金融学会会報

2008 年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　：　**2008 年 10 月 12 日(日)・10 月 13 日(月)**

会　場　：　**広島大学 東広島キャンパス 総合科学部**

（〒739-8521　東広島市鏡山 1-7-1）

最寄り駅は JR 山陽本線「西条」駅。
JR 西条駅前からバス「広島大学」行に乗り、「広大西口」バス停で下車します。（バス所要時間は約 20 分）

連絡先　2008 年度日本金融学会秋季大会事務局

〒739-8525

東広島市鏡山 1-2-1　広島大学　経済学部

矢野 順治　TEL：082-424-7262　FAX：082-424-7212

石田 三樹　TEL：082-424-7208　FAX：082-424-7212

お知らせ

○大会参加費： 無　料

○懇親会　　： 10 月 12 日(日)18 時 15 分より、大会会場横の建物（西第 2 福利会館）にて行います。ぜひご参加ください。
参加を希望される方は、**懇親会費(5,000 円)**を同封の振込用紙にて **9 月 11 日(木)まで**にお振込み下さい。
――なお、当日お支払いの場合には 5,500 円を頂戴致します。

○昼食　　：**お弁当(800 円)**をご希望の方は、同封の振込用紙にて **9 月 11 日(木)まで**にお振込み下さい。当日の受付は致しません。
昼食会場は、上記懇親会会場と同じ西第 2 福利会館です。
――学会当日は学内の食堂・店舗が営業しておりません。また、大学周辺には食堂・レストランなどがほとんどございません。お弁当をお買い求めください。

○アクセス　：会場へのアクセスは、末尾の地図をご参照ください。
お車でお越しの方は、総合科学部前駐車場をご利用ください。

○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 10 分、質疑応答 10 分の合計 45 分となります。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。
また、**開始時間は 10 月 12 日（日）が 9 時 30 分、13 日（月）が 10 時です**。

○宿泊施設　：各自でお手配願います。なお、同封の宿泊案内チラシをご参照下さい。

○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）
・ 本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。
・ **本大会においても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あらかじめダウンロードしてご利用ください。

日本金融学会　2008 年度秋季大会
プログラム

第 1 日　10 月 12 日(日)

1. 中央銀行パネル　<9:30～11:45>

G会場 (L102 号教室)

新しい日本銀行の独立性とガバナンス

座長	関西学院大学	春 井 久 志　氏
(1) 日銀の Sturm und Drang な 10 年		
報告者	上智大学	藤 井 良 広　氏
(2) 改正日銀法の課題 ～目的関数の明確化が必要～		
報告者	ドイツ証券	安 達 誠 司　氏
(3) 日本銀行の独立性、透明性、ガバナンス		
報告者	大和総研	田 谷 禎 三　氏

2. 自由論題　<9:30～11:45>

A会場(K103 号教室)

セッション：国際通貨システムの現状と課題

座長	東京大学	福 田 慎 一　氏
(1) 変容するグローバリズムと人民元問題		
報告者	佐賀大学大学院	張　鎬　氏
討論者	専修大学	計　聡　氏
(2) The Adjustment Role of Labor Mobility for Asymmetric Shocks: Reconsideration of Mundell's OCA		
報告者	一橋大学大学院	吉 見 太 洋　氏
討論者	同志社大学	五百旗頭真吾　氏
(3) 貿易取引通貨の選択と為替戦略―日系企業のケーススタディ		
報告者	専修大学	清 水 順 子　氏
	東京大学	伊 藤 隆 敏　氏
	明治学院大学	佐々木百合　氏
	横浜国立大学	佐 藤 清 隆　氏
	千葉商科大学	鯉 渕　賢　氏
	アジア経済研究所	早 川 和 伸　氏
	一橋大学大学院	吉 見 太 洋　氏
討論者	近畿大学	山 上 秀 文　氏

Ｂ会場（K109 号教室）

セッション：金融機関・コーポレートガバナンス

座長　神戸大学　藤 原 賢 哉　氏

(1) チェック・トランケーション―電子手形交換所―を巡るわが国の現状と分析の新たな枠組み

報告者　京都大学大学院　河 野 憲 嗣　氏
討論者　麗澤大学　中 島 真 志　氏

(2) わが国企業の取締役会改革は有効であったか―製造業データによる検証

報告者　（財）電力中央研究所　尾 身 祐 介　氏
（財）電力中央研究所　後 藤 美 香　氏
討論者　専修大学　手 嶋 宣 之　氏

(3) 金融自由化とコーポレート・ガバナンス―社債発行によって銀行の機能は低下したか

報告者　日本政策投資銀行　花 崎 正 晴　氏
日本政策投資銀行　深澤ますみ　氏
中央大学　堀 内 昭 義　氏
討論者　神戸大学　藤 原 賢 哉　氏

Ｃ会場（K110 号教室）

セッション：金融制度改革の影響分析

座長　慶應義塾大学　吉 野 直 行　氏

(1) シンジケートローンのアレンジャー比率に関する分析

報告者　神戸大学大学院　小 谷 範 人　氏
討論者　慶應義塾大学　櫻 川 昌 哉　氏

(2) 日本の金融制度改革の方向性

報告者　安田女子大学　戸井佳奈子　氏
討論者　早稲田大学　米 澤 康 博　氏

(3) 株式投資単位引き下げ効果に関する分析

報告者　中央大学　奥 山 英 司　氏
討論者　関西大学　髙 屋 定 美　氏

Ｄ会場（K203 号教室）

セッション：アジアの金融

座長　明治大学　北 岡 孝 義　氏

(1) 東南アジア 3 か国の資金調達コストの推移

報告者　一橋大学大学院　竹　康 至　氏
討論者　明治大学　鈴 木 和 志　氏

(2) 地域データを用いた中国のインフレ分析

報告者　筑波大学　永 易　淳　氏
討論者　横浜市立大学　随　清 遠　氏

(3) Central Bank Operating Procedures in Thailand and Philippines

報告者　京都産業大学　猪 口 真 大　氏
討論者　大阪市立大学　久 保 彰 宏　氏

Ｅ会場（K209 号室）

セッション：金融理論

座長　九州大学　岩 田 健 治　氏

(1) 貨幣需要における構成要素間の代替関係についての一考察

報告者　関西学院大学大学院　澤 田 吉 孝　氏
討論者　神戸大学　宮 尾 龍 蔵　氏

(2) 現代のイスラム金融批判と利子概念

報告者　早稲田大学　北 村 歳 治　氏
討論者　日本大学　宅 和 公 志　氏

(3) 「管理通貨制」の政策金利の独自の成立メカニズム

報告者　桜美林大学　前 畑 雪 彦　氏
討論者　武蔵大学名誉教授　吉 田　暁　氏

3. 会長講演　<11:50～12:35>

Ｇ会場（L102 号教室）

「地域金融の課題」

講演者　日本金融学会会長　筒 井 義 郎　氏

4. 昼食　<12:35～13:35>

5. 自由論題　<13:35～15:50>

Ａ会場（K103 号教室）

セッション：金融政策・為替レートの理論・実証分析

座長　広島大学　小 松 正 昭　氏

(1) グローバル・ショックと日本経済―1990 年代の構造変化

報告者　大阪大学大学院　新 開 潤 一　氏
討論者　神戸大学　岩壷 健太郎　氏

(2) 独占的競争における金融政策の国際的波及効果―非対称な企業を用いた三国モデルによる分析

報告者　同志社大学大学院　上ノ山 賢一　氏
討論者　京都学園大学　道和 孝治郎　氏

(3) Volume or Order Flow? : Which Contains More Information in Really Traded Yen/Dollar Foreign Exchange Market?

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

Ｂ会場（K109 号教室）

セッション：金融機関

座長　立教大学　日向野 幹也　氏

(1) 外国資本の導入と銀行業の生産性―中国の銀行業に関する実証分析

報告者　関東学院大学　松 田 琢 磨　氏
東京大学　袁　　媛　氏
討論者　札幌学院大学　播磨谷 浩三　氏

(2) Banking Panics, Bank Failures, and the Lender of Last Resort: The Showa Depression of 1930 - 1932

報告者　大阪経済大学　秋 吉 史 夫　氏
討論者　名古屋市立大学　横 山 和 輝　氏

(3) Silent Bank Runs: Discipline or Contagion?

報告者　名古屋大学　清 水 克 俊　氏
討論者　一橋大学　小 西　　大　氏

Ｃ会場（K110 号教室）

セッション：ファイナンスⅠ

座長　早稲田大学　畫 間 文 彦　氏

(1) 不動産投資信託証券と株式との分散投資効果

報告者　岩手県立大学　Tee Kian Heng　氏
討論者　長崎大学　須 齋 正 幸　氏

(2) 金利リスクの測定方法の展開―イールド・カーブ変動パターンの測定

報告者　中央大学　高 橋 豊 治　氏
討論者　明治大学　北 岡 孝 義　氏

(3) 資産分布格差で読み解く、日米家計のリスク性金融資産比率の相違

報告者　（財）国際通貨研究所　竹 中 正 治　氏
討論者　神戸大学　岩壷 健太郎　氏

Ｄ会場（K203 号教室）

セッション：金融政策Ⅰ

座長　関西学院大学　春 井 久 志　氏

(1) The Effect of the Quantitative Monetary Easing Policy and Yield Spread

報告者　神戸大学大学院　英　　邦広　氏
討論者　新潟大学　伊 藤 隆 康　氏

(2) 日銀のインフレ参照政策に関する考察

報告者　クレディ・スイス証券　白 川 浩 道　氏
討論者　近畿大学　安孫子 勇一　氏

(3) The Effectiveness of Monetary Easing Policy on Bank Lending in Japan during 1999- 2005

報告者　東北大学大学院　GUIZANI Brahim 氏

討論者　慶應義塾大学　吉 野 直 行 氏

Ｅ会場（K209 号教室）

セッション：内外の地域金融機関の経営環境と課題

座長　愛知大学　栗 原　裕 氏

(1) JA のリテールにおける顧客生涯価値モデル―関係性マーケティングに基づく実証的アプローチ

報告者　広島大学大学院　村 上 真 理 氏
討論者　安田女子大学　戸井 佳奈子 氏

(2) 地域銀行の営業広域化戦略

報告者　信金中金総合研究所　品 田 雄 志 氏
討論者　神奈川大学　数 阪 孝 志 氏

(3) 日韓の地域金融と産業連携に関する比較研究―韓国の大邱・慶北地域、東海および関西地域の企業アンケート調査をもとに

報告者　名古屋大学　家 森 信 善 氏
名古屋大学　平 川　均 氏
韓国・慶北大学　崔　龍 浩 氏
韓国・大邱銀行　陳　炳 龍 氏
韓国・大邱銀行　夫　起 徳 氏
名古屋大学大学院　朴　晩 奉 氏
討論者　県立広島大学　伊 東 和 久 氏

Ｆ会場（K210 号教室）

セッション：マクロ金融分析

座長　神戸大学　宮 尾 龍 蔵 氏

(1) 預金構成の変化が銀行の現金・準備預金保有行動に与える影響

報告者　一橋大学大学院　内 野 泰 助 氏
討論者　大阪大学　小 川 一 夫 氏

(2) マクロ経済、担保価値、銀行のモラルハザード

報告者　東北学院大学　石 田 裕 貴 氏
討論者　関西大学　中 川 竜 一 氏

(3) 日本の貨幣乗数はなぜ低下し続けたのか

報告者　一橋大学大学院　長 田　健 氏
討論者　大阪大学　本 多 佑 三 氏

6. 特別講演 <16:00～17:00>

Ｇ会場（L102 号教室）

「国際金融市場の現状と課題」

講演者　財務省大臣官房審議官（国際局担当）　永長　正士　氏

7. 総　会 <17:10～18:10>

Ｇ会場（L102 号教室）

8. 懇親会 <18:15～ >

会場：西第 2 福利会館

第 2 日　10 月 13 日(月)

1. 国際金融パネル ＜10: 00～12：15＞

Ｇ会場（L102 号教室）

ドルとユーロ：基軸通貨の将来

座長　神戸大学　藤田誠一　氏

(1) 複数基軸通貨体制と国際通貨論の課題

報告者　九州大学　岩田健治　氏

(2) 国際通貨としてのユーロの現状と展望

報告者　国際通貨研究所　福永一樹　氏

(3) ドル・ユーロとドル・ポンド ― 国際通貨の unit of account 機能の観点から―

報告者　日本銀行　畑瀬真理子　氏

2. 自由論題 ＜10: 00～12：15＞

Ａ会場（K103 号教室）

セッション：グローバリゼーションと国際金融

座長　広島大学　石田三樹　氏

(1) ドル体制に関する一考察

報告者　龍谷大学非常勤講師　前田直哉　氏

討論者　横浜国立大学　上川孝夫　氏

(2) 米国経常収支赤字の維持可能性

報告者　福山大学　尾田温俊　氏

討論者　大阪経済大学　福本幸男　氏

(3) グローバル経済・市場の根本的変化―デカップリング論を超えて

報告者　愛媛大学　大田英明　氏

討論者　九州大学　川波洋一　氏

Ｂ会場（K109 号教室）

セッション：金融機関業務

座長　千葉商科大学　齊 藤 壽 彦　氏

(1) アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開―ローン・セールとディリバティブ

報告者　松山大学　掛 下 達 郎　氏
討論者　桃山学院大学　中 野 瑞 彦　氏

(2) Organizational Structure and Risk Taking: Evidence from the Life Insurance Industry in Japan

報告者　城西大学　浅 井 義 裕　氏
東京経済大学　柳 瀬 典 由　氏
Washington State University　Lai Gene C.　氏
討論者　専修大学　小 藤 康 夫　氏

(3) 担保が中小企業のパフォーマンスに与える影響

報告者　一橋大学　植 杉 威 一 郎　氏
みずほ総合研究所　小 野 有 人　氏
一橋大学大学院　坂 井 功 治　氏
討論者　日本政策投資銀行　花 崎 正 晴　氏

Ｃ会場（K110 号教室）

セッション：ファイナンスⅡ

座長　中央大学　高 橋 豊 治　氏

(1) 企業属性の変化と配当政策

報告者　広島大学　鈴 木 喜 久　氏
広島経済大学　得 津 康 義　氏
討論者　早稲田大学　谷 川 寧 彦　氏

(2) Liquidity, Volume and Informational Efficiency: Evidence from High-Frequency FX Data

報告者　神戸大学　岩壷 健太郎　氏
富山大学　北 村 能 寛　氏
討論者　長崎大学　須 齋 正 幸　氏

(3) 1980-90 年代バブル生成・崩壊期の都道府県別地価のパネル分析―地域経済の「自立性」と地価バブル

報告者　明治大学　北 岡 孝 義　氏
明治大学大学院　森 永 愼 一　氏
討論者　日本大学　廣 野 桂 子　氏

Ｄ会場（K203 号教室）

セッション：金融政策Ⅱ

座長　関西学院大学　田 中　敦　氏

(1) 名目金利の持続性とコスト・チャネル―物価パズル再考

報告者　神戸大学大学院　井 田 大 輔　氏
討論者　大阪大学　福 重 元 嗣　氏

(2) 銀行業の再編・統合と金融政策

報告者　弘前大学　山 本 康 裕　氏
討論者　神戸大学　北 野 重 人　氏

(3) 賃金方程式における労働需給の指標について

報告者　広島大学　千 田　隆　氏
討論者　同志社大学　北 坂 真 一　氏

Ｅ会場（K209 号教室）
セッション：各国の金融

座長　大阪市立大学　片 岡　尹　氏

(1) 農工間資金移動の分析による中国の転換点の発生傾向の検証

報告者　広島大学大学院　奥 田 麻 衣　氏
広島大学　石 田 三 樹　氏
広島大学　越 智 泰 樹　氏
討論者　名古屋大学　藤 川 清 史　氏

(2) アメリカにおけるクレジット・ユニオンの経営側面―組合員利益をめざした金融活動

報告者　大阪市立大学大学院　森 中 由 貴　氏
討論者　駒澤大学　齋 藤　正　氏

(3) スロヴァキアと欧州通貨統合

報告者　西武文理大学　松 澤 祐 介　氏
討論者　大阪市立大学　山 下 英 次　氏

Ｆ会場（K210 号教室）
セッション：Special Session on East Asian Currencies

座長　一橋大学　小 川 英 治　氏

(1) On Asian Monetary Union

報告者　広島大学大学院　TRAN THI VAN ANH　氏
討論者　東洋大学　川 﨑 健 太 郎　氏

(2) Dynamic Effects of Changes in Exchange Rate System : From the Fixed Exchange Rate Regime to the Basket-peg or Floating Regime

報告者　慶應義塾大学　吉 野 直 行　氏
慶應義塾大学　嘉 治 佐 保 子　氏
Boston University　阿曽沼 多聞　氏
討論者　東京大学　福 田 慎 一　氏

(3) Monetary Integration in East Asia: Why Does It Take So Long?

報告者　龍谷大学　Krawczyk Mariusz K.　氏
討論者　一橋大学　小 川 英 治　氏

3. 昼食 <12:15～13:15>

4. 共通論題 <13:15～15:15>

G会場(L102 号教室)　共通論題
国際金融市場の変貌とアジア経済

座長　広島大学　小 松 正 昭　氏

(1) アジアにおける新しい開発金融システムの形成と外国資本･投資家の役割

パネリスト　一橋大学　奥 田 英 信　氏

(2) アジア債券市場育成イニシアティブへの取り組み

パネリスト　日本政策金融公庫国際協力銀行　西 沢 利 郎　氏

(3) 新興市場経済をめぐる国際資本移動の変容

パネリスト　アジア経済研究所　国 宗 浩 三　氏

(4) アジアの産業成長と海外資金、金融危機
　ーマクロの観点とミクロの観点の不整合についてー

パネリスト　神戸大学　三重野 文晴　氏

（プログラム委員会）

岩田健治（九州大学）	石田三樹（広島大学）
小川英治（一橋大学）	片岡　尹（大阪市立大学）
鴨池　治（東北大学）	北岡孝義（明治大学）
小松正昭（広島大学	齋藤壽彦（千葉商科大学）
千田　隆（広島大学）	高橋豊治（中央大学）
春井久志（関西学院大学）	日向野幹也（立教大学）
晝間文彦（早稲田大学）	福田慎一（東京大学）
藤田誠一（神戸大学）	藤原賢哉（神戸大学）
宮尾龍蔵（神戸大学）	矢野順治（広島大学）
家森信善（名古屋大学）	吉野直行（慶應義塾大学）

中央銀行パネル趣旨

新しい日本銀行:その独立性とガバナンス

関西学院大学　春井久志

１　新しい日銀法が施行されたて 10 年が経過した。過去の議事録（1998 年 1 月～6 月）の公表（10 年後）がはじめて実施された。また、今春には役員人事が衆参両院の「ねじれ現象」のゆえに「政争の具」となり、人選が難航した。副総裁と審議委員各 1 名が欠員のまま、徒に時間が経緯していることはきわめて遺憾なことであり、早急に是正のための具体的な対応必要とされている。これは日本銀行の独立性やガバナンスの点でも問題視するべき重要な論点であろう。

２　日銀の独立性は単に金融政策運営上の独立性にとどまらず。役員（総裁、副総裁、審議委員および理事等）の人選やその選任手続き、金融政策決定会合における政府委員の出席や意見表明、議案の提出、議決延期請求権、ならびに予算権など政府の諸権限の妥当性についても、種々問題を抱えたまま出発した過去 10 年であった。

３　ガバナンスの面でも、金融政策委員会が日銀の組織運営と政策決定金融政策とを峻別することなく同時に担うことは多くの問題を抱える。特に、審議委員は金融に関する専門知識や経験を有する有識者が選任されている以上、組織運営は総裁・副総裁あるいは理事当で担当するべきであろう。新しい日銀法においても、最適な金融政策を決定し、それを広く国民や市場に説明し、日銀政策の透明性を高める「コミュニケーション機能」は市場の「インフレ予想」に影響を与えることを通じて金融政策の有効性を高めるゆえに、少なくとも審議委員はその本来の重要な責務にフルタイムで従事することが求められている。

４　過去 10 年間の日本銀行の金融政策運営の総括と評価、今後の課題と展望、ガバナンスの向上などに関して、パネリストの広い視野からの議論や提案などを開陳していただき、パネリスト相互の白熱した討論、またフロアからの質疑応答を通して、本パネルが学会会員の今後の研究に大いに刺激を与えることができれば望外の幸いである。

日銀の Sturm und Drang な 10 年

上智大学・藤井良広

改正日本銀行法下での日銀の金融政策運営を一言で表すと、Strum und Drang といえる。金融危機の顕在化とデフレ深化の懸念台頭の中で、金融政策運営の明確な目標も、手段も用意しないまま、日銀法で新たに担保された独立性を踏まえた政策責任を求められた。そこで採用したゼロ金利政策も量的緩和策も、練り上げられた上での選択ではなく、手持ちカード不足を見透かされた中で、一か八かで切ったカードだったといえる。ただ、こうした混乱の中での金融政策運営は、結果として今後の 10 年に資する implication も提起した。

その一つは、流動性のワナから脱する政策組み合わせである。[Svensson] はワナから離脱する最適政策(Foolproof Way)として、ゼロ金利とインフレ・ターゲット（Price-level target path）、通貨安の 3 手法の組み合わせを first-best と位置づける[1]。このうち日銀はゼロ金利しか実践しなかったが、[浜田]は、2003－04 年に財務省が実施した円売りドル買い介入を、時差を伴った 3 番目の手法とみなし、当時の日銀が介入是認のスタンスをとったと評価する[2]。今日、サブプライム・リスクと資源インフレが共存する中で、FRB も金利と為替、市場と中央銀行の期待インフレ観の整合という複合政策を求められている。

[Friedman]は「現代の金融政策レジーム」を Mandate, Independence, Accountability の 3 本の柱としてとらえる。市場・国民の負託を受けた政策運営においては、日銀が避け続けてきたインフレ・ターゲットの是非が問われる。独立性については政治・政府の短期的視点による金融政策への介入阻止が注目される。それはもちろんだが、それだけではなく、インフレ・バイアスを避け、長期的な政策運営を実践し、政策運営の負託に応えるために独立性の確保が求められる。さらに、Functional, Institutional, Personal, Financial な各独立性があってこそ、Mandate を完遂できる。

[Blinder]は、独立性は同時に Accountability を要求し、Accountability は Transparency を要求すると指摘する。この点で、2000 年 8 月のゼロ金利解除を巡る政府委員の議決延期請求問題が論点になる。独立性は貫いたが、結果として Mandate を果たせず、事後の Accountability も Transparency を欠いたと言わざるを得ない。重要なのは、そこで浮上した課題の克服を、政府・日銀がともに手を付けないままにしていることだ。[白川]は金融政策の失敗の原因として、短期・長期の利害対立で短期利害が優先されるタイプと、金融政策に関する知識不足のタイプとを指摘する[3]。日銀自身が Strum und Drang の 10 年の政策検証と、失敗の Accountable な分析をする必要がある。

---

[1] Lars E.O. Svensson “Monetary Policy and Japan’s Liquidity Trap”, January 2006
[2] 浜田宏一「90 年代日銀の教訓今こそ」: 日本経済新聞「経済教室」2008 年 6 月 17 日
[3] 白川方明「現代の金融政策」日本経済新聞社、2008 年 3 月

改正日銀法の課題　～目的関数の明確化が必要～

ドイツ証券　安達誠司

改正日銀法の問題点は、「政策目標の曖昧さ」にあると考える。その「曖昧さ」の起源は、日銀法改正前に提出された「日本銀行法の改正に関する答申理由書」にあると考える。『日本銀行は、ただ物価の安定にのみ専念すれば足りるものではなく、（中略）機動的かつ明確な金融政策を遂行することが求められている。』という文言は、金融政策に数値目標を超越した「総合判断」を求めているが、これが日本の金融政策の評価を難しくしていると思われる。確かに、M. Friedman の「K%ルール」に代表されるような厳格な「ルール」の適用には問題があるが、「総合判断」とは、得てして、厳格な評価を回避するための「言い逃れ」であることが多く、これが金融政策の正当な評価を阻害してきた側面が多かったのではないかと思われる。筆者は何らかの数値目標を導入することによって、金融政策についての客観的な評価基準を明確にすることが日本のマクロ経済の安定化のために必要だと考える（ただし、米国 FRB のように、「Dual Mandate」が課せられていても、Taylor Rule のような数値目標に近い信頼に足りえる客観基準が存在すれば、必ずしもインフレターゲットに固執する必要はない）。客観的な評価基準がない中で金融政策のパフォーマンスを評価することは難しい。改正日銀法によって、国会での報告や議事録公開など、ディスクロージャーの制度的整備はかなり進んだが、評価の「Anchor」がない中では、十分な説明責任を果たすことは困難であるし、透明性も確保できない。

このような政策目標の曖昧さは、日本銀行の独立性にも影を落としているのではないか。日銀総裁指名問題では、日本銀行総裁の選定が、定期的な官僚の人事異動の一環であることが白日の下に晒された。すなわち、現行の改正日銀法の下でも、依然として、日本銀行という組織が、官僚機構のサブシステムであることが明らかになったのではないか（これは、日本銀行の責任ではないが）。

このようなシステムの下のコミュニケーションは、Informal な組織を通じて行われることが多い。日々の金融調節の場での「積みの進捗」ルールは、まさに「金融市場関係者」というインサイダーによる、日本銀行を「親」としたゲームであった。金融資本市場のグローバル化が進む中、このようなインサイダーゲームは機能しなくなっている。今後、中央銀行は、より客観的な手段、例えば、インフレ連動債の価格決定メカニズムを利用しながら、具体的な数値目標へ市場を誘導していくような金融政策を採ることが必要であると思われる。そして、これが、独立性、説明責任、透明性を満たした金融政策のありうるべき姿であると考える。そのためには、インフレ連動債市場の整備を含む一層の制度整備が望まれる。

日本銀行の独立性、透明性、ガバナンス

大和総研　田谷禎三

最近、総裁、副総裁、審議委員の人事に関連して改めて日銀の独立性が話題となった。政府の人選に基づいて、国会の委員会において候補者の所信を聴取することとなったこと自体は前進であった。ただ、その後の展開には改善すべき点があったように思える。要は、候補者の個人としての資質だけを問題にすべきである。新日銀法下においては、日銀は財務省の監督下にあるわけではない。政策委員会委員の任命は、国会の同意を得て内閣が行うことになった。日銀の予算は財務大臣の認可を受けなければならないが、何か問題があれば、日銀として問題点を公開して問うことができる。また、日銀の理事は財務大臣が任命するが、日銀政策委員会の推薦を前提としている。金融政策の自主性については、国民に対する説明責任や政府との意思の疎通を前提として、尊重されるべきものとされている。日銀としては、政策決定の自主性は、法的に与えられたものというより、日銀は適切な政策を行うという信頼を実績によって自ら勝ち取っていくものと考えたほうがいいだろう。

政策運営に関する透明性については、自ら進んで改善してきており、一段と高まった。「展望レポート」の内容が拡充されてきており、日銀は主要国中央銀行の中でも透明性の最も高い中央銀行のひとつとなっている。「中長期的な物価安定の理解」によって物価安定の数値定義に踏み込んだが、概ねプラスの評価を得ている。一部に、そうしたことが金利の正常化を遅らせた、との意見もあるが、だからといって、後戻りできることでもないだろう。ただ、これまでの政策を振り返ると、一方で透明性は高まったが、他方で政策が消費者物価、あるいは、それと経済成長率のみに焦点を当てすぎるようになってきている傾向がある。これは、日本ばかりでなく米国などその他の国の政策についても言えるのではないか。たとえば、米国において、資産価格の急落などから経済にデフレ懸念が生じたとき、思い切って早めに利下げをすることで、ゼロ金利政策や量的緩和政策を回避しようとしてきた面がある。物価が安定する下で比較的高い経済成長率は維持されたが、さまざまな問題も作り出した。日本の失敗に学んだとして行ってきた政策は適切だったのだろうか。日本の場合、消費者物価変化率が若干マイナスだったことが金利の正常化への動きを抑制してきたが、物価変化率が若干マイナスだったことはいかなる副作用をもたらしたのか。また、経済が潜在成長率並みに成長する下で、低金利を続けたにもかかわらず副作用が表面化しなかったようにみえるのはなぜか。後になって分かることなのか、あるいは、そもそも副作用などなく、政策金利は適切だったのか。

ガバナンスに関連しては、政策委員会が金融政策の運営に携わるだけでなく、組織としての日銀の経営を行うところに難しさがある。政策委員会委員の得意分野は異なるだろうが、その時々の組み合わせに応じて仕事を分担すればいい。これは、いかなる組織にも共通だが、事前に考えた人の組み合わせでなければうまくいかないということでもないだろう。委員間の役割分担だけでなく、理事を含めて考えればいいことではないか。

変容するグローバリズムと人民元問題

佐賀大学大学院・張　鎬

要旨

最近国際収支不均衡問題をめぐって、人民元に対する切り上げ圧力が以前にも増して強まっている。その背景には米国の経常収支赤字拡大と中国の経常収支黒字拡大にある。特に中国の対米貿易黒字は膨大であることから、米国の大きな不満を呼んでいる。中国の外貨準備増加には驚くべきものがあり、二〇〇七年末にはすでに一兆五〇〇〇億ドルを超えている。発展途上国においては異常なことであり、世界最大の「債権国」となり、大金持ちになったかのように見えるが、中国経済を過大評価するわけにはいかない。

人民元切り上げ問題が盛んでいるが、人民元が過小評価されているという論拠は実は不明確である。一貫して人民元切り上げを強く求める米国の財務省さえ「国際収支の調整を妨げたり、貿易条件を有利にした目的で為替政策が実行されたと認定できない」と発表しているくらいである。

また、米国の経常収支赤字膨張を理由にした「ドル危機説」が数年にわたって唱えられてきたが、実際ドル危機は起きていない。二〇〇七年夏、サブプライムローン危機で、欧州の銀行がドル流動性不足危機に陥ったくらいである。ドルが急落するなかでドル資産離れが加速化されるはずなのに、世界の資金は米国証券と石油など一次産品に逃げてしまったのである。本当に米国が累積債務に苦しむ借金国であるとすれば、このような国に貸し続ける投資家は世界に存在しない。「ドル危機説」は再考の余地が大きいようである。

人民元切り上げ問題を論じる場合、普通に経常収支を基準に議論されているが、これにも再考の余地がある。グローバリズムのなか、資本取引は経常取引をはるかに超えており、旧来の国際収支論はこのグローバル経済の実態を説明できないからである。

米中間の経常収支不均衡が問題となっているが，これには米国・中国・東アジアの三角貿易構造というトライアングルが背景にある。このなかで中国は「世界の工場」と称され、加工貿易に専念する。外国企業とりわけ米国企業の付加価値は高く、中国のそれは低い。外国企業は利益を得て、中国人は職を求めることになっているが、雇用の解決は中国の経済社会安定にもつながっている。米国の産業構造から見て、人民元を大きく切り上げても、米国の経常収支赤字問題は解決できない。しかも、中国の産業はかつての日本のような国際競争力を持たないので、人民元の大幅な切り上げは、中国産業に直ちに打撃を与えることになる。こうなると、中国がすでに抱えている深刻な雇用問題、所得格差問題、不良債権問題、財政問題等構造的問題が連鎖反応を起こし、大きな社会、政治問題が起こりかねない。中国にとって、人民元の大幅な切り上げには幾つか大きな障害があるのである。

キーワード：国際収支不均衡問題、人民元、不良債権

The Adjustment Role of Labor Mobility for Asymmetric Shocks; Reconsideration of Mundell's OCA

一橋大学大学院　吉見太洋

本論は、二国間に生じる非対称的ショックの調整手段として、労働移動が独立的金融政策の代替的役割を果たすか否かを New Open Economy Macroeconomics の枠組みで検討するものである。これはマンデルによって開始された最適通貨圏（OCA）理論の出発点である、労働移動の有効性を、ミクロ的基礎付けのあるマクロモデルに基づいて再検討するという意味を持っている。マンデルは非対称的ショックに対して、地域間の労働移動性が確保されていれば、独立的な金融政策による調整は必要ないと論じた。本論の結論によれば、こうした労働移動の有効性が確保されるためには、両国の企業が投入する自国・外国労働への投入配分（労働投入のバスケット）が等しいことが必要となる。これは労働投入のバスケットが同じであれば、非対称に生じた生産性ショックが各国企業の限界費用に対称的に影響するため､結果的に各国が独立的な金融政策を発動する必要がないからである。本論で得られたこの結論は、PCP や LCP といった企業の海外市場価格決定行動や、先行研究の重視する消費バスケットの共通性によって左右されないものである。

貿易取引通貨の選択と為替戦略：日系企業のケーススタディ

専修大学　清水順子
東京大学　伊藤隆敏
明治学院大学　佐々木百合
横浜国立大学　佐藤清隆
千葉商科大学　鯉渕賢
アジア経済研究所　早川和伸
一橋大学大学院　吉見太洋

本論文は、日系企業の為替戦略というミクロ的な視点から東アジアの共通通貨バスケットの有用性を検証するため、理論的な予想とヒアリングを通じたケーススタディを融合させた研究の成果報告である。日本を代表する主要輸出企業 12 社の最新のヒアリング調査の詳細な検討を通じて、2000 年代の日系企業のインボイス通貨選択、為替リスク管理、価格設定の実態についての新しい「定型化された事実」を提示し、理論的整合性を検証している。第 1 に、1998 年外為法改正以降の完全に自由化された金融環境を所与として、2000 年代に入り同一グループ内貿易が大半を占めるようになった日系自動車･電機メーカーは、最適な為替戦略を達成する重要な手段として貿易取引におけるインボイス通貨選択を位置づけている。第 2 に、こうして達成される日系企業の為替戦略は、海外現地法人を可能な限り為替リスクから解放するため、先進国向け輸出において現地通貨建て取引を、東アジア向け輸出において米ドル建て取引を選択することによって販売価格を安定させる行動を採用している。これは文献で言われている PTM（Pricing-to-Market）と整合的である。第 3 に、近年の東アジアにおける米ドル建て決済の増加は、基軸通貨の金融取引面での便宜性に加えて、最終輸出先としての米国の重要性、域内生産拠点構築に伴う同一企業グループ内取引の増大に起因している。第 4 に、市場競争の激しさから、為替レートが大きく変化しても輸出企業は価格を容易に改定することが困難であり、競合他社の価格設定行動やインボイス通貨選択の影響を強く受ける傾向が顕著である。特に、日系企業の最重要地域である東アジアにおける米ドル建て決済への統一化傾向は、本社企業に円対ドルの為替リスクを負わせるだけでなく、域内現地企業にも現地通貨対ドルの為替リスクを負担させることになる。今後も東アジア域内貿易が一層拡大する中、域内諸国通貨が米ドルに対してより大きく変動するならば、為替協調政策による域内諸国間の為替レートの安定こそが重要な課題となる。そこに日系企業の為替戦略と密接に関わる東アジア共通通貨バスケットの新たな意義があると言えよう。

チェック・トランケーション―電子手形交換所―を巡る わが国の現状と分析の新たな枠組み

京都大学大学院　河野憲嗣

チェック・トランケーションとは銀行間の手形交換業務に電子化や情報通信の技術を適用することで抜本的に業務プロセスを合理化する取り組みのことである。欧米やアジアの主要国では既にチェック・トランケーション導入が推進されているが、わが国では全国銀行協会が 2002 年末から導入検討を凍結したまま現在に至っている。

元来わが国ではチェック・トランケーションを対象とした成果は実務面のみならず学術面においても極めて限られている。その理由は決済という研究対象が学際的な性質を有していること、チェック・トランケーションを含めた決済システムが概して銀行の背後にあって一般に理解されにくい存在であること、決済システムは理論先行でなく実務が中心となって形成された機能であること、決済システムの運営には経営責任をもった当事者が明確に存在しないことなどである。こうした状況にあって学術的アプローチの嚆矢は後藤紀一[1986]や金融法務研究会[2000]など法学の分野である。

サーベイを通じて認識されるのは、決済システムがすでに構築された状態を前提としている点である。決済システムを一つの組織体と認識して、その盛衰や効率的な運営についてダイナミックに分析する視点はかつてみられなかった。そこでチェック・トランケーション導入を推進する電子手形交換所をひとつの事業主体と考え、電子手形交換所と同じような銀行間決済システムが存在する世界をひとつの業界－例えば決済ネットワーク業界とでも呼ぶべき－と認識することを前提とした議論の枠組みを提示する。チェック・トランケーションを議論する際にこのフレームワークを取り入れることで、例えば決済ネットワークの世界でも衰退業界と目されている手形交換業務を評価しなおすことが可能となり、チェック・トランケーション導入の可能性の高まりが示唆される。

しかし真の課題はチェック・トランケーション導入を実践のなかで改めて問い直すことにある。電子手形交換所設立の是非を論じるべき現場が検討凍結を解除して再検討した結果について社会の評価を仰ぐことこそが現時点における最大の課題である。

わが国企業の取締役会改革は有効であったか
－製造業データによる検証－

（財）電力中央研究所　尾身祐介
（財）電力中央研究所　後藤美香

報告要旨

近年、わが国の企業に対して外国人投資家、特に海外の機関投資家が取締役会規模縮小及び社外取締役導入を柱とする取締役会改革を要求するようになった。こうした要求の背景には、取締役会規模の縮小による経営意思決定の迅速化や、社外取締役の導入による経営のチェック・アドバイス機能の活用が、企業パフォーマンスの向上に資するとの考えがある。しかしながら、こうした取締役会改革が実際に企業パフォーマンスを改善するかどうかという点については、実証分析による十分な検証がなされているわけではない。本稿の目的は、取締役会規模縮小や社外取締役導入といった取締役会改革が、本来意図していた企業パフォーマンスの向上に結びついていたかどうかを実証分析により明らかにすることである。本稿では、東証一部上場の大企業 280 社の 2003 年から 2006 年のデータを分析の対象とし、取締役会構成の内生性を考慮した分析を行う。そのために、企業のパフォーマンスについて、操作変数を用いた一般化モーメント法（Generalized Method of Moment : GMM）による推定を行う。本稿の実証分析結果から、外国人株主の増加は取締役会改革に対する圧力として機能し、社外取締役の増加や取締役会の規模縮小が促進されたこと、またこのような外国人株主の働きによる取締役会構成の変化は、結果として企業価値を向上させ、パフォーマンスの向上に寄与したことが明らかとなった。このことは、わが国の製造業企業がこれまでに行ってきた取締役会改革が、取締役会構成の内生性を考慮した上でも、パフォーマンスの向上に効果的であったことを意味する。

金融自由化とコーポレート・ガバナンス
－社債発行によって銀行の機能は低下したか－

日本政策投資銀行　花崎正晴
日本政策投資銀行　深澤ますみ
中央大学　堀内昭義

第二次大戦後の日本の金融システム、とりわけその企業金融の側面は、銀行融資を中心に機能してきた。広く専門家たちの間で流布している通説は、銀行が融資取引を基盤として取引先企業の経営に深い影響を及ぼし、経営に規律を与え、急速な経済発展を支える役割を担ったと論じてきた。しかし 1980 年代末のバブルを契機に、いわゆるメインバンク関係に基づくコーポレート・ガバナンスの深刻な欠陥が露呈した。通説は、この問題の原因を 80 年代初頭から推進された金融自由化、とくに社債市場の自由化が、メインバンク関係を弱体化させたことに求める。この論文は、銀行中心のコーポレート・ガバナンスのメカニズムに関するこれらの通説を展望し、その金融自由化の影響に関連する通説についての実証分析を示すことを主たる目的としている。

80 年代に進展した社債発行制度の規制緩和により、社債を発行する上場企業は大幅に増え、80 年代には製造業で 774 社、非製造業で 426 社に達した。さらに、90 年代に入っても、製造業で 936 社、非製造業で 767 社の上場企業が社債を発行した。このような社債発行企業の特徴を分析すると、むしろ確固たるメインバンク関係を築いている企業ほど、社債発行に熱心であることがわかる。また、80 年代以降の企業の社債発行が、コーポレート・ガバナンスにおけるメインバンク関係に及ぼした影響を実証的に分析すると、社債発行企業に限って 80 年代から 90 年代にかけてのメインバンクのガバナンス機能が低下したという仮説は支持されなかった。むしろ、本稿での実証分析によると、1980 年代以降の期間でみると、強固なメインバンク関係を構築しているということが、企業の生産性の向上に有意にプラスの効果を発揮しているわけではないという通説と異なる結果が得られている。

シンジケートローンのアレンジャー比率に関する分析

神戸大学大学院　小谷範人

近年、間接金融と直接金融の中間形態としての市場型間接金融の一つであるシンジケートローン市場がわが国においても急速に拡大しており、各方面から注目を集めている。

本稿では、情報の非対称性の問題などがシンジケートローンのアレンジャーの融資比率に及ぼす影響や、メインバンク制とアレンジャー比率等との関係についてシンジケートローンに関するデータにもとづき計量的、ミクロ的な実証分析を行い、その分析結果と先行研究とを比較し、わが国のシンジケートローン市場の特徴などについて考察した。

第一の分析として、アレンジャーの名声や借入企業の情報の非対称性の問題などがアレンジャー比率に及ぼす影響と、シンジケートローンの多様化・市場取引化を示す指標であるシンジケートローンへの参加金融機関数に及ぼす影響について回帰分析により検証した。

主要な分析結果として、借入企業の情報開示度が高まればシンジケートローン市場は多様化されアレンジャー比率は低下するという、海外の先行研究と同様の結果が得られたが、アレンジャーの名声については有意性が得られず、先行研究と異なる結果となった。アレンジャーの名声がアレンジャー比率の高低や参加金融機関数の増減に影響を与えない要因の一つは、わが国ではメガバンクがシンジケートローン市場で圧倒的なアレンジャー就任実績を有しているためと考えられる。

またわが国では、シンジケートローンは従来の協調的融資や相対融資がシンジケートローンに振り代わっている面があると考えられ、参加金融機関はアレンジャーに借入企業への貸出のモニタリングを依存していることが多いこともあり、借入企業の信用度がアレンジャー比率に及ぼす影響は比較的低いと考えられる。

第二の分析として、シンジケートローン市場におけるアレンジャー比率等の状況について、アレンジャーの名声、借入人の情報開示度と信用度、借入形態による区分でのミクロ的な実証分析を行った。この結果、アレンジャー比率の状況はそれぞれの区分において先行研究と同様の結果が得られた。しかし、ローン期間については第一の分析結果と同様期間が短い方がアレンジャー比率は低くなっており、先行研究と異なる結果が得られている。

第三の分析では、わが国特有のメインバンク制のもと、メインバンク等のアレンジャー就任比率やアレンジャー比率について分析した。この結果、企業が財務的に困難な状況に陥った場合は救済することが期待されているメインバンクのアレンジャー就任比率は高く、先行研究と同じ結果が得られた。ただし、アレンジャー就任競争は激化しており、シンジケートローン市場ではメインバンク制が崩れつつあるという示唆も得られた。一方、メインバンクのアレンジャー比率は他のランキングの銀行がアレンジャーを務める場合の同比率より低くなっており、参加金融機関がメインバンクのモニタリング活動に信頼を寄せることができない場合には融資比率を引き上げるという先行研究とは異なる結果になった。

日本の金融制度改革の方向性

安田女子大学　戸井　佳奈子

2006年6月、金融商品取引法が制定された。この法律は、1948年に制定された証券取引法を全面的に改正したものであり、伝統的な有価証券のみならず幅広い金融商品を含めた形で制定された。ディスクロージャーや説明義務など販売や勧誘に関する規制のほか、行為規制、業者規制、取引規制も包括的に取り込まれた。この意味において、本法律は、これまでの縦割り型の法体系から横断的な法体系への移行と位置付けられるものである。しかしながら、この改正にとどまることなく、より公正で実効性が高く効率的な金融システムを実現するために、さらなる金融制度改革を行っていくことは、消費者にとって、また、日本の経済にとって非常に重要なことである。

金融制度のあり方を考えるうえで重要になるのは、資金の出し手と資金の調達者、資金の出し手と金融仲介機関などにおける情報の非対称性の存在である。近年、グローバル化が進展するとともに、さまざまな金融商品が登場し金融商品の仕組みも複雑化する中で、情報の非対称性の問題は以前にもまして深刻になってきている。特に一般の消費者にとっては、金融商品に付随するリスクがどのようなものか、なかなか理解しくい状況になっている。また、そうした中で、金融システムへの信頼を揺るがすような企業による粉飾決算や不正会計処理の問題なども生じた。

こうした状況を受けて、金融商品取引法では、銀行や保険会社などを含めた形で、説明義務などの販売・勧誘ルールが制定された。また、罰則の強化や四半期開示制度の導入、内部統制報告制度の導入も行われることになった。しかし、施行後間もなく、消費者からは、金融機関のリスク商品に対する説明が長い、手続きが煩雑である、説明が形式的であるなどの不満が多く聞かれ、また、ルールの運用の不透明さからリスク商品の販売を控える金融機関も出た。こうした中、金融庁は、基本原則は示すが、それを達成するための方法や手段の選択は金融機関に任せるというプリンシプル・ベース方式への行政スタイルへ移行している。しかし、果たしてこうした対策だけでよいのであろうか。

本報告では、このような状況において、そもそもどのような枠組みや理念で制度設計を行い取引環境の整備を進めていくべきか、どのようにして公正で実効性が高く効率的な制度を構築していくかをアメリカやイギリスの動向を踏まえながら検討する。

株式投資単位引き下げ効果に関する分析

中央大学　奥山英司

個人株主（投資家）を増加させるため，株式の分割や単元株式数のくくり直しによる投資単位引き下げが活発に行われている。例えば東京証券取引所では,「投資単位の引下げは，新しい個人投資家層の株式市場への参入を促し，ひいては我が国証券市場の活性化・直接金融の拡大に向けた基盤づくりに繋がる」として,「個人株主（投資者）の市場参加を促すことによって，証券市場の裾野拡大に貢献したと認められる上場会社を表彰」している。本稿では，これら株式分割や単元株式数のくくり直しによる投資単位引き下げ効果について，株主数や流動性の変化に基づいて検証を行う。投資単位引き下げにより，個人株主（投資家）の増加や流動性の向上が期待されている。しかしながら先行研究では，流動性上昇に対して否定的な結果も得られおり,現状を検証することの意義は高いものと考えられる。

本稿では近年の投資単位引き下げを分析する中で，特に東京証券取引所二部やマザーズに上場している企業にも注目している点が特徴である。これまでの研究では，東京証券取引所一部に上場する企業を対象とするものが中心であった。株主数も多く，影響力の大きな大企業の分析を行うことは重要であり,研究の蓄積が行われてきた。しかしながら,2003年以降5年間平均の個人投資家売買高比率が0.77である東京証券取引所二部や,個人投資家が重要な参加者と言われている東証マザーズに上場する企業にとって，個人株主数の増加や流動性の向上は，重要な問題になると考えられる。これらの市場に上場する企業に注目をすることで，東京証券取引所などが進める個人株主（投資家）拡大のための投資単位引き下げにおける，新たな意味を確認することができる。このような観点から行われた本稿の分析により，特に東京証券取引所二部やマザーズに上場する企業では，個人株主数が増加し，株式の流動性が向上することが確認された。特に流動性の向上が確認されたのは重要な点であり，東京証券取引所の取り組みの成果の一つであると考えられる。

東南アジア 3 か国の資金調達コストの推移

―異時点間の裁定条件の推計（オイラー・ラグランジェ方程式）―

一橋大学大学院　竹　康至

本稿では、金融危機後の東南アジア 3 か国上場企業のパネル・データを用いて、オイラー・ラグランジェ方程式を GMM パネル推計し、各国の資金調達コストを分析した。

金融危機前の東南アジアの企業金融では、企業グループなど、リレーションシップ・バンキングの影響が観察されてきた。金融危機時に、これらの銀行と企業間のリレーションシップはクローニー・キャピタリズムであり、金融危機の遠因の一つになったことが指摘され、ASEAN 各国では多様な金融・ガバナンス改革が行われてきており、企業の資金調達にも暫時的な変化があったと考えられる。しかしながら、その結果として企業行動の資金調達の効率性が、どのように変化していっているかについて、その政策的な重要性に関わらず、定量的な分析は行われてこなかった。

そこで本稿では、オイラー・ラグランジェ型の投資関数の推計を行い、マレーシア、フィリピン、タイの上場企業全体を対象に、資金調達の効率性の変化を計測した。本稿では、トービン Q を用いた投資関数の分析では推定値を得られない投資の調整量にかかる係数を観察し、投資や金融システムの効率性を評価している。この係数は、基準金利及び、生産面における投資の調整の影響を除外した上で求められるため、資金調達の効率性として解釈することができる。

本稿の推計結果では、3 か国で全般的に本稿における資金調達コストが改善する傾向が見られる一方で、その傾向には相違があることも観察された。本稿の推計結果は、金融危機後の金融政策に一定の評価を与える一方で、3 か国における金融危機後の金融政策の相違が、資金調達コストに影響を与えている可能性を示唆している。

JEL Categories: G31, G32, G38, O16

Keywords: 企業金融 オイラー方程式 ASEAN

地域データを用いた中国のインフレ分析

筑波大学　　永易淳

Preliminary

要約
近年注目されている中国のインフレ動向を、経済ファンダメンタルズを用い分析することが本稿の研究目的であり、省別のデータを使用することが特徴である。1991 年から 2005 年が研究対象で以下の結果を報告している。中国インフレは貨幣供給、信用、生産性、人口増加、為替変動等の経済ファンダメンタルズにより説明することができる。しかし、中国経済の変貌を裏付けるように、この結果の一部はサンプル期間により異なる。着目する点として、インフレと金融政策の中間的目標として使用されていた貨幣供給や信用の関係は近年弱まり、為替レートの変動により敏感になってきたことが挙げられる。また、人口増加はこの期間一貫して統計的に有意な変数であり、各省ごとに増加率が異なる現象を考慮すると、今後省間のインフレ格差は増大していくことが予想される。

Central Bank Operating Procedures in Thailand and Philippine

京都産業大学　猪口真大

［報告要旨］

本稿は、タイとフィリピンの金融政策について、主な政策手段は何であるか、また、インフレターゲッティングの導入後に政策手段に変更があったのかを実証分析している。

新興国の金融政策運営は先進国のそれとは異なる問題が存在する可能性がある。例えば、債券市場の発達が不十分であれば公開市場操作を実施するのは困難である。したがって、現在の金融政策の主な手段を明らかにすることは、今後の金融政策運営や金融システムの改善に何らかの示唆を与えると考えられる。しかしながら、多くのアジア諸国において、政府の公式発表にもかかわらず、実際に金融政策手段として何が主に用いられているのかは分かっておらず、関連する先行研究もほとんどない。

そこで、本稿はタイとフィリピンについて主な金融政策手段が何であったかを分析する。さらに、タイは 2000 年に、フィリピンは 2002 年に、インフレターゲッティングを金融政策に導入したが、その後それぞれの国で政策手段に変更があったのかについても考察する。実証分析においては、米国の金融政策手段について推定した Bernanke and Mihov (1998) と同様の方法を使用した。すなわち、構造型 Vector Autoregression (VAR)を用いて金融政策のショックを特定することにより、政策手段を明らかにすることを試みた。

推定からは、一つの政策手段を強く支持する結果は現在のところ得られていない。さらに、インフレターゲッティング導入後の期間における分析結果と、導入前の時期を含む全期間の推定結果との間に大きな違いはなかった。一方で、政策金利が金融政策手段であるとの結果は示されていない。これらから、タイ、フィリピン共に、金融政策手段として特に公開市場操作があまり有効でない可能性が存在し、今後改善が必要であることが示唆される。実際、タイでは 2007 年から政策金利が変更されているが、中央銀行はその理由として、金融政策の効果を高めることと、国内の金融市場を整備することをあげており、すでに改革を開始している可能性がある。

貨幣需要における構成要素間の代替関係についての一考察
―共和分分析を用いて―

関西学院大学大学院　澤田吉孝

マネーサプライが金融政策において重要な役割をもつには、少なくとも貨幣需要が所得や金利のような経済変数との間で安定的な関係をもつことが前提条件になる。しかしながら、最近の研究では、Ｍ１と実体経済との間の長期均衡関係は認められるものの、わが国のマネーサプライの代表的指標である M2+CD と実体経済との間の長期均衡関係は、90年代後半に発生した金融システムショックによって大きく損なわれたとされる。

なぜ M1 と実体経済の間に長期均衡関係が存在し、M2+CD との間には存在しないのであろうか。この点を解明するために、本研究では M2+CD を M1 と準通貨+CD という２つの構成要素に分割し、構成要素間の代替関係に焦点を当てて、M2+CD と実体経済との長期均衡関係の有無について実証分析を行った。具体的には、(M1、準通貨+CD、所得、短期金利、長短金利スプレッド)の５変数からなる VECM(Vector Error Correction Model)を作り、共和分の成立を調べた。

結果は以下の通りである。

① 長期均衡関係として、(M1、所得、短期金利)、(準通貨+CD、所得、金利スプレッド）という２つの共和分ベクトルが、1980 年 Q4 から 2002 年 Q1 のサンプル期間において存在する。

② M1 と準通貨+CD との代替関係は、共和分の調整係数αの符号によって与えられ、妥当な符号結果を得た。

③ 2002 年 Q1 を越えてサンプル期間を拡張した場合、(準通貨+CD、所得、金利スプレッド）の共和分関係が崩れる。

現代のイスラム金融批判と利子概念

早稲田大学　北村歳治

近年のイスラム金融の動きは目覚しい。イスラム金融資本市場の規模は、イスラム教徒自身によるアイデンティティの追求を背景に、オイル・マネーの急増等にあおられ、既存の通常(conventional)の金融市場を上回るペースで伸びていくと見られている。しかし、同時に、今日的な金融資本市場の観点からは、さまざまな問題を抱えている。

今回のプレゼンテーションでは、前半では今日の視点から見たイスラム金融の主要な５つの問題を批判的に取り上げる。

それは、(1)1990 年代後半から急速に拡大したイスラム債（スクーク）を中心とする金融資本市場取引の特徴と実態、(2)1970 年代以降、着実に進展しているイスラム金融のリテール分野の特徴と実態、(3)イスラム金融における不透明性、(4)シャリアの解釈にちなむ学派･地域間の相異とコンバージェンスの問題、及び(5)イスラム金融を取り巻くビジネス環境の問題、である。

後半では、上記の指摘のうち、(1)及び(2)に直接に係り、(3)～(5)の間接的に係る利子禁止論に焦点を絞り、(1)イスラム金融における利子禁止論を歴史的な観点からレビューし、(2)ユダヤ･キリスト教等の他の利子禁止の論議との比較を行い、実態として利子が容認されていった過程を論じるとともに、さらに、(3)近代における利子概念の進展を踏まえて、取り残されたイスラム金融の利子禁止論を批判的に論じ、そこからの脱却の可能性を探ることとしたい。

「管理通貨制」の政策金利の独自の成立メカニズムについて

桜美林大学　前畑　雪彦

「金本位制」の中央銀行の政策金利と「管理通貨制」のそれとは成立メカニズムが異なると思われる。「金本位制」では金準備は全信用制度の軸点としての性質と貨幣資本（moneyed Capital）としての性質の２重性格を持つ。後者の性質においては、これを運用することによりこれをつねにこの制度にとって必要最小限とするよう中央銀行は行動する。従って中位の活況において準備が豊富であればこれに基づいて信用を創造し、上昇しつつある利子率の抑制を通じて過剰生産を加速する方向へ行動することになる。ここでは中央銀行は「パーティが、盛り上がってきた正にそのときに、パンチボールを片付けるよう命じる仕事」（ＦＲＢ元議長、マーティン）と正反対の行動を取らざるをえず、資本主義的生産がその内在的限度を超えて拡大する梃子の役割を果たす。その逆に過剰生産が露呈し、支払い手段需要が発生している時に金流失に見舞われれば、中央銀行は制度の軸点としてこれを維持すべく現金準備供給を絞り、利子率急騰を引き起こさざるをえない。従って今回の、アメリカの産業循環に伴う相対的過剰人口の一時的な雇用吸収に対して長期の高額な住宅ローンが詐欺まがいの仕方で大量に与えられ、これが他の様々なローンと組み合わされた複雑な証券化商品として世界の貨幣市場にばら撒かれた上で、住宅市場の供給過剰が生じれば、そしてまた先のローン膨張による住宅価格上昇とこれに基づく消費拡大を起点に螺旋的な世界市場の拡大がもたらされているとすれば、「金本位制」であれば、昨年８月の貨幣恐慌の起動は、利子率の暴騰によって全面的に展開し、未曾有の過剰生産世界市場恐慌として爆発した可能性を持つ。

「管理通貨制」では上記の２重性格を持つ金準備は、中央銀行の行動をまったく縛らない。それによってここでは、中央銀行は営利機関としての属性を完全に脱ぎ捨てて行動する。それは国家権力をバックに国民経済的観点から行動する金融政策の純粋実行機関となりうる。また国民経済的利害をそれぞれ背負いながら他国の中央銀行と一定の国際的協調行動を取りうる。それはその独立性に基づいて「パンチボールを片付けるよう命じる仕事」が可能である。中央銀行は、ここでは、もしそれが無ければ、現金準備の過不足を調節するインターバンク市場で、出し手の銀行と取り手の銀行との間で成立するオーバーナイト金利に、唯一の無制限の準備供給能力を持って、最後に働きかける限界的準備供給者またその吸収者として、これをコントロールすることが可能である。すなわち金利水準はその性質から需要供給構造以外にそれ決定するメカニズムを持たないのであるから、銀行間で成立するオーバーナイトの現金準備についての所与の需給構造に、中央銀行は、無制限発券力に基づく最後の限界的供給者あるいは限界的需要者として自由に参入することで、その程度で、全体の需給構造を供給過多にしてその時に与えられている金利水準を低めに誘導し、また反対に需要過多にしてそれを高めに誘導することが可能である。つまりここに「管理通貨制」に独自の政策金利が成立すると考えられる。

会長講演

地域金融の課題

大阪大学　筒井義郎

現在、日本の金融はグローバル化の波にもまれ、証券取引所もメガバンクも世界経済における相対的地位の低下に悩んでいる。これと対照的に、地域金融の問題は、外部からの競争圧力がなく、その結果、十分な効率性を確保できない点である。戦後長きにわたって日本の金融の問題点は効率性の低さであった。海外の金融市場から孤立していられなくなると、金融自由化・国際化が進められたが、それは地方の銀行貸出市場にまでは及ばず、地方市場は旧来の仕組みがもたらす効率性の問題を引きずっているのである。本報告では、地域金融が効率化に関する政策課題を抱えていること、その解決策を見つけるにはどのような地域金融研究が必要であるかを議論する。

経済学ないしは金融論から地域金融に接近する場合には、地域＋金融という概念自体が、まず正当化すべき問題である。市場が不完全であり、それが金融市場の地域的な分断をある程度もたらしていなければ、そもそも、「地域金融」の概念自体が成立しない。株式市場や債券市場はそもそも不完全性が小さく、地域金融を構成しない。しかし、中小企業を対象とする貸出市場は情報の不完全性が大きいため、地域分断が生じる可能性がある。したがって、銀行貸出について地域的な市場分断の存在を検証することが「地域金融研究」の出発点である(Kano and Tsutsui 2003)。

市場分断が確認されると、次の課題は、地方の銀行市場の競争度が全国の銀行市場と比べて低く、効率性が劣っているかどうかを解明することである。都銀と地銀の競争度はUchida and Tsutsui (2005)が比較しているが、効率性の検定はこれからの課題である。

もし、これが確認された場合には、効率性を向上させる方法を考えることが、さらなる課題となる。その一つの方法は、市場が分断されている原因を明らかにすることである。信用金庫などに課せられている地域営業規制が地域分断をもたらしている可能性があり、そうであれば、規制の撤廃が処方箋となる。しかし、地方金融機関が暗黙の共謀によって互いに出て行かないのであれば、地域営業規制の撤廃だけでは十分でなく、なんらかの競争促進政策が必要となる。もし、金融機関が資源を一地域に集中するのが効率的であるために他地域に出て行かないであれば、分断されている現状が望ましいことになる。

地域金融の改善が地域経済の改善につながるかどうかは、「金融深化仮説」や「相対的収束仮説」が成立するかどうかに依存する（山根・筒井 2008）。

具体的に各地域の金融市場がなぜ・どのように相違するかを明らかにするには、各地住民の選好パラメータの違いにより資金供給を説明し、自然条件の違いを定量化して当地の産業と借り入れ需要を説明する方法が標準的な接近法と考えられる。

最後に、信用金庫の貸出市場の Lerner 指数、競争度、H 統計量の推定結果を報告する。

グローバル・ショックと日本経済：
1990年代の構造変化

大阪大学大学院　新開潤一

本稿は、外国の景気変動や為替レートの変化といったグローバル・ショックが日本経済に与える効果を構造VARモデルを用いて分析し、それらのショックが日本経済に波及するメカニズムにどのような構造変化が生じたのかを明らかにする。通常、外国の景気後退や円高は日本経済にマイナスの効果をもたらすと考えられるが、近年議論されている米国景気のスピルオーバー効果の弱体化や為替レートの実体経済に対する影響力低下は、日本経済が以前ほど外部ショックに対して影響を受けなくなっていることを示唆している。実際、本稿の結果でも、日本経済の波及メカニズムに構造変化が生じており、外部からのショックに対する反応が80年代とは異なっている。すなわち、90年代に入ると、外国の景気変動のスピルオーバー効果および為替レート変動の効果が小さくなっており、地域別では、米国・EUからのスピルオーバー効果が小さくなる一方、東アジアからの同効果が大きくなっていることが確かめられた。

独占的競争における金融政策の国際的波及効果
～非対称な企業を用いた三国モデルによる分析～

同志社大学大学院　上ノ山　賢一

金融政策の波及効果に関する先行研究の多くは、独占的競争を動学的一般均衡に導入した「新しい開放マクロ経済学」の枠組みで分析を行っている。「新しい開放マクロ経済学」のモデルでは、期初の定常状態において全ての企業が完全に対称的であると仮定されている。この仮定の下では、金融政策によって引き起こされる企業の価格変化が世界全体における物価の変化に与える影響の比率は、世界における各国の企業数の比率と等しくなる。しかしながら一般的に各国の企業の価格決定が物価に与える影響力は、世界の全ての企業において等しいとは限らない。そこで本稿では、期初における各企業は各国内では対称であるが各国間では非対称とするモデルを分析のフレームワークとした。さらに本稿のモデルでは、「新しい開放マクロ経済学」を基礎とした先行研究と異なり、モデルに債券がないため利子率と為替レートの関係は示されず、期初の定常状態から金融政策の直後あらたな定常状態が達成されるとしている。こうした点から本稿のモデルでは期初における定常状態と金融緩和後に達成される定常状態の経済厚生の比較が容易となっている。各国間の財の代替の弾力性が異なる設定の下で、三国間における金融政策の波及効果の分析を行った結果、各国の企業の価格変化が物価変化に与える影響の比率と財の代替の弾力性の値により、ある国の金融政策は他国の経済厚生を低下させる可能性があることが示された。

Volume or Order Flow? : Which contains more information in really traded Yen/Dollar Foreign Exchange Market?

Nagasaki University, Masayuki Susai

One of our objectives in this paper is to find out the impact of information arrival on foreign exchange market. So many papers are exploring the fact that the proxy of the information arrival can be the trading volume. In foreign exchange market, it used to difficult to obtain trading volume. This is because that the trade in foreign exchange market is carried out between two dealers in a market. This means that the trade in foreign exchange market is over the counter trade.

The researches on foreign exchange market so far are using the number of news headlines on Reuter screens, the number of quotes in given time interval (sometimes referred as trading activity or trade intensity) and representative trade volume. For example, even in resent papers , Evans and Lyons (2006) used order flow data from Citibank and Frommel and Alexander and Menkhoff, (2007) obtains a transaction data from a bank. We call this kind of data as representative data in this paper. Brzeszczynski and Melvin, (2006) and Bauwends and Omrane and Giot, (2005), Bauwens and Rime and Sucarrat, (2006), Frommel and Alexander and Menkhoff, (2007) utilize the number of trade in a given interval. Almost all papers commonly use the indicator of the volume, and count the number of quote in a given interval or they estimate the volume with some econometric models.

The data we use in this paper contains traded foreign exchange rate, bid or ask indicator, traded volume and time stamp of the trade. The minimum interval of the record is 1 second. We obtained this data from ICAP, and the name of the data set is Data Mine ver.1.5 as I will refer in detail in next section. This research can provide one of the first results with really traded foreign exchange rate.

The main contribution of this paper concerns the data and clear results. The results we get from our analyses are that trading volume can reduce the GARCH effect as we will show later. These kinds of clear results are unique especially with foreign exchange rate.

外国資本の導入と銀行業の生産性:中国の銀行業に関する実証分析

東京大学　袁　媛
関東学院大学　松田　琢磨

《報告要旨》
この研究では中国の銀行業における効率性についての分析を行っている。1996 年から 2006 年までの、所有権に関する情報を含む中国の主要な 15 銀行についてのデータを利用して海外からの投資が中国の銀行の生産性を上げたかどうかの評価を行っている。その結果、生産性の向上と海外投資の間には、とくに四大国有商業銀行についてポジティブな効果が観測されている。したがって、中国政府は四大国有商業銀行にさらなる外国資本の導入を促進するとともに、いまだに上場がなされていない農業銀行に対しても外国資本の導入を進めることで経営効率の改善を進めることができると考えられる。

Banking Panics, Bank Failures, and the Lender of Last Resort: The Showa Depression of 1930-1932

同志社大学　秋吉　史夫

本論文は、我が国の昭和恐慌期(1930-1932 年)の銀行データを用いて、銀行取付に関する分析を行ったものである。銀行取付に関する理論的研究の多くが、「銀行取付によって健全な銀行が破綻し、深刻な社会的コストが生じる」という懸念を述べている（例：Diamond and Dybvig, 1983）。銀行取付を防ぐ制度として設立された預金保険は、銀行のリスクインセンティブを歪める可能性といった問題点を指摘されているにも関わらず、このような懸念から、正当化されてきた。

しかし、近年、米国の大恐慌期のデータを利用した銀行取付の研究が進められている（Saunders and Wilson, 1996; Calomiris and Mason,1997,2003）。これらの研究は、「銀行取付発生時においても、銀行の破綻は、基本的に銀行のファンダメンタルズの悪化に基づくものであり、銀行取付によって多くの健全な銀行が破綻するという状況は生じていない」という結論を下している。本研究は、このような米国の実証結果が一般的なものかどうかを、米国以外のデータを用いて検証することを目的としている。

本研究では、銀行取付の発生地域以外のサンプルのみを用いて銀行の破綻確率モデルを推定し、銀行取付の異常な効果によって推定結果にバイアスが生じるという問題を回避している。この推定式に基づいて各銀行の破綻確率を算出し、銀行取付発生時における生存銀行と破綻銀行の破綻確率分布を比較している。

また、休業銀行のみならず、日本銀行による流動性供給を受け入れた銀行も破綻銀行とみなすことによって、銀行取付における最後の貸し手機能を正しく評価することが可能になっている。

本研究で得られた主な結果は 2 つある。1 つは、銀行取付発生時における銀行のファンダメンタルズと銀行破綻の関係は、先行研究に比べてかなり弱いという結果である。この結果は、銀行の質に関する預金者の混乱が、銀行取付発生時には無視できないほど深刻なものであったことを示唆するものである。従って、銀行取付は、かなりの数の健全な銀行を休業に追い込む可能性を潜在的に持っていたといえる。

もう 1 つは、銀行取付発生時に、日本銀行が健全な銀行に対して流動性供給を行っていたという結果である。日本銀行の流動性供給によって、多くの健全な銀行が休業を回避することができた。日本銀行による最後の貸し手機能は、銀行取付の潜在的なコストを軽減する上で重要な役割を果たしていたといえる。

Silent bank runs: Discipline or contagion?

Nagoya University, Katsutoshi Shimizu

Abstract

Depositors of *Shinkin* banks withdrew funds in silence over the 2000-2002 periods during which twenty-six *Shinkin* banks failed. This paper analyzes what information was important for them to make withdrawal decisions and finds empirical evidence for regional contagion effect from stock price of neighboring banks. Depositors withdrew funds after observing a fall in stock price of neighboring banks as well as deteriorating financial condition at the beginning of the year. To obtain the robust result, influences of the prefectural GDP and the aggregate growth rate of total deposit in the prefecture are carefully controlled in the econometric analysis. This paper provides two further findings; (1) The strong financial condition at the beginning of the period could deter the contagion, (2) a decline of stock prices of neighboring banks did not spill over to the deposit interest rate.

JEL classification number: G21
Keywords: bank run, contagion, market discipline, bank failure, deposit

不動産投資信託証券と株式との分散投資効果

岩手県立大学・Tee KianHeng*

不動産投資信託証券（REIT）は 2001 年に東京証券取引所に上場して以来，現在 42 銘柄が上場されている。市場創設以前からこの証券のリスクは国債より高いが株式より低いと言われ，この性質を利用すると不動産投資信託と株式との分散投資の効果が期待できると言われている。イェン(2008)は 2 変量の分散変動（BEKK）モデルを用いて東証 REIT 指数と TOPIX，東証 REIT 指数と日経平均株価との関係を調べたところ，正の相関の期間が多く，簡単に分散投資効果を期待できないことを明らかにした。しかし，TOPIX は東証証券取引所第一部上場銘柄の加重平均であり，構成する銘柄の中で REIT と正の相関にある銘柄が両時系列に影響をもたらした可能性がある。そこで本研究は東京証券取引所第一部上場の業種別指数（TOPIX-17 シリーズ），東京証券取引所の第一部銘柄の内に特に時価総額と流動性の高い 30 銘柄で構成されている指数である Cor30 及び Cor30 構成銘柄に含まない，時価総額と流動性の高い 70 銘柄で構成されている指数である Lar70 を用いて，東証 REIT 指数との関係を調べた。分析結果から分散投資効果は東京証券取引所に上場が多くなった 2005 年以前が期待できる期間もあったが，2005 年以降は期待しにくくなっていることがわかった。

キーワード : 不動産投資信託証券（REIT），TOPIX-17 シリーズ，GARCH，多変量 GARCH（BEKK モデル）

* E-mail:khtee@iwate-pu.ac.jp

金利リスクの測定方法の展開
–イールド・カーブ変動パターンの測定–

中央大学　高橋豊治

《報告要旨》

金利リスクの管理は、金融機関や事業法人にとって重要な成功要因である。本稿は、金利リスクの測定方法として考案されてきた様々な手法を、その目的に即して整理するとともに、金利リスク・ヘッジも視野に入れて、イールド・カーブ変動パターンを測定し、もとになる変動要因を集約する試みである。

2 節では、金利リスク測定にあたって、年 2 回のキャッシュ・フローが発生する取引を念頭に置きながら、回収期間としてのリスク測定方法と金利感応度としてのリスク測定方法という観点で整理する。金利感応度としてのリスク測定においては、回収期間としてのリスク測定方法の場合以上に、金利として複利最終利回りを利用する場合とスポット・レートを利用する場合では大きな違いがある。その違いを明確にすることがここでの目的の一つである。まずは、2.2.1 において、複利最終利回りを割引率として用いる場合の、金額デュレーション、修正デュレーション、コンベキシティの概念と利用方法を確認する。この場合は、フラットなイールド・カーブの下でのイールド・カーブの平行シフトの下での金利リスクを測定していることに他ならない。次いで、2.2.2 でスポット・レートを“金利” とする場合の金利感応度を検討する。この場合は、傾きをもったイールド・カーブの平行シフトの下での金利リスクを測定しているととらえることができる。平行シフトを想定するのは、金利感応度を一つの数値として示すためであるということができるが、現実のイールド・カーブのシフトが必ずしも並行シフトであるとは限らないことから、その限界を指摘されている。この点に対応する方法として 2.2.3 においてバリュー・アット・リスクの計測について検討する。さらに、2.2.4 において、イールド・カーブ変動パターンの測定とリスク・ヘッジのために主成分分析の手法を紹介する。

最後に、3 節では、1998 年 10 月 7 日から 2007 年 2 月 23 日までの期間について、日次データを用いて日本の金利スワップ市場におけるスポット・イールド・カーブを計測し、主成分分析によりその変動パターンを測定している。イールド・カーブの変動パターンの要因分析によれば、イールド・カーブ変動の影響要因として 3 つのファクターが想定されること、0.5 年とその他のスポット・レートは異なった動きをしていると考えられること、第 1 のファクターはイールド・カーブの平行シフト要因と考えることができること、第 2 のファクターは、イールド・カーブの傾きを変える(緩やかにしたり、きつくしたりする）要因であると考えることができること、そして最後に第 3 のファクターは、先行研究とは異なり、0.5 年のスポット・レートの変動要因とみられることを発見している。

資産分布格差で読み解く、日米家計のリスク性金融資産比率の相違

（財）国際通貨研究所
竹中正治

日本の家計の保有する金融資産が、米国、あるいは西欧諸国と比較して、預貯金などの安全資産に偏り、株式に代表されるリスク性金融資産の比重が小さいことはこれまで様々な調査レポート、論文で扱われてきた。その理由については、日本の家計の資産選択が危険回避的であるためとの一般的理解が流布している。ところが、この点を検証した調査研究は少ないものの、日本人の選好が米国人に比べて危険回避的であることは検証されていない。

本報告では、日米家計のリスク性金融資産の保有比率の相違の大半は、家計部門の金融資産の分布格差の相違で説明できることを示す。すなわち、高所得で金融資産保有額の大きい富裕な家計ほどリスク性金融資産の保有比率が高い傾向が見られる。この傾向は日米の家計に共通している。ところが、米国では所得水準で上位 10%、あるいは 20%の家計への金融資産の集中が著しく、他方日本では相対的に平等な分布が見られる。この結果、家計全体を集計すると米国ではリスク性金融資産の保有比率が高くなることを、米国の FRB サーベイ、日本の総務省家計調査のデータを基に示す。

さらにこの仮説が妥当であるとすると、日本における「貯蓄から投資へ」、あるいは間接金融から資本市場を通じた金融仲介の多様化への金融構造の変革を展望する時、米国と同様に家計の資産分布が富裕層に一極集中した社会を望まない限り、日本における「貯蓄から投資へ」の変化を促進するためには、米国とは異なった政策的なアプローチが必要であるとの含意を抽出する。

The Effect of the Quantitative Monetary Easing Policy and Yield Spread

神戸大学大学院　英　邦広

[報告要旨]

日本経済は、１９９０年代前半の資産価格バブルの崩壊に伴い、長期に渡る不況に悩まされてきた。こうした日本経済に対して日本銀行は２度にわたり短期金利水準を限りなくゼロにするという金融緩和政策を実施した。最初の政策は、１９９９年２月から２０００年８月までの『ゼロ金利政策』で、２度目の政策は、２００１年３月から２００６年３月までの『量的緩和政策』である。量的緩和政策では金融政策の操作目標を無担保コール翌日物金利から日銀当座預金残高に変更し、コア消費者物価指数（CPI）の前年比が安定的にゼロパーセント以上になるまで継続すると公約をした。こうした金融緩和政策は日本経済のみならず、世界経済においても例のない政策的試みであり、理論的・実証的見地からの分析が十分になされているとは言い難い。特に、５年間にも及ぶ量的緩和政策の運営形態とその効果に関しての分析を行うことは今後の日本経済の金融政策運営を議論していく上でも重要な点であると考えられる。

Baba et al. (2006) では、日銀当座預金残高が短期のリスクプレミアムの分散に対する影響を考えている。本稿でも分散に着目し、日銀当座預金残高の増大が短期と中期の長短金利差に対してどのような影響を与えたかを分析した。日本銀行が操作目標を無担保コール翌日物金利から変更した際に日銀当座預金残高目標を政策解除時点の３０－３５兆円まで引き上げた。こうした量の効果が金融市場において評価されえたか、否かを分析することを通して量的緩和政策の評価に関する議論もあわせて行った。

結論は、量を増やすとで、中期の長短金利差のボラティリティを引き下げる効果が生じたが、短期には生じなかった。しかし、量の段階的な増加で考えることによって、短期と中期の長短金利差のボラティリティを引き下げる効果が生じた。これは、将来経済に対する不安を払拭させる金融市場安定化の効果は生じたと考えられる。

[参考文献]

Baba, N., Nakashima, M., Shigemi, Y. and Ueda, K. (2006), ``The Bank of Japan's Monetary Policy and Bank Risk Premiums in the Money Market.", International Journal of Central Banking . 2,105-135.

日銀のインフレ参照政策に関する考察
～インフレ率上昇下でのコンフォート・ゾーン・アプローチの課題～

クレディ・スイス証券株式会社、千葉商科大学大学院　白川　浩道

インフレ目標・参照政策には、コンフォート・ゾーン・アプローチとポイント・オブジェクティブ・アプローチが存在する。諸外国ではコンフォート・ゾーン・アプローチがより一般的なように見受けられる。

日銀は、量的緩和政策下ではポイント・オブジェクティブ・アプローチを採用していたが、同政策解除後はコンフォート・ゾーン・アプローチに切り替えた。なお、日銀の量的緩和政策は、世界に類をみないほどにリジッドなポイント・オブジェクティブ・アプローチであったと考えることが可能である。

量的緩和政策は、リジッドなポイント・オブジェクティブ・アプローチであったことの反射効果として期待インフレ率の不安定化をもたらしたのではないかと一般的に考えられており、日銀もそのように考えていた可能性が高い。しかし、量的緩和政策の下で国内資産価格のボラティリティが上昇した事実はない。

加えて、コンフォート・ゾーン・アプローチには概念的にいくつかの欠点が指摘されている。従って、日銀が量的緩和解除と同時にコンフォート・ゾーン・アプローチにシフトしたことに十分な合理性は認められない。

今夏に、日銀は、実際の消費者物価上昇率がコンフォート・ゾーンの上限に迫るという状況に置かれる可能性が高い。そこで利上げに踏み切らない場合には、特に家計期待インフレ率の上昇が資本流出の拡大を経由して、金融市場のボラティリティを高める可能性がある。

期待インフレ安定化のアンカーの役目を果たすコンフォート・ゾーンを設定した以上、実際のインフレ率をその中央値（＋1.0%）近傍に安定させるような政策運営を行うことが望ましいと考えられ、日銀は、実際の消費者物価上昇率がコンフォート・ゾーンの上限に迫った場合には機動的な利上げを決定することが必要であろう。

以　上

The effectiveness of monetary easing policy on Bank Lending in Japan during 1999-2005

The doctor course, Graduate School of Economics and Management, Tohoku University
Brahim GUIZANI

Abstract

The aim of this paper is to find some answers to the following question *"Why the Japanese bank credits were decreasing throughout the period between FY 1999 and FY 2005 even though the Bank of Japan was conducting an unprecedented expansionary monetary policy?"*

By conducting empirical study, using a Fixed Effects Model (FEM) applied on Japanese banks' data since FY 1999 through FY 2005, we found that regulatory capital requirements and the non-performing loans burden have constrained Japanese banks to react to the Zero Interest Rate policy (ZIRP) and the Quantitative Easing policy (QEP) by increasing their lending supply.

Major banks, which represent roughly 50% of banking system total assets, were incurring more capital pressure on their risk-taking decisions than regional banks. However the latter incurred more non-performing loans pressure on their risk-taking decisions than City banks.

In this paper, the market-valued capital ratio is used in order to confirm results got from the regulatory capital ratios, extensively criticized in many academic papers for its limitations

The constraining effect of these banks' supply factors has triggered a "Credit Crunch" responsible for the delay of financial institutions responsiveness to monetary accommodations.

Although, the decrease in bank lending is explained by a decrease in the demand for external funding, this factor has played a minor role relatively to banks' supply factors.

This paper shows that, even though the effect of bank lending channel of monetary policy was limited during the period (FY 1999- FY 2005), the regulatory authority actions have succeeded in improving the banking system financial situation preparing, then, the path for the Japanese economy to get solid recovery.

ＪＡのリテールにおける顧客生涯価値モデル
－ 関係性マーケティングに基づく実証的アプローチ －

広島大学大学院・村 上 真 理

《報告要旨》

日本版ビッグ・バンと呼ばれる大規模な金融制度改革を受け、金融機関相互の競争はかつてなく激しいものとなった。それはＪＡ（農業協同組合）においても例外ではない。ＪＡや信用組合などは、普通銀行と異なり、組合員制度を始めとする組織特性を持つ。しかし、厳しい競争環境に置かれている点では同じである。その中では、金融リテールのマーケティング展開に積極的に取り組むケースも見受けられるが、組織特性がどのように影響するかについては、これまで議論される機会がほとんどなかった。

一方、昨今のマーケティング論では、顧客との長期・継続的な関係を前提とした関係性マーケティングが中心課題となっている。さらに、マーケティングにおける成果指標として、顧客生涯価値の注目される機会が増えている。金融機関でも、マーケティング・アプローチの一環として顧客生涯価値が意識される場面がある。しかし、金融機関をサービス業として捉えるためか、顧客生涯価値をめぐる議論にはサービス・マーケティングからのものが多く、関係性マーケティングの立場から顧客生涯価値を論じたものは少ない。

そこで本稿では、顧客生涯価値を１つの成果指標と位置づけ、関係性マーケティングの視点から、ＪＡへのアプローチの有効性を考えた。具体的には、まず、関係性マーケティングから顧客生涯価値にいたる理論的な必然性を検証した後、先行研究を踏まえた仮説モデルにより顧客生涯価値という概念の操作化を試みた。さらに、金融リテールの評価尺度として、本モデルの応用の可否を検証した。この結果、モデル適合度に十分でない面はあるものの、概ね仮説どおりの分析結果を得たほか、評価尺度としてのモデルの応用についても、顧客生涯価値をめぐる潜在的な可能性を抽出できた。この意味では、関係性マーケティングからのアプローチはある程度、有効であると認められる。

ＪＡは、引き続きわが国の金融制度の一角を健全に担っていくことが期待される。そして、ＪＡの理念や組合員制度と、関係性マーケティングにおける要諦とは、矛盾するものではない。今後、顧客生涯価値を標榜した関係性マーケティングによるアプローチが、伝統的な組織特性に新たな可能性を付与することも考えられよう。

地域銀行の営業広域化戦略

信金中央金庫　品田雄志

地域銀行の間で、本店を置いている都道府県以外に進出し、貸出を強化する動きがみられる。地域銀行における店舗網の推移をみると、2005年度あたりから、主に首都圏や東海、近畿といった都市部を中心に、店舗数が増加している都道府県がみられる。他県への進出に伴い、地方銀行においては特に、貸出金に占める他県貸出の比率も上昇傾向にある。

背景には、地元経済が伸び悩む中、拡大を維持しなければならない地域銀行側の事情がある。国立社会保障・人口問題研究所がまとめた『日本の都道府県別将来推計人口』（平成19年５月推計）によれば、都道府県によってはすでに人口の減少が始まっているうえ、今後も地方を中心に人口の減少は続く見込みである。広域化戦略は、縮小傾向にある地域経済の中で業容の拡大を続けるための方策と考えられる。地域銀行にとっては、他県への進出を利益率の向上に結びつけることが課題となる。

本稿では、地域銀行の営業広域化戦略の現状を踏まえたうえで、広域化が与える影響について考察を加える。

日韓の地域金融と産業連携に関する比較研究
－韓国の大邱・慶北地域、東海および関西地域の企業アンケート調査をもとに－

名古屋大学　家森信善
名古屋大学　平川　均
韓国・慶北大学　崔　龍浩
韓国・大邱銀行　陳　炳龍
韓国・大邱銀行　夫　起徳
名古屋大学大学院　朴　晩奉

《報告要旨》

家森はこれまで、日本の中小企業金融に関して実態を把握するために、東海地域（多和田眞・家森信善編『東海地域の産業クラスターと金融構造』中央経済社 2005 年など）や関西地域（(多和田眞・家森信善編『関西地域の産業クラスターと金融構造』中央経済社 2008 年など）に関してのアンケート調査を実施してきた。

今回、韓国の独立系としては最有力の地方銀行である大邱銀行の大銀経済研究所から協力を得ることができ、韓国・慶北大学の崔龍浩教授とともに、韓国第４の都市である大邱を中心とした大邱・慶北地域の中小企業に対して金融と産業連携に関するアンケート調査を実施した。本報告では、このアンケート調査の結果を、これまでに実施した日本のアンケート結果とも対照させながら、日韓の共通性や相違を明らかにしたい。もちろん、アンケート調査には対象企業や地域、時期によるバイアスもあり、一般化するにはさらに調査を行っていく必要があり、本報告はその第一歩である。

今回のアンケートの概要は次の通りである。2007 年８月８日に大邱・慶北地域に所在する法人企業６万 5,535 社から無作為抽出した 2,500 社（大邱：1,250 社、慶北：1,250 社）に対してアンケート用紙を送付した。９月末までに回収できたのは、発送数の 10%に達する 275 社（大邱：134 社、慶北：123 社）であった。

アンケートは全部で 51 項目の設問で構成されている。Q1~Q2 は回答者の属性に関する事項であり、Q3~Q14 は回答企業の一般的な現況に関する事項である。 Q15~Q34 までが取引をしている金融機関に関係した設問、 Q35~Q42 までは大邱・慶北地域の産業クラスターに関する事項である。そして、 Q43~Q51 までの設問は地域での資金調達および金融機関利用などに関するものである。

報告時間の制約もあり、アンケート結果の内から特に金融面に関する興味深い論点に絞って結果を紹介する予定である。なお、完全なアンケート結果の分析論文については、経済産業研究所のＤＰとして発表する予定で準備中である。

本研究は、科学研究費・基盤研究（Ｓ）（代表　平川均教授）の成果の一部である。

預金構成の変化が銀行の現金・準備預金保有行動に与える影響

一橋大学大学院
内野　泰助

日本の貨幣乗数は 1990 年代に低下した。この背景には、細野・杉原・三平(2001)が明らかにしているように、非銀行部門の現金選好の高まりと、銀行部門の現金・準備預金保有の増大がある。

本報告では、貨幣乗数の低下に関連して銀行の預金構成の流動化が銀行の現金・準備預金保有行動に影響を与えたという仮説を検証するため、1993 年から 2000 年までの国内銀行 130 行の財務パネルデータを用いて、Ogawa(2008)に従った対数線形の流動性需要関数を推定した。また、強外生性を仮定した通常の線形パネル推定に加え、Peria and Schmukler(2001), Tsuru(2003), Murata and Hori(2006)など預金者規律を分析した研究を念頭におき、預金者行動によって生じうる推定上の内生性を考慮して、一般化積率法(GMM)による推定を行った。

本報告の実証分析によって、(1)預金構成を示す変数が現金・準備預金保有量に正で有意な影響を与えていること、(2)現金・準備預金保有量の預金構成に対する感応度は、先行研究で指摘されてきた不良債権や金利など他の変数よりも強いこと、(3)預金者行動によって生じうる内生性を考慮した推定においても上記の結果が得られること、が明らかになり、預金構成の流動化が預金流出リスクを高め、事前の流動性保有の便益を高めたという仮説を支持しうる実証結果を得た。これは従来の貨幣乗数を巡る議論においては検討されてこなかった点であり、マネーサプライ内の構成の変化が貨幣乗数自体に影響を及ぼす可能性を指摘するものである。

しかし、本報告の分析には、いくつかの問題があると認識している。まず、預金者行動を明示的に取り入れておらず、預金構成の流動化がいかなる要因によって生じたかを分析対象の射程の外においている。更に、1994年の金利自由化過程の完了に伴い、銀行が金利の設定を自由に行うことで、預金構成を制御できた可能性を考慮していない。実際に1995年以降、普通預金と定期預金の金利差は大きく縮小しており、本稿が注目した預金構成の変化は、銀行の最適化行動を反映している可能性があることに留意する必要がある。これに従えば、預金者行動の変化も、銀行の預金金利設定行動の結果であると考えることもできる。従って、預金者の流動性預金へのシフトが何によって生じたのかを明らかにするとともに、普通預金と定期預金の金利差縮小が銀行の利潤最大化問題によって生じているのか、あるいは金利の期間構造の変化によって生じているのかを今後分析することが求められるといえる。

マクロ経済、担保価値、銀行のモラルハザード

東北学院大学　石田裕貴

本論文の目的は、マクロ経済状況の変動に応じて担保価値が変化するとき、担保と銀行のモラルハザードの関係を理論的に明らかにすることである。

モデルの概要は以下の通りである。外生的にマクロ経済が好況か不況かのどちらかに決まり、その状況が企業の投資の成功確率と担保価値に影響を与える。また、銀行のモニタリングと企業の努力も投資の成功確率を引き上げるのに有効である。投資の失敗が明らかになった場合には、銀行は投資を流動化し担保を回収するか債権放棄をして投資を続行させるかの選択を行う。その意思決定は担保価値の大きさに依存する。

マクロ経済が好況のとき、均衡として銀行はモニタリングをせず企業は努力をする。仮定によって、好況のときは担保価値が上昇するので、銀行はその担保の回収によって、投資の失敗に対する損失を埋め合わせることができるので､モニタリングをする誘因がない。一方、担保価値の上昇は、企業にとっては投資の失敗に対する損失が大きくなるので努力することになる。

逆にマクロ経済が不況のときは担保価値が下落し、企業は努力せず銀行もモニタリングをしない。担保価値の下落によって、銀行は投資の失敗に対して流動化ではなく債権放棄を選択する。これを予想する企業は努力をしない。銀行も相対的に投資の期待収益が悪化するのでモニタリングをするインセンティブがなくなる。

したがって、銀行はマクロ経済の状況によらず、担保設定によるモラルハザードを起こすことになる。特に、担保価値が下落するほどのマクロ経済の悪化は、銀行に債権放棄を選択させ、さらに銀行、企業双方のモラルハザードを引き起こすので景気の悪化を強化する方向に働くと言えよう。バブル経済の崩壊による資産価格や地価の下落は、銀行に多くの不良債権をもたらし景気の低迷を長期化させたが、本論文の結果はその一因を説明していると思われる。

日本の貨幣乗数はなぜ低下し続けたのか

一橋大学大学院　長田　健

90 年代から 2000 年代半ばにかけ日本の貨幣乗数（＝マネーサプライ（Ｍ２+ＣＤ）／マネタリーベース）は大幅に低下した。この貨幣乗数の低下は何故生じたのだろうか。本稿では、80 年代後半から現在に至るマクロ時系列データおよびミクロのプーリングデータ（銀行財務データ）を用い、その原因が「金利の低下」「デフレ期待の拡大」「（自己資本比率規制制約下での）不良債権処理額の増大」であったことを実証的に示す。

貨幣乗数低下のメカニズムは 90 年代と 2000 年代（低金利期）で異なる。貨幣乗数の変化は現金通貨保有比率（＝現金通貨／預金通貨）の変化と支払準備比率（＝準備預金／預金通貨）の変化で説明できるが、90 年代の貨幣乗数の低下は、主に前者の上昇によるものである。90 年代の断続的な「金利の低下」が現金保有の機会費用を低下させた結果、公衆の現金通貨保有比率を高め、貨幣乗数が低下したと考えられる。

一方、90 年代末から 2000 年代にかけての貨幣乗数の低下は主に支払準備比率の上昇によってもたらされたものである。「デフレ期待の拡大」は邦銀による準備預金保有の機会費用を低下させ、支払準備比率の上昇をもたらしただけでなく、「（自己資本比率規制制約下での）不良債権処理額の増加」が貸出金の減少・準備預金の増加をもたらし、支払準備比率を高めたと考えられる。また、低金利下における「デフレ期待の拡大」は現金保有動機を高め、現金通貨保有比率を高めたと考えられる。「デフレ期待の拡大」と「不良債権処理額の増加」に起因する支払準備比率・現金通貨保有比率の上昇が、この期の貨幣乗数の低下をもたらしたと考えられる。

複数基軸通貨体制と国際通貨論の課題

九州大学 岩田健治

1999 年のユーロ導入から 10 年が経過しつつある。世界の国際通貨が、2 極体制となるのか、1 極体制にとどまるのか、あるいはその中間となるのか、多くの議論が積み重ねられてきた。誕生以来のユーロのグローバルなシェアは、国際債市場(狭義)で 20-30%後半、外貨準備も 20%弱からスタートしてここ数年は 25%前後で推移している。他方、外国為替市場では、ドル対価取引が全取引(200%)の約 85-90%を占めているのに対して、ユーロ対価取引は約 30%台後半で安定的に推移し、両者のギャップは大きい。こうした諸指標をユーロ通貨域に隣接する地域に限ってみるとユーロの比率が跳ね上がるため、ユーロは EU の隣接地域内においてのみ国際通貨として機能しているとする見方が定着しつつある。

国際通貨としてのドル-ユーロの次の 10 年を展望する場合、大規模なドル危機などのケースを除けば、ドルがグローバルな為替媒介通貨の地位から転落するとは考えにくい。他方で、現在ドル圏に属している地域で、国際通貨のいくつかの機能においてドルからユーロ(もしくは当該地域の通貨)へのシフトが生じる可能性は否定できない。そうしたシフトの意味や、それが現行のドル-ユーロ体制全体にもたらす影響を見通すためにも、国際通貨論の体系化・精緻化は不可欠である。

従来からの標準的な国際通貨論は「貨幣機能論アプローチ」と呼べるもので、貨幣の三機能(計算単位、交換手段、価値保蔵手段)を国際通貨にアナロジーし、それぞれの機能をさらに民間レベルと公的レベルに分けて、国際通貨を把握する。このアプローチで国際通貨のシフトを把握しようとしても、本質的な指標を上記 6 つの機能のうちのどれに置くのかが明確でなく、また 6 つの機能の相互連関が必ずしも体系化されていないという点で不十分であった。これに対して、かつて 90 年代初頭に欧州域内におけるマルク国際通貨化を分析した諸研究者がそのツールとして用いた「外国為替論アプローチ」は、□交換手段機能を最重視し、特定国所在のコルレス勘定が第三国間取引の決済に利用されることをもって国際通貨の要件としたうえで、□貿易・投資レベルで当事国通貨が多様に利用されている事実を踏まえ、□為替媒介通貨機能において国際通貨の核心を把握するものであった。この議論は、マルク国際通貨化の経験的事実を事後的に体系化したに過ぎないという点で、時代的・地理的制約を免れていないものの、特定エリアやグローバルなレベルでの国際通貨のシフトを考える際に重要ないくつかの視点を提供している。

報告では、上記アプローチを踏まえた上で、□ユーロ導入前の貿易・投資通貨の多様性と比較した場合のユーロ圏の古典的国際通貨圏としての性格、□為替媒介通貨が複数存在する際の「緩やかな二極化」と「厳格な二極化」(Hartmann)の問題、□主要な地域的通貨協力・通貨統合計画の特徴などに注目しながら、国際通貨としてのドルとユーロの今後について考えることにしたい。

国際通貨としてのユーロの現状と展望

国際通貨研究所　福永　一樹

1999年に欧州統一通貨として導入されたユーロは来年10周年を迎える。欧州という大経済圏の通貨を一夜にして統一するという事業は、当初さまざまな懐疑論や楽観論によって迎えられたが、3年後の現金の導入や参加国の拡大を経て、域内の統一通貨として或いは周辺国経済に浸透した地域通貨としては、この10年おおむね安定した航海を辿ってきているとの評価が一般的だ。一方で、基軸通貨であるドルに並ぶ或いはドルにとって代わるとの一部の期待については、期待未満の成果に留まっており、国際通貨としてのユーロの位置づけは高まってきているものの、その変化は緩慢であり、また一部では既に停滞し始めているのが現状である。

本報告では、国際金融市場におけるユーロ建て取引に注目しながら、10年目を迎えたユーロの国際通貨としての現状を確認したい。具体的には、まずは1）参加国の拡大にともなうユーロ域の経済規模の拡大と、ユーロ導入を契機とする金融市場の統合・深化の状況を概観し、ユーロ建て支払いの起点となる貿易取引及び金融取引の現状を確認する。

次に2）ユーロ域周辺国経済においては、国ごとにばらつきはあるものの、貿易・金融取引において、また為替の媒介通貨として高い比率でユーロが使用されていることを検証し、地域通貨としてのユーロがユーロ域周辺国経済に浸透している現状を確認する。

その上で、3）グローバルなユーロの使用状況を、クロスボーダー・バンキング取引、国際債務証券取引、外貨準備に焦点を当てて把握したうえで、最後に国際的な債権・債務の決済機能におけるユーロの役割を確認するために為替媒介通貨としてのユーロの現状を検証する。グローバルなレベルでのユーロは、導入後数年で取引シェアを高めたもののその後の変化は総じて緩慢であり、また取引の担い手に地理的な跛行性が顕著に見られるなど、国際通貨としてはドルに対してサブの地位にとどまっている。

最後に4）国際金融市場としてのロンドン市場とユーロの関係に焦点を当てる。ユーロ域はロンドンに匹敵する国際金融市場を域内に有さず、その結果、ユーロ建て国際金融取引の多くの部分がユーロ非参加国である英国においてなされている。このことが国際通貨としてのユーロの発展可能性に及ぼす影響や制約を考える。

ドル・ユーロとドル・ポンド
――　国際通貨の unit of account 機能の観点から

日本銀行金融研究所　畑瀬　真理子

近年、ドル、ユーロ等の特定の通貨について、「国際通貨」としての役割の観点から、将来展望に関する議論が活発に行われている。本報告では、Cohen (1971)、Krugman(1984)等によって定義された「国際通貨」の機能のうち、計算単位（unit of account）の機能の観点から、ドル、ユーロ、ポンドの現状および歴史について考察し、将来を展望する手がかりとしたい。具体的には、公的部門におけるペッグ制採用国の基準通貨の現状を概観するとともに、基準通貨の選択に影響を与える要因について、事例を通じて考察する。また、民間部門における契約通貨について、歴史的事例を通じて考察する。

＜参考文献＞

Cohen, Benjamin J. (1971), *The future of Sterling as an International Currency*, Macmillan.

Krugman, Paul (1984), “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect,” in Bilson, John F. and Richard C. Marston (eds), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press.

ドル体制に関する一考察

龍谷大学　前田直哉

今日の国際通貨体制はドル体制である。同体制のメカニズムの今日的特徴とはアメリカが大幅な経常収支赤字あるいは対外投資の継続を通じて巨額のドル残高を累積させ、それを反映してドル相場が長期趨勢的に下落しているが、インフレを重視し、国際収支を放任する政策スタンスの継続を可能にしていることにある。

この現実を前にして従来支配的であった「ドルの垂れ流し→過剰ドルの累積→ドル危機」という見解が説得力を低下させている一方で、「ドルの安泰」を謳う見解が新たに登場した。以下では煩雑を避けるために前者を「ドル危機論」、後者を「ドル安泰論」と称する。端的に言えば、「ドル危機論」はドル危機の必然性を根拠にドル体制の崩壊を示唆している。それに対し、「ドル安泰論」は「ドル危機論」を批判し、ドル体制の健全性を根拠に同体制の維持を主張する。問題は議論の対立が平行線を辿り(具体的には議論がドル危機は必ず起こる・起こらないという点に偏り)、その建設的な発展が見られないことである。本報告の目的は「ドル危機論」、「ドル安泰論」を批判的に検討し、それぞれの問題点を踏まえながら、ドル体制の実態を浮き彫りにすることにある。

本報告は次のように進める。まず、「ドル危機論」と「ドル安泰論」の問題点を示す。続いて、その問題点を踏まえながらドル体制の今日的メカニズムについて考察し、アメリカが巨額のドル残高を累積させながら、インフレのみを重視する政策スタンスの継続を可能にするためにどのようなメカニズムが働いているか、そのメカニズムの反転はどのようにして生じるかについて明らかにする。最後に、以上の考察と戦間期の国際通貨競争を交えてドル体制の今後を展望することにしたい。

米国経常収支赤字の維持可能性

福山大学　　尾 田 温 俊

米国の経常収支赤字は2006年には8116億ドルの赤字を計上し、これは対GDP比でマイナス6.2%に達している。その内訳としては、貿易収支の赤字が経常収支赤字の大部分であり、サービス収支と所得収支で黒字となっている。

米国の所得収支は対外純債務でありながら黒字であるが、それは米国企業の直接投資収益率が高いためである。その理由としては米国企業の海外進出期間が長いこと、米国と海外の経営環境に関するリスク格差の存在､米国進出海外企業の租税支払い回避行動がある。第一の要因は海外企業の対米進出期間が長期に及べば近く消滅する可能性があるが、第二・第三の要因は今後も持続すると思われる。そのために所得収支の黒字は今後も継続することになる。

Hausmann＝Sturzenegger は所得収支が黒字であれば対外純債務ではなく対外純資産があるべきで、所得収支の規模から逆にあるべきはずの純資産額を推定し、公式統計と推定額との差をもって存在すべきダークマターであると主張する。ダークマターの正体は米国企業の経営ノウハウであり高収益を産む源泉であり、近年ダークマターのウェイトは高まっている｡ダークマターが存在することにより所得収支黒字拡大が見込まれることになる。

米国の対外資産と対外債務はほぼドル建てであり、対外資産はヨーロッパで保有されている。このポートフォリオの状況が米ドル減価によりキャピタルゲインを発生させるメカニズムである。近年の米ドル減価は巨額のキャピタルゲインを発生させ、その評価効果により米国の対外純債務が累積経常収支に対して相対的に減少してきた。フローの赤字がストックの段階では減少するのであるから債務サービス負担は軽減され、所得収支を改善することに繋がる。

米国への資本流入は主として中国と OPEC 諸国等の対米貿易黒字国による米国金融資産購入である。それら対米貿易黒字国の為替レート操作のためにそれら通貨は米ドルに対して増価してこなかった。米国経常収支赤字問題はブレトンウッズⅡで言うこれら周辺国の行動が継続される限り維持可能である。

グローバル経済・市場の根本的変化 ―デカップリング論を超えて―

愛媛大学　大田　英明

＜＜報告要旨＞＞

現在、グローバル経済・市場で本質的な変化が起きている。本報告は、90 年代のアジア危機などエマージング諸国の危機的状況が発生した状況は今日では根本的に変化し、今後グローバル規模の通貨・資本収支危機が発生する可能性が低下していることを指摘する。

現在ではグローバル規模で潤沢な資金が存在し、エマージング諸国、とりわけ東アジア諸国の外貨準備高は記録的な水準に達しており、さらに産油国では原油価格の上昇によって政府系ファンド（ＳＷＦ）の保有する準備高は 2～3 兆ドルに達している。こうした豊富な資金がグローバル市場に流入し、その恩恵はエマージング諸国に及んでいる。また、SWF はヘッジファンドのような短期志向かつ比較的リスクの高い投資より、むしろ一般的に長期安定的な収益を目指す傾向にある。このことは、短期資金の流出入になりがちなヘッジファンドなどに比べて受入国にとっては安定的に作用する。一方、サブプライム問題で巨額な損失を計上した欧米金融機関や機関投資家は、海外投資には非常に慎重な姿勢をとり､今後投機的短期資金の流出入が減少し､それが逆に経済変動リスクを低下させる。

こうした投資サイドに対し、途上国やエマージング諸国では以下のような変化がある。

第一に、エマージング諸国の経済ファンダメンタルズが大幅に改善しており、1990 年代に比べ外貨準備高、対外債務指標、財政収支などほとんどの項目で改善している。また、全体的に 90 年代通貨危機の根底にあった実質実効レートの急激な上昇もみられない。

第二に、制度面ではエマージング主要各国とも資本収支危機の反省から、為替・資本取引管理を強化し、アジア危機前後にみられたような急激な短期資金の流出入による危機の発生を防止することが一般化している。また、先進国でも 2008 年 4 月の G7 は資本監督規制の強化（高リスクのデリバティブ取引規制など）している。

第三に、実体経済面として世界全体に占める途上国・エマージング諸国の経済規模の拡大に伴い世界の経済成長への寄与度は上昇し、相対的に先進国の影響が低下している。

以上の諸要因によってグローバル規模のエマージング経済危機が発生する可能性は低下している。もちろん最近の原油、一次産品価格の上昇が世界的なインフレ圧力の上昇とともに、先進・途上国とも景気後退の要因となりうるため、特に非資源小国への経済的影響は相対的に大きくなろう。また米国経済は後退局面にあり、アジア諸国の輸出に影響し、成長率も鈍化する可能性が高い。しかし、BRICs など主要エマージング諸国の国内経済は着実に拡大しており、世界的に貿易・投資の拡大傾向は継続しているため、今後先進国経済の成長鈍化によって途上国・エマージング諸国で大規模な経済危機が発生する可能性は相対的に低下し、世界は根本的に変質し、全体的に resilient な経済が構築されている。

アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開
ローン・セールとディリバティブ

松山大学　掛下　達郎

本報告では，1990 年代以降の世界の金融業を牽引してきたアメリカのマネー･センター･バンクの収益力の源（マーケット･メーカーとしての役割）を探ることを目的とする。具体的には，銀行の伝統的なコア業務として位置づけられてきた貸出債権から派生した新規商品であるローン・セール，金利スワップ，クレジット・ディリバティブ取引の現状を把握し，1980 年代以降のマネー･センター･バンクの業務展開を考察する。ローン･セールは銀行の企業にたいする貸出債権そのものを第３者に転売し，金利スワップは貸出債権の金利リスクだけを，クレジット･ディリバティブ（以下クレデリ）は貸出債権の信用リスクだけを第３者に移転するものである。金利スワップとクレデリは，ローン･セールの機能の一部を代替していることになる。

これら３つの業務で，①危機から新たな業務展開が生じていたこと，②その３つの業務展開とは貸出債権のリスクを第３者に移転する途であり，これらのリスク移転が３つの業務で段階的に開けたこと，③その結果，伝統的な収益源であった金利収入から，投資銀行業務手数料と取引収益（保有期間が１年未満のポジションから得られた利益）という非金利収入への収益源の移行が起こったことが共通にみられた。

1980 年代以降，マネー･センター･バンクはローン･セールをおこない，それで不都合な点（優良顧客の流出）や不十分な点（リスクのみの移転）を金利スワップとクレジット･ディリバティブ取引で補完したのである。この意味でローン･セール，金利スワップ，クレデリは一連の業務展開であると筆者は考えている。ローン･セールでは貸出債権そのものが移転されて優良顧客を失う虞があったが，順調に成長を続ける金利スワップとクレジット･ディリバティブ取引では優良顧客の確保とリスクのみの移転が可能になったのである。

とくに取引収益は，金利スワップとクレジット･ディリバティブ市場において，マネー･センター･バンクがディーラーとして行動し，値付け業務（market-making）やマーケット･メーカーとして活動していることを意味している。マネー･センター･バンクのマーケット･メーカーとしての役割が，彼らの非金利収入の増加をもたらし，その収益力を高めた。この収益増加が危機からの脱出を可能にしたのである。

こうしたマネー･センター･バンクのコア･ビジネスである貸付から派生した一連の業務展開は，現在の金利ディリバティブの世界的な広がりとクレデリの拡大を理解する視点を与え，アメリカのマネー･センター･バンクの世界的な収益力の源（マーケット･メーカーとしての役割）を説明する一助になるであろう。

Organizational Structure and Risk Taking: Evidence from the Life Insurance Industry in Japan

東京経済大学　柳瀬典由
城西大学　浅井義裕
Washington State University, Gene C. Lai

要旨

本稿では、わが国の生命保険会社の組織形態が、リスクテイキングに及ぼす影響を考察している。生命保険業は、世界的に見ても、相互会社形態と株式会社形態が並存するという興味深い特徴がある。もう１つのわが国の生命保険業に固有の特徴として、わが国の生命保険会社のいくつかは系列に所属している。わが国の生命保険会社のデータを用いて、組織形態や系列への所属の有無がリスクテイクにもたらす影響を考察した結果、相互会社は株式会社に比べてリスクテイクをしないこと、系列に属している生命保険会社は、そうではない企業に比べてリスクテイクをしないことを発見している。また、海外の先行する研究は、リスクテイクの指標として保険引受リスクを取っているが、本稿では、その他の指標（投資に関するリスク、財務に関するリスクなど）も用いて検証し、上記で得られた結果に頑健性があることを確認している。

担保が中小企業のパフォーマンスに与える影響

みずほ総合研究所・小野有人
一橋大学大学院・坂井功治
一橋大学・植杉威一郎

本論文では、日本において、担保や個人保証の提供によって企業の事後パフォーマンスがどのように変化するかを分析した。銀行借入に依存する中小企業約 1,000 社に係るパネルデータセットを用いて分析を行った結果、以下のような結論が得られた。(1)新たに担保を提供する企業では、提供しない企業と比較してパフォーマンスが改善している。(2)一方、金融機関の貸出態度やモニタリングの頻度は改善していない。(3)担保を提供する企業の方が、保証人を提供する企業に比して、パフォーマンスの改善度合いが大きくなっている。これらの結果は、担保提供により借り手のモラルハザードが抑制されたという仮説と整合的である。

企業属性の変化と配当政策

広島大学　　鈴木喜久
広島経済大学　　得津康義

要旨

1996 年に「フリー、フェア、グローバル」を謳い文句にいわゆる日本版金融ビッグバンが始まって以降、外資系ファンドに代表されるアクティビスト株主による配当増要求の高まりなどを契機に、企業属性と配当政策の在り方に関する議論は一般投資家にまでその裾野を広げている。わが国企業においては、従来定額配当を維持する傾向が強いと言われてきたが、こうした環境変化を背景として近年の企業収益好転の局面においては、業績連動型の配当政策を採用する企業が増加している。しかし配当はキャピタルゲインよりもコストのかかる株主還元手法である。本来、企業の配当性向は成長性などの企業属性によって決定されるべきである。そこで本論文では、1983 年度から 2005 年度データを用いてわが国企業の配当政策の在り方を企業属性の観点から分析し、その決定過程について検証を行う。対象とする企業は 2005 年度時点で東証 1 部・2 部に上場している企業である。

わが国では、1990 年度をピークに、有配企業の割合が低下している。この原因について、ロジットモデルを用いて各配当状況別に財務情報が配当決定に与える影響について考察を行う。ここでは、財務情報を表す説明変数として、収益性（ROA）、企業規模（資本対数）、成長性（資産成長率）を用いる。また、1991 年以降の配当決定過程の変化について、①有配企業の財務状況の変化と②その他の要因に分割して考察する。さらに、企業を配当状況別に分割する事でより詳しく考察する。

分析の結果、収益性や成長性を表す説明変数の有意性に加えて、前期の配当状況が有意な説明変数となっており、有配あるいは無配を維持しようとする意向が働いていることが明らかとなった。またモデルの説明力は企業がおかれた状況について非対称性を有し、減配や復配といった一般に経営の大きな判断が必要と考えられる事象については、説明力が低く今後の課題として残された。

Liquidity, Volume and Informational Efficiency: Evidence from High-frequency FX data

Kentaro Iwatsubo[a,*] and Yoshihiro Kitamura[b]

[a] *Graduate School of Economics, Kobe University, Hyogo, Japan*
[b] *Faculty of Economics, University of Toyama, Toyama, Japan*

August 2008

Abstract

Short-run return predictability from lagged returns and order flows is an inverse indicator of informational efficiency. This paper investigates the impacts of liquidity and volume on informational efficiency in the Yen/Dollar and Euro/Dollar markets. Using the high-frequency Electronic Broking Services (EBS) data, we find that the effect of volume on efficiency is positive, while that of quoted spread is negative. The decomposition of the spread reveals that the component associated with informed trades (the adverse selection component) is negatively related to informational efficiency. The evidence supports both the transaction cost view of liquidity and the asymmetric information view of the volume-efficiency relationship.

JEL classification: F31; G12; G14
Keywords: Liquidity; Volume; Informational efficiency; Order Flow

[*]Corresponding author. 2-1 Rokkodai Nada, Kobe, Hyogo 657-8501 Japan.
tel.: +81-78-803-6875; *fax*: +81-78-803-6875
e-mail address: iwatsubo@econ.kobe-u.ac.jp (K. Iwatsubo).

1980−90 年代バブル生成・崩壊期の都道府県別地価のパネル分析
－地域経済の「自立性」と地価バブル－

明治大学　北岡孝義・森永愼一

本報告では、1980-90 年代の 47 都道府県別の地価、県民所得、実効金利等のパネルデータを用いて、バブル生成・崩壊期の都道府県別地価の動向を分析する。バブル生成・崩壊期における地価動向は、都市と地方で大きく異なる。本報告では、こうした都市と地方の地価動向の相違を説明する要因の 1 つとして、地域経済の自立性の尺度ともいえる「公的支出依存度」（公的支出額÷県内総生産）に注目する（内閣府(2008)）。

都道府県別地価のデータとして、公示地価（国土交通省が毎年 3 月下旬に発表）をもとに作成した都道府県別の地価指数（連鎖指数）を用いる。作成した都道府県別の地価指数のデータをもとに、1980-90 年代の地域間の地価動向の特徴を明らかにする。次いで、Hadri (2000)のパネル単位根検定、Pedroni (1999)のパネル共和分検定を用いて、都道府県別地価バブルの抽出と、地価バブルと「公的支出依存度」の関係を調べる。各都道府県別の地価指数、県民所得、実効金利のパネルデータが、それぞれパネル単位根を持つことを確認した上で、それら変数間にパネル共和分の関係があることを明らかにする。県民所得は土地の生み出す将来収益（レント）の代理変数として使われ、また、実効金利は銀行の貸出金利に不動産関連諸税を考慮した金利として定義される。パネル共和分式は、地価、県民所得、実効金利の間のファンダメンタルズの関係を示すが、共和分式の誤差項はバブル項と解釈される。本報告では、共和分関係の誤差項をバブル項として定義し、バブル項の変動と「公的支出依存度」の関係を調べる。「公的支出依存度」の高い（低い）地域は、経済の自立性が低く（高く）地価のバブルも小さい（大きい）という仮説を検証する。地価バブルの地域間の相違を説明する上で、「公的支出依存度」で捉える地域の自立性に着目する点が本報告の特徴である。

実証分析の主な結果は次の通りである。1980-90 年代の地価バブル（逆バブル）が大きい主な都道府県は、東京、大阪、千葉、京都、宮城、愛知、北海道、埼玉、兵庫、福岡で、逆に小さい都道府県は島根、山口、青森、宮崎、岩手、三重、山形、富山、徳島、高知である。また、都道府県別地価バブルの相違が「公的支出依存度」で捉える地域経済の自立性が関係しているとの仮説は支持される。報告では、実証結果の他、地価と「公的支出依存度」の理論的関係、都道府県地価のパネル分析の先行研究等についても言及する。

（引用文献＞

内閣府政策統括官室(2008)『地域の経済 2007-自立を目指す地域経済-』日本統計協会

Hadori,K (2000). “Testing for Stationality in Heterogenous Panel Data,” *Econometric Journal*, 3,148-161.

Pedroni,P (1999) . “Critical Values for Cointegration Tests in Heterogenous Panels with Multiple Regressors,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, 653-70.

名目金利の持続性とコスト・チャネル－物価パズル再考―

神戸大学大学院　井田　大輔

金融政策には様々な波及経路が存在する。その中でも、金利を通じた金融政策の波及経路はよく知られている。金利を通じた波及経路では、中央銀行が金利を引き上げた場合、物価は低下すると期待される。しかしながら、金融政策の実証分析、特に VAR 分析においては、金融引き締めショックに対して物価が上昇するという物価パズルがしばしば観察される。この物価パズルの解決方法として、商品価格などのインフレの先行指標を VAR モデルに加えることが提唱されている。また、物価パズル発生の別の説明としてはコスト・チャネルが挙げられる。コスト・チャネルを考慮した標準的なニューケインジアンの金融政策分析では、名目金利の上昇は、企業の実質限界費用を引き上げるのでインフレ率を上昇させるように働く。

本稿では、上記のコスト・チャネルを考慮したニューケインジアンの枠組みに、インフレの持続性と名目金利の持続性を加味することにより、物価パズルを理論的に検証している。具体的には、ハイブリッドな NKPC を導出する際に用いられている標準的なルールズ・オブ・サムに過去の名目金利にスライドさせるようなインデグゼーションを加味した場合、金融引き締めショックに対してインフレ率が上昇するか否かを検証している。

本稿の分析から、シンプルなルールズ・オブ・サムの場合、すなわち、インフレの持続性のみが経済に存在する場合には、物価パズルは生じないことが確認できた。しかしながら、シンプルなルールズ・オブ・サムに過去の名目金利にスライドさせるようなインデグゼーションを加味すると、そのようなルールズ・オブ・サムに従う企業の割合が多くなるほど、金融政策ショックに対して物価が上昇するという物価パズルが確認された。すなわち、そのようなルールズ・オブ・サムに従う企業が増えるほど、名目金利の持続性によってコスト・チャネルが需要チャネルを支配するようになり、結果として、物価パズルが生じてしまうことが明らかとなった。

銀行業の再編・統合と金融政策

弘前大学　山本康裕

現在、銀行業の再編・統合が進行中である。1980年代に存在していた都市銀行等の大手16行は、様々な過程を経て合併・経営統合され、いわゆる3大メガバンクに収斂している。地方銀行においても県境を越えた合併やオンラインシステムの共用化などを通じて銀行業の再編が進行中である。この様な銀行業の再編は、オーバーバンキングの解消という観点から一定の評価を得ていると思料される。

この再編・統合は、概ね銀行業の寡占化を意味するが、一般的に市場の寡占化は望ましいとは言えない。市場の寡占化は、価格の上昇と供給量の低下を通じて経済厚生を悪化させる。銀行業の寡占化も同様に預金金利の低下、貸出金利の上昇を引起し、経済厚生を低下させるであろう。われわれは、銀行業の再編・統合をいかに評価すべきなのであろうか。

本稿では、銀行業の寡占化が貸出供給量と金融政策にいかに影響するかを分析することで、銀行業の再編・統合に関する帰結を考察する。

まず銀行貸出市場は、独占的競争状態にあるものとして均衡の貸出供給量を導出する。この貸出供給量が、銀行業の再編・統合が進行することで、いかに変動するかを分析する。

次に中央銀行がコールレートを引上げれば貸出供給量は減少する。この減少幅に銀行業の再編・統合が如何なる影響を与えるかを導出する。例えば、銀行統合が、金利上昇による貸出供給量を大幅に減少させる要因ならば、銀行の統合は、金融政策の効果を拡大することになる。このような観点から金融政策と銀行業の再編・統合との関係を考察している。

また、銀行貸出市場に資金調達に関して制約のある銀行が存在すると想定する。この場合、銀行の再編・統合が貸出供給量や金融政策に関して与える影響には如何なるバリエーションがありうるのかを分析する。つまり、銀行業の再編・統合は、如何なる条件下で金融政策の有効性を高めるのか、又は抑制するのかを考察する。

上記の分析を通じて、銀行が再編・統合される状況下で、中央銀行が金融政策を実行する場合、銀行が直面している状況で何を考慮すべきかを提示いたしたい。

賃金方程式における労働需給の指標について

広島大学・千田　隆

[報告要旨]

近年、わが国の労働市場に関する諸指標は、労働市場の需給について、相異なった方向を示しているように思われる。すなわち、2006 年において、有効求人倍率は 1.06 倍でバブル期以来の逼迫した労働市場を示しているのに対して、失業率は 4.14%と改善はしているものの依然高止まりしたままである。賃金上昇率の説明力という点では、全標本期間においては有効求人倍率が優れているが、最近 20 年間においては失業率が優っている。本稿では、労働需給の指標として、有効求人倍率と失業率との主成分(Principal Components)に注目する。直近の主成分が需給均衡を示していることから、賃金の上昇が芳しくない理由として、需給ギャップがプラスでなく依然としてゼロ近傍であることが示唆される。

農工間資金移動の分析による中国の転換点の発生傾向の検証

広島大学大学院　奥田麻衣
広島大学　石田三樹
広島大学　越智泰樹

近年中国の経済規模が大幅に拡大しており、世界全体に与える影響も年を追うごとに大きくなっている。GDP も増加の一途を辿っており、2006 年度の GDP は実に 1980 年度の約 48 倍、1995 年度と比較しても 3 倍の規模であった。中国の GDP の推移を見てみると 1980 年代半ばから上昇を始め、1990 年代初頭から年を追うごとに増加している。また対前年比成長率の推移を見てみると 1980 年代の半ばまではほぼ安定して成長しているが、1988 年頃をさかいに成長の様子が一変していることが分かる。安定して成長を続けていた状態から、1988 年頃に一旦成長率が落ち込みそこから 1990 年代初頭に向けて対前年比ＧＤＰ成長率が 1991 年度 22.1%、1992 年度 34.0%、1993 年 36.0%と驚異的な増加を見せている。

一般的に、経済が発展する初期の段階ではなかなか実質賃金が上昇しない。これは農村に膨大な「過剰労働力」があり、都市の賃金が上昇すると彼らが都市に移動して賃金の上昇分を取り込んでしまうからである。中国はこの膨大な労働力を利用することによって工業化を進めており、またその安価な労働力の利用を目的に海外からの直接投資も増加してきた。

しかし、その一方で「中国で労働力が不足している」という記述を目にする機会が増えており、世界一人口の多いあの中国で労働力が不足している産業が増加しているという報告も見られる。

本稿では、出稼ぎ労働者の急増にも拘らず労働力の不足現象がおこっているという課題に対して、マクロデータを用い転換点の発生傾向を推計することを通じて中国の産業構造の変化が与えた影響を議論する。

議論の中心は次の４点である。第１に、加藤（1987）の推計によると約 1.5 億人の過剰労働力が存在し、近年の動向を見ても過剰労働力が減少している傾向は見受けられない。第 2 に、農業部門流出労働力と実質賃金から推計すると 1988 年に転換点が見られる。第 3 に、農工間の資金移動を推計すると、1988 年を境に農村から工業部門への資金流出が始まっている。中国の工業化に対し、農村余剰資金が与えた影響を検証する。日本の明治期には、鉄道・電話などの分野で農業部門からの融資が行われた。この農業部門から工業部門への融資が近代部門の成長を促したことが知られている。中国の工業化に対し、農村余剰資金が与えた影響を検証する。第４に、農林水産業に従事する労働者数の推移を検証し、省ごとに転換点を通過した時期を検証する。広大な土地を持つ中国では、省によって特徴が大きく異なるため省別、品目別で分析を行う。

アメリカにおけるクレジット・ユニオンの経営側面
――組合員利益をめざした金融活動――

大阪市立大学大学院　森中　由貴

現在から約 100 年前の 1909 年に初めてアメリカに誕生したクレジット・ユニオンは、自らの組合員に対して、商業銀行における預金に似たシェアを受け入れるとともに貸出を中心に行う協同組織形態の金融機関である。現在、アメリカでは、国民の 3 分の 1 以上がクレジット・ユニオンの組合員となっており、非常にポピュラーな金融機関の 1 つとなっている。クレジット・ユニオンの組合員となるためには、個々のクレジット・ユニオンが有するコモン・ボンドをともにすること、そして、最低限のシェアが必要とされる。そして、ひとたび組合員となると、そのシェア量や組合における仕事量に関係なく、1 人 1 票の投票権が与えられ、それをもって組合の経営に参加することができる。クレジット・ユニオンの目的は、貯蓄習慣がなく貨幣経済に不慣れな中低所得層の人々に倹約を浸透させ、将来的な目的・建設的な目的のために、金融サービスを利用する機会を平等に与えるということであり、また、そうした人々を高利貸しから守るということである。クレジット・ユニオンの経営は、助け合いの相互扶助の精神に基づき、多くのボランティア職員や無報酬の役員らによって経営がなされている。さらに、クレジット・ユニオンは、「共通の絆（コモン・ボンド)」という職場や団体、コミュニティなど共通の繋がりを基礎とする組織である。そして、このコモン・ボンドの存在こそが、他の金融組織と大きく異なる部分であり、クレジット・ユニオンをクレジット・ユニオンたらしめるものである。

本報告では、クレジット・ユニオンの分布傾向や商業銀行との比較を通じて、以下の 3 つを整理する。

1．アメリカのクレジット・ユニオンは、州認可と連邦認可という二元的な認可形態を有し、現在その数は連邦認可が多い。地理的分布では、クレジット・ユニオンと小規模商業銀行（コミュニティ・バンク）との間に明確な傾向が見られる。
2．1970 年代以降、クレジット・ユニオン数は、減少傾向にあるものの組合員数は継続的に増加している。規模を商業銀行と比較すると平均的に小規模であるが、その経営はより規模の大きい方がより安定的である。この規模の拡大で、クレジット・ユニオンは、組合員が必要とするサービスをさらに幅広く提供することを可能にしている。
3．クレジット・ユニオンは、自らを安定的に存続させ、組合員やコミュニティの立場に立って経営を行うことで、彼らに対するコミットメント（社会的役割・経済的役割）を守り続けている。

スロヴァキアと欧州通貨統合

西武文理大学　松澤祐介

1993 年、人口約 500 万の小国スロヴァキアが連邦国家であるチェコスロヴァキアから独立した。ソ連を中心とした旧コメコン諸国向け重工業に特化した同国の後進地域でもあり、同国の将来性は極めて悲観的であり、実際、ポピュリスト的な政権の下、市場経済への移行も進まず、スロヴァキアの評価は概して低かった。

しかし、1996 年頃から銀行危機を、また 1998 年には通貨危機を招き、従前の経済政策運営の失敗が明らかになり、折からの政権交替で、新政権が抜本的な財政改革、市場経済化政策を推進した。

これは同時期に始まった、EU 拡大プロセスに合わせたものでもあった。スロヴァキアは「機能する市場経済」を求める経済的基準のみならず、国内少数民族の扱いなどで政治的基準についても満たせず、加盟の第 1 候補からは外れていた。

これが市場経済化、財政改革への「バネ」ともなった。金融政策についてもスロヴァキア国立銀行は EU 加盟後を意識した金融政策運営スタンスをとり、金融危機後の通貨への信認崩壊を食い止め、裁量的な金融政策を経てインフレターゲティングを導入、インフレの抑制に成功した。財政改革とも相俟って、マクロ指標はマーストリヒト基準を満たし、旧社会主義圏ではスロヴェニアに次いで 2005 年に ERM□に参加、2008 年には、2009 年初からのユーロ導入が決定した。

また、中央銀行と政府が協調して、1998 年から銀行危機に抜本的に対処し、国内大手銀行を外資に売却するなどの改革を行った。

隣国チェコとの対比でも、一連の改革を大きな政治的、経済的混乱なく収束させた「市場経済移行」から「通貨統合」への過程のスロヴァキア国立銀行は、独立後の政策運営ノウハウが乏しい中で銀行監督の面では当初必ずしも成果を上げられなかったが、1998 年の通貨危機以降、裁量的な政策運営からインフレターゲティング導入を経て、政府とも協調した金融政策運営が独立後 15 年余りでユーロ導入にまで歩みを進めたことは高く評価されよう。

On Asian Monetary Union

広島大学大学院　TRAN THI VAN ANH

The paper examines five options to establish a monetary union among 15 countries in Asia Pacific region. For comparison purpose a group of American countries is also formed as a sixth option. The empirical results show that due to diverse economic circumstances of countries in the area, a practical approach would be to start with a smaller local subgroup. While from economical perspective, the East Asian countries are gradually becoming more integrated and can establish a monetary union as well as enjoy the benefits, the possibility for the whole region joining in one currency area is still week. Japan will be more beneficial to move with East Asian countries than to connect with more developed economies in the region.

Dynamic Effects of Changes in Exchange Rate System – From the Fixed Exchange Rate Regime to the Basket-peg or Floating Regime

Naoyuki Yoshino, Sahoko Kaji and Tamon Asonuma

この論文の目的は、固定相場制の国が、どのような動学的経路を通じてバスケット通貨制や固定相場制に変更していけばよいかについて論じたものである。

従来の多くの研究は、固定相場制・変動相場制・バスケット通貨制度などの制度を、比較静学で分析し、それぞれのメリット・デメリットを比較することが多かった。

しかし、中国などでは、固定相場制から徐々に通貨制度をバスケットへと変更してきている。

どのようなタイミングで、固定相場制を変更していくことがよいのか、どのような期間をかけて、固定相場から、バスケット通貨制あるいは為替制度へと変更していくことが望ましいのか、さらに、どのような通貨制度へと固定相場制から移していくことが望ましいのかについて分析を行う。

Abstract

The basket-peg and the floating are discussed to be two options of desirable regimes in East Asia. However, there still remains a question of how the countries, which adopt the *de facto* dollar-peg regime, shift to the desirable stable regimes. We attempt to compute the dynamic effect of shift from the dollar-peg regime to the basket-peg regime or to the floating regime and obtain the transition path for three transition policies.

We find that countries will be better off to shift to the basket-peg or floating regime in the long-run perspective. Furthermore, concerning the choices between gradual adjustment (policy (2)) or a sudden shift to the stable basket-peg regime (policy (3)), the longer the transition period of adjustments, the more benefits the country will gain from reaching stable regime at once. Finally, for the choice between a sudden shift to the basket-peg regime (policy (3)) and to the floating regime (policy (4)), our numerical analysis using Thai data shows that the country will be better off shifting to the basket-peg regime rather than the floating regime.

MONETARY INTEGRATION IN EAST ASIA: WHY DOES IT TAKE SO LONG?

Mariusz K. Krawczyk
Ryukoku University, Kyoto, Japan

Abstract

The launch of the economic and monetary union in Europe and the 1997 financial crisis that underscored the disadvantages of currently employed exchange rate regimes raised questions about the feasibility of a similar monetary unification project for East Asia. Being one of the most dynamically growing regions in the world, East Asia has the potential for a successful implementation of a monetary union. The paper examines why, despite of substantial political emphasis being placed on the issue of monetary integration, the progress to date is slower than it could be expected. The major finding is that, although East Asia may actually benefit from establishing its monetary union in the long run, a specific political culture that prevails in the region and misconceptions about the sequencing of the process make the East Asian monetary union a long and complicated task. Possible short and mid-term policy solutions follow.

共通論題
国際金融市場の変貌とアジア経済
概要

広島大学　小松正昭

１９８０年代半ば以降、東・東南アジア諸国（以下東アジア諸国）は急速に国際金融市場に組み込まれてきた。それに伴い、国際金融市場の変動は東アジア諸国の資本移動および国際収支構造に影響を与え、さらには国内金融部門や実体経済に大きな影響を与えている。その最も深刻な例が、１９９７年に発生したアジア金融危機である。今回の共通論題のテーマは、東アジア諸国の資本移動と国際収支がどのように変化しつつあるのかを踏まえ、それが国内金融部門にもたらす問題点を検討したした上で、国内金融部門の今後の課題を明らかにすることである。

パネルディスカッションの第１の論点は、マクロベースでの東アジア諸国の資本移動と国際収支構造の変化を分析し、その経済への影響を検討することである。アジア危機以降、東アジア諸国は経常収支を大幅黒字化させ、外貨準備の積み増しを進めている。サブプライムローン問題以降減速しつつある世界経済のもとでも、このような国際収支構造は継続するのであろうか。またそれは東アジア諸国経済にどのような影響を与えるのか。第２の論点は、マクロベースの国際収支構造と表裏をなすミクロ産業ベースでの資金調達構造を検討することである。マクロベースでは、金融危機以前には対外資金依存が急速に増大しているのに対して、ミクロ産業ベースでは、危機以前も以後も共に企業の外部資金依存度は増大していない。このギャップをどのように理解すべきなのか。それはアジア金融危機の原因と関わり合いがあるのだろうか。そして今後の経済発展を支える投資構造にどのような意味を持つのだろうか。第３の論点は、産業発展のための投資資金を、国内金融部門によっていかに効率的にファイナンスするかを検討することである。それが達成されれば、アジア金融危機の引き金となった海外資金依存による為替と期間のミスマッチは改善される。ここでは、東アジア地域における債券市場育成の取り組みとそれに対する日本政府の支援策を紹介し、その成果と制約要因を検討する。さらに、サブプライム問題などの国際金融市場の変化がアジア債券市場の発展にどのように影響を与えるのかも併せて検討したい。最後の論点は、金融部門の安定と発展を達成するための金融システム上の課題を検討することである。特に国際金融市場への包摂と国内金融市場の自由化が進む中では、外国資本・外国投資家要因とその役割を金融システムにいかに組み込むのか、また市場型金融へいかにスムーズにシフトするのかといった課題が重要となる。

以上の論点を踏まえ、今後の東アジア諸国の国際収支構造と金融部門の課題を議論する予定である。

アジアにおける新しい開発金融システムの形成と外国資本･投資家の役割

一橋大学経済学部　奥田英信

最近のアジア諸国を取り巻く金融環境は、大きな変化を見せている。その中心は、アジア金融市場のグローバル金融市場への包摂と、それに伴って各国･地域の金融市場において発生している海外要因（foreign factors）に起因する多様な軋轢である。海外要因の中には、金融規制・会計基準の国際標準化や国際資金移動の拡大など従来の自由化の展開の中に位置付けられるものもあるが、国際投資ファンド･国家投資ファンドに代表される異質なプレーヤーの顕在化も含まれている。

本報告では、外国要因がアジア諸国の経済発展に果たしうる貢献は何なのか、その今日的な意義は何処にあるのかという視点から、アジアにおける新たな開発金融システムの形成への動きを整理してみたい。特に、アジア危機後に機能変化が明らかになってきた各国の銀行部門と、発展を期待されながら依然として伸び悩んでいる株式･債券市場について、外国資本･外国投資家が果たしうる役割について検討する。

報告では、以下の４つの側面について触れたい。第１は、「グローバル化への対応力の強化」という側面である。一層のグローバル化の中で、アジア各国は産業構造の高度化を進めなければならないが、外国資本の活用が、引き続き経済発展のポイントである。ただし、製造業からサービス業への直接投資のシフト、アウトソーシング型直接投資の拡大といった新傾向に注目する必要がある。

第２は、「市場型金融へのシフト」という側面である。アジア各国は、今後、市場をより重視したシステムへの転換が必要であり、法制度･金融規制の近代化によって金融機関と企業の行動を先進国のベスト･プラクティスに転換することが求められる。市場に不慣れな家計への過度のリスク移転を防止しつつ銀行の情報生産を活用する方法として、「市場型間接金融」の具体化が求められる。

第３は、「情報生産とリスク配分」という側面である。アジア各国の金融セクターの対外開放によって、情報生産の内外分業化と国際的なリスク配分が進んでいる。内外金融市場の分業や、国内金融機関と海外金融機関の競合と補完といった従来からの要素だけでなく、政府ファンドやイスラム金融といった新しい要素についても、その役割が注目される。

第４は、「海外民間資金の適切なコントロール」という側面である。新たな経済環境の下で、マクロ経済安定と金融市場整備とのバランスをどう取るのかが益々重要になっている。マクロ経済安定を維持しつつ国内の長短金融市場・為替（先物）市場の整備をどう進めるか、更に資本流出入規制のあり方や為替制度の選択も視野に入れた議論が必要になる。

アジア債券市場育成イニシアティブへの取り組み

日本政策金融公庫国際協力銀行　西沢利郎

アジアでは、1997 年に発生した通貨危機の経験を踏まえ、金融における通貨・期間のダブルミスマッチを緩和することによってリスクを軽減すると共に、域内の潤沢な貯蓄を域内の中長期の投資に結びつけるため、金融仲介機能を拡充・深化させることが求められている。こうした政策課題に沿って、ASEAN＋3（日中韓）諸国の財務省・中央銀行は、2002 年 12 月の非公式セッションで日本政府が「アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）」を提唱して以来、アジアにおける債券市場育成へ向けた包括的な取り組みを続けている。

このような背景のもと、国際協力銀行（JBIC）は、日本政府の対外経済政策の一翼を担う政策金融機関として、アジアの現地通貨建て債券の発行、日系企業が発行する現地通貨建て債券やクロスボーダーの債券担保証券（汎アジアボンド）への保証供与などを実現し、アジアの債券市場育成に貢献している。今後の可能性としては、域内公的輸出信用機関との連携による債券担保証券（CBO）構想の具体化、インフラ整備資金の調達に資する新たな債券の開発、イスラム債市場の育成などが考えられる。

アジア債券市場の育成には、市場インフラ整備への取り組みに加え、新しい商品の開発によって、発行体の資金調達ニーズに応え、投資家にとっての資産運用の選択肢を増やす努力が求められる。また、政策形成・公的支援を行う「官」と市場の担い手である「民」との間で情報・認識の共有や実務的な協力を推進することが重要である。

※ サブプライム問題のインプリケーションやグローバルな資本の動きなど、国際金融市場の動きと絡めた議論も盛り込む予定。

新興市場経済をめぐる国際資本移動の変容

アジア経済研究所　国宗浩三

IMF（2007[1]）によると、新興市場諸国への民間資本流入には、１９９０年代前半の第一のブームと、２００２年から始まる第二のブームが見られる。新興市場諸国への民間資本の流入をＧＤＰ比率で見ると、８０年代後半には、わずかにマイナスで、ほぼ０％であったが、９０年代に入って急拡大し、９５年に３％を超える水準となった（第一のピーク）。しかし、アジア通貨危機を受けて９８年には１％未満の水準まで急落している。その後、２００２年を底に再び急拡大している。第一のブームは東アジア、ロシア、ブラジルなどにおける通貨危機の発生により終息したが、今回のブームがサブプライムローン問題などの先進国における金融危機のせいで終息に向かうかどうかは、まだ分からない。

この二つのブームには、いくつかの興味深い差異が存在している。今回のブームは、

１，全般的に良好な経常収支の状況と資本流入が並立している

２，外貨準備の顕著な増大を伴っている

３，資本の流入だけでなく、新興市場諸国側からの対外投資の流れも伴っている

４，流入資本の構成としては、直接投資の比重が高い

５，流入対象となる国の広がりも大きい

といった点において、第一のブームとは異なる。

ただし、今回のブームにおいては、地域的な差異も大きく、上述の特徴が典型的に当てはまる地域は、アジア地域およびラテンアメリカ地域である。とくに、これらの地域では、資本の流入に見合う規模の資本流出も起こっており、その結果、ネットの金融収支は、ほぼ均衡している。これに対して、それ以外の地域（中・東欧諸国、CIS 諸国、トルコ、南アフリカなどが含まれる）では、

１，資本の流入が超過しており、ネットの金融収支は黒字（資本流入超過）

２，経常収支は赤字傾向であるが、金融収支の黒字によって十分にファイナンスされている。これらはすべて、過去の資本流入においても典型的に見られるような特徴であり、（全般的な傾向に見られるような）違和感はない。

以上のように一部地域には当てはまらないものの、「良好な経常収支」に加えて「金融収支がほぼ均衡」しているという特徴が、今回の資本流入の注目すべき特徴であるが、その結果、いくつかの新興市場国は、資本の輸入国ではなく資本輸出国となっている。

これは、外貨準備の蓄積という面でも顕著な変化をもたらしている。世界全体の外貨準備保有残高は１９９０年から２００６年の間に１０倍以上に膨れあがっているが、その中で途上国が占めるシェアは約４割から約７割へと大きく増大している。

このように途上国、とりわけ新興市場経済を巡る国際資本移動は大きく変動しており、今後も、その動向からは目が離せない。

---

[1] IMF, 2007, World Economic Outlook, September

アジアの産業成長と海外資金、金融危機
－マクロの観点とミクロの観点の不整合について－

神戸大学　三重野文晴

アジア金融協力の基調は、域内の高い貯蓄を踏まえて、資金供給の経路を、短期性の海外資金に依存するものから、域内の貯蓄によるより長期のものへシフトさせることにあった。当然のことながら、この取り組みは、90 年代における銀行借入、ポートフォリオ投資といった海外資金の急激で過度な流入が、域内の経済に大きな攪乱をもたらしたという認識が基礎となっている。実際、90 年代半ばに国際金融・マクロ経済面で生じた深刻な不均衡は今となってはあまりに明らかである。

しかし、金融危機を挟むより長期の視点から、アジアの経済成長を支えた肝心の設備投資の資金需要がどのように満たされてきたかに目を向けてみると、意外なことに、アジア地域の企業は外部金融への依存度が極めて低く、また通念とは異なって、危機の直前に、海外資金の流入に対応して企業の負債比率が急上昇したという事実は、韓国を除けば、はっきり見出されてはいない。たとえば、タイでは上場企業の負債比率および銀行借入・総資産比率はそれぞれ５５％、２３％程度であり、マレーシアではそれより遙かに低い水準に留まっている。そして、こうした外部金融への依存の低さは危機前の９０年代初頭から現在までの間ほとんど変化していない。

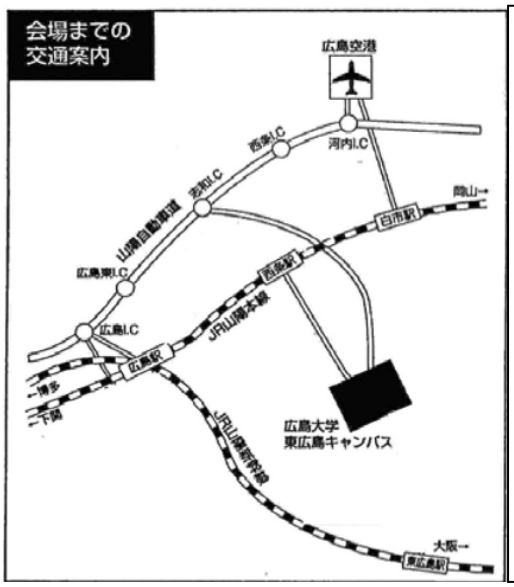
報告では、マクロ面におけるこの地域の国際金融市場への依存と、ミクロ面におけるこのような外部金融への依存の低さというギャップをどのように理解すべきかについて論じる。タイ、マレーシアを中心に東南アジア諸国を事例として取り上げる。

ここで重要なポイントとなるのは、東南アジア諸国の経済発展が、先進工業国とアジア NIES からの直接投資による技術・資本の導入によって果たされてきたために、海外資金のフォーマルな受け皿となってきた国内の金融システムと、工業化を主導してきた製造業部門の間に資金チャンネルのリンケージが十分に確立されていないという事実である。

端的な例をあげれば、タイにおける非金融部門の主要企業約 1200 社のうち、証券市場に参加している上場（公開）企業の数はわずか全体の２２．５%に過ぎない。タイへの海外からのポートフォリオ投資は、近年急拡大しているが、それらはこれらの限られた階層の企業に向かっているに過ぎないことになる。一方で、企業数の７７．５%を占める非上場企業のうちの約３０%が、外資出資比率が過半を超える直接投資型の外資系企業である（うち１５%程度が出資比率９５%を超える外国企業の現地法人）。これらの企業は自己金融に資金調達を強く依存し、一部は親子ローンといったインフォーマルな海外資金の取引を活発に行っている。

このようなアジアにおける工業化の資金チャンネルの特殊性が、社債市場の育成や、商業銀行の金融仲介能力といった現在のアジアの金融システムの主要な問題、さらには持続する経常収支黒字、積み上がる外貨準備といった国際収支上の近年の構造とどのように関係しているのか、仮説的な提示を試みたい。

広島大学アクセスマップ



大会会場（広島大学東広島キャンパス）

○ JR 山陽本線を利用する場合

JR 西条駅前からバス「広島大学」行に乗り、「広大西口」バス停で下車します。

（所要時間は約 20 分）

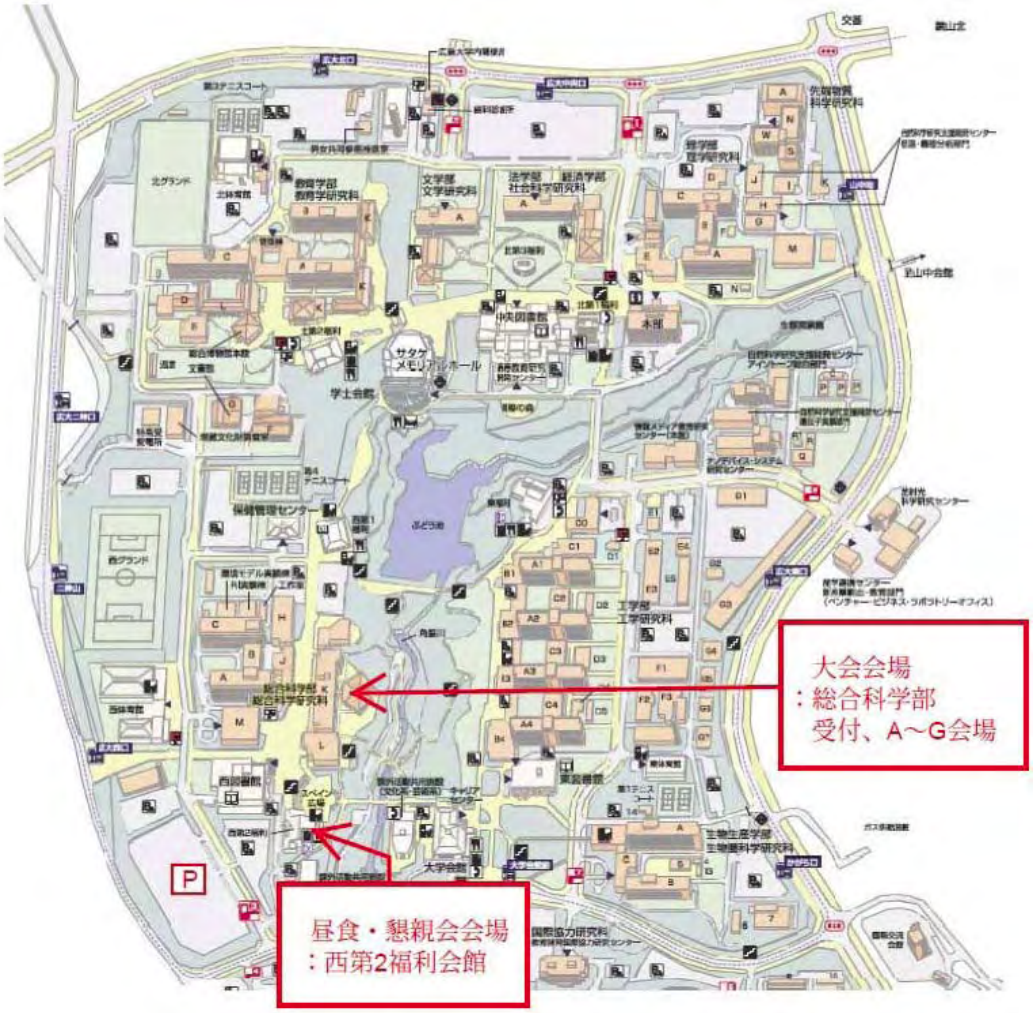
○ 山陽新幹線を利用する場合

東広島駅発「広島大学」行のバスは日祝運休です。

タクシーを利用する場合、約 2000 円です。

○ タクシーを利用する場合

「広島大学総合科学部まで」とお伝えください。

○ JR・バス時刻表

http://www.eco.hiroshima-u.ac.jp/timetable/index.html