# 金融省会会张

2011 年度

# 日本金融学会春季大会

研究報告概要

期 日 2011年5月28日(土)・5月29日(日)

会 場 明治大学駿河台キャンパス

(〒101-8301 東京都千代田区神田駿河台1-1) 最寄り駅と所要時間:

JR「御茶の水」駅、東京メトロ丸ノ内線「御茶ノ水」駅、徒歩5分。 東京メトロ千代田線「新御茶ノ水」駅、徒歩5分。 都営地下鉄新宿線・三田線「神保町」駅、徒歩5分。 東京メトロ半蔵門線「神保町」駅、徒歩5分。

連絡先 日本金融学会 2011 年度春季大会準備委員会

〒101-8301 東京都千代田区神田駿河台 1-1 研究棟1106号室気付

TEL: (当日)080-3120-1804 (大会実行委員長渡辺の携帯電話)

 $E\text{-mail}: jsme11\_5@meiji.ac.jp$ 

#### お知らせ

○大会参加費:無料とします。

〇懇 親 会 : 5月28日(土)18時00分より、明治大学駿河台キャンパス・リバティタワー23階岸本辰雄ホールにて行います。ぜひご参加ください。

参加を希望される方は、8親会費 (4,500円) を同封したゆうちょ銀行振替用紙を用いて、下記口座に5月6日(金)までに</u>お振り込み

下さい。

口座番号:00150-8-358403

加入者名:日本金融学会

なお、5月7日以降および当日お支払いの場合には5,000円を頂戴致

します。

○昼 食 : 駿河台キャンパスの周囲には数多くの飲食店やレストランがあ

りますので、ご利用下さい。

なお、日曜・休日は閉店する飲食店が多いので、ご注意のほど よろしくお願い申し上げます。日曜日については駅周辺の飲食

店をご利用されることをお勧めいたします。

**ご 注 意** : <u>懇親会費をお振込みになられた方は、同封のハガキに必要事項を</u> ご記入の上、必ずご返送下さい。このハガキを返送せずに、振込

のみをされた場合には、懇親会へのご参加ができない場合がございますので、ご注意ください。

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

○アクセス:会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。

駐車場の用意はしておりません。 公共交通機関をご利用下さい。

○セッション:自由論題の各報告は、報告者の報告時間25分、コメント10分、質 疑応答10分の合計45分となります。パワーポイントをご利用の方 は、セッションの円滑な進行のため、セッションの10分前までに 会場備え付けのパソコンにコピーして下さい。セッションの円滑

な進行にご協力をお願い申し上げます。

また、開始時間は5月28日(土)は10時、29日(日)は9時30分です。

- ○宿泊施設:各自で手配願います。
- ○その他:
  - 当日のコピー・サービスは一切行いません(当日配布される資料については、 各自で事前にご準備下さい)。
  - 大会準備委員会の方針として、出席者名簿の配布は致しません。
  - 本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。ホームページには要旨集のみ掲載致します。
  - 要旨集の印刷配布は行われません。ホームページから必要とされる要旨を ダウンロードしてご利用ください。

# 日本金融学会 2011 年度春季大会 プログラム

# 第1日5月28日(土)

受付開始 明治大学駿河台キャンパス (リバティタワー) 正面玄関 9:30~

1. 金融史パネル <10:00~12:15> 英語報告

#### A 会場 1093 教室

テーマ: Exploring the Bank Supervision and Prudential Policy: Historical Experiences in Sweden, Japan and Thailand

Chair Meiji University Isao Suto

(1) Drivers of Organizational Change: Banking Supervision in Sweden between 1868 – 1991

Presenter Linköping University Mikael Wendschlag

(2) The Origin of Prudential Supervision in Japanese Banking, 1857-1936

Presenter Yokohama National University Eiji Hotori

(3) Why did the Prudential Policy in Thailand during 1985-1997 Lead to the Financial Destabilization?

Presenter Tokai University Koji Fuda

Discussant Tokyo Metropolitan University Kazuhiko Yago

#### 2. 特別セッション <10:00~12:15>

#### B 会場 1094 教室

テーマ:「グローバル・クライシスと金融政策」

座長 中央大学 浅 田 統一郎 氏

(1) グローバル・クライシスと国際金融ガバナンス――FSF(金融安定化フォーラム)改 組の意味するもの

報告者 国士舘大学 野 下 保 利 氏 討論者 二松學舎大学 渡 辺 和 則 氏

(2) 金融規制――今次金融危機を受けた新しい視点を中心に

 報告者
 日本銀行 服 部 正 純 氏

 討論者
 新潟大学 伊 藤 隆 康 氏

(3) 国債累積と財政金融政策のマクロ動学――不適切なポリシー・ミックスについて

報告者 中央大学 浅 田 統一郎 氏

討論者 日本銀行 高 橋 亘 氏

3. 自由論題 <10:00~12:15>

C 会場 1096 教室

セッション:為替レート

座長 広島大学 矢 野 順 治 氏

(1) Market Share and Exchange Rate Pass-through: Competition among Exporters of the Same Nationality

報告者 九州産業大学 吉 田 裕 司 氏

討論者 同志社大学 五百旗頭 真吾 氏

(2) Revisiting the J-Curve for Japan

報告者 福島大学 大 野 正 智 氏

早稲田大学 朴 相 俊 氏

討論者 関西大学 高 屋 定 美 氏

#### D 会場 1105 教室

#### セッション:金融機関・金融システム

座長 中央大学 黒 田 巌 氏

(1) Could Prefectural Banks Modeled on the Bank of North Dakota Aid Regional Economic Growth in Japan?

報告者 麻布大学 Patrick Collins 氏

討論者 日本大学 宅 和 公 志 氏

(2) 自己資本比率が銀行の超過準備預金保有に与えた影響

報告者 一橋大学 長 田 健 氏

討論者 慶應義塾大学 金 子 隆 氏

(3) 中央銀行の決済システム・ガバナンス

報告者 明治大学 折 谷 吉 治 氏

討論者 文京学院大学 絹 川 直 良 氏

#### E 会場 1106 教室

### セッション:コーポレートファイナンス&ファイナンス

座長 上智大学 竹 田 陽 介 氏

(1) 株式分割バブルとライブドア・ショック

報告者 大阪大学大学院 高 阪 勇 毅 氏

討論者 大東文化大学 郡 司 大 志 氏

(2) Bank-Dependence and Financial Constraints on Investment: Evidence from the Corporate Bond Market Paralysis in Japan

報告者 一橋大学大学院 内 野 泰 助 氏

討論者 学習院大学 細 野 薫 氏

(3) IPO 企業の調達資金の使途に関する研究

報告者 一橋大学 小 西 大 氏

一橋大学大学院 中 嶋 幹 氏

討論者 神戸大学 鈴 木 健 嗣 氏

#### 4. 昼食 <12:15~13:30>

### 5. 中央銀行パネル <13:30~15:45>

#### F 会場 1013 教室

テーマ:「物価と中央銀行――日本の長期デフレと金融政策」

座長 一橋大学 塩 路 悦 朗 氏

(1) 長期デフレ——bad luck, bad practice, or bad policy?

報告者 日本銀行 関 根 敏 隆 氏

(2) 家計別消費者物価指数と金融政策

報告者 一橋大学 北 村 行 伸 氏

(3) アグレッシブな金融政策の副作用

報告者 BNPパリバ 河 野 龍 太 郎 氏

6. 自由論題<13:30~15:45>

#### A 会場 1093 教室

セッション:経常収支

座長 神戸大学 藤 田 誠 一 氏

(1) The Japanese Current Account: Why It Still Remains High

報告者 東京大学大学院 山 田 潤 司 氏

日本大学 宮 澤 健 介 氏

討論者 神戸大学 松 林 洋 一 氏

(2) アジア通貨危機と貿易収支の反転—金融システムの不安定化による"Investment Drought"の影響

報告者 (財) 関西社会経済研究所 山 本 周 吾 氏

討論者 東京経済大学 熊 本 方 雄 氏

(3) 米国の経常収支不均衡の趨勢的シフトとその要因

報告者 龍谷大学 竹 中 正 治 氏

討論者 神戸大学 岩 壷 健 太 郎 氏

#### B 会場 1094 教室

セッション:金融の実証

座長 東京大学 福 田 慎 一 氏

(1) ミクロデータを用いた小額決済手段の選択要因に関する実証分析

報告者 九州大学 中田真佐男氏

討論者 日本銀行 粕 谷 宗 久 氏

(2) ダイナミック・ファクター・モデルによる国内金融市場統合の分析

報告者 筑波大学 永 易 淳 氏

討論者 東京大学 加 納 隆 氏

(3) Breakdown of Interbank Market: The Japanese Banking Crisis of 1997-98

報告者 大阪経済大学 秋 吉 史 夫 氏

討論者 一橋大学 小 西 大 氏

#### C 会場 1096 教室

セッション:地域金融

座長 近畿大学 安孫子 勇 一 氏

(1) 地域銀行の営業地盤と収益性の分析

報告者 関西外国語大学 堀 江 康 熙 氏

討論者 同志社大学 野 間 敏 克 氏

(2) Lending Technologies and Soft Information Management: Evidence from Japanese Regional Banks

報告者 神戸大学大学院 中 岡 孝 剛 氏

神戸大学 與三野 禎 倫 氏

討論者 立命館大学 小 倉 義 明 氏

(3) 窮境下にある企業に対する企業銀行間関係

一一愛知、長野両県の各30社の倒産企業の分析を通して

報告者 信州大学 青 木 達 彦 氏

学校法人未来学舎 片 瀬 拓 弥 氏

討論者 大阪大学 筒 井 義 郎 氏

#### D 会場 1105 教室

セッション:各国の金融

座長 九州大学 川 波 洋 一 氏

(1) GCC 諸国におけるイスラム銀行業の費用効率性

報告者 国際協力機構 上 山 一 氏

討論者 アジア経済研究所 齋藤 純氏

(2) リレーションシップバンキングの結果メインストリートの銀行破綻が増大したのか?

報告者 茨城大学 内 田 聡 氏

討論者 神奈川大学 数 阪 孝 志 氏

(3) インドの資本自由化と規制——金融市場における有効性

報告者 愛媛大学 大 田 英 明 氏

討論者 一橋大学 奥 田 英 信 氏

#### E 会場 1106 教室

セッション:ファイナンス

座長 一橋大学 三 隅 隆 司 氏

(1) 金融危機と日中ボラティリティ――日米中株式市場の比較分析

報告者 对外経済貿易大学 西 村 友 作 氏

大阪大学 筒 井 義 郎 氏

関西学院大学 平山 健二郎 氏

討論者 神戸大学 岩 壷 健 太 郎 氏

(2) 日本の銀行部門におけるポートフォリオ選択行動について——GARCH モデルを用いた実証分析

報告者 財務省財務総合政策研究所 石 川 大 輔 氏

討論者 立命館大学 播磨谷 浩 三 氏

(3) 消費者金融会社による銀行提携と経営破綻——株式市場のイベント・スタディと倒産 確率モデルによる評価

報告者 武蔵大学 茶 野 努 氏

武蔵大学大学院 芳 野 哲 也 氏

討論者 東京経済大学 安 田 行 宏 氏

7. 特別講演 I <16:00~17:00> F 会場 1013 教室

座長 日本金融学会会長 藤 原 秀 夫 氏 講演者 日本銀行総裁 白 川 方 明 氏

演題:「通貨、国債、中央銀行」

- 8. 会員総会 <17:10~17:50> F 会場 1013 教室
- 9. 懇親会 <18:00~20:00> リバティタワー23階 岸本辰雄ホール

# 第2日 5月29日(日)

#### 受付開始 明治大学駿河台キャンパス (リバティタワー) 正面玄関 9:00~

10. 国際金融パネル <9:30~11:45>

A 会場 1093 教室

テーマ「日本企業の海外戦略と為替戦略」

座長 横浜国立大学 佐 藤 清 隆 氏

(1) 日本企業のインボイス通貨選択と為替リスク管理

報告者 専修大学 清 水 順 子 氏

(2) 為替変動と国際的生産ネットワーク

報告者 慶應義塾大学 木 村 福 成 氏

(3) ホンダの海外展開の考え方と為替変動への対応

報告者 本田技研工業株式会社 村 岡 直 人 氏

討論者 東京大学 伊藤隆敏氏

討論者 経済産業研究所 森 川 正 之 氏

11. 自由論題 <9:30~11:45>

B 会場 1094 教室

セッション:金融理論

座長 名古屋大学 家 森 信 善 氏

(1) Keynes「確率」の特殊性に関する考察

報告者 東京学芸大学 高 藪 学 氏

討論者 信州大学 青 木 達 彦 氏

(2) Financial Institution, Asset Bubbles and Economic Performance

報告者 東京大学 平 野 智 裕 氏

東京大学 柳川 範之氏

討論者 横浜国立大学 秋 山 太 郎 氏

(3) Economic Boom and Bust Originating from Expectation Errors in the Credit Market

報告者 明治大学 福 田 慎 氏

明治大学 溜 川 健 一 氏

討論者 広島大学 矢 野 順 治 氏

C 会場 1096 教室 セッション:金融史

座長 麗澤大学 佐 藤 政 則 氏

(1) ペイオフ発動の歴史的意義

報告者 横浜国立大学 高 橋 正 彦 氏

討論者 早稲田大学 西 村 吉 正 氏

(2) 価値評価基準としての収益力の普及と定着——1930-40 年代の米国財務論との関連に おいて

報告者 九州大学 宇 土 至 心 氏計論者 国士舘大学 野 下 保 利 氏

(3) Who Was the Chief Executive of the Federal Reserve Bank, Chairman of the Board of Directors or Governor before the Great Depression?

報告者 明治大学 須 藤 功 氏

討論者 北海学園大学 小 林 真 之 氏

D 会場 1105 教室

セッション:金融政策

座長 神戸大学 地 主 敏 樹 氏

(1) Optimal Monetary Policy and Nominal Exchange Rate Volatility under Local Currency Pricing

報告者 千葉経済大学 岡 野 衛 士 氏

討論者 東京大学 加 納 隆 氏

(2) Tobin's Q Channel and Monetary Policy under Imperfect Exchange Rate Pass-Through

報告者 岡山商科大学 井 田 大 輔 氏

討論者 一橋大学 塩 路 悦 朗 氏

(3) The Expectation of Monetary Policy and Long Term Interest Rates in Australia

報告者 新潟大学 伊藤隆康氏 計論者 愛知大学 栗原 裕氏

E 会場 1106 教室

セッション:国際通貨

座長 一橋大学 小 川 英 治 氏

(1) 国際通貨ドルに対する信認と政策問題

報告者 ノースアジア大学 前 田 直 哉 氏

松山大学 西 尾 圭一郎 氏

討論者 名古屋大学 金 井 雄 一 氏

(2) GCC 通貨統合と最適通貨圏論

報告者 國學院大學大学院 木 村 秀 史 氏

討論者 立命館大学 西 村 陽 造 氏

- 12. 昼食 <11:45~12:50>
- 13. 特別講演Ⅱ <12:50~13:50> F 会場 1013 教室

座長 一橋大学 清 水 啓 典 氏

講演者 ハーバード大学教授 Benjamin M.Friedman 氏

演題: The Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?

14. 共通論題 <14:00~17:00> F 会場 1013 教室

テーマ:アジアの成長と国際的金融規制

座長 一橋大学 清 水 啓 典 氏

(1) アジアの経済成長を支える金融規制とは?

報告者 みずほ総合研究所 杉 浦 哲 朗 氏

(2) Domestic Financial Market Development in Asia and the Role of Sterilization

報告者 Invesco Asset Management Limited John Greenwood 氏

(3) 国際的金融規制のアジアへの適用について

報告者 野村資本市場研究所 淵 田 康 之 氏

(4) グローバル金融危機と規制の再設計

報告者 一橋大学 佐 藤 隆 文 氏

15. 閉会挨拶

大会実行委員長 明治大学 渡 辺 良 夫 氏

#### (プログラム委員会)

浅田 統一郎 (中央大学) 安孫子 勇一(近畿大学) 小川英治(一橋大学) 伊藤隆康(新潟大学) 折 谷 吉 治 (明治大学) 勝 悦子(明治大学) 川波洋一(九州大学) 金 子 邦 彦 (明治大学) 栗原裕(愛知大学) 北 岡 孝 義 (明治大学) 佐藤清隆(横浜国立大学) 黒 田 巌 (中央大学) 佐藤政則(麗澤大学) 清水啓典(一橋大学) 高 浜 光 信 (明治大学) 鈴木和志(明治大学) 地主 敏樹(神戸大学) 竹 田 陽 介(上智大学) 福 田 慎 一 (東京大学) 藤 田 誠 一(神戸大学) 邊 英治(横浜国立大学) 藤原秀夫(同志社大学) 矢 野 順 治 (広島大学) 三隅隆司(一橋大学) 家森信善(名古屋大学) 渡辺良夫(明治大学)

#### 〈準備委員会〉

〈金融史パネル〉

# テーマ: Exploring the Bank Supervision and Prudentail Policy: Historical Experiences in Sweden, Japan and Thailand

Yokohama National University Eiji Hotori

#### (Purpose of the panel session)

After the failure of Lehman Brothers in 2008, the reform of the financial regulation & supervision becomes a hot issue in the research field of banking & finance. So far, the fiscal policy has played the principal role as a short-term countermeasure. The long-term countermeasures including the reform of the financial regulation & supervision are still under discussion, though the strengthening of capital requirements "Basel 3" is expected to be the first step towards better regulation & supervision.

In the financial history research field, the history of financial regulation & supervision is attracting more interests. The conference "Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience," held at Bank of Italy in 2009, traced the history of financial regulation & supervision in several Euro-American countries and thereby tried to search the pattern of regulatory response to financial crisis and contribute to the current argument of re-designing the financial regulation & supervision. In the summary of Gigliobianco, the conclusions of the conference are as follows: (1) After severe crises, strong regulations are introduced in many cases; (2) By diagnostic errors, regulatory response is not always appropriate; (3) Cycles do exist in regulation, reflecting the financial innovation and the changing economic ideas.

The argument of the conference, however, left a space to be completed, for it's missing a viewpoint of the economic stage. Now the G20 is facing the conflict of interest among nations containing various economic stages. In association with such a situation, we select three countries with different economic stages — Sweden, Japan and Thailand — which weren't featured in the conference. Sweden is a developed country and has already had the formal organization of bank supervision at the Ministry of Finance since 1868. Prewar Japan was a mid-developed country and had a unique experience in making the prudential supervision, which was the mixture of various Euro-American countries' systems. Thailand is one of the influential developing countries, and was the source of the Asian financial crisis in spite of some strict reforms of prudential policy in 1985. Tracing these countries' historical experiences, we will clarify the role and feature of the bank supervision and prudential policy in each country and hopefully contribute to the current argument.

〈金融史パネル〉

# Drivers of Organizational Change: Banking Supervision in Sweden between 1868 – 1991

Linköping University Mikael Wendschlag

Formal supervision of banks has a relatively long history in Sweden. Although the King had a representative in the board of the very first bank in Sweden, the so called Palmstruch Bank of 1657-64, the formalization of state level supervision can be said to have begun in 1868 when a civil servant of the Ministry of Finance was formally assigned the objective of handling bank matters such as charter applications, data collection etc. Over time the organisation around this new profession developed and this article concerns itself with the organisational changes of bank supervision that occurred after 1868.

A key purpose of this article is to introduce empirical data on organisational features of the Swedish banking supervision between 1868 and 1991, covering size of budget and staff as well as organisational charts and of the formal changes in jurisdiction over time. The organisational information will then be related to existing research on potential "drivers" of organisational change such as Swedish financial crises, shifts in financial/regulatory regimes and of financial market development in terms of scale and scope. The article thus intends to contribute with the Swedish case to a growing international research field concerned with the history of financial supervision and regulation and the pursuit of explanations to their changes.

The preliminary findings are that, as in many other countries, major changes in Swedish financial regulation have occurred in connection with financial crises. Changes in the financial supervision however have occurred in a more piecemeal fashion and less directly (or exclusively) related to crises, and somewhat more related to market changes. Shifts in financial regimes may explain something about the rate of organisational change, and the shift from sector- to function based supervision in the 1990s may be attributed to an international theoretical debate about the most suitable organisation of financial supervision as an additional "driver" of change.

〈金融史パネル〉

#### The Origin of Prudential Supervision in Japanese Banking, 1857-1936

Yokohama National University Eiji Hotori

As is well known, pre-war Japan had undergone rapid economic development. For creating modernization funds, the banking system was introduced from abroad with special reference to Euro-American system. Eventually, the Japanese banking came to be characterized as interlocking directorate system. In these circumstances, how the Japanese prudential supervision system had been formed? By tracing the birth process of prudential supervision in prewar Japan, we will contribute to clarify the characteristics of bank supervision in mid-developed countries. Specifically, the agenda is the following three points.

First, the institutional origins of Japanese prudential supervision. As the institutional model of Japanese modern banking was the U.S. National Banking system, the institutional model of Japanese bank examination system was the bank examination system by the U.S. Office of the Comptroller of the Currency (OCC). However, previous studies were hard to paint a precise picture of the bank examination by the OCC in the mid-19th century. We clarify this point by analyzing the historical materials of the bank examination in 1868 for the eighth national bank of New York.

Second, we focus on Alexander A. Shand — the Scottish coach for modernization of Japanese banking hired by Meiji government. Britain was famous as the principle of the commercial banking, but nonetheless, the contents of his teaching were quite different from the principle. Searching for the model of Shand's banking principle, we analyze the archival document of 1859 owned by University of Glasgow's Special Collections Department.

Third, the shaping process of prudential supervision in prewar Japan. Reflecting the immaturity of the bank management, the main role of the bank examination by the Ministry of Finance in the 1870s was guidance and coaching: distinction between deposit and capital, enhancement of corporate governance, compliance of rules, etc. The banking supervision at that time was still staying in the primitive stage. We trace the evolving process from the banking supervision into the prudential supervision, by especially focusing on the epoch-making reforms in 1915, 1927 and 1935.

# Why did the prudential policy in Thailand during 1985-1997 lead to the financial destabilization?

Tokai University Koji Fuda

A landmark reform of the prudential policy in Thailand started in 1985. However, the new policy led to the financial destabilization in 1997. This paper aims to reveal the mechanism of how the policy resulted in unexpected outcomes and thereby to demonstrate the role and features of the prudential policy in Thailand.

According to this paper, the prudential policy in Thailand is considered characteristic in the following respects. Firstly, the Bank of Thailand (BOT) is the major enforcing agency of prudential policy in Thailand. After three laws (Bank of Thailand Act, Commercial Banking Act, Act on the Undertaking of Finance Business, Securities Business and Credit Foncier Business) were revised in 1985, BOT became the supervisor and de facto regulator for private financial institutions. Secondly, while pursuing prudential policy, BOT had to take commercial banks into consideration in order to obtain their cooperation in implementing monetary policy for national economic growth. This is one of the reasons why BOT did not enforce strict rules against the financial companies related to commercial banks. Thirdly, the prudential policy had been pursued to maintain the credibility of the domestic financial market, especially in the eyes of foreign investors. Prior to the economic bubble bursting in 1996, the purpose was to attract international funds to underpin national economic growth. After 1996 BOT attempted to stop the outflow of international short-term funds. For instance, BOT did not order capital reductions for insolvent banks.

The first feature of the prudential policy is peculiar to Thailand. The second and third ones are unique to developing countries where financial authorities tend to pursue economic growth rather than financial stability. These features prevented BOT from enforcing strict rules against financial institutions, and thereby led to the severe destabilization of the financial system in Thailand in 1997.

#### テーマ:グローバル・クライシスと金融政策

#### 〈セッションの趣旨〉

グローバル経済は、第2次世界大戦後、最も深刻なグローバル・クライシスに直面している。まずアメリカのサブプライム・ローン市場の瓦解に端を発し、次いで金融恐慌がリーマン・ブラザーズの破綻でピークに達したあと、世界経済はグローバル不況に陥った。

1980 年代における新しい古典派(New Classicals)と新しいケインジアン(New Keynesians)との論争を通じて、多くの経済学者は中央銀行の主要な目標が物価の安定であることで意見の一致をみた。現在では多くの中央銀行は、マネタリー・ターゲティング型の金融政策を放棄し、インフレ・ターゲティング型の金利政策を採用するようになった。こうしたインフレ・ターゲティング型の金利政策は、金融政策のニュー・コンセンサスを形成するようになった。しかし、今回のグローバル金融危機の発生は、アメリカにおけるIT バブルおよび住宅価格バブルを引き起こした低金利政策にも一因がある。

さらに、今回の金融恐慌の主役は銀行システムであり、アメリカにおける銀行・証券分離規制が「1999年金融サービス現代化法」(G-L-B法)成立によって事実上撤廃され、高額の手数料収入を狙う組成販売型ビジネス・モデルへの転換が促進された。アメリカにおける今回の住宅バブルの膨張・崩壊において、金融機関は本体だけでなく、むしろ規制がほとんど無い SIV や投資ファンドなどの「影の銀行システム」を通じて、住宅ローンを証券化し、さらに CDO などのデリバティブに組み替えることによって信用を膨張させてきた。金融当局の規制監督が及ばないため、これら影の銀行システムは、事実上いくらでもレバレッジを効かせて信用を膨張させることができたからである。

他方、日本経済は、2008年にアメリカを震源地とする「サブプライム・ショック」が発生するよりもはるか以前に、1990年の「バブル崩壊」以来、他国に例をみない 20年間にもわたる「デフレ不況」と呼ばれる長期停滞に陥っている。

「グローバル・クライシスと金融政策」という特別セッションは、このような問題関心 のもとで

- (1) グローバル金融危機とプルーデンス政策
- (2) 金融規制改革
- (3) 日本における国債累積と財政金融政策

のような内容をとりあげ、実りのあるセッションにしていきたい。なお、1人の報告の持 ち時間は30分(コメンテーターは10分)を予定している。

## グローバル・クライシスと国際金融ガバナンス ―FSF(金融安定化フォーラム)改組の意味するもの―

国士舘大学 野下保利

金融監督・規制における国際協力は必ずしも国際金融安定化政策の核心というわけではないが、金融危機が起こるたびに重要課題として繰り返し求められてきた。過去30年にわたって金融危機が繰り返し発生し、深刻度を増してきたにもかかわらず、現在の国際金融ガバナンスの枠組みでは、国際的に統一的な金融安定化政策をとることが困難であったからである。これまでの国際金融ガバナンスは、条約締結による法的拘束力をともなわないソフト・ローによる金融監督・規制体制に依拠してきた。こうしたソフト・ガバナンスを基礎とした国際金融ガバナンスは、各国の利害対立から国際的に統一した金融監督・規制体制を施行できないという限界をもっている。国際金融市場を舞台に資産選択活動が活発化するにつれ、各国金融市場の制度的収斂と統合が進む一方、ソフト・ガバナンスに依拠とした国際金融ガバナンスでは、国際金融市場を統一的に管理することはがますます困難となってきた。

ブレトンウッズ体制崩壊後、国際金融ガバナンスは、条約締結による拘束を受けないソフト・ガバナンスの下で運営されてきた。1970年代以降繰り返される金融危機は、国際金融システムを安定化させるために国際的な監督・規制におけるの国際協調の強化を要請した。金融安定化フォーラム(Financial Stability Forum, FSF)はまさにそうした要請に応えるために設立された最新の組織である。しかし、FSF を管制塔とする国際金融ガバナンスには次の問題点が内在していた。

第1に、金融安定化のために求められる金融監督・規制を各国間でどのように策定し施行するのかというガバナンスの制度面における不徹底である。FSF が勧告した監督・規制案の最終的施行権限は、いまだ各国金融当局が握っていた。それでは、各国間での監督・規制の施行面の国際的ギャップを生じ、規制アービトラージを生む可能性を高める。第2に、各国が合意できる最低限の基準を設定し、金融機関、主に商業銀行のインセンティブを介して金融安定性を確保するという市場規律重視の金融安定化政策の限界が露呈したことである。もっぱらミクロ・プルーデンス政策に依拠した金融安定化政策は、個々の金融機関の財務の健全化へ向けた行動がしばしば経済全体の状況を悪化させるるという問題を発生させることになった。

FSFを管制塔とする国際金融ガバナンスの問題点を克服するために、G20 及び FSF はいくつかの是正措置を行った。第1に、FSFと IMF の役割分担を明確にしたうえで、FSF を金融安定化理事会(Financial Stability Board, FSB)に改組し、組織体制を強化するとともに参加メンバーを拡大した。第2に、従来みられなかった報酬規制などの新たな任務を FSB に与えたことである。しかし、こうした一連の措置にもかかわらず、FSF 創設時から存在していた問題点は十分に克服されとは言い難い。金融安定化対策としてのミクロ・プルーデンス政策の限界を補完する形で登場してきたマクロ・プルーデンス政策にしても、現状においては、事後的な対症療法的な域を脱していない。本報告は、国際金融ガバナンスに内在する限界の克服に向けた制度面及び政策面の動きを検討し、FSF から FSB への改組が意味する国際金融ガバナンスにおける意義と問題点を明らかにすることを課題としている。

#### 金融規制―今次金融危機を受けた新しい視点を中心に―

日本銀行 服部正純

当報告では、国際的な金融規制改革のバックグラウンドを中心に、今次金融危機で観察された現象を紹介しながら説明する。具体的には、まず、今次金融危機は資金調達を預金に依存する金融機関を想定した古典的な銀行危機のイメージとはかけ離れたものであることを説明する。次に、資本市場からの資金調達に依存する金融機関が主要な役割を果たしていたことを示し、そのような金融システムにおけるレバレッジや流動性、システミック・リスクの関係について整理する。そのうえで、昨年 12 月に公表された国際的な金融規制のフレームワークであるバーゼルⅢの主要な項目について、今次金融危機との関連を整理する。また、今次金融危機後にアカデミックな研究者から提示された金融規制に関する幾つかの視点についても簡単に紹介する。

# 国債累積と財政金融政策のマクロ動学 一不適切なポリシー・ミックスについて—

中央大学 浅田統一郎

本報告の目的は、1980年代から 2000年代にかけての日本経済を特徴づける、以下のような特異なマクロ経済データの動きを整合的に説明できる、マクロ経済動学に基づく理論モデルを構築し、そのモデルを用いてマクロ経済政策の理論的なシミュレーションを行うことである。

- (1) 1980 年代のいわゆる「バブル景気」の時代には、名目GDP に対する名目国債残高の 比率は、比較的低レベルの水準(0.4 近辺)で安定的に推移したが、「バブル崩壊」後の 1993 年頃から継続的な上昇に転じ、特に 1997 年以降この上昇は加速し、2009 年には 1.3 近辺に達した。
- (2) 「名目政府固定資本形成」は、1993年までは着実に増加し続けてきたが、それ以降伸び悩み、1997年以降は急速に低下し、2008年には、1993年の半分以下になり、1983年の水準さえ下回るようになった。1993年以降は、「名目政府最終消費支出」は増加傾向にあったが、「名目政府固定資本形成」の低下があまりにも急激であったため、2つの合計である「名目政府支出」は1997年以降はほとんど増加せず、2000年代には低下傾向にあった。
- (3) 名目 GDP の動きは、名目政府支出の動きとほぼパラレルであった。すなわち、名目 GDP は、1993 年まではかなり急速に上昇したが、1997 以降ほとんど伸びなくなり、1997 年以降 2000 年代の後期に至るまで、停滞していた。2008 年の名目 GDP は、1997 年のそれを下回っている。
- (4) 1980 年代には名目マネーサプライ $M_2+CD$ の成長率 $\mu$ はかなりの速度で伸び、その間の平均成長率は年率 10 パーセント程度であったが、1989 年から 1992 年にかけて、「バブルつぶし」を意図した日本銀行による極端な金融引き締め政策の影響で、1989年の年率 12 パーセントから 1992年の年率 0 パーセント以下まで、 $\mu$  は急速に収縮した。1993年から 1997年までは、 $\mu$  は極めて緩やかに上昇したが、1997年以降は低下傾向にあり、2000年代を通じて、 $\mu$ の平均値は年率 2 パーセント前後という、極めて低いレベルで推移した。
- (5) 名目マネーサプライや名目政府支出の成長率が比較的高かった 1980 年代には、極めて低い失業率(完全失業率 2 パーセント台)と比較的高いインフレ率(年率 2 パーセント前後)が維持されたが、名目マネーサプライも名目政府支出も伸びなくなった 1990 年代以降、特に 2000 年代には、緩やかな物価下落(年率 1 パーセント前後のデフレーション)と高い失業率(完全失業率 5 パーセント前後)を伴う「デフレ不況」に陥った。

本報告で提出される理論モデルの分析結果は、これらの基本的事実に集約された 1990 年代から 2000 年代にかけての日本経済の劣悪なパフォーマンスが不適切な財政政策と金融政策のポリシー・ミックスによって引き起こされた、という仮説を支持している。

融学会会報

22

Market Share and Exchange Rate Pass-through: Competition among Exporters of the Same Nationality

Kyushu Sangyo University Yushi Yoshida\*

Using a sample from January 1988 to December 2005 for exports of five Japanese major

ports to six destination countries, we examine the effect of market share (with respect to

competitors from the same country) on exchange rate pass-through (henceforth, ERPT). Our

dataset is unique, allowing us to control for market shares among competing exporters with the

same nationality. We provide empirical evidence that the effect of market shares on exchange

rate pass-through is consistent with the findings of Feenstra et al. (1996), who show a non-linear

relationship between market share and exchange rate pass-through. However, our evidence also

indicates that the relationship between market share and exchange rate sensitively relies on

market characteristics. With regard to recent studies on declining ERPT, our evidence shows

that the ERPTs of Japanese exports are relatively stable over the last two decades and any

observed changes are of small magnitude. Especially for the U.S., our evidence indicates that

Japanese exports do not account for the recent decline in ERPT of U.S. imports.

Keywords: Exchange rate pass-through; Local ports; Market share.

JEL Classification codes: F12; F14.

<sup>\*</sup> Tel: +81-92-673-5220; Fax: +81-92-673-5919. E-mail address: yushi@ip.kyusan-u.ac.jp. I thank Rino Sonoda for able research assistance. I am grateful to Kentaro Iwatsubo, Kiyotaka Sato and participants at conferences for Japanese Economics Association and Far Eastern Meeting of Econometrics Society for providing helpful comments. This work is financially supported by Grant-in-Aid for Scientific Research (C) (20530227), JSPS.

#### Revisiting the J-Curve for Japan

成蹊大学 大野正智 早稲田大学 朴相俊

本論文は、日本の貿易収支において J/S カーブ現象がどのように出現するかを検証した。そこで、貿易収支と交易条件の関係について、相互相関係数、インパルス応答関数、グレンジャーの因果関係テストを利用し、J/S カーブが、1980Q1 から 2008Q3 までの間にどのように観測されるか観察した。この約 30 年間に、J/S カーブの形状が構造的に変化していることが、日本をとりまく国際環境の変化とともに考えられ、本論文では、VAR の安定性テストでその構造変化の可能性を検証した。このテスト結果によると、この 30 年のデータ期間は、3 つのサブ期間((1)1980Q1~1986Q2、(2)1986Q3~2000Q2、(3)2000Q3~2008Q3)に分けられた。そして、それぞれのサブ期間で、対全世界との貿易に関する J/S カーブ、及び、米国、中国、韓国に対する日本とのそれぞれの二国間貿易での J/S カーブの分析を行った。結果は、対全世界貿易での J/S カーブ現象が2番目と3番目のサブ期間で出現しているのが判明した。そして、2番目のサブ期間の主な J/S カーブの貢献が対米貿易であったのに対し、3番目のサブ期間では対中貿易が主要な貢献要因になっていることが明らかになった。

### Could Prefectural Banks Modelled on the Bank of North Dakota Aid Regional Economic Growth in Japan?

Azabu University Patrick Collins

North Dakota is the only state in the USA which has a State Bank, the Bank of North Dakota (BND), established in 1919. North Dakota is also the only state in which the economy is growing, unemployment is low, and the state government has a large financial surplus. Since most other U.S. states are in economic crisis, there is a growing movement to establish State Banks modeled on the BND in other states, in which state governments have record fiscal deficits, and are cutting public services.

Among the rules governing the BND, important ones include that the state government keeps all of its funds in the State Bank; it invests only within the state; and most of its loans are made in partnership with private banks. This latter rule greatly reduces the risk of its loans becoming non-performing.

It is proposed that establishing Prefectural Banks in Japan, modeled closely on the BND, could help to revive regional economic growth, which is very weak due to decades of declining local populations. In recent years the central government in Tokyo has been reducing its direct intervention in regional economies and giving prefectural governments more autonomy. It is hoped that those with detailed local knowledge and connections will be more effective in stimulating local investment and innovation than officials based in Tokyo. Establishing Prefectural Banks which use fractional-reserve banking to expand local economic activities, like the BND, would seem to match this policy well.

The counter-example of the recently established New Tokyo Bank is discussed, including the reasons for its lack of success to date. It seems possible that following the successful practices of the BND could help the New Tokyo Bank, and so Tokyo businesses and private banks, to prosper. It is suggested that, at a time when central government finances are under severe pressure due to its heavy debt load, establishing State Banks in the USA and Prefectural Banks in Japan could be a politically feasible step towards improving the current over-centralised financial system. They could also be a step away from the present situation in which the banking system receives the benefits of seignorage, which in the past was recognised as the privilege of the government (and earlier, the sovereign).

#### 自己資本比率が銀行の超過準備預金保有に与えた影響

一橋大学 長田 健

準備預金制度導入以降、邦銀の超過準備預金比率(=超過準備預金/法定準備預金)はほぼ 0%であったが、90 年代末以降その値は急激に上昇する。ゼロ金利政策(1999 年 2月~2000 年 8 月)・量的緩和政策(2001 年 3 月~2006 年 3 月)などの金融政策の影響は大きいが、それらの政策が行われていない期間(2006-2007 年度)であってもその比率は5%前後の値を取る。本稿は 1991-2007 年度の邦銀の財務パネルデータを用い、邦銀による超過準備預金保有の要因を分析した1。

銀行による超過準備預金保有行動に影響を与える要因は2つ挙げられる。1つ目が機会費用である。超過準備預金は無利子資産であるため保有は機会費用を伴う。本稿ではその機会費用は超過準備預金を貸し出しに回せば得られたであろう金利収入であり、無担保コール翌日物金利に等しいと考え、それがこの時期の超過準備預金保有に影響を与えたのかどうかを検証した。

そして2つ目が「予備的動機に基づく決済需要」である。銀行が資金不足(預金の引き出しなど)に直面しても市場での資金調達に100%確信を持てるのであれば、不足金額だけ当日のオーバーナイト資金市場で資金調達することが考えられるが、その確信が低い銀行ほど超過準備預金を保有すると考えられる。そして先行研究によると、健全性が低い銀行ほどこの確信が低く、超過準備預金需要を増加させると考えられている。本稿では、健全性指標として自己資本比率・Tier I 比率・市場評価自己資本比率2・不良債権比率を用い、健全性がこの時期の超過準備預金保有に影響を与えたのかどうかを検証し、同時にどの指標の説明力が最も高いのか比較検証した。

本稿の分析より得られた実証結果は以下2点である。まず、1991年度から2007年度の超過準備預金保有行動に対して、無担保コールレートおよび銀行の健全性が影響を与えたことが分かった。そして2つ目が、健全性指標として用いた指標の中で自己資本比率(特にTier I 比率)の説明力が最も高く、銀行の「予備的動機に基づく決済需要」を最も捉えた指標はTier I 比率であることが分かった。この結果は、邦銀が自己資本比率(Tier I 比率)を考慮した準備預金保有行動を取っていた可能性を示唆している。

<sup>1</sup> 補完当座預金制度が導入された 2008 年度以降は分析の対象外とした。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 市場評価自己資本比率については下記論文参照。Shimizu, Y. (2007) "Impacts of the BIS regulation on the Japanese economy," *Journal of Asian Economics*, Vol. 18, No. 1, pp. 42-62.

#### 中央銀行の決済システム・ガバナンス

明治大学 折谷 吉治

中央銀行が多くの決済システムのオーナーになること、すなわち決済サービスを積極的に提供することに対しては、「官業の民業圧迫論」など、いくつかの観点から批判がある。本報告では、こうした批判について、Coase-Williamson 流の取引コスト経済学を中心とする「組織の経済学」を適用して検討する。検討の結果、以下の点が明らかとなった。

第一に、これまで指摘されている中央銀行の規制監督機能と決済サービスとの利益相反の問題については、「利益相反」の問題というよりは、「優越的地位の濫用」の問題である。

第二に、決済システムの組織ガバナンスについて、決済システムに対する競争圧力によって解決すべきであるとの意見もあるが、ネットワーク外部性による自然独占の観点に加えて、取引コスト経済学の「仲間組織の理論」の観点からも現実的ではなく、結局、中央銀行に幅広く決済システムを提供させる必要がある。

第三に、中央銀行が幅広く決済システムを提供すると、中央銀行の組織内部における「官僚制コスト」が増大する可能性がある。加えて、中央銀行決済システムのユーザーである民間銀行側にも、「中央銀行決済システムを改善させたい」とのインセンティブが働きにくいという基本的な問題(公共財の「フリーライダー問題」、あるいは産業組織論の「二重マージン問題」)もある。

これらの問題を避けるためには、組織ガバナンスの工夫が必要である。具体的には、中央銀行決済システムの組織ガバナンスに民間銀行が参加することによって、中央銀行の性格を「外部組織」から「クラブ組織」に近づけることを目的に、中央銀行のガバナンス・ストラクチャーにおいて、主として金融政策の決定を行う意思決定機関(ボード)とは別に、決済システムに関する意思決定機関を設けるという意味での「ツー・ボード制」を採用することが考えられる。また、同様の目的を達成するため、中央銀行と民間銀行との協力体制を構築することも必要である。さらに、中央銀行決済システムの組織ガバナンスに個人や企業など最終ユーザーの代表が参加することによって、中央銀行決済システムの改善に対する民間銀行のインセンティブ問題を緩和することも必要と思われる。

第四に、最近、各国において中小行が大手行に決済をアウトソーシングする「決済の階層化」という現象が進展している。「決済の階層化」は、中央銀行の決済サービスの縮小を意味しており、決済システムや金融システムのあり方にとって大きな問題である。その原因のひとつには、中央銀行の組織ガバナンスに問題があるとみられるため、本報告において決済の階層化の現状と問題点も述べる。

#### 株式分割バブルとライブドア・ショック

大阪大学大学院 高阪 勇毅

本論文では、わが国において観測された株式分割バブルが、制度改正だけではなく、ライブドア・ショックによっても崩壊したことを検証する。しかし、制度改正とライブドア・ショックはほぼ同時期の事象であり、識別が困難である。そこでまず、制度的要因の代理変数である取引制約(非流動性)の尺度を利用することで制度的要因による効果を識別した。制度改正前の株式分割銘柄をサンプルとし、異常収益率をクロスセクション分析した結果、取引制約の大きさが株式分割バブルに正に有意な影響をもつことを確認した。また、ライブドア・ショック後も含めたクロスセクション分析から、取引制約の大きさが制度改正前の分割銘柄に対してのみ影響をもつことも実証した。さらに、新制度下の分割発表済み分割未実施銘柄のライブドア・ショック前後の株価を観測し、ライブドア・ショック直後の株価の低下を発見した。これは、ライブドア・ショックによって、投資家が分割銘柄に対して負のイメージが持つようになったためだと解釈できる。以上より、株式分割バブルは制度改正だけではなく、ライブドア・ショックによる分割銘柄への投資家の意識の変化によっても崩壊したと考えられる。

# Bank-Dependence and Financial Constraints on Investment: Evidence from the Corporate Bond Market Paralysis in Japan

一橋大学大学院 内野 泰助

本稿は、日本の上場企業の資金調達に関して、Hoshi、Kashyap and Scharfstein (1990) によって指摘されてきた、銀行離れ(社債依存度の上昇)が銀行・企業間の非対称性情報問題を悪化させる、という仮説を 2008 年に生じた社債・CP 市場の機能不全を自然実験として利用し検証を行う。2008 年に大量に社債の償還を迎えた企業は、新規社債発行による借り換えが難しくなり、銀行借入に対する需要が高まったと考えられる。更に、日本においては他の先進諸国と異なり、同時期に銀行部門が健全性を維持していたため、銀行が銀行依存度の低い企業の貸出需要に対してどのように対応するのかについて、銀行の健全性問題と切り離して検証することができる。銀行離れをすることで非対称情報の問題が悪化するのであれば、社債満期を迎える企業は十分な借入を行うことができず、資金制約に陥ることとなる。

本稿の実証分析は、Lechner (2002)による多項マッチング推定の手法を用いることで、 社債の大量満期を迎える企業の設備投資行動と銀行借入条件(銀行借入金利、銀行借入残 高)の変化を、事前の経済属性(投資機会、キャッシュフロー、規模、産業等)が客観的 に同一な銀行依存度が高い企業のものと比較し、前者が資金制約に陥ったかどうかを検証 する.

本稿の分析により、(1)前者は後者と比べて設備投資支出を削減していないこと、(2)前者において高い銀行借入の伸びが確認されたこと、(3)前者のうちメインバンクが大株主である企業については、金利の上昇を伴わずにより高い銀行借入の伸びが確認されるものの、設備投資支出については有意な差が検出されないこと、が明らかになった.

これらの実証結果は、(1)日本の上場企業に関しては、銀行離れに伴う非対称性情報の悪化の程度は設備投資支出に影響をもたらすほど、深刻ではないこと、(2)2008 年の社債市場の機能不全のショックは、銀行部門によって実物経済への波及が阻止されたことを示唆している.

#### IPO 企業の調達資金の使途に関する研究

一橋大学大学院 中嶋 幹 一橋大学 小西 大

IPO の動機が様々であるのはよく知られた事実であるが、実際に調達した資金がどのように使われているのか検証した研究は少ない。そこで本研究では、2000 年 4 月から 2007 年 3 月までの期間において JASDAQ に上場した IPO 企業を対象に、調達資金の使途について分析を行い、調達資金の程度と、設備投資や内部留保、有利子負債の返済・借入との関係を明らかにする。

分析の結果、調達した資金が大きいほど、設備投資が促進されることが明らかとなった。この点に関して、IPO 以降の期間についても、経年的に増加する傾向が確認されており、設備投資がダイナミックに行われていることが示唆される。また、長期的には、調達資金が大きいほど、内部留保が促進される傾向も明らかとなっている。一方、有利子負債に与える影響についてみると、IPO により調達した資金が、主に有利子負債の返済に使われたのではなく、むしろ調達資金の多寡に応じた負債によるファイナンスを実施する傾向が示された。これらの結果は、IPO の動機が、設備投資資金の調達のみならず、負債の借入能力の増加によって説明される可能性を示唆するものと考えられる。

#### <中央銀行パネル>

#### テーマ:物価と中央銀行-日本の長期デフレと金融政策-

#### 〈パネルの趣旨〉

日本経済は、長期間にわたってデフレ基調が続いており、これに対しては、需給ギャップの改善によって脱却すべしとの論調が多い。巨額の財政赤字を抱えて財政政策の身動きが取れないことから、デフレ脱却に対しては、金融政策に対する期待が強いところである。これに対して、日銀では、固定金利方式の新型オペの導入や、ゼロ金利の導入、時間軸の明確化、資産買い取りのための基金創設など、考えられる手段を総動員しているようにもみえるが、物価指数においてデフレ基調を脱却していない中で、日銀への風当たりは引き続き強いように見受けられる。

本パネルにおいては、こうした金融政策の前提となっている物価あるいはデフレ基調について議論を行う予定である。

物価を考える上では、いくつかの論点がありうる。まず第1には、物価指数そのものについての議論がありうる。数年前には、CPIには 0.9%程度の上方バイアスがあるといった推計がなされ、上方バイアスが問題とされていた。しかし、最近では、過度の品質調整により、逆に下方バイアスが生じているのではないかといった議論もみられるところである。また、今年夏には CPIの基準改定が予定され、その際に下方修正も予想されているところであり、金融政策にとっては、目標とする前提が足元から崩れていくことになる。

第2に、構造問題による物価面への影響の大きさである。少子高齢化の進展や消費意欲が旺盛な生産年齢人口の減少により、内需の不振がもたらされているとの論調も高まりをみせている。もし、そうした構造要因の影響が大きいものとすると、金融政策のみで、これを改善していくことには限界がある可能性もある。

第3に、家計によって消費バスケットが異なるため、家計ごとや年代によって直面する インフレ率が異なる点である。このため、何が望ましい金融政策なのかについて合意形成 が難しい可能性がある。

第4に、グローバルな物価と国内物価との連動の可能性である。一時期みられた「良いデフレ」と「悪いデフレ」の議論は封印されて久しいが、物価の下落が国内需要の弱さに起因することは否定できないとしても、安価な中国製品の輸入増加など海外要因による影響も否定できない可能性がある。

本パネルでは、関根敏隆氏(日本銀行・調査統計局)、北村行伸氏(一橋大学)、河野龍太郎氏(BNP パリバ証券)の3氏をパネリストに迎えて、塩路悦朗氏(一橋大学)の司会進行の下、中央銀行、学会、市場関係者のそれぞれの観点から、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〉

#### 長期デフレ

#### —bad luck, bad practice, or bad policy?—

日本銀行 関根敏隆

日本経済は長期にわたって物価下落を経験している。消費者物価指数の前年比は、1990年代後半以降、2000年代半ばの数年間を除き、マイナスが続いている。しかし、下落幅はマイルドなものにとどまり、米国大恐慌後のデフレ・スパイラルといった激しい物価下落とは明らかに異なる様相を呈している。この間、エコノミストの長期予測でみた中長期の期待インフレ率は、1%を中心に一貫してプラスの領域にあった。

こうした長期間にわたるデフレが何故起こったのか。幾つかの仮説は考えられるが、な お定説はない。ひとつ目の考え方は、「不運」(bad luck) である。1990 年代以降、アジア 通貨危機と同時におこった金融危機、米国ドットコム・バブル崩壊後の IT 不況、リーマン・ ブラザーズ破綻以降の世界同時不況、これらをすべて単なる不運と片付けてよいかは微妙 な問題を含むが、次々と負のショックが襲うたびに、日本の需給ギャップは悪化し、物価 が下落し続けたというのである。二つ目の考え方は、経済の「不適応」(bad practice)で ある。日本経済は、グローバル化、少子高齢化といった大きな環境変化のもとで、供給構 造の硬直性といった構造問題を抱えている。こうした構造問題の存在は、企業、家計の期 待成長率を下押し、設備投資や個人消費の抑制を通じて、需給ギャップを悪化させる。ま た、こうした環境変化を潜在需要のシフトとしてとらえると、新しい環境に見合った財(潜 在財)の供給が十分になされないもとで、既存の財で測った需給ギャップは悪化し、そう したものの価格は下落を続けたという整理も可能かもしれない。三つ目の考え方は、政策 の「不全」(bad policy というより policy malfunction) である。1990 年代以降生じた潜在 成長率の低下は、均衡実質金利の低下を意味する。これに見合って、政策金利の引き下げ ができれば、需給ギャップの拡大を防げたかもしれないが、現実には名目金利のゼロ制約 が金融政策当局の手足を縛った。

この間、本年8月に予定されている基準改定を控え、消費者物価指数の計測誤差について再び注目が集まっている。物価動向の国際比較をするうえでも、住居コストをどう取り扱うか、パソコン等の品質調整をどう行うか、基準改定をどの程度頻繁に行うのかといった指数計測の技術的な側面を無視することはできない。

#### 〈中央銀行パネル〉

#### 家計別消費者物価指数と金融政策

一橋大学 北村行伸

金融政策の中心的関心事は物価の安定にある。そのためには、物価に関する多様な情報を収集して、分析し、その動向をモニターして行くことが重要である。北村(2008)では、これまで議論されてこなかった消費需要側の情報をもちいて家計別物価指数を構築し、いくつかの事実を発見をしている。

まず、(1) 家計別インフレ率はほぼ正規分布に従っていること。このことによって、分布平均 (中位値と最頻値が一致) を見ながら政策運営をすることは正当化される。(2) 物価指数の変動は個別価格の変動だけではなく、消費ウエイトと価格変動の組み合わせで起こっていること。家計別インフレ率の3次、4次モーメント情報を用いることで、物価変動に関する家計への影響を見ることができる。これは金融政策にとって有用な情報となる。(3) 家計別インフレ率は強い粘着性を持っており、家計属性が家計別インフレ率に影響を与えていること。40-49歳世代がインフレ率が高く、2000年までは東京、大阪などのインフレ率が高かったが、2000年以後のデフレ期には物価下落も大きかったこと。(4) コールレートが経済環境に影響を与え、それが5-6期を経て個別物価に相対的な影響を与える。相対価格の変化が所与の家計の消費バスケットを通して、家計別のインフレ率が計算され、それをさらに集計することでインフレ率に顕現するという経路が見出される。(5) 全国消費者物価指数に基づくインフレ率は民主主義的物価指数インフレ率に対して平均で0.3%程度の上方バイアスがある。しかしこれは時間とともに変動しており、固定的なものではない。(6) 人口の80% はインフレ率の平均値%の幅に入っていること、などである。

低成長期の経済政策は究極的には誰かに得をもたらせば、誰かに損をもたらさざるを得ないことが多い。分配に対する配慮を最後まで持ち続ける政策には、分配情報をできるだけ最後まで維持できるような情報収集の仕組みを作るべきである。その意味でも、家計別物価指数を構築し、定期的にその分布をモニターすることが重要である。消費ウエイトは総合消費者物価指数の5年に1回の改訂に応じて『全国消費実態調査』のミクロデータを用いて決めればいいので、管理上それほど大きな負担にはならないことも付け加えておきたい。

#### 〈中央銀行パネル〉

#### アグレッシブな金融政策の副作用

BNP パリバ証券 河野龍太郎

2000年代初頭、バランスシート問題を解決すれば日本経済は正常化に向かい、長期停滞から脱却できると多くの人が考えていた。実際、2002年頃に大手金融機関に対する厳格な会計制度が適用され、バランスシート問題は解決に向かい、ほぼ同時期に輸出主導の景気回復が始まった。しかし、その後も内需とりわけ個人消費は停滞し、2000年代はもう一つの「失われた10年」が訪れた。バランスシート問題が解決に向かう一方で、新たな別の問題である「経済の老化」が進行していたのである。1997年から始まった生産年齢人口の減少は2000年代に入って加速し、2006年以降は減少率が1%程度に達するとともに、ついに総人口の減少も始まった。生産年齢人口の減少は、総供給を抑制するだけでなく、総所得の抑制を通じ、総需要、ひいては需給ギャップに大きな悪影響を及ぼしている可能性がある。第一の論点は、仮に、成長率低下の主因が人口減少であるのなら、裁量的なマクロ安定化政策を発動しても効果はないのではないか、という点である。労働力が減少すれば、資本ストックの水準が一定でも、一人当たり資本ストックは増加する。適正な水準を上回れば、収益性の低い過剰ストックが発生する。昨年10月に日銀は包括的な金融緩和策に踏み切ったが、金融政策で設備投資を刺激しようとすることは、過剰ストックを生み潜在成長率を低下させる恐れはないだろうか。

第二の論点は、金融政策のグローバルな波及とその副作用についてである。現在、国際商品市況が再び高騰している。中東の政治混乱や世界的異常気象の影響もあるが、米国のLSAP(いわゆる QE2)を始め、先進国が積極的な金融緩和を続けていることが根底にある。先進国からの資金流入で新興国の通貨に上昇圧力が生じているが、新興国ではそれを吸収するためドル買い介入を続け、金融環境は緩和的である。仮にこのまま商品市況の高騰が続けば、何が生じるか。商品市況高騰が、交易条件の悪化を通じ先進国の脆弱な景気回復を中断させ、インフレではなく再びデフレが訪れるのだろうか。あるいは、70年代前半のように低成長下でインフレ加速が続くスタグフレーションに陥ることはないか。当時の世界的なインフレ加速の根底には、71年のブレトゥンウッズ体制終焉があった。ドル下落で原油や穀物などドルを建値に取引する商品の価格が世界的に上昇した。また、日本などが割安な円レートに固執し、ドル安を避けるために為替介入や緩和的な金融環境を続けたことも影響した。米国のLSAPは、基軸通貨であるドルの価値安定に対し米国が責任を持たなくなったという点で、ブレトゥンウッズ体制終焉と共通点がある。また、世界第二位の経済となった中国が割安な人民元に固執し、為替介入や緩和的な金融環境を続けている点で当時の状況と類似性がある。

#### The Japanese Current Account: Why It Still Remains High

日本大学 宮澤 健介 東京大学大学院 山田 潤司

本稿では、1980年以降の日本の経常収支に関する分析を行う。貯蓄率の低下は通常経常収支を下げる効果を持つが、1990年初頭以降、貯蓄率が低下する中、日本の経常黒字は高い水準にあった。日本の貯蓄率の低下については、世代重複(Overlapping

Generations: OLG)モデルを用いた先行研究において、高齢化や生産性の動向の影響であることが明らかにされているが、本稿では、日本の貯蓄率の低下と同時に、経常黒字を説明できるかを検証する。そのため、開放経済に拡張した OLG モデルを構築し、日本とその他の OECD 諸国及び中国の人口と生産性データを用い分析を行った。分析の結果、第一に、OLG モデルで貯蓄率の低下トレンドと経常黒字を再現できること、第二に、貯蓄率と同時に投資率も低下していたことが経常黒字につながったことが明らかになった。また、90 年代以降の日本の生産性が、日本の不況と中国の高成長により、その他の国々に比べ低迷したことが、投資率の低下と経常黒字につながったことが示された。

# アジア通貨危機と貿易収支の反転 一金融システムの不安定化による"Investment Drought"の影響—

(財) 関西社会経済研究所 山本周吾

アジア通貨危機によってインドネシア、韓国、マレーシア、タイの貿易収支は赤字から 黒字へと急激に反転した。特に、アジア諸国の投資は、危機以降に急激に低下し、停滞が 長期間も続いて大規模な IS バランス調整が発生した。さらに、為替レートも大幅に減価し て、大規模な支出切替効果も発生した。そこで、本稿は IS バランス調整と為替レート調整 のうち、どちらの調整が貿易収支の反転に最も強く影響したのか、について Uhlig (2005) の符号制約 VAR を用いて定量的に評価した。

具体的には、バランスシートの悪化による金融仲介機能の低下と、生産性の急激な低下による投資の低下、という2つのISバランス・ショックと、実質為替レートの減価ショックの合計3つの構造ショックを符号制約によってそれぞれ識別して、インパルス反応とヒストリカル分析を行った。その結果、インパルス反応より、通貨危機によって発生した3つの構造ショックは貿易収支を有意に改善させることを明らかにした。さらに、ヒストリカル分解により、貿易収支の反転においてISバランス調整の方が主要な役割を果たしたことを実証した。

最後に、各国の不良債権比率の推移と IS バランス調整の大きさを比較した結果、不良債権比率が相対的に高い国々(インドネシア・タイ)で IS バランス調整が長期化し、一方で、相対的に低い国々(韓国・マレーシア)で IS バランス調整が短期に終息したことを明らかにした。すなわち、金融危機によるダメージが長期化・深刻化すれば、それだけ IS バランス調整が大きくなり、貿易収支が大きく改善することを示唆している。

#### 米国の経常収支不均衡の趨勢的シフトとその要因

龍谷大学 竹中 正治

変動相場制の下での米国の経常収支動向については、グローバル不均衡問題として理論 と実証の双方の研究成果が蓄積している。にもかかわらず、その変動原因や経常収支赤字 と対外純負債の持続可能性など主要な問題について意見は大きく分かれている。

本論では、まず国際収支、経常収支の変動と要因に関する理論的な枠組みについて最小限のレビューを行う。その上で米国を対象に 1980 年から 2009 年の期間を前期 (1980 年 1994 年) と後期 (1995 年 - 2009 年) に分け、前期と後期では米国の趨勢的な経常収支(対GDP 比率)の水準にシフト(趨勢的な赤字の拡大)が生じていることを示す。同時にその諸要因のひとつとして、2000 年代になって注目されるようになった米国の対外資産・負債の評価損益の動向が寄与している可能性を指摘する。

米国の経常収支赤字が対 GDP 比率で 2006 年のピーク時に 6%まで拡大した原因は、通説的には海外要因と国内要因の双方から理解される。海外要因としては米国への海外からの旺盛な資金流入による長期金利の低下圧力、国内要因としては住宅資産価格の高騰による住宅建設投資の増加と正の資産効果が家計の消費性向を押し上げ(貯蓄率引き下げ)、国内の貯蓄投資バランスが貯蓄過少に変化したことが指摘される。ただし外因を重視するか内因を重視するかで議論は大きく 2 分されていると言えよう。

本論もそのような海外要因と国内要因の理解を概ね踏襲している。しかしながら、2000年代の住宅資産価格の高騰による家計の消費性向上昇・貯蓄率低下による経常収支赤字の拡大は、2002年~07年の景気回復・好況局面という中期的循環的な要因として補足できるものだと考えている。この認識が正しければ、過去30年間の前期と後期を比較した場合の長期的趨勢的な経常収支赤字をシフトさせた要因にはなり得ない。また、住宅バブル要因部分を除けば、趨勢的な経常収支赤字の拡大シフトは、持続可能であるからこそ起こった部分もあると考えている。本論ではそうした筆者の仮説を裏付ける要因を提示する。

具体的には米国と貿易相手諸国の所得・経済成長要因と実質為替相場要因という循環的な2要因に加えて、経常収支の趨勢的な変化をもたらしている第3の要因の存在を探求し、この第3の要因として対外資産・負債ポジションが生み出す評価損益が働いている可能性を検証する。すなわち、実額でも対 GDP 比率でも特に1990年代以降、急速かつに趨勢的に拡大した対外資産・負債の評価益が、米国内の対外的な予算制約条件をシフトさせると同時に、国内の貯蓄・投資バランスを変化させた可能性を指摘する。

## ミクロデータを用いた小額決済手段の選択要因に関する実証分析

九州大学 中田 真佐男

本分析では、消費者を対象に 2009 年 3 月(標本:1145)と 2010 年 3 月(標本:1111)の 2 回にわたって実施したインターネット調査の結果を利用し、電子マネー等の小額決済手段の選択要因、および、複数の決済手段間の棲み分けの現状について実証的に明らかにする。本分析の特徴は 2 つある。第 1 に、768 名については上記 2 回の調査の両方に回答している。よって、共通の設問を利用したパネル分析が可能になる。第 2 に、対象を福岡県の消費者に限定している。 福岡県では、九州最大の鉄道・バス網をもつ西日本鉄道が2008 年 5 月から電子マネー機能付き IC 乗車券 nimoca を、2009 年 3 月からは JR 九州が同じく SUGOCA をスタートさせた。交通系の電子マネーの登場が普及を加速させることは関東地方の Suica の事例でも知られている。この点をふまえると、nimoca や SUGOCAの浸透前(2009 年 3 月)と後(2010 年 3 月)の 2 時点で同一主体に調査を行うことで、消費者の動学的な行動の変化をとらえたパネル・データを構築することが可能になる。

実証分析の結論は以下のように要約される。第1に、平常の移動手段・商品購買場所など決済の「アベイラビリティ・コスト」の代理変数は、消費者の電子マネー決済の利用頻度に統計的に有意な影響を及ぼす。第2に、買い物の頻度など、小額決済の「時間コスト」の代理変数はやはり消費者の電子マネー決済の利用頻度に統計的に有意な影響を及ぼす。第3に、現金決済の利用頻度は、電子マネー決済やクレジットカード決済の利用頻度と統計的に有意な負の相関を有する。ただし、決済手段の選択基準として「公的な信頼」や「破損・紛失時の価値保証」を重視する消費者は、そうでない消費者と比較して現金決済の頻度を減らさない。第4に、電子マネー決済の普及に伴って消費者は、小額の貨幣(1円貨)と高額の紙幣(1万円)の両側から現金需要を減らしていくが、電子マネーの高頻度利用者に関しては、高額紙幣に対する需要減少量がより少ない。

少なくとも現状において、電子マネー決済が代替しているのは、現金決済のなかでも特に取引金額の小さいレンジであり、その影響を受けているのは主に小額の硬貨である。したがって、電子マネーの普及がマクロレベルで金融政策に影響を及ぼす状況は考えにくい。だが、硬貨を純粋な小額決済の「道具(ツール)」とみなし、額面を無視して「量(枚数)」を評価基準とすると、電子マネーの台頭は小額硬貨を中心として、今後は無視できない「量(枚数)」の現金を代替していく可能性がある。ゆえに、「公共財」の最適供給という視点を導入した場合、これまで政府が「硬貨」というかたちで独占的に供給してきた小額決済ツールのありかたについて、今後は「市場の失敗」(民間事業者に委ねることによる過小供給)と「政府の失敗」(政府が関与することによって生じる過大供給)の両面から検討していくことが重要になると思われる。

## ダイナミック・ファクター・モデルによる国内金融市場統合の分析

筑波大学 永易 淳

本研究はObstfeld(1994)の消費相関モデルに基づき、国内における金融市場の統合度を分析した研究である。完全統合下では地域間の消費相関に密接な関係が理論上成り立つことを背景に、ダイナミック・ファクター・モデルを用いてこの仮説を検証する。その結果、地域特有の消費変動には有意な誤差が見られず、日本の金融市場は統計的に完全に統合していることを示している。また、この統合は1965-1975年間に飛躍的に上昇したことや、地域消費の共通要素は株価リターンと関連していることも実証している。

# Breakdown of Interbank Market: The Japanese Banking Crisis of 1997-98

大阪経済大学 秋吉 史夫

本研究では、1997-98 年の銀行危機における日本のインターバンク市場を分析した。危機前においては、各銀行の健全性とインターバンク市場からの借入額との間に有意な関係が観察された。しかし危機時においては、両者の間に有意な関係はほとんど観察されなかった。また危機時において各銀行のインターバンク市場からの借入額は減少したが、その減少は、銀行の財務状況やマクロ変数の変化では十分に説明できない異常なものであったことを示す証拠が得られた。これらの実証結果は、危機時に混乱に陥ったインターバンク市場が、銀行間の効率的な資金配分を十分に行えなかったことを示唆するものである。

## 地域銀行の営業地盤と収益性の分析

関西外国語大学 堀江 康熙

本報告は、地域銀行に関して営業活動の側面から分析することを目指したものである。 こうした側面からの分析に際しては、地域銀行の営業活動には営業店舗を構えて活動を行っている地域の経済活動状況、換言すれば「営業地盤」ないし「地域性」の影響を強く受けると考えられることに留意すべきである。

地域性の影響を受ける金融機関は、一般に銀行と比べ営業活動区域がかなり狭い信金等の協同組織金融機関に限られる訳ではない。地域銀行(地銀・第二地銀)の場合、信金等と比べれば経済活動の活発な地域への進出・重点の転換が相対的に容易である。しかし、当該地域は競合先も多いだけに、顧客との取引深耕を通じて自らの営業地盤として取り込んでいくには相当の時間を要すると予想される。その限りでは、それまで営業地盤としてきた地域内に於ける経済活動の影響を強く受ける状態が長く続くと考えられる。

他方、地域銀行の収益力ないし収益性に関しては、現実の金融活動に即した指標を選択する必要がある。地域銀行の活動範囲は信金等と比べて広く、収益構造もやや異なっており、別途定義することが必要となる。本報告は、こうした点を考慮して作成した収益力指標と、営業地盤の変化との関係を検討する。

まず、これまでの地域金融ないし地域性に関する先行研究の流れを概観し、その特徴および問題点を捉える。それを踏まえて、地銀・第二地銀について店舗配置を基準として各種経済指標を加重合計した指標を営業地盤の代理変数とし、それを基に5つのグループに分類する。このようにグループ化してみると、同じ業態でも営業地盤には相当の相違があり、先行研究で主として行われてきた業態別の分析には問題があることを示す。また、先行研究では、地域の経済活動を表す指標として地域銀行が本拠を構える都道府県の計数を使用する例が殆どであったが、そうした指標は地域銀行の行動との関係が弱く、問題が多いことも併せて示す。次に、近年の営業地盤の変化を2000年代の初期時点と比較して、そうした変化が収益性に及ぼす影響を検討し、対応が必要とみられる銀行グループがあることを指摘する。そして、収益力測定の対象となる投入・産出物を金融機関の活動に即して定義し、それを用いて営業地盤変化と収益力変化との関係を検討する。

分析の結果として、地方の都市に地盤を置く地域銀行とくに第二地銀は、営業地盤の悪化から合併や他行の資本参加を余儀なくされる先が多く、今後そうした対応に迫られる可能性が大きい銀行も多いことを示す。

# Lending Technologies and Soft Information Management: Evidence from Japanese Regional Banks

神戸大学大学院 中岡 孝剛神戸大学 與三野禎倫

本稿は、中小企業整備基盤機構が 2008 年 5 月に実施した『金融機関における非財務情報の活用実態および今後の有効活用についての調査』のアンケートデータを利用して、わが国の地域金融機関による貸出技術の選択問題を検証する。また、リレーションシップ貸出で活用されるソフトな情報の収集・管理方法が、融資の意思決定にどのような影響を与えるのかを検証する。主要な結果として、1)規模が大きい銀行ほど、財務情報に依存した融資(トランザクション貸出)を選択しているが、ソフト情報の利用に劣位性が存在しているわけではない、2)中小企業向け融資額の平均サイズ(中小企業向け貸出額/中小企業向け貸出件数)が大きいほどソフト情報の活用度合いが高い、3)標準化したソフト情報の収集方法(ヒアリングシート利用)や組織的な管理方法を選択している銀行ほど、融資の意思決定においてソフト情報を活用していない、ということが示された。

また、アクションプログラム施行前後でソフト情報の活用度合いが高まったかどうかを 検証したところ、ソフト情報の活用度合いは変化しておらず、むしろキャッシュフローな どの財務情報の活用度合いが高まっていることが示された。

本稿で得られた結果は、わが国における地域金融機関の融資行動を把握する上で、有用な手掛かりになると考えられる。

JEL classification: G21; G33; L14; L25

 $\textbf{Keywords} \hbox{:} \ Relationship \ lending, \ main \ bank, \ soft \ information \ utilization, \ soft}$ 

Information management

# 

信州大学 青木 達彦 学校法人未来学舎 片瀬 拓弥

状態依存型ガバナンスは 70 年代半ばの高度成長期に有効に機能したものの、80 年代の制度的、技術的環境との間に不適合をきたしはじめ、90 年代には空洞化が生じたとされる (青木、2001)。金融機関の「追い貸し」行動はメインバンク制の有するガバナンスメカニズムの機能麻痺をあらわし、日本経済の生産性低下、市場の淘汰機能の麻痺をもたらしたとの議論が有力である。しかし対象を大企業だけでなく中小企業にも広げ日本経済のダイナミズムを検証した場合には議論は分かれるのであり、日本の産業を異業種間の参入・退出によって全体的に捉えると、「経済的に活動的な企業」グループへの参入と退出は極めて頻繁であり、競争の中で効率性の高い企業が生き残る活動的な市場経済であるとの指摘がある(西村、2004)、また CRD データを用いた存続企業と退出企業のパーフォーマンスの対置からも、質の悪い企業が市場からデフォルトという形で退出しているだけでなく、金融機関も質の低いデフォルト企業を質の高い存続企業から区別した上で、高い金利を求めており、最終的に破綻・退出にいたる「自然淘汰」が生じている可能性が高いとの指摘がなされている(植杉、2008)。

本稿は、窮境下にある企業に対する非上場中小企業に対する融資行動を取り上げ、企業レベルで各々のメインバンクの財務データとマッチングさせながら、規律付けのメカニズムがいかに発揮されたかを実証したものである。そのために愛知、長野の倒産企業各 30社を取り上げ、対応する「生存」企業の借入行動と対置させているが、併せて状態依存型ガバナンスの発揮に当たって制度補完の関係にある領域として「企業間信用」市場にも留意し、その果たす役割が考察された。ロジット分析から倒産と生存の両企業を分けるクリティカルな変数として「債務比率」を抽出し、当該債務比率が窮境下の企業に対する倒産直前年度の融資行動において、それまでの融資態度とは異なって融資を縮小させるという貸出行動における「非線形性」を検出できた。これは、資金繰りの逼迫下にある企業についても債務返済リスクが管理されているということで、規律付けが機能していることと判断される。企業間信用市場(受信)については、銀行借入との「代替性」が実証されたが、生存企業に対する場合には、小川(2009)が指摘したような、大企業の中小企業への与信が「優良な中小企業の選別」を意味しているのに対し、倒産・窮境企業についての「代替性」については、むしろ銀行借入が抑えられるもとで、資金繰り対策として交渉力において弱い子会社等へのしわ寄せとして「受信増」が生じているとの理解が示唆された。

# GCC 諸国におけるイスラム銀行業の費用効率性

国際協力機構 上山 一

イスラム銀行業を対象とした実証分析、とりわけその費用構造について分析を行った研究は少なく、また、イスラム銀行業の費用効率性に対する評価には統一した見解が得られていない。本報告では、GCC諸国に展開するイスラム銀行の経営効率性について取り上げる。本報告は、以下の内容から構成される。

①先行研究を概観し、研究上の課題を指摘する。次に、②本発表での推定モデルおよび推定方法について説明を行う。③記述統計から得られる特性について整理した後、得られた推定結果からイスラム銀行業の費用効率性について考察を試みる。推定結果より、規模の経済性については、概ね GCC 諸国のイスラム銀行は規模の経済性を享受していることが示された。しかし、範囲の経済性については、イスラム金融業務とその他の収益との間に範囲の経済性が検出されたものの、全般的には、GCC 諸国のイスラム銀行が金融業務の多角化による範囲の経済性を十分に享受しているとは判断できなかった。最後に、③今後の課題を指摘する。

# リレーションシップバンキングの結果 メインストリートの銀行破綻が増大したのか?

茨城大学 内田 聡

アメリカの金融システムは、ウォールストリートとメインストリート(地域)の相互補 完から形成され、前者が主に市場論理で機能するなかで、後者の本質は市場論理とコミュ ニティの要請を調和させるところにある。メインストリートの銀行は、市場経済での活動 を基本としながら、政策・制度や慣行にも支えられている。一方で、金融危機後にメイン ストリートで銀行破綻が急増しているため、なにが起きているのかを明らかにしたい。

ウォールストリート金融はサブプライムローンと証券化によって信用膨張とその崩壊をもたらしたが、メインストリートの銀行(コミュニティバンク)にも、これに乗じて商業用不動産貸出に過度に傾斜し破綻したものがある。典型的なのは、ホームエクイティローンなどを通じる過剰消費で生み出された、建設・土地開発貸出にのめり込み、破綻した銀行だ。そして、投資銀行などによるブローカー預金という特殊な預金が、この貸出を可能にしていた。破綻コミュニティバンクの多くは、リレーションシップバンキングというよりは、不十分な管理能力のままトランザクションバンキング的な預金・貸出に傾いたきらいがある。

中小企業向貸出という側面でみると、大規模・中規模銀行はクレジットスコアリングなどの活用で貸出を増大させてきたが、金融危機後はその反動で減らしている。コミュニティバンクは商業用不動産貸出の延滞に直面し、この減少分を補う余裕はなく、破綻の影響もあり中小企業向貸出を減らしている。しかしながら、5年間で30%増大したピーク時(08年)の残高を維持する必要があるだろうか。信用膨張による景気拡大に乗じ、高いリスクを顧みずに高いリターンを追求していた、一部のコミュニティティバンクや中小企業が淘汰されるのは当然の帰結である。一方で、景気後退で経営に影響を受けた、コミュニティバンクへの資本注入は、地域経済の安定性維持の観点から欠かせない。

金融危機後も、メインストリート金融の本質に変わりはなく、長期的な視野からなるリレーションシップをベースに、事業向貸出の供給を通じて、市場論理とコミュニティの要請を調和させるところにある。そして、この本質を踏み外したり、メインストリート金融を支える仕組みを自己保身だけに用いたりするものが、いずれ淘汰されるという側面にも変わりはない。

【参考文献】 内田聡「金融危機後のメインストリート金融」『日本政策金融公庫論集』 日本政策金融公庫、71~96 頁、2010 年 11 月。

# インドの資本自由化と規制 -金融市場における有効性—

愛媛大学 大田 英明\*

2008年秋の国際金融危機発生以降、改めて国際的な金融自由化と規制の問題に関心が集まっており、最近では欧州先進国では国際資本取引に伴うリスク増加に関して国際金融規制の法制化や取引税を導入する動きが広まっている。また、「資本収支危機」を経験したアジアやラテンアメリカの主要国では資本規制や監督強化の動きが一般化している。こうした中、インドのように従来資本・為替取引規制を維持しながら、慎重に金融・資本自由化を進めてきた政策は中長期的に安定した経済発展を達成する上でその意義について改めて評価されている。2000年代に入り、インドは資本規制緩和を徐々に進めており、最近では、世界金融危機後の一時的影響を払拭し、資本流入が増加しており、外国機関投資家による株式取得は急速に進んでいる。こうした近年のインドへの資本流入の急速な拡大に伴い、金融や実体経済への影響を改めて検証する必要がある。

インドの資本・金融規制に関する論文では為替・金融市場の特定項目(例:資本流出入と実質実効為替レートの定常性)に関する分析、全体的な資本規制の有効性を論ずるもの、為替市場での効果に関するものなど様々な分析がある。しかし、最新の統計を基に資本流入の項目別(FDI、証券投資、対外借入など)に金融・資本市場、為替(実質実効為替)相場、実体経済(代理変数として鉱工業生産)への影響を試みる分析は少ない。本研究では、資本流入項目別に最新のデータを用いてその金融・資本市場および実体経済などへの影響を分析する。資本流入項目として IMF による分類である外国直接投資(FDI),証券投資(Portfolio)、「その他」投資(Other investment)を用いて 1990 年代後半から最近(2010 年第1 四半期)までの期間を対象としている。それに加え、インド準備銀行(RBI)の資本流入項目に分類される対外商業借入(ECB)も採用しており、ECB 規制の効果も同時にみるため回帰分析のほか、VAR(Vector Auto Regression)モデルの分析を試みる。

分析の結果、インドの資本・金融規制は概ね有効であり、短期・投機的な投資は抑制され、金融市場の安定性や独立性は維持されていることが明らかとなった。さらに、実体経済面でも資本規制は有効に作用しており、多くの途上国・新興国で証券投資や対外借入が安定性を損なう可能性がある中、インドでは証券投資や対外借入はむしろ国内資金不足に対する有効な資金源となっており、実体経済にも正で有意な関係を示している。ただし、FDI に関しては証券投資や対外商業借入(ECB)規制を回避するため、タックスへブンなどから FDI を経由した金融投資が中心となっているため、他のアジア諸国で典型的に見られるような実体経済への貢献が必ずしもみられないことを指摘する。こうした分析結果に基づき、今後のインドのみならず途上国・新興国での資本規制の在り方についての考察を行う。

<sup>\* 790-8577</sup> 松山市文京町 3番 Tel & Fax: 089-927-9266, e-mail: hoviolin@tea.ocn.ne.jp

# 金融危機と日中ボラティリティ 一日米中株式市場の比較分析一

対外経済貿易大学 西村 友作 大阪大学 筒井 義郎 関西学院大学 平山健二郎

本稿は、リーマン・ブラザーズの破綻に端を発する 2008 年 9 月以降の「リーマン危機」の前後 2 カ月における、中国(中国本土・香港)、日本、米国株式市場の日中ボラティリティについて分析を行ったものである。具体的には、2008 年 7 月 15 日から 11 月 28 日のサンプル期間を、リーマン危機前後で分割し、日中ボラティリティに何らかの変化が生じたか、その変化は各株式市場で異なるか否かを検証した。

高頻度データを用いて計算された日中リターンのボラティリティは、日中周期性 (intraday periodicity) とよばれる特徴を有しており、これを直接時系列分析モデルに用いると、その統計的推論にバイアスが生じる可能性が指摘されている。日中ボラティリティはこの他にも長期記憶性 (long memory) を有しているため、これを考慮した定式化が必要となる。具体的な分析方法としては、各市場の 5 分間リターンを対象に、Flexible Fourier Form (FFF) 回帰を用いてこの日中周期性を除去し、長期記憶性を考慮した Chung (1999)タイプの FIAPARCH (Fractionally Integrated APARCH) モデルを用いて推定している。

実証結果から、以下の点が明らかになった。リーマン危機発生後、すべての市場において日中ボラティリティは急激に高まったものの、中国株式市場への影響は限定的で、市場リスクは、米国、日本といった先進市場を下回っていた。また、リーマン危機以降、日中ボラティリティの長期記憶性はさらに強まっており、株価下落ショックがボラティリティに与える影響は弱まっている可能性が示された。さらに、全ての市場の日中ボラティリティはそれぞれの日中周期性を有しているが、FFF回帰を用いることによって、効果的に除去できることがわかった。

# 日本の銀行部門におけるポートフォリオ選択行動について -GARCH モデルを用いた実証分析—

財務省 石川 大輔

本論文は、日本の銀行部門において、収益率やリスクが、貸出、株式、国債などの種々の資産間でのポートフォリオ選択行動にどのような影響を与えていたのかを実証的に考察したものである。キーとなる time-varying なマクロ経済の不確実性(リスク)を表す代理変数には、トレンドが除された鉱工業生産指数に GARCH モデルを適用して抽出される条件付分散値を採用した。

Markowitz 型のポートフォリオ選択理論をベースにモデルを定式化し計量分析を行った結果、(1)収益率スプレッドは安全資産比率(国債/貸出比率、国債/株式比率)の変化率に対してそれほど影響を与えないこと、(2)マクロ経済の不確実性の高まりは都市銀行においては安全資産比率の変化率を有意に上昇させるが、地方銀行においてはそのような関係は確認できないこと、を明らかにした。

(備考) 本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研 究所の公式見解を示すものではありません。

# 消費者金融会社による銀行提携と経営破綻 一株式市場のイベント・スタディと倒産確率モデルによる評価—

武蔵大学 茶野 努武蔵大学大学院 芳野哲也

2006 年 12 月 13 日に「貸金業の規制等に関する法律」等の一部を改正する法律が成立し、消費者金融業に対する規制が強化されて以降、消費者金融業の業績が急速に悪化していった。また、2006 年 1 月に最高裁でみなし弁済に対して利用者側に立った判決が出てからは、過払い金返還訴訟が激増したために、収益圧迫要因となっていった。それは 1990年代から 2005 年頃までに見せた消費者金融業の業容拡大と対照をなすものであった。

本論では、まず、消費者金融業を取り巻く劇的な環境変化に対して株式市場がどのように反応してきたかをイベント・スタディの手法を使いながら明らかにした。対象とするのは、アコム、アイフル、武富士、プロミスの消費者金融大手四社である。最近の主なイベント・スタディには、保険会社の不祥事に対する株式市場の反応をみた白須洋子・吉田靖(2007)、銀行の証券業参入に対する市場評価を分析した澤田充・安田行宏(2010)等々がある。これらとの大きな違いはイベントにより超過収益が発生した後累積超過収益率がゼロとなるまでの市場調整の期間の長さに焦点をあてて分析を行っている点である。分析結果によれば、株式市場の効率性については、予期せぬ情報以外は価格に反映されているという意味で効率的市場仮説は成立している。また予期せぬ情報により超過収益が発生した後でも遅くとも四日目にはそれが解消している。

しかしながら、一方で、さらに興味深いのは、予期せぬ情報が超過収益の大きさやそれが解消するまでの期間については、当該会社の将来における経営不安の大きさや銀行との提携の有無などが影響を及ぼしている可能性があることが、回帰分析により示されたことである。

そこで、つぎに、Merton(1974)の倒産確率モデルを使って倒産距離(DD)を計算し、銀行との提携関係の有無が DD における有意な差となって現れているのかを分析した。 Harada and Ito(2008)は合併前後の邦銀メガバンクの DD に差があるかによって合併効果を調べており、合併したころの評価はむしろ低く、不良債権の処理など実体面の改善が進んでから倒産距離が上昇してきているとの見方を示している。われわれの結論を先に述べると、銀行との提携関係のあるアコム・プロミスのほうが独立系の武富士・アイフルよりも有意に DD が大きい(倒産確率が低い)という関係が明らかになった。具体的には、消費者金融会社の経営破綻がマスコミ等で取りざたされるようになった 2008 年 4 月以降は明らかに銀行傘下にあることを市場が積極的に評価していることが判明した。

以上の分析結果をまとめると、予期せぬ情報によって価格変動が生じた場合、本来株価 に織り込まれているべき公開情報でも価格形成に何らかの影響を与える可能性があること を示唆している。

# 〈特別講演 I〉

演題:「通貨、国債、中央銀行」

日本銀行総裁 白川 方明

## テーマ: 「日本企業の海外戦略と為替戦略」

座長 横浜国立大学 佐藤 清隆

#### パネルの趣旨

日本企業はこれまで何度も大幅な為替レートの変動 (円高) に直面してきた。直近では2008 年秋の世界金融危機発生後に、急激な円高が進行し、2011 年 1 月時点まで 1 米ドル=80 円に近い水準で円の対米ドル為替レートは推移している。2008 年の危機発生時には、円は米ドルを含む海外の主要通貨すべてに対して増価し、金融危機による主要国の需要の落ち込みも影響して、自動車産業を中心に日本の輸出額は急減した。一般に、為替レートの大きな変動、とりわけ円高の進行は輸出を減少させ、企業収益を悪化させると言われている。

こうした為替レートの変動 (円高) に直面する日本企業はどのような海外戦略および為替戦略を行っているのだろうか。この問題を、日本企業の (1) インボイス通貨 (貿易建値通貨) 選択と価格設定行動、(2) 生産ネットワークの構築と再編、(3) 為替リスク管理 (為替リスクヘッジ等)、の3点から議論することが本パネルの目的である。

そもそも企業の価格設定行動やインボイス通貨選択行動を統計によって把握することは難しい。企業レベルはもちろん、財レベルや産業レベルにおいても統計が公表されていないからである。この統計上の制約を乗り越える試みとして、経済産業研究所の研究グループが企業アンケート調査を実施し、為替リスク管理まで含めた情報収集を行っている。本パネルにおいて、その研究結果をパネリストより報告して頂く。また、国際経済学の分野では日本企業のアジアでの事業展開と立地選択(フラグメンテーション)に関わる研究が近年数多く発表されている。こうした企業の戦略的な生産ネットワークの構築と、為替レートの変動がそれら生産ネットワークにどのような影響を与えているかについての研究成果をパネリストより発表して頂く。さらに、日本の代表的な自動車メーカーである本田技研工業株式会社からパネリストをお招きし、どのような海外戦略や為替リスク対策を採用しているかについて、最近の世界金融危機への対応も含めて実務的な立場からご報告頂く予定である。

本パネルでの討論を通じて、研究者や実務家が相互に意見交換し、多角的な視点から活発な議論が行われることを期待したい。

## 日本企業のインボイス通貨選択と為替リスク管理

専修大学 清水 順子

昨今のグローバルな金融危機の影響により、日本円は米ドル、ユーロなどの主要通貨のみならず、東アジア通貨に対しても大きく変動している。こうした為替レートの変動は、短期的に日本企業の業績に大きな影響を与えるばかりでなく、中長期的にアジアをはじめ世界中に展開する生産拠点の配置など、その経営戦略にも影響を及ぼす。さらに、この影響の度合いは、企業が輸出入における貿易建値通貨(インボイス通貨)としてどの通貨を選択しているかによっても大きく左右される。

経済産業研究所が 2009 年に実施した「日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」により得られた日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択の主な特徴として、以下の五点が挙げられる。

- 1. 貿易取引を行っている日本の製造業の上場企業は複数の外国通貨を取り扱い、直面する為 替リスクに関して、市場を通じた為替リスクヘッジ及び企業内でのマリー・ネッティング を主な手法として為替リスク管理を行っている。こうした為替リスク管理は、企業規模が 大きくなるほど、海外市場への販売のエクスポージャーが高いほど活発である。
- 2. 日本からの輸出総額に占めるインボイス通貨の通貨別シェアは、円建てと米ドル建てが拮抗し次いでユーロ建てが用いられている。企業規模が大きくなるほど、円建てのシェアが低下し、米ドル及びユーロ建てのシェアが上昇する傾向がある。
- 3. 日本から欧米各国(地域)向けの輸出におけるインボイス通貨選択については、米国とユーロ圏向け輸出を中心に、相手国通貨をインボイス通貨として選択する傾向が観察され、この傾向は企業規模が大きくなるほど顕著である。
- 4. 日本からアジア各国向け輸出におけるインボイス通貨の大半は円と米ドルであり、相手国 通貨であるアジア各国通貨はほとんど利用されていない。企業規模が大きくなるほど、円 建てのシェアが低下し、米ドル建てのシェアが増加する傾向が顕著である。
- 5. 日本企業は特にアジア各国に設立した生産拠点としての現地法人からアジア域内及び世界全体に向けて活発な輸出を行っているが、アジア生産拠点からの輸出では米ドルが最も 使用頻度の高いインボイス通貨として選択されている。

将来の選択肢の一つである東アジア共同体の構築へ向けて、日本はどのようなリーダーシップを発揮すべきだろうか。日本企業の視座に立ってこの重要な政策課題に取り組むためには、企業の為替戦略やインボイス通貨選択の実態を知ることが不可欠であり、研究者が実務家・政策担当者とともに議論を重ねることが東アジアにおける新たな為替制度構築の大きな布石となることを期待する。

### 為替変動と国際的生産ネットワーク

慶應義塾大学 木村 福成

国境を越えて展開される国際的生産ネットワークは、付加価値の薄い工程間分業のための直接投資に 支えられているにもかかわらず、いったん形成されれば、平時か経済危機下かに関わらず、安定性・頑 健性を発揮することがわかっている (Obashi (2010))。これは、生産ネットワークへの参加に際して立 地の優位性とサービスリンクに関する厳しい条件を満たさねばならないこと、生産ネットワークの構 築・運用にサンクコストが存在すること、生産ネットワークを運用することによって立地の優位性とサ ービスリンクに動学的な改善効果が認められることによるものと考えられる。

逆に言えば、安定した国際経済関係こそが国際的生産ネットワークの存立基盤となっていることが示唆される。Thorbecke (2008)は、為替変動が東アジアにおける電子部品輸出と負の相関を有することを示した。また、Hayakawa and Kimura (2009)は、東アジアにおける機械部品貿易は、二国間実質為替レートの変動と負の相関を有することを明らかにした。Kiyota, Matsuura, and Urata (2008)は、対円為替レートの変動が日系多国籍企業の直接投資に負の影響を与えていることを示した。

また、Ando and Iriyama (2009)は、日本企業のマイクロデータに基づく実証研究に基づき、国際展開に積極的な企業ほど為替変動の吸収能力が高いこと、為替変動のショックはまず企業内貿易の増減によって調整される傾向があることを、明らかにした。

国際貿易と為替変動の間の負の相関は、東アジアにおける機械産業の国際的生産ネットワークにおいて特に顕著である。これは東アジアにおける共通通貨の必要性を直接的に裏付けるものではないが、少なくとも為替の安定が国際的生産ネットワークの展開に重要な役割を果たしていることが示唆される。

## ホンダの海外展開の考え方と為替変動への対応

本田技研工業(株) 村岡 直人

#### 1 ホンダの海外展開の基本的な考え方と為替変動

以下に述べるホンダの海外展開の基本ポリシーは、為替変動に比較的強い。

①市場に近いところで生産する

お客様のニーズに迅速に対応することや、雇用や部品調達を通じた現地への貢献を主たる目的とした考え方であるが、日本からの輸出に依存せず、現地生産で供給することを基本としている。結果として、為替変動の影響が小さい。

#### ②部品の現地調達率を高める

海外生産がはじまると、部品の現地調達を進めるのが通例である。これも、日本などからの輸出を減らし、為替変動の影響を弱める。

#### ③二輪から四輪へ

海外展開にあたり、投資額が少なくリスクが小さい二輪で、まず生産を開始し、そこで蓄えた経営資源を活かして、四輪へ進出する方式をとっている。二輪の収益を四輪に投入することが可能な場合、外貨借り入れに伴う為替コストを軽減できるメリットがある。

#### ④小さく生んで大きく育てる

当初は大規模な投資を行わず、小規模で生産を開始し、販売の拡大にしたがい、ステップバイステップで生産能力を拡大する方針をとっている。この方式も、投資のための外貨借り入れを減らす効果がある。

#### 2 為替変動に対する対策と今後の展望>

#### ①取引あるいは財務面での対策

ホンダは、a 貿易建値を円建てにすること、b 外貨建てで取引している場合、為替の変動に応じて価格を変更すること、c 先物等でヘッジすることで、為替変動に対する対策をおこなっている。ただし価格変更も、競争や税制のため、自由に行うことができず、これらは、為替変動の影響を軽減する効果はあるが、影響自体を回避することはできない。

#### ②今後の開発・生産・販売活動と為替変動

「市場に近いところで生産する」などの基本的考え方は、今後も変わらないため、生産コストについては為替変動に対するタフネスを持ち続けることになる。ただし、調達については、現地調達を基本方針とする現状から、より最適な立地を求め、グローバルな取引が進むことも考えられる。その場合の、為替変動がビジネスに及ぼす影響は、軽減される場合とより増大させる場合が想定され、多様である。

また、研究開発の中心は、日本であり続けることが見込まれるため、海外からのロイヤリテイなどの知財対価の回収は、為替リスクを負いつづける。この部分は、拡大していく見通しであるため、より為替変動の影響が大きくなる可能性もある。

以上から、今後とも為替変動が及ぼす影響は、相当規模で続くことは避けられないが、、 為替変動の過度の影響を避けるため、現地生産の基本的な考え方を貫くとともに、グロー バル展開にあたり、各国間の輸出入バランスにも配慮していくことが肝要であろう。

## Keynes「確率」の特殊性に関する考察

東京学芸大学 高籔 学

本研究は主観的論理的確率と分類されるJ.M.Keynesの確率概念についての研究である。 確率論の発展 と展開は数学の歴史の中でも極めて時代が下ってからのものであるが、Keynesの代表的著書『確率論』 も20世紀初頭の確率論百家争鳴の時期に著されたものである。同書は数学としてもまた論理学としても、 整然と形式が与えられているとはいえないという印象を強く感じるものではある。しかし、同著の確率 を現代的視点から整理解釈することを通じて、不確実性下で意思決定を行なうひとの、特に経済主体の 「期待」について彼がいかに特徴的な考え方を持っていたのかについて考察し、明らかにすることが出 来ると考える。『確率論』では論理学的表現による認識論的確率論を展開している。これは確率を、前 件命題hから後件命題aへの推論過程の、合理的信念の度合いa/h=αと定義したものである。同時にKeynes は確率とは別に「推論の重み」概念を導入した。これは確率的推論の「証拠」の量が多いほどその推論 の妥当性を強く認めるという考え方である。一方、Keynes『一般理論』では『確率論』にふれている。 Keynesは不確実な概念への注釈として「推論の重み」をあげていること、知識の有無の重要性を論じて いることから、『一般理論』で扱われる「真の不確実性」は『確率論』における推論の重みの議論に依 拠しているのではないか。本稿ではこうした観点から、Post-Keynesianが「リスクではない真の不確実 性をKeynesは重要視していた」というときの、その内容と実質を『確率論』に求めようと考えるのであ る。リスク概念による意思決定論での事象の確率と確率の関係をハッセ図で示すと、あたりまえである が線形順序束となっている。対して真の不確実性とその意思決定論のベースになる確率関係をハッセ図 で示すと、半順序束である。この確率概念の根本的な相違からKeynesの投資期待の形成にいたる意思決 定過程は独特なものであると考えられる。

本稿では彼の確率公理の整理、「確率」の順序について、また束論を援用しながらこれらをまとめ、その一方でKeynes『一般理論』における『確率論』の援用箇所を中心に検討を加えた。

それらを踏まえ、東論的な見方に基づいた、経済学者Keynesの「不確実性」観と意思決定理論の基礎と を明らかにした。また東の類別を検討し確認するために論理プログラミング言語Prologを用いた。Keynes 研究にPrologは有用であると考える。

# Financial Institution, Asset Bubbles and Economic Performance

The University of Tokyo Tomohiro Hirano
The University of Tokyo Noriyuki Yanagawa

The purpose of this paper is to present a macroeconomic model with asset bubbles to analyze how the emergence of asset bubbles and their bursting affect macroeconomic performance. First, we present a model with deterministic bubbles. Then, we present a model with stochastic bubbles. Welfare implications of asset bubbles and government policy implications after bubbles bursting are also discussed.

金融学会会報

56

Economic Boom and Bust Originating from Expectation Errors

in the Credit Market

Meiji University Tamegawa, Kenichi

Meiji University Fukuda, Shin

We clarify how expectation errors in the credit market bring about economic

fluctuations. To achieve this, we employ simulation analysis based on a dynamic

stochastic general equilibrium model that explicitly incorporates the banking sector.

Moreover, since unemployment can exist in our model by assuming a matching friction.

Therefore, we can investigate the effects of expectation errors on unemployment. The

conclusions are outlined as follows: If firms fallaciously expect a rise in future asset

prices, such optimistic expectations will cause the economy to overheat, resulting in an

economic recession through a credit crunch.

Keywords: Expectation errors; News shock; Business cycle; Bank capital

## ペイオフ発動の歴史的意義

横浜国立大学 高橋 正彦

2010年9月に経営破綻した日本振興銀行の破綻処理に際して、預金保険制度上の「ペイオフ」(付保対象預金の定額保護)が、我が国で初めて発動された。

我が国の預金保険制度は、1971年の預金保険法制定により導入された。しかし、銀行等の金融機関は破綻させないとの金融行政上の方針が残存し、金融機関の破綻は表面化しなかったため、同制度は、導入後約20年間、実際には発動されない「伝家の宝刀」と化した。

1990年代初頭のバブル経済崩壊後には、不良債権問題の深刻化に伴う金融機関の破綻と損失額の増加により、預金保険制度の発動を余儀なくされることになった。

バブル崩壊後の初期段階から、破綻金融機関の受け皿となる救済金融機関に対して、預金保険機構からの「資金援助方式」をとることにより、処理が行われた。資金援助はペイオフ・コストの範囲内に限られる一方、付保対象外預金のカットを行えば、預金者の不安と信用秩序の動揺を招きかねないとのジレンマがあった。そのため、当時は、預金を全額保護し、不足する資金は利害関係者の援助で賄うという「奉加帳方式」が用いられた。

1990年代半ばの信用組合の破綻処理のための「東京共同銀行」の設立、住専処理策のための公的資金の投入などを経て、1996年6月、「金融3法」が公布された。これらにより、2001年3月までの時限措置として、「ペイオフ凍結」(預金の全額保護)が行われた。

その後の大手金融機関の連続破綻による金融危機の過程で、1998 年 10 月、金融再生法と金融機能早期健全化法が施行された。これらにより、金融機関の破綻処理や健全化のための制度整備が行われたほか、預金保険機構の業務範囲も拡大した。

ペイオフ凍結を解除し、預金の定額保護に復する「ペイオフ解禁」は、当初予定から延期されたが、定期性預金については2002年4月、流動性預金(決済用預金を除く)については2005年4月に実現した。一方、恒久的な例外措置として、信用秩序の維持に重大な支障が生じる場合には、預金を全額保護する「金融危機対応措置」が残されている。

1991年~2003年に発生した181件の金融機関の破綻処理のうち、178件が資金援助方式、3件が「一時国有化方式」による。金融機関の清算を前提として、預金者に直接保険金を支払う「保険金支払方式」の適用事例は皆無である。

今回経営破綻した日本振興銀行は、当座・普通預金等の決済性預金を取り扱っていないほか、銀行間市場での資金調達を行わず、決済ネットワークにも加わっていないなど、特異な「自己完結モデル」をとっていたこともあって、ペイオフ発動が可能となった。しかし、我が国の金融行政ないしプルーデンス政策上、預金の全額保護という呪縛が解かれたことには画期的な意味があり、預金者保護は新たな局面に入ったといえる。

本報告では、我が国の戦後の金融システムと預金保険制度の軌跡を振り返ったうえで、今回のペイオフ発動の歴史的意義に関して、あらためて検討と評価を行う。

# 価値評価基準としての収益力の普及と定着 ―1930-40 年代の米国財務論との関連において―

九州大学 宇土 至心

本報告では、1930年代から1940年代にかけての米国を対象に、価値評価基準としての収益力がどのように普及し定着したのかについて考察する。

報告者はこれまで、収益力と企業価値評価との関係について、20世紀前半の米国を対象に主として学説史的な観点から研究してきた。その成果の一部として、1920年代の米国における株式ブームや企業の合併買収運動の中で、企業の収益力を企業価値の評価基準とするような考え方が現われたことを示した。しかし、1929年の株価の暴落を境に企業の合併買収は縮小し、米国経済や金融市場も1920年代の活気を失い不況が続くこととなった。本報告では、次の3点から、価値評価基準としての収益力が大恐慌期においてどう変化したのかについて考察する。

まず、1930年代の普通株価の動きを利益・配当・資産との関係で考察した。これらの中では、利益が株価の変動に最も密接に並行して変化した。1920年代の株価上昇を説明した収益力は、その後の1930年代の株価下落期においても十分な説明力をもつと思われる。

次に、破産法の改正と企業の再編成問題を取り上げ、公的な立場における収益力に対する考え方をみた。裁判所や公的委員会は伝統的に資産に基づく価値評価を第一としてきたが、大恐慌と大規模な企業破産の発生を受けて、次第に収益力に基づいて企業価値を評価するようになった。1938年の改正破産法では、企業再編成の公正衡平と遂行可能性を必要要件としたが、それは収益力と関係するものであった。また破産企業の再編成においては、企業の債券が再編成後の新企業の株式によって補償され、かつ裁判所もこれを認めた。大恐慌の発生と企業の破産が、価値評価基準としての収益力を定着させたといえよう。

最後に、1930年代から 40年代にかけて、企業価値に関してどのような議論が行なわれていたのかを分析した。当時の財務論では、キャピタリゼーション(capitalization)が 2 つの意味で用いられていた。財務論特有の、企業の長期負債と株式資本の合計額を意味するキャピタリゼーションが、資本還元の意味でも用いられるようになったのはこの時期であった。それは企業価値について考える際に、収益力の資本還元を行なう必要が生じたことによる。当時の議論では、純利益を資本還元することにより企業の資本調達額や資本構成が決定されるようになった。また、企業価値評価に関する議論も少しずつではあるが著されるようになった。

以上より、大恐慌期という状況の中での収益力や企業価値の議論の浸透によって、収益力が価値評価の重要な基準として定着したとみなすことができる。

# Who Was the Chief Executive of the Federal Reserve Bank, Chairman of the Board of Directors or Governor before the Great Depression?

明治大学 須 藤 功

ミルトン・フリードマンらは、連邦準備制度がその権限をフルに行使していれば大恐慌は回避できたとして、同政策に携わった主だった人々(ニューヨーク連銀総裁ストロングやハリソン、連邦準備局メンバーなど)が果たした、また非集権的組織構造が抱えた、役割や問題点を強調した。しかし、これら主要人物(特に連銀総裁ら)の政策判断は各連銀「取締役会」の意思決定に影響を受けたはずだが、史料上の制約もあり、肝心の取締役の選出方法や活動は総裁との関係を含めて十分に明らかにされているとは言えない。2010年成立の「ドッド・フランク金融制度改革法」は、地区連邦準備銀行の最高経営責任者たる総裁はクラスBおよびクラスC取締役によって選出されると規定し、唯一の株主たる連邦準備制度加盟銀行の代表者(クラスA取締役)を選考主体から除外した(Title XI, Sec. 1107)。これは連邦準備政策に対するウォールストリートの影響力の排除を意図したものであるが、地区連銀の取締役会および総裁が果たしてきた役割について改めて関心を喚起することになった。本報告は、収集可能な限りの史料に依拠して、地区連銀取締役の選出方法とその変遷を詳らかにし、また取締役会、同執行委員会、総裁が地区連銀のガバナンスにどのように関与し、大恐慌を契機にどのような変更を迫られたのかを検討する。今次の制度改正でなぜ加盟銀行選出取締役が総裁人事への関与を否定されざるを得なかったのか、また、なぜこれまで地区連銀は連邦準備制度理事会の支店として再編されないできたのか、本報告はこれらの問題についても何らかの示唆を提供したいと思っている。

### [参考文献]

須藤功『戦後アメリカ通貨金融政策の形成―ニューディールから「アコード」へ』名古屋大学出版会、 2008年。

Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *The Great Contraction 1929-1933*, Princeton: Princeton University Press, 2008 [『大収縮 1929-1933 「米国金融史」第7章』久保恵美子訳、日経 BP 社、2009 年]。

# Optimal Monetary Policy and Nominal Exchange Rate Volatility under Local Currency Pricing

千葉経済大学 岡野 衛士

本稿では動学的一般均衡(DSGE) 2 国経済モデルを用いてローカルカレンシープライシングの下での最適金融政策がもたらすインフレと名目為替相場の変動を検証した。プロデューサーカレンシープライシングを仮定した先行研究では、ドメスティックインフレを安定化することが効用コスト最小化の観点から望ましいとされてきたが、本稿では完全な消費者物価インフレを安定化することが効用コスト最小化の観点から最適であることを示す。加えて本稿は完全な消費者物価インフレの安定化は名目為替相場の完全な安定化と同値であることを示す。

# Tobin's Q Channel and Monetary Policy Rules under Incomplete Exchange Rate Pass-thorough

岡山商科大学 井田 大輔

本稿は、為替レートのパススルーが不完全な状況において他国の資産価格の変動が自国に影響を及ぼし得るときの金融政策のパフォーマンスについて検証している。本稿は以下の点で金融政策運営を考える上で重要な政策含意をもたらしている。まず、近年の金融危機から、ある国の資産価格の変動が他国に影響を及ぼすという状況が観察されているという点である。また、標準的な二国開放経済動学一般均衡モデルでは、為替レートのパススルーが 100%であると想定されており、現実には不完全なパススルーであると指摘している先行研究が存在し、そのような状況をモデルに組み入れることは重要であると思われる。具体的には、Clarida et al. (2002)の二国開放経済モデルの 100%為替レートパススルーのモデルを不完全にした Engel (2009)モデルに資産価格の変動を加味したモデルを構築し、様々な金融政策ルールのパフォーマンスを比較している。

本稿の分析から以下のことが確認された。第1に、自国財へのホームバイアスが小さい時には、国内インフレを安定化させる金融政策が様々な金融政策ルールの中で自国の厚生損失を最も小さく抑えることができる。第2に、ホームバイアスが大きい時には、自国の資産価格に反応させるような金融政策ルールが望ましいパフォーマンスをもたらす。第3に、ホームバイアスの大小にかかわらず、自国の資産価格に加えて外国の資産価格にも反応させることからの追加的な経済厚生の改善は確認されなかった。この点については、為替レートのパススルーが完全な状況において自国と外国の両方の資産価格に反応させることが望ましいという結果を報告している Ida(2010)と異なる帰結をもたらしている。

#### 【参考文献】

- Clarida, R., J. Gali, and M. Gertler, 2002. A simple framework for international monetary policy Analysis. *Journal of Monetary Economics* 49, 879-904.
- Engel, C., 2009. Currency misalignments and optimal monetary policy: A reexamination mimeo.
- Ida, D., 2010. Monetary policy and asset prices in an open economy. *North American Journal of Economics and Finance*, forthcoming.

会

62

The Expectation of Monetary Policy and Long Term Interest Rates in Australia

Niigata University Takayasu Ito

The purpose of this paper is to investigate the impact of monetary policy

expectation on long term interest rates in Australia. Three month OIS (Overnight

Indexed Swap) rate is used as market expectation of monetary policy by the RBA. As

for long term interest rates, AGB (Australian Government Bond) yields of two years,

five years and ten years and NTCB (NSW Treasury Corporation Bond) yields of three

years, five years and ten years are used.

AGB yields of two years, three years, five years and ten years and NTCB yields of

three years, five years and ten years are in a relationship of long term equilibrium

with OIS rate of three months. In other words, expectation of monetary policy by the

RBA within a range of three months is incorporated in AGB yields of two years, three

years, five years and ten years and NTCB yields of three years, five years and ten

years. But expectation of monetary policy is not in a relationship of one to one with

these long term interest rates.

The results of this paper have following policy implication. The RBA can partially

influence AGB yields of two years, three years, five years and ten years and NTCB

yields of three years, five years and ten years through monetary policy expectation

formed in financial market. The RBA can give more impact on shorter maturities of

AGB and NTCB yields. In other words, the impact gets smaller as the maturities of

AGB and NTCB yields get longer.

Keywords: Monetary Policy Expectation, Long Term Interest Rate

JEL Classification: E44, E52, G10

## 国際通貨ドルに対する信認と政策問題

ノースアジア大学 前田 直哉 松山大学 西尾圭一郎

1970年代に世界が変動相場に移行し、巨額のドル残高の累積を反映してドル相場は長期趨勢的に低下し、その過程でドル相場の乱高下もしばしば生じたが、アメリカは国際収支にマクロ政策を基本的に振り向けず、為替政策のスタンスもまたドル相場に対して基本的に受動的である。にもかかわらず、国際通貨ドルに対する信認したがって国際通貨ドルの機能は依然として維持されている。このような現実を前にして国際通貨ドルの衰退を従来通りに主張する論者が存在する一方で、「ドル本位制がドル本位制として純化していく変動相場制移行以降、幾たびか大幅なドル切り下げが行われたが、それによってドルの国際通貨機能に著しい損傷が生じたり、あるいは機能不全に陥ったりしたことはない。・・・為替調整そのものはドル本位制の存続に危機が発生したわけでもなかった・・・総じて為替レート問題は、ドルが基軸通貨として機能する上での決定的条件にならないように思われる」という見解を示す論者も存在する。両者は正反対の見解を示しているが、国際通貨ドルの維持あるいは崩壊を考える上で必要なはずのドル相場の変動メカニズムに関する理解と政策論に明らかな問題が存在するという点で共通している。

本報告の目的は通説的見解とその批判的見解を比較検討しながら、国際通貨ドルの今日的問題にアプローチする上で必要な政策論を提示することにある。

## GCC 通貨統合と最適通貨圏論

國學院大學大学院 木村秀史

近年、地域通貨統合を志向する動きが途上国に拡大している。その中でも特に目立って進展しているのはサウジアラビア、UAE、クウェート、カタール、バーレーン、オマーンの6カ国で構成される湾岸協力会議(GCC)である。GCC の地域経済統合は自由貿易地域、関税同盟、単一市場の段階まで進んでおり、通貨統合を残すのみとなっている。欧州が通貨統合を志向した経済的動機は、60年代以降のドル不安により域内の為替相場が不安定化したことである。では、GCCが通貨統合を目指す経済的動機はどこにあるのだろうか。GCCは石油に依存するモノカルチャー経済であることから、域内貿易比率がユーロ圏や東アジアに比べて圧倒的に低い。また、域内の為替相場は各国の強固なドルペッグ制により、極めて安定的である。このため、GCC通貨統合の動機はユーロ圏のように明確ではない。したがって、この点を明らかにするためには、最適通貨圏論によるアプローチが必要となる。

通貨統合の実現性や性格を経済的側面から検討する際、最適通貨圏論をその指標として用いることが一般的である。その一方で、このような従来の最適通貨圏論を発展させたものとして、Frankel と Rose は「最適通貨圏の内生性」を主張している。これは、最適通貨圏は本来、内生的なものであり、通貨統合の後に事後的に最適通貨圏の基準が満たされるという考えである。すなわち、通貨統合によって域内貿易拡大、景気循環の同調性が得られるとしている。

現在の湾岸経済の主要な課題は、①石油依存経済からの脱却、②人口増加による構造的な失業への対応である。この地域は 70 年代のオイルブームにより爆発的に人口が増加している。そのため若者の失業率が上昇し続けており、民間企業の育成や国際競争力の向上が喫緊の課題となっている。「最適通貨圏の内生性」はこのような問題と GCC 通貨統合との因果関係を上手く説明する。通貨統合によって域内の貿易が拡大するということは、域内の産業が育成されることを意味するからである。産業が未成熟なため域内で交易する財がない GCC では、通貨統合は域内名目為替相場固定の時間的保証性や市場規模の拡大により域内相互の投資が促されるので、域内産業の育成・域内貿易の拡大に寄与する。この点こそ GCC 通貨統合のメリットであり、動機である。GCC 通貨統合は政府が経済発展のためのインフラとして制度的に導入する点で、「制度主導型の通貨統合」であると言えよう。

しかし、「最適通貨圏の内生性」は、貿易関係の強化による景気の同調性については説明 しているものの、より長期的問題である域内不均衡について説明していない点が問題であ る。したがって、GCC 通貨統合においては、「最適通貨圏の内生性」を過度に楽観的に捉 えるべきではなく、域内不均衡を収斂させることが長期的に重要な課題となるだろう。

# 〈特別講演 Ⅱ〉

演題: The Implementation of Monetary Policy:
How Do Central Banks Set Interest Rates?

Harvard University Benjamin M. Friedman

## テーマ:アジアの成長と国際的金融規制

座長 一橋大学 清水 啓典

#### 共通論題の趣旨

アジア地域は世界人口の半数を擁して最も高い成長を続けており、その成長促進は今後の世界経済にとっても死活的重要性を持つ課題である。反面、経済的停滞や格差、失業問題を抱えるアラブ諸国では政治体制変革のうねりも生じている。

一方、米国発の世界金融危機によって欧米各国は深刻な影響を受けたが、アジア地域の金融システムへの影響は比較的軽微であった。また現在 EU 地域では、PIIGS 諸国の債務問題を契機にユーロの信任問題が顕在化しているのに対して、アジア地域の通貨は何れも堅調に推移している。

このような環境の中で、世界金融危機を受け国際的金融規制の強化が進展しつつある。中核となるバーゼル III では、2019 年までの移行期間を設けるものの、自己資本比率規制の強化が合意され、流動性規制や大規模金融機関に対するより厳しい規制も検討されている。自己資本比率規制はこれまでも国際的銀行規制の中核であったが、世界的金融危機の発生を未然に防止することは出来なかった。大規模金融機関の救済や経営者の高報酬に対する納税者の強い反発から、政治的にも金融危機後は何らかの形で規制強化が進むのは避けられない。しかし、急いで策定された国際的一律規制が果たして十分な経済的合理性を持つものかどうかについては、冷静な分析と議論が必要である。

とりわけ、国際的金融規制は金融危機の影響の軽微であったアジア地域にも一律に適用され、その成長に影響を与える可能性は否定できない。世界一律の自己資本比率規制はもともと公平な競争環境整備を目指したものであったが、大きな資本市場を持ち証券化商品の開発が容易であった米英市場と、資本市場が小さく証券化が進展しなかったアジア諸国の金融機関との間で、大きな収益格差をも生み出していた。

危機後振り返れば、シャドーバンキングと呼ばれる規制対象外の金融市場の拡大を許した、米英資本市場に固有の規制体制の不備が、世界金融危機の主要因であったことは明らかである。またその背景には、BISによる自己資本比率規制がシャドーバンキングの拡大を促進させた面もある。1988年の導入以来続いてきた国際的一律金融規制は、その後の技術進歩などに伴い一層拡大した各国の金融環境の相違を反映して、実態と合致しなくなっている面が生じている。

アジア地域の成長促進にとってどのような金融規制が望ましいのか。アジア諸国は、米英を中心とする一律の規制体系に甘んずるのではなく、国際的整合性を重視しながらもアジア独自の視点からこの課題に取り組み、自らあるべき金融規制の形を世界に向けて提案する必要と責任があると思われる。

バーゼルIIIも基本的合意が成立したとは言え、まだ詳細は検討段階にある項目も多く、 今後具体的な各国への導入に向けての検討課題は多数残されている。米英の規制体系が理 想モデルでない事実が明らかになった現在、各国がそれぞれの経験に基づき知恵を持ち寄 り、急速な環境変化に対処しつつ長期的安定性と成長促進に資するような、新たな金融規 制体系の構築が求められている。

### アジアの経済成長を支える金融規制とは?

みずほ総合研究所 杉浦 哲郎

論点1:アジアはなぜ2008-09 金融危機の影響を強く受けなかったのか

- ・ マクロ経済構造の変化(外貨準備の蓄積、貯蓄過剰化)
- ・ アジア金融危機後の制度整備、金融機関の対応
- 金融機関のビジネスモデル

論点2:アジアの金融システムはどのようにして高成長を支えてきたのか

- ・ 各経済主体の貯蓄投資バランスの特徴とその背景
- ・ 金融システムの特徴と金融機関・金融市場の役割(商業銀行モデル、市場型間接金融モデル等)
- ・ 金融政策の手段と有効性
- ・ 国毎の差異

論点3:アジア型金融システムの頑健性・脆弱性はどこにあるのか

- ・ 金融機関のバランスシート、ビジネスラインと収益力
- ・ 規制・監督の有効性、当局の関与
- 対外資本移動の影響

論点4:アジアの今後の成長パターンと適合的な金融システム

- ・ 輸出主導型から内需(消費)主導型へ
- ・ 国家資本主義(産業政策)型成長から市場主導型成長へ
- ・ 受託型経済から内製型経済へ、大企業寡占型市場から中小企業・ベンチャー分立 型市場へ(東日本大震災後のサプライチェーンの変容を踏まえて)
- それに相応しいアジア型金融モデルとはどのようなものか

論点5:アジアに相応しい金融規制

- ・ 各国金融当局の考え方
- ・ BASEL III は今後のアジア型金融モデルに適合的か
- アジアにおいてより効率的・安定的な金融規制の枠組み(試案)

# Domestic Financial Market Development in Asia and the Role of Sterilization

Invesco Asset Management Limited John Greenwood

Most non-Japan Asian economies have maintained variants of managed exchange rates. The background and reasons for these policy choices are reviewed, and a brief assessment of the different currencies for overvaluation or undervaluation is conducted. The author finds that many Asian economies appear to prefer to operate with significantly undervalued exchange rates. This clearly helps to maintain competitiveness in the traded goods and services sectors of these export-dependent economies, but at the same time it also undermines both the development of domestic financial markets and the growth of the domestic non-traded goods sectors. The mechanism adopted for maintaining exchange rate competitiveness is typically intervention in the foreign exchange market, and the subsequent sterilization of the domestic funds created by means of (1) active use of reserve requirement ratios and/or (2) the issue of additional central bank liabilities that do not form part of the monetary base. These strategies are designed to short-circuit the traditional economic adjustment mechanism (under the Law of One Price). The paper documents the extent of sterilization by Asian central banks.

The main thesis of the paper is that sterilization policies hamper the development of domestic financial markets in two ways: first – quantitatively — by depriving the domestic financial markets of loanable funds which are locked up on the books of the central bank, and second — on the price axis — by preventing appropriate interest rate adjustments (a form of financial repression). Essentially Asian policy-makers are engaging in a trade-off of the real sector versus the financial sector. They are encouraging the promotion of export-led growth models at the expense of the development of domestic financial markets as well as those domestic sectors that are deprived of funds.

Where sterilization has not been utilised, economic development of the export and domestic sectors has been more balanced, and at the same time domestic financial markets have been less repressed.

## 国際的金融規制のアジアへの適用について

野村資本市場研究所 淵田 康之

- 1. 金融危機後、G20の合意に基づき、国際的に金融規制を強化する動きが進展している。 しかしアジア諸国においては、こうした動きを単純に採用するのではなく、自国の経済・金融構造の特性を踏まえた検討・対応が必要と思われる。
- 2. 新たな金融規制の枠組みは、ミクロ・プルーデンスとマクロ・プルーデンスに分けられるが、それぞれについて留意すべき点がある。
- 3. ミクロ・プルーデンス面では、バーゼルⅢが導入されるが、
  - ① アジア諸国は、金融仲介において銀行の役割が大きく、証券市場が発達した国に 比べ銀行規制強化の影響が大きいと考えられる。
  - ② アジアの多くの国は証券市場の育成を重視しているが、銀行に対するトレーディング規制や流動性規制の強化は、証券市場の発展にネガティブな要因となる。
  - ③ 新規制が、以上のデメリットを上回るメリットをもたらすならば良いが、自己資本比率規制を柱としたミクロ・プルーデンス政策は、必ずしも危機の予防に有効であったとは言えない。
- 4. 金融危機後、ミクロ・プルーデンスよりもマクロ・プルーデンスを重視すべきとされてきたが、大きな進展はない。バーゼルⅢの一環で、カウンター・シクリカル・バッファーが導入される程度である。同規制についても、アジア諸国のようにダイナミックな経済にとっては、信用拡大の行き過ぎを判定する上でのベンチークを適切に設定することは容易ではない。また、適切に判断できたとしても、追加的な資本積み増し要求が政策手段として最適かどうかという問題がある。政策手段は他にもある。

#### 5. その他

- ① SIFI 規制については、米英と大陸欧州諸国の間でもスタンスの相違がある。アジ アも含めた共通の枠組みが、適切な形で実現・実行できるのだろうか。
- ② 損失吸収力を高める手法として CoCo やベイルインの議論、あるいは大幅な自己 資本増強論があるが、どちらも懸念すべき点がある。
- ③ 秩序ある破綻処理の枠組みの整備は、アジアでも必要と考えられる。この分野では、米国は既にドッド・フランク法を成立させ、先行しているが、清算型の処理 しか認めない点など、グローバルな危機への配慮は欠けている。
- ④ ヘッジファンド、シャドウバンク等への規制の必要性についても、アジア諸国では米英とは事情は異なり、実態に即した議論が求められる。

## グローバル金融危機と規制の再設計

一橋大学 佐藤 隆文

金融危機後のグローバルな規制再設計の作業は広範多岐に亘っている。銀行への自己資本規制や流動性規制の強化、銀行の業務範囲の規制、金融業のビジネスモデル是正への動機づけ、システム上重要な金融機関(SIFIs)への加重規制と破綻処理メカニズムの模索、規制対象範囲の拡大(ヘッジファンドへの規制等)、証券化市場のモラル・ハザード防止と透明性向上、店頭デリバティブ市場への規制と決済機能の強化、信用格付会社への規制導入、などが進行中である。

規制の再構築が広範多岐にわたるのは、「市場型システミック・リスクの顕在化」という今回危機の特徴に由来する。今回危機では、それに先立ち深刻な不均衡が市場で大規模に蓄積された。その典型は、高レバレッジによる過大なリスクの積上げ、短期市場性資金への過度の依存と満期構成のミスマッチによる流動性準備の脆弱性、リスク捕捉の疎漏に起因する自己資本不足、証券化ビジネスにおけるモラル・ハザード、金融商品の本来価値と市場価格の乖離、錯綜したリスク移転の連鎖とリスク所在の不透明性などであった。これらは、「持続可能性の欠如」という点で共通している。これらの不均衡が市場で顕在化し、錯綜した相互依存関係(interconnectedness)を通じて、負の影響がスパイラル的に波及し市場の混乱と金融システムの機能不全をもたらした。ここで錯綜した相互依存関係とは例えば、金融商品及びその市場価格、投資資金の調達と担保提供、金融商品市場及び資金市場の流動性、信用デリバティブズ等を通じたリスク移転の連鎖、銀行等の財務の健全性とカウンターパーティ・リスク、等の諸要素の間における密接な相互連関であった。

規制の再設計は、これら不均衡の深刻化を規制ルール等の厳格化によって予防することが企図されているものである。あるいは、予防方策の漏れや規制回避行動により再び不均衡が蓄積された時に、その調整がシステミックな連鎖を伴って金融システム全体を機能不全に陥らせるような事態の再発を防ごうとするものである。

これらの規制強化は、今回の金融システム危機の原因の多様性に対応しており、危機の再発防止に向けて一定の合目的性を伴っていると言える。他方、規制再設計の集積が過剰規制に至ると、実体経済を支える金融仲介機能の低下、対顧客サービスの質の劣化、ビジネスモデルの差異や国ごと・市場ごとの特徴の捨象、規制回避行動(regulatory arbitrage)の惹起、シャドー・バンキングの拡大、などの副作用をもたらす懸念がある。

このような副作用をできるだけ抑制しつつ、金融システムの安定性・強靭性の改善を着実に進めるための「より賢い規制・監督」が求められている。その答えは容易に得られるものではないが、市場型システミック・リスクのメカニズムに焦点を当てたきめ細かな制度設計、マクロ・プルーデンス政策の推進、プリンシプル準拠の監督の併用、などがこの課題に応えていくための示唆を与える。

# 明治大学駿河台キャンパスへのアクセス

