金融学会会報

2011 年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　**2011年9月18日(日)・9月19日(月・祝日)**

会　場　**近畿大学本部キャンパス　(Ｅキャンパス・Ｂ館)**

(〒577-8502　大阪府東大阪市小若江3-4-1)

最寄り駅と所要時間:

①近鉄大阪線「長瀬」駅　　(「普通」のみ停車)、徒歩約15分。

②近鉄奈良線「八戸ノ里」駅(「普通」のみ停車)、徒歩約20分。

バス停「八戸ノ里駅前」1番乗り場「金物団地前･久宝寺口駅前」行(番号71･74･76･77)、バス停「東上小阪」下車。バス約6分。

「八戸ノ里」駅南ロータリーより、タクシー約5分。

日本金融学会 2011 年度秋季大会準備委員会

〒577-8502　大阪府東大阪市小若江3-4-1

近畿大学経済学部

TEL : 06-6730-5880(ダイヤルイン)

(大会前日まで)内線7040(大会準備委員長研究室)

(大会当日　　)内線7007(大会準備委員会本部室)

E-mail : jsme11_9@eco.kindai.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料とします。

○懇　親　会：9月18日(日)18時00分より、11月ホール地下1階生協ノーベンバー食堂にて行います。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）を同封したゆうちょ銀行振替用紙を用いて、下記口座に8月26日(金)までにお振り込み下さい。

口座番号：00970-1-159096
加入者名：2011年日本金融学会秋季大会準備委員会
なお、8月27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：11月ホール地下1階生協ノーベンバー食堂が臨時に営業しておりますので、ご利用下さい。営業時間は、11時～13時30分です。

ご　注　意：懇親会費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、懇親会へのご参加が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、巻末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ください。

なお、会場への最寄り駅である①近鉄大阪線「長瀬」駅、②近鉄奈良線「八戸ノ里」駅は、「普通」のみ停車します。特急・快速急行・区間快速・準急は停車しませんので、ご注意ください。

○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。パワーポイントをご利用の方は、セッションの円滑な進行のため、セッションの10分前までに会場備え付けのパソコンにコピーして下さい。
また、開始時間は9月18日(日)、19日(月・祝日)両日共9時30分です。

○宿 泊 施 設：各自で手配願います（近鉄沿線、大阪難波－大阪上本町－会場　　最寄り駅周辺が便利です）。

○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 2011 年度秋季大会

プログラム

第 1 日 9 月 18 日（日）

受付開始　近畿大学本部キャンパス（E キャンパス）B 館 1 階　9:00～

1. 特別セッション　<9:30～11:45>

A 会場　　101 教室

テーマ：東日本大震災と中小企業金融

座長　　名古屋大学　家　森　信　善　氏

(1) 被災地企業の経営環境と金融機関との関係

報告者　　一橋大学　植 杉 威 一 郎　氏

(2) 東日本大震災が地域金融に及ぼす影響

報告者　関西外国語大学　堀　江　康　熙　氏

兵庫県立大学　川　向　　肇　氏

(3) 経済学的視点から見た二重ローン問題

報告者　　神戸大学　内　田　浩　史　氏

討論者　日本政策投資銀行　花　崎　正　晴　氏

横浜市立大学　藤　野　次　雄　氏

2. 自由論題　<9:30～11:45>

E 会場　　402 教室

セッション：金融史

座長　　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

(1) 対中円借款 30 年の歩み―環境円借款への変容

報告者　　布　目　稔　生　氏

討論者　　近畿大学　西　澤　信　善　氏

(2) 1970 年代シンガポールにおける対外開放政策の展開と IMF コンサルテーション

報告者　首都大学東京 大学院　坂　東　義　徳　氏

討論者　　法政大学　鷲　見　誠　良　氏

(3) 1970 年代における都銀と信金の競争激化とリレーションシップバンキング

報告者　中央大学 大学院　新　井　大　輔　氏

討論者　　立命館大学　小　倉　義　明　氏

F 会場　　403 教室

セッション：金融市場等の実証分析

座長　　東京大学　福　田　慎　一　氏

(1) 国際的なコモディティ先物市場の構造変化

報告者　　武蔵大学　茶　野　　努　氏

討論者　　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

(2) エマージング市場の海外資本流入の影響―為替政策と資本規制の観点からの考察

報告者　　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

専修大学　清　水　順　子　氏

討論者　日本総合研究所　清　水　　聡　氏

C 会場　　203 教室

セッション：国際金融 I

座長　　九州大学　岩　田　健　治　氏

(1) 小国開放経済における為替リスクとその影響

報告者　　杏林大学　中　村　周　史　氏

討論者　　関西大学　高　屋　定　美　氏

(2) 産業別株式ポートフォリオの国際統合度

報告者　　明星大学　中　田　勇　人　氏

討論者　　立命館大学　青　野　幸　平　氏

D 会場　　204 教室

セッション：アジアの金融

座長　　愛知大学　栗　原　　裕　氏

(1) 政府支配はベトナム上場企業の経営にどう影響を与えているか―3SLS による資本構造と収

益性の同時推計

報告者　一橋大学　奥　田　英　信　氏

一橋大学 大学院　ライ・ティーン・フン・ニュン　氏

討論者　名古屋市立大学　永　野　　護　氏

(2) フィリピン商業銀行の経営効率性分析

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　神戸大学　三 重 野 文 晴　氏

(3) マレーシア為替・資本規制（1998 年）について―貿易への影響と ACU への応用

報告者　みずほコーポレート銀行　赤　羽　　裕　氏

討論者　龍谷大学　村　瀬　哲　司　氏

3.　昼　食　<11:45～12:45>

4.　特別講演　<12:45～14:25>

A 会場　　101 教室

テーマ：国際金融システムの現状と展望

座長　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏

講演者　国際通貨研究所理事長（元財務官）　行　天　豊　雄　氏

〈講演要旨〉

講演者　財務官　中　尾　武　彦　氏

〈講演要旨〉

5.　国際金融パネル　<14:35～16:50>

B 会場　　201 教室

テーマ：為替予測の実際

座長　立正大学　林　　康　史　氏

(1) 為替予測の最先端研究

報告者　神戸大学　岩 壷 健 太 郎　氏

(2) 為替予測実践の最前線

報告者　野村證券　田　中　泰　輔　氏

(3) 為替予測の実践的研究

報告者　シティバンク銀行　高　島　　修　氏

6.　自由論題　＜14:35～16:50＞

C 会場　　203 教室

セッション：流動性とリスク―制度と理論

座長　　上智大学　竹　田　陽　介　氏

(1) 戦略的デフォルト strategic defaults について

報告者　　成城大学　福　光　　寛　氏

討論者　　立命館大学　松　本　　朗　氏

(2) ノンバンク債権の証券化とオリジネーター破綻

報告者　　横浜国立大学　高　橋　正　彦　氏

討論者　　桃山学院大学　松　尾　順　介　氏

(3) The Safer, the Riskier: A Model of Bank Leverage and Financial Instability

報告者　　京都大学　敦　賀　貴　之　氏

日本銀行　加　藤　　涼　氏

討論者　　関西大学　宇　惠　勝　也　氏

D 会場　　204 教室

セッション：金融政策

座長　　関西学院大学　田　中　　敦　氏

(1) Policy Responses under Inflation Targeting: A VAR Analysis with Sign Restrictions

報告者　　大阪府立大学　立　花　　実　氏

討論者　　流通科学大学　小　塚　匡　文　氏

(2) 長期デフレ不況の理論モデル―ゼロ金利制約・テイラールール・産出ギャップ

報告者　　早稲田大学　井　上　智　洋　氏

早稲田大学　品　川　俊　介　氏

中央大学　都　築　栄　司　氏

討論者　　諏訪東京理科大学　中　平　千　彦　氏

E 会場　　402 教室

セッション：地域金融

座長　　東北福祉大学　鴨　池　　治　氏

(1) Loan Portfolio Adjustments of Regional Financial Institutions to Regional Economic

Conditions in the Japan's Post-Bubble Period: A Panel Cointegration Analysis

報告者　大阪産業大学　石　橋　尚　平　氏

討論者　財務省 財務総合政策研究所　石　川　大　輔　氏

(2) 地域銀行による共同システムの導入効果

報告者　信州大学　山　沖　義　和　氏

討論者　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏

(3) Bank Deposit Interest Rate Pass-Through and Geographical Segmentation in Japanese Banking Markets: A Panel Cointegration Approach

報告者　経済産業研究所　内　野　泰　助　氏

討論者　九州大学　中 田 真 佐 男　氏

7.　会員総会　＜17:00～17:50＞

A 会場　101 教室

8.　懇親会　＜18:00～20:00＞

11 月ホール地下 1 階生協ノーベンバー食堂

第 2 日　9 月 19 日(月・祝日)

受付開始　近畿大学本部キャンパス（E キャンパス）B 館 1 階　9:00～

9.　金融史パネル　＜9:30～11:45＞

E 会場　402 教室

テーマ「近代移行期における貨幣と信用―決済の視点から」

座長　法政大学　鷲　見　誠　良　氏

(1) 近世日本の貨幣・信用

報告者　松山大学　岩　橋　　勝　氏

(2) 近代移行期日本の貨幣・信用

報告者　流通科学大学　加 藤 慶 一 郎　氏

日本銀行　鎮　目　雅　人　氏

(3) 近代移行期中国の貨幣・信用

報告者　一橋大学　城　山　智　子　氏

討論者　住友史料館　安　国　良　一　氏

九州大学　今　井　亮　一　氏

10.　中央銀行パネル　＜9:30～11:45＞

A 会場　101 教室

テーマ「グローバル経済下の金融政策」

座長　関西大学　本　多　佑　三　氏

(1) 米国連邦準備制度の危機対応

報告者　神戸大学　地　主　敏　樹　氏

(2) 経済・財政危機下での欧州中央銀行の金融政策―近年の非標準的金融政策を中心に

報告者　関西大学　高　屋　定　美　氏

(3) 金融危機後の日銀金融政策と短期金融市場

報告者　東短リサーチ　加　藤　　出　氏

討論者　一橋大学　小　川　英　治　氏

神戸大学　高　橋　　亘　氏

11.　自由論題 ＜9:30～11:45＞

F 会場　403 教室

セッション：ファイナンス・行動ファイナンス

座長　　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

(1)　始値の効率性検証―９ヵ国日次 10 株価指数の分析

報告者　　学習院大学　辰　巳　憲　一　氏

学習院大学 大学院　趙　　潮　氏

討論者　　大阪大学　筒　井　義　郎　氏

(2)　Borrowing Behavior and Attitudes towards Risk and Time: Experimental Approach

報告者　　立命館大学　井　澤　裕　司　氏

近畿大学　マルデワ グジェゴシュ　氏

討論者　　早稲田大学　晝　間　文　彦　氏

(3)　所得不確実性、危険回避および消費行動―日本の経験(1987-2009)

報告者　神戸大学 大学院　田　村　英　朗　氏

討論者　　流通科学大学　小　塚　匡　文　氏

C 会場　203 教室

セッション：国際金融Ⅱ

座長　　神戸大学　藤　田　誠　一　氏

(1) Balance of Payments Stages in the World over Three Decades

報告者　　成蹊大学　大　野　正　智　氏

討論者　　神戸大学　松　林　洋　一　氏

(2) 短期金融市場育成とベンチマーク金利の役割―タイのケースを中心に

報告者　文京学院大学　絹　川　直　良　氏

討論者　　神戸大学　三 重 野 文 晴　氏

(3) 新興国の供給ショックと先進国の低インフレ―3 カ国 DSGE モデルによる考察

報告者　アジア開発銀行研究所　河　合　正　弘　氏

日本銀行　平　形　尚　久　氏

日本銀行　岩　崎　雄　斗　氏
討論者　千葉経済大学　岡　野　衛　士　氏

D 会場　204 教室
セッション：各国の金融

座長　明治大学　北　岡　孝　義　氏

(1) The Effect of Financial Development and FDI Spill-over on Regional Economic Growth in China: Analysis based on Provincial Panel Data

報告者　九州大学大学院　劉　哲　怡　氏
討論者　福岡女子大学　張　艶　氏

(2) ユーロ圏ソブリンリスクの国際波及と危機対応融資―国債利回りのボラティリティ分析

報告者　アジア開発銀行研究所　増　田　篤　氏
国際協力銀行　大　重　斉　氏
討論者　一橋大学　有　吉　章　氏

(3)　ベトナムにおける銀行制度と金利形成

報告者　新潟大学　伊　藤　隆　康　氏
討論者　一橋大学　奥　田　英　信　氏

G 会場　501 教室
セッション：中小企業の金融

座長　山口大学　兵　藤　隆　氏

(1) 企業の創出、規模と銀行間競争

報告者　広島大学　式　見　雅　代　氏
討論者　立命館大学　小　倉　義　明　氏

(2)　中小企業金融における銀行と借り手の情報格差について―担保と貸出金利の相関性に関する検証

報告者　みずほコーポレート銀行　小　林　俊　之　氏
討論者　東洋大学　益　田　安　良　氏

(3)　東日本大震災が中小企業に与えた影響―全国中小企業景気動向調査結果より

報告者　信金中央金庫　品　田　雄　志　氏

討論者　日本政策金融公庫総合研究所　深　沼　　光　氏

12.　昼　食　＜11:45～12:45＞

13.　共通論題　＜12:45～16:00＞

A 会場：東日本大震災後の復興のための金融・資本市場の課題

共通論題の主旨

座長　一橋大学　小　川　英　治　氏

(1)　震災復興の３原則

東京大学　伊　藤　隆　敏　氏

(2)　大規模災害後の復興と財政リスク

アジア開発銀行研究所　河　合　正　弘　氏

(3)　震災復興期経済財政政策

慶應義塾大学　土　居　丈　朗　氏

(4)　民間資金の活用

野村資本市場研究所　関　　雄　太　氏

討論者:

東北福祉大学　鴨　池　　治　氏

神戸大学　地　主　敏　樹　氏

14.　閉会挨拶

大会実行委員長　近畿大学　山　上　秀　文　氏

（プログラム委員会）

安孫子　勇一（近畿大学）
岩　田　健　治（九州大学）
小　川　英　治（一橋大学）
北　岡　孝　義（明治大学）
小　林　磨　美（近畿大学）
相　馬　利　行（近畿大学）
田　中　　敦（関西学院大学）
林　　康　史（立正大学）
福　田　慎　一（東京大学）
三　隅　隆　司（一橋大学）
吉　野　直　行（慶應義塾大学）
伊　藤　隆　康（新潟大学）
岩壷健太郎（神戸大学）
鴨　池　　治（東北福祉大学）
栗　原　　裕（愛知大学）
佐　藤　政　則（麗澤大学）
竹　田　陽　介（上智大学）
地　主　敏　樹（神戸大学）
兵　藤　　隆（山口大学）
藤　田　誠　一（神戸大学）
家　森　信　善（名古屋大学）

〈準備委員会〉

山　上　秀　文　　安孫子　勇一　　相　馬　利　行　　小　林　磨　美
星　河　武　志　　岩　間　剛　城

〈特別セッション〉

テーマ：東日本大震災と中小企業金融

座長　名古屋大学　家森信善

セッションの主旨

３月 11 日に発生した東日本大震災の被害額は、（原子力発電所関連を除いて）16.9 兆円に達すると推計されている（内閣府「東日本大震災における被害額の推計について」2011 年 06 月 24 日）。個人や企業の損害額の目安として、建築物（住宅・宅地、店舗・事務所・工場、機械等）の被害額（10.4 兆円）だけを比較しても、阪神・淡路大震災の時の倍近くであり、個人や企業の被害総額は前例のない規模に達している。

民間の調査会社・帝国データバンクによると、『被害甚大地域』（岩手、宮城、福島 3 県沿岸部の「津波の被害が特に大きかった地域」と「原発事故による立入禁止区域・計画的避難区域」）では、６月時点でも、ほぼ半分の企業は「事業休止中」もしくは「実態判明せず」（震災前の本社所在地に建物が存在しない、または代表及び会社関係者と連絡が取れず、取引先からも消息が聞けないなど）という状況である（帝国データバンク　「特別企画：東北 3 県・沿岸部「被害甚大地域」5000 社の現地確認調査」　2011 年７月 8 日）。被災地域の企業が非常に厳しい状況にあることがわかる。

また、サプライチェーンの途絶や、震災による消費や観光の自粛といった余波などから、被災地以外の中小企業においても、深刻な経営の悪化が生じている。さらに、原発事故に起因する電力不足、電気料金の値上がり、復興財源のための増税などが、これから中小企業の経営の重荷になるのも間違いないだろう。もともとバブル崩壊以降の経済の低迷のために、中小零細企業ほど業績の低迷が顕著であったが、長期の不況の中で体力をすり減らしてきた企業にとって、今回の震災は決定的なダメージを与えかねない。

現在、被災した企業を支援するための政策的な対応がとられてきているが、支援すべき企業とそうでない企業を見分けることが不可欠である。それができるのは、地元の企業のことをよく知っている地域金融機関の他にないだろう。地域経済の復興の計画から実行のいずれの局面においても、地域金融機関が重要な役割を果たすべきであろう。

しかし、金融機関も含めた地元の被害実態や復興の障害の把握など、分析しなければならない問題は多い。この特別セッションでは、それぞれの報告者の独自の視点で、東日本大震災が中小企業金融に与えた影響を議論し、大震災に際して、「金融」に何ができるのか、何をするべきなのかを考えてみたい。なお、座長自身の簡単な考えは、「日本激震！私の提言　損失負担と公的資金注入の枠組みづくりを急げ」（『東洋経済』2011 年４月 23 日）および「東北地方の復興への金融の取り組み―復興金融の主役として地域金融機関に期待―」（『経済セミナー』2011 年９月　特別号）に発表しているので、参照していただければ幸いである。

〈特別セッション〉

被災地企業の経営環境と金融機関との関係

一橋大学　植杉威一郎

本報告では、1995 年 1 月に起きた阪神・淡路大震災を取り上げ、この震災により被災地企業が受けた被害と回復の過程について、金融機関との関係が果たした役割も踏まえつつ分析する。その上で、東日本大震災への含意を可能な範囲で整理する。具体的には、帝国データバンクが保有する企業情報・財務データに基づき、1990 年以降の個別企業データを用いて以下の分析を行う。

第 1 に、震災が企業の存続と退出に与えた影響を調べる。震災は、企業の保有する建物や設備といった資産を毀損し被災企業の供給力を損なうだけでなく、仕入・販売減少や企業間信用取引の条件悪化を通じて取引先企業にも影響をもたらす。そこで、被災地における倒産が他地域に比して増加したかどうかを分析する。本稿ではさらに、事前のパフォーマンスが良好であったにもかかわらず震災により倒産を余儀なくされた企業が存在したかどうかについても分析する。分析においては、倒産企業と存続企業における財務指標などを比較する。

第 2 に、企業が保有する建物や設備が受けた被害に注目し、震災後、これら被災企業がどのようにして被害から回復したのかを調べる。震災によって固定資産が減少したと考えられる被災地企業を特定した上で、震災前における固定資産の保有水準に戻るまでにどの程度の期間を要したか、回復に際して、どのような企業金融上の動きが見られたかを概観する。分析においては、被災後の運転資金、設備資金（固定資産回復）の調達手段（長短借入金、企業間信用、内部留保）を調べ、自己資本比率の高低や金融機関との取引関係により、資金調達パターンに違いがあるかどうかを検証する。

本発表は、内田浩史（神戸大学）、小野有人（みずほ総合研究所）、細野薫（財務省・学習院大学）、宮川大介（日本政策投資銀行）、間真実（一橋大学大学院）、内野泰助（経済産業研究所）の各氏と共同で行っている研究に基づいたものである。

〈特別セッション〉

東日本大震災が地域金融に及ぼす影響

関西外国語大学　堀江康熙
兵庫県立大学　　川向　肇

本報告は、3 月に発生した東日本大震災の被害のうち、その度合いが深刻であるとみられる津波および原発事故の影響に的を絞り、3 月末時点を基準に金融機関を中心にその被害状況を検討することを目指している。地震の被害は内陸部でも生じており、詳細なデータを基に検討･分析することが必要であるが､幾つかの金融機関が公的資金による支援の要請も検討するなど、金融機関経営面でも事態が深刻であることも考慮する必要がある。そこで、大まかではあるが、津波･原発関係の被害把握に狙いを定め、現段階で判明した金融機関経営に及ぼすインパクトを纏めることとした。

ここでは地理的な情報を基に、店舗の流失･大きな破損等、津波･原発事故によって直接的に被害を被った金融機関の割合、および金融機関自身が被害の生じた地区に所在し顧客の喪失等、直接的･間接的に被ったとみられる被害の割合を推定する。まず、津波等を蒙った地帯を地理情報によって特定し、そうした地域に所在する金融機関数を算定し狭義の被害比率を算定すると同時に、総務省試算の被害比率等を使用して広義の被害比率も算定した。その結果、地銀・第二地銀・信金および信組のうち狭義・広義ともに人員ベースで約１割が被害を受けたことが判明した。このほか、農協・漁協や郵便局についても、岩手・宮城・福島県所在の金融機関を中心に大きな被害が生じており、特に漁協の影響は深刻であることが判明した。

こうした影響は経済活動にも及んでおり、漁業のみならず製造業についても大きな被害が生じている。また、被害地区とそれ以外の地区を比較すると、漁協は前者に集中している一方、高齢層や人口の減少率は前者が低い結果となる。即ち、経済活動が活発である地域で大きな打撃が生じた可能性が大きいのである。

東北地方の地域金融機関は、地震以前より営業地盤の相対的な劣化・利益率低下が大きくみられていた。その限りでは、公的資金による支援等を含めても各金融機関が現状の体制の儘で存続していくことが出来るとは予想し難く、今回の災害を契機に新たに再編等が進む可能性も大きい。

〈特別セッション〉

経済学的視点から見た二重ローン問題

神戸大学　内田　浩史
一橋大学　植杉威一郎
みずほ総合研究所　小野　有人
学習院大学　細野　薫
日本政策投資銀行　宮川　大介

本稿の目的は、いわゆる「二重ローン問題」を経済学観点から理解し、東日本大震災における同問題への対応に関して政策的なインプリケーションを得ることである。二重ローン問題は債務者の生活を左右する深刻な問題であるため、債務者に保障すべき最低限の生活水準、各経済主体の政策コスト負担能力、過去の震災時や他の被災者との公平性の確保など、社会政策（分配問題）の基準に基づいて議論されることが多い。しかし、政策対応を行う上で、これらと並んで重要なのが、資源配分の効率性の基準である。本稿では、主として金融契約の理論に基づき、二重ローン問題を効率性の基準から評価し、発生しうる非効率性を軽減するために必要な政策的対応について、新規のローン供給、ならびに既存債務の処理、という二つの観点から議論する。また、東日本大震災前の被災地企業のデータを阪神・淡路大震災の被災地企業などと比較しながら、企業の二重ローン問題に関して若干の定量的分析を行う。

対中円借款30年の歩み
―環境円借款への変容―

布目　稔生

中国は改革・開放路線を打ち出した 1978 年以来、ほぼ順調に経済発展を遂げ 1979 年から 2007 年までの年平均 GDP 成長率は実質 9.9%、2006 年には 1 人当たり GDP が約 2,000 ドルとなっている。日本の中国向け新規円借款は 2007 年に停止されたが、この間、日本の対中援助総額は約 3 兆 6,412 億円に達し、このうちの 9 割（3 兆 2,770 億円）が円借款だった。

第 1 次円借款から第 3 次円借款までは 5～6 年の年度供与額を一括して決定したが、第 4 次円借款は前 3 年、後に 2 年の方式に基づいて実施された。日本の円借款は経済インフラ整備に充当されるのが通例で、中国の場合も当初、鉄道・港湾・電力等のインフラに使われた。しかし、1996 年度から始まる第 4 次円借款以降、環境に充てられる環境円借款は件数・金額ともに飛躍的に増加した。2000 年度までに総額 7,208 億円の環境円借款が供与され、2001 年度から 2004 年度の環境円借款の供与累計は、対中円借款の 60.5%を占めた。

2010 年に日中の GDP が逆転し、中国は日本を抜いて世界第 2 の経済大国になったと報道されているが、1 人当たり GDP で見れば、中国のそれは約 3600 ドル（2009 年）であり、まだ発展途上国のグループに入る。さらに中国は二酸化炭素(CO2)の総排出量は世界の 21%を占め、中国全土が深刻な環境汚染にさらされている。中国の場合、貴陽市に見るように環境円借款は効果を発揮した。円借款打ち切りは止むを得ないが、無償資金協力や技術協力等の環境 ODA までカットするのは酷である。

現在、日本の円借款は過去の貸付が返済され、ネットではマイナスとなっている。今後の ODA 政策を考えた場合、やはり円借款が中心になることは明らかである。そこで環境円借款の供与というのは、中国の成功例からも明らかなように、今後の ODA 政策の 1 つのオプションとなり得るのではなかろうか。

以上

1970 年代シンガポールにおける対外開放政策の展開と IMF コンサルテーション

首都大学東京大学院　坂東義徳

本報告では、1970 年代のシンガポールにおいて政府および関係当局が、為替制度の変更・自由化や金融市場の国際化、それに FDI などの外国資本の導入など複数の局面において外部経済との連続性を高めたこと、すなわち対外開放がなされたことをそれぞれの政策ないし制度の選択・決定の動機や目的に迫りつつ複合的にとらえて分析する。

これまで多くの研究でシンガポールは金融システムなどにおいて規制がなく自由度が高いものが設計されてきことが強調されている。たしかにシンガポールは、貿易や金融において地域のセンターとなることを目指し、旧宗主国のイギリスの開放性を範にとっていたことや、域内での競争相手たる香港が自由度の高い市場を早い時期から目指したことを受けて、アジア地域において規制の少なく海外資本の稼動性の高い環境を整えていたといえよう。ただしつぶさに観察を続けると、そういった環境は一貫して追求されさらに極限的に実現に向けた政府の行動があったとは言い難い実状がある。

そこで IMF 資料を利用し、当時国際金融組織たる IMF がシンガポールをどのようにとらえていたのかという視点を通して、改めてシンガポールの制度設計を客体的に問い直す。さらには主要国の為替相場の変更や世界的な景気後退局面にあって、シンガポールはいかなる役割を担うよう帰着していったのか。IMF という国際金融システムの根幹から検討する。

1970 年代における都銀と信金の競争激化とリレーションシップバンキング

中央大学大学院生　新井大輔

わが国でリレーションシップバンキングの問題が広く注目されるようになったきっかけは，2003 年の金融審議会報告書「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」である。しかし，本来リレーションシップバンキングは中小企業金融と切り離し得ない関係にあり，従来からマクロ経済の状況や金融機関相互の競争，金融行政といった経済環境の影響を受けながら，歴史的，具体的に存在してきたものである。それにも拘らず，これまで日本のリレーションシップバンキングを歴史的に分析した研究，あるいは中小企業金融の歴史をリレーションシップバンキングという視点から分析した研究は少ない。

本報告の課題は, 1970 年代の半ばに大都市の信金がリレーションシップバンキングを強化していくプロセスを，当時の経済的背景から説明することである。具体的には，日本経済が低成長へ移行する中で生じた，都銀の中小企業・個人向け貸出市場への参入による競争激化と，大都市における信金の渉外活動の強化との関係を明らかにすることを通じて，この時期のリレーションシップバンキングの特徴を浮き彫りにする。

本報告の主要な結論は以下の通りである。この時期に信金における渉外活動の強化を促したのは，都銀による個人・中小企業取引への参入であったが，その中小企業とは，主として「上層」の中小企業であり，小零細企業は依然として信金など中小企業専門金融機関における独自の貸出先として残されていた。また，消費者金融市場は当時成長が見込まれる分野であり，競争が激化する中でも信金が取引を拡大していく余地は十分にあった。従って，このような状況下で，信金が小零細企業・個人取引を推進していくのに最も相応しい渉外戦略・渉外体制を採ることは，自然なことであったと言える。すなわち，都銀のようなネームバリューを持たない信金にとって，小零細企業取引と個人取引を推進するのに最も有利な渉外活動の形態は，狭いエリアに店舗を集中させた上で，足を使った高密度な渉外活動を展開することであった。つまり，都銀の参入攻勢のあり方に強く規定された形で，小零細企業と個人に対する渉外活動が強化されたということが，この時期の信金におけるリレーションシップバンキングの特徴である。

国際的なコモディティ先物市場の構造変化

武蔵大学　茶野　努

Benoit.B.Mandelbrot が綿花価格の分析からフラクタル幾何学を発展させていったのは有名な話であるが、現在でもコモディティ価格の動きは複雑そのものである。本論の目的は、コモディティ価格およびコモディティ・インデックスと株価指数を対比しながら、その価格形成について分析することにある。そして、2002 年以降の世界的な短期金利の低下を受けて、コモディティ市場において構造的変化が生じていることを明らかにする。

伝統的なファイナンス理論に対する批判（たとえば、Benoit.B.Mandelbrot and Richard L. Hudson（2004））では、①投資家の完全合理性、②投資家の予想の均一性、③価格変化の連続性、④価格変動がブラウン運動であるとする仮定に問題があるという。①については行動経済学、②については多様な投資家の存在を前提としたモデルを用いたバブル発生メカニズムの分析などがある。本論では、④資産価格の変動がブラウン運動しているかどうかに焦点をあてる。価格変動がブラウン運動するという考え方には、極めて重要な三つの仮定が置かれている。その仮定とは、過去の価格は現在の価格に影響を及ぼさないこと、価格変動が統計的定常性をもつこと、価格変動の分布が正規分布であることというものである。

1990 年代以降のコモディティ・インデックスと株価指数の変化をみると、2002 年以降と以前では、両者の収益分布の特性が大きく変化していることが基本統計量により明らかになる。すなわち、コモディティ・インデックスは株価指数と反対に 2002 年以降、その収益分布は正規分布に近づいており、伝統的ファイナンス理論が前提とする世界に近づいたかのようにみえる。

しかしながら、Lo and MacKinlay (1988)の手法を用いてコモディティ・インデックス、および個別のコモディティ価格および先物価格がランダム・ウォークしているか検証を行ったところ、興味深い結果が得られた。すなわち、Nikkei-TOCOM コモディティ・インデックスを除く、世界的に取引の多い S&P GSCI™ コモディティ・インデックスや DJ-UBS コモディティ・インデックスは期間(12)で正の自己相関をもつようになっており、これはアルミニウム・白金・パラジウム・銅など金属非金属関連を中心に長い期間において正の自己相関をもつようにあったことが背景にある。これはよく言われるようなコモディティ市場におけるバブル発生を裏付ける証左と言えるのかもしれない。

さらに、Forbes and Rigobon(2002)による修正相関係数を使って、コモディティ・インデックスと株式指数との間の相関関係に構造的変化が生じていないかをみてみた。2002 年以降はコモディティ・インデックスと株価指数との相関係数が高まっており、コモディティ投資の株式投資に対するヘッジ機能の低下現象が認められる。このような、ヘッジ機能の低下がコモディティ先物市場のバブル発生との関連によるのか、市場の構造的変化によるのかについては、今後引き続き検証すべき課題といえる。

エマージング市場の海外資本流入の影響
―為替政策と資本規制の観点からの考察―

武蔵大学　大野　早苗
専修大学　清水　順子

国際的な過剰流動性が世界の資産価格の乱高下に作用したとの指摘があるが、アジアにおいても中国を筆頭に住宅価格や株価の高騰・急落現象がみられる。本稿では国際的過剰流動性が影響を及ぼす対象としてアジア諸国等の住宅市場を取り上げ、海外資本流入の影響に関してパネル分析を用いて検証する。特に、為替政策や資本規制という観点から海外資本流入との関連を吟味する。

海外資本がアジアの住宅市場に流入する経路としては直接的経路と間接的経路があり得るが、中国のように事実上のドル・ペッグ制、厳格な資本規制を実施している国では間接的経路を経て海外資本が住宅市場に流入する可能性が考えられる。ただし、本稿の実証分析では中国に関して直接的経路による海外資本の影響が顕著であった。その背景として非居住者にとっての制約が相対的に緩い住宅投資が為替投機の手段として使われ、人民元高期待を背景に海外資金が住宅市場に流入していた可能性がある。こうした推測を裏付けるものとして、EMP（Exchange Market Pressure）はアジア諸国の中で中国が最も高い数値を示した。

アジア各国は互いに密接な経済関係にあるが故に、アジア域内の国、特にプレゼンスの大きい中国の為替政策が周辺諸国の為替政策に無視できない影響を与えていることが予想される。そうすると、人民元高予想は香港やマレーシア、シンガポールなど、公式上、あるいは事実上のドル・ペッグ制を採用している国における為替政策の変更を連想させていたことから、周辺諸国の通貨、あるいは住宅市場に対しても投機的資金が流入していた可能性があり得る。

小国開放経済における為替リスクとその影響

杏林大学　中村　周史

新興諸国は高い貿易開放度による為替リスクのみならず、資金調達においても深刻な外貨建て信用制約に直面している。このことは先物市場でのリスクヘッジが困難な新興国では、自国のマクロ経済を安定化するためにも、為替変動に対して当局が安定化する誘引を持つことへ繋がっている。Calvo and Reinhart (2002)では、こうした新興国が直面する為替変動の脅威について、Fear of float と表現している。

本報告では、この Fear of float として指摘されている貿易と資金調達それぞれに存在する為替リスクの内、どちらがより深刻な影響を新興国へもたらし、また当局はどのような為替政策を選択すべきなのか、について明らかにする。具体的には、外貨建て信用制約が存在する小国開放経済モデルを用いて、2 つの大国との貿易における為替変動を抑制する政策と資金調達における為替変動を抑制する政策の内、どちらが為替変動に対してより効率的に小国の経済を安定化することが出来るのかを、様々なパラメータの下で比較している。またこれにより、新興国の直面している Fear of float の内、小国開放経済にとってより深刻な為替リスクは貿易に存在する為替リスクなのか、それとも資金調達における為替リスクなのか、についても検証している。

産業別株式ポートフォリオの国際統合度

明星大学　中田　勇人

本論文では、Eiling and Gerard(2007)の手法を応用して、東京株式市場における産業別株式ポートフォリオの価格変動にどの程度グローバル・ファクターが影響を及ぼしているかを測る尺度（国際統合度）を推定した。この手法では、タイム・シリーズとクロスセクションの両方のデータを用いることで２ヵ月毎という高い頻度で推定結果を得ることが可能となった。推定の結果、1999－2009 年の期間では全ての産業で目立った正のトレンドが見られないこと、産業間での国際統合度にはおおきな格差が存在することなどが示された。

政府支配はベトナム上場企業の経営にどう影響を与えているか
―3SLS による資本構造と収益性の同時推計―

一橋大学　奥田　英信
一橋大学大学院生　Lai Thi Phuong Nhung

本論文では 2006 年から 2010 年まで５年間における両証券取引所上場企業 145 社のアンバランスト・パネルデータを利用して、上場企業の負債比率と収益率を三段階最少二乗法(3SLS)によって同時推計を行った。

推計結果によれば、(1) ホーチミン証券取引所上場企業は、標準的な企業金融理論が予想するような資金調達構造を必ずしも備えていないことが観察され、企業に関わるガバナンスもしくは企業を取り巻く市場環境に何らかの問題が潜んでいること、(2) ハノイ証券取引所上場企業は、標準的な企業金融理論が予想するような資金調達構造がよく当てはまり、ホーチミン証券取引所上場企業と比較すると、企業に関わるガバナンスもしくは企業を取り巻く市場環境は概ね妥当な構造をしていると思われること、(3) ホーチミン証券取引所においても、標準的な企業金融理論が予想するような資金調達構造がよく当てはまり、一般企業と比較すると、企業に関わるガバナンスもしくは企業を取り巻く市場環境は概ね妥当な構造をしていると思われること、(4) ハノイ証券取引所においては、政府支配企業と一般企業との間で、企業行動に大きな差はないこと、が観察された。

これらの観察結果は、(1) 市場経済化を目指したベトナム政府の経済改革が企業金融面で既に一定の成果を達成しているが、その一方で、(2) 政府支配企業と一般企業の間で、ガバナンス構造もしくは市場環境に無視しえない問題が残されていること、(3) 企業ガバナンスや市場環境面でなお一層の改革が必要である、という政策上の含意を示唆している。

JEL Categories: G32, O16

Keywords:　ベトナム, 資本構造,　収益性、政府支配企業、３SLS

フィリピン商業銀行の経営効率性分析

アジア経済研究所　齋藤　純

フィリピンでは、他のASEAN諸国に先駆けて1980年代初めから金利全面自由化を含む金融自由化政策が実施されてきた。金融自由化論の基本的な枠組みに従えば、金融自由化により、市場メカニズムによる効率的資源分配が達成され、投資の生産性が向上、経済成長の促進につながる。しかしフィリピンでは、金融自由化を受けて、実質金利の上昇、金融機関による貸出額増など金融仲介の拡大は見られたが、国内貯蓄、国内投資は共に低下傾向にあり、マクロ情勢も悪化していった。80年代半ばにはマイナス成長を記録している。金融自由化開始から30年経た現在においても良好な経済情勢とは言い難い。その一方で金融自由化後、競争度の高まったフィリピンの銀行業において、資金の効率的運用と高収益性が観察されている。資源配分上の非効率によるマクロ経済の悪化と、経営効率上の効率によるフィリピン銀行業の高収益性との対比は興味深い。本稿では、フィリピン銀行業の効率性をマルムクィストDEAにより計測することを中心的課題としている。

マルムクィストDEAによるフィリピ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。観察期間である2004－2007年においては、フィリピン銀行業全体の生産性は大きく改善していた。特に民間地場商業銀行、政府系銀行が各自の生産技術の改善を行ったことによって、結果的にフィリピン銀行業全体の生産性を拡張し続けることができた。

マレーシア為替・資本規制（1998 年）について
―貿易への影響と ACU への応用―

みずほコーポレート銀行　赤羽　裕

1997 年 7 月にタイで始まったいわゆるアジア通貨危機の影響は、瞬く間にマレーシアにも拡がった。当初、マレーシア政府もタイ・インドネシア・韓国が IMF の指導に基づいて実施した緊縮型の経済政策を志向していたが、1998 年 9 月に突如として為替・資本規制を導入した。これを契機に、その後さまざまな評価を受けることとなる、独自の経済政策を選び、早期の経済回復を実現した。

本稿では、こうして開始されたマレーシアの為替・資本規制の内容を改めて確認するとともに、その後 2005 年 7 月 21 日に、中国の人民元改革開始と同日に発表された対米ドルへの固定為替レート（1 ドル＝3.8 マレーシアリンギ）から通貨バスケットによる管理フロート制への移行を経て現在に至るマレーシアの為替レート推移が、同国の貿易取引にどう影響したのかを検証した。そこから、為替・資本規制の効果を評価し、将来のアジア通貨バスケット（ACU）組成時の構成各通貨が一定の規制を維持することを許容できるかを考えた。

検討結果は以下のとおり。自国通貨であるマレーシアリンギの海外流通を不可能にしたにもかかわらず、マレーシアは貿易の拡大とともに、順調な経済成長をとげた。これは、自国通貨建ての貿易取引が困難でも、輸出が輸入を上回る構造であるマレーシアでは、為替レートが安定的かつマレーシアリンギが割安であることが貿易黒字確保には重要であることを示した。

ACU 創出にあたっては、各国に必要な条件（＝最低限達成すべき為替・資本規制の自由度）の検討ならびにその条件の各国の受け入れ可否が実現にあたってのポイントとなるであろう。マレーシアが為替・資本規制を導入した際には、IMF に背を向けた形で「独自の政策を採用した」との評価がなされた。その背景には、当時グローバル化が進展する中、金融・資本の分野では規制緩和・自由化の方向性が欧米諸国を中心としてコンセンサスとしてあり、同国のような規制導入・強化は異質なものと受け止められた。

2008 年のリーマンショック以降、「行き過ぎた自由化・規制緩和」の見直しが世界的にも必要とされている。その象徴的なものとして、2010 年 2 月には IMF 自らが新興国へ流入する資本に関する規制の有効性を認めるペーパーを出した。新興国が多く存在するアジア域内で、域内通貨の安定を目指し ACU 創出を検討する過程で、各国が許容できる為替・資本の規制のレベル、言い換えれば各国がどこまでの規制緩和を認めればよいかを探っていくことが必要となるであろう。

〈特別講演〉

国際金融システムの現状と展望

国際通貨研究所理事長（元財務官）　行天　豊雄

1980 年代以降、世界経済は歴史的、構造的な変化の波に洗われている。この変化の中で 2007 年のサブプライム・ローン危機は「新しい時代の危機」に燿変した。現在世界経済はおそらく第二次世界大戦後もっとも重要な過渡期にあり、しかも、その先に何があるのか、全く予見できない。

構造的変化は三つある。第一は経済成長パターンの変化であり、第二は金融と情報のグローバリゼーションによる資本主義の質的転移であり、第三は世界経済の重心の移動である。

過去数十年に亘り、世界経済は米国の過剰な家計消費とアジアの過剰貯蓄との相互依存という非合理的構造の上で成長を続けてきた。このパターンは必然的にグローバル・インバランスを激化させたが、同時に全世界がその恩恵を享受していたため、成長パターンを主体的に自発的に変更しようという動きは起らなかった。しかし、2007 年危機は、それが齎らしたグローバルな需要の崩壊と信用の収縮によって、この成長モデルの持続を不可能にしてしまったのである。

1980 年代に始まった金融と情報の爆発的な革新と拡大によって、世界経済は金融と情報のネットワークにおおわれた単一の市場になった。金融・情報資本主義の時代が到来したのである。この経済で、実体経済と金融・情報の役割は主客転倒した。

この革命は世界経済に全く新しい市場を提供し、大きな雇用と所得の増大を齎らした。しかし同時に、それは市場への過信とリスクへの麻痺を生み、伝統的な社会のガバナンスと規範とモラルを大きく揺さぶっている。

先進国経済の停滞と新興国経済の高成長により、世界経済の重心が移動している。端的には、米国から中国への覇権の移転である。

米国は双子の赤字と対外債務の累増で、基軸通貨ドルへの信認が傷付いている。一方中国は、一党独裁制と大衆の物資的欲望の解放の併存という政策の成功で世界第二の経済大国に躍進した。しかし、人口、資源等の内部矛盾も深刻化している。

世界経済は明らかに一極体制から多極体制に移行している。一方ではグローバリゼーションが進行し、他方では国民国家間の競争やテロリスト集団の活動が活発化している。21 世紀の半ばに向けて、世界経済はこの歴史的転換期にどう対処するのだろうか。

〈特別講演〉

国際金融システムの現状と展望

財務官　中尾　武彦

2007 年夏の米国のサブプライムローン問題に端を発し、2008 年秋のリーマン・ブラザースの破綻で一気に世界中に広がった危機は、世界経済に大きな爪痕を残した。危機の原因としては、一方で米国などの経済政策を背景にした超緩和的なマクロ経済環境の継続、他方で、金融セクターにおける規制・監督の不備、インセンティブ構造の歪み、それらが導いた不適切で過剰な金融活動が挙げられる。

各国は G20 金融サミットなどを通じて連携し、金融危機を乗り越えるための流動性供給、拡張的な財政・金融政策、途上国への資金支援を実施するとともに、このような危機を繰り返さないための金融セクターの改革、国際金融機関の資金基盤強化やガバナンス改善を図ってきた。そのような各国及び国際社会の政策努力もあって、実態経済は回復し、金融市場も一定の安定を取り戻した。

もっとも、世界経済の現状を見ると、楽観は許されない。大震災の後の日本経済が復興のみならず中長期的な問題を含めた様々な課題を抱えていることは言うまでもないが、米国をはじめとする他の先進国も経済回復が一様で安定的と言うわけではない。危機への対応に伴う支出拡大と税収の落ち込みから先進国の財政赤字は拡大しており、長期的な持続可能性に影を投げかけている。ユーロ圏は、ギリシャへの第 2 弾の支援策を 7 月にまとめたが、周辺国の国債の対独スプレッドは高い水準にとどまっている。

新興国の成長は力強いが、資金流入、インフレ、資産バブル、更にはより公平でバランスのとれた成長といった課題への対応が問われている。一次産品価格の上昇も引き続き世界的な問題である。あわせて、より安定的な国際通貨システムという観点から、世界的な経常収支不均衡、より柔軟性のある為替レート制度、適切な外貨準備の水準、いわゆる資本流入規制なども含むマクロ・プルーデンス政策、基軸通貨国の責任、などについての議論も活発に行われている。

本講演では講演時の最新の状況を踏まえつつ、上記のような論点について、各国及び国際社会の対応、我が国としての考え方、国際金融理論へのインプリケーションなどを述べたい。

〈国際金融パネル〉

テーマ：　為替予測の実際

座長　立正大学　林　康史

パネルの主旨

アカデミズムでは、長年、為替レートは予測不可能と信じられてきたが、最近のマクロストラクチャーの研究では取引データを使うことによって為替レートの予測力が高まることや、ヘッジファンドなどの一部の投資家が他の投資家よりも為替レートの予測に優れていることが明らかになってきた。また、行動ファイナンスの知見からも、予測の優劣・巧拙が論じられるようになった。

本パネルでは、外為市場を長く見てきた為替アナリストが為替予測に際し、どの変数に着目し、どのようにストーリーを構築していくのかを、岩壷健太郎（神戸大学）、田中泰輔（野村証券）、高島修（シティバンク銀行）の３氏をパネリストに迎え、林康史（立正大学）の司会進行のもと、学会、市場参加者のそれぞれの立場から議論を行う。

具体的には、最近の研究成果をサーベイした後、具体的に、最近の円高、キャリートレード、金融政策、震災などのトピックスを含め、投資家の動き（フロー）や他のアナリストの声をどのように解釈するのか、マーケット・センチメントやアノマリーをどう取り込んでいくのか、失敗や成功から何を学んだのか、予測に際し心がけていることは何か等、「仕事の流儀」を報告・議論することで為替レート予測の解明を試みる。

＜国際金融パネル＞

為替予測の最先端研究

神戸大学　岩壷　健太郎

かつて、Meese and Rogoff (1983, 1988)はランダムウォーク・モデルの為替予測力を上回るようなマクロ・モデルが存在しないことを実証した。それ以降、数多くの研究者が予測パフォーマンスの高いマクロ・モデルの開発に挑んだがいずれも成功せず、学会では長らく為替相場の予測は実際上、不可能であると信じられてきた。日次データよりも頻度の高い日中データを用いた研究ではマクロニュースの発表に対して為替相場が即座に反応する場合があることが示されたが、それも長期的な効果を持たないことが分かっている。したがって、これらの事実は、準強基準の効率的市場仮説を支持する結果と解釈されている。

そこで、私的情報を使えば予測は可能なのかという点に焦点が移っている。最近の研究では、外為市場は強基準では効率的でなく、予測の可能性が残されていることが示されている。本報告では２つの研究の方向性を紹介したい。１つは Bacchetta and van Wincoop (2004, 2011)が提案したスケープゴート理論である。為替相場とファンダメンタルズの間にはかなり明確な長期的関係があるが、中短期的には構造パラメータの不確実性によって為替相場がファンダメンタル価値からかい離することを投資家たちは認識している。そして、為替相場の変動を説明するのに、ある特定のマクロ変数をスケープゴート（生贄）と見なして、その影響力を大きく見積もる傾向があるという。スケープゴート理論の妥当性を実証した Fratzscher et al. (2011)は、月次のサーベイを使って市場参加者が注目するマクロ変数に重きを置いたマクロ・モデルが高い為替予測力を持つことを示した。

もう１つの研究の流れは、オーダーフローを使った為替予測である。オーダーフローとは為替取引を持ちかけた市場参加者の買いと売りの差額を集計したものである。Evans and Lyons (2005)や Osler and Vandrovych (2009)らは、インターバンク市場のオーダーフローにはそれほど予測力が大きくないが、対顧客市場で取引する投資家の中には為替の予測力をもつオーダーフローがあることを示している。特にヘッジファンドなどの一部の金融機関の注文は為替相場に影響力を持っているということが分かってきた。

２つの研究に共通することは、個人の私的情報ではなく、ある程度、集計化された私的情報が為替予測に役立つということである。そのため、多くの投資家と取引をしている金融機関は、注文情報を通じて予測力が高くなることが予想される。将来の見通しのいい投資家（情報投資家）の情報をいかに入手するかが為替予測には欠かせないといえよう。

〈国際金融パネル〉

為替予測実践の最前線

野村證券　田中　泰輔

【ポイント】

・投資あるいはビジネスの実践上有意味な予測は収益パフォーマンスによって評価される。

・その意味で、思考としての予測と、行動対応としての予測は、峻別される。

・行動対応としての予測において重視されるのは時間認識（時間軸、タイミング）。

・為替相場には、需給調整メカニズムとしての側面と人的予測に基づく側面がある。

・エコノミストや金融機関、市場参加者一般の予測行動の性向は類型化される。

・こうした人的予測を予測することは重要な収益の源泉となる。

【主な構成内容】

1　為替相場の時間別階層

・為替相場には美しいロジックが貫徹されている。

・それを為替変動の時間軸別要因を超長期、長期、中期、短期に分けて整理する。

・相場予測の誤解事例：変動要因の巡り合わせ、顕在性の高いニュースの撹乱、など。

・長期循環変動と中期金融現象としての変動が交わる美しい為替変動の世界へご案内。

2　思考としての予測 対 行動対応としての予測

・カリスマトレーダーは何がカリスマか。

・マーケットエコノミストに見る成長段階別、情報格差別の予測作成パターン。

・為替ハウスの予測作成パターンをグローバル金融機関、本邦銀行・証券会社別に見る。

・人的予測の「予定調和」のパターンを予測する。

以上

＜国際金融パネル＞

為替予測の実践的研究

シティバンク銀行　高島　修

金融機関の為替ストラテジストがどのような視点から現状を把握し、相場予測を行っているかを報告する。(1)経済指標や経済政策などのマクロ要因を、投資家、投機筋、実需企業、ディーラーなどの市場参加者から得られるミクロ情報と、いかに融合させるか、(2)ファンダメンタルズ分析、テクニカル分析、フロー分析などをどのようにして統合的に用いるか、(3)株式、債券、コモディティなど他の市場動向を為替相場予測にどのように役立てるかなど、実践的観点から為替相場予測の現状と課題を、実例を用いながら報告する。

(1)為替ストラテジストの業務

①市場センチメント(リスクオン/オフ)の把握；金利動向など市場情報が経済統計に優先。
②需給環境の把握；オーダー状況、公表データなどをチェック。市場参加者の声を聞く。
③情報発信；短期見通しではファンダメンタルズ分析は不要。長期見通しで初めて活用。
④為替予測値の決定；中庸に陥りがちな理由。実勢相場の変化に伴い予測値が平行移動。
⑤メディアなどとの付合い；市場で溢れるノイズの源泉。

(2)為替相場予測の実践

①鳥の目、蟻の目、魚の目。マクロ情報とミクロ情報の融合。市場参加者の特性や運用制約などを理解し、経済変化や政策変化に対するその反応を予測する。相場の転換点は(潮目を読むには)嗅覚と勘で感じとるしかない。
②ファンダメンタルズ分析で重視する指標(構造要因と景気循環要因に分けて)。ファンダメンタルズ分析の限界をどのようにテクニカル分析で補っているか。
③国際収支分析。為替相場予測に特徴的なファンダメンタルズ分析。実際のフロー分析といかに整合性をとるべきか。

(3)為替相場予測の課題

①為替市場の特徴。通貨間の交換価値であるため価格の決定自由度が高く、流動性が厚い。短期売買を収益の源泉とする市場参加者が多い。期間の概念が薄弱。
②相場予測においても、ファンダメンタルズ分析への依存度が相対的に低く、フロー情報が重視され、テクニカル分析が多用される。
③一つの資産クラスとして為替市場は発展できるか。為替市場で期間のリスクをとる市場参加者の増加に伴って、ニーズが強まるファンダメンタルズ分析。その有効性は？

以上

戦略的デフォルト strategic defaults について

成城大学　福光　寛

この報告は2009年から2010年にかけてアメリカで話題になった「戦略的デフォルト論」について、どのような経緯があったか、またどのような論点がすでに示されているか。この議論から私たちは何を学ぶことができるか、などを述べるものである。

戦略的デフォルト strategic defaults は耳慣れないかと思われるが、2009 年から 2010 年にかけて、アメリカの報道では頻繁に使用された言葉である。アメリカのニュースに関心を払っている人の間では、アメリカでは住宅価値が減少して、住宅価値と住宅担保借入金額との関係が逆転している状態を underwater loan あるいは upside down loan と呼ぶことは、よく知られている（この状態は negative equity ともいえる）が、underwater の状況で、支払い余力のある債務者が債務不履行を決断することを戦略的デフォルトと呼んでいる。このようなデフォルトの存在を認めることは、オバマ政権下で開始された貸付条件見直し政策（loan modification: Home Affordable Modification Program）の前提にある、デフォルトが選択されるのは所得に比して住宅ローンの支払いが大きすぎるからだという単純な考え方を、正面から批判することになる。このデフォルトを批判する人たちが、略奪的融資 predatory lending とは逆に、借り手側を批判していることも注目される。

戦略的デフォルトは、2009 年夏に刊行された Guiso や Zingales らによる共同論文(2009)と、Experian/Wyman の報告書(2009)により、名称と定義が確立した。

住宅価値の大きな値下がりとデフォルトとの結びつきは、Paul Krugman のニューヨークタイムズへの寄稿(2007)に引用されている、ボストン連銀の調査報告 Gerardi(2007)に指摘が見られる。なおカードの支払い力を残してのデフォルトは、Cole&Morse(2009)によれば、予備的流動性選好として解釈する余地がある。

戦略的デフォルトは、2010 年 4 月から 5 月にかけて、NBC と CBS が相次いで看板とする報道番組で特集し、モルガンスタンレーによるレポートの公表も重なり、アメリカ社会の耳目を集めた。その過程でのアリゾナ大学の White とシカゴ大学の Zingales との論争が注目される。この論争は、strategic defaults を法学者の White が肯定し、逆に経済学者の Zingales が契約における信頼の意義を唱えて批判する興味深い展開になっている。

戦略的デフォルトについて、Lowenstein(2010）により商業用不動産でのノンリコースローンでの扱いとの対比がなされたことも注目される。昔からの論点であるが、アメリカの住宅ローンは、一部の州では当初の購入ローンについてノンリコースローンの提供が州法で定められている。戦略的デフォルトそのものの地域性もすでに明らかにされている。

戦略的デフォルトについての研究は、デフォルトを判断するうえで債務者の道徳観、社会的制約が影響すること、これらの制約が住宅価値の損失の程度によって変化することを明らかにしている。戦略的デフォルトをめぐる議論は、担保貸付を行ってその担保価値が著しく減損した時、債権者・債務者間でどのように調整を行うべきかという普遍的な問題にも関係している。金融研究者がこの論争から学び考察すべき問題は多い。

ノンバンク債権の証券化とオリジネーター破綻

横浜国立大学　高橋　正彦

近年、我が国では、消費者金融や商工ローン等のノンバンクを中心に、証券化案件のオリジネーター（原資産保有者）の破綻事例が続発している。現状では、大数の法則に基づいてリスク分散や信用補完を行った、オーソドックスなＡＢＳ（資産担保証券）等の証券化商品のデフォルト（債務不履行）は、僅少にとどまっている。ただ、証券化とオリジネーター破綻をめぐっては、多くの理論的・実務的な問題点が残されている。

法的・実務的に最も基本的な問題点である、真正売買や倒産隔離の要件に関しては、2002年頃に倒産法学者等の間で展開された「マイカルＣＭＢＳ（商業用不動産担保証券）論争」以降、議論が十分に深められているとはいえない。

将来発生すべき債権の譲渡・証券化後に、譲渡人（オリジネーター）が倒産した場合、当該将来債権譲渡がどのように取り扱われるべきかについては、法制審議会で 2011 年 4 月に部会決定された「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」のなかでも、論点の一つとして取り上げられた。

ノンバンクに特有の法的問題として、いわゆるグレーゾーン金利の貸付債権の証券化案件に関して、債務者からの過払金返還請求の相手方などの問題点が顕在化している。

ノンバンクの証券化におけるオリジネーターの破綻事例のなかで、最近、レタスカード（消費者金融）による架空貸付債権の混入、エスエフシージー（商工ローン）による貸付債権の二重譲渡という、フロード（詐欺）案件も発生した。前者の事案では、投資家は多額の損失を被った。後者の事案は、2010 年 9 月の日本振興銀行の破綻の一因にもなった。

この両社の証券化案件では、サービサー法上の債権回収会社が、破綻したオリジネーターに代わって債権回収を行うバックアップ・サービサーとして、実際に発動された。このうち、エスエフシージーの案件では、バックアップ・サービサーの発動が遅れ、現金準備金も不十分であったため、ＡＢＳの利払いが約定期日どおりに行われないという、流動性リスクが顕現化した。これを受けて、格付機関は当該ＡＢＳを大幅に格下げした。

武富士（消費者金融）の格下げにより、同社のＡＢＳの早期償還事由に抵触したため、償還スケジュールが前倒しされたが、それが同社の資金繰りを逼迫させ、破綻の引き金にもなった。結果的に、同社の社債等の投資家にも影響を及ぼすことになった。

クレジット・エンジニアリング（信用工学）としての証券化の仕組みは、本来、オリジネーターの破綻等による信用力の変化から、影響を受けにくいように設計されているはずである。しかし、現実の個別案件によっては、そのような前提を一般化することには、やや無理がある。本報告では、そうした諸論点に関して、幅広く整理・検討を行う。

The Safer, the Riskier:

A Model of Bank Leverage and Financial Instability

京都大学　敦賀　貴之

日本銀行　加藤　涼

本稿は、Diamond and Rajan (2009)の銀行のモデルに Allen and Gale (1998)の議論を応用し、銀行の最適なレバレッジと金融危機の発生頻度に関する考察を行う。Diamond and Rajan (2009)では、Allen and Gale (1998)とは異なり、銀行の資産サイド（貸付）の構造も明示的にモデル化している。本研究では、両者のモデルを組み合わせ、マクロ経済における流動性不足が及ぼす金融危機の発生頻度への影響を考察する。

本稿のモデルでは、ある確率分布に従う家計の流動性選好が危機を発生させる。流動性選好が極端に大きいとき、多くの預金が引き出され、銀行はデフォルトに陥る。従って、家計の現在消費に対する選好が強い時には、銀行がデフォルトに陥る確率は通常上昇する。ところが、本稿では、θ が「平均的に」小さくなるとき、銀行がデフォルトに陥る確率が逆に大きくなりうることが示される。これは、銀行が預金者の流動性選好が平均的には小さくなるために、銀行はレバレッジを高めて銀行のバランスシートを拡大し、大きなリスクをとるため、預金者の流動性需要が平均的にみてデフォルトを起こしにくくなっても、それを織り込んだ銀行のリスク・テイキング次第では、銀行がデフォルトに陥る確率が高まるためである。

Policy Responses under Inflation Targeting: A VAR Analysis with Sign Restrictions

Osaka Prefecture University　Minoru Tachibana

This paper examines how inflation-targeting central banks of five countries (Australia, Canada, New Zealand, Sweden, and the UK) have dynamically responded to the underlying macro shocks. To this end, we apply VAR models with sign restrictions, but minimum restrictions on the policy responses. The results show that, not surprisingly, the IT countries strongly and persistently raise their policy rates in response to a positive demand shock, meaning that they have attempted to stabilize both output and price volatility when there was no trade-off between the two volatility. On the other hand, no country shows strong, persistent monetary tightening in response to unfavorable supply and oil price shocks. This suggests that, even under inflation targeting, the countries have paid much attention to the output stability as well as the inflation stability, and thus the IT countries are not characterized as *inflation nutters*, but as *flexible targeters*.

長期デフレ不況の理論モデル
ーゼロ金利制約・テイラールール・産出ギャップー

早稲田大学　井上　智洋
早稲田大学　品川　俊介
中央大学　都築　栄司

Inoue and Tsuzuki (2011)と同様に、「持続的な技術進歩」と「ニューケインジアンフィリップス曲線」を含む DGE モデルを構築する。ただし、金融政策として Benhabib et al. (2001)で提示された「ゼロ金利制約を考慮したテイラールール」を採用する。その結果、「望ましい定常状態」と「望ましくない定常状態」の 2 つが発生する。産出ギャップがゼロになる望ましい定常状態を中央銀行が目指したとしても、期待の如何によっては望ましくない定常状態が実現することがある。後者の定常状態ではデフレーションを伴った産出ギャップがもたらされる。それはつまり、長期デフレ不況が発生する可能性を示している。

Benhabib, J., S. Schmitt-Grohe and M. Uribe (2001) “The Perils of Taylor Rules,” *Journal of Economic Theory,* 96, pp.40-69.

Inoue, T. and E. Tsuzuki (2011) “A New Keynesian Model with Technological Change,” *Economics Letters,* 110, 3, pp.206-208.

Loan Portfolio Adjustments of Regional Financial Institutions to Regional Economic Conditions in the Japan's Post-Bubble Period: A Panel Cointegration Analysis

大阪産業大学　石橋　尚平

地域金融機関の貸出金に関するデータと、都道府県の経済成長に関するデータとの間に共和分関係がみられるとしたら、それはある条件の下に両者間に、長期的につかず離れずのゆるやかな均衡関係があるからである。当論文では、そのような共和分関係がみられる地域金融機関は、リレーションシップ・バンキングの一つの機能である「異時点間の平準化」を十分に働かせていないという前提を置く。その上で、1992 年度から 2007 年度の期間に存続していた地域金融機関のデータと県民経済生産のデータを用い、パネル共和分によって、長期の均衡関係の推計を試みた。

その結果、地域金融機関のリスク・プレミアムと名目県内総生産の対数値との間に、共和分関係があることが見いだされた。その後都道府県別の同分析を行い、共和分関係が見いだされた都道府県にどのような特色がみられるのかを、プロビット・モデルを用いて分析した。また日本全体における上記の共和分関係から、短期の動学的変化を加えて誤差修正モデルを推計した。それらの結果から、長期的には、合併や破綻後の事業譲渡などによる地域金融機関の再編が、都道府県の地域金融機関の貸出残高におけるハーフィンダール指数を上昇させたとしても、必ずしも常に地域金融機関の「異時点間の平準化」を機能させるように働くとは限らないことが判った。

地域銀行による共同システムの導入効果

信州大学　山沖　義和

1990 年代後半に入り、平成金融危機を契機に大手都市銀行では合併等により金融再編が進み、規模の拡大が図られるとともに、その結果としてシステムも統合・合理化が進められてきた。一方、地域銀行（地方銀行・第二地方銀行）については、中には合併等によるシステム統合の事例もあるものの、その多くはシステム開発・運用の共同化を進め、システム投資費用の抑制を図ってきており、2010 年末には約 6 割に当たる 70 行弱が共同システムを稼働させ、システム共同化の構想を公表している地域銀行を含めると約 80 行となっている。特に、2005 年 4 月から 10 年 3 月までの最近 5 年間には地域銀行の約 4 分の 1 に当たる 30 行弱が共同システムを稼働させている。地域銀行は、システム共同化により IT 投資費用を抑制するとともに、最近は、預金・貸出などの事務処理手順の統一化を図るなど業務全体の共同化により効率化を図ることを目指している。

そこで、本稿では、2005 年 3 月期～10 年 3 月期の 5 年間を対象に地域銀行がシステム共同化に踏み切る誘因を明らかにするとともに、システム共同化によって参加行の貸出金利回りが受ける影響について検証した。

その結果、まずは、規模が小さい、あるいは、営業経費率が高い地方銀行がシステム共同化に踏み切っていることを統計的に明らかにした。

次に、2010 年 3 月時点で参加行数が 4 行以上である 6 つの共同システム(広島福銀共同・じゅうだん会・PROBANK・BeSTA・NEXTBASE・Chance)を取り上げ、トランス・ログ型費用関数に基づき各共同システムが営業経費に与える効果を推定することにより、開発対象とした銀行の特徴（規模や地方銀行・第二地方銀行の区別など)に見合った共同システムを導入しなければ経費節減効果が生じないことを示した。

また、システム共同化が貸出金利回りに与える影響については営業経費を通じた効果とそれ以外の効果があることを示した。特に、営業経費以外の効果については、小規模な地域銀行が導入している場合、競争上の理由から貸出金利回りを引き下げる効果が認められる一方、一定水準の県内貸出金シェアを持っている中規模の地方銀行が導入している場合、あえて金利競争する必要性が乏しく、貸出金利回りを引き上げる効果が認められることを示した。

キーワード：システム共同化、経費節減、貸出金利回り

Bank Deposit Interest Rate Pass-Through and Geographical Segmentation in Japanese Banking Markets: A Panel Cointegration Approach

経済産業研究所　内野　泰助

本稿は，銀行による市場金利（国債金利）から定期預金金利へのパススルー率を計測することで，日本における銀行市場が県別に分断されているかどうか(市場分断仮説)を検証する．市場分断仮説に関しては，これまで貸出金利を用いた実証研究が蓄積されてきたが，預金市場に関する分析は限られている．

定期預金市場は仮説の検証にあたり，標準的な寡占理論を適用可能という点において，より望ましい性質をもっていると考えられる．まず貸出市場の場合と異なり，預金者は預入額と満期が同一である限り同一の金利に直面し，また預金保険によって保護された預金に関する限り銀行毎に差異をつけることは難しく，差別化されていない財と考えることができるためである．

分析にあたっては，1999年3月から2010年3月までの地方銀行・第二地方銀行106行からなる店頭預金金利の月次パネルデータを用いて，Pedroni (2000, 2001)によるパネル共和分の手法を適用し，銀行別に長期パススルー率を計測する．銀行間クールノー競争の理論的結果からは，市場が県別に分断されている場合，得られたパススルー率と県別市場集約度の間には負の相関が想定される．本稿では，得られたパススルー率を県別に計算した預金市場のハーフィンダール指数に回帰したところ，負で有意な相関が検出され銀行市場の県別市場分断を示唆する結果を得た．

＜金融史パネル＞

テーマ：近代移行期における貨幣と信用
―決済の視点から―

座長　法政大学　靏見　誠良

パネルの主旨

歴史的に見ると、交換手段、計算単位、価値保蔵手段としての貨幣の機能は、時代や地域によって、さまざまな様相を示してきた。本パネル報告では、市場取引の媒介物としての貨幣の機能について、経済取引の決済に着目しつつ、近代移行期における社会内部での貨幣と信用の利用実態に即して検討することとしたい。

大胆に整理すれば、近世以前の社会においては、複数の貨幣が重層的に流通していた。取引の当事者たちは、交換手段として複数の貨幣を取引の局面や相手ごとに使い分けていた。経済取引の決済を行うための交換ないし支払手段としての貨幣は不足しがちで、これを商人・金融業者の信用や分権的な貨幣発行によって補ってきたほか、実物貨幣としては存在せず専ら計算単位としてのみ使用される「計算貨幣」を使用することもあった。近世の社会においては、貨幣と信用の提供を業とする金融業者が商人から独立した業態として成立しつつあったが、商人から完全には分化していなかった。この間の状況については日本でも多くの古典的研究が存在するほか、近年、商品流通に即した研究が進展しつつある。

これに対し、近代の社会においては、特定の地域内部で流通する貨幣は単一の体系に統一され、取引の当事者は、上記３つの機能を併せ持つ単一体系の貨幣（多くの場合、国民通貨）を使用することが想定されてきた。また、中央銀行―民間銀行のネットワークを通じた専業の銀行による貨幣と信用の提供が行われてきた。

しかしながら、前近代から近代への移行期において、貨幣と信用の利用実態がどのように変容したかについては、先行研究によってもなお実態把握が必ずしも進んでおらず、近世と近代をつなぐ研究の進展が待たれる。本パネルでは、こうした問題意識に立って、日本ならびにその比較対象としての中国を中心に、近代社会への移行期における貨幣と信用の利用実態について検討することとしたい。

〈金融史パネル〉

近世日本の貨幣・信用
―決済の視点から―

松山大学　岩橋　　勝

近代経済発展に際し政府による経済インフラ整備は多大な効果をもたらすが，それらのうち決済を円滑化させるための貨幣と信用の制度ないし法的整備は不可欠であった．その前提となる近世日本の状況を概括し，特徴を以下明示する．

徳川幕府は外交・貿易権や貨幣高権を掌握していた点で中央政府性を保持したが，二百数十の大名領が存在し，独自の分権的支配も並立した．ために金銀銭よりなる三貨制度の展開は地域的多様性を伴った．また，「鎖国」実施のため 17 世紀中期以降は海外地金市場と遮断され，地金は幕府に独占管理された．くわえて金銀鉱産は同時期以降急減したので，経済発展に伴う貨幣需要には悪鋳で対応するほかはなかった．

幕藩体制は別に石高制社会といわれ，地域的には相当程度発展した貨幣経済を，米を中心とする自給経済に逆行させる理念を内在していた．つまり，金銀貨は基本的に領主層の経済循環に必要なものとして限定的に供給された．しかし 18 世紀より徐々に地方や庶民の経済が進展すると貨幣需要は高まり，対応して 19 世紀にはいると悪鋳による幕府金銀貨や小額貨幣の増発，藩札・手形等の代用貨幣が西日本を中心に多く流通するようになった．

幕藩体制は元来軍事態勢であるため領主権力の強大性が意識されやすいが，その経済基盤である貢租システムに当初より欠陥があり，経済社会化が進んだ．マクロ的には農民所得は上昇し，地主制も生成した．幕府悪鋳貨や藩札は領主権力のみではもはや通用力を保持できず，経済原理が次第に浸透・拡延して行った．18 世紀末時点で中国・朝鮮と対比すると，日本は古代以来の先進 2 国にキャッチアップし，貨幣経済化が進んだ．

とりわけ 19 世紀中期までに西日本の大半で藩札が流通した．その発行システムは多様だが，藩の通用強制力のみでは流通持続し難かった．より安定的に通用したのは領内貨幣需要に対応したケースが多い．例えば，銀札ではなく銭札（両者折衷形態の「銭匁札」が多い）や，日常的に使用しやすい小額面札である．正貨兌換への信頼が藩札通用の基本だが，藩財政を支援する大坂両替商のみでも限界があった．究極的には通貨不足に悩む領内商人を中心に，自然発生的に振り出される松江藩連判札や熊本藩銭預札など，一種の共同体信用に支えられた紙券が藩札化するケースも珍しくない．

こうした共同体信用は資金融通や決済の場でも基本となっており，明治期に政府が意図した欧米システム導入によっても長く「旧慣」として残存し，商法制定・実施の際の障害要因となった．もとより近代的経済発展の基盤である市場経済的「契約」「法順守」が無制限の取引相手拡大契機となるが，近世日本では安定確実なこれら地縁的，人的信用が経済発展の大きな要因であったことは誤りない．

〈金融史パネル〉

近代移行期日本の貨幣・信用

流通科学大学　加藤慶一郎
日本銀行　　鎮目雅人

江戸後期の日本では、大坂を中央市場として、年貢米のほか様々な地方特産品が流通する全国規模の商品市場が形成されていた。天保期以降、人口の大部分を占める農民の間に商品経済が浸透し、中央市場である大坂を経由しないかたちでの各地域市場相互間の取引が活発化、開港に伴い民間レベルでの貿易取引が開始され、さらに明治維新後の地租金納化により各地域で米が商品として取引されるようになるなど、幕末維新期を通じて市場経済化が進展したが、近代的な全国市場の統一は 20 世紀入り後まで持ち越された（本城 2002）。

市場経済化が進展する中にあって、取引を媒介していた貨幣と信用についてみると、江戸期には、貨幣については、幕府発行の基準貨幣としての三貨（両金・匁銀・文銭）と藩の名義で発行される藩札が、地域毎の特性を孕みつつ重層的に流通する一方、両替商をはじめとする商人相互の顔のみえる関係に基づく信用のネットワークが経済取引の媒介の役割を果たしていた（岩橋 2002 ほか）。明治期に入ると、貨幣については、両建ての政府紙幣である太政官札に始まり、わが国最初の銀行券とされる為替会社紙幣、統一通貨単位としての円の導入と同時に発行された円建ての政府紙幣である新紙幣、当初兌換銀行券として導入されたが不換銀行券に転化した国立銀行券を経て、中央銀行である日本銀行が発行する銀貨兌換の銀行券が流通貨幣の中心を占めるに至る。信用面では、旧来の両替商・商人から、新設の国立銀行・私立銀行への移行が進展し（石井 2007）、最終的には、専業金融機関としての中央銀行―民間銀行のネットワークが経済取引を媒介する体制が整備されていく（靏見 2002）。

以上が、先行研究によって明らかにされてきた近代移行期における貨幣と信用の概観であるが、江戸期における分権的なシステムから、明治期における集権的なシステムへの移行の実態については、なお多角的な観点から検討を加える余地が多い。本報告では、上記の問題意識に立って、これまで米国の National Bank 制度に倣ったとされてきた国立銀行制度に着目し、制度の立案者達の意図、および、国立銀行が実際に果たしていた機能とその限界について整理する。とくに、既存の両替商・商人の信用ネットワークとの連続性に留意しつつ、発券機能を有する複数の銀行間のコルレス関係の構築という側面に焦点を当て、地方における事例を織り込みつつ、移行期における貨幣と信用の実相の考察を試みる。

参考文献は多岐にわたるが、以下にこれまでの研究を踏まえた最近の文献を掲げる。

・本城正徳(2002)「近世の商品市場」; 中西聡(2002)「近代の商品市場」; 岩橋勝(2002)「近世の貨幣・信用」; 靏見誠良(2002)「近代の貨幣・信用」: 桜井英治・中西聡編『流通経済史』山川出版社
・石井寛治『経済発展と両替商金融』(2007)有斐閣

〈金融史パネル〉

近代移行期中国の貨幣と信用

一橋大学　城山　智子

近年の中国経済史研究は、長距離交易を含む活発な市場での取引が、アヘン戦争の敗戦後に締結された南京条約による対欧米への開港（1842 年）に先立って、既に数百年に亘って行われていたことを明らかにしてきた。一方、そうした取引の手段として、銀と銅銭とが通貨システムの基礎を成していたことが指摘されている。市場での交換手段としてのみならず、徴税の手段としても、銀を使いながらも、その供給の殆どを海外に仰いでいたこと、また、そうした国外との銀流通だけではなく、国内での銀錠の鋳造と流通に政府が介入しなかったこと、そうした一方で、銅銭の流通には積極的な管理を行ったことは、中華帝国の貨幣制度の顕著な特徴であった（黒田明伸『中華帝国の構造と世界経済』名古屋大学出版会、1994 年。上田裕之『清朝支配と貨幣政策：清代前期における制銭供給政策の展開』、汲古書院、2009 年）。

それでは、19 世紀半ばの開港以降、1935 年の幣制改革によって、中華民国政府が中央・中国・交通という三行の政府系銀行が発行する法幣によって全国の通貨を統一するまで、中国の通貨・信用制度は、どのような状態にあり、そして如何に機能していたのであろうか。当時の中国の通貨制度については、発行の主体を異にする（中央・地方政府、民間の金融機関など）様々な形態の貨幣（硬貨、金属塊、紙幣）が、省或いは都市ごとに流通しているという状況を指して、「混沌（カオス）」であるとしばしば形容されてきたものの、その実態については未だ必ずしも明らかではない。清朝（1844 年～1912 年）末期から中華民国初期（1912 年～1928 年）にかけての、政治的にも経済的にも大きな転換点にあった時期の、中国の通貨・金融システムは、重要な研究課題として残されているのである。

本報告は、1929 年、プリンストン大学経済学部教授のエドウィン・ウォルター・ケメラーが、中国国民政府に招聘されて行った通貨制度に関する調査を手掛かりとして、この問題に考察を加える。中国各地の銀行・銭業公会や、スタンダード石油、英米煙草など中国国内で事業を展開していた代表的な欧米会社への聞き取りを行うなど、全国的な規模で行われた調査の報告書は、大恐慌前夜、そして幣制改革を行う前の、中国の通貨制度の実態を伝える、貴重な記録となっている。本報告では、調査のデータをもとに、全国の通貨の流通とその使途について概観した後、銀との兌換性を核として多種多様な貨幣が相互に結びついていた伝統的な中国の通貨システムのメカニズムを明らかにする。更に、そうしたシステムの機能と限界に関する知見を踏まえて、幣制改革が必要とされた要因についても検討し、前近代から近代への日本における貨幣と信用に関する変化との比較を試みる。

＜中央銀行パネル＞

テーマ：グローバル経済下の金融政策

座長　関西大学　本多 佑三

パネルの主旨

2008年9月アメリカの大手投資銀行のリーマン・ブラザーズが倒産すると、アメリカ金融界の混乱はアメリカ経済のみならず､瞬く間に世界経済全体を不景気のどん底に陥れた。先進各国は、政府の拡張的財政政策および中央銀行の金融緩和政策により、世界大恐慌の再来を一応は阻止したものの、多くの国で財政危機が表面化し、現在も予断を許さない状況が続いている。

リーマン・ショック後に米ＦＲＢ、イングランド銀行、欧州中央銀行が急激な緩和政策をとったのに対し、日本銀行は金融の量的緩和に消極的であったことが、日本円の実質実効為替レートの円高をもたらし、これが日本の実体経済に大打撃を与えたと、浜田・若田部・勝間（2010）は指摘した。現に、米、ユーロ圏の生産の落ち込みがそれぞれ３．８％と５．４％であったのに対し、日本の落ち込みは８．４％に達し、戦後最悪を記録した（Friedman and Kuttner, 2010)。金融危機の震源地がアメリカであったにもかかわらず、日本経済がアメリカ経済以上の打撃を受けたのは、金融政策の違いによっているというのが浜田他（2010）の主張である。

また、日米の円ドルレートを単純に眺めてみても、2007年１月時点で約１２０円だった為替レートは、2011年8月9日現在では７７円台まで円高になっている。この間、米ＦＲＢは５％台だったフェデラル・ファンド・レートを2008年12月には０～０．２５％に誘導し、その後も緩和の手を緩めず、バランスシートを急拡大させた。さらにバーナンキ米ＦＲＢ議長は、2010年8月頃から追加金融緩和を示唆し、実際に2010年11月から量的緩和第２弾（Quantitative Easing 2; QE2）を実施した。アメリカの一連の大胆な金融緩和が日米円ドルレートの変動に大きな影響を与えたことは間違いない。ユーロ圏では、財政危機に陥る国々がでてきており、救済金融措置を行わざるをえなくなっている。その結果が日本の為替レートや株価に波及してきているように見える。

以上の例から分かるように、現代は、１国の金融政策が、新興国経済を含め、他国の実体経済に大きな影響を与える時代になっている。

本パネル討論では、まず、世界同時不況以降今日にいたるまで、米ＦＲＢ、欧州中央銀行、日本銀行で採用された金融政策の実際をそれぞれ振り返り、検討する。また、３つの中央銀行の金融政策が自国経済､あるいは外国経済に与えた影響について論ずる｡さらに、３つの中央銀行による金融政策の果たした役割について論じ、現時点および今後の金融政策のあり方等について討論する予定である。

●引用文献

浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代、『伝説の教授に学べ！』2010、東洋経済新報社。

Friedman, Benjamin M. and Kenneth N. Kuttner, “Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?”, National Bureau of Economic Research Working Paper No.16165, July 2010.

〈中央銀行パネル〉

米国連邦準備制度の危機対応

神戸大学　地主　敏樹

米国連邦準備制度は､信用バブルの生成については相当の批判を被ることとなったが、バブル崩壊後の対応に関してはむしろ高く評価されてきた。伝統的な政策手段である利下げにおいても他国に先駆けたが､「信用緩和」と称した非伝統的な緩和策を賞賛する専門家が多い。機能不全となった諸金融市場に介入して大量に資産購入をすることで、急激に高まったスプレッドを、大きく低下させたというのである。

信用緩和については、導入当初、日本銀行が過去に実施した量的緩和との異同に注目が集まった。後者が国債という無リスク資産の購入によるベースマネーの拡大であるのに対し前者は「リスク資産の購入」であるとか、後者が中央銀行のバランスシートの負債サイドの規模に注目しているのに、前者はその「資産サイドの構成に意味」があるといった論調である。しかし、連邦準備がリスク資産の購入を行ったのは、危機直後の金融システム向けの流動性供給の時期（第１期）のみであった。

その後の第２期においては、（再国有化された）政府系住宅金融機関の保証する Agency MBS や発行する Agency 債と、長期国債という無リスク資産の購入に、連邦準備は注力したのである。ただ、この段階では、住宅金融市場への資金注入という意図があり、購入資産の構成に意味があった。しかし、次の第３期にさらなる緩和策として実施された QE２になると、連邦準備は長期国債の購入に専念しており、量的緩和との差異はほとんど消滅した。

振り返って整理してみよう。連邦準備が実施した非伝統的政策の基本は、各局面において米国金融システムの問題が直面していた問題に、ストレートに対応しただけであったことが判る。「リスク資産の購入」とか「資産サイドの構成」といった説明は間違っていないが、肝要なポイントではなかった。第１期はシャドーバンキング部門を構成する非銀行金融機関への流動性供給が必要であったし、それが落ち着いた第２期には住宅金融市場の信用収縮が課題であった。漸く第３期になって、ゼロ金利制約下でのマクロ経済に向けた金融緩和という課題に対応して、QE２を導入したのである。なお、QE２に関しては、日本銀行とは異なり国債の購入額と実施期間を明示している点は注目されるべきだろうし、ゼロ金利の継続のコミットメントの文言等の相違にも留意が必要だろう。

＜中央銀行パネル＞

経済・財政危機下での欧州中央銀行の金融政策
―近年の非標準的金融政策を中心に―

関西大学　高屋 定美

2008 年以降、欧州中央銀行(ECB) は従来の標準的な金融政策と共に、非標準的金融政策と呼ばれる期間一年あるいは半年での無制限での金融機関向け貸出、カバードボンドの購入、そして国債の購入などに踏み切った。一部の政策は既に終了したが、財政危機が勃発しており、財政危機国向けの金融措置を行わざるをえなくなっている。

本報告では、まず標準的金融政策である金利調節の効果、および非標準的金融政策の効果をユーロ圏において実証的に評価することを試みる。従来、わが国の量的緩和政策に関する研究をふまえ、非標準的金融政策に関しては時間軸効果やポートフォリオ・リバランス効果などを通じて、金融市場にどのような影響を与えるのかを検証する。また金融機関の企業価値に影響をどの程度及ぼしたのかについてもイヴェント・スタディーを通じて、現時点での評価を行う予定である。

さらに、欧州中央銀行だけでなく、連邦準備や日本銀行による、異例ともいえる金融緩和が継続されたが、それらがグローバル経済に与える影響を考察し、グローバル化された金融市場のもとで、どのような金融政策運営が望ましいのか、特に大国の立場から検討を加える予定である。

＜中央銀行パネル＞

金融危機後の日銀金融政策と短期金融市場

東短リサーチ　加藤 出

2007 年 8 月に勃発した欧州短期金融市場での流動性危機、2008 年 9 月の米リーマン・ブラザーズ破綻、そしてそれに伴う世界的な景気後退に対処するため、日本銀行は信用緩和策、無担保コールレート誘導目標引き下げ、補完当座預金制度（超過準備への付利）、長期国債買入れの増額、固定金利方式を含む短期資金供給の拡大、成長基盤強化策などを実施した。2010 年 10 月には「包括緩和策」と題して、新たな時間軸政策の採用、国債、CP、社債、ETF、J-REIT を対象とする資産買入れの開始、0～0.1%への無担保コールレート誘導目標引き下げを行っている。2011 年 3 月の東日本大震災後には、「札割れ」を前提にした事実上の“無制限”短期資金供給、資産買入等基金の拡大、被災地金融機関支援資金供給オペなどを行っている。

それらの政策は金融市場にどのような変化をもたらしただろうか。主に短期金融市場の金利形成、市場参加者のビヘビアに着目しながら、今次金融危機以降の日銀金融政策の効果、問題点を整理してみる。

また、米 Fed の金融危機後の金融政策の効果と問題、それを受けた米短期金融市場の動向を分析することで、日銀金融政策へのインプリケーションを探ってみる。2010 年 11 月に Fed が開始した大規模資産購入策第 2 段（いわゆる“QE2”）は、金融機関が保有するドル準備預金を約 6000 億ドル増加させた。しかし、そのほとんどは、米国における外国銀行の地区連銀口座に退蔵されており（米銀の ROA 重視及び FDIC 保険料回避姿勢が背後で影響している）、米国経済を刺激することには至っていない。今年 6 月以降、米国の M2 は急激な伸び率上昇を示しているが、それは欧州ソブリン危機を警戒した MMF のリスク回避行動など特殊要因によるものであり、“QE2”の効果ではないことに注意が必要である。

日銀に比べると、Fed は投資家に対するアナウンスメント効果を巧みに利用している。“QE2”は、そのアナウンスメントの影響力によって、投資家のポートフォリオを一時的にリバランスさせた。しかし、“QE2”は、Fed 資産のデュレーション長期化に伴う出口政策時の困難、財政上のモラルハザード惹起の恐れ、という深刻なリスクも抱えている。事後的に振り返れば、“QE2”は国際金融市場におけるドル凋落の大きなきっかけのひとつだった、という評価になる恐れがあると思われる。

アラン・メルツァー・カーネギーメロン大学教授は、最近の米紙への寄稿で、「Fed は自分たちの行動の長期的な帰結を全く議論していない。それは誤りだ」とバーナンキ議長の姿勢を批判している。日銀も含め、アンコンベンショナルな金融政策を行う中央銀行の評価は、そういった長期的なリスクも踏まえた上でなされるべきと考えられる。

始値の効率性検証
―９ヵ国 10 日次株価指数の分析―

学習院大学　辰巳　憲一
学習院大学大学院生　趙　　潮

前日の取引終了時刻から該当の日の取引開始時刻までの間には、国内で事件事故が生じたり、時差の関係で日中になり経済活動の行われている世界各国から様々なニュースが流れ込む。それに応じて、投資家は戦略を（場合によっては度々）練り直す。日の始値は、そうした動きが集約されている株価である。この点は、例えば Biais-Hillion-Spatt (1999) などの実証研究でほぼ確かめられている。そのために、始値はその日の値動きの方向性を占う注目度の高いものと考えられている。

本研究では、このような始値が形成される過程の情報効率性を問題とする。始値に関しては、寄前気配を使った分析がいくつかある。さらに始値形成の効率性分析以外に、曜日効果、ボラティリティの国際的伝播などの分野で、先行研究が早くからある。始値を分析に導入する意義は、情報量の増加である。例えば、国内市場ボラティリティの原因としての他国からの影響を詳しく分析できるようになる。

本研究は、1986 年以降 2008 年までの世界の９ヵ国 10 種（DJIA 、NASDAQ、Nikkei225、Hang Seng、STI、KS11、FTSE、CAC、DAX、SSEC）の日次株価指数で公表されている４本値のうち始値と終値を調べて、始値の効率性を Barclay-Hendershott (2008) などに従った伝統的な効率性検定、投資戦略のパフォーマンス、等などの視点から検証する。また Nikkei225 の寄前気配情報公表が始まった 2000 年 12 月 25 日以降を後半期として、サブサンプル期間と全期間の検証を行う。10 指数のうち効率性を達成しているのはどの指数で、いつごろからなのだろうか、をこのような時系列データから明らかにする。

本研究では、伝統的な効率性概念から、世界主要国のうち NASDAQ やフランスの CAC、さらにはそれらに続いて FTSE、Hang Seng、などの始値の効率性は後半期に達成されている事実をいくつかの観点から示した。

寄前気配やビッド・アスクド・スプレッド、などのデータではなく、始値データそのものをクロスセクショナル（グローバル）時系列的に用いて、検証した。Amihud-Mendelson (1991)、Biais-Hillion-Spatt (1999)、Chen-Cai-Ho (2009) などの一部指数（米国、フランスや中国の国内指数）に存在する先行研究の計測結果とも矛盾しない形で、ほぼ満足できる結果をえた。

Borrowing Behavior and Attitudes towards Risk and Time：Experimental Approach

Ritsumeikan University　Hiroshi Izawa
Kinki University　Grzegorz Mardyła

We investigate experimentally potential links between individual propensity to borrow and attitudes towards risk and time, the latter represented respectively by risk aversion coefficient and individual discount factor. To obtain both above-mentioned measures we employ a joint elicitation procedure using a multiple price list design. We further employ a novel experimental construct akin to a consumption/financial planning setting to examine individual propensity to borrow.

Straightforward cross-analysis of our participants' intrinsic attitudes towards risk and time against their exhibited borrowing behavior allows us to conclude that it is the individual discount factor and not the risk aversion coefficient that could potentially explain and predict individual borrowing. Whilst we find no correlation between diversity in risk attitudes and inclination to borrow, higher individual discount factors correlate significantly with number of loans undertaken. Moreover, this is only the case whenever depreciation rates on the available consumption bundle match individual discount rates – discount factors have no predictive power if the discount rate on the value of consumption is exogenously set.

From the methodological perspective, this project offers support to the technique of artificially shrinking a time-frame in a decision task in economic experiments. The consistency between individual discount factors elicited in one stage of the experiment and the decisions made in a later stage in a consumption/borrowing game based on the earlier elicited coefficients strongly indicates viability of experiments with reduced time-frames.

Finally, our results can be put to immediate practical use in the consumer finance industry and have potentially important implications for policy-making. Knowledge of individual time preferences should allow for better loan provision and more effective regulations of the banking and finance industries.

所得不確実性、危険回避および消費行動
―日本の経験(1987-2009)―

神戸大学大学院生　田村　英朗

消費のオイラー方程式の実証分析は現実のマクロ経済における恒常所得仮説の妥当性を検証する主要な手段であり、CRRA（相対的危険回避度一定）型効用関数を中心に多くの研究が蓄積されてきたが、主観的割引率についてはほぼ安定的な推計結果を得る一方、相対的危険回避度についてはマイナスあるいは異常に低い正の値が推計されるなど不安定な推計結果も多く報告されてきた。これらの分析に用いられた消費のオイラー方程式は消費成長率および資産収益率の二変数を説明変数とするが、所得の不確実性が個人の消費経路に影響を与える予備的貯蓄効果を考慮しないことが、相対的危険回避度の推計結果を不安定なものにしているものと考えられる。

そこで本稿では、前記の消費成長率・資産収益率に所得の不確実性指標の成長率を加えた三変数を説明変数とする消費のオイラー方程式を定式化し、1987 年-2009 年の日本の月次データに基づく予備的貯蓄効果を考慮した GMM 推計を行った。その結果、従来モデルよりも過剰識別制約条件によるモデル評価が改善し、相対的危険回避度の推計結果がより安定的となることが確認された。更に、推計期間を区切って精査すると、バブル崩壊後における相対的危険回避度が低下傾向にあり、所得不確実性の上昇およびゼロ金利政策の長期化が家計の動学的最適化の前提となる危険回避行動へ影響を及ぼした可能性があることが判明した。

また、補論として、Mehra and Prescott(1985)および Mankiw and Zeldes(1991)による米国のエクイティ・プレミアム・パズルの議論への本モデルの適用例を考察し、適切な所得不確実性指標の選択の下で、問題となった過大な相対的危険回避度の推計結果を大幅に改善可能であることが確認された。

Balance of Payments Stages in the World over Three Decades

Seikei University　Masanori Ono

This paper classifies 175 countries over just 30 years according to the balance of payments stages that Crowther (1957) used in proposing a hypothesis that the stage depends on the progression in a nation's development. This investigation demonstrates that a nation's stage in the balance of payments has a nonlinear relationship with its economic development. A country at the stage of immature creditor-lender enjoys higher GDP per capita than at any other stage in its development. It is also remarkable to report that about 25% of countries in the world lend money to the rest of the world in almost every year.

短期金融市場育成とベンチマーク金利の役割
―タイのケースを中心に―

文京学院大学　絹川　直良

アジア通貨危機の後、危機再発防止に向けて、チェンマイイニシアティブの創設・強化や ABMI と呼ばれる債券市場整備の動きが生まれた。これらの方策は ASEAN+3 のメンバー国内ではめざましい成果を挙げていると評価することができる。しかし、各国短期金融市場整備については各国あるいは中央銀行のフォーラムにゆだねられた形になっている。

東アジアではオンバランス取引の拡大をベースに短期金融市場整備を進めたところ（日本、韓国）とオフバランス取引の拡大をベースに進めたところ（香港、シンガポール）がある。このように、後に続く新興市場にとっては、モデルは単一ではない。加えてそれそれが置かれた様々な条件に対応していく必要がある。タイの場合は、地場銀行の力が強い中で、金利の受け払いを伴う取引が長く課税されてきたが、最近漸くその税率が下がり、短期ベンチマーク金利の利用促進が可能な状況となった。中銀もベンチマーク金利の利用に積極的である。しかし、ベンチマーク金利の利用は進んでいない。

厚みある短期金融市場の育成は、外的なショックに対する備えとしても有効である。東アジアの各国金融市場で、日本の経験も踏まえたアドバイスを行うことが必要と考えられる。ここでは、韓国など他市場にも目を配りつつ、特に、タイの短期金融市場で短期ベンチマーク金利の利用を定着させる手立てについて考察する。また、ベンチマーク金利の限界にも触れる。

新興国の供給ショックと先進国の低インフレ
―3 カ国 DSGE モデルによる考察―

日本銀行　岩崎　雄斗
アジア開発銀行研究所　河合　正弘
日本銀行　平形　尚久

中国をはじめとする新興国の供給能力の拡大により、世界貿易に占める新興国のシェアは拡大を続けている。同時に、先進国において、新興国からの輸入シェアは、近年大幅な上昇を記録している。新興国は先進国との比較において低賃金国であることから、こうした国からの安値品の輸入拡大は、米国、欧州、日本などで見られるインフレ率の低下の一因ではないか、との指摘もなされている。一方で、高い成長率を記録し、生産性の上昇率が高いと考えられる新興国では、高いインフレ率を記録している。さらに、先進国の中でも、日本は、他の先進国と比べてとりわけインフレ率が低下している。本稿での目的は、新興国での高インフレと先進国の低インフレという現象と、先進国の中でも日本のインフレ率が低いという現象という二つの現象と新興国の正の供給ショックによる貿易財供給の拡大の関係を考察することである。

まず、中国をはじめとする新興国の供給ショックが、先進国のインフレ率を引き下げたか、との点に関して、米国での先行研究である Auer and Fisher(2010)にしたがって実証分析を行ったところ、日本も米国、欧州と同様に新興国の供給ショックが有意にインフレ率を引き下げたことが示された。さらに、日本では、米国、欧州と比べて、新興国の供給ショックのインフレ率に与える影響度合いが大きいことが示唆する結果となった。こうした実証結果を基に、3 カ国モデルを用いて、新興国の供給ショックの影響を分析した。ここでは、日本と他の先進国（米国）の貿易構造の違いに着目し、この違いが新興国の供給ショックの影響度合いに違いをもたらすか、を検証した。シミュレーションの結果、現実的な条件のもとでは、新興国の供給ショックの影響が、日本の方が大きくなることが示された。

The Effect of Financial Development and FDI Spill-over on Regional Economic Growth in China: Analysis based on Provincial Panel Data

Graduate School of Economics, Kyushu University　Zheyi Liu

Through an FDI technology spill over absorptive capability function which contains a variable of financial development and a variable of technology gap between local and foreign enterprises, we study the relationship between financial development, technology gap between local enterprises and MNEs, and regional economic growth. Then we use China's provincial panel data from 1998 to 2007 to carry out the econometric tests. Both theoretical analysis and econometric test show that the level of financial development and the technology gap between introduced foreign advanced technology and local technology play an important role in one region's absorptive capability of FDI technology spill over effect, as well as in regional economic growth. At present, the low efficiency of financial market and the introduced foreign technology that is beyond local enterprises' absorptive ability are not beneficial for the positive effect of FDI spill-over. Therefore, regions need to improve the efficiency of financial market in the allocation of capital. Meanwhile, when introducing FDI, regions should estimate the level of existing technology and then introduce the most favourable foreign investment which could bring the positive effect of FDI technology spill-over and promote regional economic growth.

Key Words: financial development, technology gap, absorptive capability, regional economic growth

ユーロ圏ソブリンリスクの国際波及と危機対応融資
―国債利回りのボラティリティ分析―

アジア開発銀行研究所　増田　篤
国際協力銀行　　大重　斉

2009 年 10 月、ギリシャの新政権が財政赤字の実績値および予測値を上方改定したことを契機として、ユーロ圏の一部の国でソブリンリスク問題が浮上した。国債のスプレッドが顕著に上昇、格付け機関が国債を格下げしたためレポマーケットが機能不全に陥り、ECB は流動性支援継続のため、国債担保基準を緩和せざるを得なくなった。2010 年 10 月にはギリシャが、11 月にはアイルランドが、さらに 2011 年 5 月にはポルトガルが、IMF と EU から金融支援が成立したが、2011 年 6 月現在、これらの国の国債のソブリンリスク・スプレッドは危機発生以前の水準に低下しておらず、高いボラティリティが継続する状態が続いている。

ユーロ圏加盟諸国は、IMF と共同してギリシャ、アイルランド、ポルトガルの 3 カ国に対する個別国を対象とした金融支援を実現するにあたって、従来、国際収支支援をユーロ未参加の EU 加盟国に限定してきたという制度設計を変更した。ユーロ加盟国に対する危機対応融資のメカニズム（EFSF および EFSM）を創設、協定改正もおこなって 2013 年からはそれらを統合して欧州安定化メカニズム（EMS）として恒久組織化するという「支援機構の制度化」も行っている。

本稿では、第 1 にユーロ圏諸国の国債利回りを用いて、ユーロ圏ソブリンリスクの国際波及を検証する。ギリシャにおける財政赤字問題が顕在化した後、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの 3 カ国については、ソブリンリスクのスプレッドが有意に上昇したことに加えて、これらの 3 カ国については、利回りのボラティリティが有意に上昇した、という結果が示される。ギリシャ問題発生以降、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの 3 カ国はボラティリティが有意に高まったが、その他のユーロ圏諸国については統計的に有意なボラティリティの上昇が確認できなかった。ソブリンリスク国際波及におけるボラティリティ・スピルオーバーのチャンネルの重要性が示唆される。

第 2 に、こうした IMF 支援や EU における危機対応融資の制度改革が、ボラティリティ沈静化効果をもったかどうかを、イベントスタディの手法を用いて検証する。支援決定のニュースは重要な要因であるが、IMF のアナウンスメントが全体として個別国の利回りに有意なインパクトを与えるとは確認できなかった。IMF 支援そのものの透明性に加えて、国債リストラクチャリングについての透明性を増大することが、国債市況の早期沈静化に有用と考えられる。

ベトナムにおける銀行制度と金利形成

新潟大学　伊藤　隆康

本稿では、ベトナムにおける銀行制度を明らかにした後に、金利の連動性やトランスミッション効果の観点から金利形成につき、計量実証分析を試みた。具体的には、短期の指標金利であるVNIBOR（Vietnam InterBank Offered Rate）と長期金利である国債利回りを用いて、次に述べる3種類の分析を行った。(1)国内銀行が提示する短期金利と外国銀行が提示する短期金利の連動性とトランスミッション効果を検証した。(2)国内銀行と外国銀行のそれぞれが提示する満期が異なる短期金利間における連動性とトランスミッション効果を検証した。(3)短期金利と長期金利である国債利回りを用いて、国内銀行と外国銀行のそれぞれが提示する短期金利と国債利回り間における連動性とトランスミッション効果を分析した。

こうした分析の結果、以下にあるようなインプリケーションを得た。

(1)国内銀行と外国銀行の金利市場は分断されていて、競争的な金利形成はなされていない。こうした分断現象が確認できる一方で、金利の提示において外国銀行は国内銀行の影響を受けている。言い換えれば、貸出のベースとなる指標金利の提示において、国内銀行が主導権を握っていると推察できる。このことはベトナムにおける外国銀行の貸出シェア（2007年9.01%、2008年10.15%）が低く、国内銀行が貸出市場の約9割のシェアを握っていることと平仄が合う。

(2)外国銀行は短期金利の提示において国内銀行からの影響を受けているものの、独自の金利形成を行っている可能性が高い。国内銀行に比べて金融技術に優位性がある外国銀行は、金利裁定や金利期間構造などの理論に基づいた形で、短期金利を提示していると推測される。

(3)短期金利と国債利回りとの連動性は観測されなかった。また、短期金利から国債利回りへのトランスミッション効果は限定的であるといえる。一方で、国債利回りが概ね短期金利に影響を与えていたことから、国内銀行と外国銀行は短期金利の提示において、国債市場の影響を受けている可能性が示唆された。

キーワード： ベトナム、銀行制度、短期金融市場、VNIBOR、国債市場
JEL Classification：E44, E52, G10

企業の創出、規模と銀行間競争

広島大学　式見　雅代

本論文では、地域金融市場における銀行間競争が新設事業所数や事業所の規模・数に与える影響について、実証分析を行った。分析から、無形資産比率の比較的高い産業では地域金融市場が寡占的であるほど、新設事業所数は少なく、事業所の数も少なく、事業所の規模は大きいことが発見された。この結果は、地域金融市場の寡占度が高いほど情報の非対称度が高い企業への信用供与が行われにくく、企業が創出されにくくなっていることを示唆する。

中小企業金融における銀行と借り手の情報格差について
―担保と貸出金利の相関性に関する検証―

みずほコーポレート銀行　小林　俊之

中小企業金融では、資金の貸し手である銀行と資金の借り手である中小企業の間に、借り手の私的情報に関して格差があるといわれる。すなわち、銀行は中小企業である借り手の信用力や事業継続性に関する正確な情報を入手することが難しく、このような情報格差を埋めるためにリレーションシップバンキングの強化が有効であるとされる。銀行と借り手のこのような情報格差の存在は間接金融の研究においては普遍的な前提となっており、特に、借り手が中小企業の場合には情報の非対称性の度合いが大企業向け貸出よりも大きいとみられている。

ところで、中小企業金融における銀行と借り手の間の情報格差はどの程度深刻な問題なのだろうか。銀行の貸出資産の健全性が叫ばれている今日において、銀行が借り手の信用力を全く把握せず、許容できるリスクかどうかを判断しないままに貸出を実行するということは考えにくい。銀行は借り手が中小企業であっても、借り手の返済確率をある程度予測し、貸出金利の設定や担保の必要性を判断しているのではないか。そうであれば、中小企業金融に関する研究についても、情報格差が大きいという前提は見直される必要があるかもしれない。

このような問題意識から、本論文では中小企業金融における銀行と借り手の情報格差の程度を検証する。すなわち、銀行の担保取得行動と貸出金利の連関性を検証することによって、銀行の担保取得動機が、「逆選択回避型」なのか、「貸し倒れリスク回避型」なのかを類推する。担保と貸出金利が代替的であれば逆選択回避型、同調的であれば貸し倒れリスク回避型である。さらに、逆選択回避型であれば、銀行と借り手の間には事前情報の非対称性があり、銀行は借り手の信用力を正確には評価できないということが推測され、一方、貸し倒れリスク回避型であれば、銀行と借り手の間における事前情報の非対称性はそれほど大きくはなく、銀行はある程度借り手の信用力を事前に評価できるということが推測される。

以上

東日本大震災が中小企業に与えた影響
―全国中小企業景気動向調査結果より―

信金中央金庫　品田　雄志

３月 11 日に発生した東日本大震災は、多くの人命を奪うとともに、設備の破壊とサプライチェーンの寸断、自粛ムードによる個人消費の落ち込みなど、産業全体に多くの二次的な被害をもたらした。この影響は、中小企業においても倒産の増加などの形で現れつつあるものの、その全体像をつかむのは困難である。

そこで、本報告では、信金中央金庫が実施している「全国中小企業景気動向調査（注）」の結果に基づき、東日本大震災が中小企業にどのような影響を与えたかについて、産業別、地域別などのデータを用いて、クロスセクション分析を行う。

（注）「全国中小企業景気動向調査」は、信金中央金庫 地域・中小企業研究所が全国の信用金庫の協力の下、四半期ごとに取りまとめを行っている調査である。調査対象企業数は約 16,000 社で、中小企業のみを対象とした景気動向調査の中では国内最大規模のサンプル数を誇る。また、従業員数 20 人未満の小規模企業がサンプル全体の約 70%以上を占めていることが最大の特徴であり、「全国企業短期経済観測調査（「日銀短観）」における「中小企業」と比較しても、より小規模の企業が調査対象の中心となっている。

（備考）本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、信金中央金庫あるいは信金中央金庫 地域・中小企業研究所の公式見解を示すものではありません。

〈共通論題〉

テーマ：東日本大震災後の復興のための金融・資本市場の課題

座長　一橋大学　小川　英治

共通論題の主旨

東日本大震災の復興策を検討する政府の復興構想会議では復興財源となる「復興債」の償還財源として臨時増税による収入をあてる方針を確認している。また、被災自治体向けに新たな交付金や基金を創設することや、特区制度の活用も掲げられている。

共通論題では報告者の 4 氏のうち、伊藤隆敏氏からは今回の東日本大震災と福島原発による被害推計と復興プランについての提言、河合正弘氏からはアジア諸国の過去の被災で作られた国際的な「アジア津波其金」などの事例研究、土居丈朗氏からは財政の側面から見た復興債の発行や復興税のありかた、関雄太氏からは復興に際しての民間ファンドや PFI の活用、などを軸として報告が行われる。

また、討論者の 2 氏のうち鴨池治氏からは、今回の東日本大震災の被災地の立場から、また地主敏樹氏からは 1995 年 1 月に発生した阪神･淡路大震災からの復興経験を踏まえ、それぞれの研究の知見により、報告者 4 氏の報告についての討論がなされる。

共通論題では、以上の報告・討論から東日本大震災後の復興のための金融・資本市場の課題を明らかにするとともに、日本の復興にむけた道筋を探りたい。

〈共通論題〉

震災復興の３原則

東京大学　伊藤　隆敏

（1）日本経済新聞、経済教室、「震災復興政策」（経済学者 11 人の提言）、2011 年 5 月 23 日　　経済学者 113 人の提言。「震災復興への 3 原則」
http://www.tito.e.u-tokyo.ac.jp/j_fukkou2011.htm
復興の 3 原則
（1）世代間の公平性、（2）市場の活用、（3）持続可能性
具体的には
1．震災復興費用の負担について
　次世代へのツケまわしはすべきではない。労働力人口（20―64 歳）はこれから 10 年で、8%（700 万人）減。震災復興費用は増税で。「増税か、国債か」という選択肢の立て方は間違い。正しい選択肢は、「今生きている世代が負担するのか、将来世代が負担するのか」ということ
2．電力不足対策は、市場メカニズムを使ってピークシフトを
　一律削減は効率的な資源配分を実現しない。
3．将来も持続可能な街づくりを
　高台移転、コンパクトシティー、エコタウン
そのほか参考資料
（２）伊藤隆敏「復興の長期的視点」（毎日新聞、2011 年 3 月 17 日）
抜粋。「真の復興とは、震災以前と全く同じ街並みと生活・産業インフラを復活することではない。」「震災からの再建には、居住地域の集中（コンパクトシティー化）が選択肢だ。」「産業インフラも全く同じものを作り直しても、産業力が戻るとは限らない。 阪神大震災後、神戸港湾施設を見事に復興したが集荷は戻らなかった。東北地方でも、震災以前の農地や道路をそのまま復興しても、農業力は復活しないかもしれない。」「借金を増やさずに予算を拡大させる「連帯消費税」導入も必要だ。」「関東大震災の４年後に昭和金融恐慌が起きた。繰り返してはいけない。」
（３）伊藤隆敏「原発問題と国際交流」（毎日新聞、2011 年 3 月 24 日）
「とりあえず新学期開始を５月の連休明けまで延期」
（４）伊藤隆敏「疎開学校」（毎日新聞、2011 年 3 月 31 日）
「震災の避難所や原発周辺地域から、小中学校ごとの東北、関東以外の全国への「疎開」だ。」「廃校を再開、利用させてもらう。校庭に仮設住宅（寄宿舎）を建て、ついていける親と一緒に」
（５）伊藤隆敏「復興財源の捻出と政治の役割」（週刊「東洋経済」、4 月 23 日号）
（６）伊藤隆敏「原発再稼働の条件を再考せよ」（週刊「東洋経済」、7 月 9 日号）
（７）ＴＣＥＲ特別企画、日本経済新聞、ゼミナール「復興への経済戦略」25 回連載。2011 年 8 月。うち、伊藤隆敏「政府の役割、社会基盤の再構築で主導必要」（第 20 回）、鯉渕賢「街の再建、都市機能集積させ財政難に対応」（第 21 回）、伊藤隆敏「原発政策、利益相反解消し安全規制を徹底」
原田喜美枝「食品安全、風評防止に情報公開不可欠」、伊藤隆敏「農林水産業、生産性向上へ農地・漁港を集約」

〈共通論題〉

大規模災害後の復興と財政リスク

アジア開発銀行研究所　河合　正弘

今回の東日本大震災は、大規模な自然災害が発生すると、政府の財政負担を大きく高めうることを示した。被害総額16.9兆円（内閣府）はＧＤＰの3.4%、国の財政収入（公債発行金を除く）の35%に上り、政府が吸収できる範囲内ではあるが、決して小さくない金額である。しかも、少子高齢化の到来で、社会保障費増大の圧力が増し、かつ公的債務がＧＤＰの200に達する状況では、震災復興費用の捻出は容易な問題ではない。将来も大規模な自然災害が再び発生しうることを考えると、それが政府の財政基盤を大きく傷つけないような仕組みをつくっていくことが必要だ。発展途上国の場合には、災害による経済的な損失が政府の財政負担能力を大幅に上回るケースがあり、災害に備えた財政的な措置をとることが現実的な課題になっている。

自然災害が発生したときには、緊急支援(relief)・復旧(rehabilitation)・復興(reconstruction) に対応した機動的な財政支出が要請される。通常は、①義捐金などの無償支援、②財政支出の振り替え、③国内・海外借り入れ（国公債の発行）、④増税、など「事後的な」対応策が用いられる。しかし、従来十分に考慮されてこなかった「事前的な」対応策―⑤災害に備えた財政予備費の計上、⑥災害準備基金（ディザスター・ファンド）の創設・積み立て、⑦災害時の融資枠組み契約の締結、⑧代替的なリスク移転メカニズムの活用―の重要性が高まっている。後者のうち、近年関心をもたれているのが⑧で、通常の保険・再保険制度、パラメトリックな保険・再保険制度（客観的に確認できる事象が起きたときに保険金を請求できるもの）、大災害債券（キャット・ボンド: 大災害が起きたときに元本の返済が免除される債券）の発行などがある。⑥と⑧を組み合わせた、カリブ海諸国の「大災害リスク保険ファシリティー」（CCRIF）は国際的な注目を浴びている。

日本政府は、将来の大規模災害に向けて、次のような対応を行っていくべきだ。第一に、災害リスク管理態勢を強化し、あらかじめ十分な防災対策を行って、災害による人的・物的な被害を最小化させることだ。第二に、個人の住宅や企業の施設・機器については、民間の災害保険に加入するよう促し、保険制度が不十分であればより充実したものに制度を変えていくべきだ。民間保険によって被災からの修復がかなりの程度行われれば、政府の財政負担が軽減される。第三に、民間部門が復興に関わりやすい環境を整えることで、民間資金の導入を促すことだ（たとえば商業ベースに乗り易い施設の再建・運営や都市開発に関するＰＩＦやＰＰＰの強化）。それによって、政府の財政負担を軽減できる。第四に、地方自治体レベルで機動的に災害に対処できるようにするために、事前的な資金手当ての枠組みを整えることだ。

さらに今回の東日本大地震を契機に、日本はアジア地域における災害リスク管理のための協調体制つくりに貢献することができる。第一に、アジア各国がそれぞれ統一的・包括的な災害リスク管理の枠組みをつくり、強化すること、第二に、中央政府だけでなく地方政府の災害リスク管理能力（資金力を含む）を高めること、第三に、事前警報システムの構築、災害後の緊急支援・復旧・復興の各局面で相互協力の枠組みを作ること、第四に、アジア地域にアジア版ＣＣＲＩＦを構築して、災害リスク分散とリスク移転を図ること、第五に、アジア域内で国・地方政府が大災害債券（キャット・ボンド）を容易に発行できる態勢を整え、もってアジア債券市場の強化に資すること、などが挙げられる。

〈共通論題〉

震災復興期における経済財政政策

慶應義塾大学　土居　丈朗

震災復興期における経済財政政策の運営は、団塊世代が 75 歳以上となり高齢化が本格化する 2020 年代までに、いかに復興を成し遂げグローバル化する経済に適応できるかが問われる。本報告では、震災復興期における経済財政政策をいかに運営すべきかについて焦点を当てる。

まず、震災復興期には、復興のための財政支出だけでなく高齢化に伴う社会保障費の自然増の財源をどのように賄うかが重要な論点となる。さらには、電力不足と原発事故の損害賠償がもたらす財源負担も考慮しなければならない。特に、どの税目や手段で財源を賄うかと、どのタイミングで財源負担を行うかが鍵となる。どの税目や手段で財源を賄うかは、税がもたらす資源配分の歪みや租税の帰着、さらには我が国の公社債市場の構造等を考えなければならない。課税のタイミングを考えるうえで有益なのが、課税平準化理論である。

被災地の復興を具体的に進めるには、民間活力を積極的に利用するだけでなく、行政体制をうまく活用することも求められる。これまでの我が国の行政は、中央省庁の縦割り行政（割拠主義）やより中央集権的な体制による非効率が問題視されてきた。それを打開して被災地の復興を進めるには、東北地方だけ先行して道州制を導入するという発想も有用であろう。

＜共通論題＞

民間資金の活用

野村資本市場研究所　関雄太

復興プロセスにおける金融・資本市場の役割を考える際、「復旧段階」と「復興段階」の二段階に分けて考えることができよう。

仮設住宅建設やがれき撤去など、毀損した被災地域のライフラインの機能回復を目指す「復旧段階」においては、事業からのキャッシュフローはほぼ見込めない。また、被災者の生命・生活に直結する事業で緊急性が高いことから、復旧段階では政府が主導的な役割を果たすべきであり、費用負担も政府が負担せざるをえないと考えられる。財政規律を維持するため、まずは歳出削減による財源の捻出を検討すべきである一方、資金が不足する場合には、償還財源の確保を前提として市場から国債で調達する必要がある。十分な資金を円滑に調達するためには、財政の先行きに対する市場の懸念を解消するに足るビジョン・ロードマップの提示や投資家に対するインセンティブの提供などが不可欠であろう。

「復興段階」では、上下水道施設の再整備や港湾・空港の補修・拡充、都市開発など、キャッシュフローが生まれるインフラ事業も出てくるため、民間の参入余地が生まれる。そもそも、行政の人的負担や財政負担の大きさを考えれば、再興に関わる全ての事業を政府・自治体だけで行うことは容易ではなく、民間資金が導入されれば、民間もより強い責任感をもって復興事業に参画し、いっそうの創意工夫も促されるのではないか。

改正 PFI 法案の成立を背景に、インフラ復興事業への PFI の積極導入と、PFI 事業者に民間からの資金を政府からの支援と組み合わせて提供するインフラファンドの組成、特定事業のキャッシュフローを裏付けとしたレベニュー債の発行などは、民間資金活用の一案として考えられる。また、不動産投資信託（J-REIT）は、すでにキャッシュフローを生み出している資産や公的セクターの保有資産の流動化・民営化にも活用可能であり、海外の投資マネーを呼び込むという観点でも市場振興を進めるべきである。

民間資金の活用といった場合、リスクに見合ったリターンが提供されることが不可欠だが、さらに投資家の育成・振興、金融市場の創造・整備という観点も重要となる。国内資金のリスク投資振興のため、公的運用機関の運用資金を呼び水として活用することも真剣に検討すべきである。また、近い将来、国内金融資産の減少が予想される中で、海外の投資資金を招き入れるという発想も求められよう。

（了）

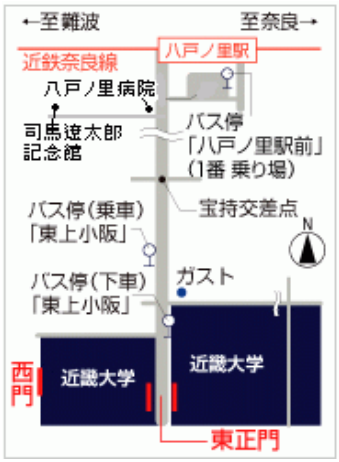
近畿大学・本部（東大阪）キャンパスのご案内

交通アクセス：

①近鉄大阪線「長瀬」駅　　（「普通」のみ停車）、徒歩約15分。
②近鉄奈良線「八戸ノ里」駅（「普通」のみ停車）、徒歩約20分。
バス停「八戸ノ里駅前」1番乗り場「金物団地前･久宝寺口駅前」行（番号71･74･76･77）、バス停「東上小阪」下車。バス約6分。
「八戸ノ里」駅南ロータリーより、タクシー約5分。

＊　東海道新幹線・新大阪→なんば（大阪市営地下鉄・御堂筋線 15 分）。隣接の近鉄線・大阪難波より八戸ノ里駅まで「普通」で約 15 分。長瀬駅の場合には鶴橋乗換約 18 分。

【近鉄大阪線・長瀬駅からの経路】



【近鉄奈良線・八戸ノ里駅からの経路】

キャンパス・マップ：

校舎配置図（平成23年4月現在）
経済学部(B館)
立ち入り禁止区域
N
ブックセンター梅の木
英語村 E3 [e-cube]
守衛室
←近鉄長瀬駅
西門
21号館
20号館
演習棟
37号館
36号館
信号
←近鉄八戸ノ里駅
オフサイトセンター
信号
北テニスコート
バイク駐輪場
ガラス館
仮設駐輪場
18号館
本館
中央図書館
不倒館
17号館
10号館
33号館
新築建築中
(平成23年秋竣工予定)
30号館
19号館
11月ホール
アート館
D館
E館
C館
Eキャンパス
東正門
B館
G館
人工芝グラウンド
16号館
31号館
38号館
工事区域
(平成23年秋竣)
信号
守衛室
BLOSSOM CAFE
A館
情報処理教育棟
(KUDOS)
F館
消防署
ゲストハウス
15号館
11号館
守衛室
立体駐車場駐輪場
南東門
守衛室
交番
南門
管理棟
原子炉
南グラウンド
22号館
R1棟
信号
八尾・中央環状線
経済学部
(B館)