金融学会会報

2013年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　**2013年9月21日（土）・ 9月22日（日）**

会　場　**名古屋大学東山キャンパス（経済学研究科棟）**
（〒464-8601　愛知県名古屋市千種区不老町１）
最寄り駅と所要時間：
名古屋市営地下鉄・名城線・名古屋大学駅、徒歩約３分
URL：http://www.soec.nagoya-u.ac.jp/access.html

連絡先　2013年日本金融学会秋季大会準備委員会
〒464-8601　愛知県名古屋市千種区不老町１
名古屋大学大学院経済学研究科家森信善研究室
E-mail：jsme2013f.program@soec.nagoya-u.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費: 無料です。

○懇　親　会：9月21日（土）18時15分より、名古屋大学東山キャンパス南部食堂（http://www.nucoop.jp/about/outline_map.html）にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費（4,500円）を、同封の振込用紙を使って、下記のゆうちょ銀行口座に8月25日（日）までにお振込みください。

口座記号番号:　00860-5-110818
加入者名:　２０１３年日本金融学会秋季大会準備委員会
(ニセンジュウサンネンニホンキンユウガッカイシュウキタイカ)

なお、8月26日（月）以降および当日お支払いの場合には5,500円を頂戴いたします。

○昼　　食：9月21日（土）は南部食堂を特別営業しますので、予約は不要です。9月22日（日）の昼食については、　弁当(お茶付き：1食1,000円)をご用意いたしますので、同封の振込用紙を使って、ご予約ください。なお、弁当の受渡しは、南部食堂で11：15から行う予定です。

ご　注　意：懇親会費および9月22日の弁当代を振り込まれる方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送ください。このハガキを返送せずに、振込みのみをされた場合、懇親会へのご参加や弁当の受け渡しができない場合がございますので、ご注意ください。また、お振込み後の懇親会費・弁当代の払い戻しには応じかねますので、ご了解ください。

○アクセス：会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用ください。

○セッション: 自由論題の各報告は、報告者の報告時間25分、コメント8分、質疑応答7分の合計40分です。パワーポイントをご利用の方は、セッションの開始10分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。また、開始時刻は9月21日（土）は10時、9月22日（日）は9時30分です。

○宿泊施設：各自で手配願います。

○そ　の　他：

- 当日のコピー・サービスは一切行いません（当日配布される資料については、各自で事前にご準備ください）。
- 要旨集の印刷配布は行いません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用ください。
- 会場のパワーポイントは2007年版です。それ以降のバージョンの動作・設定については、担保していません。
- 天候・自然災害等によって開催が困難になった場合、できるだけ迅速に学会HPに情報を掲載し、また学会MLを利用してご連絡します。非開催に伴う諸費用の補償はできませんので、ご了解ください。

日本金融学会 2013 年度秋季大会

プログラム

第１日　９月 21 日　(土)

受付開始　　名古屋大学　東山キャンパス　　経済学研究科講義棟 1F　9:30～

１．　震災復興金融パネル　　＜10:00～12:00＞

カンファレンスホール

テーマ：震災時の中小企業金融

座長　　東北福祉大学　鴨　池　　治　氏

(1) Trading Partners and Firm Location Choice: Evidence from the Great East-Japan Earthquake

報告者　　みずほ総合研究所　小　野　有　人　氏

(2) 東日本大震災と企業の二重債務問題

報告者　　東北大学　西　山　慎　一　氏

(3) 支援現場からみた復興金融

報告者　　東日本大震災事業者再生支援機構　荒　波　辰　也　氏

討論者　　日本経済研究センター　増　島　雄　樹　氏

討論者　　神戸大学　地　主　敏　樹　氏

２．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

経済学部　第一講義室

セッション：　国際金融１

座長　　学習院大学　村　瀬　英　彰　氏

(1) 対外直接投資の収益性の課題――新興国での良質な案件生成が鍵

報告者　内閣府　加藤卓生 氏
討論者　成蹊大学　永野護 氏

(2) Hot Money Flow, Money Supply, Credit and Residential Property Prices in China

報告者　武蔵大学　大野早苗 氏
法政大学　胥鵬 氏
討論者　一橋大学　塩路悦朗 氏

(3) Prudential Capital Controls: The Impact of Different Collateral Constraint Assumptions

報告者　京都大学　敦賀貴之 氏
日本銀行　片桐満 氏
日本銀行　加藤涼 氏
討論者　神戸大学　北野重人 氏

経済学部　第二講義室

セッション：国際金融２

座長　関西大学　髙屋定美 氏

(1) The Spillover Analysis of the African Stock Markets in the Crisis Period

報告者　滋賀大学　吉田裕司 氏
甲南大学　杉本喜美子 氏
大阪学院大学　松木隆 氏
討論者　筑波大学　永易淳 氏

(2) ドル化政策実施国における中央銀行の役割と機能

報告者　東海大学　木下直俊 氏
立正大学　林康史 氏
討論者　立命館大学　大田英明 氏

(3) 2000 年代の金融危機と外国為替相場の変動――日本円と韓国ウォン相場の非対称性を中心に

報告者　龍谷大学　竹中正治 氏
国際通貨研究所　佐久間浩司 氏
討論者　長崎大学　須齋正幸 氏

法学部　第一講義室

セッション：企業金融

座長　近畿大学　安孫子　勇一　氏

(1) ファミリー企業と資本構成

報告者　一橋大学大学院　太　宰　北　斗　氏

討論者　京都産業大学　福　田　充　男　氏

(2) 資本構成の調整手段に関する研究――日本の上場企業のデータをもとに

報告者　日本政策投資銀行　岡　本　弦一郎　氏

討論者　慶應義塾大学　辻　　幸　民　氏

(3) 目標負債比率の決定要因と調整速度――負債比率の部分調整モデルを用いた分析

報告者　慶應義塾大学　富　田　信太郎　氏

討論者　一橋大学　花　崎　正　晴　氏

法学部　第三講義室

セッション：パーソナル・ファイナンス

座長　名城大学　前　田　真一郎　氏

(1) The Impact of Public Insurance on Private Insurance Demand: Is Private Insurance a Normal Good?

報告者　長崎大学　大　倉　真　人　氏

討論者　明治大学　浅　井　義　裕　氏

(2) 米国の高等教育資金形成制度の概要と日本への示唆

報告者　野村資本市場研究所　宮　本　佐知子　氏

討論者　札幌大学　飯　田　隆　雄　氏

(3) 金融知識の情報源

報告者　大東文化大学　郡　司　大　志　氏

討論者　一橋大学　祝　迫　得　夫　氏

３． 昼食　　＜12:00～13:00＞

４． 国際金融パネル　　＜13:00～15:00＞

カンファレンスホール

テーマ：国際資金フローと世界金融危機

座長　神戸大学　藤　田　誠　一　氏

(1) 国際資金フロー・欧州金融機関・金融危機

報告者　神戸大学　松　林　洋　一　氏
神戸大学　藤　田　誠　一　氏
神戸大学　北　野　重　人　氏

(2) 金融危機とベイルアウト

報告者　BNP パリバ証券　中　空　麻　奈　氏

(3) 金融危機と信用外部性

報告者　日本銀行　加　藤　　涼　氏

５． 自由論題　　＜13:00～15:00＞

経済学部　第一講義室

セッション：金融政策１

座長　神戸大学　小　林　照　義　氏

(1) Active Policy Rule versus Ineffective Monetary Policy:
TVP-VAR Analysis of Chinese Monetary Policy from 1994 to 2012

報告者　一橋大学大学院　劉　　佳　氏
討論者　東京大学　小　枝　淳　子　氏

(2) A Regime-Switching SVAR Analysis of Zero Interest Rate Policy

報告者　東京大学　小　枝　淳　子　氏
一橋大学　林　　文　夫　氏
討論者　関西大学　本　多　佑　三　氏

(3) The Effects of Commodity Price Shocks and Systematic Monetary Policy in Developed Countries

報告者　京都大学大学院　関　根　篤　史　氏
討論者　神戸大学　柴　本　昌　彦　氏

経済学部　第二講義室

セッション：地域金融

座長　中央大学　根　本　忠　宣　氏

(1) 地域金融機関の店舗展開が地元企業に与える影響――北海道における信用金庫の事例の検証

報告者　釧路公立大学　尾　崎　泰　文　氏
立命館大学　播磨谷　浩　三　氏
討論者　早稲田大学　小　倉　義　明　氏

(2) 預金市場の競争度と市場規律

報告者　鹿児島大学　永　田　邦　和　氏
討論者　愛知学院大学　近　藤　万　峰　氏

(3) リレーションシップバンキングと中小企業融資の活性化――日本と中国の比較

報告者　神戸大学大学院　劉　　亜　静　氏
討論者　みずほ総合研究所　小　野　有　人　氏

法学部　第一講義室

セッション：各国金融

座長　南山大学　荒　井　好　和　氏

(1) インドネシアにおけるインフラ金融と邦銀――ネットワーク分析による観察

報告者　山形大学　山　口　昌　樹　氏
討論者　松山大学　西　尾　圭一郎　氏

(2) 中国における非主流金融の拡大と中小企業

報告者　麗澤大学　陳　　玉　雄　氏
討論者　近畿大学　山　上　秀　文　氏

(3) カンボジア銀行業の効率性の決定要因――2 段階 DEA による効率性の計測

報告者　一橋大学　奥　田　英　信　氏
一橋大学大学院　相　場　大　樹　氏
討論者　立命館大学　播磨谷　浩　三　氏

法学部　第三講義室

セッション：マクロ経済分析

座長　山口大学　兵　藤　　隆　氏

(1) Long-run Analysis on Convergence of Japanese Local Price Levels: a Pairwise Approach

報告者　駿河台大学　池　野　秀　弘　氏
討論者　筑波大学　永　易　　淳　氏

(2) Oil Consumption and Macroeconomic Activity in Japan

報告者　中京大学　英　　邦　広　氏
討論者　広島大学　千　田　　隆　氏

(3) Fiscal Policy under Staggered Loan Contract

報告者　東海大学　平　賀　一　希　氏
日本経済研究センター　高　野　哲　彰　氏
討論者　慶應義塾大学　寺　西　勇　生　氏

６．　特別講演　　＜15:10～16:10＞

カンファレンスホール

座長　名古屋大学　金　井　雄　一　氏
講演者　全国信用協同組合連合会理事長　内　藤　純　一　氏

演題：信用組合の課題と全国信用協同組合連合会（全信組連）の今後の役割

７．　会長講演　　＜16:15～17:15＞

カンファレンスホール

座長　　名古屋大学　金　井　雄　一　氏

講演者　　同志社大学　藤　原　秀　夫　氏

演題：市場の均衡および不均衡における信用創造と貨幣供給

―― 閉鎖経済と開放経済 ――

８．　会員総会　　＜17:20 ～18:00＞

カンファレンスホール

９．　懇親会　　＜18:15～20:15＞

会場　　南部食堂

第 2 日　9 月 22 日 (日)

受付開始　　名古屋大学　東山キャンパス　　経済学研究科講義棟 1F　9:00～

10.　特別セッション　　<9:30～11:30>

カンファレンスホール

テーマ：アベノミクス

座長　　東京福祉大学　水　谷　研　治　氏

(1) 異次元緩和の有効性

報告者　　関西大学　本　多　佑　三　氏

(2) アベノミクスの３つの誤り

報告者　　慶應義塾大学　小　幡　　績　氏

(3) アベノミクスに対する市場の見方

報告者　　ニッセイ基礎研究所　矢　嶋　康　次　氏

(4) Implications of the Japanese Corner Solution

報告者　The Korea Institute of Finance　GongPil Choi　氏

討論者　　神戸大学　地　主　敏　樹　氏

11.　自由論題　　<9:30～11:30>

経済学部　第一講義室

セッション：国際金融３

座長　　東京経済大学　熊　本　方　雄　氏

(1) 単位根及び共和分検定による東アジア諸国通貨の定常性分析

報告者　　一橋大学大学院　王　　志　乾　氏

討論者　　東洋大学　川　﨑　健太郎　氏

(2) Time Varying Pass-through: Will the Yen Depreciation Help Japan Hit the Inflation Target?

報告者　　一橋大学　塩　路　悦　朗　氏

討論者　成蹊大学　大　野　正　智　氏

(3) 中国経済の拡大とアジア経済への波及――Global VAR モデルを用いた応用分析の一例

報告者　国際協力銀行　大　重　　斉　氏

討論者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

経済学部　第二講義室

セッション：金融史

座長　名古屋市立大学　横　山　和　輝　氏

(1) 廃止された郵便貯金――アメリカの再検証

報告者　岡山大学　西　垣　鳴　人　氏

討論者　中京大学　由　里　宗　之　氏

＊第 1 報告は中止になりました。開始は 10 時 10 分となります。

(2) トルーマン政権期の金融政策――財務省統制下における連邦準備の政策運営

報告者　慶應義塾大学大学院　土　橋　康　人　氏

討論者　松山大学　掛　下　達　郎　氏

(3) 準備通貨ポンドの凋落とスターリング協定

報告者　名古屋大学　金　井　雄　一　氏

討論者　早稲田大学　矢　後　和　彦　氏

法学部　第一講義室

セッション：金融政策２

座長　広島大学　千　田　　隆　氏

(1) Asymmetric Forecasting in Real-time Learning and the Taylor Rule

報告者　久留米大学　池　田　太　郎　氏

討論者　神戸大学　小　林　照　義　氏

(2) Nominal Idiosyncratic Shocks and Optimal Monetary Policy

報告者　神奈川大学　大　滝　英　生　氏

討論者　明星大学　盛　本　圭　一　氏

(3) The Non-negative Constraint on Nominal Interest Rate and the Effects of Monetary

Policy

報告者　神戸大学大学院　蓮　井　康　平 氏
討論者　慶應義塾大学　寺　西　勇　生 氏

法学部　第三講義室

セッション：市場分析

座長　愛知学院大学　内　田　　滋 氏

(1) An Investigation of Housing Affordability in the UK

報告者　筑波大学　永　易　　淳 氏
University of Stirling　Alberto Montegnoli 氏
討論者　武蔵大学　大　野　早　苗 氏

(2) Market Liquidity and Bank-dominated Corporate Governance: Evidence from Japan

報告者　名古屋市立大学　坂　和　秀　晃 氏
釧路公立大学　生　方　雅　人 氏
立命館大学　渡　辺　直　樹 氏
討論者　関西学院大学　阿　萬　弘　行 氏

(3) 取引所の総合化――商品先物の視点から

報告者　ドットコモディティ　車　田　直　昭 氏
立正大学　林　　康　史 氏
討論者　慶應義塾大学　池　尾　和　人 氏

12. 昼食　＜11:30～12:30＞

13. 共通論題　＜12:30～15:30＞

カンファレンスホール

テーマ：1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まり、終わったのか？

座長　法政大学　靏　見　誠　良 氏

(1) 静寂な始まりは何を意味したのか？――1932 年における国債発行方式の

転換プロセス

報告者　甲南大学　永　廣　　顕　氏

(2)「国債消化力」はどのように認識され拡充されたのか？――国債引受シンジケート銀行と売りオペ

報告者　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

(3) 戦後財政金融のありかたをどのように規定したのか？――戦時国債と戦後ハイパー・インフレ

報告者　大妻女子大学　伊　藤　正　直　氏

討論者　関西学院大学　春　井　久　志　氏
明治大学　須　藤　　功　氏
成城大学　浅　井　良　夫　氏

（プログラム委員会）

栗　原　　裕（愛知大学、委員長）	安　孫　子　勇　一（近畿大学）
荒　井　好　和（南山大学）	内　田　　滋（愛知学院大学）
金　井　雄　一（名古屋大学）	北　野　重　人（神戸大学）
小　林　　毅（中京大学）	櫻　川　昌　哉（慶應義塾大学）
佐　藤　政　則（麗澤大学）	千　田　　隆（広島大学）
髙　屋　定　美（関西大学）	地　主　敏　樹（神戸大学）
西　山　慎　一（東北大学）	根　本　忠　宣（中央大学）
林　　康　史（立正大学）	兵　藤　　隆（山口大学）
藤　田　誠　一（神戸大学）	前　田　真　一　郎（名城大学）
村　瀬　英　彰（学習院大学）	矢　野　順　治（広島大学）
家　森　信　善（名古屋大学）	横　山　和　輝（名古屋市立大学）

（実行委員会）

金井雄一（委員長）	家森信善（副委員長）	浅　井　義　裕	石　坂　綾　子
伊藤カンナ	打田委千弘	古　賀　大　介	近　藤　万　峰
高　久　賢　也	冨　村　　圭	橋　本　理　博	

＜震災復興金融パネル＞

震災時の中小企業金融

東北福祉大学　鴨池　治

パネルの趣旨

２０１１年３月１１日発生の東日本大震災では、多くの中小企業が被災した。特に、沿岸部の漁業・水産加工業は、津波により、壊滅的な被害を受けた。これに対し、日本政策金融公庫の復興特別貸し付け、マル経経費（経営改善貸し付け)、セイフティネット貸し付け、商工組合中央金庫の災害復旧資金、経営環境変化対応資金等の政策金融が実施され、また、民間銀行も積極的に融資に取り組んでおり、さらに、各種の補助金が設定され（例えば、厚生労働省の休業手当に対する雇用調整補助金、被災者雇用に対する特定求職者雇用開発助成金等)、企業の復興が進みつつある。一方で、借入により行った工場や資本設備が破壊され、新たな投資を行えば発生する２重ローンの問題も存在する。本パネルでは、震災により被害を受けた中小企業の立ち直りと金融の関係を取り上げ、どのような問題があったか、どのようにすれば解決するか、等を議論していきたい。

〈震災復興金融パネル〉

みずほ総合研究所　小野　有人

〈震災復興金融パネル〉

東北大学　西山　真一

〈震災復興金融パネル〉

東日本大震災事業者再生支援機構　荒波　辰也

対外直接投資の収益性の課題
ー新興国での良質な案件生成が鍵ー

内閣府　　加藤　卓生

対外直接投資は、海外向け投資の中でもとりわけ高い収益性を有している。日本経済にとっては、家計や企業が保有する豊富な金融資産を、対外直接投資を通じて効果的に活用していくことは、成長力を高めるためにも重要な課題である。

本稿では、日本の対外直接投資について、規模面と異なり課題が見えにくい、収益面に着目して分析を行った。具体的には、日本の対外直接投資が収益面でみて効果的かどうかについて、国際比較や要因分解を試み、以下の結果を得た。第 1 に、日本の対外直接投資の収益率は、G5 の間で比較すると米英より低いが、独仏より高い。こうした主要国間の収益率の差は、投資をする国の選び方よりも、投資案件の生成力によるところが大きい。第 2 に、投資案件の生成について、収益率の高い米英は、効率的にリスクを取りながら、M&A などを通じて長い目でみたハイリターンを実現している可能性が高い。第 3 に、国の選び方について、投資受入国の収益率は、経済成長とともに低下する傾向がある。したがって、対外直接投資の投資先は、新興国・途上国に着目すべきである。その際、投資先国のビジネス環境の整備を促すことで、投資の効果を一層高めることができると考えられる。

こうした分析から浮かび上がるのは、まずは、収益性の高い事業での M&A や非製造業への投資を、金融機関とも連携しながら前向きに進めることの重要性である。また、成長著しい新興国、とりわけ欧米企業よりも地理的な近さで優位性のあるアジア新興国で、積極的に案件を見出していくことも欠かせない。当然ながら、事業の海外展開が国内拠点にもたらす影響に配慮しつつ、リスク許容度を超えないようにすることが前提となるが、こうした取り組みは、日本の対外直接投資収益率を高める方向に寄与すると考えられる。日本経済の再生のためにも、日本の豊富な金融資産が、対外直接投資を通じて新興国での良質な案件生成につながり、日本と世界がともに成長する好循環が生まれることが期待される。

Hot Money Flow, Money Supply, Credit and Residential Property Prices in China

武蔵大学　　大野　早苗
法政大学　　胥　鵬

This paper assesses the linkages between economic activity, foreign reserve, money, credit, inflation and house prices in China over last decade. The analysis is based on a structural VAR estimated using monthly data spanning the period June 2001-December 2011.

We find important responses of house price to economic activity, monetary policy and credit shocks as well as to a foreign reserve shocks for overall average residential property price. In Beijing, foreign reserve shock had much stronger impacts on average residential property price during the late 2004 to the early 2005 and thereafter hot money inflow continued to contribute to the rise of house price till the middle 2008. After the Lehman Shock, the contribution of foreign reserve shock shrunk largely and sometimes turned to negative but the loosing monetary policy and the expansionary credit policy were the main sources driving the average house the residential price in Beijing. However, the variances of residential property price are predominantly due to its own shocks.

JEL Classifications: G21, G15, G28

Keywords: Monetary Policy, Credit Policy, Hot Money, Residential Property Price

Prudential Capital Controls:
The Impact of Different Collateral Constraint Assumptions

京都大学　敦賀　貴之
日本銀行　片桐　満
日本銀行　加藤　涼

金融危機に関する近年の研究では、小国開放経済のモデルをもとに、社会的に過剰な借入（資本流入）の可能性と過剰な借入を事前に防ぐためのマクロ・プルーデンス政策が活発に議論されている(Jeanne and Korinek 2010, Bianch 2011, Bianchi and Mendoza 2012 等)。この過剰な借入を発生させる要因は、経済主体の直面する担保制約に資産価格が含まれることから生じる金銭的外部性である。Jeanne and Korinek (2010)は、借入に対するピグー税によって金銭的外部性を内部化するマクロ・プルーデンス政策を提案している。他方、Benigno, Chen, Otrok, Rebucci, and Young (2012)は、マクロ・プルーデンス政策は必ずしも最適ではなく、資産価格を直接コントロールする price support policy が利用可能な場合、金融危機の発生時に資産市場に直接介入することが可能であれば、ベイルアウト政策のほうが、経済厚生上、マクロ・プルーデンス政策よりも優れた均衡が達成できると議論している。この議論は、金融危機、またはそれに対する資本規制のあり方が政府の政策手段の利用可能性に依存することを示している。

本稿では、Jeanne and Korinek (2010)のモデルをもとに、マクロ・プルーデンス政策とベイルアウト政策の厚生上の優劣は、利用可能な政策手段よりもむしろモデルにおける担保制約の仮定に大きく依存することを示す。具体的には、政策手段を借入に対する課税もしくは補助金に限定したうえで、マクロ・プルーデンス政策とベイルアウト政策を議論する。そのうえで、家計の借入が借入前に購入した担保の価値によって制約される場合には、マクロ・プルーデンス政策が厚生上望ましい(Jeanne and Korinek (2010)のケース)のに対し、家計の借入が借入時に購入する担保を含めた価値によって制約される場合には、ベイルアウト政策の方が厚生上望ましいことを示す。

The Spillover Analysis on the African Stock Markets in the Crisis Period

Kounan University　Kimiko Sugimoto
Osaka Gakuin University　Takashi Matsuki
Shiga University　Yushi Yoshida

This paper examines the relative importance of the global and regional markets for financial markets in developing countries, especially during the recent turmoil in global financial markets. In particular, we investigate the return transmissions in seven African stock markets (Egypt, Mauritius, Morocco, Namibia, South Africa, Tunisia, and Zambia) for the period between September 1, 2004 and March 29, 2013 by using the spillover indices based on the forecast error variance decompositions from a generalized impulse response function introduced by Diebold and Yilmaz (2012). In addition, we examine how the degree of regional (seven African markets combined), global (China, France, Germany, Japan, UK and US), commodity (gold and petroleum), and nominal effective exchange rates (Euro and US Dollar) transmission to individual African countries evolve during the US sub-prime and European sovereign debt crises. We find that regional spillovers among African countries are insulated from global crises but African markets are severely affected by spillovers from commodity and currency markets as well as from global markets.

Keywords: Spillover; Variance decomposition; African financial market; Financial crisis; Market linkage.
JEL Classification Numbers: F36; G15; O53.

ドル化政策実施国における中央銀行の役割と機能

立正大学　林 康史
東海大学　木下 直俊

パナマ（1904 年）、エクアドル（2000 年）、エルサルバドル（2001 年）は法定通貨を米ドルとする「公式ドル化（official dollarization）」の国として知られている。

これまで、これら「公式ドル化」についてはメリットやデメリットといった理論的な観点から多く論じられてきた。自国通貨の象徴的意義やシニョレッジ（通貨発行権益）を失い、通貨供給能力と為替相場を手放すことになるが、通貨の造幣および管理といったコストを削減でき、経済規模の小さい国にとって利点は大きい（コーヘン[2000]p.90）。ドル化政策をとれば、自国の貨幣・紙幣が消滅し、原則的には中央銀行は不要になる（山崎[2003]P.218）などである。しかし、エクアドルやエルサルバドルでは、ドル化から 10 年以上が経ってもなお中央銀行が機能している。本発表では、現地調査を踏まえ、ドル化実施国における中央銀行の役割と機能について報告する。

特に、エクアドルの事例はパナマやエルサルバドルとは大きく様相を異にしている。2008 年 10 月の憲法改正により、金融政策は行政府の専管事項とされ（憲法第 302 条）、中央銀行（BCE）の独立性が廃され（同第 303 条）、中央銀行理事会は大統領が任命する理事長 1 名に、経済に関連する大臣 5 名の理事の計 6 名で構成されている。

近年、エクアドルは大きく二つの新たな形態の金融政策を講じている。一つ目は、中央銀行が資金の借り手の資産規模に応じて異なる 4 つのセグメントの上限金利を細かく決めるレギュレーションである（Regulacion del Banco Central del Ecuador No.148-2007）。民間銀行は各セグメントの金利、融資額を中央銀行に毎週報告するよう義務づけられており、中央銀行は各々金利の平均値を算出し、それをもとに中央銀行理事会が上限金利を決定している。民間銀行は一律にこの上限金利を超えてはならないよう決められている。

二つ目は、民間銀行に対して、預金の 45%を国内に留保し、国内市場での運用を義務づけるレギュレーション（*Regulacion del Banco Central del Ecuador* No.189-2009）である。国内民間銀行はこれまで投資先としてリスクの高いエクアドルではなく、米国債を主とする海外投資を積極的に進めてきたが、それを規制し、国内市場への資金供給を半ば強制的に増やすことで、マネタリーベースを拡大され流動性が高まっている。なお、この国内留保率は 2012 年 7 月のレギュレーション（*Ibid* No.028-2012）によって 45%から 60%に引き上げられている。

エクアドルはドル化といった制約のなかで、伝統的な金融政策とは異なる独自の金融政策を行うことで景気をコントロールしている。他方で、脱ドル化の懸念も高まっているが、これらレギュレーションはドル化維持に向けた金融政策とも考えられる。

2000 年代の金融危機と外国為替相場の変動
――日本円と韓国ウォン相場の非対称性を中心に――

龍谷大学　竹中　正治
(公益財団法人)国際通貨研究所　佐久間浩司

本論文は米国を震源地とする金融危機を挟んだ 2005 年 1 月から 13 年 3 月の期間を対象に、米ドル以外の通貨、すなわち非基軸通貨サイドの事情にもスポットを当て、為替相場の短期・中期的変動の要因と特徴を明らかにすることを試みたものである。とりわけ、ドル円とドルウォン相場の非対称な変動とその要因の実証的な解明を試みた。

2008 年の米国を震源地とする金融危機の深刻化に伴い、円相場は米ドルを含むほとんど全ての通貨に対して急騰し、円高基調は 2012 年暮れまで持続した。この円高の反対側には韓国ウォンの対円相場の下落と安値持続があり、危機から 2012 年までの世界景気回復過程での両国の回復度合いに目立った違いをもたらす原因のひとつとなった。

回帰分析の結果、当該時期の実質ドル円相場、並びに実質ドルウォン相場の変動は、米国との実質金利格差、リスク・プレミアムの 2 要因によって 60%以上の説明が可能であることがわかった。ただし両通貨の相場の上記 2 要因に対する感応度は二重の意味で非対称的であることが明らかになった。

第 1 にリスク・プレミアムに対する感応度はドル円とドルウォンでは正反対である。第 2 にドル円相場では実質金利格差に対する感応度が対象全期間を通じて高く、一方ドルウォン相場はリスク・プレミアムに対する感応度が圧倒的だった。

こうした両通貨相場の変動要因の非対称性の背後には、①両国の対外資産・負債ポジションの相違、②先物為替取引などを中心としたオフバランス取引による大規模なキャリートレードの対象となる条件の有無が指摘できる。

またドル円相場について、リーマンショック後 2012 年暮れまで円高基調が継続した主因は、日米の短期金利がほぼゼロ近傍に張り付いたまま、日本の企業物価指数に見られる物価の下落が米国に比較して著しく、そのため実質金利格差要因が円高・ドル安方向に持続したことが主因だと推計された。

こうした円高基調は、アベノミクスと黒田日銀総裁下での「かつてない大胆な金融緩和」によってデフレ脱却→マイルド・インフレへの転換期待が醸成されるに至り終焉し、円安方向への急激なシフトが生じた。ただし、1 ドル＝100 円台前半の名目相場は、回帰分析で得られた推計値に基づいて推計する限り、日本の企業物価指数で前年比 7～8%、消費者物価指数で 2%程度の変化を先取りして織り込んでいる可能性が高い。

その意味では、米国の名目金利やインフレ率など他の事情が大きく変わらない限り、日銀が 2015 年春までに目標とするインフレ率の実現可能性について期待が後退する場合には、円高への揺れ戻しが起こり得るだろう。

ファミリー企業と資本構成

一橋大学大学院生　　太宰 北斗

ファミリー企業は優れているといえるだろうか．ファミリー企業が株式市場でより高く評価されていることは知られているが，では，実際にファミリー企業はどのような行動を選択しているのだろうか．この点については，まだ数多くの課題が残されている．

本稿では，日本のファミリー企業を対象に，その資本構成について分析した．ここには2つの目的がある．1つには，日本での分析結果を新たに示すことだ．目的のもう1つは，より重要で，ファミリー企業が持つ多様な側面について，新たな解釈の可能性を示唆することにある．これまでの研究の中には，ファミリー企業が支配権維持を重視した非効率な行動をしていると考えるものもあれば，世代を越えた長期的な視点から効率的経営を促していると考えるものもある．しかし一方で，実際には，老舗と呼ばれる優れたファミリー企業もあれば，私的に資金を流用するファミリー企業もあることを私たちは知っている．そこで本稿では，ファミリー企業をいくつかのタイプに分類できるものと考え，分析した．

2001年度から2010年度の日本の全上場企業のうち2,989社を対象に分析した結果，ファミリー企業が非ファミリー企業に比べて有利子負債をより活用していることが示唆された．これは，創業者一族が経営や株式保有を通じてどのように関与しているかにかかわらず安定的なものであった．さらに，経営者が創業者である場合には，この効果はより強く，有利子負債がより活用される傾向にあった．他方で，経営者が創業者の子孫によって世襲されている場合には，一貫した傾向は示されなかった．具体的には，世襲によるファミリー企業のうちでも，創業者一族が最大株主である場合には有利子負債をより活用する傾向にあった一方，最大株主でない場合には非ファミリー企業と有意な差は見られなかった．また，最大株主である場合にも，より小規模な企業では有利子負債を活用する傾向があったが，企業規模が大きくなるにつれてこの傾向は弱まり，非ファミリー企業と有意な差は見られなくなっていた．こうした結果は，ファミリー企業が一般に，資本構成に影響する要因の1つである可能性を示唆している．加えて，世襲企業で見られた傾向は，企業の支配を優先するために有利子負債で資金調達をするインセンティブがあり，その代わりに企業の成長が限定されてしまうファミリー企業もいれば，経営の効率性を優先して非ファミリー企業と同様の行動を取るファミリー企業もいることを示唆しているかもしれない．

ファミリー企業が一般的にどのような資本構成を選択しているか，という観点に留まらず，どのようなタイプが存在し，それがどのように分類できるかを試みた分析は本稿の新たな点である．また，分析に用いられたデータは，新興市場も網羅的に含んでいる点で，新しいもので，より全体的な傾向を把握できるようになっている．

資本構成の調整手段に関する研究
――日本の上場企業のデータをもとに――

株式会社日本政策投資銀行　岡本弦一郎

近年，資本構成に関する研究の中心的な課題は「最適資本構成とは何か」という問題から「企業は如何に資本構成を調整するのか」という問題に移行している．しかし，資本構成の調整に関する既存研究の多くは，負債比率自体の変動のみに着目し，調整を生じさせる「手段」については深く言及してこなかった．また，これらの研究において，資本構成の調整はターゲットからの乖離幅に比例して生じるもの，即ちターゲット志向の企業行動からのみ生じるものと想定されているため，非ターゲット志向の企業行動の影響は分析対象とされていない．本研究は，資本構成の調整をテーマに分析を進める上で，資本構成の調整手段に焦点を当てた．また，その際，資本構成の調整をターゲット志向の企業行動から生じるものと非ターゲット志向の企業行動から生じるものに区別することで，各調整手段別の調整速度を精緻に測定した．

分析の結果,資本構成の調整速度は用いられる手段により大きく異なることがわかった．先行研究同様，ターゲット志向の企業行動のみに着目した分析においては過剰負債・過小負債および資金余剰・資金不足の別で調整速度に差異が生じ，減資が有効と考えられる過小負債かつ資金余剰のケースで年率 14.6%と調整が最も緩やかに，増資が有効と考えられる過剰負債かつ資金不足のケースで年率 33.0%と調整が最も速いことが示された．一方，非ターゲット志向の企業行動の影響を含めた分析においても，引き続き，手段間の調整速度に差異が観察された．また，企業が資金余剰の状態にある場合，非ターゲット志向の企業行動が調整速度に大きな影響を与えることがわかった．具体的には，資金余剰の状態にある企業は，利益による剰余金の積み立ての影響に加えて，金融機関とのリレーション構築を目的とした借換のインセンティブが小さいことから負債比率の下落が生じる．そのため，過剰負債かつ資金余剰のケースでは非ターゲット志向の企業行動が調整に正の効果を与えて速度が上昇する一方，過小負債かつ資金余剰のケースでは負の影響を与えて速度が下落することが示された．

目標負債比率の決定要因と調整速度
――負債比率の部分調整モデルを用いた分析――

慶應義塾大学 富田信太郎

負債比率の最適な水準が存在するのか否かに関して、Graham and Harvey(2001)は企業アンケートを行い、約 8 割の企業が目標となる負債比率の水準を設けていることを指摘している。これは、それが最適であるかどうかは別としても、多くの企業が目標負債比率を持っていることを意味する。ただし、企業は常に目標負債比率を維持しているわけではない。Graham and Harvey(2001)では、多くの企業はある程度の範囲を持たせて目標を設定していることを指摘している。また、Banerjee, Heshmati, and Wihlborg(2004)やFlannery and Rangan(2006)では、目標負債比率への調整は即座に行われるわけではなく、部分的に調整が行われることが指摘されている。

企業の資本構成を分析する過去の実証研究の多くでは、実現した企業の負債比率が最適負債比率を適切に反映することを暗黙裡に想定している。しかし、目標負債比率への調整が完全には行われないのであれば、実現負債比率を目標負債比率として取り扱うことはできない。そのため、企業の資本構成を適切に分析するためには、部分調整を考慮した上で、その決定要因を分析する必要がある。

本稿では、東証 1 部上場の製造業に属する企業を対象に、目標負債比率への部分調整を考慮した上で、目標負債比率の決定要因と負債比率の調整速度、目標負債比率への調整がどのように行われるのかを分析している。その結果、目標負債比率は特に資産規模や収益性、資産の有形性といった要因に強く影響を受けており、資産規模や資産の有形性が高いほど目標負債比率は上昇し、収益性が高い企業ほど目標負債比率は低下する傾向が示された。また、調整速度については、東証 1 部の製造業に限れば、2 年から 3 年程度のペースで調整が行われていることが示された。

さらに、目標負債比率と実際の負債比率の乖離によって社債比率と借入比率がどのように変化するかを分析した。その結果、相対的に規模が小さい企業では、目標負債比率からの乖離を主に借入比率を変化させることで調整していることが示され、負債比率の調整において借入が非常に重要な役割を担っていることが示唆された。一方、大規模企業については、そのような傾向は観察されず、目標負債比率からの乖離を調整するために、社債比率と借入比率が同程度に変化していることが示された。このことは、資産規模の大きな企業の場合には、社債を利用した場合にも調整のための取引コストが借入を利用する場合と同程度に低い可能性を示唆していると考えられる。

The Impact of Public Insurance on Private Insurance Demand: Is Private Insurance a Normal Good?

Nagasaki University Mahito Okura

The purpose of this study is to investigate whether private insurance is a normal (inferior) good by examining the effects of public insurance. We show that differences in terms of the public insurance benefits are the critical factor in our decision. Using a theoretical model, we confirm that private insurance has the tendency to be a normal (inferior) good if the public insurance benefits are fixed (positively linked) to household income.

Keywords:

Normal good, Inferior good, Private insurance, Public insurance

米国の高等教育資金形成制度の概要と日本への示唆

野村資本市場研究所　宮本　佐知子

いかにして人的資本の価値を高めるか、そのための教育をどうするかという命題は、近年、日本のみならず主要先進国で重要な政策課題になっているが、実務的な議論になった時、教育費用の手当が大きな問題になることが多い。

米国は日本と同様に、高等教育段階における家計負担割合が大きい国であるが、同国では家計負担を軽減するために、高等教育資金に係る多様な税制優遇制度が整えられてきた。本稿ではまず、その史的展開と概要を報告し、次に、その中でも教育資金形成のための制度「529 プラン」の普及が近年進んでいることから、その概要や実態を報告する。最後に、この海外事例報告を通じて、わが国への示唆を得たい。

金融知識の情報源

大東文化大学　　郡司　大志

日本の家計は欧米に比べて危険資産の保有比率が極めて低い。本稿は、この原因が金融知識の少なさであるかどうか検証する。家計の危険資産保有では学歴効果がしばしば観察されるが、この効果は金融知識を考慮することでほとんど消えてしまうことを示す。また、その金融知識を得るための情報源として有効なのは、新聞やマネー雑誌の記事、金融機関のウェブページなどであり、ブログやSNS、フィナンシャル・プランナー、家族の助言などを参考にしている家計では金融知識が得られていないことが分かった。したがって、金融知識を効率的に得られるようにするためには、新聞やマネー雑誌、ウェブページなどを活用する必要があることが示唆される。

国際資金フローと世界金融危機

サブプライム危機、ユーロ危機に端を発する世界金融危機の発生は、世界経済に新たな課題を突き付けている。危機の発生要因と増幅のメカニズムは多岐にわたっており、様々な側面からの考察が不可欠である。ただし危機の深層において、金融機関の特異な行動が存在していたという点、危機がグローバルな様相を呈していたという視点はきわめて重要である。そこで本パネルでは、金融危機が「世界金融危機」と変容していく姿を、国際的な資金フローの一層の拡大と、金融機関の新たな行動様式という視点から考究していくことにする。報告者は、政策当局、実務、学界のメンバーから構成されており、多面的なアングル、アプローチに基づく考察が展開される。

「国際資金フロー・欧州金融機関・金融危機」（松林・藤田・北野）では、2000 年代前半からの欧州金融機関の行動をグローバルな資金フローとの関係において捉え、その特異な行動様式とグローバル金融危機との関係を、金融機関データを用いて精査していくことにする。「金融危機とベイルアウト・ベイルイン」（中空）は金融危機時における「ベイルアウト」あるいは「ベイルイン」という新たな課題を、預金取り付け、預金者保護との関係において検討していくことが不可欠である点が明らかにされる。実務家の視点にもとづく、金融市場の精緻な観察に裏打ちされた考察が展開される。「金融危機と信用外部性」（加藤）は、世界金融危機後に発展してきた金融危機に関する理論的考察を展望するとともに、独自の知見が紹介される。銀行システムと金融危機を扱う新たな理論的考察の進展を考慮した上で、「信用外部性」という側面に焦点をあて、自由放任的な銀行システムが引き起こす金融危機の発生可能性について精緻な分析が報告される。

〈国際金融パネル〉

国際資金フローと欧州金融機関の行動

神戸大学　松林　洋一
神戸大学　藤田　誠一
神戸大学　北野　重人

1999 年のユーロ導入によって、ユーロ加盟国の金融機関は、より高い収益を獲得すべく、新たな展開を模索し始めた。特に顕著な特徴は、2000 年代以降、米国において進展の著しい証券投資へ、欧州金融機関が深く関わり始めていた点である。ただし詳細に観察すると、その姿は国によって多様であることがわかり、このような差異が、その後の金融危機に対する影響の違いとなって浮き彫りにされることになる。

本報告では、欧州金融機関の行動をグローバルな資金フローとの関係において捉え、その特異な行動様式と金融危機との関係を精査していくことにする。

「金融危機とベイルアウト・ベイルイン」

中空麻奈

報告要旨

マーケットが安定し、金融機関のクレジットリスクも安定している昨今、ユーロソブリン危機の報道もそれ程されなくなってきた。これは取りも直さず、LTRO や OMT といった ECB の施策による効果が大きいためであった。ファンダメンタルズを見ればユーロソブリン危機はまだ継続していると見るべきにも関わらず、ひとまず小康状態になっているというのが正しい理解であろう。

ECB の施策が効いた結果、欧州金融機関のデフォルトリスクは著しく抑制されたと言えるだろう。しかし、こうした金融機関に対する様々な施策にも関わらず、キプロスでは預金封鎖という事態に陥った。最終的には大口預金者に対するヘアカットを求める形で収まったものの、混乱の当初は小口預金者にも部分的なヘアカットが要請される案が取り沙汰されたことにより、預金のシフトが起きるのではないかとの懸念が持ち上がるに至った。その後、小口預金者を完全に保護するという点、いわゆる“預金者保護”がクローズアップされることとなったわけである。すなわち小口預金者が多いほど、金融機関のクレジットリスクが高まってしまうというおかしなことが生じてきたわけだ。金融機関のクレジットを考える上で、重要な問題提起になったことを踏まえ、キプロスの預金封鎖についてレビューしておくこととする。

また、折からグローバルに金融規制が厳格化しようとする流れにある。その観点の中で重要なテーマの一つが“ベイルイン”である。この“ベイルイン”という考え方と“預金者保護”の両観点をどうバランスよく見ていけばよいのか、は、金融機関のクレジットを考える際の新しいテーマとも言えるであろう。ベイルインによって、金融市場への影響はどういったものが考えられるのか、市場関係者の観点で整理しておくことにしたい。

〈国際金融パネル〉

金融危機と信用外部性

日本銀行　加藤　涼

本報告では、世界金融危機後に発展してきた金融危機に関する理論的考察を展望するとともに、独自の考察の紹介を行う。具体的には、世界金融危機以降、銀行システムと金融危機を扱う新しい試みに関する考察が精力的に進められているが、特に我々は「信用外部性」に焦点をあて、自由放任的な銀行システムが引き起こす金融危機をどのように理解できるかを検討・紹介することにする。

Active Policy Rule versus Ineffective Monetary Policy: TVP-VAR Analysis of Chinese Monetary Policy from1994 to 2012

PhD student from Hitotsubashi University Cicely Liu

This paper aims to provide an analysis on the effectiveness of the monetary policy in China during the past two decades by using the time-varying parameter structural vector Autoregression (TVP-VAR) with stochastic volatility. The TVP-VAR model, combined with stochastic volatility, enables us to capture structural changes in underlying structure of the Chinese economy in a flexible and robust manner. The Markov chain Monte Carlo method is employed for the estimation of the TVP-VAR models with stochastic volatility. Both the policy rule and effectiveness of the monetary policy are explored from three perspectives: inflation, output and real effective exchange rate in this paper. We come to a conclusion that money supply policy is an active monetary policy rule but it is not effective. One of the reasons may be the exchange rate regime changes. This paper is the first attempt to use TVP-VAR model to analyze Chinese monetary policy.

Keywords: Chinese monetary policy, exchange rate regime, TVP-VAR with stochastic volatility, MCMC

JEL codes: E52

A Regime-Switching SVAR Analysis of the Zero-Interest Rate Policy

Hitotsubashi University Fumio Hayashi
University of Tokyo Junko Koeda

Central banks of major market economies have in recent years embarked on the Zero Interest Rate Policy (ZIRP) of maintaining the policy rate at a very low level, with a supply of large amounts excess bank reserves. We develop a regime-switching structural vector autoregression (SVAR) in which the regime, chosen by the central bank, is endogenous and observable. The model can incorporate the exit condition, imposed on itself by the central bank, of not ending the ZIRP. We then apply the model to Japan, a country that has accumulated, by our count, 130 months under three spells of the ZIRP regime as of December 2012. Our impulse response analysis, which takes into account the regime endogeneity, yields two findings. First, an increase bank reserves under ZIRP raises inflation and output. Second, switching to a IRPdeflationary. In particular, the decision by the Bank of Japan to terminate the ZIRP in July 2006 was not deflationary. However, these is considerable uncertainty about these findings because of relatively wide error bands.

The Effects of Commodity Price Shocks and Systematic Monetary Policy in Developed Countries

Ph.D. student, Kyoto University Atsushi Sekine

We investigate whether central banks in eight developed countries reacted to commodity price shocks before and in the Great Moderation periods and, if so, whether their responses restrained changes in the consumer price index (CPI) triggered by the shocks. Unlike previous studies that base their conclusions on oil prices, we use prices of industrial mineral as an index of commodity prices. We examine central banks in the US as a benchmark; Canada and Australia as industrial mineral producers; and Japan, the UK, France, Germany, and Italy as non-resource countries.

By estimating the impulse response functions by local projections, we find that in the Great Moderation period central banks with the exception of the Bank of Japan reacted to commodity price shocks that altered the CPI. Central banks in Canada and France seem to have been able to control CPI variations; however, central banks in the US, Australia, the UK, Germany and Italy do not in the Great Moderation period. Moreover, each of the central banks reacted "indirectly" to commodity price shocks, especially through changes in commodity prices. These results imply that commodity prices affected CPI variations and were an important contributor of monetary policy in those countries in the Great Moderation period.

Keywords: Industrial Mineral Prices, Systematic Monetary Policy, Local Projections, Impulse Responses, Response Decomposition

JEL Classification: C32, E58, F14

地域金融機関の店舗展開が地元企業に与える影響
――北海道における信用金庫の事例の検証――

立命館大学　播磨谷　浩三
釧路公立大学　尾崎　泰文

本論の目的は北海道における信用金庫の店舗展開が、その地域における企業の開業や廃業にどのような影響を与えているかを実証的に考察することにある。北海道では札幌以外に本店を持つ信用金庫が数多くある一方で、二行ある地方銀行の本店所在地ははいずれも札幌市であり対称的である。よって信用金庫のみを分析対象とするのではなく、信用金庫との比較のため地方銀行についても分析を行っている。

2003 年以降、地域金融機関の機能活性化を通じて地域経済を活性化させるという、リレーションシップバンキング（以降リレバン）の推進が行われてきた。しかしこの間、北海道内の信用金庫全体で見ると店舗数を減少させている一方で、特に地方部の信金の営業地域を越境しての札幌圏への新規出店、または隣接する支庁への新規出店などが見られ、リレバン強化とは相反する動きもみられる。地方銀行に目を向けると全体的な店舗数は減少傾向にあるものの、店舗を減らしている地域と増やしている地域が混在しており、信用金庫のようにほぼ減少一辺倒ということにはなっていない。

よって本論ではリレバン強化推進以降の地域金融機関の地元企業への影響を検証するのに加え、さらにそれ以前の期間、北海道拓殖銀行の破綻および営業譲渡の影響が考えられる期間についても同様の分析を行う。また実証分析にあたり中小企業の詳細なデータの入手が困難であったため、地元企業の動きを反映するものとして開廃業差を用いた。本論において、開廃業差とは各市区町村における民営事業所の新規開設や開業から廃業や廃止を差し引いたものと定義した。期間についてはまず、北海道拓殖銀行の破綻の影響が考えられる期間として、1998 年から 2001 年における地域金融機関の店舗数の変化が 2001 年から 2004 年における開廃業差に与える影響を検証した。次にリレバン強化以降の影響が考えられる期間として 2003 年から 2006 年における地域金融機関の店舗数の変化が 2006 年から 2009 年の開廃業差に与える影響を検証した。

結果として地方銀行については拓銀破綻の影響が考えられる期間においては札幌区部で、またリレバン推進以降の期間においては札幌区部に関わらず出張所に関する店舗変遷が見られた地域で、開廃業差に影響を与えている一方で、信用金庫に関してはいずれの期間においてもその店舗展開が開廃業差に影響していないことが明らかとなった。

預金市場の競争度と市場規律

鹿児島大学　永田　邦和

預金市場の市場規律が機能するためには，預金者が銀行のリスクに反応して預金を引き出すことが必要である．都市銀行や地方銀行の店舗数が多い地域では，信用金庫の預金者は預金の新たな預け先を容易に見つけられるので，預金者は信用金庫のリスクに敏感になると思われる．一方で，大規模銀行への信頼感から，都市銀行や地方銀行の店舗数が多い地域では，預金者はリスクを考慮せずに預金を引き出す可能性がある．強力な競争相手である都市銀行や地方銀行の店舗数が，信用金庫の預金者のリスク感応度，つまり預金市場の市場規律にどのように影響しているかは事前に予想できない．本稿では，信用金庫を対象にして，預金市場の競争度が市場規律に与える影響を検証する．

本稿では，預金市場の競争度を都市銀行や地方銀行の店舗シェアで定義する．都市銀行や地方銀行の店舗シェアによりサンプルを分割し，サンプルごとに預金残高を信用金庫のリスク指標で回帰する．サンプルごとの推定結果を比較し，都市銀行や地方銀行の店舗シェアが信用金庫の預金者に与える影響を明らかにする．

本稿の推定結果は，以下の通りである．都市銀行の店舗シェアの低いサンプルでは，店舗シェアの高いサンプルよりも，事前の予想通りの符号で有意になる説明変数が多い．また，普通預金のペイオフが解禁になる直前の 2001 年度を対象にした推定においても，同じような結果が得られた．ただし，都市銀行と地方銀行の店舗シェアの合計でサンプルを分割したところ，サンプル間での違いは見られなかった．

以上の考察より，都市銀行の店舗を利用できる地域では，信用金庫の預金者は，都市銀行への信頼感や too-big-to-fail 政策への期待により，リスクを考慮せずに預金を引き出している可能性があるが示された．

リレーションシップバンキングと中小企業融資の活性化
――日本と中国の比較研究――

神戸大学大学院生　劉　亜静

本稿では、日本と中国の中小企業融資の問題点について、特に中国の中小企業融資困難に対して、リレーションシップバンキングというビジネスモデルの有効性について検証する。

中小企業は大企業と比べ、資金調達困難な要因として情報の非対称性と契約の不完備性が存在する（Berger and Udell,1998）。リレーションシップバンキングの主な機能は、通常では入手不可能な個別企業に関するソフト情報（企業個人情報）によって、中小企業金融の二つの主な問題である情報の非対称性と契約の不完備性を抑えるのが目的である。

さらに、リレーションシップバンキングは企業のソフト情報を蓄積することを通じ、企業の資金需要に迅速に対応でき、一時的に企業業績が落ち込んでも、長期的視点から安定的に資金を提供することが可能になる。同時に、銀行は企業成長のためのアドバイスや情報提供といった資金供給を超えた機能も果たし、いわば企業とともに成長できることも期待される（Berger and Udell,1995）。しかし、リレーションシップバンキングには、デメリットも存在する。以下では、先行研究の中でリレーションシップバンキングのメリットとデメリットを四つの仮説にまとめる。第１に、企業と銀行の長い取引を通じ、企業のソフト情報を集めて、情報の非対称性を緩和することによって資金調達が可能である。第２に、企業と銀行の長い取引を通じた、より低い金利による貸出条件の改善が可能である。さらに、リレバンのコストとして存在する一つの問題として、第３にソフトな予算制約問題(soft-budget constraint problem)、そして、第４に、ホールドアップ（hold up）問題。これら４つの仮説に対して、中国の浙江省のデータを用いて、仮説検定を行った。分析結果は、リレーションシップバンキングのメリットとデメリットが浙江省の中小企業のデータで、両方とも有意に存在すると判明した。結論として、リレーションシップバンキングは中国の中小企業融資と資金調達の有効な方法として活用可能であれば、中小企業の発展に大きな貢献が見込まれる。さらに、中国で既に存在しているリレーションシップバンキングの特色とリレーションシップバンキングのデメリットを抑える方法について、これからの課題として継続し、研究したい。

キーワード：リレーションシップバンキング、中小企業金融、ソフト情報

インドネシアにおけるインフラ金融と邦銀
――ネットワーク分析による観察――

山形大学　山口　昌樹

本研究は、広義には邦銀の国際競争力を対象とした分析であり、注目が集まる国際インフラ金融の分野において邦銀が展開する競争を取り上げた。海外向け融資の中でもメガバンクのインフラ金融における躍進が目を引く。この分野で伝統的に競争力を発揮してきたフランス系銀行を抑え込んで、2012 年にはメガバンクが上位を独占するに至った。また、日本企業が新興国を中心にインフラプロジェクトを受注する報道も目立つ。日本政府としても成長戦略の一環として官民一体となってアジア諸国へのインフラ輸出に取り組んでいる。このようにインフラ金融は日本経済の成長を展望する上で注目を集めるトピックとなっている。

分析課題は、邦銀がインドネシアのプロジェクトファイナンス市場でどのような位置を占めるかをシンジケート組成の観点から明らかにすることであった。邦銀はインフラ金融においてどのような競争を展開しているのか。従来はプロジェクトファイナンスについてのリーグテーブルが示す幹事行としての順位からメガバンクの動向を伺うだけで、競争状況について詳細を知ることはできなかった。

本研究では貸出案件の詳細な情報を利用することで市場構造を観察する。市場構造を捉える視点は複数あるが、本研究は、どのようなシンジケートを組成しているか、という切り口から市場におけるメガバンクの位置づけを明らかにする。この課題に答えるために分析手法としてネットワーク分析を採用し、ソシオグラムによるネットワーク構造の図示を試みた。また、クラスターの抽出によるグループ分けは従来にない切り口から市場構造を描く作業となる。

分析の結果、シンジケートの組成が邦銀を中心とする外国銀行のグループと国有銀行を中心とする現地銀行のグループとに分断されていることが観察できた。一般的な想定とは異なり、高度な金融スキルが必要だと考えられているプロジェクトファイナンスに現地銀行が積極的に参加している実情が明らかになった。また、グループ間の差異を案件の属性から確認したところ建値通貨に違いがあることが分かった。

本研究は国際銀行業、とりわけ邦銀が展開する国際競争について従来にない切り口から構造を明らかにした点で学術上の貢献があると評価できよう。また、インフラ輸出は日本の成長戦略の１つであり、その促進に向けた基礎資料を提供したことに本研究の社会的な意義がある。

中国における非主流金融の拡大と中小企業

麗澤大学　　陳　玉雄

中国の中小企業は、証券市場・金融機関とのミスマッチで資金難問題が発生している。証券市場は、最初から国有企業の資金調達のために創設された。また、国有銀行を中心とする間接金融機関は、証券市場と同様に歴史的に国有企業に重点を置く一方、融資に際して財務情報や担保を求める。

一方、中小企業は、諸外国以上に財務情報の整備や担保が不足しており、金融機関や証券市場からの資金調達が難しい。その結果、ほとんどの中小企業は、これまでインフォーマル金融に依存せざるを得なかった。

この中、近年インフォーマル金融の「フォーマル金融に対する補充的な役割」（中国人民銀行の報告書）が認識され、中小企業金融の解決策としてインフォーマル金融のフォーマル化が提案されている。この流れに乗って、一部のインフォーマルな金融業者は、取締りリスクを低減するため信用保証会社、小口貸出会社などのフォーマルな金融機関を設立した。一方、銀行は委託融資、手形融資及び信託融資などの形で資金のオフバランスをし、ある意味でインフォーマル的な資金の流れを作った。

このように、フォーマル金融とインフォーマル金融の相互参入・融合の実態が進行している。とりわけ、フォーマル化されたインフォーマル金融は中小企業への積極的な役割が期待されている。実際にも、新設された小口貸出会社などの融資額が急増している。しかし、これらの融資は既存のインフォーマル金融による融資の表面化の側面もある。また、フォーマル化するだけでは、本来インフォーマル金融が持っていた情報面、コスト面における優位性と需要へのフレキシブルな対応の能力が喪失する可能性がある。インフォーマル金融のフォーマル化だけでは、中小企業の資金難問題は解決されない。多様な企業構成に対応した、重層的な金融構造が求められる。

カンボジア銀行業の効率性の決定要因
――2段階 DEA による効率性の計測――

一橋大学　奥田　英信
一橋大学大学院生　相場　大樹

本稿では、カンボジア国立銀行（National Bank of Cambodia）が公表している 2006 年から 2011 年までの主要商業銀行 32 行に関する 140 サンプルを利用して、銀行経営効率性の決定要因を Bootstrap resampling を利用した DEA の回帰分析によって推計した。回帰分析の手法について、従来の研究のなかで問題となっていた DEA によるスコアに特有のスコア間の複雑な相関について、途上国金融分析でしばしば問題となるサンプル数の制約に対応するため、Simar, L., & Wilson, P. W. (2007). Estimation and inference in two-stage, semi-parametric models of production processes. *Journal of Econometrics.*を修正して利用した。

本稿は第２節で、現在のカンボジア銀行制度の背景を簡単に説明した上で、主要銀行について経営指標の比較を行う。第３節では DEA による銀行効率性の計測方法と効率性決定要因の回帰分析手法について説明する。第４節では、計測結果に基づき、経営形態・所有属性・経営規模の違いに着目し、それぞれの銀行の経営特性を検討する。第５節では、本稿で明らかになったカンボジアの銀行経営の特徴を要約する。

本稿の分析結果によれば、(1)カンボジアでは、サイズが大きい銀行は効率性が安定して高いこと、(2)外国資本が 50%以上の銀行は収益面で国内銀行に比べて効率性が劣ること、(3)海外で銀行業を行っている銀行の支店は収益面、(4)金融仲介面の両方で効率性が国内銀行よりも高いこと、(5)信用リスクの増加は収益面での効率性を下げること、(6)2010 年以後のマクロ要因は銀行の収益面での効率性を大きく下げていたこと、が明らかになった。これらの観察結果は、今後の銀行改革に対して、銀行の経営規模の拡大、外国銀行の役割の拡大、信用リスク改善のための銀行経営の健全性強化、マクロ経済安定化政策の重要性など、多くの示唆を与えるものとなっている。

本稿の分析にはいくつかの限界があり、将来の課題として残されている。第 1 に、本稿の回帰分析ではパネルデータを利用しているが、銀行固有の個体効果は無視されている。DEA を利用した回帰分析では固体効果を取り入れた手法は一般的ではないが、今後はデータのパネル構造を考慮した分析方法の開発が求められる。第 2 に、本稿の推計では、外資系銀行に分類される銀行の中に、親会社が銀行とは無関係で銀行としての経験的、技術的に専門性を持っていないものも含まれており、このことが外国所有による経営効率性の改善効果を過少に推計させている恐れが強い。今後の課題として、外資系銀行のより詳細な所有者の特定が必要である。

Long-run Analysis on Convergence of Japanese Local Price Levels: a Pairwise Approach

駿河台大学　池野秀弘

この論文は、長期データを用いて、ペアワイズ・アプローチにより、日本国内の地域物価水準の収束を分析する。国内の地域物価水準の収束の程度を分析し、その収束はどのような要因に依存しているかを分析する。

一国内の地域物価水準の収束に関しては、日本を含む多くの国々に関してすでに数多くの研究がなされている。その主流の分析はパネル単位根検定を用いるものである。しかし、パネル単位根検定による分析は、物価水準が収束する都市の組み合わせが存在することは示せるが、それが多数であるのか、あるいは、少数であるのかは示すことができない。また、通常、一都市を全サンプルのニューメレールとして選ぶために、結果はその選択に依存し、また、ニューメレールとして選ばれなかった二つの都市間の物価水準については分析されない。ペアワイズ・アプローチはこの欠点を克服する。Pesaran et al. (*Econometrics Review*, 2009)は国際経済学の分野の研究のためにペアワイズ・アプローチを展開したが、それは、容易にかつ自然に、一国内の地域物価水準の収束の研究に応用できる。相対物価水準の単位根検定において、特定の地域・都市をニューメレールとして選ばず、可能な全ての都市の組み合わせについて相対物価水準の単位根検定をする。

この論文は、1952 年から 2011 年までの 46 都道府県所在地（データの利用不可能な沖縄の那覇を除く全都道府県庁所在地）の消費者物価地域差指数をデータとして用いる。日本おける先行研究に比べて、きわめて長期のデータを用いている。このことは、収束の程度や収束とそれに影響する要因の関係の経時的変化の分析を可能にする。46 都市の全ての可能な組み合わせに単位根検定を行い、全体における定常的な相対物価水準の比率を計算する。その結果、都市間で物価水準の収束が全くないという仮説は否定される。その一方で、収束する比率はある一定の値にとどまる。つまり、購買力平価は国内でゆるくしか成立しないという結果となった。この結果は、全サンプル期間のみならず、複数のサブ・サンプル期間においても、同じである。また、ブートストラッピング法によっても、この結果は、確認できる。

次に、どのような都市の間で物価指数が収束するかプロビット・モデルを用いて分析する。非説明変数は、都市の間で物価指数が収束するときは 1、そうでないときは 0 とするダミー変数である。説明変数は、人口増加率の差、所得の伸び率の差、小売業の効率性の伸び率の差、都市間の距離である。その結果、人口増加率の差が大きく、距離の離れた都市では、物価指数の収束が起こりにくいという結果となった。しかし、全サンプル期間と複数のサブ・サンプル期間の結果を比較すると、高度経済成長時代以後、この物価水準収束と人口増加率の差･都市間距離の関係はそれまでに比べて弱くなっていることがわかる。

Oil Consumption and Macroeconomic Activity in Japan

中京大学　英　邦広

This paper investigates the important relationship among oil consumption, price of oil, and economic activity during the period from 1986 to 2008 in Japan. In the first step, we employ the residual-based test for cointegration with a structural change proposed by Gregory and Hansen (1996), and find the long-run relationship among oil consumption,price of oil, and economic avtivity and a break point among these variables. In the second step, we use the lag augmented-vector autoregression (LA-VAR) method developed by Toda and Yamamoto (1995). It is found that the oil consumption can play an informational role in predicting future economic growth after the burst of the economic bubble in the early 1990s. Therefore, these empirical results show that the change in economic situation affects the relation of oil consumption and its price and economic growth, and impacts causal linkage between these variables.

Keywords:Oil consumption; Structural change; Oil price elasticity; Income elasticity

JEL classification: C22; Q43

Fiscal Policy under Staggered Loan Contract

Tokai University　Kazuki Hiraga
Japan Center for Economic Research　Tetsuaki Takano

This paper investigates the effects of fiscal policy in DSGE model with staggered loan contracts under monopolistic competition as a financial friction. We show that the qualitative and quantitative effects of fiscal policy are affected by the stickiness of loan contracts to simulate the model, and it effect is effective in the meaning of shrinking the spread to use the Bayesian structural estimation.

JEL classification:E62, E32, G21, H63, F41
Keyword:Staggered loan contracts, Fiscal policy, Bayesian Estimation

〈特別講演〉

信用組合の課題と全国信用協同組合連合会（全信組連）の今後の役割

全国信用協同組合連合会理事長　　内藤　純一

１．信用組合とは、本来、銀行から容易にお金を借りることのできない地域の中小零細商工業者や医師、歯科医師などの同業者、同じ職場に勤める勤労者それぞれの、相互扶助のための協同組織金融機関である。信組へ預金・出資を行う一方で融資を受ける組合員は増加し続け、その総数は 384 万人（平成 25 年 3 月末）に達する。

２．かつて旺盛な資金需要が支配していた頃は、組合員への融資を通じて積み上げた利益を円滑に組合員に還元できたが、90 年代に入り、バブル崩壊とともに一変する。90 年代半ばからは、過剰な貸出しを行ってきた信組の破たんが始まった。2000 年代に入ると、経済のデフレやグローバル化、少子高齢化の進展などに伴う地域経済の疲弊が信組経営にダメージを与えた。

こうした信組の苦境は、その重要顧客である中小企業、なかんずく零細な企業がバブル崩壊後一貫して低迷してきたことの結果であるともいえる。これを言い換えれば、こうした中小零細企業がしっかり立ち直らない限り、信組の回復は期待できないということだ。こう考えると、信組自身、自らの重要顧客である中小零細企業の復活のために一体いかなる支援ができるか。これこそが、今、まさに問われなければならない重要な論点ではないかと考える。

３．信組業界の中央金融機関である全信組連は、これまで、信組の業務を背後から支える機能の発揮に努めてきた。すなわち、信組の余裕資金の市場運用や経営困難信組に対する資本増強支援。信組が決済サービスを顧客に円滑に提供するためのシステム・ネットワークの構築、運営などである。

しかし、全国各地の信組やその信組の重要顧客である中小零細企業が直面する問題は従来にも増して複雑で、その解決には困難なものが少なくない。また、信組の多くは小規模で、役職員の数も抑えられているため、山積する課題に個別信組だけで対応するには限界も多い。全信組連としてはこれまでの機能に加え、こうしたところをしっかりサポートしていくことができれば、信組の果せる役割もいっそう強化されるに違いない。全信組連が全国の信組をサポートし、その信組が自ら営業する地域、業域、職域を支えていく。こうした活動を通じて共に豊かになる好循環の輪を形成していきたいものである。

〈会長講演〉

市場の均衡および不均衡における信用創造と貨幣供給

同志社大学　藤原　秀夫

過度の信用膨張と収縮は、景気過熱（もしくはバブル）とその崩壊による金融危機と対応していることがよく指摘される。因果関係は歴史上の論争の対立点でもあり、理論的には未解決の問題を含むが、それは別として、信用量／ＧＤＰ比率（信用量／国内所得比率）の現実の運動によって、このことを実証することができる。この比率の急激な上昇と下落が、過度の信用膨張と収縮に対応し、それが景気過熱とその崩壊による金融危機に対応していることは明白である。１９２９年の大恐慌まで遡る必要はなくて、１９９７年の東アジアの金融危機とその後の不況、２００８年のリーマン・ショック以前とその後の不況など数多くの実例がそれを示している(その現れ方が国によって現象によって異なることを、無視してよいということにはならない）。

信用量／ＧＤＰ比率の運動を理論的に分析するためには、まず基礎的には、信用量とＧＤＰを同時に決定するマクロ金融経済モデルが必要であることは明白である。このような理論モデルを出発点にして、中期的な循環モデルや成長モデルへと発展させることができる。このモデルをもっとも基礎的なレベルで構築するためには、以下の基本問題を考慮するべきである。信用創造は同時に貨幣創造の側面を持ち、貨幣および流動性の定義に対応して、（中央銀行信用を含む）銀行信用はそれぞれの貨幣供給・流動性に一致するという等価性を制約として、モデルを定式化する必要がある。この銀行部門の制約に、民間非銀行部門などの制約を考慮して、金融経済のワルラス法則を導出してそれを制約としてモデルを定式化する必要がある。信用量とＧＤＰの同時決定モデルは、（貨幣供給・流動性）／ＧＤＰ比率（この逆数が流通速度）を、内生変数の決定と同時に決定していることを明確にする必要がある（ケインジアン的仮定で、これ自体が一つの定式化である）。

これらの制約にかかわる問題に加えて、解決するべき以下のような問題が存在することを明確にする必要がある。その一つは、市場均衡と信用創造の関係である。つまり、信用創造はどの市場の均衡と結合しているのかという問題である。そのことが、モデルの不均衡調整過程の定式化に決定的に影響を及ぼしていると考えている。この論点については、前回(２０１０年秋季大会、於神戸大学、要旨は『金融経済研究』第３２号，２０１１年４月，所収)の報告で明らかにしている。今回は、銀行貸出と銀行の証券需要が完全代替の、さらに単純化されたケースでは、この問題を一層単純かつ本質的に分析できることを明らかにする。

もともと、信用創造を明確に含まないマクロ金融経済モデルにおいて、マクロ不均衡調整モデルには、次のような基本的な問題が存在する。それは、証券利子率がどの市場の不均衡の調整変数であるのかという問題である。つまり、貨幣市場であるのか証券市場であるのか、ということで、このことによって、不均衡調整モデルは異なったモデルとなる。これは、貨幣保有の機会費用となる金融変数がモデルに存在する場合には、常に生じる問題である。開放経済モデルでは、もっと困難な問題となる。自国投資家にとって外国証券と自国証券が不完全代替で不完全資本移動が仮定される場合は、閉鎖経済モデルと同じ問題が、不均衡調整過程の定式化に引き継がれる。あらたに、外国証券の収益率が自国貨幣保有の機会費用として存在するという問題が付け加えられる。自国投資家にとってそれらが完全代替で完全資本移動の場合は、内生変数の均衡値の決定に貨幣市場の均衡は不可欠となる。この点は、不均衡調整過程に影響を及ぼす。不均衡調整モデルは、財市場と貨幣市場の不均衡によって構成されるが、その１つはワルラス法則によって独立ではない。この場合の不均衡調整モデルとはどのようなものであるのか。

このようなもともと存在する問題に、マクロ信用創造モデルの均衡および不均衡の調整の定式化は、新たな論点を追加して、問題を展開させているのかどうかが明らかにされなければならない。これが本報告の根底にある理論的問題意識である。同時均衡だけが存在して均衡への調整過程が存在しないモデルは、単に均衡値が計算されるに過ぎないモデルである。

ある分析対象の理論的モデル群は階層構造を持つ。より、複雑な現実に近いモデルで予測を可能とするためには、多くの内生変数を含みしかも確率的なモデルでなければならないであろう。分析対象にとって本質的なモデルは、近似的に決定論的なモデルでありうるし、含まれる内生変数はきわめて限定的であると考えられる。このようなモデルにも存在意義はある。本報告で検討されるモデルは後者であることはいうまでもない。

〈特別セッション〉アベノミックス

異次元緩和の有効性

関西大学　本多　佑三

１．　日本経済の現状
　１－１．金融変数の動向
　１－２．実体変数の動向

２．　異次元緩和の有効性
　２－１．異次元緩和
　２－２．前回の量的緩和政策の経験との比較
　２－３．有効性について

３．　理論的考察

４．　今後の日本経済
　４－１．アメリカ経済およびＦＲＢの動向
　４－２．リスク要因

〈特別セッション〉アベノミクス

アベノミクスの３つの誤り

慶應義塾大学　小幡　績

アベノミクスは誤っている。ただし、ほとんどの政権が、経済政策については毎回ほぼ同じ誤りを犯してきたので、ことさら、安倍政権だけを批判するのは間違っている。しかし、あえてここで取りあげなければならないのは、世間で、アベノミクスとして、従来どおり誤った政策が賞賛され、人々はこれで問題がすべて解決するのだと誤解しているからだ。さらに、多くのエコノミストまでがこの誤りに追随している。これは大きな問題だ。アベノミクスはいわゆる三本の矢から成り立っていると言われているが、それぞれが根本的な誤りを犯している。

大胆な金融政策。金融政策はすでに拡張的であり、さらなる金融緩和、インフレあるいは期待インフレによる実質金利の引き下げは実現できないし、資産市場に歪を与え、日銀の金融政策を追い込み､国債市場の混乱による中小金融機関の行き詰まりをもたらすだけだ。

機動的な財政政策。日本経済は短期的にはかなりの好景気であり、景気変動から行けば、財政はむしろ引き締めるべき局面である。さらに、日本は需要不足ではない。新しいアイデア、新しい製品、新しいビジネスモデルが不足しているだけだ。したがって、経済の構造を新しい世界経済の環境に合わせて変化させるべきであり、これまでの経済構造をむしろ固定化するような景気刺激策はマイナスだ。

成長戦略。民間の投資を喚起する、と銘打っているが、それは物理的な設備投資で需要を起こせば、投資が投資を呼ぶ展開、高度成長期のようなことをイメージしているようだ。それは時代錯誤だ。成長戦略は人の成長からしかもたらされない。日本経済に必要なことは、設備投資ではなく、需要でもなく、人の成長だ。

〈特別セッション〉アベノミクス

アベノミクスに対する市場の見方

ニッセイ基礎研究所　矢嶋　康次

3 本の矢のアベノミクスが発動し、半年が経過した。現在までの金融市場・実体経済の動きを見ると、安部政権誕生の 11 月に株式・為替とも底値を付け、生産なども 11 月頃を底に回復の動きが見られる。期待インフレ率も上昇、実際のコアＣＰＩも 5 月分は水面に浮上してきている。政権誕生以降、矢継ぎ早に政策を打ち出し、特に参議院選挙後と思われていたＴＰＰへの参加表明を行うなど、改革・変化といったイメージを強く市場に打ち出したことが「期待」を変化させている。アベノミクス全般に対しては肯定的な見方が多い。

３本の矢を個別に見ると、筆者の私見も入るが、市場では第一の矢である金融政策については高い評価をしている。２％のインフレ目標に代表されるように金融政策の「わかりやすさ」が背景にはある。また春先、長期金利が上昇した際に、金融政策での対応をせず「あわてるな！やるべきときがきたらやる！」というメッセージを出し、市場に安定・安心を醸成させ、市場の信認を高めることにも成功している。

一方、第二・第三の矢に対する評価は厳しい。財政政策は、機動的な財政出動ともに財政基盤の安定が求められる。出動だけなら昔の自民党と何が違うのか？秋以降の消費税引き上げがスキップされ、日本国債の格下げや国際公約を反故にするのではないのかとの不安が付きまとう。参議院選挙後、財政再建の具体的な策が打ち出せなければ市場はより厳しい評価をすると思われる。

成長戦略については、約１００ページの大作で、あらゆる考えが記述されている。しかし、市場の注目が高かった法人税率引き下げなどの目玉がなく、また予算措置・法案措置がないという中では評価のしようがないというのが実情である。小泉内閣以降、8 首相で 8 回成長戦略が描かれ、その都度実行されることなく市場は裏切られ続けてきた。市場は「絵」ではなく「実行」されてからしか評価できえないマインドにさせられている。

現在まで、大きくは上記のような評価がアベノミクスに与えられていると考えるが、時系列で見ると、市場の関心度合いは国内要因から海外要因へとシフトしつつある。

5 月 23 日の日経平均が一日で 1,100 円の下落を示した前後から、市場の関心の大半がアベノミクスから米国の量的緩和の出口戦略に移り、６月頃には中国のシャドーバンクキング問題が重なってきた。参議院選挙後再びアベノミクスに市場の関心が移るのか注目されている。

Implications of the Japanese Corner Solution

GongPil Choi (The Korea Institute of Finance)

Throughout the roller-coaster ride of Japanese economy for the past several months, many became concerned about future outcome of the current quantitative easing (QE), especially its spillover effects for the region, if not for Japan's final escape from debt-deflation trap. The so-called Abenomics has been increasingly regarded by many as a threat to global financial stability despite earlier positive reception of its effect on Japanese recovery.

At the core of the Japan's latest attempt to extricate itself from the abyss of chronic depression is its ill-timed execution of QE. In fact, the FED has been engaged in open-ended QE for several years now and Japan only recently joined the pack. Unfortunately, the US is pondering upon a gradual exit from QE sooner than later as the FED sees the impact on the economy dissipating with increasing burden of follow-up operation. This conflicted engagement by the Bank of Japan is seen by many as nothing but a desperate attempt with only a marginal policy effect. Japan is trapped in the global endgame in a global context! In this short article, I try to expound backgrounds of Abenomics and draw implications for the future of Asian economy.

Evidently, Japan has been struggling with the repercussions of asset bubble collapse in the early 90s, long before the current global financial crisis. This initial shock triggered a massive balance sheet recession and brought about liquidity trap and the compensatory fiscal overdrive. Even with these unconventional measures, things have not been stabilized and led to two lost decades. Given the temporary effects of bolder and stronger Abenomics, we have to consider whether Japan's responses were the right one. The point is whether Japan could have chosen a different path given their aggravated situation after the global financial crisis. It is important to sort out various causes for the current malaise to evaluate the current mix of Abenomics in full detail.

BACKGROUND CHECK

One of the most visible factors for the recent Abenomics can be traced to structural impediments associated with the balance sheet recession that has plagued Japanese economy for over two decades. Japan is mired in an intractable deleveraging process that blocks the path to a sustained economic recovery.

We cannot deny that Japanese tried their best to escape from the horrendous debt-deflation trap. The fiscal crisis situation has been the obvious consequences of rescue operations, but the depletion of war chests made ensuing stimulus less effective. In this vein, the renewed attempt to re-energize the economy via expansionary monetary and fiscal measures is seen to lift the sagging market confidence, a psychological turnaround. Underlying this picture is an aging Japanese society with massive demographic shift that already transformed the financial landscape. Since the majority prefers stable consumption stream after retirement, asset prices came under massive downward pressure when Japanese workers began to retire en masse, and this overlapped with the burst of asset bubble. Also, too much savings and lack of diversity in portfolio further squeezed their consumption capacity to an extent that no dynamic consumption growth could be expected. Thus, from a contrarian view, the seemingly endless depression had not gotten worse largely thanks to strong and continued fiscal efforts, which turned out to be the right choice for a balance sheet recession. Balance sheet recession, by definition, is a pernicious form of recession where the recovery efforts on the asset side put additional downward pressure on asset prices, causing an implosion, so that deleveraging becomes very difficult. When the private agents cannot do anything effective, the public sector becomes the only source of sustaining demand at the current level. Essentially, this is what Japan has been going through for the last two decades.

The added shock of global financial crisis only deepened the malady and made the policy choices even more difficult. It proved to be almost impossible

to keep the economy afloat when most advanced economies try to scrimmage through the debris of aftershock. As a result, even boosted policy measures hardly showed any positive effect, but only contributed to status quo. Japan actually has done more than its fair share of responsibility since Japanese Yen moved stronger against other currencies in the wake of global financial crisis. Given that Japan struggles with double whammies of bubble collapse and global great recession and the lack of conventional policy measures have prompted Japan to take even bolder measures, which we call Abenomics. In this context, Abenomics is not entirely a Japan's voluntary choice, but a confluence of global efforts to keep the third largest economy from the precipitous fall. From a global perspective, Abenomics is an endogenous global solution to stabilize the global economy from falling further into impossible situation. Unlike a positive and aggressive policy stance of Japan, Abenomics is nothing but a temporary relief to correct for the past backlog of overextended adjustment burden on the Japanese economy.

As it happens, dire situations call for drastic measures, and the Japanese authority chose to weaken yen with a massive QE, a very dangerous mix temporarily allowed in the doldrums of massive QE rallies in the rest of the world. Essentially, it is a coerced move when most G-7 central banks keep on printing money, which strengthened the Japanese yen to hurt its already feeble economic vitality. In fact, it looked as if G-7 finally agreed on the needs of allowing Japan to catch the breath amid the relentless deleveraging process. The burden of adjusting yen vis-à-vis other major currencies has been evident since Japanese yen is about the only major currency in Asia, whose value is determined in the market. Japan has been instrumental in the global deleveraging process by allowing its currency to strengthen against dollar. In retrospect, their trouble with its asset bubble and collapse started at the time of the Plaza Accord in 1985, which instantly put the Japanese Yen on a steep appreciation path. Therefore, yen remains the important linchpin, a reset button to restore equilibrium in the current crisis-prone international financial system.

DIAGNOSIS

Since the fundamental cause of today's problem lies in the lack of effective demand that has been held hostage to excessive debt burden, weakening currencies in the presence of fiscal constraints has only limited effectiveness. The Abe administration's moves might make the numbers look great, but it does not help the economy get back on a sustainable recovery path. An increase in external demand may prove to be of some help, but certainly not enough to pull the Japanese economy out of the trap. They need to stimulate domestic demand, and to do so, some of the constraints of Japanese economy should be mitigated to. However, such example is hard to find in history. When things get bad, it is almost impossible to shy away from policy measures and this would delay any structural reform or necessary remedies with subsequent drastic adjustments in the form of crises. The policy choice has always been a second best globally and historically.

The Japanese endeavor with its initial success and a subsequent fizzle is a tell-tale case of wrong medicine applied at the wrong time. In fact, it is a deliberate choice by global citizens even though they may have realized its dire consequences later. It is quite clear that weakening yen contributed to ballooning corporate profits, signaling the roaring comeback of the Japanese corporate powerhouse. Yet, the gradual adjustment toward weakening yen makes the comeback less enduring and appealing. The boost is bound to taper off since the relative adjustments by others are unavoidable and the world is sitting on massive central bank liquidity that finds no viable investment opportunities. All the talks about turnaround are based on flimsy basis of artificially sustained credit flows as supported by the authorities worldwide. Adding more central bank liquidity without serious modification of its inner workings would not brighten the picture for long.

Lack of circulation and intermediation in the presence of abundant central bank liquidity means that boosted measures will prove to be only temporary. Simply, we are creating a massive liquidity bubble that would not help restore

balance sheets, but instead poses additional threat to already overstretched economies. This added pressure shows itself in heightened probability of interest rate hike, liquidity pullback, or inflationary expectations. Financial market volatility is on the rise and our market window remains murky and uncertain. At this point, the critical question is: Is it really a more central bank liquidity we want or a normalized investment flows that help promote employment? Or is the latter implausible when most economic participants are sidelined with government taking a central stage? The difficulty and anomaly are exactly the result of the conflicted choices of dilemma. We are adhering to choices which would not deliver intended policy effects. In fact, we are complicating the situation since markets no longer deliver information on potential risk. The weighty issue of unemployment and lack of investment opportunities have been sidelined for quite some time and we are simply front-loading our valuable resources to combat the last fight. Investing in outmoded economic paradigm would be ultimately linked with tail events of one sort or another. Lack of asset choices, bureaucratic governance, dollar-sensitive exchange rate regime, rigid labor and financial market remain intact and policy efforts always come first, distorting incentive scheme to remain status quo. Japan's recent episodes are nothing more than a fleeting bout of hiccup.

All in all, Abenomics is a missed cue from the US in reviving the severely constrained Japanese economy. Mimicking the strategy of the US would not work this time since the basic picture behind the sustained recovery is still missing. To put it bluntly, monetary expansion in the presence of fiscal constraint that cuts into interest rate path to avert low financing costs would only backfire and put the economy in an even deeper depression. Abenomics cannot succeed due to its internal inconsistency and any chance of success would derail the recovery picture once and for all. This is because interest rate adjustments cannot be avoided when monetary expansion conflicts with fiscal constraints.

First, fiscal maneuverability is very limited in Japan, making it vulnerable to any kind of interest rate hike as perpetuated by heightened inflationary expectations. The intended consequences of QE have been to raise inflationary

expectations, but interest rate hike due to fiscal bottleneck would steer the economy in the opposite direction, perpetuating depression. This is a highly unusual situation.

Second, QE in the wake of global easing comes in too late to provide grounds for a sustained recovery. Now, the problems globally got even more complicated since deleveraging and balance sheet restoration would not take place. We are simply making it more difficult to find any rationale for recovery acts to take hold since the rescue efforts do not help restore the sectoral balance sheet conditions. Instead, we are applying drastic and unconventional measures that distort market functioning such that normal investment flows would not be observed. This is an uneasy disequilibrium.

Despite obvious drawbacks as a global vehicle currency, dollar enjoys a unique position as an irreplaceable de facto currency and its position remain unchallenged. From a contrarian perspective, we may have to think about the possible governance reform such that US institutions remain de facto global central bank. Or we need a viable global governance network such that a stable equilibrium can be achieved with wider participation of global citizens in supplying global public goods.

JAPANESE BOTTLENECK

The market anticipation for higher interest rate in the wake of massive quantitative easing stems from the lack of de facto vehicle currency status of the Japanese yen in contrast with the US dollar. Most JGBs are held by domestic investors and its international position has been maintained not by wider demand basis but by amazingly tenacious Japanese proclivities toward a buy-and-hold strategy.

FIGURE 1 **JAPANESE GOVERNMENT BOND 10Y**

Source: KEIC

FIGURE 2 **POPULATION BY AGE**

Source: Statistics Bureau of Japan

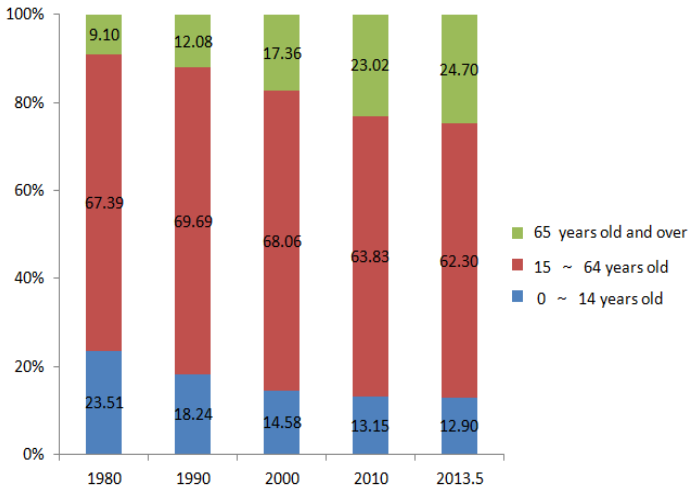


FIGURE 3 **ASSET PRICE IN JAPAN**

Note: House price is average price of existing condominum sales in Tokyo Metropolitan Area.

Source: Land Institute of Japan, Bloomberg

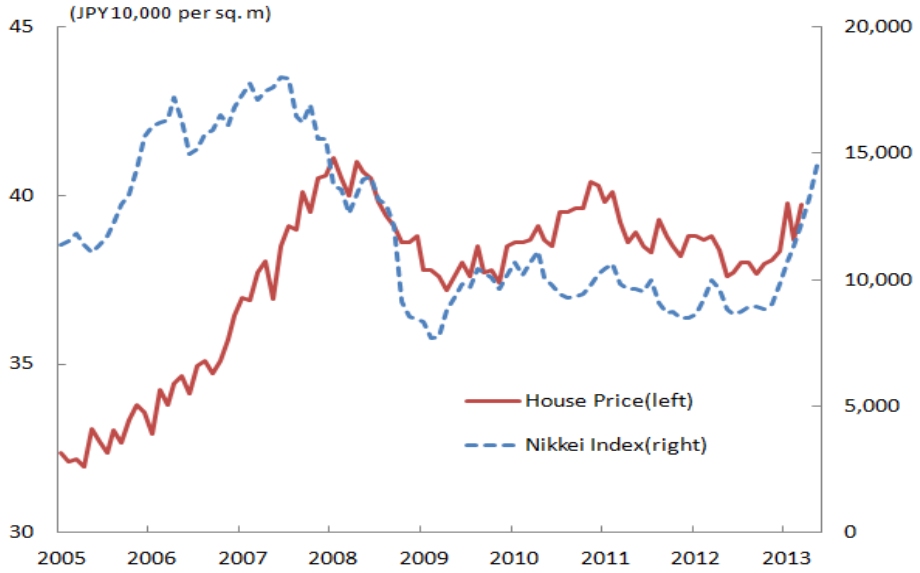
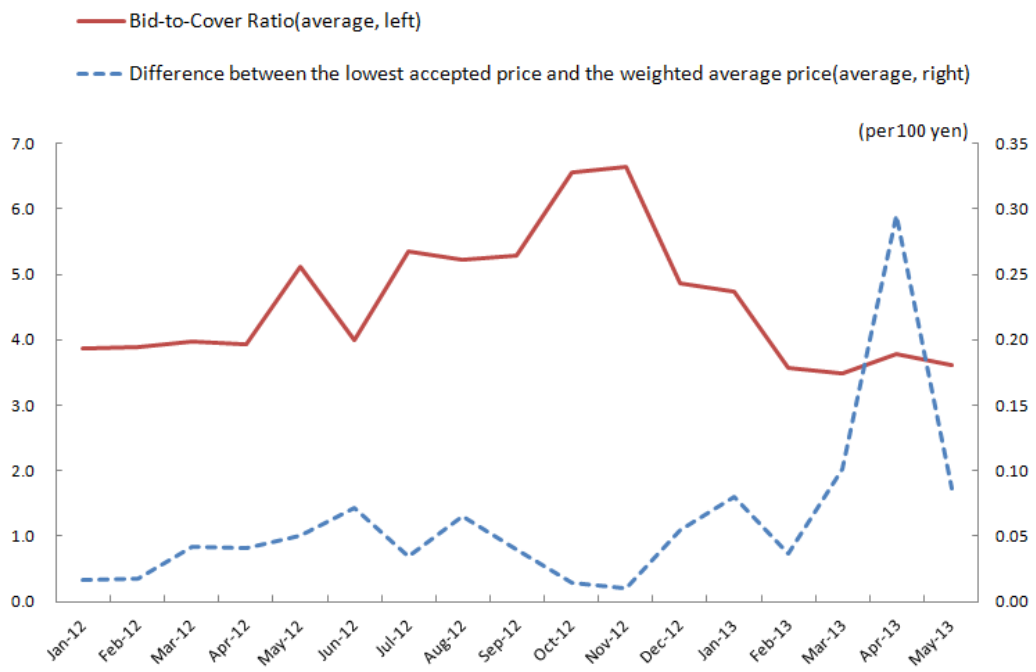


FIGURE 4 **BID-TO-COVER RATIO AND TAIL**

Note: 1. The data is based on 2-year, 5-year, 10-year, 20-year and 30-year bonds.

2. A Bid-to-Cover ratio that compares the number of bids received in a Treasury security auction to the number of bids accepted.

Source: Ministry of Finance, Japan



Unlike the inflation expectations that remain stable even after the third round of QE in US, there are already signs of interest rate hike and higher inflationary expectations that would make the risk of a fiscal crisis more palpable. This is a reflection of the threshold level of government debt problems that has plagued Japan for over a decade. Even with the added boosting power of asset purchase program, markets simply would not buy into bonds with impending interest rate hike in recognition of JGB's over-sensitivity to interest rate. This episode is in a stark contrast with the US where the possible exit strategy rattles the latest market sentiment not by interest rate hike but by asset price meltdown. Simply, fiscally constrained economy has a higher chance of seeing higher interest rate even with small changes in policy mix or macro conditions. If Abenomics works and inflation reaches 2%, it would encroach upon any positive impact by raising funding costs via JGB, cancelling any expansionary effect of QE. If Abenomics does not work, then Japan will find itself embroiled in another round of deflationary trap. Overall, it would be difficult to raise interest rate above 2% via Abenomics since debt overhang is still serious and even if it succeeds it would not bring about positive effect that we expect.

In reality, it is very difficult to imagine that the world economy would get back on its recovery path in the near future. The artificial maintenance of

financial stability leaves indelible mark on corporate and government balance sheet, making the normalized credit flows extremely difficult. It is undeniable that policy measures that deal with crisis situation cannot be all that different from what we all have been doing, but the choices are costly going forward since we are left with even more difficult task of dealing with structural reform issues or overhauling of economic and financial paradigms, which is impossible given the prevailing global governance. The wrong policy mix would continue to distort credit flows and make the government's role even greater in favor of aspiring to achieve a fully functioning market economy.

We created enough mess already in a futile search for the right remedies.–Even if we know the directions, we cannot make it happen at the right time. Accordingly, we need to seek the viable alternatives. Broad-based regional cooperation in finance, climate changes, energy remains the only path we can all pursue to make the region a viable alternative to overcome our structural weaknesses.

CONCLUSION

Recent worries about Abenomics signals a last chapter before the full-fledged global asset meltdown. The FED has been engaged in QE from the beginning and now realizes the limits of this unconventional support. Japan only recently has been given a limited pass from G-7 to engage in QE, but hit the wall with a renewed sense of fiscal reality. Now, the global economy is running out of option to salvage the basic boosting power. It simply wasted resources and time to provide for a sustainable recovery in favor of short-term fix. Now, we see the final bastion of global financial support begins to rattle and it would continue to do so until it hits the bottom of commodity currency. Simply, the fragmented emerging world would only be the basic ground to start from after a massive asset meltdown that becomes inevitable after a series of QE. We need more time to heal and this time we will be left with a final and straightforward way to deal with it without government intervention that we thought would save the world. Even though the consequences would be serious,

it is the right time to think about money and finance in an integrated global economy. And this time we should not hasten our steps before being fully prepared to tackle the next chapter in modern financial capitalism.

All in all, we can draw following implications for the region. Global policy rates will remain low until the FED may finally begin to scale back its stimulus efforts in the United States. And higher bond yields in Japan and the welcome weakening of the yen would come to an end. As such, the extent and duration of quantitative easing, and fiscal stimulation efforts remain keys to future investment returns across a multitude of asset categories. Governments' involvement in financial markets will continue with implicit/explicit guarantees. And Asian economies will continue to dominate future global growth. However, the type of growth that is broad-based and sustainable would be hard to realize since most policy efforts in the region are basically not geared toward redressing fundamental weaknesses of Asian economies. They are almost identical in that bureaucratic decision-making tradition still prevails. Dollar dependent financial system channels asset accumulation into FX reserves that have limited investment capabilities.

Abenomics is neither a voluntary choice nor a deliberate strategy as seen by many but an endogenously contrived response. Some spillovers are unavoidable but given the importance of Japanese economy, we cannot apply usual beggar-thy-neighbor argument. We also have to recognize that Japan is plagued with serious constraints, in both economic and non-economic sphere. Finally, some long-term issues become more impending because current system needs overhaul in the short-run lest it completely derails the whole world. Even with the best macro mix, structural issues call for structural reform. Unless the global concensus recognize and implement the right responses, the world economy will continue to flounder. From a regional perspective, it should be very clear by now that Asia needs to evolve into a full-fledged regional economy where requisite market and financial capacity supports self-sufficient economic activities in the region. Regional issues need a regional solution. Abenomics should be revised and expanded to include regional aspects in full frame to change the course of its doomed future.

Gongpil Choi is a Senior Advisor of the Korea Institute of Finance.

単位根及び共和分検定による東アジア諸国通貨の定常性分析

一橋大学大学院生　王　志乾

本稿は単位根検定及び共和分検定といった分析手法を用いて東アジア諸国通貨の為替変動における定常性について検証を行った。実証分析の結果、2~9 か国の修正 AMU 乖離指標によって構成される 502 通りの組み合わせのうち、50 通りの組み合わせは共和分システムの誤差項に系列相関が存在しないことがわかった。さらに、この 50 通りの組み合わせについて 3 種類の補足テストを行った結果、共和分関係にあると容認された組み合わせは日本・円とシンガポール・ドルとの組み合わせ及びインドネシア・ルピアとベトナム・ドンとの組み合わせのみであった。しかし、インドネシア・ルピアとベトナム・ドンとの組み合わせは、線形関係における符号は相反する為、共和分関係から除外された。よって、東アジア地域において、長期的に通貨の間に共和分関係が認められたのは日本・円とシンガポール・ドルとの組み合わせであった。これは、東アジア地域において多様な為替相場政策が採用されていることと関連する。各国は独自の為替相場政策の運営を行っているため、為替相場の間に発生するミスアライメントが長期的に収斂せず、地域通貨の為替変動には同調性が乏しいと推測できる。単位根及び共和分検定による東アジア諸国通貨の定常性分析を通じて、東アジア地域における諸国通貨の為替変動は域内他の通貨の為替変動との間に非対称的反応を示していることが明らかとなった。東アジア諸国通貨のミスアライメントを防止、あるいは早期発見するために、東アジア地域におけるサーベイランス・プロセスを早急に構築する必要がある。

Time Varying Pass-through: Will the Yen Depreciation Help Japan Hit the Inflation Target?

一橋大学　　塩路　悦朗

This paper estimates time evolution of the exchange rate pass-through into Japanese domestic prices using the time-varying parameter-volatility VAR method. The Japanese yen has depreciated against the US dollar in recent months, from about 78 JPY/USD in early October 2012 to almost 100 in mid April 2013. Many hope that this would help the Bank of Japan hit the newly announced inflation target of 2%. On the other hand, existing research suggests that the extent of pass-through has declined lately. In this paper, I use an updated data set and the new empirical methodology to find that there has been a notable revival of pass-through in recent years. Thanks to this, a 25% depreciation of the yen is expected to push up the Japanese CPI by almost 1%; not enough to achieve the target, but it is still going to be a non-trivial contribution.

中国経済の拡大とアジア経済への波及
――Global VAR モデルを用いた応用分析の一例――

国際協力銀行 大重 斉

2001 年12 月に中国がWTO 加盟、2010 年の中国の名目GDP は世界第2 位となり、中国の経済規模が拡大している。中国経済を分析するには、もはや1 カ国のみで考えるのではなく、世界経済との連関を考慮に入れ、それをモデル化し実証研究をする必要があろう。Global VAR モデル(GVAR)は国内変数だけでなく、他の国からの影響を貿易ウエイト等で加重平均した外生変数として海外変数を作成し、この変数をVAR モデルに組み込み、それぞれの国のモデルをシステムとして統合して世界経済の影響を分析するものである。本稿では、Cesa-Bianchi , Pesaran, Rebucci, and Xu (2011)に倣い、時変的な貿易ウエイトを用いたGVAR を推計し、中国の経済成長が貿易構造を通じてアジア諸国等にどのような影響を与えているかについて確認する。具体的には、それぞれの国のモデル(VARX*モデル)を統合するGVAR モデルを推計する場合には、国の連関を表す連関ウエイト行列が必要となる。その連関ウエイト行列を貿易ウエイト行列とし、1985 年、1995 年、2005 年及び2011 年のそれぞれの貿易ウエイト行列ごとに一般化インパルス応答関数を推計し、その形状の相違を比較する。さらに、ブートストラップ法により中央値と有意水準90%の信頼区間を計算し、一般化インパルス応答関数が有意かどうかについて統計的に検証する。

主要な結論としては、中国は経済規模が拡大するにつれ、貿易構造が変化し、それにともない実質GDP のマイナス・ショックは、過去の貿易構造（1985 年、または1995 年の貿易ウエイト行列）とは異なり、大きな影響を与える。2011 年の貿易ウエイト用いた場合、一般化インパルス応答関数はアジア大洋州では豪州、マレーシア及びシンガポールで有意にマイナスとなる。原油、金属及び農産物価格指数においても有意である。このことは、中国経済の拡大により世界の貿易構造において、中国が「世界の工場」として世界の中心となり、中国の影響度が増大していることを示唆している。同様の貿易ウエイトを用いた場合、このマイナス・ショックは、ユーロ圏の経済を有意にマイナスにさせる。ユーロ危機後のユーロ圏が輸出先として中国に依存している構造が示唆される。また、中国の一般化インパルス応答関数との比較のため、米国及びユーロ圏の実質GDP のショックに対する一般化インパルス応答関数も算出する。それによれば、米国や欧州の一般化インパルス応答関数は、貿易ウエイト行列の年が1985 年、1995 年、2005 年及び2011 年と変化させた場合、直近に近づくにつれて、その影響の程度も大きくなっている傾向がみられ、中国のそれと同じ傾向がある。このことは、中国の経済規模の拡大のみでなく、貿易構造の深化により国の連関が強くなっていることの現れとして考えられよう。

JEL Classification: C32、F14、E17、O53
キーワード: 中国、 GVAR、貿易連関、アジア

トルーマン政権期の金融政策
――財務省統制下における連邦準備の政策運営――

慶應義塾大学大学院生　土橋　康人

本稿は，アメリカにおける 1945 年から国債価格支持政策（bond support policy）の終焉を意味する「アコード」以前の金融政策構築過程に着目し，連邦準備がいかなる桎梏の下で政策構築を図っていたのかを明らかにするものである．

同期間についての先行研究は，中央銀行の「独立」,「従属」という視点から分析するものが大半である．しかし，これらの研究の多くは公開市場政策を巡る権限闘争に着目するため，当時の連邦準備は準備率政策，国債管理政策，選択的信用統制などの個々の政策を複合的に活用することを目指していた点を見逃している．そのため，連邦準備が金融政策体系の構築を目指した際，いかなる意図を持ち，いかなる障害に阻まれていたのかが必ずしも明らかになってはいない．そこで本稿は，両院経済委員会の議事録や連邦準備による立法議案及び内部文書などを参考にしながら，連邦準備の政策構築過程を歴史的に分析する．

本稿で明らかになることは以下の通りである. まず, 連邦準備は第二次世界大戦後当初, 準備率政策と国債償還政策によって物価上昇への対応を図った．その際，考慮されたことは商業銀行の利害への配慮と過度なデフレ政策への警戒であった．しかし，連邦議会が目指した分権的規制監督システムと連邦準備の求めた政策の間でコンフリクトが生じ，創出された金融政策は結果的に商業銀行に過剰な負担を強いるものとなってしまった．この負担増大が，商業銀行の連邦準備への反発に直結し，連邦準備制度からの加盟銀行の脱退という恐れを連邦準備に抱かせることになった．

また，連邦準備の金融引締めと他の GSE による信用供与の間においても，齟齬が顕在化していた．この事態を打開すべく連邦準備は選択的信用統制による対処を図るが，その行動原理に隠されていたものは，連邦政府の公的金融によって歪められた競争市場に対する連邦準備の憂慮であった．しかしながら，市場に対する量的規制を段階的に撤廃しようとする連邦議会からの圧力もあり，戦時中から残存していた選択的信用統制は恒久的な金融政策として信頼の置けない不透明な政策となっていた．

以上のように，連邦準備が目指した金融政策はアメリカ独自の金融制度の影響を受けつつ連邦議会との折衝の中で変形し，当初の意図とは乖離したものが具現化したことで新たな政策が必要とされていったということが明らかになる．

最後に，本報告では現代の金融規制監督論争に対するインプリケーションを述べる．

準備通貨ポンドの凋落とスターリング協定

名古屋大学　　金井　雄一

第二次大戦後におけるイギリス経済の地位低下は明白だったので、ポンドの衰退も当然の現象と思われがちだった。しかし、戦後のポンドの歩みを一方的な衰退に解消してしまう把握には、実は問題がある。たとえば、ポンドは確かに最終的に衰退したとしても、ロンドン国際金融市場すなわちシティは復活を遂げた。周知のごとく、今日においてもロンドンは世界有数の国際金融センターである。戦後ポンド史を単純な衰退過程として捉えていると、このような現実とそこに潜む意味を見過ごしてしまうことになる。逆に、現実に生起した多様な事態を発掘してポンドを一面的衰退史から救い出そうとする視点に立つと、これまで衰退街道に立つ一里塚としか見られなかった 1947 年の交換性回復挫折、49 年の切下げ等々の事態が持つ、ポンド復権に繋がる側面を浮き彫りにしていけるのである。

その方向への試みは、ポンド凋落という事態が、必死の抵抗にも拘らずついに起こってしまい、止むを得ず受け入れられたというものであっただけではなく、「凋落」の中に自ら位を譲ったという要素もあった点を明らかにするだろう。そして、1970 年前後にポンドを巡って起こった事態は、ポンド凋落を「譲位」の要素をも踏まえて捉えるとき、初めて正確に理解されると思われる。本報告は、そのような問題意識から行なう戦後ポンド史再検討という大枠の中から、スターリング協定（Sterling Agreements）を論点として取り上げ、準備通貨ポンドの凋落という現実をイギリス当局が受け入れていく過程の中に「譲位」の要素がどのように関連していたかを検討しようとするものである。

1968 年のポンド危機に際してポンド支援のための第二次バーセル協定が検討されていた 68 年 7 月、中央銀行総裁たちが支援の前提として「満足できる協定がスターリング地域諸国と締結されるならば」という条件をつけた。そこで、当面のスタンドバイ・クレジットが必要なイギリスは、「最低スターリング比率を維持するという約束と交換に公的スターリング保有額の大部分に対して保証を提供する」（TNA: T 267/29.）スターリング協定を各国と締結していったのである。68 年 9 月に締結されたスターリング協定は 71 年 9 月に 2 年間延長され、さらに 73 年 9 月に 6 ヵ月の再延長が行なわれ、74 年 4 月に 9 ヵ月の再々延長が実施されたが、74 年 12 月末に廃止された。

報告では、イギリスのＥＥＣ加盟やスターリング地域崩壊にも触れつつ、スターリング協定の延長と廃止の過程で準備通貨ポンド放棄へと政策が収斂していくことを示し、ユーロダラー市場の中心になったシティ、準備通貨ポンドに由来する制約から解放を求める志向など、「譲位」の要素との関連を考察したい。

Asymmetric Forecasting in Real-time Learning and the Taylor Rule

Kurume Univesrsity　Taro Ikeda*†

本稿の狙いは、非対称な予測とアダプティブな学習アルゴリズムとを結びつけることである。この際、非対称な予測に含まれる予測変数の条件付き分散をリアルタイムな学習ルールに追加している。

これらの仮定のもとでは、ピュアなテイラーの原則だけでは E-stability が満たされなくなる。モデルに従って修正されたテイラーの原則と正値の分散制約が、経済システムの安定性を保証し実行可能な金融政策を規定することが分かった。

JEL Classifications: E50, E52, E58

Keywords: Asymmetric forecasting, adaptive learning, Taylor rule

* Author correspondence: Lecturer, Faculty of Economics, Kurume University, 1635 Mii, Kurume, Fukuoka, Japan.
†Research Fellow, Graduate School of Economics, Kobe University, 2-1 Rokko-dai, Nada, Kobe, Hyogo, Japan.

Nominal Idiosyncratic Shocks and Optimal Monetary Policy

神奈川大学　大滝　英生

何らかの意味において最適な金融政策の性質を特徴づけることは貨幣理論における中心的命題の一つである。伝統的な貨幣理論では、例えばフリードマン・ルールのような縮小的金融政策の有効性が論じられてきた。ところが、管見の限りでは、縮小的金融政策をその政策目標として明確に掲げる中央銀行は存在しない。それどころか 2008 年のリーマン・ショック以降では先進国の中央銀行の多くでは量的緩和などの拡張的金融政策が採用されているのが実情である。

一方、最適金融政策に関する近年の理論的数理的な研究では縮小的金融政策の非最適性を示すような経済環境の存在が示されている。それらの研究では、縮小的金融政策の非最適性を導く要因として情報や空間的な摩擦の存在を強調していた。そのような既存研究とは異なり、本研究は（重複世代構造に依存するものを除く）摩擦が存在しなくとも縮小的金融政策が非最適となるような経済環境の存在を示すことを目的とした。

本研究では名目的固有ショックに直面する重複世代モデルを考えた。ただし、名目的固有ショックは貨幣保有額に比例的にその額が定まる確率的な貨幣移転としてモデル化した。このようなショックは、例えば名目的な税・補助金としても解釈できる。本研究における名目的固有ショックは､予期されない非退化的な事後的貨幣分布を生成する役割を果たす。

このようなモデルにおいて次に示すような結果を得た。最初に、貨幣均衡は差分方程式体系で特徴づけが可能である。また各貨幣成長率に対して定常貨幣均衡は存在すれば一意であることと、その存在を保証する必要十分条件を示した。ここで絶望的なことに、どのような貨幣成長率に対しても定常貨幣均衡は（黄金律最適性の意味で）非最適であることを確認した。これは名目的ショックに対するリスク回避により生じる。最後に、次善解としての最適貨幣成長率が存在し、それは 1 を超える、すなわち拡張的金融政策の次善の意味での最適性を示した。

本研究の結果から次のようなことが示唆された。すなわち、名目的固有ショックのように予期されない非退化的な事後的貨幣分布を引き起こすイベントが発生する場合、そこで生じるリスクを軽減するために拡張的金融政策が有効である。また情報的・空間的摩擦を強調していた既存研究においても非退化的な事後的貨幣分布が発生しており、本研究で外生的に記述された名目的固有ショックの内生化する手段の幾つかを既存研究は示していると解釈できる。

非負制約付き名目利子率と金融政策の効果

神戸大学大学院生　蓮井　康平

本稿は名目利子率に非負制約がある場合における金融政策の影響を，動学的確率的一般均衡（以下，DSGE）モデルを使用して分析する．Holden and Paetz (2012)は，非負制約付きのインパルス応答を出すアルゴリズムを作成している．本稿は，価格の硬直性，賃金の硬直性, そして投資の調整費用の構造を入れた DSGE モデルにこのアルゴリズムを応用し，金融政策ショックに対する経済の反応を分析する．本モデルにおける分析結果は以下の 3 つである．第 1 に，金融政策ルールがテーラー・ルールを採用している場合，名目利子率の非負制約が金融政策ショックの効果に与える影響が大きいが，貨幣供給ルールを採用している場合では，非負制約の影響は小さい．第 2 に，本モデルにおいて賃金の硬直性は，金利の非負制約の影響を強める．3 点目として，政策ショックの持続性が高い場合，金利の非負制約の影響は小さくなる．

これら 3 つの結果に共通するのは，名目利子率の下落幅とその期間である．ゼロ金利制約を課す以前に，他のマクロ変数に対して，金利の下落幅が相対的に小さく，またその期間が短い場合，ゼロ金利制約を課しても影響は小さい．貨幣供給ルール及び金融政策ショックの持続性を高めた場合の結果がこれに該当するが，この結果は問題点として捉える必要がある．まず第 1 に，現実の経済において，金利がゼロに張り付いている状態での金融緩和ショックの影響が，ゼロに張り付いていない通常の状態における金融緩和ショックの影響とほとんど変わらないというのは直観的ではない．第 2 に，実際には貨幣増大による金利の低下，つまり流動性効果が大きい可能性もある．その場合，本モデルでは非負制約の影響が大きくなる可能性があり，政策ショックの持続性が高い場合でも，非負制約の影響がでるかもしれない．これらを点から，金利の非負制約の影響を分析する際には，流動性効果が強く生じることも想定したモデルで分析することが必要となってくる．

An Investigation of Housing Affordability in the UK

University of Stirling　Alberto Montagnoli
University of Tsukuba　Jun Nagayasu

The housing market has been extensively investigated in the literature, however there is a lack of understanding of the fundamentals affecting housing affordability across UK regions as measured by the price to income ratio. The aim of this paper is twofold; firstly we calculate the affordability index based on individuals' incomes. Second we set off to ask which socio-economic factors could affect the house price to income ratio. The analysis finds a strong influence coming from the mortgage rate and academic qualifications. We also report a positive and significant effect coming from foreign investment. Finally, we record a non-negligible degree of heterogeneity across the twelve regions.

Keywords: House market, affordability index, heterogeneity, panel data.
JEL classification: E31, E52.

Market Liquidity and Bank-dominated Corporate Governance: Evidence from Japan

Nagoya City University Hideaki Sakawa
Kushiro Public University Masato Ubukata
Ritsumeikan University Naoki Watanabe

This paper investigates the relationship between market liquidity and bank-dominated corporate governance structure of Japanese listed firms, represented as main bank relationships and cross shareholdings. We find that (i) main bank lending relationships increase market liquidity and reduce asymmetric information in the Tokyo Stock Exchange and (ii) foreign shareholdings are positively related to market liquidity and negatively correlated with asymmetric information. This suggests that the bank monitoring mechanisms would take a substitute information production role for block holder monitoring role in the market-oriented corporate governance countries like US.

***Keywords**:* Market liquidity; Main bank; Foreign shareholdings

JEL Classifications: G10; G32

取 引 所 の 総 合 化
――商品先物の視点から――

ドットコモディティ㈱　車田　直昭
立正大学　林　康史

日本の商品先物は、株式、債券、金利、通貨等を原資産にする先物とは別の規制の下にあり、投資家のニーズであるワンストップでの取引が実現しにくい状況にある。業者にとっては、相互に参入しようとする場合、システム対応の費用に加えて、異なる規制に対応するためのコンプライアンス費用、具体的には規制対応を担う人材の人件費等の初期費用とランニングコストが生じる。また、取引所自体も従来との比較でいえば、装置産業化してきており、コスト低減が必要となっている。

2003 年までは、石油をはじめとした上場商品の拡大等を背景に、日本の商品先物市場は拡大基調にあった。しかし、市場の流動性の核（コア）が商品先物会社の対面営業を通じて参加する個人投資家であったにもかかわらず、2000 年代後半以降に対面営業を否定するかのような画一的な規制強化が行われた。商品・手数料設計、市場規制、市場参加者拡大のマーケティングの面において、商品取引所の市場拡大努力が十分なものでなかったことも相まって、2003 年をピークにして日本の商品先物市場は縮小傾向が続き、2012 年にはピークの 1/5 になり、いまだ縮小基調に歯止めがかかっていない。2003 年から 2012 年の間に、世界の商品先物市場が逆に 5～6 倍の拡大を遂げており、日本の市場縮小の異様さは明らかである。

同一の取引所において商品先物、証券・金融先物を一体的に取り扱う総合取引所については、2007 年に自民党政権において初めて提唱がなされ、2010 年には民主党政権において成長戦略の中の国家戦略プロジェクトの一つとして取り組むとされた。2012 年には、総合取引所実現のための制度整備として、総合取引所の規制・監督を一元化する金融商品取引法改正案が成立した。現在は、2014 年 1 月の改正金商法施行をにらんで、総合取引所の実現、すなわち取引所の総合化を巡る各取引所の動向とこれを巡る関係当局の動向が重要になっている。

世界的な取引所間競争の下においては、成長分野であるデリバティブ取引の拡大が重要な課題となっており、このために総合取引所化を進める動きが加速している。このすう勢とは別に、日本の商品先物の再生を図るとの視点からも、総合取引所化が喫緊の課題となっている。第 1 に、商品先物の約 8 万口座の投資家が減少する中で、証券会社の参入を得て日経 225 先物の投資家約 50 万口座の参入を図る、第 2 に、主要なデリバティブ取引所において出来高の過半を占める HFT（高速取引業者、コンピュータを利用した自動売買によって自己取引を行う会社）を取り込む、さらにさまざまな市場拡大の要因となる、との点において、総合取引所化が日本の商品先物の再生のために不可欠なものとなっている。

〈共通論題〉

1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まり、終わったのか？

主旨と各報告の要旨

1932 年 11 月に始まった日銀引受国債発行は、これまでも繰り返し語られてきたように、壮絶な失敗の歴史的経験である。たしかにスタートは、直面する課題の解決を最優先しただけの他意のないものであったのかもしれない。それまでに行われてきた施策を組み合わせただけだったのかもしれない。しかしその結果は、発案者である高橋是清を死に至らしめ、戦時財政を支える装置となり、激烈なハイパー インフレをもたらした。

およそ 80 年前に始まったこの歴史的経験は、戦後における金融・財政上の思考を強く束縛してきた。例えば、1982 年～86 年に刊行された『日本銀行百年史』である。同書全 6 巻には、過去の政策判断を否定的に総括した箇所が 2 か所ある。その一つは、1972 年において引締政策への転換が遅れたことについてであり[1]、今一つが日銀引受国債発行である。しかも第 4 巻において下記のように 2 度にわたって「遺憾」と述べている。

> 「国債の本行引受発行方式の実施は、本行の長い歴史の中でも、もっとも遺憾な事柄であったといえよう。」[2]
>
> 「昭和 7 年秋に本行が国債の本行引受け発行方式の実施に同意したことは、やがて本行からセントラル・バンキングの機能を奪い去るプロセスの第一歩となったという意味において、まことに遺憾なことであった。これは本行百年の歴史における最大の失敗であり、後年のわれわれが学ぶべき深刻な教訓を残したものといえよう。」[3]

この歴史的評価は『日本銀行百年史』全巻を貫く基本的なスタンスを構成している[4]。加えて上記で言う「われわれ」が日本銀行自身を指すのであれば、同行の内部から日銀引受国債発行を提示することは、まずあり得ないと思われる。このように日銀引受国債発行

[1] 『日本銀行百年史』第 6 巻、402～408 頁。
[2] 『日本銀行百年史』第 4 巻、26 頁。
[3] 同上、55～56 頁。
[4] 根本的には創立以来の「官治的性格」に因るという吉野俊彦などの日銀像が、このスタンスに複雑な影響を及ぼしている。吉野に代表される理解は、日銀の中立性も主要な争点となった 1955 年～1960 年の日銀法改正論議において一層先鋭化したと考えられる。この論議については、原司郎「戦後金融政策論争」、信用理論研究会編『信用論研究入門』、有斐閣、1981 年、所収および『日本銀行百年史』第 5 巻の「日本銀行法の改正論議―日本銀行の中立性―」等を参照。

という「歴史的失敗」は、日本銀行において極めて重たいものなのである。

また大蔵省サイドからの歴史的評価については、大内兵衛・青木得三を編集責任者とし大蔵省昭和財政史編集室が 1954 年に刊行した『昭和財政史』第 6 巻（藤崎憲二執筆）がある。同書は、敗戦・復興の経験が生きていた時代に編纂されており、「この制度は根本的には財政政策として正道ではない」と明確に述べている[5]。

こうした評価や歴史的認識は、日銀引受国債発行をいわば「タブー」視するまでに有力であった。しかし 1990 年代末からは明らかに状況が変わった。国債の日銀引受もまた選択肢の一つとする議論が登場してきた。昭和恐慌からの早期脱却を可能にした金融緩和策として再評価され、長引くデフレ状況への援用が模索され続けている。

この議論の登場は､単に戦時･戦後直後の経験が忘れ去られたということだけではなく、これまでの日銀引受国債発行に関する歴史的・理論的研究において未解明、不充分な点が残っていたからでもある。さしあたり、次のような視点の弱さが指摘できるだろう。

(1) 戦時財政ファイナンスの問題に恐慌脱却の問題を位置づけ、より積極的に論じることに消極的であった。恐慌脱却だけから観るのと戦時財政だけから観るのでは、結局、永遠に相容れないという意味で同根の視点であろう。

(2) 上記は、金融組織の高度化、とくに中央銀行機能の現代化が、日本の場合、戦時経済においてでしか進展しなかったことへの着目の弱さに帰着する。具体的には 1942 年日銀法の評価に集約される[6]。

(3) 併せて欧米社会との遮断に傾斜しすぎて、国際金融市場からの考察が極度に弱くなっていた[7]。

日銀引受国債発行を肯定的に捉える議論の登場は、過度な自己規制を破るものであり、ひいては上記のような弱点を克服しようとする研究を促すことになるだろう。この限りでは歓迎したい。しかし同時にあくまでも歴史的事象に関することであり、事実認識に不備があれば、結論を危くしかねない。そのためこの共通論題では、これまで語られてきた事柄も含めて、改めて 1932 年日銀引受国債発行について幅広く議論し、学会として共有できる知見を深めたいと思う。

ただし限られた時間であることから、報告者が提示する大まかな論点を下記の 3 つに絞っておきたい。もっとも、ある意味当然であるが、各報告者は各々の結論を細部まで共有しているわけではない[8]。

[5] 『昭和財政史』第 6 巻、東洋経済新報社、172 頁。
[6] 佐藤政則・山崎志郎・靏見誠良「日本銀行金融政策の展開」伊牟田敏充編著『戦時体制下の金融構造』日本評論社、1991 年、所収、参照。
[7] 富田俊基『国債の歴史』第 13 章、東洋経済新報社、2006 年、参照。
[8] さしあたり報告者の大まかな見解については、下記を参照願いたい。
佐藤政則・永廣顕『1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか―大蔵省・日本

第 1 に、1932 年においてどのようにして始まったのかを再検討する。

通説的には、金輸出再禁止・金兌換停止（管理通貨制へ）と日銀引受国債発行とは一体の関係として論じられる。論理的にはそうなのだが、ストレートな展開と見做すには違和感が多い。例えば、①当時、国内外共に緊迫した情勢にありながら、金輸出再禁止から日銀引受国債発行の実施まで、なんと 1 年近くも要している、②32 年 7 月には国債引受シンジケート銀行団を拡大（信託会社の参加）しており、日銀引受ではなく公募方式が志向されていたようにも見える、③32 年 11 月に引受発行が行われたが、その 1 ヵ月後には早くも売りオペが始まっており、あたかも売りオペ可能な市場環境となるまで引受を待っていたかのようにも見える、④金解禁・再禁止に関する沸騰した議論と異なり、日銀引受国債発行についてはほとんど議論がなく、極めて静寂な始まりであった、等々である。

したがって第 1 報告「静寂な始まりは何を意味したのか？―1932 年における国債発行方式の転換プロセス―」（永廣顕）では、新規国債の日銀引受発行が実施されるに至るまでの政策形成過程を、国債価格や市場金利に留意しつつ詳細に検討する。そのさい、通説的理解がアプリオリに結合している日銀引受と売りオペとをひとまず分離し、両者の結合プロセスという視点から検討する。焦点は、1932 年度の予算編成の漸次的な推移に対応した大蔵省、日本銀行の国債発行方式に対する考え方の変化にある。

第 2 に、売りオペの好調さについて、その仕組みとともに、シンジケート銀行の側から検討する。

当時の超優良銀行の代名詞であり、最大の国債所有者でもあった、国債引受シンジケート銀行からの分析は、ながく等閑視されてきた。シ団銀行（当時「消化力」と呼ばれた市場らしきもの）からの分析を射程外に置いては、日銀引受国債発行という壮大な政治経済的施策を捉えることができない。この発行方式の特徴は日銀引受と売りオペとがセットになっているところにあり、売りオペで余剰資金を吸収しようとしても、買い手がつくかどうかは相手次第、わからないという難点があったからである。したがって実施にあたっては、「国債消化」の制度的・市場的条件を整備するだけでは不十分であり、とくにシ団銀行の協力が不可欠であった。つまり日銀引受国債発行は、発行主体（大蔵）、引受主体（日銀）、購入主体（主にシ団銀行）という三位一体の協働関係があって初めて稼働できたのである。

このため第 2 報告「『国債消化力』はどのように認識され拡充されたのか？―国債引受シ

銀行・シンジケート銀行からの考察―』麗澤大学経済社会総合研究センター、ワーキングペーパーNo.55、2013 年 3 月。（http://ripess.reitaku-u.ac.jp/report/2013041017034984.html）

伊藤正直「戦後ハイパー・インフレと中央銀行」日本銀行『金融研究』第 31 巻第 1 号、2012 年 1 月。（http://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/kk31-1-7.html）

ンジケート銀行と売りオペ―」（佐藤政則）では、1932 年 12 月から 37 年にかけての日銀国債売却の好調さと困難化をシ団銀行に視点を置いて検討する。国債の優遇制度と市場環境、利鞘の確保とともに銀行行動の分析を得て、はじめて国債消化力の限界という問題も解けるだろう。同時にこれまでほとんど顧みられることがなかった、売りオペにおけるシ団銀行の役割も明らかとなる。

第 3 に、1932 年日銀引受国債発行が、戦後の財政金融のあり方を長く拘束してきた直接の問題である戦時・敗戦直後のハイパー インフレを包括的に検討する。

日銀引受国債発行が拡大・継続されていたにも関わらず、ハイパー インフレは日本本国（内地）では顕在化しなかった。顕在化するのは敗戦直後からである。これが、同発行の肯定的評価を促しているようにもみえる。またこのハイパー インフレによって膨大な政府債務が事実上償却された。この事実も等閑視されているように思われる。日銀引受国債発行を禁じた財政法（1947 年）第 5 条のバックグランドを改めて検討する必要があろう。

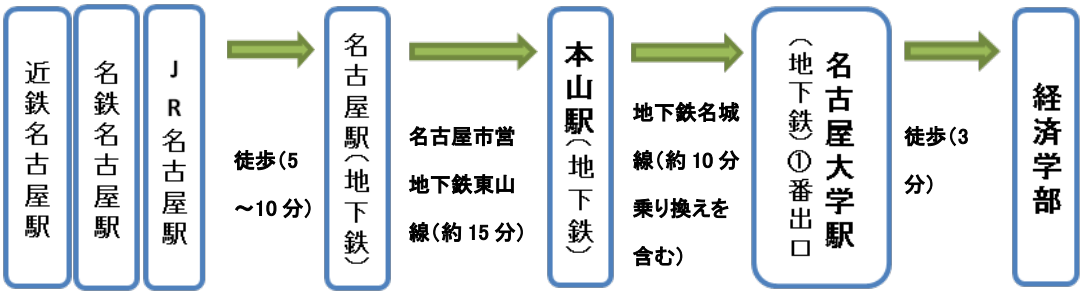
このため第 3 報告「戦後財政金融のありかたをどのように規定したのか？―戦時国債と戦後ハイパー・インフレ―」（伊藤正直）では、戦時における国債発行方式およびその方式のもとで発行され続けた臨時軍事公債と戦後インフレの関連を再検討し、戦後の財政金融政策をどの程度、どのように規定したのかを論じる。

（文責　佐藤政則）

名古屋大学（東山キャンパス）

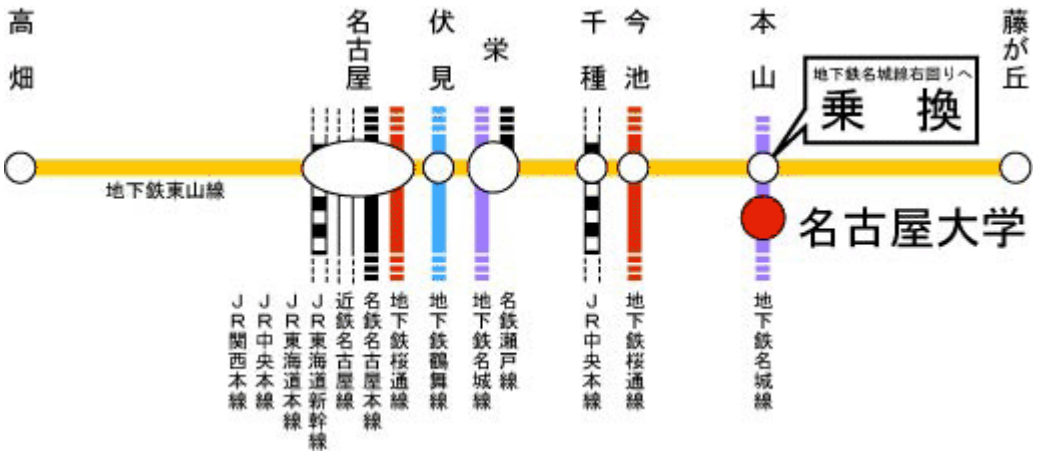
名古屋大学（東山キャンパス）アクセスマップ

ＪＲ名古屋駅・名鉄名古屋駅・近鉄名古屋駅からのルート



地下鉄名古屋駅（東山線）→地下鉄本山駅（名城線へ乗換）→地下鉄名古屋大学駅

地下鉄名古屋駅では、藤が丘行に乗車し、本山駅で下車してください。本山駅では名城線に乗り換え、名城線右回り（八事方面）の列車に乗車して次の名古屋大学駅で下車してください。名古屋駅から名古屋大学駅までの所要時間はおよそ 45 分です。東山線は 5 分間隔で、名城線は 10 分間隔で運行しています。



地下鉄名古屋大学駅→名古屋大学経済学部

地下鉄駅の１番出口をご利用ください。出口のエスカレータを上ると、右前方にある最寄りの建物が名古屋大学経済学部です。