金融学会会報

2013年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　2013年５月25日（土）・５月26日（日）

会　場　一橋大学国立キャンパス
（〒186-8601　東京都国立市中２－１）
最寄り駅と所要時間：
JR中央線「国立」駅、徒歩約8分
JR南武線「谷保」駅、徒歩約20分
URL : http://www.hit-u.ac.jp/guide/campus/access.html

連絡先　日本金融学会 2013 年度春季大会準備委員会
〒186-8601　東京都国立市中２－１
一橋大学大学院商学研究科商学研究室 気付
E-mail：jsme2013hit-u.program@cm.hit-u.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：5月25日（土）18時00分より、一橋大学 国立東キャンパスのマーキュリータワー7階にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費（4,500円）を、同封の振込用紙を使って、下記のゆうちょ銀行口座に4月26日（金）までにお振込みください。

銀行名:　ゆうちょ銀行
口座記号番号:　00120-2-359328
加入者名:　２０１３年日本金融学会春季大会準備委員会
（ﾆｾﾝｼﾞｭｳｻﾝﾈﾝﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲｼｭﾝｷﾀｲｶ）

他行等からお振込くださる場合は下記内容をご指定ください。

銀行名:　ゆうちょ銀行
店名:　〇一九（ｾﾞﾛｲﾁｷｭｳ）店（019）
口座番号:　当座預金　359328
加入者名:　２０１３年日本金融学会春季大会準備委員会
（ﾆｾﾝｼﾞｭｳｻﾝﾈﾝﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲｼｭﾝｷﾀｲｶ）

なお、4月26日（金）以降および当日お支払いの場合には5,000円を頂戴いたします。

○昼　　食：キャンパス周辺には数多くの飲食店やレストランがありますので、ご利用ください。

ご　注　意：懇親会費を振り込まれる方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送ください。このハガキを返送せずに、振込みのみをされた場合、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。また、お振込み後の懇親会費の払い戻しには応じかねますので、ご了解ください。

○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8分、質疑応答7分の合計40分です。パワーポイントをご利用の方は、セッションの開始10分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。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、開始時刻は5月25日（土）は10時、5月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ください）。
- 要旨集の印刷配布は行いません。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。
- 会場のパワーポイントは2010年版です。それ以降のバージョンの動作・設定については、担保していません。

日本金融学会 2013 年度春季大会

プログラム

第 1 日　5 月 25 日　(土)

受付開始　　一橋大学　国立西キャンパス　　本館 1F　　9:30～

１．　金融史パネル　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　31 教室

テーマ：国際通貨システムの規制と改革

――1960-70 年代の OECD-WP3 を中心に――

座長　　早稲田大学　矢　後　和　彦　氏

（1）Is It Possible to Regulate International Finance? Evidences from the Debate on the Eurodollar Market in Basel, Washington and Paris

報告者　Université de Genève　Carlo Edoardo Altamura　氏

（2）国際通貨システムの転換と WP3――固定相場制からフロートへ――

報告者　　横浜国立大学　西　川　　輝　氏

（3）Coping with Globalization: France at the OECD WP3 and the Reform of the International Monetary System (1961-1979)

報告者　Université de Rouen 大学院　Floriane Galeazzi　氏

討論者　Université de Rouen　Olivier Feiertag　氏

２．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

B 会場　　36 教室

セッション：銀行業の産業組織

座長　　早稲田大学　小　倉　義　明　氏

（1）Market Evaluations and Strategic Factors: a Comparison from Asian Banks' M&A and Alliances

報告者　青山学院大学　白　須　洋　子　氏
討論者　Bank of Canada　南　橋　尚　明　氏

(2) Bank Diversification into the Insurance Business: Effects of Deregulation of Bank-sales Channel at Japanese Banks

報告者　一橋大学　小　西　　大　氏
中央大学　奥　山　英　司　氏
東京経済大学　安　田　行　宏　氏
討論者　中央大学　鯉　渕　　賢　氏

(3) シンジケートローンの組成とアレンジャーの決定要因について

報告者　大阪経済大学　秋　吉　史　夫　氏
Bank of Canada　南　橋　尚　明　氏
討論者　一橋大学　植杉　威一郎　氏

C 会場　38 教室

セッション：各国金融機関

座長　立命館大学　播磨谷　浩三　氏

(1) ロイズ銀行初期金融――「インサイダー・レンディング」を超えて――

報告者　立教大学大学院　陶山　悠紀美　氏
討論者　麗澤大学　陳　　玉　雄　氏

(2) 中国における外資銀行の収益率の低下――金融規制緩和の必要性――

報告者　一橋大学大学院　郎　　霊　氏
討論者　名古屋大学　家　森　信　善　氏

(3) GCC 諸国に展開するイスラム銀行の規模の経済性と範囲の経済性

報告者　筑波大学　上　山　　一　氏
討論者　立命館大学　播磨谷　浩三　氏

D 会場　24 教室

セッション：日本の金融システム

座長　立命館大学　青　野　幸　平　氏

(1) 信金・信組の収益力と不良資産処理

報告者　関西外国語大学　堀　江　康　熙　氏

討論者　福岡大学　有　岡　律　子　氏

(2) 労働金庫の財務分析

報告者　岡山大学　三　村　　聡　氏

討論者　横浜市立大学　藤　野　次　雄　氏

(3) わが国の新興国株式投信におけるファンド設定者と投資家の行動分析

報告者　成蹊大学　俊　野　雅　司　氏

討論者　学習院大学　辰　巳　憲　一　氏

E 会場　26 教室

セッション：国際金融

座長　東洋大学　川 﨑　健 太 郎　氏

(1) The AMU Deviation Indicators Based on the Purchasing Power Parity and Adjusted by the Balassa-Samuelson Effect

報告者　一橋大学　小　川　英　治　氏

一橋大学大学院　王　　志　乾　氏

討論者　中央大学　田　中　素　香　氏

(2) シンガポールドルから考える通貨バスケットの特性

報告者　みずほコーポレート銀行　赤　羽　　裕　氏

討論者　横浜国立大学　佐　藤　清　隆　氏

(3) How Does the Regional Monetary Unit Work as a Surveillance Tool in East Asia?

報告者　東洋大学　川 﨑　健 太 郎　氏

討論者　学習院大学　清　水　順　子　氏

F 会場　28 教室

セッション：金融政策

座長　千葉経済大学　岡　野　衛　士　氏

(1) 米国における非伝統的金融政策の効果――VAR モデルによる検証――

報告者　関西学院大学　澤　田　吉　孝　氏

討論者　　早稲田大学　原　田　　泰　氏

(2) 2000 年代中期の日本の景気回復と量的緩和政策――Cointegrated VAR による検証――

報告者　　沖縄国際大学　池宮城　尚也　氏

討論者　　流通科学大学　小　塚　匡　文　氏

(3) ゼロ金利下で量的緩和政策は有効か？

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

東京電機大学　上　浦　　基　氏

討論者　　中央大学　浅田　統一郎　氏

３．　昼食　　＜12:00～13:20＞

４．　中央銀行パネル　　＜13:20～15:20＞

A 会場　　31 教室

テーマ：デフレ脱却と中央銀行――非伝統的金融政策の効果と限界――

座長　　神戸大学　高　橋　　亘　氏

(1) 先進国中央銀行の非伝統的金融政策――その手段、効果、問題点――

報告者　　専修大学　田　中　隆　之　氏

(2) 非伝統的金融政策の限界とインフレーション・ターゲティングの瓦解

報告者　　東京大学　岩　本　康　志　氏

(3) デフレ脱却とマネタイゼーション

報告者　　BNP パリバ証券　河野龍太郎　氏

討論者:　　IMF アジア太平洋局　武　田　真　彦　氏

５．　特別セッション　　＜13:20～15:20＞

C 会場　　38 教室

日韓交流セッション：タイトル未定

座長　一橋大学　奥　田　英　信　氏

（1）Term Structure Dynamics with Macro Factors using High Frequency Data

報告者　Texas A&M University　Hwagyun Kim　氏

Bank of Korea　Hail Park　氏

討論者　一橋大学　高 見 澤 秀 幸　氏

（2）The Impact of Sudden Change on Long Memory between Japanese and Korean Stock Market

報告者　Pusan National University　Sang Hoon Kang　氏

Pusan National University　Seong-Min Yoon　氏

討論者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

（3）Measuring Core Inflation under Price Divergence

報告者　Bureau of Economic Analysis　Ryan Greenaway-McGrevy　氏

Sungkyunkwan University　Youngse Kim　氏

University of Texas at Dallas　Donggyu Sul　氏

討論者　駿河台大学　池　野　秀　弘　氏

６．　自由論題　　＜13:20～15:20＞

B 会場　　36 教室

セッション：金融規制・金融契約

座長　みずほ総合研究所　小 野　有 人　氏

（1）バーゼルⅢ（資本バッファー）の日本での運用に係る考察

報告者　財務省　鈴　木　善　計　氏

青山学院大学　白　須　洋　子　氏

京都大学　川　北　英　隆　氏

討論者　日本銀行　倉　知　善　行　氏

（2）Function of Collateral when Asset Class is Account Receivables and Inventory: A Comparative Analysis of Japanese and US Bank Inspection Manuals

報告者　関西外国語大学　金　城　亜　紀　氏

討論者　東京大学　天　谷　知　子　氏

D 会場　24 教室

セッション：地域金融

座長　名古屋大学　家　森　信　善　氏

(1) 地域金融機関における貸出金利の裁量性について

報告者　大阪産業大学　石　橋　尚　平　氏

討論者　立命館大学　播磨谷　浩三　氏

(2) 中小企業の借入金利等に関する一考察――金融機関の業態によって決定要因に差異はあるのか？――

報告者　日本政策金融公庫　森　岡　　功　氏

討論者　近畿大学　安孫子　勇一　氏

(3) 「円滑化法」が中小企業金融に与える影響についての実証研究

報告者　一橋大学大学院　近　藤　隆　則　氏

討論者　神戸大学　内　田　浩　史　氏

E 会場　26 教室

セッション：企業金融

座長　慶應義塾大学　辻　　幸　民　氏

(1) 信用格付のイベント・スタディによる研究

報告者　秋田県立大学　宮　本　道　子　氏

討論者　専修大学　手　嶋　宣　之　氏

(2) 外生的ショックにおける株価反応と現金保有――コミットメントラインとの比較――

報告者　三菱経済研究所　池　田　直　史　氏

慶應義塾大学　富田　信太郎　氏

討論者　流通科学大学　福　田　司　文　氏

(3) Structure of Bank Loan Debt: Evidence from Newly Listed Firms in Japan

報告者　長崎大学　式　見　雅　代　氏

討論者　早稲田大学　小　倉　義　明　氏

Ｆ会場　　28 教室

セッション：地域金融とリスクシェアリング

座長　一橋大学　中　村　　恒　氏

（1）ソーシャルメディアと地域金融機関

報告者　茨城大学　内　田　　聡　氏

討論者　神奈川大学　数　阪　孝　志　氏

（2）Bank Competition and Local Employment in Japan: A Causal Link

報告者　早稲田大学　大　熊　正　哲　氏

討論者　日本政策投資銀行　宮　川　大　介　氏

（3）Optimal Risk Sharing in the Presence of Moral Hazard under Market Risk and Jump Risk

報告者　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

一橋大学　中　村　　恒　氏

一橋大学　高 岡　浩 一 郎　氏

討論者　青山学院大学　伏　屋　広　隆　氏

７．　特別講演　Ⅰ　　＜15:40～16:40＞

Ｇ会場　　兼松講堂

座長　一橋大学　北　村　行　伸　氏

講演者　IDEI, Université Toulouse 1　Jean Tirole　氏

演題：What Future for the Eurozone Governance?

８．　会員総会　　＜16:50～17:30＞

Ｇ会場　　兼松講堂

９．　懇親会　　＜18:00～20:00＞

会場　　一橋大学　国立東キャンパス　　マーキュリータワー7 階

第 2 日　5 月 26 日 (日)

受付開始　　一橋大学　国立西キャンパス　　本館 1F　　9:00～

10.　自由論題　　＜9:30～11:30＞

B 会場　　36 教室

セッション：マクロ経済分析

座長　専修大学　石　原　秀　彦　氏

(1) マクロ金融市場とリスク・プレミアム

報告者　早稲田大学　米　澤　康　博　氏
三井住友信託銀行　大　森　孝　造　氏
討論者　日本政策投資銀行　宮　川　大　介　氏

(2) Non-regular Workers and the Stagnant Economy

報告者　神戸大学大学院　海　野　晋　悟　氏
討論者　東北大学　西　山　慎　一　氏

(3) 公共投資と製造業の設備投資行動――FAVAR アプローチによる検証――

報告者　流通科学大学　小　塚　匡　文　氏
東海大学　平　賀　一　希　氏
福山大学　藤　井　隆　雄　氏
討論者　神戸大学　畠　田　　敬　氏

C 会場　　38 教室

セッション：ファイナンス関連分野――民法改正&地域物価――

座長　東京経済大学　安　田　行　宏　氏

(1) ファイナンスから見た民法改正

報告者　横浜国立大学　高　橋　正　彦　氏
討論者　近畿大学　安孫子　勇一　氏

(2) Pairwise Tests of Convergence of Japanese Local Price Levels

報告者　駿河台大学　池　野　秀　弘　氏
討論者　愛知大学　栗　原　　裕　氏

D 会場　　24 教室

セッション：アジアの金融

座長　京都大学　三重野　文晴　氏

(1) 景気循環と東アジアの経済統合

報告者　横浜国立大学大学院　章　沙娟　氏

討論者　東洋大学　川﨑　健太郎　氏

(2) Exchange Rate Appreciation and Export Price Competitiveness: Industry-specific Real Effective Exchange Rates of Japan, Korea and China

報告者　横浜国立大学　佐藤　清隆　氏

学習院大学　清水　順子　氏

横浜国立大学　Nagendra Shrestha　氏

横浜国立大学大学院　章　沙娟　氏

討論者　慶應義塾大学　吉野　直行　氏

(3) 中国の為替・資本規制運営の特徴と人民元の国際化

報告者　三菱東京 UFJ 銀行　國枝　康雄　氏

討論者　立命館大学　西村　陽造　氏

E 会場　　26 教室

セッション：国際金融の新潮流

座長　東京大学　福田　慎一　氏

(1) Does Exchange Rate Volatility Deter Japan-China Trade? Evidence from the Pre- and Post-Exchange Rate Reform in China

報告者　対外経済貿易大学　西村　友作　氏

関西学院大学　平山　健二郎　氏

討論者　成蹊大学　大野　正智　氏

(2) ビッグマック価格は国際的な価格尺度になりえるか

報告者　大阪経済大学　福本　幸男　氏

討論者　神戸市外国語大学　江阪　太郎　氏

(3) Exchange Rate Risk Management of Japanese Firms: New Findings from Questionnaire Survey

報告者　学習院大学　清　水　順　子　氏
東京大学　伊　藤　隆　敏　氏
中央大学　鯉　渕　　賢　氏
横浜国立大学　佐　藤　清　隆　氏
討論者　中央大学　中　條　誠　一　氏

F 会場　　28 教室

セッション：ユーロ経済

座長　神戸大学　岩 壷　健 太 郎　氏

(1) ユーロ圏 PIIGS 諸国の対外債務の持続可能性について

報告者　三井住友ｱｾｯﾄﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ　西　垣　秀　樹　氏
討論者　東京経済大学　熊　本　方　雄　氏

(2) ユーロ危機と金融監督――「バンキング・ユニオン」という視点――

報告者　金沢大学　佐　藤　秀　樹　氏
討論者　九州大学　岩　田　健　治　氏

(3) ユーロ瓦解につながる金融活断層――ユーロ決済システム・ターゲット２の不均衡問題――

報告者　佐賀大学　米　倉　　茂　氏
討論者　福山大学　尾　田　温　俊　氏

11.　昼食　　＜11:30～12:50＞

12.　特別講演　Ⅱ　　＜12:50～13:50＞

G 会場　　兼松講堂

座長　一橋大学　小　川　英　治　氏
講演者　日本銀行総裁　黒　田　東　彦　氏

13.　共通論題　　＜14:00～17:00＞

G 会場　兼松講堂

テーマ：グローバル金融とガバナンス

座長　一橋大学　小　川　英　治　氏

(1) ソブリンリスクとグローバルガバナンス

報告者　東京大学　伊　藤　隆　敏　氏

(2) 国際金融規制改革の有効性

報告者　東京大学　天　谷　知　子　氏

(3) 会計・監査・ガバナンスの一体改革での課題

報告者　青山学院大学　八　田　進　二　氏

討論者　慶應義塾大学　深　尾　光　洋　氏

討論者　日本総合研究所　翁　　百　合　氏

14. 閉会挨拶

大会実行委員長　一橋大学　小　川　英　治　氏

（プログラム委員会）

三　隅　隆　司（一橋大学、委員長）
石　原　秀　彦（専修大学）
大　野　早　苗（武蔵大学）
小　川　英　治（一橋大学）
小　倉　義　明（早稲田大学）
川　﨑　健　太　郎（東洋大学）
佐　藤　政　則（麗澤大学）
竹　田　陽　介（上智大学）
中　村　　恒（一橋大学）
春　井　久　志（関西学院大学）
青　野　幸　平（立命館大学）
岩　壷　健　太　郎（神戸大学）
岡　野　衛　士（千葉経済大学）
奥　田　英　信（一橋大学）
小　野　有　人（みずほ総合研究所）
栗　原　　裕（愛知大学）
高　岡　浩　一　郎（一橋大学）
辻　　幸　民（慶應義塾大学）
播　磨　谷　浩　三（立命館大学）
福　田　慎　一（東京大学）

三　重　野　文　晴（京都大学）　　安　田　行　宏（東京経済大学）
家　森　信　善（名古屋大学）

（準備委員会）

小川英治（委員長）　奥　田　英　信　北　村　行　伸　小　西　大
高岡　浩一郎　高見澤　秀幸　中　村　純　一　中　村　恒
花　崎　正　晴　三　隅　隆　司

〈金融史パネル〉

国際通貨システムの規制と改革
――1960-70 年代の OECD-WP3 を中心に――

座　長：早稲田大学　　矢後　和彦

パネルの主旨

本パネルの課題は、1960 年代から 70 年代にかけて国際通貨システムをめぐってかわされた論争をあきらかにすることである。具体的には、経済協力開発機構（OECD）経済政策委員会第三作業部会（WP3）とその周辺でかわされた政策論争に焦点をあてて「規制」「改革」の諸構想を対比・検証する。世界金融危機の直近の進展を念頭におきながら、パネルでは、全体として「規制」論の正当性を改めて歴史のなかに探るという方向感を提示することとなる。

アルタムーラ報告は 1960 年代に拡大したユーロカレンシー市場をめぐって国際金融機関等でかわされた「規制」論（Controllers）と「自由市場」論（Free-Marketeers）の論争をとりあげる。西川報告は 1971 年のニクソン・ショックを中心に OECD-WP3 の内部で練り上げられた国際通貨システム改革論を検証する。ガレアッツィ報告は同時期にフランスの政府・中央銀行が OECD-WP3 で行った提言をふりかえり、フランスの側からの「規制」「改革」論を吟味する。いずれの報告も最近公開がはじまった OECD 等の一次資料に依拠してこれまでにない歴史像を発掘し、「規制」論の豊富な蓄積と今後の可能性を展望する。

なお報告者はいずれも若手・新進の研究者であり、本パネルは国際金融史研究の将来における世界的水準を画する研究交流の場としても機能する。

C.E. ALTAMURA, UNIVERSITY OF GENEVA AND UPPSALA UNIVERSITY

IS IT POSSIBLE TO REGULATE INTERNATIONAL FINANCE? EVIDENCES FROM THE DEBATE ON THE EURODOLLAR MARKET IN BASEL, WASHINGTON AND PARIS.

ABSTRACT

The Eurodollar market, which developed in London and other European financial centres in the late 1950s and early 1960s, is the progenitor of the modern financial system.

Despite its steady growth during the 1960s, the Eurodollar market remained under the radar of national and international monetary authorities until the end of the decade. By that time this offshore and unregulated market became a major issue of concern for some Western countries, worried of possible unwelcome capital flows and imported inflationary pressures. Other countries, on the contrary, saw in the unfettered expansion of the Eurodollar market a modern and efficient way to transfer capital on a global scale.

The debate between the 'Controllers' and the 'Free-Marketeers' was articulated within several International Organisations (IOs), particularly the Bank for International Settlements (BIS), the International Monetary Fund (IMF) and the Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD). The possible regulation of the Eurodollar market was the first debate about the regulation of finance at a continental level.

This paper will seek to study the interactions both between national institutions and between International Organisations in order to provide some fresh insights into the process of transnational bargaining and to understand how the issue of the Eurodollar regulation was tackled, who were the 'Controllers' and the 'Free-Marketeers' and which were the outcomes.

This study could prove particularly interesting to historicise the present-day debate on possible European measures to regulate international financial flows and institutions.

The first section of our paper will introduce the post-war 'embedded liberalist' order and illustrate how things started to change with the appearance of the Eurodollar market. The second section will deal with the debate between 'controllers' and 'free-marketeers' on the regulation of this offshore market. The third section will show how the oil shock of 1973 shifted the priorities of the regulators. Section four will introduce some comparisons with modern-day Europe and conclude.

This article will rely on a wide range of primary sources such as the IMF, the BIS, the OECD and the Bank of England (BoE). Understanding how national and international actors dealt with the regulation of the Eurodollar market shall provide us with new analytical tools to understand the present challenges to the regulation of finance.

国際通貨システムの規制と改革―1960-70 年代の OECD-WP3 を中心に―
国際通貨システムの転換と WP3
―固定相場制からフロートへ―

横浜国立大学　西川　輝

本報告の目的

1960 年代に入ると早くも顕在化したドル不安は、1971 年 8 月のニクソンショックへと帰結し「調整可能な釘付け」としてのブレトンウッズ体制は崩壊した。12 月には、G10 において多角的通貨調整がなされ（スミソニアン合意）、いったんは安定的な国際通貨制度の再建に道筋がついたかに思われた。しかしドルへの信認は回復せず、1972 年を通し主要為替市場では投機が頻発した。こうして 1973 年 3 月までに、主要国は次々とフロート制に移行してゆくことになり、以後、国際通貨システムは管理フロートとフリーフロートの間を揺れ動く不安定なシステムとして運営されてきた。投機的な短資が、世界中を駆け巡るようにもなった。

本報告の目的は、1970 年代初頭の通貨不安のなか、OECD ではいかなる対応が模索されていたのか検討することにある。「国際金融のトリレンマ」によれば、金融政策の自律性を確保しようとする限り、固定相場制の維持は資本移動の自由化と両立しえない政策目標となる。この考え方に依拠するならば、ブレトンウッズ体制の崩壊は、短資移動が活発化するなかで固定相場制の維持が不可能になった結果として理解されることになる。では、一般に主要国の資本自由化の原動力になったと解されている OECD は、1970 年代初頭における固定相場制の崩壊局面とどのように向き合ったのだろうか？果たしてその対応は、マネタリストたちが主張した「資本自由化の促進とクリーンフロートの採用」に類するものだったのだろうか？本報告では、OECDWP3 の一次史料に基づき、(1) OECD における資本自由化論の実態、(2) フロート制に対する同機関の姿勢について明らかにする。

結論

(1) OECD と資本自由化：「限定的な」自由化論、「調整手段」としての自由化論

WP3 で資本自由化の方策に向けて議論が始まったのは、1962 年のことであった（貿易外取引委員会からの委託）が、その焦点は専ら「欧州における資本市場の機能をいかにして改善するか」にあった。このため自由化の対象とすべき資本移動とは、あくまで証券投資に

関連するものに限定されていた。当初より投機的な短資移動に対しては規制が必要であるとの意識が共通認識となっており、この方針はニクソンショック後も堅持された。

(2) OECD とフロート制：為替乱高下への警戒感

WP3 は、ニクソンショック後の国際通貨制度改革論議に直接は関与しなかった。この問題を扱うフォーラムとして、1971 年 12 月のスミソニアン合意までは G10 が中心であり、1972 年 7 月には、IMF 内部に 20 か国委員会が創設されることになる。こうした中、WP3 の主だった作業は G10 からの依頼による「アメリカの必要調整幅」に関する数量的な検討のみであった（1971 年 10 月）。では、OECD は固定相場制の崩壊局面をどのように眺めていたのだろうか。スミソニアン合意の際には、通貨調整の短期的な経常収支調整効果には懐疑的であったが、スミソニアンレートを堅持すべきとの姿勢が維持された。1973 年 3 月のフロート移行の際は、スミソニアンレートの調整幅が甘かったとの見解を見せる一方、「クリーンフロート」に警戒感を示した。そして固定相場制への回帰と、当面の措置としての「管理フロート」体制を展望した。

(3) (1)(2)で示したように、少なくとも一次史料に依拠する限り、OECD にとって資本自由化やフロート制はアプリオリな政策目標ではなかった。1970 年代初頭の OECD における政策論議は、「投機的であっても自由な資本移動は為替相場を均衡させる」、「クリーンフロートの下では、為替相場によって経常収支が十分に調整される」といった論調とは一線を画す内容だった。それどころか、自由な資本移動や為替相場の変動が加盟国のマクロ経済に及ぼす攪乱的な影響を回避することにこそ、重きが置かれていたといえよう。

Coping with Globalisation: France at the OECD WP3 and the Reform of the International Monetary System (1961-1979)

F.Galeazzi Rouen University

Abstract (532words)

France is commonly supposed to have played a peculiar role in the history of the international monetary system since the beginning of the 1960s until the present time. « White Knight », at best, or « watchdog », at worst (Bordo, Simard and White, 1999; Quennouëlle 2002), it constant attempt to reform the international monetary system is generally seen, by focusing on the colourful personality of De Gaulle, as the mere expression of its imperialism or at least the indefectible nationalism of the "grande nation" (De Lattre, 1966).

This view is probably not completely wrong. Our paper, however, aims to revisit it, by questioning, on one hand, the variable positions held at the OECD WP3 by the two representatives of France, namely the treasury and the Bank of France. To what extend did they express the official position of the French government? Did the Central Bank always stay on the same line with the Treasury? Or did it take part to the emerging epistemic community of central bankers, especially at the European scale (Galeazzi, 2012, Feiertag and Clavert 2011)? On the other hand, we will not only consider the French policy at the WP3 but also its economics evolutions. Did the successive designs propose by France for the international monetary system fit with the evolution of its own international economic situation, as regards the evolution of its balance of payments as well the international status of its currency?

This contribution is structured around three key moments. The prime, over from the creation of the OECD to the publication of the WP3 report's on adjustment mechanisms within the Bretton Woods system in 1966. The aim is to highlight the convergences and divergences between France and other member states on the reform of international monetary system (IMS). In addition, the 1966 report was the only published report of the WP3, at least until the 90s. It put out the selected reflections lines of the group and their proximity to the French "thought", especially on the payments adjustment issue. From 1967 to 1971, France has only one obsession: its gold reserves. This section wants to stress the implications of the French attitude in the end of Bretton Woods. It focuses on the problems raised by the politicization of the debate on the international liquidity issue; but also on the relationship between the gold, the dollar and the Sterling Pound crisis of 1967. The Last time presented the French position in the debates surrounding the introduction of floating exchange rates. Campaigner for the System Restoration and ended by resigned to the impossibility of maintaining international fixed exchange rates. It especially underlines the increasing gap between France and other European countries which gradually isolate the French proposals in international negotiations between 1971 and 1979.

Our purpose is to demonstrate that from the first dollar crisis in 1960-61 to the emergence of the EMS in 1978-79, the French international monetary policy could be interpreted as an answer to the increasing challenge of the globalisation of currency markets.

This paper will be mainly laid on primary sources, as the archives of the WP3 itself but also as the archives of Bank of France and of the Ministry of Finance.

MARKET EVALUATIONS AND STRATEGIC FACTORS: A COMPARISON FROM ASIAN BANKS' M&A AND ALLIANCES

Aoyama Gakuin University Yoko Shirasu

This paper covers Asian stock exchanges to empirically examine market responses to alliances, M&A announcements, and changes in management strategy made by listed banks. Based on Altunbas and Marques (2008) study, this study examines the relevant strategic management factors using regressions with the SCAR as its dependent variable and six strategic factors as independent variables.

The cross-sectional results suggest that a cross-border diversification strategy anticipates value creation and that investors are not interested in industry diversification. Investors evaluate banks having low loan ratios with a view to later increasing the loan book by acquiring business loans through a mutually complementary alliance or M&A. Investors value banks with low loan ratios as ways to purchase larger loans for business through mutually complementary alliances between acquirers and targets. The M&A tools deployed by Asian banks' appear to be relief methods for unsound banks.

The cross-border effect is dependent on the differences among countries' credit ratings, degree of economic freedom, and the nature of their legal and regulatory financial systems.

JEL Codes: G34, G21 and G15
Key word: Bank M&A, Asian markets, Cross-border, Diversification

Bank Diversification into the Insurance Business: Effects of Deregulation of Bank-Sales Channel at Japanese Banks

Masaru Konishi (Hitotsubashi University)
Eiji Okuyama (Chuo University)
Yukihiro Yasuda (Tokyo Keizai University)

We empirically examine the diversification effects of the deregulation of bank-sales channel into the insurance business at Japanese banks. Using Japanese *unique* data set on fee-based revenues, we can identify separate fee-based revenues such as insurance and/or mutual fund sales. We find that banks with more branches, higher BIS ratio, and higher loan-to-deposit ratio tend to shift toward insurance fee businesses. This indicates that branch expansion and bank health can affect the fee business strategy at each bank. We find that banks with higher mutual fund fees tend to earn more insurance fees, implying that there is a complement relationship between them. In contrast, the relationships between mutual fund and insurance sales have, interestingly, changed to be substitutes after the Global Financial Crisis. We also find that banks with higher insurance revenues are riskier, which is consistent with the previous international evidence.

シンジケートローンの組成とアレンジャーの決定要因について

大阪経済大学　　秋吉　史夫
Bank of Canada　　南橋　尚明

近年、銀行の巨大化と複合化が進み、複合金融機関がさまざまな金融サービスを提供するようになった。企業金融における先行文献においても、Yasuda (2005, 2007), Santos and Rumble (2006), 小谷(2008), Ferreira and Matos (2012)が示すように、銀行市場、シンジケートローン市場、社債市場、株式市場は密接につながっている。

上記の文献をもとに、本研究では過去の相対市場での銀行取引が、シンジケートローン市場でのローン組成にどのように影響を与えたかを考察する。

分析にあたっては、シンジケートローンが普及した 2000 年代を対象とした。Loan Pricing Corporation の Dealscan データベースにおけるシンジケートローンの諸データと Nikkei NEEDS Financial Quest における日本特有の個別貸出データをマッチングし、過去の取引関係がアレンジャーの決定に与える影響などを研究した。分析の結果、シンジケートローン市場は過去の個別貸出市場での銀行関係に強く影響されていたことが明らかになった。

また、本研究の結果は、銀行と取引先企業の関係をシンジケートローンデータからとった海外研究の仮定が多くの企業において正しいことも示唆している。

ロイズ銀行初期金融
――「インサイダー・レンディング」を超えて――

立教大学大学院研究生　　陶山　悠紀美

「インサイダー・レンディング」とは、ラムルー(Lamoreaux,N.)によると銀行がその資金を自身の取締役かその家族又は取締役と個人的に親密なものに貸したことである。

従来の研究では初期イギリス銀行業は親戚関係や宗派を同じくするなどして個人的関係にある者には融資を手厚くするなどして比較的自由に長期資金を与えていたという。18 世紀の製造企業は自己の事業への資金調達のために銀行をつくることも多かった。その流れが変わるのは 19 世紀の半ばを過ぎてのことである。すなわち、19 世紀中葉以後の恐慌などを経験することにより、銀行は従来の貸付姿勢を改め、融資先を多様化し短期金融に特化していった（なかには長期金融をしていた事例もある）。

この従来の研究に対して本報告でとりあげるテイラーズ・アンド・ロイズ銀行ではかなり異なる対応をとったことが史料から明らかになった。初期ロイズ銀行であるテイラーズ・アンド・ロイズ銀行は創業(1765 年)間もないころから宗教的個人的関係ある者に限定せずに融資先を多様化し、「インサイダー・レンディング」からも早期に離脱した。このことにより、広範な対象に短期金融をしていたというイギリス型金融は必ずしも恐慌などを経てから形成されたといわけではないといえる。

テイラーズ・アンド・ロイズ銀行は 18 世紀後半にウェスト・ミッドランド地方のバーミンガムにサンプソン・ロイド（クエーカー）らのパートナーシップによって創業された銀行である。サンプソン・ロイド 1 世はバーミンガムに移住して鉄卸業を開始し成功を収めた。2 世は父がつくった製造業への足場を固めた。しかし、7 年戦争後の不況にあえいでいた鉄業界への不安から危険分散のために銀行業へ参入していくことを決断した。テイラーズ･アンド･ロイズ銀行は当時の銀行としては後発で相対的に小規模であったため、当初から顧客をクエーカーに限定せず他の宗派の人たちとの提携の必要性を認識していた。このことは 17 世紀末に創業されたバークレイズ銀行とは対照的である。バークレイズ銀行は金匠銀行でクエーカーにより特化したロンドン個人銀行であった。18 世紀には情報伝達の手段も限られているため「インサイダー・レンディング」は機能したが、銀行間競争の激しくなる時代を迎えて衰退していく。初期ロイズ銀行も「インサイダー・レンディング」のころ繁栄したが、冒険的金融とは一定の距離をとっていたがために成功を継続させていった。地方銀行は実業家の事業の単なる金融付属物から地域の貯蓄を集め短期商業貸付の形で信用に値する借り手へ貸し付けることにより利益をえるようになる。

本報告によって、「インサイダー・レンディング」のころにテイラーズ・アンド・ロイズ銀行が繁栄していったことを確認するとともに、それとの距離のとり方を他行との比較および時の推移の中で検討したい。それによって、いわば地方銀行の自立の過程への理解が少しでも深められればと思う。

中国における外資銀行の収益率の低下
――金融規制緩和の必要性――

一橋大学大学院生　郎　霊

2006 年 12 月、人民元にかかわる業務を外資銀行へ開放させてから、中国における外資銀行は業務を速やかに展開してきた。本稿は、中国における外資銀行を対象として、2003 年以後、外資銀行の成長を観察する。外資銀行の資産と収益の構成を、国内銀行と比べて、外資銀行の収益率が低下する理由を明らかにして、外資銀行と中国金融市場の先行きを指摘したい。

結果としては、外資銀行のレバレッジと金融資産の保有比率は低いこと、外資銀行の収益の中に、金融サービスの分は案外に低いこと、二つは収益率低下の原因である。中国において、すべての銀行は、利息の収益率がほぼ同じレベルなので、国内銀行と外資銀行の収益率の差異は、手数料による収益の差異が存在しているからであると考えられる。

金融サービスの業務を十分に展開していない原因は、当局の外資銀行に対する金融規制であると考えている。証拠の一は、金融資産の保有比率は低い。当局の金融規制により、外資銀行は、国債と企業債の発行と売買、株式、住宅融資、個人への金融サービスを行うことができない。企業に対する貸出以外の業務を取り扱えないため、金融資産の保有比率は低い。証拠の二は、預金-負債比率は低い。預金金利を自由に決めることができないため、預金者にとって、支店数の少ない外資銀行は、優れる選択ではない。いずれにしても、Dunning（１９７７）と現実の対立を解釈できるのは、中国における厳しい金融規制にほかならない。

金融システム改革の方針により、外資銀行の中国金融市場への進出には、先進国の管理技術と金融サービスの導入は期待されている。金融規制による収益率の低下は、外資銀行に消極的な影響を与える。中国金融市場の成長のため、一刻早めに金融規制緩和を行う必要がある。

金融規制緩和の必要性にもう一つの証拠は、先行研究により、外資銀行の進出は中国金融市場の規制緩和を狙うということである。低い収益率の下で、外資銀行の数と規模の急成長の原因は、現在の利益ではなく、将来に対する期待を持つことである。実質的な金融規制緩和を行わなければ、期待される将来の利益が見えないため、外資銀行の進出の傾向は変わる可能性がある。

キーワード：中国金融市場、海外直接投資、金融規制

GCC 諸国に展開するイスラム銀行の規模の経済性と範囲の経済性

筑波大学　　上山　一

GCC 諸国のイスラム銀行を対象とした実証分析、特にその経営構造に着目し、分析を行った研究は少なく、また、その評価には一致した見解が得られていない。本研究では、まず、個別銀行の財務データを利用して、GCC 諸国におけるイスラム銀行の費用構造を比較分析によって明らかにした。次に、分析結果を踏まえて、その費用構造を計量分析によって明らかにした。本報告は、以下の内容から構成される。

①GCC 諸国のイスラム銀行を取り巻く市場環境に加え、２００１年から２０１０年までの１０年間に亘るイスラム銀行の財務データを用いて、イスラム銀行部門の動向を明らかにする。次に、②イスラム銀行の費用関数の推定に関する先行研究をレビューした後、本稿で用いられる推定モデルと推定方法について説明する。そして、③記述統計から得られる特性について整理した後、費用関数の推定結果から、規模の経済性と範囲の経済性の有無を検証することによって、イスラム銀行部門の費用構造を考察する。④イスラム銀行の財務体質や２００８年中盤以降の国際金融危機がイスラム銀行の費用に与えた影響を評価する。⑤本報告のまとめと分析結果が持つインプリケーションについて述べる。

信金･信組の収益力と不良資産処理

関西外国語大学　　堀江康熙

地域金融機関、就中信金･信組では、地域経済活動の停滞から預貸率が低下している。こうした事態に対して各信金･信組は、経費の節減に努めるほか、時間をかけつつ経済活動が活発な新たな地域への出店を企図し、また有価証券運用にも注力している。しかし、経済活動が活発な地域は他の金融機関も既に進出を図っているだけに、競争が激しい。また、系統金融機関への預け金等は実質採算割れの状態にあり、国債等の有価証券運用も採算的に不芳であるほか、投信等では含み損も発生している。このような環境を反映して、有価証券の売買関係損益や不良債権の処理負担を考慮する前の基礎的な収益力を表す実勢経常利益率は低下傾向にあり、一部には既に赤字状態の信金･信組もみられる。こうした実勢経常利益率は、地元とする地域の経済活動に強く依存しており、それは端的に地価動向に表れている。地価動向と実勢経常利益率との間には、密接な関係が存在する。信金･信組が営業地盤とする地域内の地価水準（および５年間の変化）は、大都市型･中都市型･小都市型の順で低くなっており、収益力の動向とも一致している。

他方、経済活動の停滞は、貸出債権の不良化の処理および有価証券関係の売却損･償却処理の両面から不良資産の処理負担の増大を惹き起こし、こうした側面からも経営に大きく影響している。不良資産の処理額を実勢経常利益との対比でみると、平均のベースでみて5 年間でその負担が大幅に増加したほか、処理負担自体が実勢経常利益を上回っている信金･信組も大幅に増加している。

有価証券の処理負担は、証券市場の回復とともに軽減されていくとみられる。しかし、貸出の不良債権比率については、2013 年 3 月末に「中小企業金融円滑化法」の期限が到来すると、この数年来に比べて不良債権の対象範囲が広がり、不良資産の膨張･償却負担の増大圧力となる公算も大きい。不良資産の処理負担は、中都市型･小都市型では信金と比べて信組が有意に大きく､逆に自己資本比率は中都市型･小都市型では信金が有意に高い結果となっている。このことは、信組では先行きも貸出を主体に不良資産の処理負担が重い状態が続く可能性があることを意味する。

全ての地域金融機関は当然ながら、地域経済活動を支えるべく企業をはじめとする地域の様々な経済主体が行うプロジェクトに対して､貸出等金融面を通じて支援活動を行っている。しかし、とくに小規模の信金･信組が企業活動に関与し、それを通じて経済活性化に繋げていくことは、かなり困難となっていると言わざるを得ない。信金･信組の場合、経営の立ち直りは基本的には地域経済活動の回復にかかっている。信金･信組は、経費節減の徹底や合併･提携等を含めて生き残りを模索していく必要がある。

労働金庫の財務分析

岡山大学　　三村　聡

労働金庫業界（12 年 8 月末現在で全国 13 金庫、642 店舗、預金残高 178,477 億円、融資残高 115,450 億円）は、経済環境、社会環境の変化に伴う利用者の行動変容、少子高齢化の急速な進行、金融界における規制緩和・競争激化の流れに対応するため、12 年 4 月を目標に「日本労働金庫構想」を提起し、全国合併をめざしたところであるが、金融庁の指導により、この構想は延期された。現在、労働金庫は、専門家や有識者により作成された「ろうきん･あり方研究会」報告を参考に、12－14 年度全国労働金庫中期経営計画を策定、重点課題として、①次世代システム移行完遂と安定稼働及び事務改革の実施、②さらなる業態の将来展望（新中長期ビジョン）の策定、③経営の健全性維持、業態総合力の発揮を掲げ、次なるステージに歩みはじめた。協同組織金融機関の在り方が論議されるなか、金融庁の指摘を踏まえ、今後、勤労者自主福祉金融機関を標榜する労働金庫業界の新たなる挑戦に期待と注目が集まっている。

本稿では、金融庁の指摘や業界を取り巻く環境変化をふまえて、現在の労働金庫が直面する課題を、「全国労働金庫経営分析表」（2001 年度～2011 年度）を用いて財務面を中心に論じ、13 金庫体制で新たなステージに臨む労働金庫が、いかに勤労者自主福祉金融機関として機能し、協同組織金融の一翼を担い利用者からの負託に応えるべきか考察を試みた。

時系列分析した 2001 年度～2011 年度の 11 年間で、すべての会員で毎年 1～2%程度のペースで会員数は減り続けており、労働組合数の減少に影響をうけるなか、労働金庫業界において新規会員獲得の取り組みが求められる。その特徴として民間労働組合の間接構成員は横ばい、官公労働組合の間接構成員が減少を続けるなかで、その他団体に属する間接構成員が伸びるという傾向をみせている。

また、労働組合である主力会員からの預金積金が低下する代わりに、労働組合や生活協同組合団体以外の層が伸びている。また、貸出金全体では 2002 年度の 8,726,664（百万円）から 2011 年度の 11,570,824（百万円）と順調に残高を伸ばしているものの、その資金使途では住宅資金への偏重が急速に進んでおり、その実態は住宅ローン金融機関となりつつある。この点は金融庁が経営内容に偏りがありすぎると懸念を示すとおり、住宅貸出へのリスク管理を誤ると、経営に大きな影響を及ぼす恐れがあることを示唆している。

また、収益構造は預貸金の利鞘中心の伝統的な収益で経営を維持している。つまり、預金量の拡大と住宅ローンと無担保ローン推進を主とする利鞘確保型の貯蓄金融機関体質が強く、それが経常利益の圧迫要因となっており、今後の体質改善が求められる。

わが国の新興国株式投信におけるファンド設定者と投資家の行動分析

成蹊大学　　俊野　雅司

「失われた 20 年」の間、わが国の株式市場は低迷を続けており、その間、成長性の期待できる新興国株式市場を投資対象とする投資信託の設定が増加している。わが国の投資信託市場では、新興国株式市場の過去１～３年間の高い時期ほど多くの新興国株式投信が設定される傾向が見られるが、リターンの低迷時にはファンドが設定されにくい。また、投資家も過去の新興国株式市場のリターンが高い時期、過去新興国株式投信市場へ資金流入が起こっている時期に、新興国株式投信を好んで購入する傾向が見られる。

上記のようなファンド設定者や投資家の行動は、過去の市場リターンのトレンドがその後も続くと見なすポジティブ・フィードバック取引、他の投資家と同様の投資行動を示すハーディング行動と整合的である。

新興国株式市場のようにボラティリティの高い市場では、市場の低迷時には投資せず、市場の好調時にだけ投資すると、良好なリターンを獲得することはむずかしくなる。特に、過去の市場リターンが非常に高く、月間５本以上の新興国株式投信が設定されるような過熱時には、設定後の新興国株式リターンが低迷しやすいという計測結果が見られる。中国株式に特化したファンドは市場動向にかかわりなくコンスタントに設定される傾向があったため例外的に良好な運用成績を示したが、その他のテーマの新興国株式投信は市場の好調な時期に選別的に設定される傾向が見られ、平均リターンは概ねマイナスであった。

過去の市場動向を踏まえて投資判断を行うと、市場の低迷時にファンドの設定や購入を行い、市場の過熱時に設定や購入を控えることは、現実的には困難である。そのため、ライフサイクルファンドのように投資家の退職時に合わせて長期的な視野のもとで資産配分を適宜変更していく商品などにおいて、新興国株式投信を上手く活用し、平均的にリターンの向上を図っていくような工夫を行うことが望ましいと考えられる。

購買力平価に基づく AMU 乖離指標及びバラッサ・サミュエルソン効果を考慮に入れた修正 AMU 乖離指標

一橋大学　　小川　英治
一橋大学大学院生　　王　　志乾

本稿は、東アジア諸国通貨のサーベイランスのための AMU 乖離指標について、2000～2001 年に固定した従来のベンチマーク為替相場を時間に通じて変化する購買力平価に変更することによってどのように改善されるかを明らかにする。購買力平価に基づく AMU 乖離指標のベンチマーク為替相場は消費者物価指数を用いて計算した購買力平価を使用している。消費者物価指数に非貿易財価格が含まれているため、消費者物価指数を用いて計算した購買力平価はバラッサ・サミュエルソン効果を伴う可能性がある。したがって、消費者物価指数を物価水準として用いた時、バラッサ・サミュエルソン効果を考慮に入れた購買力平価を AMU 乖離指標のベンチマーク為替相場として使用すべきである。そこで、購買力平価に基づく AMU 乖離指標に加えて、バラッサ・サミュエルソン効果を考慮に入れた修正 AMU 乖離指標も提示した。両者の比較及び実証分析の結果から、相対的にインフレの高い国の通貨は、従来の名目 AMU 乖離指標に比べて、バラッサ・サミュエルソン効果を考慮に入れた修正 AMU 乖離指標は過大評価となる傾向があり、相対的にインフレの低い国の通貨は、従来の名目 AMU 乖離指標に比べて、バラッサ・サミュエルソン効果を考慮に入れた修正 AMU 乖離指標は過小評価となる傾向がある。月次データとなる購買力平価に基づく AMU 乖離指標及びバラッサ・サミュエルソン効果を考慮に入れた修正 AMU 乖離指標は、従来の日次データの名目 AMU 乖離指標と共に、東アジア地域における為替相場に対するサーベイランスのための補完的な指標となることが期待される。

シンガポールドルから考える通貨バスケットの特性

みずほコーポレート銀行　　赤羽　裕

本稿は、アジアにあって安定的な経済成長を続けるシンガポールの通貨、シンガポールドルの特性について、考察したものである。特に、長年「通貨バスケット」制を採用し、成功を収めてきた実績をふまえ、その特性を確認することに主眼を置く。

筆者は、アジアでの通貨協力の将来の選択肢として、アジアでのバスケット通貨導入を肯定的に評価している。しかし、ギリシャ危機を発端に共通通貨ユーロの根本的な問題が指摘される中、アジアでの「共通通貨」導入に関する議論でも、ユーロ同様の問題を抱えることから懐疑的な意見が増加していると考える。筆者も、「ユーロのアジア版」の実現は当面難しいと考えるものの、域内通貨間の相場の安定は重要であり、そのために「ユーロの前身、バスケット通貨である『ECU』のアジア版」を導入することを、域内で目指すことがよいと考えている。その検討にあたり、本稿では「通貨バスケット」の好事例であるシンガポールドルの特性確認を目指すものである。

具体的な検証としては、まず、一般的にいわれるシンガポールドルの特性を確認する。次に、通貨バスケットを参照するシンガポールドルは、為替相場制度としてはどのように評価できるか考えたい。本報告では、その位置づけを「国際金融のトリレンマ」の概念から整理した。「国際金融のトリレンマ」とは、開放経済下で各国政府が「独立した金融政策」、「安定した為替相場」、「自由な資本移動」は同時に達成できないという概念である。安定的経済成長を実現するとともに、「金融立国」としても発展してきたシンガポールの政策的な取組を上記概念から分析するのが狙いである。

筆者は、シンガポールドルについて、以下のように考える。バスケットを基準にした管理変動相場制で「為替相場の安定」を実現し、その相場を利用した形式であるが「独立した金融政策」も実現。議論が分かれることが予想されるのが、資本移動の自由度である。シンガポールドルの非国際化政策が上記の2政策目標のために行われていることを勘案すると、中国との比較では自由度は高いと考えられるが、「自由な資本移動」には制限をしていると考えられる。その手段が、シンガポールドルの「非国際化政策」である。こうした想定を、同国のマクロ経済指標を利用し分析を行い、一定の確認ができた。合わせて、東アジアへの政策的な含意も検討した。今後も、過度な資本自由化が招いたリーマンショック後の次の為替制度、あるいはアジア域内の通貨制度を考える場合に参考にすべき点を、具体的に検討していきたい。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、みずほコーポレート銀行、その他いかなる組織とも無関係である。

How Does the Regional Monetary Unit Work as a Surveillance Tool in East Asia?

Toyo University　　Kentaro Kawasaki

To utilize the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) for the crisis management method, the macroeconomic surveillance over the member economies should be ex-ante conditionality. Hence, the ASEAN plus Three Macroeconomic Research Office (AMRO) established to detect possibilities of economic crises and to prompt to restructure or reform a rigid structure or system. Although monitoring exchange rates of currencies of these countries vis-à-vis the USD is essential for surveillance, the AMRO should have an original tool to consider region-specific factors and more efficient tools than the IMF surveillance.

Therefore, this paper proposes usage of the Regional Monetary Unit (RMU) in monitoring exchange rates. The empirical analysis of this paper confirmed that the deviation indicator of the regional monetary unit such as the AMU DI is expected to work as a useful tool for the macroeconomic surveillance This paper also tries to define the country's equilibrium exchange rate vis-à-vis the RMU to provide useful statistical information about exchange rates misalignments among East Asian currencies by employing the Permanent-Transitory decomposition proposed by Gonzalo and Granger (1995).

Key words: Equilibrium exchange rate, regional monetary unit, Cointegration, Permanent-Transitory decomposition
JEL classification: F31, F33, F36

米国における非伝統的金融政策の効果
――VAR モデルによる検証――

関西学院大学　　澤田　吉孝

2008 年 9 月 15 日に米国投資銀行第 4 位のリーマンブラザー・ブラザーズが破綻し、金融危機および経済不況が世界中に生じた。この世界的な金融危機に対し、米国連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board: FRB) は、FF レートを 2008 年 12 月 16 日には 0-0.25%まで引下げた後、2009 年 3 月 18 日に追加の緩和策として住宅ローン担保証券(RMBS)や政府機関債(agency debt)等の資産を合計で 1.725 兆ドルも購入した。住宅ローン担保証券と政府機関債の購入は、機能不全に陥った市場での流動性プレミアムの引下げを目的としていた。FRB は、この非伝統的な政策対応を「信用緩和(Credit Easing)」と呼び、日銀の政策対応との違いを強調していた。FRB がマーケットに資金供給を行ったにもかかわらず、失業率が約 10%で高止まりするなど、実体経済は思ったほど上向かなかった。そこで、2010 年 11 月に FRB は長期国債を追加的に 6000 億ドル購入する「量的緩和の第二弾(QE2)」を実施した。

我々の関心は、短期金利がゼロ%近辺になった時、このような非伝統的金融政策が実体経済に影響を与えたか否かである。マクロ経済への影響を考える際の標準的な分析ツールとして VAR モデルがあるが、米国の量的金融緩和を分析するには幾分問題が存在する。米国の非伝統的金融政策の期間(2009 年 3 月から 2010 年 3 月までを QE1、2010 年 11 から 2011 年 6 月までのものを QE2 とした)がそれぞれ 1 年未満と非常に短く、仮に非伝統的金融政策の期間のみの標本で推計を行えば、推計結果にバイアスを生じる可能性を排除できない。本多・立花 (2011)は、このような小標本の問題を克服するために、ダミー変数を用いることで非伝統的金融政策の前後の期間も含めて標本期間の拡大を行っている(ただし、彼らが分析したのは、2001 年から 2006 年にかけての日本の量的緩和政策の効果である)。

そこで本稿では、本多・立花 (2011)の分析手法に基づいて、米国で採用された非伝統的な金融緩和政策に政策効果があったか否かを評価する。構造 VAR モデルによる検証を通じて、以下の 2 点が明らかとなった。第一に、米国の非伝統的金融政策は株価、地価そして外国為替に影響を及ぼし、それら金融変数に対する影響によって生産高が増加したという、金融変数からのチャネルを示唆するものである。第二に、非伝統的金融政策は VIX 恐怖指数を低下させる効果があり、投資家の株式に対するリスク・テイクの向上につながる。つまり、リーマン・ショック後の世界的な金融危機時にアメリカが採用した非伝統的な金融緩和政策が有効であったことが示された。

2000 年代中期の日本の景気回復と量的緩和政策
― Cointegrated VAR による検証 ―

沖縄国際大学　　池宮城　尚也

本稿の目的は，量的緩和政策解除の判断理由である，2000 年代中期の日本における景気回復について，実証的に再検討することである。量的緩和政策の効果波及チャネルが検証の対象でないのは，経済学的なコンセンサスがないことによる検証の難しさが指摘されている(鵜飼[2006]p.13)ためである。

分析には Cointegrated VAR の構造 VMA に基づいた，インパルス応答関数を利用する。データは月次で，標本期間は 1996 年 1 月～2006 年 2 月である。システムの変数の決定には，金融政策の枠組みがフィリップス曲線に依存し，金融政策の効果が実質貨幣需要関数に依存するという先行研究の指摘(齋藤[2001]p.102)を参照した。そして，実質貨幣供給，無担保コールレート，インフレ率，実質生産，そして日銀当座預金を，検証のベースになる 5 変数システムの変数としている。

景気回復メカニズムについて，AS 曲線の右シフトと AD 曲線の右シフトに金融変数が影響して物価・生産が回復する，という仮説をたてた。検証の順序は次の通りである。

まず 5 変数モデルの検証で量的緩和政策期における物価・生産の回復を抽出する。次に AS サイドの変数 3 種類，AD サイドの変数 3 種類，金融変数 2 種類から 1 つずつを追加した 6 変数モデルを利用して，物価・生産のインパルス応答が最も明確な変数を調べる。最後に，6 変数モデルの検証を受け，5 変数モデルに AS 変数と AD 変数を加えた 7 変数モデルを利用して，物価・生産のインパルス応答を調べる。

AS 変数には営業利益(全産業)・中小企業売上高(製造業)・常用雇用指数(製造業)を，AD 変数にはニッセイ月次実質民間消費・消費者態度指数・実質法人企業設備投資(全産業)を，金融変数には日経平均株価・長期国債(10 年)新発債流通利回りを，それぞれ利用した。

主要な結論は，営業利益(AS サイド)の改善が実質消費(AD サイド)にプラスのフィードバック効果をもたらし，物価・生産が回復した，というものである。但し，AD サイド単独の物価への影響がないため，物価のインパルス応答は生産に比べ著しく小さい。

【参考文献】

鵜飼博史[2006]「量的緩和政策の効果 : 実証研究のサーベイ」『金融研究』，第 25 巻第 3 号，pp.1－46。

齋藤誠[2001]「日本の金融政策 ― 金融政策の理論と実際 ―」『経済研究』，第 52 巻第 2 号，pp.97－106。

ゼロ金利下で量的緩和政策は有効か？
－ニューケインジアン DGE モデルによる「信用創造の罠」の分析－

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
東京電機大学　上浦　基

市中銀行の信用創造機能を導入したニューケインジアン DGE モデルを構築する。市中銀行は、企業の資本需要に応じて「預金貨幣」を創造し供給する。ただし、市中銀行には「法定準備率」と「ゼロ金利」という 2 つの制約が課されている。その結果、「プラス金利経済」と「ゼロ金利経済」という 2 つの異なった特徴を持つ経済状態が発生する。

通常の経済であるプラス金利経済では預金増大率は預金準備増大率に等しくなる。その定常状態では、量的緩和政策により預金準備増大率を技術進歩率以上に保つことによって、デフレーションと負の産出ギャップを回避することができる。

ゼロ金利経済では預金増大率は預金準備増大率の影響を全く受けなくなり、常に若干のマイナスとなる。その時、金利政策ばかりでなく量的緩和政策も効力を失う。このような経済状態を「信用創造の罠」と呼ぶことにする。それは「流動性の罠」とは異なる状態である。ゼロ金利経済の定常状態では、デフレーションと負の産出ギャップが発生する。つまり、持続的なデフレ不況が発生する。

＜中央銀行パネル＞

デフレ脱却と中央銀行
――非伝統的金融政策の効果と限界――

座長：神戸大学　　高橋　亘

パネルの主旨

リーマン・ショックによる金融危機をきっかけに、各国の中央銀行では、これまでに見られなかった一連の金融政策をとってきている。これらの政策には、①中銀による国債の買入れ拡大（量的緩和）や②リスク資産の購入（信用緩和）、③時間軸政策（Forward Guidance）などが含まれ、一般に「非伝統的金融政策」と呼ばれている。こうした非伝統的金融政策は、当初は、市場のパニックに対する危機対応を主眼とするものであったが、徐々に、平常時における景気刺激策へと変容してきている。

非伝統的金融政策を考えるうえでは、いくつかの論点がありうる。第1に、非伝統的金融政策の「効果」についてどのように考えるかということである。各国とも、長期金利の低下などにより緩和的な金融状況を作り出すことには成功しているが、それが景気浮揚やデフレ脱却にまではつながっていない。また、各国の緩和度合を何の指標（資産買入れの拡大ピッチ、中央銀行資産の GDP 比等）でみるべきか、という点についても意見が収斂していないように思われる。

第2に、異例の金融政策が長引く中で、政策効果の「限界」についても指摘され始めている。例えば、米国では、QE1 から QE3 になるにつれて、金利の低下幅が徐々に縮小しており、各国とも非伝統的金融政策の効果が薄れてきた一方で、副作用を注視すべき時期に入ってきたとの見方もある。また、為替レートへの影響を通じて、各国間の緩和競争の様相を呈していることや、先進国の量的緩和が資本流入により新興国に攪乱的な影響を与えていることへの懸念の声も聞かれる。

第3に、中央銀行がどこまで金融政策で責任を持たなければいけないのかという論点もある。特にわが国では、デフレは貨幣的な現象であるとして、その脱却は金融政策の責任という指摘がされる一方、デフレの背景には、生産年齢人口の減少（人口オーナス）、産業構造の転換の遅れなどの指摘がある。

第4に、この点とも絡んで、ポリシー・ミックスの問題がある。ゼロ金利にしてもデフレが止まらないような状況は、ケインズの言う「流動性の罠」に陥っている可能性が強く、伝統的な経済学では、こうした場合には、財政政策の出番ということになっていた。しかし、近年では財政政策の効果自体に疑念が寄せられるうえ、わが国をはじめ多くの国で政府が大きな政府債務残高を抱えており、財政規律の確立も喫緊の課題となっている。

こうした中で、わが国では政府・日銀の間で、政府主導で物価目標が導入される一方、政府の成長政策も打ち出され、この評価もまた大きな論点であろう。

本パネルでは、岩本康志氏（東京大学）、田中隆之氏（専修大学）、河野龍太郎氏（BNP パリバ証券）の3氏をパネリストに迎え、武田真彦氏（IMF アジア太平洋局次長）をコメンテーターとして、高橋亘（神戸大学）の司会進行のもと、上記のような論点について議論を行う予定である。

〈中央銀行パネル：デフレ脱却と中央銀行〉

先進国中央銀行の非伝統的金融政策
―その手段、効果、問題点―

専修大学　　田中　隆之

2008～09年の世界金融危機・同時不況に際し、先進各国では、まず金融システム安定化策が発動された。金融がとりあえずの安定を取り戻した後は、政策の重点が景気の刺激に移った。そして、当初財政政策が発動され、その後の追加的、継続的な景気刺激の役割は中央銀行の金融緩和に委ねられた。

ところがこの局面で日米英で政策金利がゼロに達し、通常の緩和手段である金利引き下げが使えなくなった。これに代わって開始されたのが、非伝統的金融政策である。

その手段として、まず中央銀行当座預金（準備預金）を増やす手法（Ａ）がある。いわゆるポートフォリオ・リバランス効果を狙ったものだが、日銀が2001～2006年に行った量的緩和期の経験から、大きな効果がないことがわかった。このため、世界金融危機後の先進各国中銀は、非伝統的な金融資産の購入（Ｂ）によって、長期金利や民間金融資産のリスクプレミアムの低下をはかって来た。ＦＲＢのＱＥ１～３、日銀の包括緩和における資産購入枠設定、ＢＯＥのＱＥなどがそれだが、これらは金融安定化の効果は高いものの、金融安定の下での景気刺激効果は大きくないことが明らかになってきた。

この間、中銀が将来の政策の道筋を約束（コミットメント）するフォワードガイダンス（Ｃ）も併用されてきた。これらは経済主体の「期待に働きかける」政策と総括できるが、多様な内容を含んでおり、注意深く整理、検討する必要がある。（元祖）時間軸政策（Ｃ１）は、短期の政策金利を将来も低く据え置く約束によって長期金利の低下をはかるが、金利の期間構成に関する期待仮説に基づいており、実証的にも効果が確認できる。

しかし、インフレ期待形成策（Ｃ２）や成長期待形成策（Ｃ３）は、景気刺激のツールがない場合（長期金利の低下などによっても資金需要が発生しない場合）は、機能しない。Ｃ２は、そのような状況下でも、中央銀行が通常は許容しない高インフレを放置することを市場が信じれば理論上は可能だが、１～３％のモデレートな物価目標設定では難しい。昨年末ＦＲＢが導入した失業率目標や、６月にＢＯＥ総裁への就任が決まっているカーニー氏が示唆する名目ＧＤＰ目標はＣ３に当たるが、その効果の理論的根拠は薄弱だ。

昨年末から年初にかけて円安・株高が進行したのは、ユーロ圏を中心に世界経済のリスクが後退していたのを背景に、自民党公約の「大胆な金融緩和策」のアナウンスメントが、市場の「ケインズの美人投票」的行動を引き起こしたためである。一般に、資産価格は期待で動くが、財・サービス価格や賃金の決定に期待が入り込む余地は小さい。

非伝統的金融政策は、意図せざる結果として中銀による財政ファイナンス（マネタイゼーション）を進行させる。先進各国では、中銀が極力資産購入を控える形の金融緩和で時間を稼ぐ一方、政府を中心に成長戦略を進め、財政再建の方向に舵を切る必要がある。

〈中央銀行パネル：デフレ脱却と中央銀行〉

非伝統的金融政策の限界とインフレーション・ターゲティングの瓦解

東京大学　　岩本　康志

金融政策として最も効果のあるのは金利政策である。それに効果があるが故に，伝統的に用いられてきた。したがって，非伝統的な金融政策はほぼ定義により，効果が弱い。

リスク資産が市場で正当に評価されている場合，中央銀行が正当な価値で購入することに実効的な意味はない。リスク資産の購入に実効性があるのは２つの場合である。第１は，金融危機によって，市場がリスク資産を正当に評価できない場合。市場のリスク評価を是正する意味で政策介入として意義がある。また，中央銀行が正当な評価で購入し，市場のリスク評価能力も回復するのであれば，中央銀行のバランスシートの毀損を心配する必要はない。第２は，中央銀行が正当な価値以上で購入することであり，これはバランスシートの毀損を招くことにつながり，民間部門に価値を移転しているという意味で財政政策として機能している。

中央銀行が政府と独立に財政政策を実行することは統治機構上の問題をはらんでいる。政府による事後の損失補填あるいは事前の保証がされれば，リスクは政府に移転されて，政府が財政政策をおこなう正常な形態に戻る。財政政策としての規模は資産購入額ではなく，購入額の正当な価値からの乖離分になる。このため，普通の財政出動に比べて財政政策としての規模が小さく，したがって効果も小さいだろう。金融市場に介入して財政政策の効果を出すことでデフレ脱却を目指すのは，的外れな政策であると考えられる。

非伝統的な金融政策を動員しても２％の物価上昇率を早期に達成することはできない。このような状況で物価目標を課すことは，できない目標を掲げて案の定できないことになり，インフレーション・ターゲティングを根本から破壊することにつながる。インフレーション・ターゲティングのねらいは，金融政策から無用の裁量性を取り除き，透明性を高めることにある。１月に「物価安定の目標」が導入された際の日本銀行の認識では，この目標は「今後，日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い，（中略）高まっていく」とされている。物価目標は経済成長とは独立に設定できるものであり，それが経済成長率と連動すると日本銀行が認識したのは異例の事態である。また，実質的なゼロ金利の解除条件が「消費者物価の前年比上昇率１％を目指して，それが見通せるようになるまで」から「必要と判断される時点まで」と曖昧にされ，時間軸政策が不明確化された。１月の金融政策の変更は，インフレーション・ターゲティングへのサボタージュにも相当する。

〈中央銀行パネル：デフレ脱却と中央銀行〉

デフレ脱却とマネタイゼーション

BNP パリバ証券　　河野龍太郎

日銀が 2%のインフレ目標を導入した。ゼロ金利制約に直面し、長期金利も相当に低下しているため、積極的な金融緩和を続けても、総需要を刺激しデフレから脱却することは難しい。リスクプレミアムに働きかける政策やフォワードガイダンスを強化する方法などが考えられるが、大きな効果は望めそうにない。しかし、そのことはデフレからの脱却が不可能ということではない。 是非はともかく、以下、三つの方法が考えられる。

一つ目は、マネタイゼーションによってデフレから脱却する方法。中銀ファイナンスによって追加財政を続ければ、名目成長率を引上げ需給ギャップの改善によって、インフレ率を高めることが可能である。追加財政の本質は、国債発行によって「将来の所得を前借り」し、現在の総需要を一時的に嵩上げすることに過ぎないため、効果が剥落すれば、元の低成長に戻る。詰まる所は財政破綻確率の上昇である。政策の主体は財政政策を担う政府だが、追加財政で名目成長率が上昇すると、長期金利も上昇を始めるため、それを回避すべく日銀が国債購入を進めることで、事実上の財政ファイナンスが行われる。

二つ目は、為替介入を行い円安誘導を図る方法。円安で輸出を刺激し、需給ギャップを改善させると共に、輸入物価の上昇でインフレを高める。理屈上はかなり確実な方法だが、問題点もある。まず、「近隣窮乏化政策」という海外の批判にどこまで耐えられるか。また、輸出セクターは大きなメリットを受けるが、2000 年代のように輸出主導の回復が訪れても雇用者報酬が増えなければ、家計部門の実質購買力は輸入価格上昇によって損なわれる。

三つ目は、政府がトレンド成長率を高めるべく、成長戦略を追求する方法。トレンド成長率の引上げに成功すれば、自然利子率も上昇するため、伝統的な金融政策の有効性も復活する。最も望ましい政策だが、地道な努力と長い時間を要する。

代議制民主主義の下では、人々は直ちに政策の結果を求めようとするが、トレンド成長率の向上に即効薬は存在しない。待つことを我慢できない我々は、結局、「将来の所得の前借り」である財政政策や「将来の需要の前倒し」である金融政策、「海外の需要を惹き付ける（奪う）」通貨安政策といった近視眼的な政策に頼ってしまう。政治経済学的な視点から考えれば、マネタイゼーション戦略が採用される蓋然性が高く、成長戦略の蓋然性は低いのではないか、懸念される。歴史的にみるとマネタイゼーションの初期局面では、資産価格の上昇などバブル的様相が観測される。既にそうした動きが始まっているのではないか。

Term Structure Dynamics with Macro Factors using High Frequency Data

Hwagyun Kim (Texas A&M University)

Hail Park (Bank of Korea)

This paper empirically studies the role of macro factors in explaining and predicting daily bond yields. In general, macro-finance models use low-frequency data to match with macroeconomic variables available only at low frequencies. To deal with this, we construct and estimate a tractable no-arbitrage affine model with both conventional latent factors and macro factors by imposing cross-equation restrictions on the daily yields of bonds with different maturities, credit risks, and inflation indexation. The estimation results using both the US and UK data show that the estimated macro factors significantly predict actual inflation and the output gap.

In addition, our daily macro term structure model forecasts better than no-arbitrage models with only latent factors as well as other statistical models.

The Impact of Sudden Change on Long Memory between Japanese and Korean Stock Market

Sang Hoon Kang (Pusan National University)
Seong-Min Yoon (Pusan National University)

The volatility of stock markets is affected substantially by infrequent sudden changes or regime shifts, corresponding to domestic and global economic events. Examples include the 1997 Asian currency crisis, the IT dot com bubbles, and the recent global crisis in 2007-2010. Such a sudden change in the underlying economy and or fundamentals is an important component of managing market risk and uncertainty, and in the construction of investment portfolios and the pricing of derivative securities. In addition, these changes have brought about stock volatility linkages or information transmission channels across domestic and international markets. In fact, it is important to take into account the possible existence of sudden changes in the time series behaviors of their volatilities.

This study assessed the impacts of sudden changes on volatility persistence or long memory, and then incorporated these impacts into the multivariate FIGARCH-CCC estimation in order to understand the information flow and volatility transmission between Korean and Japanese stock markets.

The principal objectives of this study are twofold: First, this study detects the sudden changes using the iterated cumulative sums of squared (ICSS) algorithm and evaluates the impact of sudden changes on volatility persistence using a univariate fractional integrated GARCH (FIGACH) model. In particular, we examines whether the inclusion of sudden changes in the FIGARCH model reduces the coefficients of volatility persistence/ long memory or not. Second, this study takes into account those sudden changes to analyze accurately the origin, intensity and direction of volatility transmission between Korean and Japanese stock markets. We employ the CCC parameterization of the multivariate FIGARCH model which does not impose the restriction of constant correlation among variables over time. Our empirical finding might indicate that ignoring the sudden changes might overestimate the degree of volatility transmission that actually exists between the conditional variance of Korean and Japanese stock markets.

We conclude that ignoring sudden changes results may cause misinterpretations of the degree of volatility transmission that actually exists between the conditional variances of two stock markets. These findings provide important implications for building accurate asset price models, forecasting volatility of stock returns, managing market capitalization and further understanding information transmission mechanism.

Measuring Core Inflation under Price Divergence

Ryan Greenaway-McGrevy (Bureau of Economic Analysis)
Young Se Kim (Sungkyunkwan University)
Donggyu Sul (University of Texas at Dallas)

Core inflation is commonly understood as the component in headline inflation that is expected to persist over the medium term. Timely conventional measures include limited influence estimators (e.g. trimmed means and medians) and excluded-item measures (e.g. headline inflation excluding food and/or energy items). These measures are appropriate when a single component underlies persistent price changes in the basket of consumption items. However, in this paper we present statistical evidence suggesting that (i) prices of consumer items are diverging over time, and (ii) several sub-convergent clubs underlie this overall price divergence. Underprice divergence, the conventional core inflation measures become inaccurate, and are likely to be biased over longer time intervals. However, because price changes within each convergence club share the same persistent component, we can construct an accurate measure based on these groupings. Indeed, we show that our proposed estimate performs better than extant measures when evaluated by the conventional statistical criteria. In particular, it provides a more accurate forecast of headline inflation in terms of mean square prediction error.

Keywords: Core Inflation, log t regression, time varying common factor representation, median estimator.

バーゼルⅢ（資本バッファー）の日本での運用に係る考察

財務省　鈴木善計
青山学院大学　白須　洋子
京都大学　川北　英隆

リーマン・ショックに代表される今般の世界的な金融・経済の混乱を受け、2010 年 11 月に行われた G20 ソウル・サミットにおいて、預金取扱金融機関への新たな自己資本比率規制であるバーゼルⅢの枠組みが了承された。

バーゼルⅢでは、予てより指摘されていた、自己資本比率規制によるプロシクリカリティ（景気変動増幅効果）の抑制等の観点から、最低所要資本比率に固定的に 2.5%上乗せする「資本保全バッファー」、及び当局が金融経済環境を見ながら 0～2.5%の幅で可変的に上乗せする「カウンターシクリカル資本バッファー」（CCB）の 2 種類の資本バッファーが導入されることとなった。

しかし、資本保全バッファーは、上乗せ分を取り崩した場合、社外流出が制限されるなど、プロシクリカリティ緩和のためのバッファーとしては十分に機能しない恐れもある。

そこで、本稿では、同バッファーと CCB を一体的に運用することを提案している。具体的には、平時には資本保全バッファーが課されているのと同様に 2.5%を要求し、金融経済動向を見ながら上下 2.5%の幅でバッファーを調整することを提案している。そして、当局が示す水準を下回らない限り、社外流出に制限はかけないこととしている。

また、CCB の運用については、バーゼル委員会により、「民間非金融部門向け信用量／名目 GDP」に着目するとされているが、当該指標が常に各国経済状態を的確に表すとは限らないことから、厳格なルールベースとしてのものではなく、各国当局が自国の動向を見ながら柔軟に運用することが認められている。

実際、我が国に当てはめた場合、バブル期のリスク積み上がりはよく捉えられていると思われるが、リーマン・ショック後においては追加の資本賦課が求められているなど、運用に当たっては何らかの工夫が必要であると考えられる。

そこで、本稿では、両バッファーについて独自運用案を考察した。具体的には、着目する金融・経済指標として、実質信用量、実質株価、実質不動産価格、実質 GDP を選定し、合成指標を作成及び資本賦課基準を設定した上で、パフォーマンスを検証した。合成指標の推移は、概ね我が国の金融経済環境の推移を捉えていると考えられる。

Function of Collateral
When Asset Class is Account Receivables and Inventory:
A Comparative Analysis of Japanese and US Bank Inspection Manuals

Aki Kinjo (Kansai Gaidai University)

Why do lenders seek collateral? Is collecting cash from the disposal of assets in the event of default the only function of collateral, when the asset class is not real estate? This question is relevant today because loans that use business assets such as accounts receivable and inventory as collateral have been recently introduced to Japan. They are typically called "moveable assets and credit collateral loans" (dosan saiken tanpo yushi) or Asset Based Lending (ABL).

This paper conducts a comparative analysis of inspection manuals for banks in both Japan and the US to analyze the function of collateral in such type of loans. The manuals provide empirical evidence in not only the regulatory framework, but also the thinking of the regulators on the expected behavior of banking practitioners in both countries.

By carefully examining the manuals and supplementary documents, it becomes evident that both US and Japanese regulators recognize the importance of collateral as a medium to gain comprehensive and timely understanding of the borrower. Such function of collateral, in addition to providing liquidation value to mitigate potential losses, is one that cannot be expected when real estate is used as collateral.

地域金融機関における貸出金利の裁量性について

大阪産業大学　　石橋　尚平

当研究では、地域金融機関（または信用金庫）の資金運用利回りについて、シャープ・レシオを最大化させるベンチマークを設定した上で、その乖離幅の分散の対数値を、貸出金利の設定において、裁量によって決まる部分を示す値であると考える。Cerqueiro, Degrysee and Ongena(2011)は Heteroschedastic Regression Model を用い、マイクロデータによる個々の企業への貸出金利を Rule（ルール）と Discresion（裁量）の部分に分けて分析を行っているが、当研究もこの手法を踏襲している。

同モデルは Mean Model ならびに Variance Model で構成されるが、当研究の Mean Model では 1989 年度から 2010 年度までの地域金融機関ならびに信用金庫のみのリスク調整済み資金運用利回りの値を用いて、ベンチマークを設定する。バブル経済崩壊後の長期不況・金融不安・デフレを経て、同ベンチマークのシャープ・レシオは興味深い変化を示している。

また、当研究の Variance Model では、個々の地域金融機関（または信用金庫）のリスク調整資金運用利回りのベンチマークからの乖離幅から算出した分散の対数値を被説明変数とし、個々の地域金融機関（または信用金庫）のどのような要因が、その金利設定の裁量を示す部分に影響を及ぼしているのかを考察した。

中小企業の借入金利等に関する一考察
――金融機関の業態によって決定要因に差異はあるのか？――

日本政策金融公庫　森岡　功

大量の国債発行にもかかわらず、我が国では未曾有の低金利 が続いており、住宅ローン借入者の他、中小企業もその恩恵を一部享受している。ただし、これは、あくまでマクロの平均値としての話であり、個別の企業の目線から見れば、個々の企業内容に応じて個々の金利に直面している。リスクに対応した金利設定ということが言われて既に久しいが、リスクの高い企業は高い金利、低い企業は低い金利となっているのが一般的である。

個々の中小企業の借入金利に関する実証分析は既に少なからぬ研究がなされているが、本稿では、日本政策金融公庫総合研究所が四半期ごとに実施している「全国中小企業動向調査」（中小企業編）における借入金利等に関する企業データ（2011 年 1～3 月期～7～9 月期の 7,126 件）を利用して中小企業の短期借入金利、長期借入金利及び長期借入期間の決定要因について実証分析を行った。

具体的には、分析対象データ自体をあらかじめ都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫及びその他金融機関の５つの金融機関業態ごとに区切って、短期借入金利、長期借入金利及び長期借入期間を被説明変数、個別企業の属性を示す各種財務データ等を説明変数とする最小二乗法による多重回帰分析を行い、これらの決定に際して金融機関業態ごとにどのような差異・特性があるかについて検証した。借入金融機関の業態ごとに長短借入金利等を推計した実証分析は筆者の知る限り他に存在しておらず、この点を明らかにしたのが本稿の最大の付加価値である。

実証分析の結果、金融機関業態ごとに金利等の決定に当たって何を重視するかは共通する部分もあるが、異なる部分もかなりあることが確認された。借り手企業においては、この事実を認識したうえで、どの金融機関が総合的にみてベストのオファーを提示しているのかを見極めることが重要といえる。

「円滑化法」が中小企業金融に与える影響についての実証研究

一橋大学大学院生　　近藤　隆則

「中小企業金融円滑化法」は，2009 年 9 月の政権交代後，鳩山由紀夫民主党政権が当時の亀井静香金融担当大臣の強いリーダーシップの下,最優先課題の一つとして取り組み,政権発足からわずか 2 ヶ月半で成立させた法律である．金融機関に返済繰り延べ等の条件変更に応諾する努力義務を課すという手法を中心に据えた円滑化法は，その導入タイミングと手法が特異なものであったため，制定前から様々な議論を呼んできた.

様々な議論を集約すると，円滑化法の中小企業金融に対する影響についての論点は以下の四点にまとめることができる.

① 金融は円滑化され，中小企業の前向きの資金需要に金融機関が対応しているのか
② 円滑化法に基づく貸出条件変更によって中小企業の資金繰りや業況は改善したのか
③ 貸出条件を緩和している間に金融機関がコンサルティング機能を発揮して企業再生が進んだのか
④ 制度の逆選択によって銀行の不良債権は増えたのか，またそれは「隠れ不良債権」として蓄積されたのか

本研究は，これら四つの論点を検証すべき仮説とし，大手行，地銀，信用金庫の円滑化法施行後 3 決算期のパネル・データを用いて，四仮説について検証を行った．その結果,円滑化法利用によって金融機関が中小企業向け貸出を増やしている証拠は無く，むしろ条件変更や信用保証の付かない「プロパー貸出」を減らす傾向があること，円滑化法利用が中小企業の資金繰り DI や売上高 DI を改善する効果は観察されず, むしろ制度の逆選択のために本来生き延びるべき企業の資金繰りや売上が圧迫される「地域経済の非効率」が生じている可能性があること，円滑化法をより多く利用している金融機関ほど不良債権が多く, 円滑化法が制度の逆選択を生じていることを裏付けるとともに, 円滑化法に伴って「隠れ不良債権」が蓄積されたとの証拠は見られないこと，等が明らかになった.

総じて，円滑化法は日本の中小企業金融にとって望ましい効果を発揮しているとはいえず,その特異な導入タイミングと手法が貸出条件緩和の安易な申し出と安易な受諾を生み,制度の逆選択と既往貸出資産の劣化懸念による金融機関の貸出姿勢消極化をもたらしたと結論付けられる.

信用格付のイベント・スタディによる研究

秋田県立大学　　宮本　道子

世界金融危機の引き金となったサブプライム・ローン問題の原因の 1 つとして格付会社の信用格付が挙げられている。アメリカの格付機関である「ムーディーズ」と「Ｓ＆Ｐ」はサブプライム・ローン問題が深刻化してから、サブプライム関連の住宅ローン担保証券の格付を大きく引き下げたことに対して格付機関の能力を疑問視する投資家が多くなった。

本研究の目的はサブプライム問題以前の日本における様々な業種の企業の格付と株価の関連性を調べ、法則性を探り、格付機関が日本の市場にどのような影響を及ぼしているかを明らかにすることである。具体的には、株式市場におけるイベント・スタディを行い格付変更の発表に対する企業の株価反応を検証する。

本研究では、日本で最も格付件数の多い R&I の格付を使い分析を行った。格付のデータは R&I が月 1 回発行している「レーティング情報」の巻末に記載されている発行体格付一覧から「長期個別債務」のデータを 2001 年 1 月号から 2007 年 12 月号まで調べ、その中から 7 年間全ての期間で格付が記載されている企業を分析対象企業とした。また、株価のデータは Yahoo!ファイナンスで公表されている企業の株価の時系列データを利用した。ただし、7 年間全ての株価データではなく、企業の格付が変動した日(格付が変動した月の最初の営業日)から 139 営業日前から 10 営業日後までの株価を使う。なお、本研究で扱うデータは格付変動当時全て東証 1 部上場企業である。この条件より格付変更の発表時の株価への影響をイベント・スタディによって検証した。

本研究の結果、格付期間が格付変更を発表したとき、すでに 1 カ月前には格付の方向通りの売買がされており、イベント期間に入ると格付の方向とは逆の売買が行われていることが分かり、「格付変更による株価への影響は格付変更が発表される前から影響を及ぼしている」という結論に至った。これは、「格付変更の情報が発表される前に、株価が反応する」といえる。格付は格付機関が企業の情報を調べて初めて市場に発表されるものなので株価と多少のズレが生ずるのは仕方がないこととも言える。

今後格付を見る際には、1 つの企業の格付だけを見るのではなく、同じ時期の同業者と比較して見ることが格付の本来の使用法と言える。サブプライムローン問題以後、格付会社がより厳しく企業の現状を分析しているはずだが、サブプライムローン問題以降の信用格付の市場への影響の分析は今後の課題とする。

参考文献

[1]荒木 孝治,勝田 英紀,馬 文傑:”格付変更の株価効果に関する分析”関西大学商学論集第 49 巻(2004)

[2] Campbell, J.Y., A.W. Lo, and A.C. MacKinlay, “The Econometrics of Financial Markets,” Princeton. University Press.(1997).

[3]勝田 英紀,馬 文傑:”日本の株式市場における日米格付機関の情報伝達機能の比較” 生駒経済論叢第 4 巻第 3 号(2007)

[4]内田 交謹,後藤 尚久:”債権放棄の経済的機能 ーイベント・スタディによる実証研究ー”日本経済研究(2002)

外生的ショックにおける株価反応と現金保有
――コミットメントラインとの比較――

三菱経済研究所　池田　直史
慶應義塾大学　富田信太郎

突発的な資金需要が生じる等の外生的なショックにより、流動性が不足してしまうことは企業にとって大きなコストを伴う。このように企業の資金繰りを急速に悪化させるような外生的ショック（流動性ショックと呼ぶ）への対策として最も単純な方法は現金を保有することであり、現金保有はショックに対するバッファーとして機能すると考えられる。Holmstrom and Tirole(1998)や Yanagawa(2001)では流動性ショックが過少投資問題を引き起こす可能性を示しており、流動性を確保することの重要性を指摘している。

一方で、わが国ではコミットメントラインの利用が近年増加している。コミットメントラインは、いつでも銀行から借入を行うことができる権利を有する点で流動性を確保する手段となり得る。流動性を確保する手段としてのコミットメントラインの利用は Holmstrom and Tirole(1998)や Yanagawa(2001)においても指摘されており、金子・渡邊(2004)では、流動性ショック対策としてのコミットメントラインの役割を論じている。すなわち、流動性ショックの観点からは、現金保有とコミットメントラインは代替的な機能を持つ可能性がある。

本稿では、これら 2 つの方法が、流動性ショックに対して有効に機能したのかどうかを検証している。分析では、実際に企業の資金繰りを悪化させた流動性ショックとして、2011 年 3 月に発生した東日本大震災と 2008 年 8 月のリーマンブラザーズ証券の破綻に端を発する金融危機（リーマンショック）を取り上げ、ショック時の株価の反応に対して現金保有やコミットメントライン契約がどのように影響しているかを分析している。もし、現金保有やコミットメントラインが流動性ショックによる影響を軽減するのであれば、株価の下落幅は小さくなると考えられる。

分析の結果、現金保有についてはショック発生後の株価の下落を軽減する効果が有意に観察されたのに対し、コミットメントライン契約については有意な結果が観察されなかった。このことは、少なくとも東日本大震災やリーマンショックにより金融市場が混乱した際には、現金保有がショックに対するバッファーとして機能したのに対し、コミットメントラインはそのような機能を持たなかったことを示唆している。

Structure of Bank Loan Debt: Evidence from Newly Listed Firms in Japan

Nagasaki University　　Masayo Shikimi

This study investigates how firms determine their bank loan structure to balance the benefits and costs of multiple banking relationships. Using the bank loan share data for newly listed firms in Japan, it is found that firms with fewer tangible assets and greater financial risks choose heterogeneous multiple banking relationships, consisting of a large relationship lender and other banks. It is also found that firms' banking relationships are less concentrated among bank loan dependent firms. On the other hand, profitable firms are found to choose more concentrated and homogeneous banking relationships. These results suggest that firms choose both the debt and bank loan structure to balance the risk of hold-up problems and coordination failure.

Key words: bank competition; lending relationships; growing firms; hold-up problems; coordination failure

ソーシャルメディアと地域金融機関

茨城大学　内田　聡

ツイッターやフェイスブックなどのソーシャルメディアは、わが国でも東日本大震災を契機に注目され、スマートフォンの普及もあり、個人はもちろん企業や地方自治体でも利用が急速に拡大している。

一方で、金融機関とりわけ銀行でのソーシャルメディアの取り組みは、金融という商品性やコンプライアンスの課題などからだろうか、一部の保険会社などを除き、筆者の知る限りではほとんど見受けられない。アメリカでも利用は始まって間もないが、金融機関の数が多いこともあり、一定の取り組みをみられる。

本報告では、ソーシャルメディアの全体像を捉える地図を提示したうえで、アメリカ金融機関の利用実態を考察し、最後に地域金融機関とくに協同組織金融機関が考えるべきことを述べる。

報告内容：

Ⅰ　ソーシャルメディアと地域金融機関

Ⅱ　ソーシャルメディアの広がり

1　ソーシャルメディアとは

2　ソーシャルメディアの地図

Ⅲ　アメリカ金融機関の取り組み

1　ウォールストリート

2　メインストリート

3　コミュニティバンクの環境変化

Ⅲ　地域金融機関で考えるべきこと

参考文献

内田聡(2009)『アメリカ金融システムの再構築～ウォールストリートとメインストリート』昭和堂。

内田聡(2012)「ソーシャルメディアの本質と協同「組織」金融の原点～人を基本としたつながり～」『しんくみ』12 月号、12～16 頁。

Bank Competition and Local Employment in Japan: A Causal Link

早稲田大学　　大熊 正哲

The aim of this paper is to provide solid evidence of how competition in the local banking industry affects the condition of local employment, by using data on the banking and manufacturing industries in the 47 Japanese prefectures. The main findings are as follows. A higher concentration in local Japanese banking markets is beneficial for employment at relatively large firms at the expense of employment at small firms. This is especially true in economically less-developed prefectures. The large differences in the magnitude of the effect across prefectures suggest that the positive effect of banking concentration on employment at relatively large firms is partly offset by the conventional interest rate channel that restricts the availability of credit to all borrowers regardless of firm size in some highly competitive local markets.

JEL Classification Numbers: E24; E51; G21
Keywords: Bank competition, Local employment, Spatial market segmentation, Japan

Optimal Risk Sharing in the Presence of Moral Hazard under Market Risk and Jump Risk

Hitotsubashi University Takashi Misumi
Hitotsubashi University HisashiNakamura
Hitotsubashi University Koichiro Takaoka

This paper provides a tractable framework to study optimal risk sharing between an investor and a firm with general utility forms in the presence of moral hazard under market risk and jump risk. We show that, for any two-date discrete-time moral hazard model, there exists a continuous-time model that obtains the same optimal result. Moreover, we characterize the optimal risk sharing explicitly, in particular, the structural effect of jump risk on the optimal allocations.

〈特別講演　Ⅰ〉

What Future for the Eurozone Governance

IDEI, Université Toulouse 1　Jean Tirole

The Eurozone crisis brought serious institutional design problems to light. Academics and politicians have called for a reform of institutions, often in the direction of more federalism. Yet, short of a full-fledged political union, “federalism” is given many interpretations: larger European budget, joint-and-several liability (the Eurobonds proposals), various forms of banking union, and European unemployment insurance, to name a few. Meanwhile, new prudential regulations and structural reforms concerning the interaction between retail and investment banking will impact the European financial industry, and Europe may have to face a hard choice between debt repudiation and debt monetization. The lecture will discuss the desirability and likelihood of alternatives, emphasizing the incentive view of Eurozone institutions.

マクロ金融市場とリスク・プレミアム

早稲田大学　　米澤　康博
三井住友信託銀行　　大森　孝造

企業の生産技術，家計の選好，所得等が与えられた下での資産市場均衡では，如何なる水準の金利とリスク・プレミアム（例えば株式投資収益率のリスク・プレミアム）が形成されるのか．マクロ金融モデルが金利決定分析を行っているが，そこでは必ずしもリスクが明示的にかつ適切に扱われていないものが多い．そこで本論文ではリスクを明示的に取り込んで，その上で安全利子率としての金利，株式投資収益率のリスク・プレミアムが如何なる要因によって如何なる水準に決まるかを，確率的な動学的均衡モデル（2 期間世代モデル）を構築して理論的に明らかにする．

さらにわれわれの問題意識としては，バブル崩壊後，わが国株式市場のリスク・プレミアムは大きく低下したことが確認されているが，それが如何なる原因でそうなったかの解明にもある．この目的のためにも簡単ではあるが国債残高を考慮する．

モデルによれば，資本生産性の平均値の低下は家計貯蓄の魅力度を低下させ，資本供給（貯蓄）を減らし，同時に企業の投資需要も減らすことになる．また家計のリスク回避度の高まりも危険資産である資本供給（貯蓄）を減らし，同時に需要側も減少させる．いずれのケースも定常状態での資本ストックは減少し，その過程では金利は上昇し，リスク・プレミアムは低下することになる．

安全資産としての国債発行の増加はそれが受容されるためには資本である株式の魅力度を相対的に下げる必要がある．そのためには国債の金利が上昇してリスク・プレミアムが低下する必要がある．

すなわち，平均生産性の低下，国債残高の増加，絶対的危険回避度の高まりはいずれも定常状態での株式リスク・プレミアムを低下させること，他方，生産性のリスクの上昇はリスク・プレミアムを高めることが明らかになった．これらは現在の日本株式市場の低リスク・プレミアム現象を理解する上で重要である．

Non-regular Workers and the Stagnant Economy

Kobe University, Graduate Student Shingo Umino [1]

This paper specifically examines features of labor supply heterogeneity in Japanese households and describes how such a structure affects household expenditure, which has stagnated during the last two decades. The particular circumstances represent the increase of non-regular workers but are not necessarily limited to Japan. Non-regular workers are definable in many dimensions, but a common feature is that they have quite unstable contracts of employment. If such labor increases greatly, then one can assess the impact on the actual economy. Therefore, a general equilibrium model was constructed to explain some empirical VAR evidence. The model shows that the reactions of aggregate consumption and housing investment to the shock of increasing non-regular worker ratio are negative and that they are consistent with empirical results. Housing investment exhibits greater sensitivity to the shock. Moreover, decreasing output for consumption goods and housing investment in response to the shock is greater than that decrease of demand. This paper suggests that employing few non-regular workers is preferred and that non-regular workers should not be employed for long periods.

Keywords: non-regular workers, collateral constraint, stagnated demand, DSGE model.
JEL Classification Number: J23, E24, E32.

[1] Kobe University, 2-1 Rokko-dai, Nada, Kobe 657-8501 (E-mail: *shingo.umino@gmail.com*).

公共投資と製造業の設備投資行動
――FAVAR アプローチによる検証――

流通科学大学　　小塚　匡文
慶應義塾大学　　平賀　一希
神戸大学　　藤井　隆雄

本研究ではFAVARモデルにより、公共投資ショックに対するわが国の製造業の設備投資の反応を、業種ごとに検証した。その結果、いずれの業種でもクラウディング・アウトが発生していることが示された。また、設備の耐用年数が短い業種では投資のインパルス反応が負の方向に大きく、特に加工・生活関連系ではその傾向が強いことも示された。これは、加工・生活関連系のうち、設備の耐用年数の短い産業では製品・設備の陳腐化が早く、短期的に利益を上げることが必要となるため、金利上昇が発生すると短期で利益を得ることが困難となり、設備投資を抑制するためであると考えられる。

キーワード：製造業、FAVAR、投資の不可逆性

ファイナンスから見た民法改正

横浜国立大学　　高橋　正彦

我が国の民事関係の基本法である民法のうち、いわゆる債権法の 110 余年ぶりの大改正に向けて、現在、法制審議会で審議が行われている。債権法は金融取引法としての性格も有しているため、今回の改正は、我が国の金融システムの枠組みについて、私法的な取引ルールの面から、広範に整備しようとするものでもある。多岐にわたる改正内容のなかでも、特に白熱した議論が行われており、ファイナンスの観点から見ても興味深い論点の一つが、債権譲渡、とりわけ将来債権譲渡に関するものである。

我が国では、①ファクタリング、②手形割引、③金銭債権の譲渡担保、④貸付債権の流通市場での売買、⑤金銭債権の流動化・証券化など、金銭債権譲渡の形態をとる金融取引は、企業等の資金調達手段や、投資家の運用方法などとして、重要な地位を占めている。さらに、既発生の債権だけでなく、将来債権（将来発生すべき債権）としての金銭債権の譲渡取引についても、実務上のニーズがあり、近年、それが一層高まってきている。

現行民法には、将来債権譲渡に関する明文の規定は存在しない。ただ、実務上のニーズを背景に、近年、将来債権譲渡の有効性を広く認める判例法理が進展してきたうえ、動産・債権譲渡特例法などの立法的手当てもあって、この種の取引の法的安定性が高まってきた。

こうしたなかで、将来金銭債権のキャッシュフローを活用したファイナンス手法として、①債権譲渡担保、②一部債権の流動化・証券化に加え、最近、③アセット・ベースト・レンディング（ＡＢＬ）、④買収ファイナンス（ＬＢＯ等）、⑤プロジェクト・ファイナンス、⑥レベニュー債など、新たな金融取引が行われるようになっている。例えばレベニュー債は、将来債権や事業の証券化の形態をとる地方債であり、国・地方の財政負担を抑制しつつ、震災復興を含むインフラ事業に必要な資金を調達するために、有効な手段となり得る。

法制審議会が 2011 年 5 月に公表した「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」では、将来債権譲渡に関して、①将来債権譲渡が認められる旨の規定の要否、②公序良俗の観点からの将来債権譲渡の効力の限界、③譲渡人の地位の変動に伴う将来債権譲渡の効力の限界、という論点が挙げられている。事務局側の補足説明では、上記③について、譲渡人に倒産手続が開始された場合に、管財人等の下で発生する債権の帰属などの問題が例示されている。この問題に関しては、将来債権譲渡取引の安全と、倒産手続の円滑な遂行との相反関係をめぐって、法律専門家のなかでも、議論が真っ向から対立している。

現状では、民法（債権法）改正への国民の関心が高くないばかりでなく、経済学・金融論の観点からの検討や提言も不十分で、議論は狭い法律家サークルの内部にとどまっている。今回の千載一遇の機会に、金融・ファイナンス研究者の側でも、将来債権譲渡などに限らず、金融システム・取引に関わる制度設計という問題意識に立ち、理論と実務、法と経済の両面から、学際的な研究と政策提言が広く行われることを期待したい。

Pairwise Tests of Convergence of Japanese Local Price Levels

駿河台大学　　池野　秀弘

この論文は、日本国内の地域物価水準の収束に関する実証研究である。すでに、日本を含め多くの国々に関して国内の各地域の物価水準の収束に関しては多くの先行研究があるが、その多くはパネル単位根検定を用いている。この論文は、それとは違い、Pesaran et al. (*Econometrics Review*, 2009)にならい、ペアワイズ・アプローチによる。用いられるデータは、47 都道府県所在地の総合 CPI と CPI 中分類による個別の指数であり、1975 年から 2011 年までの期間について、年次データと月次データの両方について分析する。

国内で購買力平価または一物一価が成立すれば、国内の地域間相対物価水準は定常過程をたどるはずである。先行研究の多くは、その検定にパネル単位根検定を用いてきた。しかし、通常用いられるパネル単位根検定によっては、パネルに定常過程が存在することは主張できても、定常過程がパネルにおいて支配的であるのか、あるいは、僅かであるのかは分からない。Pesaran 等によるペアワイズ・アプローチはこの欠点を克服する。この論文は、ペアワイズ・アプローチを国内の地域物価水準の分析に応用したものである。（Pesaran 等の研究は国内地域物価水準に関するものではない。）ペアワイズ・アプローチは、相対水準の単位根検定において、特定の地域・国をニューメレールとして選ばず、可能な全てのペアの相対水準に単位根検定をするというものである。

この論文の目的は次のとおりである。第一は、ペアワイズ・アプローチにより国内の地域物価水準の収束の程度を分析する。第二は、総合 CPI のみならず中分類の価格指数を分析することにより、財・サービスの特性と収束の関係を分析する。第三は、国内の物価水準の収束における取引費用の存在を分析する。

地域物価水準の収束に関して次のような結果を得た。総合 CPI と多くの中分類指数において、地域間で全く収束がないという仮説は否定される。その一方で、全ての地域間相対価格の中で収束するペアの割合は、財・サービスにより大きく異なる。総合 CPI では、収束する割合は 50%におよばない。つまり、購買力平価は国内でゆるくしか成立しない。しかし、野菜・海藻、果物などの価格指数においては収束する割合は極めて高く、国内の地域市場は密接に統合されていることになる。これらの結果は、単に収束する割合を計算するだけでなくブートストラッピング法によっても確認される。

取引費用に関しては次のような結果を得た。(1) 地域間相対価格の変動の大きいほど収束する確率が高くなる。(2) 地域間相対価格の大きなショックはその調整速速度を速める。(3) 地域間相対価格の調整速度と都市間の距離には相関関係がある。これらの結果は、取引費用の存在を支持している。

景気循環の連動性と東アジアの経済統合

横浜国立大学大学学院生　章 沙娟 (Shajuan Zhang)

近年、アジア諸国は域内の貿易、直接投資の拡大を通じて経済的相互依存を深化させている。世界金融危機の発生以降、欧米諸国経済が低迷を続ける中、経済成長を維持するために、アジア域内での経済統合を一段と深める必要があるという認識が高まっている。そして、より高度な経済統合を目指すために、通貨同盟への関心も高まっている。

最適通貨圏の理論によれば、通貨同盟の構築にはいくつかの条件があり、加盟国間の景気循環の連動性はその中の 1 つである。この 2 国間の景気循環の連動性を決定する要因として最も重視されているのが産業間貿易、産業内貿易、産業構造の類似性、そして金融統合の四つである。これらの要因に注目する先行研究は数多く存在しているが、すべての変数を含めて実証分析を行った研究はまだ限られている。特に、アジア諸国を対象とした先行研究は主に貿易や金融統合に焦点を当てており、産業構造の類似性まで考慮した分析は少ない。従って、本論文は従来重視されてきた景気循環の決定要因が 2 国間の景気循環の連動性に与えている影響をより全面的に検証するために、産業間貿易指数（相互貿易)と産業内貿易指数、産業構造の類似性指数、金融統合指数、そして為替レートの変動性指数を用いて、実証分析を行なっている。本論文では 1982 年から 2008 年までの長期間のデータを使っているため、独自に産業内貿易指数を計算し、新たな貿易データセットを構築している点が従来の研究と異なっている。本研究の分析結果は次の 5 点にまとめられる。第 1 に、産業間貿易（相互貿易)は景気循環の連動性に有意な影響を与えていない。第 2 に、産業内貿易は景気循環の連動性に常に頑健な正の影響を及ぼしている。第 3 に、産業構造の類似性は景気循環の連動性の決定要因としての機能を果たしていない。第 4 に、2 国間の金融統合が景気循環の連動性は有意に負の影響を与えている。最後に、2 国間の為替レートの変動性は景気循環の連動性に常に頑健な負の影響を与えている。

Exchange Rate Appreciation and Export Price Competitiveness: Industry-specific Real Effective Exchange Rates of Japan, Korea and China*

Kiyotaka Sato†,
Junko Shimizu‡,
Nagendra Shrestha§,
Shajuan Zhang**

This paper constructs a new data set of the industry-specific real effective exchange rate (REER), based on the producer price indexes, of the Japanese yen, Korean won and Chinese renminbi at a daily basis from 2005 to the present in order to provide a better indicator for international price competitiveness of three countries. We also investigate the recent trend of export and import price indices in both domestic and contract currency terms especially in Japan and Korea, and provide empirical evidence of the exchange rate pass-through/pricing-to-market. It is revealed that a substantial fall of domestic producer prices has enhanced the Korean firms' export competitiveness compared to the Japanese one especially in the electric machinery industry. A small degree of exchange rate pass-through in domestic prices as well as the US dollar invoicing trade with large nominal depreciation has also increased the relative export competitiveness of Korean firms to the Japanese counterparts.

JEL Classification: F31, F33, F15
Keywords: Real effective exchange rate (REER), industry-specific exchange rate, export competitiveness, exchange rate pass-through

* This study is financially supported by the Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), the Center for Economic and Social Studies in Asia (CESSA) at Yokohama National University, and the JSPS (Japan Society for the Promotion of Science) Grant-in-Aid for Scientific Research (B) No. 24330101. We wish to thank Takatoshi Ito, Eiji Ogawa and Keiko Ito for valuable comments on the earlier version of this paper.
† Corresponding author: Department of Economics, Yokohama National University, Email: sato@ynu.ac.jp
‡ Faculty of Economics, Gakushuin University.
§ Center for Economic and Social Studies in Asia (CESSA), Department of Economics, Yokohama National University.
** International Graduate School of Social Sciences, Yokohama National University.

中国の為替・資本規制運営の特徴と人民元の国際化

三菱東京 UFJ 銀行　　國枝　康雄

日中国交正常化 40 周年にあたる昨年 2012 年は、尖閣問題を契機とする日中関係の悪化に直面した 1 年でもあった。この中国との取引においては、政治リスクに加え、税務、労務、貿易、為替・資本取引における制度の改廃リスクがあるとされる。中でも貿易、為替・資本取引規制の運用は変更や見直しが頻繁かつ急速に行われることから中国業務に関わる日系企業にとって最大の関心事の一つである。

改革・開放以降現在までの中国の為替・資本規制の運営は、他の分野の改革と同様に、漸進的改革の中での「試行錯誤による実務的アプローチ」、「双軌制（体制の二重構造）」を踏襲している。

特に 2005 年の為替・資本規制の運営を見ると、それは投機的動きを抑制することで国際化に伴う国内金融の混乱の回避を図ろうとするもので、試行錯誤繰り返しながらも木目細かく規制の抜け穴を塞ぎ、投機的動きの抑制に成功している。

次に、リーマン危機後に進められた人民元国際化への対応を見ると、改革・開放以降の為替制度の改革で二度実施された「既存の計画価格」と「新たな市場価格」を並存させる双軌制モデルを再現しているものであること、国内金融の安定性を重視し厳格な内外金融規制を行いながら人民元の国際化を進めている。

これらの中国の為替・資本規制の運営が示唆することは、第一に中国の国際的な金融環境の変化や国際経済危機などへの対応の巧みさであり、これは実務レベルで見た細かな規制運営でも確認することができるものである。第二は漸進的改革の有効性で、人民元の国際化施策における「双軌制」も過去の為替制度改革のみならず、他の改革・開放施策の経験を踏まえていることである。「双軌制」の問題点であるレントシーキング、腐敗、官僚組織という新既得権益団体による改革阻止も踏まえており、過去これらは時間をかけ解決されてきた。

これらを勘案すると、今後、中国の為替制度は、既存の計画価格品である中国内の「オンショア人民元(CNY)」と香港を中心とする市場価格品である「オフショア人民元(CNH)」が、精緻な為替・資本規制運営で分断された環境下で並存し人民元の国際利用が拡大する中で、緩やかにオフショア人民元に収斂して行く姿を予想することができる。

これらが日系企業に示唆することは、まず、規制の頻出局面では、経済情勢により規制の方向性や危機収束後の規制再緩和が予想できることを前提に、冷静な対応を行うことだろう。次に人民元国際化については、CNHとCNYが並存しつつ人民元取引が拡大していく状況を利用していかなければならない。中国最大の輸入相手国である日本が経常取引で人民元を活用する余地は大きく、その進展状況を分析した上で、人民元業務の取組みに関する戦略を構築しておかなければならないだろう。

Does Exchange Rate Volatility Deter Japan-China Trade? Evidence from the Pre- and Post-Exchange Rate Reform in China

対外経済貿易大学　西村友作
関西学院大学　平山健二郎

為替レートのボラティリティが国際貿易に与える影響に関する研究は，理論・実証の両側面から数多く行われてきたが，依然として統一的な見解は得られていない。本稿の目的は，日本とその最大の貿易パートナーである中国における輸出入貿易に着目し，人民元の対円為替レートのボラティリティと日中間貿易との関係を検証することにある。

従来の研究との大きな違いは，2005 年 7 月からスタートした人民元為替制度改革に焦点を当てている点である。為替制度改革実施・未実施の異なる期間において，為替レートのボラティリティが日中貿易に与える影響が異なるか否か, 実証分析により検証している。また，従来の研究が日中貿易の総データを用いているのに対し，本稿では部門別の輸出入データを用い，為替ボラティリティが日中貿易に与える影響を，貿易部門レベルにおいても考察している。

具体的に, 中国 WTO 加盟以降の 2002 年 1 月から 2011 年 12 月の期間において, ARCH type（AR-EGARCH model で推定）と standard deviation type（1 か月の Within-period standard deviation）の二種類のボラティリティが，日中間の総輸出や各輸出部門に与える影響について，ARDL approach を用いて長期，短期の両視点から分析を行った。

分析結果として，日本の対中輸出は為替ボラティリティから有意な影響を受けていないが，中国の対日輸出は，為替制度改革期間中に負の影響を受けており，中国が実施している為替制度改革は，為替ボラティリティを通じて自国の輸出産業に負の影響を与えている事が確認された。また，為替レートのレベル値においても，日本の対中輸出は影響を受けていないのに対し，中国の対日輸出は有意に影響を受けている結果が得られた。

これらの結果は日本と比較すると中国の輸出産業は為替レートの影響を受けやすい状況にあることを示唆している。このように，為替レートおよびそのボラティリティが両国輸出産業に与える影響の違いは，両国における金融市場の厚みや輸出企業の成熟度の違いに起因されるものと考えらえる。

ビッグマック価格は国際的な価格尺度になりえるか

大阪経済大学　　福本 幸男

ビッグマック価格は既存の価格指数にはないいくつかの優れた特長を有していることにより、購買力平価説の検証にしばしば用いられている。しかし、その検証結果が、マクドナルドコーポレーションの価格戦略の影響に左右されるのではないかとの懸念も指摘されている。本稿は、非貿易財価格に影響を及ぼす各国の所得水準の違いをコントロールするかどうかにかかわらず、ビッグマック価格とPenn World Table の価格水準の相関が正であることを見つけた。本稿の検証結果が得られた要因は、各国のビッグマック価格とPenn World Table の価格水準の間の結びつきを強める貿易障壁や為替レート変動による影響がマクドナルドコーポレーションの価格戦略による影響よりも大きかったからかもしれないし、ビッグマック価格に影響を及ぼすマクドナルドの価格戦略とPWT の価格水準に影響を与えるマクドナルド以外の企業の価格戦略によるそれぞれの価格設定がある程度同調していたからかもしれない。いずれの要因であるにせよ、ビッグマック価格が各国の一般的な物価水準から乖離していないと結論付けることが出来る。

キーワード：購買力平価、バラッサ・サミュエルソン効果、貿易障壁、為替レート変動、独占的競争、ビッグマック、マクドナルドコーポレーション

JEL Classification：E31; F41

Exchange Rate Risk Management of Japanese Firms: New Findings from Questionnaire Survey

Gakushuin University Shimizu Junko
University of Tokyo Takatoshi Ito
Chuo University Satoshi Koibuchi
Yokohama National University Kiyotaka Sato

It is often said that a strong yen causes a big influence on both the business performances of the Japanese firms in the short term and the corporate strategies including the placement of the production base in the medium to long term. The degree of these influences might depend on each firm's exchange rate risk management. Japanese firms utilize a combination of financial hedges and operational hedges to manage their currency exposure. While the financial hedges are conducted to hedge their currency exposure by using foreign exchange derivatives in foreign exchange market, operational hedges are utilized among the firm's international subsidiaries to reduce their foreign exchange exposure. In addition, Japanese exporting firms have promoted the transfer of production bases overseas, or increase capacity of existing overseas bases, and increase the proportion of imported components from overseas and other measures to ensure the benefits.

In this paper, we investigate the exchange rate risk management of Japanese firms based on the questionnaire survey. Questionnaires were sent to all Japanese manufacturing firms listed in the Tokyo stock exchange in September 2009 with the cooperation of the Research Institute of Economy, Trade, and Industry (RIETI). The questionnaire survey (henceforth, 2009 RIETI survey) covers rich information not only on the firms' foreign exchange rate risk management but also on the firms' choice of invoicing currency and price revision (pass-through) strategy. The survey results are classified by industry and by the firm size, using annual financial reports of sample firms, through which new evidences of Japanese firm's exchange rate risk management, such as the usage of financial and operational hedging and price revision are presented.

Our analysis shows how Japanese firms combine three different tools of exchange rate risk management policies, operational and financial hedging and exchange rate pass-through under their own choice of invoicing currency, to mitigate the influence of exchange rate risk. Given growing regional production network of Japanese firms, our findings based on the questionnaire study will have important implications for future exchange rate policies to support more effective exchange rate risk managements.

ユーロ圏 PIIGS 諸国の対外債務の持続可能性について

三井住友アセットマネジメント　　西垣　秀樹

本報告ではユーロ圏危機の焦点ともいえる PIIGS 諸国（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）の 5 カ国の対外債務の支払能力問題について、①経常収支の持続可能性が金融危機の前後で変化したのか、②これらの国の経常収支に有意な影響を与える要因（貿易フロー、貯蓄投資バランス、国際資本フローの３つの側面から）は何かに関しての実証的分析の結果を示す。主な結論は以下の通りである。

第 1 に、経常収支の持続可能性に関するテスト（単位根検定）の結果によれば、ギリシャの経常収支赤字は 2008 年の金融危機が発生する前も、さらに金融危機発生後の最新データ（2012 年第 2 四半期）を含んだ場合でも持続可能ではなく、対外債務の支払能力に依然として大きな問題があることが示唆される。ギリシャについては対外債務の返済可能性を高めるべく、対外競争力の改善や生産能力増強のための政策対応を一段と強化することが喫緊の課題と考えられる。アイルランドについては、2010 年に EU、IMF から流動性支援を受けたものの、経常収支は金融危機の発生前から持続可能であったとみられ、対外債務の支払能力に大きな問題があったわけではないことが示唆される。さらにポルトガル、スペイン、イタリアの経常収支赤字については、金融危機発生前は、持続可能性の条件を満たしていなかった可能性があるが、最新データを用いた分析によれば、持続可能性を支持する結果が得られる。これらの国々は金融危機後のさまざまな構造調整等を経て、支払可能な状態を回復した可能性がある。この観点からみると、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアの対外債務の返済可能性については過度に悲観的になることはないかもしれない。

第 2 に、経常収支に影響を与える要因に関する分析結果によれば、国によって程度に差異があるものの、経常収支を改善させるためには総じて国内所得の減少、実質為替レートの減価、直接投資フローの増加などが有効とみられる。今後は PIIGS 諸国の将来の生産能力（返済能力）の拡大につながるような直接投資フローの増加が重要と考えられる。さらに国によっては証券投資や「その他投資」の流入増加が経常収支の悪化につながった点を踏まえると、今後はクロスボーダーの金融取引を規制、監督するための政策協調が一段と重要になるだろう。なお、貯蓄投資バランスの側面から財政政策の役割を考えた場合には、政府貯蓄の増加（財政緊縮）はポルトガルやスペインで短期的に経常収支を改善させる可能性があるが、持続的な効果が見込まれない上に、ギリシャ、アイルランド、イタリアでは必ずしも財政政策が有意な影響を与えていない。むしろ民間部門の貯蓄投資バランスを改善させること（信用の膨張や投資ブームの抑制、貯蓄増強の政策等）が重要であろう。

（本報告内容は所属機関を代表する見解ではなく、個人的な見解です）

ユーロ危機と金融監督
―「バンキング・ユニオン」という視点―

金沢大学　　佐藤 秀樹

本報告では今次世界金融危機後の欧州債務危機の顕在化に対する有効な解決策として提案されている「バンキング・ユニオン」を取り上げ、欧州における金融監督の変容を分析する。

従来、国際金融制度研究分野で基軸通貨や通貨危機を対象とした研究に対して、相対的に取り上げられることが少なかった金融規制が、サブプライム・ローン問題、リーマン・ブラザーズ破綻を契機とした今次世界金融危機後、主要議題となった。ユーロ圏 17 ヵ国は金融政策一本化の下、ソブリン・デット・クライシスにより、これまで各国に裁量性を残してきた財政政策が「規律再強化」の方向へ強烈にシフトし、ギリシャを始めとする南欧諸国も財政危機に直面、緊縮的な予算制定となっている。ここで財政政策の予算制定権が欧州各国で制限されつつあることと並行して、欧州における金融規制の統一化が図られている。2009 年 2 月に発表されたドゥ・ラロジエール報告を大原則として制定された ESRB（欧州システミックリスク理事会）及び ESFS（欧州金融監督制度）というマクロ・プルーデンス政策とミクロ・プルーデンス政策を横断的かつ統一的に実施する組織が発足した。これらはさらに変容する可能性をもつ。一方で、現在のポスト世界金融危機において欧州債務危機の顕在化とその継続により「マーケット」と「国家」の緊張関係が続き、そして「世論」の理解を得るかどうかが最終的な関係にある事情を受けて、国際通貨システムは金融と財政という 2 局面から高い不安定性を帯びている。このような中、欧州の危機的状況に対して 3 点のフィールドがその打開策として挙げられる。第一に金融政策、第二に金融監督、第三に財政・経済政策（構造改革を含む）である。本稿では、特に第二の金融監督に関して分析を行う。すなわち欧州債務危機のブレイクスルーとして金融監督の革新的な取り組みが漸進的ではあるが確実に構想、及び文書化（その改訂）が進められ、2012 年 6 月に初めて欧州委員会により提唱された銀行同盟(Banking Union)の視点を中心に据え、この取り組みを解析していく。

本報告では第一に、欧州通貨統合の構造的問題点を探る。特に仏独関係を軸心に据え、通貨統合の歴史的課題の一部が今回の金融・財政危機を引き起こす要素となった点について検討する。第二に、欧州委員会から提出された銀行同盟の考え方、理念、具体的手法を分析し、構想段階であるものの、実行可能性が相対的に高いことを念頭にその進展を見ていく。第三に、欧州金融・財政危機に対する金融監督の視点からの打開策を考察する。財政政策規律の再強化が求められる一方、バーゼルⅢによる自己資本規制が多角的に再強化されている。今次世界金融危機後の規制強化の大潮流を受け、より望ましいレギュレーションのあり方を求め、欧州での規制のベクトルがどのように国際的整合性を持つのかも肝要な論点である。

ユーロ瓦解につながる金融活断層
――ユーロ決済システム・ターゲット 2 の不均衡問題――

佐賀大学　　米倉　茂

統一通貨導入で期待されたはずのユーロ参加国間の諸々のインバランスは解消されなかった。むしろユーロ圏内諸国間の財政金融上，あるいは産業構造上のインバランスは拡大する一方だった。それに追い打ちをかけたのがユーロ･ソブリン債務危機であった。

この結果，銀行と国家の債務返済能力が疑われ、銀行危機とソブリン危機が一体化する事態にまで発展した。これにより、民間資本がユーロ圏の南から北部へ逃避している。これをユーロ圏の銀行間の間の資金偏在として指し示すのがターゲット 2 である。南のユーロ諸国の銀行が資金繰り困難になったり預金が流出して，ECB への資金依存が急増する状況を示す。スペインやイタリアが ECB からの借入を増す度に，ドイツ中央銀行のターゲット 2 への債権が増加する。

ターゲット 2 の不均衡は，資金繰りが困難になっている国の銀行が自国でなく他国の中央銀行に依存して資金繰りをやりくりするメカニズムの結果である。ユーロシステムがユーロ圏内部の資金需給の不均衡を緩和させる最後の貸し手としての役割を果たしている。

ユーロ圏圏内の経常収支インバランスがターゲット２上のインバランスにつながるという解説が見られるが、両者には直接の関連はない。ターゲット２のインバランスは投機的資本移動から起きているからであり，経常収支不均衡の話ではない。

リーマン･ショックはグローバル・インバランスでなく，金融上の不均衡のグローバル・フィナンシャル・インバランスから起きたのと同様、ターゲット２インバランスも経常収支不均衡でなくユーロ版フィナンシャル･インバランス（南北間の資金偏在）に絡んでいる。

しかし、この南北間の資金偏在というユーロ圏内の金融分断化の現象はユーロ瓦解の引き金になりかねない。国債が突然、市場で捌けなくなるサドン・ストップにとどまらず、資本逃避の局面へと発展する。民間資本はソブリン問題の周辺から，それをまぬがれている中枢へと移動している。ユーロ金融市場は中枢と周辺の極端な金融分断化に至っている。この金融分断化は通貨同盟の基盤，すなわち，統合された市場と効果的な共通の通貨政策を脅かす。放置すればユーロが瓦解する可能性が起こる。

キー･ワード：ターゲット 2、金融分断化、フィナンシャル･インバランス

〈特別講演　Ⅱ〉

日本銀行総裁　黒田　東彦

＜共通論題＞

グローバル金融とガバナンス

座長：一橋大学　小川英治

近年金融のグローバル化の進展は著しいものがあり、それが世界経済の発展やクロスボーダーの企業活動の活発化に多大な貢献をしていることは言うまでもない。しかしながら、2008 年 9 月のリーマン・ショックに伴うアメリカ発の金融危機は、グローバル金融環境下で全世界に波及し、グローバルなマーケットに依存している企業に深刻な打撃を与えるに至った。また 2009 年以降には、欧州のソブリン・リスクの問題が顕在化し、世界経済に暗い影を投げかけたことは記憶に新しい。さらに、内外で企業スキャンダルが後を絶たないのも、周知の事実である。このような諸問題の表面化に伴い、各国政府、金融機関そして企業部門が、グローバルな観点からいかなるルールのもとで運営されるべきか、そしていかなる規制や監督が施されるべきかという問題が、あらためて提起され検討されるべき段階に来ているように思われる。

共通論題では、以上のような問題意識のもとで、ソブリン・リスク、金融機関そして企業部門のガバナンスのあり方について、報告とディスカッションを実施する。

第１報告では、欧州のソブリン・リスクの発生とその危機管理の問題に焦点を当てている。従来はリスク・フリーとされていた国債を多く保有する銀行のポートフォリオの問題、IMF 等の国際機関が危機予防にいかなる役割を果たせるかという論点、そして政府債務の削減についてのルール化の問題などが考察される。

第２報告では、国際的な金融規制に関する新たな視点の導入の必要性が指摘される。2007,8 年の世界金融危機で明らかになった現象は､証券化や OTC デリバティブズなどに代表されるように、銀行以外の主体や従来型の銀行業務以外の金融商品や取引によって金融危機が発生、増幅された点であり、そのような新たな現象に適切に対応できるような金融規制体系の再構築が必要とされる段階にあることが強調される。

第３報告では、企業活動のグローバル化に対して、国際的に信頼されるディスクロージャー制度をいかに担保するかという問題意識のもと、主に会計および監査からの改革の必要性が指摘される。会計面では IFRS（国際会計基準）の導入そして監査面では監査人の独立性や監査基準の設定等の問題が、コーポレート・ガバナンスの改革と一体的に進められることによって、望ましい制度改革が実現することが主張される。

報告に続いて、指定討論者による討論そしてパネルディスカッションが実施される。パネルディスカッションでは、主に次の２点が議論される予定である。第１の論点は、規制やルール作りは、かなりの程度グローバルな convergence を目指すべきなのか、あるいは各国ごとの経済システムには異質性が残存する以上、過度な convergence はかえって弊害

を生む可能性があるのかという点である。

第２は、金融規制に代表されるように、各国にはそれぞれ規制当局が存在するのが一般的である。その場合に、グローバルな規制とローカルな規制とは、どのように役割分担をすべきなのかという論点である。

共通論題における報告およびディスカッションを通じて、グローバル金融のもとでの望ましいガバナンスのあり方に関するヴィジョンの構築が期待される。

〈共通論題：グローバル金融とガバナンス〉

ソブリンリスクとグローバルガバナンス

東京大学　　伊藤　隆敏

欧州政府債務危機の発生とその危機管理（の混乱）は、いくつかの問題を提起した。問題に対する回答は必ずしも明らかではなく、今後先進国および新興市場国を交えて、活発な議論が続くと思われる。

第一の問題は、金融監督と民間銀行の資産構成に関わるものである。ギリシャにおける政府債務の債務削減（債務不履行）は、先進国の政府債務（国債）ですら「リスク・フリー」ではないことを明らかにした。これは、金融機関のポートフォリオ形成に大きな問題をもたらす。バーゼル I の規制で典型的に表されているように、先進国の国債（とくに自国の国債）は、リスク・フリーと規定され、自己資本の充実が求められる銀行は、貸し出しを圧縮して国債で運用することを奨励されてきた。もし、一律に国債にリスク・ウェイトがかかるようになると、銀行の最適資産構成（ポートフォリオ）の計算において難しい問題を提起することになる。

第二の問題は、国際機関による財政赤字・政府債務の監視のあり方の問題である。ユーロ圏の政府債務危機においては、国際通貨基金（IMF）は、EU と ECB と共同で、過大な債務を持つ国（GIIPS）についての資金支援、もしくは助言を行なってきた。しかしながら、これは危機管理であり、そもそもどうして危機に陥ったのか、それを防ぐことはできなかったのか、という危機予防の観点からの問題提起は置き去りになっている。

第三の問題は、政府債務の削減についてのルール化の問題である。2000 年代はじめにアルゼンチンの政府債務が不履行に陥る可能性が高い中で、IMF は、政府債務再編メカニズム（SDRM）を提案した。これは IMF が危機と認定した国について、国債の債務削減を秩序だって行うようことができるようなルールづくりを提案したものであった。債券のリスケ、一部削減については、全員の同意を取り付けることは難しく、常に少数権利者をどのように扱うかの問題が残る。今回のギリシャのケースでも、債務削減に応じなかったヘッジ・ファンドなどが(裁判所に訴えることで)有利は返済を引き出しているようである。強制力をもって、債券保有者全員に平等な債務削減を課すためには、国際的な条約（たとえば IMF の条約）の新設もしくは変更が必要になる。果たしてそのようなことが望ましいかどうか、可能かどうか、がいま、また問われている。

（以上）

〈共通論題：グローバル金融とガバナンス〉

国際金融規制改革の有効性

東京大学　天谷　知子

銀行は、信用リスクと長短ミスマッチの吸収し預金という安全（とみなされる）短期資産を創造する、レバレッジをともなう、取引の相互依存という特性をもつため、取付けやリスクの伝播による金融危機を生じやすく、また危機は実体経済にも甚大な影響を及ぼす。そこで、銀行は規制の対象とされると同時にセーフティネットも整備されてきた。

2007,8 年の世界金融危機では、従来型の銀行の枠外、すなわち、銀行以外の主体や従来型の銀行業務以外の金融商品や取引によって上記と同様の特性が生み出され（以下「現代版フリーバンキング」)、制約なく膨張したことが金融危機の要因を作り、またこれがセーフティネットのないまま崩壊したことが危機を増幅させた。次の危機をいかに防ぐか（あるいはよりうまく対応するか）という観点からの金融規制改革には、「現代版フリーバンキング」問題への対処（マクロプルーデンス的観点も含む）の観点が不可欠である。

従来型銀行への対応として、自己資本比率の資本の質・水準の向上が既に段階的な実施に入っているが、これは、「現代版フリーバンキング」対応というより、損失吸収バッファーとしての機能が不十分であるという、当初よりバーゼル規制に内在していた問題点への対応としての性格が強い。

従来型銀行の「現代版フリーバンキング」への関与の観点からは、自己資本比率規制におけるリスクの捕捉強化、レバレッジ比率・流動性比率の導入、共通データ・テンプレートの導入があげられ、また、一部では業務の分離やリスクの隔離が検討されている。これらの多くは実施済みないし実施に向け細目検討中である。「現代版フリーバンキング」に対するこれらの施策の実施の効果としては、以下に述べる「現代版フリーバンキング」に対する規制改革の進捗等次第で、従来型銀行の撤退により膨張が抑制される、又は、新たな規制に応じ従来型銀行との関わりを薄めた独自の拡大が促進される、双方がありうる。

「現代版フリーバンキング」の商品・取引に関する規制改革としては、証券化、証券貸借・レポ取引、OTC デリバティブズ への取組みがあげられる。網羅的内容を取り上げているが、それぞれ、実効性ある実施までにはさらに検討を要する事項が多く残る。

「現代版フリーバンキング」の主体に関する規制改革としては、 MMF について国際的な勧告が成立しているが主として問題となっている米国での実施の目途はたっていない。これ以外の主体については、一定の経済的機能により shadow banking risk を評価し必要な政策手段を適用する枠組が発表され、また銀行以外のシステム上重要な金融機関（SIFIs）についても銀行と同様に SIFIs についての取組みを導入することとされている。これらは、網羅的に議論されているが、内容は検討段階であったり、実効性確保の手段が不透明、市場の分析・対象の特定に必要なデータが不足するといった問題を残していたりする。

総じていえば、「現代版フリーバンキング」にかかる金融規制改革は、包括的に検討が行われているものの、その商品・取引、主体に直接関わる事項については、対応策の具体性や実効性ある実施の可能性という点で進捗が遅いものとなっている。

〈共通論題：グローバル金融とガバナンス〉

会計・監査・ガバナンスの一体改革での課題

青山学院大学　　八田　進二

証券・資本市場を取り巻く環境要因としての主要な課題は、「グローバル化への対応」と「健全なガバナンスの構築」であろう。加えて、かかる市場の信頼性を確保するためのインフラとして、国際的にも信頼しうるディスクロージャー制度が担保されていることが不可欠である。

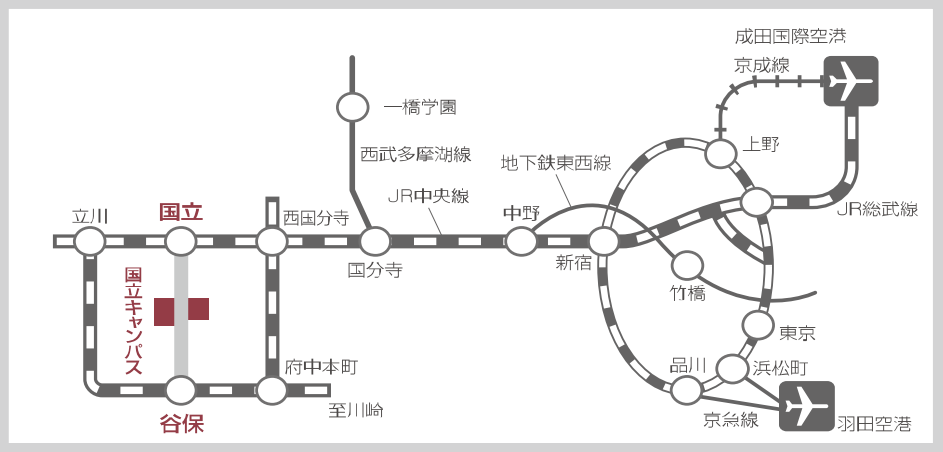
21 世紀の幕開けに露呈した、米国におけるエンロン社の会計不正事件に端を発したディスクロージャー制度改革では、会計上の課題、監査上の課題、そしてコーポレート・ガバナンス上の課題を克服するための施策が講じられたのである。つまり、まず第 1 の会計上の課題としては、企業の財務情報作成にかかる会計基準のあり方ないしはその内容について、IFRS(国際会計基準)の導入をも射程においた問題が検討されたのである。第 2 の監査上の課題としては、監査人の独立性、監査基準の設定主体等の問題が対象とされたのである。そして、第 3 のコーポレート・ガバナンス上の課題としては、企業経営者の責任明確化および企業内部の管理体制の強化を念頭に置いた内部統制報告制度の導入等が図られたのである。

こうした会計・監査およびコーポレート・ガバナンス三位一体の改革こそ、健全なディスクロージャー制度の構築にとっての根幹をなすものであることから、その後わが国においても、ほぼ同様の改革が順次なされてきたことは周知のとおりである。

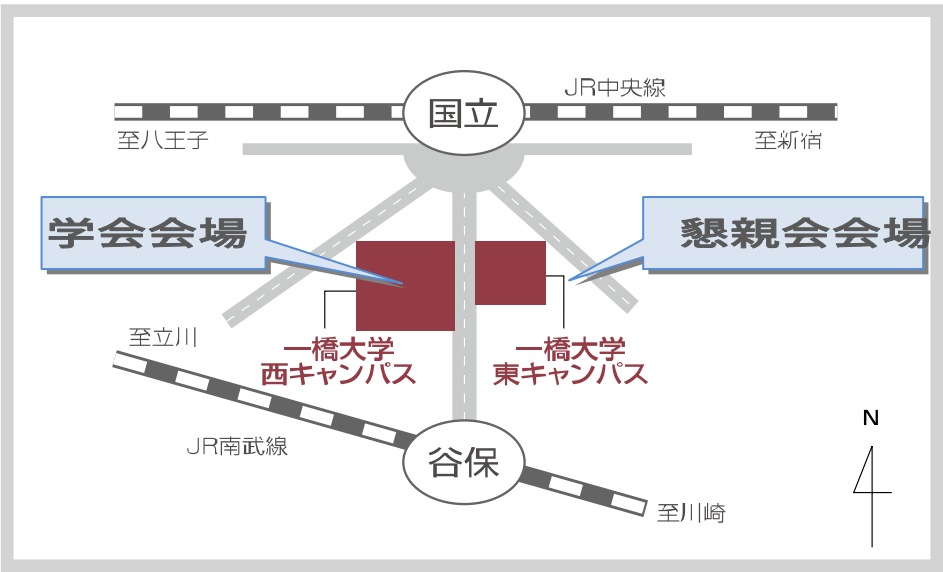
そこで、本報告では、グローバル金融の環境の中で、強固なガバナンスを目途とするとき、この会計・監査・ガバナンスの一体改革が意味するところについて、特に会計および監査の視点から検討することとする。

一橋大学（国立キャンパス）アクセスマップ

最寄り駅までの経路



最寄り駅からの経路



一橋大学　国立キャンパス　東京都国立市中 2 丁目 1 番地

JR 中央線国立駅下車、南へ徒歩約 8 分

JR 南武線谷保駅北口下車、北へ徒歩約 20 分