄化し、金融コングロマリットと呼ばれる複数の金融業務を行う企業組織が次々と誕生した。大手銀行は、持ち株会社の傘下に銀行、証券会社、信託銀行、消費者金融会社などを抱えるメガバンクグループを形成し、総合的な金融サービスを提供する体制を確立しつつある一方で、地域金融機関でも、地方銀行が地場証券会社に出資をするなどコングロマリット化の動きはさらに広がりを見せている。このような金融産業のコングロマリット化の動きは日本だけの現象ではなく、EU諸国や米国でも同じような動きが観察されている。

こうした状況を背景に、金融コングロマリットに関連する研究も急速に蓄積されており特に、銀行による業務の多角化（コングロマリット化）がパフォーマンスにどのような影響を与えるかに関心が寄せられている。多くの研究では、業務の多角化している銀行と本業に特化している銀行の収益性(ROE,ROA)、トービンのQおよび Z-スコアなどのパフォーマンス指標を比較することでコングロマリットの効果を検証している(Laevan and Levin,2007他)。また、金融機関の異業種間における統合や事業再編の事例に着目し、このようなイベントスタディーの手法を用いることで、より直接的にコングロマリットの効果を捉えようとする研究も存在する(Fields et al.(2007)やStaikouras(2009))。しかし、このようなイベントスタディーを用いた研究は、今のところ、銀行と保険会社の融合に焦点を当てたバンカシュランス(bancassurance)の分析に限られている。

本稿の目的は、日本における銀行業と証券業の融合に焦点を当てて実証的に検証することである。より具体的には、1998年以降において、銀行が出資関係を通じて証券業務に参入したイベントに着目し、それらのイベントが市場によってどのように評価されたかについて、イベントスタディーの手法を用いて分析を行った。さらに、出資関係でグループ内外を定義し、グループ内の証券会社に出資するケースと、グループ外の証券会社に出資するケースでは、証券業務参入の効果はどのよう異なるのかを銀行と証券会社の両方の観点から検証を行っている。

生損保相互参入の効果に関する効率性の観点からの検証

立命館大学　　播磨谷浩三
東京経済大学　　柳瀬　典由

本論では、1996 年の新保険業法の施行により実現した子会社方式による生損保の相互参入の効果について、それぞれの市場における生損保各社の効率性を計測し、生損保子会社と他の事業体との比較などを行うことにより検証を行った。効率性の計測方法として、本論では、産出指向の距離関数に基づく確率的フロンティア・モデルを採用した。この推定モデルは、金融機関を対象とした先行研究では適用が少ないものの、価格変数を用いることなく、複数の投入物と産出物を同時に考慮できるという利点を有している。

本論の分析結果から、生保市場については、損保系生保と既存国内生保との特筆すべき違いは認められなかった。これに対し、損保市場については、生保系損保の方が最近時において既存国内損保よりも効率性が高いことが確かめられた。再編との関連では、生保市場と比較して、損保市場では、効率性の低い子会社（生保系損保）が市場から淘汰される傾向にある。また、生損保子会社と各々の設立母体の効率性の関係について順位相関係数から検証したところ、生損保のいずれとも、強い相関関係は認められなかった。最後に、設立母体における新規参入の効果を見ることを目的に、生損保それぞれの国内事業体を、子会社を設立した一群とそうでない一群とに分割し、それぞれの効率性の推移を比較した。結果、子会社の設立直後こそ新規参入を行った事業体ほど効率的であったが、最近時では生損保のいずれとも子会社を有していない方が効率的となっていることが確かめられた。近年の生損保市場は、業態の垣根を越えたグループ再編が加速しており、生損保の経営統合や同一業態に専門業務に特化した子会社を新設する事例も散見される。本論の分析結果は、これらの近年の経営環境の変化を裏付けるように、経営規模が過小な子会社形式のまま、フルライン型の事業を継続することを目的に新規参入するメリットが薄れている状況を示唆していると言えよう。

なお、本論で採用した効率性の計測方法は、複数の投入物と産出物を同時に考慮できるという点で、保険業を対象とした先行研究で一般的な DEA と近似しており、計測結果の比較が行い易い。報告に際しては、これらの代替的な計測方法を採用した場合に、分析結果の頑健性が得られるのかどうかについても触れる予定である。

自己資本比率規制とクレジット・サイクル

同志社大学大学院生　中井 教雄

本稿では、預金保険制度およびバーゼルⅡ型の自己資本比率規制下において、合理的な銀行監督者と利己的な銀行経営者が、それぞれ達成する最適社会厚生水準が異なることを示した上で、社会厚生水準の改善を目標とする自己資本比率規制が、クレジット・サイクルにおけるプロシクリカリティに及ぼす影響について検証した。

本稿の主な結果は、以下の 3 点に要約される。第 1 に、本稿で示された自己資本比率規制は、預金保険行使時における社会厚生の損失が増大することが見込まれる場合、規制監督者は最低自己資本比率を引き上げるような有効的な銀行規制であると言える。このとき、銀行に課される新たな最低自己資本比率は、当初に規制監督者が想定している水準よりも高くなる。

第 2 に、現行のバーゼルⅡ・BIS 規制のように、リスク・ウェイトが景気循環に対してプロシクリカルに設定されている場合、リスク・ウェイトの設定方法（関数形）を改善することを条件として、本稿で示された自己資本比率規制を導入することにより、景気変動によるクレジット・サイクルのボラティリティを低減する。これにより、現在問題視されている自己資本比率規制による経済へのプロシクリカルな影響を少なからず緩和させることができる。

第 3 に、バーゼルⅠ・BIS 規制のように、リスク・ウェイトが格付けによって一定に設定されている場合、あるいは、現在議論されているように、リスク・ウェイトが景気循環に対してカウンターシクリカルに設定される場合、本稿で示された自己資本比率規制を導入することにより、却って景気変動によるクレジット・サイクルのボラティリティが増大する。この結果から、現行のリスク・ウェイトの設定を、格付けに基づいて一定とする、あるいは、デフォルト率の減少関数に設定するという、実体経済の変化を反映しないものにする必要はないと言える。

以上により、現行のバーゼルⅡ・BIS 規制下において、社会厚生水準の改善を目標とする自己資本比率規制を導入することにより、今回の金融危機で問題視された銀行の過剰なレバレッジ経営を効率的に抑制することができるということが明らかにされた。

Central Banking and Deflationary Depression : A Japanese Perspective

Chuo University　Toichiro Asada

In this paper, we investigate the roles of central banking in the period of deflationary depression both empirically and theoretically in reference of the Japanese economy in the 1990s and the 2000s. In the first part of the paper, we summarize the empirical facts on the inferior macroeconomic performance of the Japanese economy and problematical monetary policy of BOJ (Bank of Japan) in the period of the so-called 'lost decade' (the 1990s) and the continued deflationary depression period (the 2000s). In the latter part of the paper, we consider some theoretical models which are useful for the interpretation of the above mentioned phenomena. Our theoretical analysis by means of macrodynamic model supports the following descriptions by Blinder et al.

"The view that monetary policy is, at least in part, about managing expectations is by now standard fare both in academia and central banking circles. It is no exaggeration to call this a revolution of thinking."　(Blinder et al. 2008, p. 911)

"The profession no longer believes that only unanticipated money matters." (Blinder et al. 2008, p. 818)

Incidentally, our report is based on Asada(2010).

Keywords：Central banking, Deflationary depression, Japanese economy, Inflation expectation, Inflation targeting

References

[1] Asada, T. (2010)："Central Banking and Deflationary Depression：A Japanese Perspective."　In M. Cappello and C. Rizzo (eds.) *Central Banking and Globalization*, Nova Science Publishers, New York, 2010, forthcoming.

[2] Blinder, A. S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan, and D. J. Jansen (2008)："Central Bank Communication and Monetary Policy：A Survey of Theory and Evidence." *Journal of Economic Literature* 46, pp. 910-945.

〈会長講演〉

マクロ的枠組みの下での貨幣と銀行信用の基本問題について

On fundamental issues of Money and Bank Credits in the macroeconomic framework

同志社大学　藤原　秀夫

１９９０年代から２０００年頃にかけてのマクロ経済モデルで１つの影響力のあった革新は、次の点にある。政策的な誘導の影響も含めて考慮すれば、短期利子率が一定のルールで動き、その影響を受けて長期利子率も短期利子率と同様の動きをすることが経験的に明らかであるならば､これを理論モデルに取り入れて利子率の決定の新しい道具にすれば、伝統的なマクロ・モデルの利子率の決定の道具であった”ＬＭ曲線”は不要である。今から考えれば、この革新は、１９９０年代を通じてのアメリカＦＲＢの金利操作を主とした金融政策の一時的な成功に対する過信の反映であったと思われる。この過信は、例の「グリーンスパーンの謎」の告白によって脆くも崩れ去ったと言える。つまり、ＩＴバブル崩壊以降持続した景気拡大が過熱するにつれて、政策的にそれを抑えるために短期利子率上昇の誘導に成功しても、長期利子率は逆に下落するという逆転現象が生じた。長期利子率に反映されるべきリスク・プレミアムの突然の縮小が生じたのである。

リーマン・ショックを契機として、金融システム破綻と厳しい不況に陥った先進国経済では、長短利子率は限界まで下落し、今日、金融政策は量的側面を重視しなければその役割を果たし得ない状況となっている。日本は、すでに以前からこのような状況にある。こうした現状が、銀行信用と信用政策をもう一度、マクロ経済モデルの中心的問題に復活させた。復活というのは、次のような事情があるからである。すでに、１９８０年代後半からＩＳ＝ＬＭモデルの限界を指摘し、中央銀行信用を含む銀行信用を定式化したマクロ・モデルとそれを使った実証分析が登場していたからである。これは、金融マクロ経済モデルのもう１つの革新である。その研究の主役を果たしていたのが現ＦＲＢ議長のバーナンキであったのは、歴史の皮肉と言うべきか、タイムリーと言うべきか、どちらであろうか。

金融経済のマクロ・モデルの革新は、この２つであったと、私は考える。こうして、先行していた中央銀行信用を含む銀行信用のマクロ的影響の問題が、金融マクロ経済モデルの中心的分析課題となったが、その後の俊英達の研究状況が、本質的には、貨幣と銀行信用の相互作用を通じた新しい装いの下での”ＬＭ曲線”の復活であるとするならば、私としては、賛辞を贈りたい。いかに政策で誘導し成功しようが、”市場”利子率の決定の市場とその特性分析は必ず必要である。均衡分析においては、消去された市場に代わって、”ＬＭ曲線”はその役割を担う。

金融経済理論のメイン・テーマは、金融仲介の理論である。それだけに、この領域の研究業績は膨大である。金融仲介の意味は、単純に言えば、次の点につきる。

＜間接証券の供給－支払準備の需要≡本源的証券の需要＞

民間銀行部門は、間接証券を資金余剰部門に供給して支払準備を差し引き資金不足部門の供給する本源的証券を需要する。この仲介によって、資金余剰部門の貯蓄の一部が資金不足部門の資金需要を充たす。この恒等式の右辺は、銀行信用であり、左辺は流動性であり、その一部は貨幣である。中央銀行信用の供給がこの金融仲介にどのようにかかわるのか、あるいは銀行部門内で完結せず他のルートが存在するのかが明らかにされなければならない。さらに、資金余剰部門の経済主体が市場で直接、本源的証券を需要する場合は、この金融仲介にどのような影響を及ぼすのかも明らかにされなければならない。

金融仲介によって銀行信用が創造され貨幣が創造されることは明らかであるが、物理学のアナロジーでいえば、そこに「等価原理」なるものが存在するのかという点が本質である。重力と慣性力が等価であるというのが、物理学のそれである（この等価原理のアイデアを持ち込むことによってＡ先生は光速度不変を前提とした特殊相対性理論を一般化し重力の新理論を構築したことはあまりにも有名である。等価原理自体は初等代数学の範囲）。

論者によって異なると思われるが、本報告で取り上げる（私が考える）基本問題を、仮に、Ｘとしよう。Ｘは、この「等価原理」と密接に関係している。中央銀行信用を含めて、この「等価原理」が成立するとすれば、いわばこれは球体物質（マクロ・モデル）を包む皮である。金融経済（理論）には、とても美しい恒等式が３つある。数量方程式、ワルラス法則、そしてこの「等価原理」。これらは、金融経済を包む皮のようなものである。この３つの「等価原理」を皮として金融経済宇宙は構築されなければならないと、私は考える。

〈国際金融パネル〉

テーマ：国際金融理論の新潮流
―開放型ニューケインジアンモデルの可能性―

座長　関西大学　高屋定美

＜パネルの趣旨＞

従来の開放マクロ経済モデルでは、為替レートの決定理論、金融政策の国際協調の効果、海外からの外生ショックの影響など、様々な国際的問題に対して理論モデルが構築され、一定の成果が得られてきた。近年の国際マクロ経済モデルの展開では、ニューケインジアンモデルを応用したモデルが学会で盛んに行われるようになってきた。この傾向は、ルーカス批判を受けマネタリーマクロモデルにおいては、主体行動のミクロ的基礎を組み込んだモデルの展開が一般的になりつつあることを受け、Obstfeld=Rogoff(1995)の発表以来、開放経済モデルにおいてもミクロ的基礎のあるモデルが追求され、ニューケインジアンモデルでの開放モデルの理論および実証研究が多く登場することとなった。

ニューケインジアンモデルには、経済主体のミクロ的基礎を持つこと、独占的競争が仮定され、名目価格の粘着性があること、厚生分析を行うことができること等が共通した特徴である。それを開放モデルに拡張したモデルが、開放型ニューケインジアンモデルと呼ぶことができる。ただし、その拡張方法には論者によって様々な方法があり、議論を呼ぶ点でもある。

今回の国際金融パネルでは、開放型ニューケインジアンモデルの理論的な基礎を明らかにしつつ、そのモデルの現実への応用可能性について、論じていただくことを目的とする。現在でも、国際金融政策協調、金融政策の波及効果などでの厚生分析にも応用がなされているが、今後、理論的にどのような展開がありうるのか、また実証的に頑健なモデルとしては、どのようなモデルが適用可能なのかなど、開放型ニューケインジアンモデルの可能性をアカデミックに考察したいと考えている。

開放経済ニューケインジアンモデルを用いた政策効果の評価
－可能性と限界―

一橋大学　塩路　悦朗

本報告は新しい開放マクロ経済学(New Open Economy Macroeconomics、開放経済ニューケインジアン経済モデル)の可能性と限界について、小国開放経済モデルを用いて議論する。ここで利用するモデルは次のような特徴を有している。

(1) 基本的には経済主体の異時点間の最適化に依拠したモデルである

(2) 名目価格は粘着的である

これらの典型的なニューケインジアンの仮定に加えて、

(3) 小国開放経済モデルであり外国との財と債券の取引が考慮される

(4) 貿易財と非貿易財の区別を導入する

(5) 為替変動の輸入物価へのパススルーが不完全である

(6) 一部の家計は異時点間の最適化を行わず近視眼的に行動する(したがってリカードの等価定理が成立しない)

(7) 労働市場の不完全性が考慮される(賃金は必ずしも市場均衡で決定されない)

このモデルにおける金融政策と財政政策の効果を検証することを通じて、政策効果を分析するためのツールとしてのこの種のモデルの可能性を論じる。その上で、その問題点についてより多くの時間を使って議論したい。この議論は①閉鎖経済のニューケインジアンモデルにも共通した論点と、②開放経済モデル特有の問題点に分けることができる。最後に、今後の研究が進むべき方向を考えたい。

アジアの景気循環と銀行部門
――国際資金フローの役割を踏まえて―

二松学舎大学　田端　克至

９０年代以降、アジアは、貿易の拡大とグローバルな金融取引の定着により、ダイナミックに資本形成を行ってきた。アジアに入った貿易資金は、再び先進国、特に米国に還流するという過剰貯蓄（Saving Glut）現象を引き起こした面がある。本研究は、アジアの経済発展に果たした金融の役割という視点で、波及メカニズムを中心に報告する。

実際には、ニューケインジアンモデルのオープンマクロへの拡張という文脈の中で、アジアの経済発展を分析するよう意識した。モデルの作成にあたっては、アジアの経済ダイナミズムが、金融的拡張と相乗して拡大している様子を、とらえることができるよう工夫した。こうした問題意識は、Bernanke などの既存研究を意識したものになっている。特に、Smets and Wouters を参考に動学的一般均衡モデル（DSGE）の応用と拡張を意図した、全く新しい試みである。

ところで、ニューケインジアンモデルのオープンマクロへの拡張（New Open Economy Macroeconomics：NOEM）は、Obstfeld-Rogoff の Redux モデルがベースになっている。そこでの一つのインプリケーションは、伝統的な財政・金融政策への回帰の必要性である。従来、オープンマクロ経済学では、ケインズ型モデルの代表としてマンデル―フレミング（MF）モデルを重視してきた。MF モデルでは、政策効果が発揮される過程で相手国の需要を奪うという近隣窮乏化が組み込まれていた。それゆえ、財政・金融政策の運営にあたっては、国際協調が必要とされ、自国経済だけを優先する政策は躊躇われるような帰結になっている。

ところが、NOEM では、貿易という外需への依存型経済であっても、その貿易黒字分が、国際資金として相手国に還流する点をとらえている。つまり、ある国が貿易黒字国であるといことは、その国は相手国への資金供給国であることを意味している。これが世界的な資金制約を緩和させることに結び付けば、世界全体の Welfare を改善させることにさえなりえる。もはや、自国経済に機動的に対応する財政・金融政策は、決して相手国を窮乏化させるとは限らない。こうした論点は、価格硬直性を前提に同種の NOEM を開発していた、Devereux との間に論争を引き起こしたが、最近では DSGE などの手法を援用して、さらに深化している。

DSGE を用いて、アジアのダイナミズムを分析することは極めて意義深い。第一に、近年の DSGE の手法は、実際のデータからモデルパラメータを推計することが可能になっている。それを用いて welfare を計算すれば、様々な諸政策の効果を定量的に評価することが可能になる。本研究では、金融機関を明示的にモデルに組み込んだ DSGE を作成し、それをベイズの手法を用いて検証しており、その分析手法についても、妥当性を含めて議論を深めたいと思っている。時間があれば、海外資金送金の急拡大現象の持つインプリケーションを、アジア域内の次の発展段階としてモデル分析を踏まえて報告する。

金融政策の国際協調

―「新しい開放マクロ経済学」からの展望―

日本銀行 藤原一平

本報告では、まず、現在中央銀行等で標準モデルとして用いられている『ニュー・ケインジアン・モデル』の概要を示す。次に、ニュー・ケインジアン・モデルの開放経済への拡張モデルとして解釈される『新しい開放マクロ経済学モデル』について解説する。

新しい開放マクロ経済学モデルは、マンデル・フレミング・モデルとは異なり、効用・利潤最大化に基づくミクロ的な基盤を有するモデルであるため、金融政策の国際協調の有効性といった政策分析を厳密に行うことが可能となる。このため、モデルが提示する国際金融政策協調のあり方について、「どのようなケースで協調が必要になるのか？」といった点に着目しながら紹介する。最後に、新しい開放マクロ経済学モデルの仮定（国際金融市場の完備性など）について、その現実妥当性を検討しながら、今後の可能性について展望する。

Monetary Policy Lag, Zero Lower Bound, and Inflation Targeting

内閣府経済社会総合研究所　西山　慎一

本論文では、フリードマンによって指摘された、金融政策が効果を発揮するまでのタイム・ラグ（金融政策ラグ）を明示的に考慮に入れ、名目金利非負制約が存在する経済環境での最適な金融政策を考察した。金融政策ラグが存在する場合の最適金融政策反応関数は、ラグが存在しない場合に比べ、より拡張的かつ積極的となることを数値解析的に示した。さらに、金融政策ラグが存在する場合、ラグが無い場合と比べて、経済安定化のための長期的なコストが高くなることを数値解析的に示した。興味深いことに、名目金利非負制約が存在しないケースでは、ラグの有無に関わらず、長期的なコストが一定となることが確認された。これは、非負制約が存在する時にはじめて、金融政策ラグが政策運営上のコストとなることを意味し、逆に非負制約が無ければ、金融政策ラグは中央銀行にとっての負担とはならないことを意味する。現実には名目金利非負制約が存在する以上、比較的長い金融政策ラグに直面している中央銀行は、比較的高い水準のインフレーション・ターゲットを設定し、長期的なコストを低減させることが望ましい。

New Keynesian Dynamic IS Curve and Weak Identification Robust Test in GMM Estimations

神戸大学大学院生　海野　晋悟

本論文では、ニューケインジアンのフレームワークで、現在の産出を決定する時に理論的に重要であると特徴づけられる動学 IS 曲線を推計する。過去の多くのニューケインジアン・フィリップス曲線の研究で言及されたように、動学 IS 曲線における構造パラメータに関しても、パラメータを識別することは重要である。そこで、本論文では、動学 IS 曲線における産出ギャップと実質金利の実証的重要性を検証するために、弱識別下においても頑健な総計的検定を可能にする方法を考慮して一般化モーメント法推計を行う。推計と検定結果として、アメリカの戦後のデータから動学 IS 曲線における予期される産出の役割が明らかになった。しかし、ほとんどの推計されたパラメータは、弱識別の問題に影響されていることが明らかになった。特に、動学 IS 曲線の傾き（金利の弾力性）は、この問題の影響を最も受けていることが確認された。

インフレ・ターゲティングがインフレ期待の安定化に結びついたか

中国・上海対外貿易学院大学　劉　東華

1990 年 3 月、インフレ・ターゲティングがニュージーランドに誕生して以来、この政策枠組みを採用する国が年々増えており、金融理論や金融政策などの分野においてグローバルな注目を集めてきている。

インフレ・ターゲティング（以下 IT と呼ぶ）のメリットとして、IT が中長期的な物価をアンカーすることにより、インフレ期待を安定化する効果があることが指摘されている。果たしてそうであろうか。本稿は今日までに IT を導入した全ての国（先進国と新興国を合わせて、計 21 ヶ国）を対象に、このような政策効果を検証することを目的としている。具体的な手順は、以下の通りである。

まず、1 人当たり GDP が IT 国とほぼ同水準にあるという基準で IT 国の比較対象となる NIT 国を選び出す。

次に、Stock-Watson（2007）の手法を用いて、各国の期待インフレ率及びそのボラティリティを推定する。

最後に、Ball-Sheridan（2005）の議論に基づき、上で推定されたこのボラティリティをインフレ期待の安定の度合いを示す変数として用い、IT の採用によりインフレ期待が安定化するかどうかを DID 手法（Difference in Difference）で検証する。

結論は、以上のような Ball-Sheridan（2005）分析の枠内では IT 採用によって期待インフレが安定化したという結果は得られなかった。IT 国だけでなく NIT 国においても観察されたインフレ期待の安定は、1990 年代以降の世界的なインフレの沈静化や経済構造の効率化、中長期的な物価安定をより重視する金融政策への移行といったところに原因がある可能性がある。

中国とインドの経済成長と世界各国間の所得格差

－1950 年から 2030 年－

大阪経済大学　福本　幸男

20 世紀後半の世界各国間の所得格差は、国別の人口のウェートを考慮していない場合には拡大しており、考慮した場合には拡大していない。両者の違いは中国経済の急成長をどう評価するかが影響していることが明らかになっている。本稿は、中国とインドの経済成長に着目して、近い将来である 2030 年の世界各国間の所得格差が拡大するかどうかを検証した。

1950 年から 2008 年の世界各国の人口と 1 人当たり GDP のデータに基づいて得られた検証結果は以下のとおりである。(1) 世界各国間の所得格差は、人口ウェートを考慮するしないにかかわらず、1950 年時点と比べてほぼ同じ割合だけ拡大している。(2) 中国は人口ウェートを考慮した世界各国間の所得格差の拡大を抑えることに貢献しなくなる一方で、インドは重要な役割を果たすこととなる。

これらの結果は、20 世紀後半に限定した世界各国間の所得格差の動向とは大きく異なっている。検証結果から、以下の 2 つの指摘ができるだろう。第 1 に、20 世紀後半に見られる人口ウェートを考慮するかしないかによる世界各国間の所得格差の動向の違いは一時的な乖離にすぎない可能性がある。第 2 に、インドが逆 U 字パターンに当てはまらない経済発展をすることで、中国に代わって、国家間の所得格差に影響を与える可能性がある。

バハレーンにおけるイスラーム銀行の経営効率性

アジア経済研究所　齋藤　純

バハレーンは、イスラーム金融の国際的なセンターであり MENA（中東・北アフリカ）諸国の中でも早期から金融自由化に取り組み、多様な銀行部門と整備された競争環境を持つ。本稿では、バハレーン銀行業の経営形態と資本構成、収益構造を明らかにした上で、それらの特徴が競争的な環境の中で経営を続けるために有効に機能しているかどうかを見るために、経営効率性の計測を行う。

包絡分析法によるバハレーン銀行業の効率性分析から得られた結論を整理すると以下のようになる。2002－2006 年においては、人件費や物件費の高騰などによりバハレーン銀行業全体の技術進歩は停滞していたが、各銀行が貸出金やイスラーム金融商品を積極的に拡大させて規模経済性を発揮させたことと、特にイスラーム銀行、外資系銀行、中規模銀行が各自の生産技術の改善を行ったことによって、結果的にそれぞれの生産性を拡張し続けることができたことが示唆された。

ベトナム上場企業の投資活動の実証分析

一橋大学　奥田　英信
一橋大学大学大学院生　ライテイフーンニュン

ドイモイ政策の下で進められた積極的な経済改革によって、近年、ベトナム企業は大きな変化を遂げつつある。本論文の目的は、ベトナムを代表する企業であり、企業改革の最終段階に位置付けられるホーチミンおよびハノイ証券取引所上場企業について、その投資行動の特徴を明らかにし、内包されている問題点を検討することである。

2006 年から2009 年まで４年間のアンバランスドデータを利用した、両証券取引所上場企業の新古典形投資関数の推計結果によれば、(1) 長期負債、特に長期銀行借入れはベトナム上場企業の投資活動を促進する役割を果たしていること、(2) ベトナム上場企業は固定資産が少ないほど投資をより積極的に行うこと、(3) 政府支配企業は他の企業より投資を少なく行うこと、が観察された。

これらの観察結果は、ベトナム上場企業の投資活動は銀行借入への依存度が高く、証券市場での資金調達がまだ弱いことを含意している。これから社債発行や株式発行を通じた投資に必要な資金の調達を促進すべきであるという政策的な含意を示唆している。

日本の資産市場における C-CAPM の有効性について
―操作変数とウェイト行列が推定に与える影響―

釧路公立大学　尾崎　泰文

本稿の目的は、日本の消費および複数の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）が日本に資産市場を表すことができているかを確認することにある。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が、GMM による推定の結果、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ものもある。しかし一方で追加的な検証により C-CAPM の日本の資産市場における成立疑問を投げかける先行研究も数多く存在する。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ついて、3 種類の資産のセットおよびサンプル期間についてはバブル崩壊期を含む全期間とバブル崩壊以前の期間、バブル崩壊以降の期間の 3 つの期間について実証を行った。また推定方法については先行研究でも用いられている操作変数を用いた通常の GMM 推定に加え、資産のミスプライシングの程度を表す Hansen-Jagannathan distance を最小とする GMM 推定を行っている。結果として操作変数を用いた通常の GMM 推定の場合、危険回避度 γ が非常に小さく推定され、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が、Hansen-Jagannathan distance を最小とする推定の場合、γ は大きく推定され結果に若干の改善がみられることが示されている。ただし資産の種類や期間によって推定結果は安定せず、日本の資産市場における C-CAPM の有効性には疑問を残す結果となった。本稿ではさらに操作変数を定数項のみとした GMM 推定の結果を示している。操作変数に資産収益率や消費成長率のラグを用いず定数項のみとした場合、Hansen-Jagannathan distance を最小とする推定結果とほとんど同じ結果が得られた。この 2 つの推定の違いは推定に用いるウェイト行列だけであり、この 2 つの推定結果に差がないということは、危険回避度 γ の推定値に影響を与えるのはウェイト行列の選択ではなく、操作変数の選択である可能性が示された。

原資産価格のブル・ベアを考慮したオプション価格付け

東洋大学　里吉　清隆
日本大学　三井　秀俊

日経 225 株価指数は，長期のデータを観察すると上昇トレンドの時期（ブル）と下降トレンドの時期（ベア）があることが見て取れる．このようなブル・ベアを期待収益率のスイッチングでモデル化することにより，左右対称でない収益率の分布の歪みを表現することができる．また，株価が上昇した翌日のボラティリティよりも下落した翌日のボラティリティの方が高くなるという，いわゆるボラティリティの非対称性は日経 225 株価指数において以前から観察されていることから，そのような変動特性を捉えた EGARCH モデルのほうが，GARCH モデルよりもオプション評価の点で優れている可能性がある．GARCH モデルよりもスイッチングを含めた MSGARCH モデルはオプション評価が優れていること，また，ボラティリティの非対称性が観察されていることなどを踏まえて考えると，EGARCH モデルにスイッチングを含めたマルコフ・スイッチング EGARCH（MSEGARCH）モデルがオプション評価においてパフォーマンスが高い可能性がある．

本研究では，原資産のボラティリティだけでなく，期待収益率もマルコフ・スイッチングを起こす EGARCH モデル，すなわち MSEGARCH モデルを用いて日経 225 オプション価格の評価を行い，他の ARCH 型モデルに比べてパフォーマンスが高いか検証を行うことにする．MSGARCH モデルを MSEGARCH モデルに拡張し，さらにマルコフ連鎖に従う状態変数を 1 つから 2 つに増やしている．状態変数が 1 つだけだと，たとえ期待収益率のスイッチングを仮定しても，ボラティリティのスイッチングと同時でなければならないという制約が生じてしまう．期待収益率のスイッチングはボラティリティのスイッチングと同時に起きているとは限らないことから，状態変数を 2 つにして，期待収益率とボラティリティのスイッチングが別々に起きることを許容するモデルとした．

日経 225 オプションのようなヨーロピアン・オプションの価格は，投資家のリスク中立性を仮定するとモンテカルロ・シミュレーションによって簡単に導出することができる．実証分析の結果，コール・オプションの評価では，本研究で提案した MSEGARCH モデルは，市場価格とのバイアスが最も小さく，BS モデルや従来の GARCH モデルなどよりも適正に価格付けされることが明らかになった．また，プット・オプションでは，MSEGARCH モデルは他の Black-Scholes モデルや GARCH モデルよりはバイアスは小さくなるが，期待収益率が定数である MSEGARCH モデルとさほど結果は変わらない．さらに，リーマン・ショック直後のボラティリティの上昇によって，従来の GARCH モデルや BS モデルのパフォーマンスは非常に悪い一方，MSEGARCH モデルと EGARCH モデルによるオプションの評価は極めて優れていることが示された．

関西圏住宅地の価格形成要因分析
―彦根市と西宮市、JR 琵琶湖線沿線エリアと阪神間の比較をケースとして―

滋賀大学　　得田 雅章

2009 年以降、政府は景気対策あるいは住宅政策の一環として、住宅ローン減税制度を拡充することや、住宅金融支援機構を通じた低金利融資を行っている。当然その背景には GDP 等実体経済への波及効果を見越しているのだが、住宅に関する資産と実体経済とのつながりの程度や因果の方向性、さらには空間的な環境質との関連性をどうとらえるべきであろうか。

不動産資産とりわけ住宅地用の不動産は一般的に株式資産などとは異なり、個々に条件が異なるという個別性を有する。またその多くが一般消費者にとってはかなりの高額となるうえ相対取引である。そのため流動性リスクが高くなりがちで、価格付けをどう評価するかが重要となってくる。

こうした点から住宅地価格の形成要因を探ることは重要であるが、先行研究の多くはマクロデータを用いて全国ないしは首都圏を網羅的に検証したものが多い。ミクロの個別データを用いた分析でもその大半は東京都（区部）となっている。そこで本論では対象エリアを関西圏とする。実証分析ではまず、アグリゲートされたデータで時系列的な変化および実体経済との関連を確認し、そのうえで個別の鑑定地価調査地点の価格形成要因を調べる。調査地点は彦根市（滋賀県）と西宮市（兵庫県）、JR 琵琶湖線沿線と阪神間をケースとして取り上げる。これらの比較において、地価の鑑定ポイントにいわゆるブランド住宅地を含むエリアとそうでないエリアとの差異が明らかになる。

鑑定地価としては国土交通省地価公示と道府県地価調査がよく利用され、ウェブ上に全国全地点の価格関連情報が公開されておりアクセシビリティが高い。地価を説明できる要因全てが 1 カ所に集約されているならばワンストップサービスとして効率的である。公開されている関連データでどの程度当該地価を説明できるのかを定量的に検証することは有益であろう。そこで、本論の推計に用いる変数は、そのほとんどを国土交通省の土地総合情報システムから入手する。

本論は第 2 節でミクロ・マクロの側面ならびに時系列・クロスセクショナルの側面から理論的に整理する。第 3 節では実証分析を行う。時系列面では VAR モデルを活用し、クロスセクションおよびパネル分析には HVM（ヘドニック価値モデル）を取り上げる。第 4 節はまとめとする。

中国における商業銀行の不良資産証券化をめぐる法制度に関して

滋賀大学大学院生　張露露（ちょう　ろろ）

中国における商業銀行の不良資産問題は近年の金融改革などによって、大きく変貌した。2005 年 10 月に中国建設銀行が上場し、2006 年 6 月 1 日に中国銀行が香港市場に上場された。新しい金融技術として、資産証券化は積極的に不良資産処理に取り組むようになってきたが、証券化の外部保証制度、特に、法律制度、会計制度、税務制度などがまだまだ完備されていない問題を直面している。本論文はこのような外部保証制度に焦点をあて、中国における商業銀行の不良資産証券化をめぐる法制度に関して考察したい。

資産証券化は 1968 年にアメリカで応用されてから、世界の金融市場で注目されている。中国においては 2005 年に初めて商業銀行の保有する貸付資産を証券化の対象資産として資産証券化の試行が実施された。それに伴い、中国の銀行業監督管理委員会・中央銀行・建設部・財政部などより、会計処理・抵当権変更の登記・情報開示・監督管理・租税処理など証券化の関連する法律規定を公布した。

ところが、資産証券化は構造的融資行為と言われているように、参加する主体が多くて、取引構造が多重なので、法律関係も複雑である。従って、現時点において、中国では信用評価が比較的高い銀行をオリジネーターとし、その保有する優良資産を証券の対象資産とする証券化の試作が実施されている。これまでの他の法制度の立法経緯からみれば、資産証券化の法制度の整備においてはまだ多くの課題が残っている。主に、①資産証券化に関する規定はその立法レベルが低く、現行の法制度との競合問題が生じている。②SPV（信託以外に特別目的会社などの法形態の設立）に対する制限が緩和される必要がある。③法制度の整備に依拠するだけでは、資産証券化を発展させることには限界がある。などの問題は指摘できる。今後、日米など先進国から経験と教訓を学び、これら諸問題の解決を図りたい。

サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造

松山大学　掛下　達郎

1980 年代以降，アメリカ合衆国の大手金融機関は，世界の金融業さらにはグローバル経済をも牽引してきた。しかし，2007－08 年サブプライム金融危機を契機に，バブルを引き起こしたといわれるアメリカ投資銀行のビジネスモデルにたいして関心が高まっている。本報告では，こうした昨今のアメリカ金融界の現状を理解するために，大手金融機関（３大投資銀行とマネー・センター・バンク３行）の収益構造を明らかにすることを目的とする。

サブプライム危機前後における米大手金融機関の収益構造をみると，サブプライム危機の最中にも大手金融機関は投資銀行業務から収益を上げ続けている（例外は Citigroup）。投資銀行業務の中のトレーディング収益（保有期間が１年未満のポジションから得られた利益）が収益の１つの柱になっている（例外は Citigroup）。本報告では，引受・トレーディング・M&A アドバイザリー業務を投資銀行業務のコアとした。投資銀行業務のコアの１つである大手のトレーディング業務が，引受・M&A アドバイザリー業務とともに今回の金融危機の際には意外と持ちこたえている（例外は Citigroup）。こうした状態では，投資銀行業務から収益を上げている大手の経営が悪化することは少ないであろう。とくに，マネー・センター・バンクは，融資という銀行の強みと金融サービスの多様性によって，様々な金利商品のマーケット・メーカーとして大投資銀行より有利であり，これはトレーディング業務と密接に関連している。

こうしたトレーディング業務の日本の３大証券会社やメガバンクへのインプリケーションも決して小さくない。よく言われるように，日本の大手金融機関は日本の企業風土に合わない M&A アドバイザリー業務を数年先に投資銀行業務の柱にすることは難しいであろう。そうであれば，日本の大手金融機関にとっても，日本独自の新しい金融商品を開発して，グローバルにそのマーケット・メイクをし，トレーディング収益を上げていくことは非常に魅力的と思われる。マーケット・メイクができるかどうかは，その金融機関の総合力によるので，今後もこの分野での日米大手金融機関の動向にさらなる注意を払っていく必要があるであろう。

キーワード：マネー・センター・バンク，トレーディング収益，マーケット・メイク

掛下達郎（2010）「サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造」，日本証券経済研究所『証券経済研究』第 70 号，　6 月
掛下達郎（2008）「アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開：ローン・セールとディリバティブ」，『証券経済学会年報』第 43 号，　7 月

世界金融危機とドイツの金融システム

静岡大学　居城　弘

①　世界金融危機とドイツにおける金融危機の深化

アメリカ発の金融危機は、瞬時にしてヨーロッパ、ドイツの金融危機へと波及・展開し深刻な影響を及ぼした。危機の拡大進化はＩＫＢドイツ産業銀行および一連のランデスバンクでの証券化商品投資での損失による経営危機から不動産金融大手ヒポリアルエステートの海外進出の失敗による経営不安の深刻化、さらにドレスナー、コメルツ、アリアンツなど大銀行、大手金融機関のサブプライム関連の証券化商品業務や、投資銀行・金融市場関連のトレーデイング業務での赤字・損失拡大にまで及び金融システムに根底からの動揺･危機がひろがった。ドイツにおける危機深化の背景としては､90 年代以降のＥＵ統合、金融自由化・証券化の急速な進展、投資銀行業務をめぐる米欧の競争激化、金融のアングロサクソン化、大手金融機関主導の投資銀行・トレーデイング・証券化商品業務の拡大が高いレバレッジ比率のもとで強行され、さらには対米証券投資や国際短期金融市場取引、中東欧新興諸国への進出などのグローバル戦略の活発化が指摘される。しかし金融危機においてドイツの大手金融機関が相次いで深刻な危機に見舞われたより根本的な背景の把握には、ドイツの金融システムに進行した構造変化の実態、とくに企業金融、銀行貸出および銀行収益の動向分析が不可欠である。

②ドイツの金融システムの構造変化の分析

1)　90 年代から世界金融危機にいたる企業金融構造の特徴は､低成長･低投資率を反映し、調達総額の増加テンポの緩慢さ、内部金融比率の高さ、外部資金調達での銀行借り入れの減少に現れている。ここで大企業部門と中小企業部門との顕著な違いが注目される。中小企業部門での銀行借り入れの重要性に変化はないが、大企業部門では高収益による内部留保・自己金融化、銀行依存からの脱却の動きを強めてきただけでなく、大企業レベルでの独自な資金調達・運用行動を国際的な広がりのなかで展開してきている。

2)　銀行貸出残高の伸びの停滞傾向は、ユーロエリアで定期的に行われている「銀行貸出調査」の結果からもうかがえる。低成長による資金需要の低迷、内部金融化、外部資金依存の低下など企業金融の構造変化に起因し、大企業向け貸出の低下が顕著であるが、中小企業分野では銀行信用は重要な調達源として、銀行との緊密な関係が維持され、この分野を主要顧客とする銀行セクター（貯蓄銀行、信用協同組合）は伝統的業務を基盤に着実な業績を挙げ、金融危機の直接の影響を免れている。このため金融構造の変化は大企業を主要顧客とした大手銀行や、ランデスバンク等融資貸出対象の縮小を余儀なくされた大手金融機関にもっとも大きな影響を与えたため、投資銀行業務や証券化商品など新たな業務分野の開拓・進出を強めたのである。3)銀行収益の構成の変化にも､金融構造変化の影響は如実に現れており、このため投資銀行業務や金融市場トレーデイング業務収益、海外業務収益への強い傾斜のゆえに、金融危機の勃発によってとりわけ深刻な打撃を大銀行や大手金融機関に与えざるを得なかったのである。

〈特別講演〉

日本銀行総裁　白川　方明

〈共通論題〉

テーマ：危機下のユーロ

座長　神戸大学　藤田誠一
関西大学　高屋定美

＜趣旨＞

現在の世界金融危機下で各国は、金融政策、財政政策、ならびに金融規制改革などの政策対応を行っている。欧州では 2007 年の仏パリバ傘下のファンドの経営危機以来、金融危機・経済危機に直面してきた。たとえば欧州の金融市場では一時的に流動性が不足し、欧州中央銀行が緊急措対応をせざるをえなくなったり、好景気であった英国やスペインでは不動産バブルの崩壊にともなう経済危機を経験したりしている。さらに、昨年よりギリシャでの財政危機問題やその伝播の懸念などが急速に高まり、金融市場ではユーロの下落に歯止めがかからない状況にある。

1999 年に共通通貨として誕生した通貨ユーロ、ならびに EU 経済がこのような金融・経済危機に対して、どのように立ち向かい、今後どのように展開していくのかを展望することが今回の共通論題の目的である。

現在の欧州経済の具体的な論点としては、なぜ EU は米国以上の深刻な危機的状況に陥ったのか、各国政府、欧州委員会ならびに欧州中央銀行が、現在進めている危機対応策は有効なのかどうか、ギリシャ財政危機で表面化した EU の財政運営問題の解決策とはどのようなものなのか、欧州統合を含む地域統合のゆくえは今後どのようになるのか、EU での金融監督体制改革は有効なのかどうか、などである。このような切り口から、現在の欧州経済危機を各パネラーにとらえていただき、議論を深めていきたいと考えている。

しかしながら、欧州経済のゆくえは流動的であり、現在も様々な施策が打ち出され続けている。たとえば去る 7 月には欧州主要銀行に対するストレステストが実行され、それへの評価があいついで出されてきている。このように学会当日まで、目を離せない状況の下で、現時点での欧州金融・経済危機に対する評価を行っていただきたいと考えている。

また、ユーロを導入して 10 年が経過するが、果たしてユーロを導入したことにともなう便益とコストとはいかなるものであったのか、ユーロを導入したことと金融危機とがどのように連関しているのかについても、以上の議論を通じて総括したいと考えている。

各パネラーの先生方は欧州経済に関しての豊かな知見をお持ちであり、それぞれの立場から発表をしていただくことで、欧州ならびに EU 経済を多面的にとらえることができるものと考える。

〈共通論題〉

第１報告

内閣府経済社会総合研究所所長　岩田　一政

〈共通論題〉

第 2 報告

同志社大学　浜　矩子

〈共通論題〉

第 3 報告

立命館大学　星野　郁