金融学会会報

2014年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　**2014年10月18日（土）・ 10月19日（日）**

会　場　**山口大学吉田キャンパス（共通教育棟）**
（〒753-8514　山口県山口市吉田1677−1）
最寄り駅と所要時間：
ＪＲ西日本山口線・湯田温泉駅、徒歩約25分
URL : http://www.yamaguchi-u.ac.jp/info/13/616.html

連絡先　日本金融学会 2014 年度秋季大会事務局
〒753-8514　山口県山口市吉田1677−1
山口大学経済学部兵藤隆研究室
E-mail：thyodo@yamaguchi-u.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：10 月 18 日（土）18 時 00 分より，山口大学吉田キャンパスの第二学生食堂「きらら」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（5,000 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 9 月 18 日（木）までにお振込みください。

銀行名：　ゆうちょ銀行
口座記号番号：　01310-8-90052
加入者名：　日本金融学会 2014 年度秋季大会事務局
(ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲﾆｾﾝｼﾞｭｳﾖﾈﾝﾄﾞｼｭｳｷﾀｲｶｲｼﾞﾑｷｮｸ)

他行等からお振込みくださる場合は下記内容をご指定ください。

銀行名：　ゆうちょ銀行
店名：　一三九（イチサンキュウ）店（139）
口座番号：　当座　0090052
加入者名：　日本金融学会 2014 年度秋季大会事務局
(ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲﾆｾﾝｼﾞｭｳﾖﾈﾝﾄﾞｼｭｳｷﾀｲｶｲｼﾞﾑｷｮｸ)

なお，9 月 18 日（木）以降および当日お支払いの場合には 6,000 円を頂戴いたします。

○昼　　食：本大会では、お弁当の予約販売を行いません。土曜日については，キャンパス内の第一食堂「ボーノ」あるいは第二食堂「きらら」をご利用下さい。日曜日については，吉田キャンパス周辺に飲食店やコンビニがありますので，ご利用ください。

ご　注　意：懇親会費を振り込まれる方は，同封のハガキに必要事項をご記入の上，必ずご返送ください。このハガキを返送せずに，振込みのみをされた場合，懇親会へのご参加ができない場合がございますので，ご注意ください。また，お振込み後の懇親会費の払い戻しには応じかねますので，ご了解ください。

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

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

○宿泊施設　：各自で手配願います。（予約はお早めにお願いします。）
案内サイト　http://www.yudaonsen.com/oyado/

○そ　の　他：

・当日のコピー・サービスは一切行いません（当日の配布資料については，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。
・自然災害等によって開催が困難になった場合は，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 2014 年度秋季大会

プログラム

第 1 日　10 月 18 日(土)

受付開始　　山口大学　吉田キャンパス　　共通教育棟 1F　9:00～

１．　会長講演　　＜9:30～10:00＞

１番教室大ホール

日本金融学会　会長　　一橋大学　　小　川　英　治　氏

２．　震災復興金融パネル　　＜10:10～12:10＞

2 番教室中ホール

テーマ：震災後の地震保険等の現状と課題

座長　　東北大学　　西　山　慎　一　氏

(1)　代替的巨大災害保障とリスク・エクスチェンジ市場

報告者　　立命館大学　　大　垣　尚　司　氏

(2)　どのような企業が地震保険を購入しているのか？

―中小企業（製造業）向けアンケートから分かること―

報告者　　明治大学　　浅　井　義　裕　氏

(3)　地震保険制度の概要と課題

報告者　　日本損害保険協会　　竹　内　淳　博　氏

討論者　　東北大学　　西　山　慎　一　氏

討論者　　東北福祉大学　　鴨　池　　治　氏

３．　自由論題　　＜10:10～12:10＞

A 会場　　共通教育棟 15 番教室

セッション：金融政策Ⅰ

座長　同志社大学　北坂真一氏

(1) Liquidity effects and international effects of the zero lower bound on nominal interest rates

報告者　神戸大学大学院　蓮井康平氏

討論者　名古屋市立大学　岡野衛士氏

(2) Determinacy condition under optimal monetary policy with the information from the Taylor rule

報告者　桃山学院大学　井田大輔氏

討論者　慶応義塾大学　廣瀬康生氏

(3) Inflation Stabilization and Default Risk in a Currency Union

報告者　名古屋市立大学　岡野衛士氏

上智大学　濱野正樹氏

ルクセンブルク大学　Pierre Picard 氏

討論者　駒澤大学　江口允崇氏

B 会場　　共通教育棟 14 番教室

セッション：アジア金融

座長　九州大学　岩田健治氏

(1) The effect of ownership on the risk taking of Chinese firms

報告者　華東師範大学　袁　媛氏

日本海事センター　松田琢磨氏

学習院大学　乾　友彦氏

討論者　東京経済大学　安田行宏氏

(2) Trade Credit in China: Panel Evidence-based on the Survey of Industrial Enterprises

報告者　神戸大学大学院　劉　亜静氏

討論者　一橋大学　植杉威一郎氏

(3) Effects of the Vietnamese Government's Institutional Reforms on Companies' Capital Structure and Profitability: Before and After the Lehman Shock

報告者	一橋大学	奥 田 英 信 氏
	一橋大学大学院	ライ・ティー・フーン・ニュン 氏
討論者	九州大学	平 松 拓 氏

C 会場　　共通教育棟 13 番教室

セッション：ユーロ

座長	関西大学	高 屋 定 美 氏

(1) Financial markets in Central and Eastern European countries and their role in transmission of domestic and foreign monetary shocks

報告者	神戸大学大学院	Agata Wierzbowska 氏
討論者	龍谷大学	クラフチック・マリウシュ 氏

(2) ラトビアが取った緊縮策の示唆するもの

報告者	文京学院大学	絹 川 直 良 氏
討論者	東洋大学	川 野 祐 司 氏

(3) 危険がいっぱいのユーロ銀行同盟

報告者	佐賀大学	米 倉 茂 氏
討論者	金沢大学	佐 藤 秀 樹 氏

D 会場　　共通教育棟 12 番教室

セッション：中央銀行

座長	沖縄国際大学	池宮城 尚 也 氏

(1) 中央銀行の金融調節におけるマクロ･プルーデンスの位置づけ

報告者	東洋大学	益 田 安 良 氏
討論者	同志社大学	丸 茂 俊 彦 氏

(2) 政策判断における認識のラグの影響～1997 年問題を中心に～

報告者	日本大学	小 巻 泰 之 氏
討論者	神戸大学	地 主 敏 樹 氏

E 会場　　共通教育棟 11 番教室

セッション：銀行・ファイナンス

座長　一橋大学　三　隅　隆　司　氏

(1) HFT の金融仲介機能：その行動と影響に関する堰モデルの展開

報告者　学習院大学　辰　巳　憲　一　氏

討論者　長崎大学　須　齋　正　幸　氏

(2) リーマン・ショックを含む期間における日本政策金融公庫中小企業事業の新規融資先に関する実証分析

報告者　日本政策金融公庫　森　岡　　功　氏

討論者　鹿児島大学　永　田　邦　和　氏

(3) 銀行の不良債権問題と費用効率性について―地方銀行、第二地方銀行を対象に―

報告者　同志社大学大学院　内　木　栄莉子　氏

討論者　立命館大学　播磨谷　浩　三　氏

４．　昼食　　＜12:10～13:10＞

５．　国際金融パネル　　＜13:10～15:10＞

2 番教室中ホール

テーマ：邦銀のアジア進出

座長　神戸大学　家　森　信　善　氏

(1) 山口銀行のアジア進出：現状と課題

報告者　山口銀行頭取　福　田　浩　一　氏

(2) 中国と東南アジアにおける邦銀の事業展開：現状と課題

報告者　神戸大学　岩　壷　健太郎　氏

(3) 地方銀行の第二次国際化

報告者　東北学院大学　伊鹿倉　正　司　氏

討論者　東京大学　西　沢　利　郎　氏

討論者　山形大学　山　口　昌　樹　氏

６．　自由論題　　＜13:10～15:10＞

A 会場　　共通教育棟 15 番教室

セッション：金融政策 II

座長　慶應義塾大学　池　尾　和　人　氏

(1) 日本の量的緩和政策(2001-2006)に対する再評価

報告者　神戸大学大学院　井　尻　裕　之　氏

討論者　立命館大学　大　田　英　明　氏

(2) The Cointegration Analysis of the Long-term Bond Rates in Japan under the Zero Lower Bound Problem

報告者　大阪産業大学　石　橋　尚　平　氏

討論者　中京大学　英　邦　広　氏

(3) Comparing Japanese Monetary Policy Effects between the Low Interest Rate and the Normal Periods

報告者　大阪府立大学　立　花　実　氏

討論者　関西学院大学　田　中　敦　氏

B 会場　　共通教育棟 14 番教室

セッション：国際資本移動

座長　東北福祉大学　鴨　池　治　氏

(1) アメリカへの国際資本流入と金利の関係

報告者　慶應義塾大学大学院　戸　部　智　氏

討論者　明治学院大学　佐々木　百　合　氏

(2) Factors causing capital flows in emerging economies

報告者　近畿大学　星　河　武　志　氏

京都産業大学　猪　口　真　大　氏

討論者　明星大学　中　田　勇　人　氏

(3) A Comparison between Optimal Capital Controls under Fixed Exchange Rates and Optimal Monetary Policy under Flexible Rates

報告者　神戸大学　北　野　重　人　氏

愛知淑徳大学　高　久　賢　也　氏

討論者　上智大学　竹　田　陽　介　氏

C 会場　　共通教育棟 13 番教室

セッション：金融史

座長　名古屋大学　金　井　雄　一　氏

(1) 日本銀行の対民間信用供与における「国債担保貸出」の位置づけについて

報告者　日本銀行　森　田　泰　子　氏

討論者　慶應義塾大学　井　手　英　策　氏

(2) 初期ユーロダラー市場と BOLSA

報告者　東北大学　菅　原　　歩　氏

討論者　山口大学　古　賀　大　介　氏

(3) 為替会社の意義と役割をめぐって

報告者　同志社大学　鹿　野　嘉　昭　氏

討論者　法政大学　鷲　見　誠　良　氏

D 会場　　共通教育棟 12 番教室

セッション：金融市場

座長　広島大学　千　田　　隆　氏

(1) A New Solution to the Equity Premium Puzzle and the Risk-Free Rate Puzzle: Theory and Evidence

報告者　神戸大学大学院　田　村　英　朗　氏

神戸大学　松　林　洋　一　氏

討論者　流通科学大学　森　澤　龍　也　氏

(2) 金融政策と不動産価格の関係－不動産価格指数を用いた実証分析－

報告者　土地総合研究所　大　越　利　之　氏

討論者　同志社大学　北　坂　真　一　氏

(3) The Role of Options Market in Discovering Risk during the Subprime Crisis

報告者　日本銀行　大　坪　陽　一　氏

ルクセンブルク大学　Theoharry Grammatikos 氏

ルクセンブルク大学　Thorsten Lehnert 氏

討論者　広島大学　山　根　明　子　氏

E 会場　　共通教育棟 11 番教室

セッション：企業金融

座長　東京経済大学　安田行宏 氏

(1) ゾンビ中小企業と生産性

報告者　大阪大学大学院　今井健太郎 氏

討論者　山口大学　兵藤隆 氏

(2) 銀行の融資姿勢変化と企業行動

報告者　一橋大学大学院　岩木宏道 氏

討論者　中央大学　鯉渕賢 氏

(3) Marginal q and Firms' Capital Investments: Evidence from Time Series Data of Japanese Manufacturing Industries

報告者　流通科学大学　小塚匡文 氏

討論者　東京経済大学　石川雅也 氏

F 会場　　共通教育棟 25 番教室

日韓特別セッション：詳細はホームページにて発表します

７．　特別講演　＜15:30～16:30＞

１番教室大ホール

司会　神戸大学　地主敏樹 氏

演題：「日本経済と金融政策」

講演者　日本銀行　審議委員　宮尾龍蔵 氏

８．　会員総会　＜16:40～17:40＞

１番教室大ホール

９．　懇親会　＜18:00～20:00＞

会場　　第二学生食堂「きらら」

第 2 日　10 月 19 日(日)

受付開始　　山口大学　吉田キャンパス　　共通教育棟 1F　9:30～

10.　金融史パネル　　＜10:00～12:00＞

2 番教室中ホール

テーマ：　アジアにおける Free Banking の史的展開

座長　麗澤大学　佐藤政則氏

(1) 日本における国立銀行制度の成立と展開：アメリカ国法銀行との比較

報告者　法政大学　靏見誠良氏

早稲田大学　鎮目雅人氏

(2) 中国におけるフリーバンキング：1921-1935

報告者　慶應義塾大学大学院　諸田博昭氏

(3) 19 世紀末のバンコックにおける香港上海銀行の活動

報告者　関西大学　西村雄志氏

討論者　関西大学　高屋定美氏

討論者　札幌学院大学　北林雅志氏

11.　自由論題　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　共通教育棟 15 番教室

セッション：ライフプランニングとパーソナルファイナンス

座長　広島大学　矢野順治氏

(1) 家計の近視眼的思考と出産・婚姻の選択

報告者　東京福祉大学　土村宜明氏

東京福祉大学　保原伸弘氏

討論者　甲南大学　筒井義郎氏

(2) 家計の教育費問題と金融機関による取り組み

報告者　野村資本市場研究所　宮本佐知子氏

討論者　成城大学　村本孜氏

(3) 年金の効率性、所得分配そして厚生に及ぼす影響
-家計の異質性を考慮した年金給付制度固定モデル-

報告者	神戸市外国語大学	藤 井 隆 雄 氏
	福山大学	入 谷 純 氏
討論者	山口大学	小 嶋 寿 史 氏

B 会場　共通教育棟 14 番教室

セッション：為替・通貨

座長	同志社大学	植 田 宏 文 氏

(1) FTA in International Finance: Impacts of Exchange Rates on FTA Utilization

報告者	南山大学	吉 見 太 洋 氏
	アジア経済研究所バンコク事務局	早 川 和 伸 氏
	亜洲大学	キム・ハンサン 氏
討論者	京都大学	敦 賀 貴 之 氏

(2) Automobile Exports: Export Price and Retail Price

報告者	滋賀大学	吉 田 裕 司 氏
	明治学院大学	佐々木 百 合 氏
討論者	南山大学	吉 見 太 洋 氏

(3) 日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択
「2013 年度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」結果概要

報告者	中央大学	鯉 渕 賢 氏
	政策研究大学院大学	伊 藤 隆 敏 氏
	横浜国立大学	佐 藤 清 隆 氏
	学習院大学	清 水 順 子 氏
討論者	中央大学	藤 木 裕 氏

C 会場　共通教育棟 13 番教室

セッション：企業金融とコーポレート・ガバナンス

座長	東京経済大学	熊 本 方 雄 氏

(1) 負債比率の維持と満期構成

報告者	日本政策投資銀行/一橋大学大学院生	岡 本 弦一郎 氏
討論者	神戸大学	畠 田 敬 氏

(2) 地域銀行の社外取締役の導入要因

報告者	九州共立大学	森　祐司 氏
討論者	近畿大学	相馬利行 氏

D 会場　共通教育棟 12 番教室

セッション：海外金融事情

座長	立正大学	林　康史 氏

(1) 中国の商品現物取引市場

報告者	立正大学大学院	ニエ・サイナン 氏
	立正大学大学院	張　書訳 氏
	立正大学	林　康史 氏
討論者	武蔵大学	大野早苗 氏

(2) ドル化政策実施国エクアドル・エルサルバドルにおける補完通貨 UDIS の活用状況

報告者	東海大学	木下直俊 氏
	立正大学経済研究所	歌代哲也 氏
	立正大学	林　康史 氏
討論者	上越教育大学	吉田昌幸 氏

(3) 金融危機と国際通貨ドル

報告者	ノースアジア大学	前田直哉 氏
討論者	北九州市立大学	前田　淳 氏

E 会場　共通教育棟 11 番教室

セッション：金融の理論分析

座長	北九州市立大学	前田　淳 氏

(1) 社会的制裁とグループ貸付

報告者	新島学園短期大学	松田慎一 氏
討論者	一橋大学	奥田英信 氏

(2) わが国企業におけるパクィジットとキャピタルストラクチャー

報告者	文教大学	鈴木　誠 氏
討論者	法政大学	胥　鵬 氏

F 会場　　共通教育棟 25 番教室

セッション：国際マクロ

座長　神戸大学　藤　田　誠　一　氏

(1) Regional inflation, spatial locations and the Balassa-Samuelson effect

報告者　筑波大学　永　易　　淳　氏

討論者　駿河台大学　池　野　秀　弘　氏

(2) Do Faster Growing Economies Run Current Account Dificits？ The Role of Utility Functions

報告者　同志社大学　五百旗頭　真吾　氏

討論者　慶應義塾大学　櫻　川　昌　哉　氏

12.　昼食　＜12:00～13:00＞

13.　共通論題　＜13:00～16:00＞

2 番教室中ホール

テーマ：次世代へ金融経済教育はどう変わるべきか：地方における金融経済教育の現状と課題

座長　アジア開発銀行研究所　吉　野　直　行　氏

神戸大学　家　森　信　善　氏

(1) 金融経済教育推進会議の活動等

報告者　金融広報中央委員会事務局長

日本銀行情報サービス局長　丹　治　芳　樹　氏

(2) 地方における金融教育の現状と金融リテラシー

報告者　日本銀行下関支店長　鈴　木　純　一　氏

(3) 財務局及び管内金融機関の金融経済教育の取り組み

報告者　中国財務局長　其　田　修　一　氏

(4) 金融経済教育の現状と地方における課題

報告者　大和総研調査本部長　岡　野　　進　氏

(5) 地域における金融リテラシー教育の必要性

報告者　神戸大学　家　森　信　善　氏

討論者	県立広島大学	村　上　恵　子　氏
討論者	立正大学	林　　康　史　氏

（プログラム委員会）

兵　藤　　隆　（山口大学、委員長）

小　川　英　治	（一橋大学）	地　主　敏　樹	（神戸大学）
三　隅　隆　司	（一橋大学）	藤　田　誠　一	（神戸大学）
池　尾　和　人	（慶應義塾大学）	岩　壷　健太郎	（神戸大学）
櫻　川　昌　哉	（慶應義塾大学）	家　森　信　善	（神戸大学）
林　　康　史	（立正大学）	北　坂　真　一	（同志社大学）
佐　藤　政　則	（麗澤大学）	植　田　宏　文	（同志社大学）
熊　本　方　雄	（東京経済大学）	高　屋　定　美	（関西大学）
安　田　行　宏	（東京経済大学）	矢　野　順　治	（広島大学）
鴨　池　　治	（東北福祉大学）	千　田　　隆	（広島大学）
西　山　慎　一	（東北大学）	前　田　　淳	（北九州市立大学）
金　井　雄　一	（名古屋大学）	岩　田　健　治	（九州大学）
栗　原　　裕	（愛知大学）	池宮城　尚　也	（沖縄国際大学）

（準備委員会）

兵　藤　　隆（委員長）　　古　賀　大　介　　山　本　周　吾

山口大学吉田キャンパスへのアクセス

JR新山口バス停 8番乗り場（在来線側） → 防長バス 平川経由 30分 → 山口大学前バス停 → 徒歩 3分 → 吉田キャンパス

※他のルートもありますが乗り換えが必要です。

バスで

JR新山口駅（新幹線口） → 一般道 25分 → 吉田キャンパス

車で

JR新山口駅

JR山口線上り（普通列車） 各駅停車 19分

JR山口線上り（山口ライナー） 直行 10分

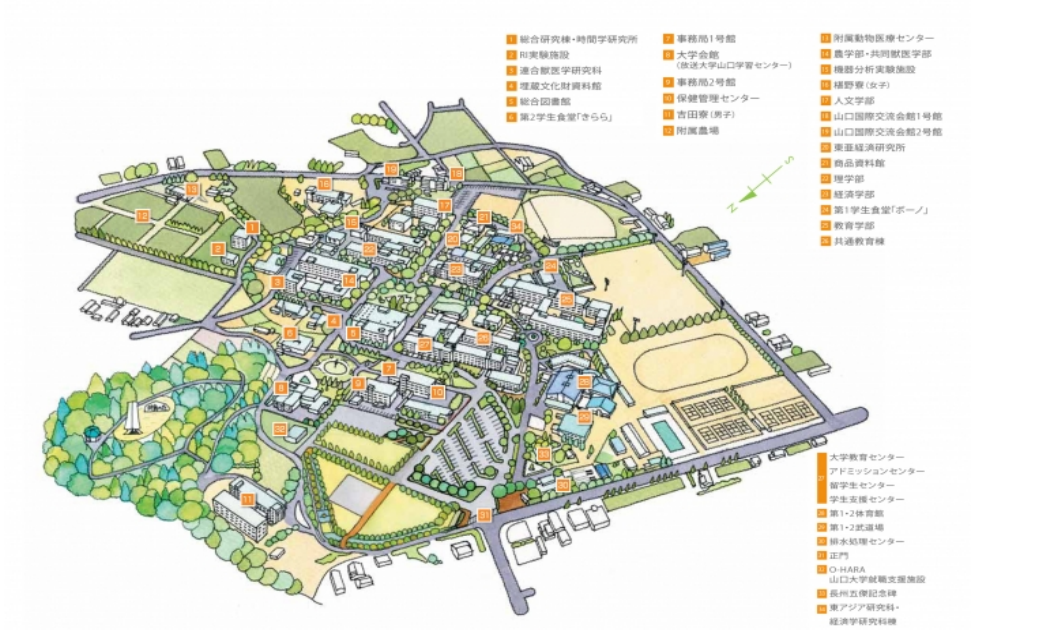
JR湯田温泉駅 → 徒歩 25分 → 吉田キャンパス

徒歩ルート地図

電車で

山口宇部空港 → 宇部市営バス（特急） 37分 → JR新山口バス停（終点） → 防長バス（平川経由） 30分 → 山口大学前バス停 → 徒歩 3分 → 吉田キャンパス

バスで



震災復興金融パネル：震災後の地震保険等の現状と課題

座長　西山慎一（東北大学）

本パネルの趣旨

東日本大震災から 3 年半が経過し、東南海・南海トラフを震源とした大地震の発生が危惧される中、地震保険料の見直しが進んでいる。2014 年に損害保険会社各社が公表したところによれば、全国レベルで地震保険料の値上げが行われた。また、政府が補助する地震保険制度は個人向けの家屋が対象となっており、企業向けの地震保険は民間の損害保険会社が任意で引き受ける地震危険担保特約などに限定されている。企業向けの地震保険商品には政府の補助がなく、また逆選択等の問題により、結果として保険料が高額になる傾向が見受けられる。

地震保険料の問題あるいは企業向け地震保険制度の未整備により、震災以降も中小企業・中堅企業を中心として地震保険への加入率は３割程度と低迷したままであり、企業による将来の震災への備えは万全とは言い難いのが現状である。東日本大震災の発災以降、被災地企業の二重債務問題がクローズアップされたが、もし企業の地震保険への加入率が十分に高ければ、震災による有形固定資産へのダメージは保険金によってある程度カバーされ、二重債務問題が軽減されていた可能性がある。政府によるグループ化補助金や東日本大震災事業者再生支援機構等による震災前債務の買い取りによって二重債務問題はある程度軽減されたとの見方もあるが、そもそも企業向け地震保険制度が整備されていれば、これらの政策に頼らずとも企業の自力再建が可能であったかもしれない。

本パネルにおいては、日本における地震保険制度の現状を確認するとともに、企業向け地震保険制度の在り方、あるいは地震保険以外の手法による二重債務問題の回避方法を検討する。

報告要旨：代替的巨大災害保障とリスク・エクスチェンジ市場

大垣尚司（立命館大学）

発表では、二重債務問題を解決するための新たな仕組みを提案する。 二重債務問題を金融的にみると、巨大災害で住宅や事業資産に損害を被った家計・企業が、これらの取得資金を負債調達していたためにエクイティー比率が悪化し、返済や再起のための資金調達が困難となる問題と整理することができる。

いわゆる地震保険は、保険契約者の地理的な分散に加えて、事故発生の周期が長期間であることを利用して時間軸上でもリスク分散を図ることにより、巨大災害による資産の損害を填補せんとする大変効率的な仕組みである。しかし、二重債務問題の解消を直接の目的とはしておらず、付保金額にも上限があるため、それだけで完全な備えを提供できるわけではない。さらに、この制度は個人しか利用できず、中小企業が相対的に安価に巨大災害保障を得るための手法はきわめて限られている。

ところで、中小企業の設備資金調達の代表的手法のひとつであるファイナンスリースにおいて、災害等による危険負担は、契約上、リース資産の法的な所有者であるリース会社ではなくユーザーに移転されている。もし、リース会社側が合理的に危険負担する仕組みがあれば二重債務問題を解消することができる。

一方、住宅についても構造躯体の長寿命化に伴い、公的主体や REIT 等の SPV を介在させて構造躯体は賃借した上で設備･内装のみを自己投資する新しい住宅金融の手法（マイホームリース）が提唱されている。この手法においても、構造躯体の所有者が危険負担すれば住宅ローン借入れにかかる二重債務問題を減殺することができる。

そこで本発表では、中小企業向けファイナンスリースやマイホームリースにおいて、対象資産の所有者となり巨大災害の場合における危険を負担する公的主体もしくは SPV を関与させ、当該主体において効率的なリスク保有を行うと同時に、代替的リスク移転手法（ART）を活用してリスクを効率的に移転することにより、二重債務問題を解消する新たな仕組みを提案し、その経済合理性や、地震保険制度に対する補完性・代替性等について検討する。

さらに、こうした仕組みを嚆矢として、代替的リスク移転手法（ART）を軸にしたリスクエクスチェンジ市場をわが国に構築することにより、巨大災害リスクに晒されたわが国の企業が効率的にリスクマネジメントを行えるようにすると同時に、わが国の金融機関がリスク仲介やリスク投資の分野で世界をリードする可能性について検討する。

報告要旨：どのような企業が地震保険を購入しているのか？
―中小企業（製造業）向けアンケートから分かること―

浅井義裕（明治大学）

本研究の主な目的は、「企業の保険リスクマネジメントに関する実態調査」（科学研究費補助金「保険需要構造の分析 - ファイナンス理論の実証的検証 - 」の一環として 2014 年 1 月から 2 月にかけて実施）の調査結果を報告することである。

今回の調査では、従業員数 20 名以上 299 名以下の「中規模の製造業」を対象とし、2014 年 1 月 27 日に、郵送によって無作為に選ばれた 3500 社に対してアンケートを送付した結果、2 月 21 日までに回答のあった企業は 909 社（回答率 26.0%）であった。アンケートは、全部で 41 問であり、「回答企業および回答者の状況」、「損害保険の購入、生命保険の購入、耐震補強の状況」、「東日本大震災と保険の状況」、「金融機関と企業の関係」、の４つの観点からの質問を行っている。

その結果、以下のことが明らかになった。まず、東日本大震災以前には「（事務所、店舗、工場などの）地震保険の購入」（15.3%）、「（事務所、店舗、工場などの）耐震補強」（7.5%）の企業が、地震に対するリスクマネジメントを実施している。一方で、「（事務所、店舗、工場などの）地震保険の購入」（8.9%）（事務所、店舗、工場などの）耐震補強」（7.4%）の企業が東日本大震災以降に新たに行った地震に対するリスクマネジメントをしていることも分かった。日本経済新聞（2014 年 5 月 6 日朝刊）によれば、中堅・中小企業の地震保険加入率は 10%未満といわれているが、本調査の結果は、より多くの中小企業（特に製造業では）が地震保険を購入している可能性を示唆している。

本研究では、上記のような簡単な統計の結果の紹介に加えて、企業の財務データ、その他の資金調達の状況と地震保険の購入状況に関する分析を行い、それらの結果を報告する予定である。

報告要旨：地震保険制度の概要と課題

一般社団法人 日本損害保険協会　竹内　淳博

2011 年 3 月 11 日に発生した東日本大震災において、1.2 兆円を超える地震保険金が迅速に支払われたことから、地震保険制度は、被災者の迅速な生活再建、ひいては復旧・復興に寄与することができた。

一方、財務省に設置された「地震保険制度に関するプロジェクトチーム」において、地震保険制度の見直しについて様々な角度から議論が行われ、2012 年 11 月 30 日に報告書が取りまとめられた。同報告書では、各課題を「喫緊の課題」、「速やかに対応すべき課題」、「引き続き議論すべき課題」の３つに整理されており、この提言を踏まえ、官民で連携して課題に取り組んでいるが、報告書の公表から 1 年経過した 2013 年 11 月から 2014 年 1 月にかけて、諸課題に係る措置状況等をフォローアップするため、同プロジェクトチームのフォローアップ会合が開催され、議論が行われた経緯にある。

発表では、このような動向を踏まえ、地震保険制度の概要や現状を改めて確認のうえ、同プロジェクトチームから提言のあった課題を中心に、地震保険制度に係る検討課題を報告する予定としている。

報告概要は次のとおりである。

１．地震保険制度の概要
　制度の目的・位置づけおよび基本的な制度の枠組み

２．地震保険制度の運営
　地震保険の強靭性に関連し、官民保険責任割合の変遷と現状

３．地震保険制度を巡る課題
　財務省の「地震保険制度に関するプロジェクトチーム」報告書で示された課題を中心に、現在の取り組み状況および今後の課題

以　上

Liquidity effects and international effects of the zero lower bound on nominal interest rates

神戸大学大学院生　　蓮井康平

Abstract

The tightening effect of the zero lower bound on the nominal interest rate is a non-trivial topic in monetary policy: at the zero lower bound, responding to a rise in money growth by reducing the nominal interest rate—what is called the liquidity effect—is not possible because the nominal interest rate cannot be further decreased. However, the absence of the liquidity effect caused by the zero lower bound might amplify the tightening effect of the zero lower bound. I call this tightening effect of the zero lower bound through its liquidity effect on the economy the *rebound of liquidity effect*, and demonstrate it quantitatively with a simple two-country dynamic stochastic general equilibrium framework. This paper found that the zero lower bound mitigates the effect of the domestic quantitative easing shock to the domestic economy, and affects the dynamics of the foreign nominal interest rate after the period of the zero lower bound through the structure which generates the liquidity effect.

Keywords: liquidity effect, zero lower bound, monetary policy
JEL Classification: E47; E49; E52

Determinacy condition under optimal monetary policy with information from the Taylor rule

桃山学院大学
井田　大輔

経済モデルの頑健性を考慮しながら中央銀行が最適な金融政策を行うためにはどのように政策を運営すればよいか。Tillmann (2012)はこの問いに答えており、経済モデルの不確実性に直面している中央銀行は、モデルの定式化の誤りから生じる問題に対して頑健なルールを参照するので、最適金融政策を行う際には金融政策ルールからの情報も参照する政策（cross-checking optimal monetary policy）が望ましいとしている。その理由は、フォワードルッキングなモデルで裁量的な政策を実施する場合に生じる安定化バイアスを抑えることができるからである。しかし、そのような最適な政策ルールが合理的期待均衡を一意に決定できるかどうかについては定かではない。

本稿は、裁量的に最適金融政策を実施する中央銀行がテイラールールのような金融政策ルールからの情報も参照する際の合理的期待均衡の決定性の問題を考える。本稿のベンチマークの結果からは、たとえテイラー原則（インフレ率の上昇以上に名目金利を引き上げよという原則）が満たされていなくても、そのような cross-checking な金融政策から導かれる最適なルールは合理的期待均衡が一意に決まる領域を拡大させていくことがわかった。しかし、経済モデルに金融市場の問題（コスト・チャンネル）を加味すると、コスト・チャンネルの影響が大きいときには、cross-checking policy rule は合理的期待均衡が一意に決まる領域を狭めることが示された。その結果はたとえテイラー原則を満たしていたとしても、合理的期待均衡が非決定になることを示唆している。

References

Tillmann, P. (2012) “Cross-checking optimal monetary policy with the information from the Taylor rule,” Economics Letters 117, pp.204-207.

Inflation Stabilization and Default Risk in a Currency Union

名古屋市立大学 岡野衛士

By developing a class of dynamic stochastic general equilibrium models with nominal rigidities and assuming a two-country currency union with sovereign risk, we show that there is not necessarily a trade-off between the prevention of default risk and stabilizing inflation. Under optimal monetary and fiscal policy, comprising a de facto inflation stabilization policy, the tax rate as an optimal fiscal policy tool plays an important role in stabilizing inflation, although not completely because of the distorted steady state. Changes in the tax rate to minimize welfare costs via stabilizing inflation then improve the fiscal surplus, and because of this and the incompletely stabilized inflation, the default rate does not increase as much.

The effect of ownership on the risk taking of Chinese firms

華東師範大学　袁媛
（公財）日本海事センター　松田琢磨
学習院大学　乾友彦

この研究では、銀行や中央政府が中国企業のリスクテイクに与える影響を検証した。中国においても経営者のリスク回避が要因となって、企業のリスクテイク活動が阻害されているとみられ、企業のパフォーマンスの散らばりが国際的にみても小さい。そのようななかで中国の銀行や中央政府による企業の意思決定に対する影響を見るために、銀行と中央企業の持ち分に着目して企業のリスクテイクに対して与える影響を検証した。

分析の結果、銀行の持ち株比率が高まることで企業のリスクテイク行動を促進する効果があること、中央企業が持ち分を増やすことは企業のリスクテイク行動を小さくする傾向があることが示された。前者については、銀行による株式保有を通じて債権者と株主の対立を緩和されている証左であり、後者は中央企業による株式保有が、中央政府の方針もしくは中央企業の経営者のキャリアコンサーンに基づくリスク回避であると考えられる。

Trade Credit in China:
Panel Evidence-based on the Survey of Industrial Enterprises

神戸大学大学院生　劉　亜静

Abstract

Firms may use trade credit financing ways frequently from their partners who with in a daily deal than financial institutions[1]. In China, we have three main modes for corporate finance. One is bank loan, another is security issuance, and the last one is trade credit. Compare with bank loan and security issuance, trade credit between business partners is also an important method for corporates, especially for SMEs. Using a large panel dataset of Chinese industrial firms, we found that SMEs especially the small firms are more likely to use trade credit than financial institutions. We also give a clear group divide with trade credit by supplier and demander. On this basis, we check the relationship of using trade credit and using financial institutions. If the coefficient on variables is negative and significant, it will suggest that trade credit is a substitute relationship with using financial institutions. And if the coefficient is positive and significant, it suggesting that trade credit is a complement relationship with using financial institutions. Our evidence implies that small firms use more trade credit, and have stronger substitute relationship with using financial institutions. We also found ownership may not effect the use of trade credit expend.

[1] Theories based on Petersen and Rajan (1997).

Effects of the Vietnamese Government's Institutional Reforms on Companies' Capital Structure and Profitability: Before and After the Lehman Shock

Hidenobu Okuda, Hitotsubashi University
Lai Thi Phuong Nhung, Graduate Student, Hitotsubashi University

Abstract

This paper investigates the extent to which companies listed on the Ho Chi Minh and Hanoi stock exchanges have achieved corporate behaviors that conform to the market economy under the Doi Moi policy by estimating their debt ratios and return rates using the three-stage least squares method applied to samples taken from the panel data from 2006 to 2011 of 435 listed companies.

The estimation results show that, compared to Vietnamese small- and medium-sized enterprises, the capital structures of listed companies are matched better to the features explained by standardized corporate financing theory. While they were influenced by excessive borrowing under weak corporate governance during the boom period of 2006-2008, they were normalized and more fitted to rationally expected financing behaviors during the 2009-2011 period after the boom. However, the ability to provide collateral still plays a decisive role in the procurement of long-term funds, which suggests that asymmetric information and creditor protection issues must be addressed. In addition, even in the Ho Chi Minh Stock Exchange, which is credited for having pioneered many institutional reforms in Vietnam, government-controlled companies are likely to have an advantage over non-government companies because of their close relationship with government-controlled banks.

These findings suggest that reforming the Vietnamese market will require the development of a system that ensures transparency of information and independent corporate governance, and will require the increased privatization of government-controlled companies, including those in the banking sector.

JEL Categories: G32, O16
Keywords: Vietnam, government-controlled companies, capital structure

Financial markets in CEE countries and their role in transmission of domestic and foreign monetary policy shocks

Ph.D. Student, Kobe University　Agata Wierzbowska

Abstract

Large dependence of Central and Eastern European (CEE) countries on monetary policy changes in euro area as well as globalizing financial markets raise questions on the role of the latter in the CEE economies and transmission of monetary policy shocks. This paper uses the VAR methodology for the analysis of stock, bond, and exchange rate markets in six Central and Eastern European countries. First, we study the influence of shocks occurring in each market on domestic economic conditions. Next, the counter-factual simulation analysis is carried out in order to discern the role of the financial markets in the transmission of domestic and European Central Bank's (ECB) monetary policy shocks into CEE economies. The main results point at large diversity across CEE countries, both in case of the effects of financial market shocks on the economy and the transmission channel study. We draw conclusions on the relatively lower importance of bond market and higher importance of stock and exchange rate markets in influencing CEE countries economic conditions. The study of transmission channels also points at stock markets the main channel of transmission, especially in case of output. Transmission of monetary shocks to inflation takes places mainly through stock and exchange rate markets. The results provide implications for both policymakers as well as investors concerned with financial assets of CEE countries.

Keywords: monetary transmission mechanism, financial markets, VAR, counter-factual simulation

JEL codes: E44, E52, F36

ラトビアの取った緊縮策が示唆するもの

文京学院大学　絹川直良

ラトビアは、2005-2007 年にかけて高成長を果たしたが、その後バブルが崩壊し深刻な経済危機を迎えた。政権は緊縮的な財政金融政策をとり、2011 年にはプラス成長に転じた。通常、アジア通貨危機後の対応に示されるように、緊縮策は失敗することが多いが、なぜラトビアではこれが成功したのであろうか。ラトビアが回復した経験は他国に何を意味するのであろうか。ブーム期を見過ごし、引き締め転換時期が遅れたことは事実である。

第一に、北欧に本店を持つ外資系金融機関を見ると、ラトビアにある子銀行への親銀行による資金調達が維持されたことが注目されている。非居住者よりの預金が銀行の資金調達の重要な部分を占めていたが、これら預金が流出をはじめた際に、これら外資系親銀行のサポートは有効に働いたと評価されている。

第二に、カレンシーボード制が柔軟に運営され、財務省や中銀が、銀行に資金を提供したことが評価されている。

第三に、不況脱出のためには自国通貨切り下げが有効と考える中で、ラトビアは、ユーロとのペッグを維持した。対内的な通貨切り下げ(internal devaluation)として、公的支出、賃金、その他のコストを削減し、一方で広汎な構造的改革が行われ、生産性向上が非常に短期間にもたらされた点が注目されている。ラトビアの人件費がユーロ圏全体の平均の25%の水準と非常に低いことや、ラトビアが小国であり開放的な経済を持っていることが挙げられている。また、ラトビアの人口がこの間 7.6%収縮したことで、国内での失業を必要以上に深刻なものにしなかった可能性も挙げられている。

第四に、緊縮策実施が成功した点について、経済成長率がプラスであることが経済活動の水準以上に重要であるとする考え方が挙げられる。また、財政調整がかなり早期に行われていることも注目されている。むしろ、財政緊縮の多くは景気回復時期と重なっているとの指摘も見られる。

このように、ラトビアで緊縮策が成功した背景、理由を見ていくと、ラトビア固有の点が多い。小国で開放的な経済であることに加えて、厳しい気候風土のもとで旧ソ連圏より離脱し、EU への接近、参加を通じて成長、発展を図ろうとしてきたその結果ということもできよう。ラトビアには活発な労働運動の伝統がないこと、緊縮策に反対する左翼勢力や、雇用や賃金水準を保証する労働法も存在しないことも大きい。ただ、移民となりラトビアを離れた人も少なくなく、その支払ったコストは小さくないと考えられる。

危険がいっぱいのユーロ銀行同盟

佐賀大学・米倉茂

今秋（2014 年），ユーロ危機再発防止策の決定打となるはずのユーロ銀行同盟が始動する。しかしその内実は正反対の不都合な要因がいっぱいである。

ユーロ圏諸国はユーロ・ソブリン危機でも苦い経験をした。特に金融危機対策がユーロ・レベルでなく個別国家次元の枠組みにとどまっていた無力さを痛感した。ユーロ圏では国家をまたぐ監視機関もなく，国境を超えて進行する危機を察知・防止する術もなかった。

これを打破するのがユーロ銀行同盟のはずである。汎ユーロ・レベルでの金融的安定を確保するために統合された金融危機対策の体制を築き上げることが銀行同盟に託されている。銀行同盟はユーロ・レベルの単一の監視機関（SSM）と単一の破綻整理機関（SRM）あるいは共通の預金保険機構を備えるはずだった。そうすればユーロ圏内でクロスボーダーの金融危機が今後起きた時でも，ユーロ圏諸国は銀行同盟を通じ各国バラバラでなくユーロ全体で統一的に対応できるはずである。

現実は思惑どおりに進んでいない。銀行同盟が始動しても金融規制･監督の権限は各国に残る。ＥＣＢが銀行監督の集中的権限を得ることになっても，金融安定化政策と銀行監督機能は依然，各国に残る部分が多い。するとユーロ圏内で国境を越えて活動する金融機関が破綻しそうな場合，一体，ユーロ圏全体で有効に対処できるのか？

銀行同盟の核をなすはずの破綻整理の基金も問題がおおい。銀行破綻処理のための共同基金は 550 億ユーロの規模にすぎず（しかも 8 年かけて積み立てる），ユーロ圏共同で使用できる部分も限定されており、現実に起こりえる一大金融危機にはあまりにも無力である。

さらに銀行同盟の場合，金融危機が起きた時も公的資金を投入しないベイルイン方式が原則である。一体，公的資金活用なくしてリーマン・ショックやユーロ国家債務危機のような大規模な金融危機に対応できるか？さらに銀行同盟の 3 本目の柱となるはずの預金保険機構の共通化も先送り扱いである。

結局、現時点のユーロ銀行同盟は理想と現実の隔たりが大きすぎる。銀行同盟を支えるべきはずの財政同盟が進展していないからである。その根因は欧州経済通貨同盟が経済同盟なき通貨同盟にとどまっていることにある。

キーワード：銀行同盟、単一銀行監視機構（SSM）、単一銀行破綻整理機構（SRM）

中央銀行の金融調節におけるマクロ･プルーデンスの位置づけ

Adding a Macro-prudential Perspective to Central Banks' Monetary Policies

東洋大学　益田安良

リーマンショックを経て、金融市場・金融システム全体の安定性を重視してシステミック･リスクを軽減するマクロ･プルーデンス政策が重視されるようになった。通常は、個別金融機関のリスク軽減を図るミクロ･プルーデンス政策と相互補完的であるが、プロシクリカリティ問題等、両者が矛盾する場合には、マクロとミクロの政策の協調が必要となる。

中央銀行は通常、マクロ総需要調整の為の金融調節と共に金融システムの安定（プルーデンス政策）にも責務を負う。両者が対立するケースとしては、物価高騰・景気停滞（スタグフレーション）の下で金融システムが弱体化する場合である。この場合、過去の経験からインフレの抑制が優先される可能性が高く、弱体化する金融システムに対しては政府が公的資金などを用いて対応せざるを得ない。ここに政府と中央銀行の連携が必要である。

より可能性が高いのは、一般物価が安定し金融緩和の下で資産バブルが発生するケースであり、1980 年代後半の日本、2000~04 年の米国でそうした例がみられた。バブル期には、金融機関の収益は拡大し金融システムは表面的には改善するが、潜在的には（資産価格下落時の）リスクが蓄積される。事前的プルーデンス政策の観点からは金融引締めが要請されるが、一般物価安定を根拠に金融緩和が持続されることが多い。これが、しばしば資産バブルの原因となる。

【一般物価･資産価格の動向と金融システム、金融調節の関係】

		物価安定･デフレ		インフレ（物価高騰）	
		資産価格		資産価格	
		安定･下落	上昇	安定･下落	上昇
金融調節（金利）	a	緩和（下げ）	緩和？（下げ？）	引締め？（上げ？）	引締め（上げ）
金融機関財務	b	不良	最高	不良	良好
金融システム	c	不安定	一見安定 過大なﾘｽｸ	最悪	安定
金融調節への要請（本来あるべき政策）	d d'	緩和	無し 引締め	緩和	無し
aとd(d')の整合性		◎	○（×）	×	○

金融調節に加味すべきマクロ･プルーデンスの変数は、資産価格上昇時と下落時で非対称であり、両局面に共通の変数を見出すことはできない。

例えば、資産価格が上昇する局面では、一般物価・景気の他に資産価格を金融調節の判断に加え、金融システム上の潜在リスクの蓄積を警戒すべきである。すなわち、テイラー・ルールを外れるかテイラー・ルールに資産価格要因を組み込まねばならない。

逆に、金融システムが不安定化する時には、たとえ物価上昇率が高めでも思い切った金融緩和を実施すべきである。金融システムの安定性の指標としては、早期アラートとして資産価格の低下、次に不良債権比率を用い、これらを注視して金融調節を行うべきである。

なお、マクロ･プルーデンス政策は、政府との連携が重要だが、事前的なリスク軽減については中央銀行が主体となって金融調節のツールを用いて対応する必要がある。

認識のラグの影響　～1997 年問題を中心に～

日本大学・小巻泰之

一般的に, 政策対応が必要な経済的ショックが発生してから政策当局が認識するまでに「認知のラグ」がある．本稿では，認識のラグの変化の推移を整理し，当時の日本銀行や政府の判断にどのような影響を及ぼしたのかを新聞報道を中心に, 1997 年問題として結論を得ていない消費税率引上げの影響を取り上げる．当時の状況を振り返ると，

1. 97 年 1-3 月期の駆け込み需要は「想定を上回り」，当該 GDP（97 年 6 月 13 日発表）の発表時には「駆け込み需要だけでない景気実勢もみられる」と景気実勢が良いとの評価がみられた．実際に反動減が生じていた時期には景況感は強かった．
2. 反動減が「想定を上回った」との報道が出始めたのは 97 年 7 月中旬以降である．
3. 消費税の影響に対する評価に変更が生じたのは 97 年 8 月以降である．
4. 97 年 4-6 月期の GDP（97 年 9 月 11 日発表）は「想定を大きく下回り」，発表時には当時の景況などを反映して「単に駆け込み需要の反動減だけでなく，実質購買力が目減りし消費意欲を削いでいる」(日本経済新聞),「景気の先行き, 懸念増す. 政策かじとり難問」（朝日新聞）との評価がみられた．
5. 日銀短観（97 年 9 月調査，97 年 10 月 1 日発表）は景気悪化を裏付けたものとして評価された．これに影響されたのか，株価は下落傾向を強めた．
6. 政府の景気判断（月例経済報告，97 年 10 月 7 日発表）で「約 9 兆円の個人負担増のデフレ効果」などから，景気が悪化局面にあることを認めている．
7. 97 年 7-9 月期の GDP（97 年 12 月 3 日発表）では，事前予想より小幅プラスであったこともあるが,「いかにも回復力が弱く，景気が失速する懸念はぬぐい切れない」（朝日新聞）と当時の金融危機を背景に，かなり弱い評価を受けている．

このように新聞報道からみれば，駆け込み需要やその反動減を巡る当時の認識は，事後的な統計データが示すイメージと異なっている．事実，反動減の影響で減少を示す統計データが発表されていたにも関わらず「想定内」と評価されていた 97 年 4 月から 7 月まで 20000 円を超える水準であったが,「想定を超えた」との判断以降下落基調に入っている．

統計データ等から経済状況を認識するまでの「認知のラグ」が指摘されるが，ラグだけが問題ではない．入手された過去の情報（統計データ）に，入手時点の経済環境への評価も加わって統計データの評価が行われ，その後の意思決定や市場価格の形成にも影響を与えていることがわかる．ただし，このことはある意味で当然の成り行きである．つまり，認識のラグは単に現状を示す統計データなど発表の遅れを意味するのではないことは明白ではなかろうか．実際の政策判断でどのように活用するのかは大きな課題である．

JEL Classification：E32，E52，E61
Key words：認識のラグ，消費税増税，リアルタイム・データ

HFT の金融仲介機能：　その行動と影響に関する基礎理論の展開

辰巳憲一（学習院大）

欧米では、HFT（high frequency trading）の実証研究が増え出し、まだ少ないが HFT 行動の理論モデルも構築されるようになってきた。HFT の仕組みに立ち入った批判も生まれるようになっている。

本研究では、主として欧米のデータから明らかになっている HFT の行動に基づいた、堰（weir）モデルを提示し、HFT が果たす機能と市場への影響を知ることが出来る基礎理論を展開する。簡単なモデルにも係らず、HFT に起因する流動性の変化、新しい市場構造と金融仲介機能を明らかにできる。

HFT は様々な取引戦略をとることが知られているが、本研究では、反対売買待ち（wait for the other side）と呼ばれる戦略を取り上げることとする。この戦略が、金融仲介機能をどのように持つことできるかを明らかにする。それとの比較で、他の戦略を紹介し、金融仲介の視点から評価してみることになる。

金融仲介機能にとって重要な概念は、Stoll [1978] や Grossman and Miller（GM）[1988]などが明確にした、取引の即時性（immediacy）である。取引の即時性とは、マーケット・メーカーが売り手や買い手の注文に即座に買い応じる、売り応じることを意味する。時間軸上で見てみると、即座とは、売り急ぐ者が手放したい銘柄を買ってくれる一般の市場参加者が現れるまでに経過する時間より、速いという意味である。取引の即時性への報酬は、売買に応じた銘柄のリターンに売買に応じた数量を乗じた額に決まる。

金融仲介機能と取引の即時性に係わる要点は、高速取引と在庫である。

高速取引によって、HFT が取引を奪い去ると誤解されているが、奪取ではなく、取引の流れの時系列に堰（weir）を作り出す。このことを、まず、明らかにする。

マーケット・メーカーの本来機能にとって在庫保有は必須であり、Stoll [1978]はポートフォリオ理論に基づいて最適在庫保有行動をモデル化した。しかしながら、HFT は、在庫を可能な限り保有しない、特に日を超えて保有しない、という在庫政策をとる。このような在庫行動がどう金融仲介と係わるのか、堰モデルで考察する。本研究は、GM モデルを一般化することによって HFT の 1 つの行動モデルを提示した Cartea and Penalva（C&P）[2012] からヒントを得ているが、C&P は堰を考察していない。

金融仲介機能が十分果たされれば、流動性の高い市場が達成される。そして、取引量の多い市場になってくる。GM が主張するように、マーケット・メイキング機能が不足して株価暴落するのではなく、HFT がマーケット・メーカーに代わり株価暴落を防ぐ可能性がある。

リーマン・ショックを含む期間における
日本政策金融公庫中小企業事業の新規融資先に関する実証分析

日本政策金融公庫　森岡　功

【報告要旨】

リーマン・ショック後、日本政策金融公庫中小企業事業（以下、「公庫」と言う。）は、金融危機対応時のセーフティネットとして積極的に融資を行った。この結果、政策金融の存在感が再認識されたが、実際にどのような役割を果たしたのかを定量的に検証することは、危機が収束し平常時に戻りつつある現時点において、今後の政策金融の役割を議論するうえで、意義が大きいと考える。

本稿[1]では、公庫の融資データ及び企業財務データを使用して、リーマン・ショックを含む期間に公庫が果たした役割を検証する。具体的には、リーマン・ショック後、特に 2009 年度において従来公庫と取引のなかった新規融資先（以下、「新規先」と略す。）が急増したことから、この新規先の企業属性に注目し、どのような企業が新規に公庫と取引を開始していたのか、また、新規先の企業属性はリーマン・ショックの前後で違いがあったのか否かを検証する。更に、公庫との取引の蓄積が企業パフォーマンスにもたらす効果を検証するために、新規先と既往先の融資後の動向をパネルデータで追跡し、公庫の融資後に両者の信用格付推移に関して違いがあるのか否かも検証する。

分析の結果、急増した新規先は、「信用リスクの高い企業」が特色であり、リーマン・ショック以前に比べて「信用リスクの高い企業」の傾向が強まると同時に「従来に比べて企業規模・業歴・自己資本比率が上位の企業」も増加し、2010 年度以降はこの傾向が総じて弱まった。これらの意味において、公庫はリーマン・ショック後に発生した信用リスクを負担したと評価でき、金融危機時のセーフティネットの役割を担ったと言える。

融資後の新規先と既往先の信用格付を比較検証した結果、2008 年度以降については融資後の信用格付は新規先に比べて既往先の方が高いことが明らかとなった。これは、公庫との取引の蓄積が企業パフォーマンスに好影響をもたらす可能性を示唆していると考えられる。

[1]本稿に提示されている意見は筆者個人に属し、日本政策金融公庫の公式見解を示すものではない。

銀行の不良債権問題と費用効率性について
―地方銀行、第二地方銀行を対象に―

同志社大学大学院生　内木栄莉子

1990 年代後半から 2000 年代半ばにかけて不良債権は、日本の金融機関にとって大きな重荷となるとともに、実体経済にも深刻な影響を及ぼしていた。政府は不良債権問題の早期解決を目指して、「金融再生プログラム」（2002 年 10 月）、「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」（2003 年 3 月）などの措置を導入した。

この不良債権問題が銀行行動、日本経済に及ぼした効果や不良債権が金融機関の経営面での効率性に与えた影響について実証的に検討した研究は、これまでにも数多く存在する。そして、現在までのところ、不良債権問題を抱えた銀行の貸出行動が雇用や設備投資、生産性など実体経済に対してマイナスの影響を及ぼしていたという結論が支持されている。また、不良債権が金融機関の効率性を低下させていたと結論付けられることが多い。先行研究のほとんどは、2003 年度までを検証対象としているため、不良債権の本格的な処理の過程が明示的に分析されていない。

本報告は、こうした先行研究の成果を踏まえて、不良債権が銀行経営に及ぼしていた影響と銀行の対応、とりわけ地方銀行および第二地方銀行に焦点を当て、改めて実証的に検証することを目的とする。具体的には、1998 年度から 2009 年度までを標本期間に採用のうえ、地方銀行、第二地方銀行について確率的フロンティア・アプローチに基づき費用効率性を計測することで不良債権と銀行経営の関連を検証することにした。

本報告の特色としては、以下の 3 点が挙げられる。第一に、推計期間を 2009 年度までと長くとっていること。第二に、銀行の生産物を収益と費用の差で表される収益、すなわち付加価値として定義していること。第三に、不良債権と費用効率性との関連をみるために、費用関数の非効率を示す項と不良債権比率とを同時推定したことにある。

分析の結果、次のような結論が得られた。第一に、地方銀行、第二地方銀行すべてを標本とした場合、不良債権は銀行経営にマイナスの影響を及ぼしていたこと、さらには 2002 年度以降、費用効率性が改善していくことが確認された。第二に、地方銀行のみを標本とした推定では、不良債権と費用効率性との間に統計的に有意な関係は確認されなかった一方で、第二地方銀行のみを対象とした場合、不良債権が費用効率性に対して統計的に有意なかたちでマイナスの影響を与えていたことが分かった。つまり、不良債権は、地方銀行と第二地方銀行とでは異なる影響をおよぼしていたと考えられる。

報告では、以上のような推計方法、推定結果を具体的に報告するとともに、そうした結果が得られた背景について、銀行経営の実際との関連で検討することにしたい。

＜国際金融パネル＞

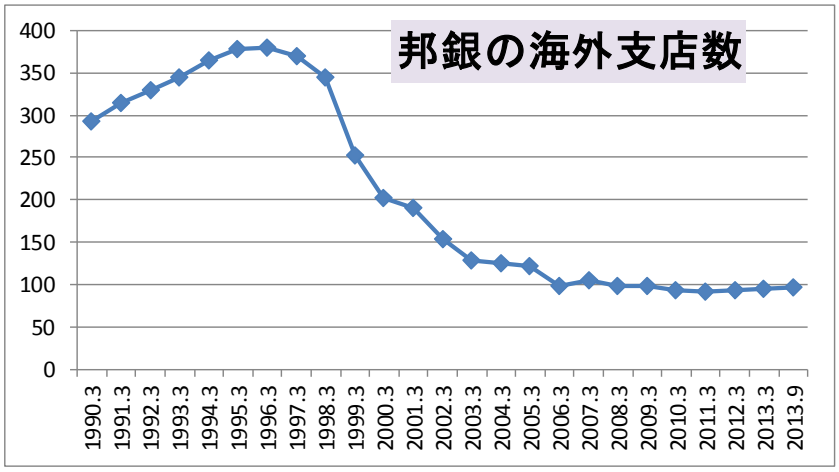
邦銀のアジア進出

座長　　神戸大学　家森信善

＜パネルの趣旨＞

1980 年代の後半に我が国の金融機関は、積極的な海外展開を行った。特に、アメリカやヨーロッパといった国際金融の中心地への進出が盛んとなり、都市銀行ばかりか地域銀行も数多くの海外拠点を展開した。図に示したように、1996 年３月には邦銀の海外支店数は 380 に達した。しかし、1990 年代の後半以降、不良債権問題が深刻化し、金融機関の統廃合が進み、また海外業務から撤退する金融機関も相次ぎ、2011 年３月には海外支店数は 92 にまで落ち込み、ピークの４分の１以下に減少した。ところが、2012 年以降、トレンドに変化が見られる。大企業はもちろんのこと中小企業にまで国際展開が広がり、それにあわせて地域金融機関も再び国際展開に力を入れるようになってきたのである。ただし、今回の国際化は国際金融センターへの進出ではなく、顧客の進出先であるアジア地域が中心となっているようである。もちろん、海外展開には様々なリスクがあり、その成否は地域金融機関の今後の命運に深く影響すると考えられる。現在、地域金融機関の２度目の国際化はまだ緒に就いたところであり、課題が山積している。

そこで、本パネルでは、まず、アジア展開を精力的に進められている山口銀行の福田浩一頭取に、山口銀行のアジア進出の現状と課題についてご講演をいただく。その後、神戸大学の岩壷健太郎教授と東北学院大学の伊鹿倉正司准教授に、研究者の観点から、現在進行中の邦銀のアジア展開についての分析結果を紹介していただくことにしたい。



(出所)全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」各年版。

山口銀行のアジア進出：現状と課題

１．環黄海経済圏を中心とした独自色の強い海外展開

当行は昭和 48 年に地方銀行として初の海外駐在員事務所を韓国の釜山に開設して以降、現在までに韓国・中国に 3 支店（釜山・青島・大連）、1 駐在員事務所（香港）を設けており、「環黄海経済圏」を中心に独自色の強い海外展開を行っています。韓国・中国の 3 支店では現地通貨（ウォン、人民元）を取扱っており、預金・為替・貸出業務の全てを行うフルバンギング体制を構築しています。

２．「支店」方式による展開

中国本土には地方銀行 30 行以上が拠点を構えていますが、ほとんどが預貸金業務のできない駐在員事務所での進出で、現状、「支店」として営業しているのは当行と横浜銀行、名古屋銀行の 3 行のみです。また、人民元融資は他の地方銀行に先駆けて取扱いを開始しており（平成 16 年青島支店認可取得）、山口フィナンシャルグループ（山口銀行、もみじ銀行、北九州銀行）の取引先のみならず、全国の地方銀行本部や駐在員事務所（中国）から当行に人民元融資の相談があり、既に青島・大連支店で 15 金融機関からスタンドバイ L/C（保証）の差入れを受け融資を取組んでいます。

３．進出全段階をワンストップ支援

当行の海外進出支援の特徴は、これらの海外拠点と連携することで、海外進出に関する拠点設置場所の選定、事前視察、現地法人の設立手続き、販路開拓やビジネスマッチング、進出後の融資といった全ての段階の支援を、ワンストップで提供できることにあります。また、お客様の多様化・高度化する相談ニーズに対応するため、損害保険、証券、物流、警備等関連業界と国際業務提携を締結し連携を強化することでコンサルティング力向上を図っています。お客様のニーズ、悩みに対して最適なソリューションを提供し、それを通じて銀行のビジネス、収益の拡大に繋げていくことが我々の重要な課題になっています。

４．国際交流

海外拠点における業務だけでなく国際交流にも力を入れており、昭和 61 年から下関市立大学の聴講留学生の受入れを開始し、聴講留学生は当行宿舎に滞在し大学に通っています。受入実績は青島・大連・タイ・トルコから延べ 151 人に上ります。

青島においては、平成 4 年より山口銀行杯日本語弁論大会を開催しており、青島市政府の幹部も来賓として参加します。また、「小さな親切」運動を通じた日中間の小学生交流支援も行っており、長年の日中友好親善を目的とした活動が評価され、青島支店は平成 25 年度外務大臣表彰を受賞しています。

５．チャイナプラスワンへの対応

当行でも海外進出に係る相談は依然として中国が多いのですが、中国での人件費上昇、労働力不足、日中関係の影響から、製造業を中心に中国以外の東南アジア諸国にも進出するチャイナプラスワンの動きが見られます。東南アジア諸国に当行海外拠点がない中で、現地サポートや現地資金ニーズにどのように対応していくかが課題となりますが、当行では東南アジア諸国（タイ、インドネシア、フィリピン）の有力銀行と業務提携を行う一方、グループのもみじ銀行からは TMB 銀行（タイ）にトレーニー派遣も実施しています。また、現地資金ニーズに対しては、タイ現地法人向けの直接融資（クロスボーダーローン）や国際協力銀行との協調融資など具体的な取組み成果も上がっています。

今後も海外拠点を有効活用しながらアジアの成長を取り込み、地域経済の発展に資するよう海外事業を強化してまいります。

以　上

＜国際金融パネル＞

中国と東南アジアにおける邦銀の事業展開：現状と課題

神戸大学　岩壷健太郎

中堅・中小企業の積極的な中国・東南アジア進出に対応して、近年、地域銀行（地方銀行および第二地方銀行）や信用金庫の海外進出が盛んになっている。具体的には、中国やタイ、シンガポールに駐在員事務所を開設したり、現地の地場銀行と業務提携を締結したりすることで、取引先企業に対する進出支援を行っている。

本報告では、中国・タイ・シンガポールを対象として実施したアンケート調査および現地ヒアリングの結果をもとに、邦銀の海外展開の現状と課題を明らかにする。調査結果の概要は以下の通り。

1. メガバンク 3 行と地域銀行・信用金庫では、海外の進出形態に大きな違いがある。フルバンクのライセンスが付与されているメガバンクは主要都市に支店や現地法人を設け、現地通貨での融資を行っているが、営業活動が認められていない地域銀行・信用金庫は現地駐在員事務所を開設、または現地の地場企業との提携を通じた進出企業支援であり、事業内容に制約がある。
2. 中国におけるメガバンクの現状と課題
   ①預貸率規制、金利規制、総量規制など銀行に対する規制、②投中差、外貨管理規制など貸出先企業に対する規制、③金融規制が頻繁に変更されること、④現地地場企業の信用情報の入手が困難、⑤支店運営のコスト高などの問題がある。ただし、自由な競争を阻害する金利規制はコストである一方、高い利ザヤを得られるというベネフィットでもある。近年、金利自由化が進んできており、銀行間競争が高まっている。業務拡大に伴い人民元の調達能力が課題になる可能性がある。
3. 中国における地方銀行・信用金庫の現状と課題
   人民元融資は提携する地場銀行に頼らざるを得ないが、スタンドバイ L/C に対する補償料の支払いの分、高金利になりやすく、取引先企業にとっても地域銀行にとってもメリットが少ない。そのため、メガバンクと比べて競争力に欠ける面がある。
4. タイにおけるメガバンクの現状と課題
   日系大企業の資金需要はそれほど大きくないため、地場企業を含む非日系企業・リテールへの融資を拡大することが課題。三菱東京 UFJ 銀行はタイのアユタヤ銀行（地場銀行 5 位）を買収し、三井住友銀行はインドネシアの年金貯蓄銀行（BTPN）に出資するなど、地場銀行への買収・資本参加が本格化している。
5. タイにおける地方銀行・信用金庫の現状と課題
   現地通貨建ての資金需要が高まっており、提携銀行との提携が急増しているが、提携銀行による融資は収益性が低いので、クロスボーダー融資を積極化させるのが得策。そのためには、ノウハウの確立と業務コストの削減が不可欠であろう。

＜国際金融パネル＞

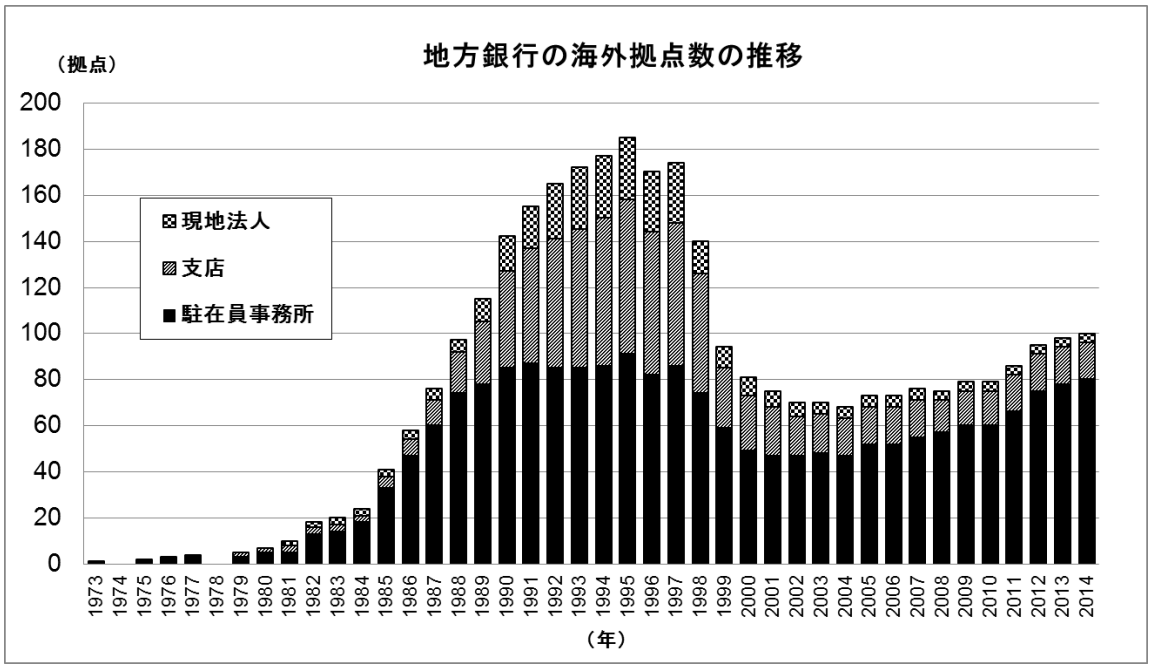
地方銀行の第二次国際化

東北学院大学　伊鹿倉　正司

戦後、地方銀行（本報告では第二地方銀行も含める）の海外展開は、1973 年 9 月の山口銀行による韓国プサン駐在員事務所の開設を皮切りに開始される。1980 年代前半までは、海外拠点設立の許認可権限を有していた旧大蔵省が地方銀行の海外展開に消極的であったことから、展開のペースは緩やかなものであった。しかし、わが国における急速な金融の国際化の進展を背景に出店規制が大幅に緩和されたことから、1985 年以降、年平均 30%の増加率で海外拠点が設立され、1995 年には 185 拠点を数えるほどになった。本報告では、1985 年～95 年の期間の地方銀行による海外展開を「第一次国際化」と呼ぶことにする。

その後、国内での不良債権問題の深刻化、アジア金融危機などの影響により、2004 年には最盛期の 3 分の 1 程度（68 拠点）にまで拠点数は減少する。しかし、旺盛な取引先中小企業の海外展開に対応するため、2009 年以降、地方銀行の海外展開は再び勢いを増しはじめ、2014 年 7 月末時点でちょうど 100 拠点を展開するまでに至っている。本報告では、2009 年以降の海外展開を「第二次国際化」と呼ぶことにする。

本報告では、第一次国際化との比較を通して、近年の地方銀行による第二次国際化の特徴を明らかにしていく。またその中で、地方銀行ごとの海外戦略の違いについても触れていきたい。



（出所）各種新聞記事、各行プレスリリースなどより作成

日本の量的緩和政策(2001-2006)に対する再評価

神戸大学大学院生　井尻　裕之

本稿では, 2001年から2006年にかけて行われた日本の量的緩和政策が実体経済に及ぼした影響について, TVP-SVARモデルを用いて分析を行った.その結果, 従来の分析では得られなかった詳細な政策評価を行うことができた.

まず1点目に量的緩和政策の効果が政策期間中に変動し, かつ株価の波及経路が政策期の最初の約2年間に存在し, 特に実体経済への影響を考えると, 最初の約1年間のみにしか株価経路を通じた影響が存在しないことを明らかにした.そして, 量的緩和政策が行われた最初の約1年間において株価経路を通じて, その影響は生産に波及し, 有効であったが, 物価には限定的であったことを明らかにした.また, 銀行貸出経路については期間を通じて, その存在を確認することはできなかった.

次に2点目に量的緩和政策による影響は, 政策期の最初の約1年間以外は株価と実体経済において政策の波及経路に乖離が生じていることを明らかにした. この乖離について, 日銀が金融緩和を行ったとしても, この期間においては株価が上昇するのみで, 実体経済にほとんど影響を与えていなかったことを明らかにした.

The Cointegration Analysis of the Long-term Bond Rates in Japan under the Zero Lower Bound Problem

大阪産業大学　石橋　尚平

1999 年２月にゼロ金利政策が開始されて以来､わが国では非伝統的な金融政策がとられてきた。ゼロ金利政策に加え、量的緩和、インフレ・ターゲット、質的量的緩和と連綿と続いている。ゼロ金利制約下において長期金利は、マネタリーベースの増加、金融機関の貸出残高の増加といった諸変数に対しどのように反応して変動したのかを、共和分検定ならびに Error Correction Model を用いて分析する。

Comparing Japanese Monetary Policy Effects between the Low Interest Rate and the Normal Periods

Osaka Prefecture University　Minoru Tachibana

This paper compares macroeconomic effects of Japanese monetary policy between the low interest rate (post-1998) and the normal (pre-1998) periods. To this end, we estimate the sign-identified VAR model combined with the stock-returns equation, the latter incorporated to measure the relative size of monetary policy shocks. The results show that monetary policy effects in the two periods are qualitatively similar in that an expansionary policy shock increases both prices and output with the highest probabilities and decreases both variables with the lowest probabilities. However, the effects are quantitatively different: when the size of monetary policy shocks is equalized, monetary policy effects in the low interest rate period are from about one-sixth to one-fifth of those in the normal period. This suggests that much more aggressive easing would have been needed to escape from persistent deflation in Japan.

アメリカへの国際資本流入と金利の関係

慶應義塾大学大学院生　戸部智

アメリカで発行される金融資産の金利は長期に渡って低下傾向にある．この金利低下トレンドは，一般的には政策金利の水準やインフレ率，金利ボラティリティーの動向によって説明される．というのも，長期金利と同様に政策金利も低下トレンドにあることに加えて，インフレ率や金利ボラティリティーが以前と比べて低下したことに伴って長期金利のタームプレミアム成分も低下していると考えられるためである．これらのファンダメンタルズの低位安定化はグレート・モデレーションと呼ばれ，長期金利の低下を説明する支配的な仮説である．

しかし，本論文では以上に挙げたファンダメンタルズの低位安定化に加えて，アメリカで発行される金融資産に対する国際資本流入も各種金利の低下傾向と関連していることを明らかにする．アメリカへの国際資本流入の内訳を確認すると，粗資本流入の内，平均して約 25%，この数年では 50%以上が国債に対する資本流入で構成されていることが分かる．また，直近の金融危機の影響を受けて現在は大きく規模が縮小しているものの，社債やエージェンシー債，GSE 保証証券(GSE-backed Securities)に対する資本流入の動向も対応する金利に影響を与えうる要因として見逃すことができない．

本稿では最初に金利と国際資本流入に関して定量的な事実確認を行った．ここで提示する各金融資産に対する国際資本流入のデータは金融危機等のイベントに過度に影響されないように追加的な工夫が施されている．というのも，先行研究で利用されている資本流入データは，その推計手続きの特徴から，極端なイベントを含む期間の推計の際に資本流入を過小評価してしまう場合があるためである．本稿で示す改良を加えた国際資本流入のデータは先行研究のものと比べて信頼性の高いものとなっている．

次に，本稿では国際資本流入と金利の関係について実証分析を実施した．まず，長期的な相関関係を分析するために重回帰モデルによる推定を行った．この推定から，政策金利やインフレ率，金利ボラティリティー，米国債発行残高等の要因をコントロールしても各種金利と対応する金融資産に対する国際資本流入の間に負の相関関係が認められた．それに加えて，本稿では頑健性のチェックを兼ねて変数間の共和分関係を考慮した誤差修正モデル(ECM)による推定を行った．この推定から，長期的だけでなく短期的にも国債に対する資本流入と長期金利の間に負の相関関係が存在することを明らかにできた．

Factors causing capital flows in emerging economies

Kinki University Takeshi Hoshikawa
Kyoto Sangyo University Masahiro Inoguchi

Abstract

This paper investigates how capital inflows and outflows in emerging countries are affected by global shock variables such as the Volatility Index (VIX). We categorize gross inflows and outflows as foreign direct investment, portfolio investment, and other investment. In addition, we compare the factors that explain the movements of gross capital flows for emerging and developed countries. Our main findings are as follows. First, VIX has an asymmetric effect on other investment flows in developed versus emerging countries. Second, FDI has been relatively less affected by the global financial crisis.

Our results indicate that movements of capital flows, especially other investment flows, differ between developed and emerging countries during high VIX periods. When VIX increases, foreign investors reduce (increase) their purchases (sales) of other assets from emerging economies, while the residents of emerging economies reduce (increase) their purchases (sales) of other foreign assets. This implies that developed country creditors tried to withdraw from emerging countries when the global financial crisis occurred.

A Comparison between Optimal Capital Controls under Fixed Exchange Rates and Optimal Monetary Policy under Flexible Rates

神戸大学　北野重人
愛知淑徳大学　高久賢也

本報告論文では、価格の硬直性がある小国開放経済モデルに基づいて政策分析を行い、固定為替相場制度における最適資本規制政策と、変動為替相場制度における最適金融政策が厚生に及ぼす影響について比較検討した。その結果、政策当局が資本規制政策を行うことによって、固定為替相場制度と変動為替相場制度における厚生水準の差を大いに縮めることができることがわかった。

日本銀行の対民間信用供与における「国債担保貸出」の位置づけについて

日本銀行　森田泰子

日本銀行の対民間貸出において「国債」が優良な担保として扱われるようになったのはいつからか。本報告では、こうした問題意識に基づき、日本銀行設立時の議論、国債担保貸出利率・商業手形割引歩合の大小関係の推移、両者の大小関係が変更となる時期にどういった考え方が取られていたかについて整理を行う。整理結果の概要は次の通りである。

（1）日本銀行条例の起案者は「日本銀行は商業銀行の銀行として設立されるものであり、公債担保貸出は抑制し、手形割引資金を確保する」と考えていた。

（2）こういった考え方を受けて、設立当初から第二次世界大戦を経て昭和40年代前半に至るまでの間、「商業手形割引歩合を低く、貸付利子歩合を高めにする」との考え方で金利設定が行われており、国債担保貸出利率が商業手形割引歩合と同一とされたのは、戦費調達のための国債の市中消化促進という要請が優先した場合の例外的な取扱いであった。

（3）昭和44年9月1日の公定歩合引上げにあたり、商業手形割引を優遇する必要がなくなったため公定歩合体系を簡素化するとの理由で、「商業手形割引歩合」と「国債またはとくに指定する債券を担保とする貸付利子歩合」の一本化が行われた。

以上の通り、昭和44年9月の変更は、日本銀行設立時の考え方を大きく変えるものであった。そこで本報告では、上記整理とあわせて、昭和44年9月の変更の概要、変更理由、行内外への説明ぶりについて日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料（以下、「日本銀行アーカイブ資料」と略記）を用いて紹介するとともに、当時の金融・経済環境や国会における国債担保貸出を巡る議論等について日本銀行アーカイブ資料のほか『昭和財政史』等も用いて整理・紹介のうえ、昭和44年9月の制度変更の背景等に関して考察を行うこととする。

初期ユーロダラー市場と BOLSA

東北大学　　菅原歩

本報告の課題は、ユーロカレンシー市場の歴史的研究の一部として、初期のユーロダラー市場の特徴および同市場における英系海外銀行 BOLSA の業務内容を明らかにすることである。ユーロカレンシー市場の歴史的研究の先行研究としては、市場形成については、G.Jones, *British Multinational Banking: 1830-1990*, 1993, と C.Schenk, 'The Origins of the Eurodollar Market: 1955-1963', 1998 が重要である。Jones は、BOLSA がユーロダラー市場にいちはやく参入した要因が同行のドル資金不足であったことを明らかにした。Schenk は、1955 年のミッドランド銀行によるユーロダラー取り入れとポンド転換後の地方自治体貸付が市場の出発点であったと主張した。これは、市場の出発点は 1957 年で、市場形成の主体はマーチャント・バンクや英系海外銀行であったとする通説を覆すものであった。これに対して、G.Burn, 'The State, the City and the Euromarkets', 1999 は、真のオフショア市場としてはドルが再貸付されるべき、との指摘を行っている。ユーロダラー市場がロンドンに立地した要因については、同じく Schenk が上記論文と'International Financial Centres, 1958-1971: Competitiveness and Complementarity', 2002, などの一連の研究で、ロンドンでは外貨建業務、非居住者業務、外国銀行、非手形交換所加盟銀行などに規制がなかったことをパリやニューヨークとの比較で強調している。ユーロカレンシー市場全体のガバナンスについては、矢後和彦『国際決済銀行の 20 世紀』2010 年、が BIS の視点から、金井雄一『ポンドの譲位』2013 年、がイングランド銀行の視点から、中央銀行の同市場への関与について数多くの重要な事実を明らかにした。

本報告では、上記のような先行研究の成果をふまえ、イングランド銀行アーカイブおよびロイズ銀行アーカイブなどに依拠し、初期ユーロダラー市場で預金シェア第一位であった BOLSA の業務内容を通して、民間銀行の視点からユーロダラー市場の業務実態を明らかにすることを試みる。特に、市場での資金の借り手については、1960 年代中ごろの BOLSA の与信枠設定の史料を利用して具体的に明らかにすることができた。BOLSA の側からすると、ドル貸付については、ニューヨーク支店がロンドン本・支店に匹敵する地位を占めていたことが明らかになった。これは、ロンドン市場とニューヨーク市場の補完的関係の一端を示す事実と考えられる。従来は、ユーロダラーを用いたロンドン市場によるニューヨーク市場への対抗という競争関係が強調されてきたが、今回明らかにされた事実からは、Schenk, 2002, の言うような金融センター間の補完的関係についても今後研究を深めるべきということが示唆されている。

為替会社の意義と役割をめぐって

同志社大学 鹿野嘉昭

明治政府は明治２年６月以降、内外商業の振興等を狙いとする通商司の下部組織として、通商会社と為替会社を全国８都市に各１社ずつ民間部門の協力を得て設立した。通商会社は内外商業の振興に携わることを、為替会社は通商会社への資金供給を媒介として商業、生産、金融の円滑化を図ることをそれぞれ目的としていた。これらの目的を達成するべく為替会社は、政府からの貸し下げ金、兌換紙幣（為替会社札）の発行、預金の受け入れなどで調達した資金を原資に、通商会社向けの貸付、自ら行う直接貸付や為替の引き受け・決済などを行っていた。こうした業務内容を踏まえ、為替会社はわが国近代銀行の始まりとされている。

為替会社はまた、殖産興業政策の一翼を担う半官半民の組織として位置づけられ、政府による手厚い保護と多くの特権をもって経営されていた。しかし、５年11月に制定された国立銀行条例に基づき国立銀行以外の機関による紙幣発行が禁止され、為替会社札は流通停止となった。加えて、通商司の廃止、廃藩置県の実施など、為替会社を支えてきた政治経済的な基盤が大きく変化したことなどを主因として為替会社の業績も急速に悪化し、国立銀行に移行した横浜為替会社を除く為替会社７社は明治６年から７年にかけて次々と解散し、姿を消した。

この為替会社をめぐっては、古くから数多くの研究が行われている。そうした研究成果を基礎として為替会社に関しては現在、「「国産会所」方式による流通主義的殖産興業政策の段階に対応する信用制度としてあらわれ、初期的銀行業者としての姿容を示していた両替商から国立銀行への架橋をおこなった」という捉え方が通説として広く受け入れられている。しかし、すべての研究課題に対して説得的な解答が提示され、為替会社にかかわる研究は完了したとまで断言することはできない。

たとえば、政府は為替会社への太政官札の貸し下げを媒介として、太政官札自体の流通性を向上させること、あるいは不換紙幣である太政官札を為替会社発行の兌換紙幣に置き換えることによって太政官札に流通性を与えることを企図していたとされるが、そうした取り組みは本当に実行可能で、かつ成功したのだろうか。また、為替会社は利益の追求を目指して巨額の為替会社札を発行したとされるが、そうした発行姿勢は政府により許容されていたのか否か。仮に許容されていたとした場合、政府はなぜそのような立場を採用したのか。さらにいうと、殖産興業政策との関連で為替会社はどのような役割を果たしていたのだろうか。

これらの課題は為替会社の実態を解明するうえで避けて通れないものであり、それらの解明が為替会社研究において新たな地平を開拓することが期待される。それゆえ、本報告では、これらの問題について、現代銀行論の視点を加味して検討した結果を発表することにしたい。

A New Solution to the Equity Premium Puzzle and the Risk-Free Rate Puzzle: Theory and Evidence

Student, Kobe University Hideaki Tamura
Kobe University Yoichi Matsubayashi

Abstract

The method for solving the equity premium puzzle in accordance with Mehra and Prescott (1985) needs to be simultaneously consistent with the method for solving the risk-free rate puzzle presented by Weil (1989). That is, the reasonable estimated values for the degree of relative risk aversion in the former solution and for the subjective discount rate in the latter solution need to be plausibly within the experiential bounds. This report indicates that a consistent solution is possible for the equity premium and risk-free rate puzzles even when there is a standard CRRA type utility function. This is possible by formularization of the Euler equation for consumption, taking into account the precautionary saving effect based on Skinner's (1988) expected marginal utility model.

JEL Classification Number: E21, E44, G12

Keywords: equity premium puzzle, risk-free rate puzzle, uncertainty, Euler equation

金融政策と不動産価格の関係－不動産価格指数を用いた実証分析－

一般財団法人土地総合研究所　　大越利之

バブル崩壊以後の最近の日本経済について、金融政策の変更が不動産価格に影響を与えていたか否かについて、VAR モデル用いて分析する。これにより、仮に資産価格の過度な上昇を抑制するような金融政策運営が支持されたとして、実際に金融調節が資産価格に影響を与える素地があるかについて検証する。また、不動産価格のデータとして、取引価格をベースに作成された不動産価格指数を分析に用いる。日本経済に関する実証分析において、一般に、地価公示や市街地価格指数等の鑑定評価に基づいて作成された地価データが用いられることが多いが、これらの指数は、実際の取引価格と異なる動向を示していることが指摘されている。また、これらの指数はそれぞれ年次、半年次のデータであり、本稿が対象とするバブル崩壊以降から現在までの期間について実証分析を行うには、自由度が不足するであろうと推察される。不動産価格指数を用いることで、不動産価格のデータに付随するこれらの問題を解消できるものと考えられる。

分析の結果、1998 年以降の日本において、金融政策が生産量に与える影響は、僅かではあるものの、有意にあったことが示された。一方、不動産価格や株価といった資産価格については、政策変数のショックに対して有意な反応は見られなかった。昨今、都心部を中心に地価上昇や、オフィスビル賃料の下げ止まりも観察されるなど、拡張的な経済政策の下で、不動産市況にも変化が表れている。こうした状況下において、金融政策の不動産市場への波及効果を明らかにすることは極めて意義深い。

The Role of Options Market in Discovering Risk during the Subprime Crisis

University of Luxembourg Theoharry Grammatikos
University of Luxembourg Thorsten Lehnert
Bank of Japan Yoichi Otsubo

The current paper examines how risk has discovered in the options and stocks markets around the recent sub-prime crisis when means of indicating risk were strongly desired. As the options markets explicitly price the risk of the underlying asset, the market is expected to take the major role in risk discovery. In the present article, we measure the risk by the moments of the return distribution. Volatility, skewness, and kurtosis are estimated from both stock and option prices to examine the markets' risk informativeness.

To the best of our knowledge, we are the first to study the informational role of options markets employing the implied moments in intraday basis. As the crisis has especially destabilized the banking sector, our focus of the study will be particularly on risk discovery of the stock price of global systemically important banks.

We compute the risk-neutral moments every five minutes from the options market and calculate the realized moments in same frequency from the underlying stock returns. The moment estimates obtained from option prices are derived by the methodology of Bakshi, Kapadia, and Madan (2003). By further utilizing information share approach, we find some evidence of the increasing role of options market in discovering risk after the crisis.

Information share estimates tell that the level of contribution in risk discovery by options market varies greatly over time. The role of risk discovery is switching between the two markets. In one day the risk discovery might solely take place in stock market, and in another day it might dominantly takes place in options market.

Our analyses in sub-periods show that the distribution of the information share has not been constant over time. The distribution has been shifted from the right tailed (mode in the lowest category) to the left tailed (mode in the highest category). The finding implies the transition of the risk discovery function from the stock market to the option market.

Our findings provide some evidence of the increasing importance of options market as a risk discovery function. Further we find that the market activity variables cannot explain the dynamics of the information shares.

ゾンビ中小企業と生産性[i]

大阪大学大学院生　今井健太郎[ii]

要旨

ゾンビ中小企業の生産性と、ゾンビ企業への設備投資がその企業の生産性に対しどのような影響を与えたか個表データを用い分析を行った。結果ゾンビ中小企業は生産性の伸びが全体に比べ低く、同時に設備投資が生産性に対し有意な影響を与えていなかった。これらのことはメインバンクがゾンビ企業を生ながらえさせる事で、日本経済の生産性が下がり、かつ生産性に寄与しない非効率な投資を生み出したことを示唆するものと思われる。

[i] 本論文の作成に際し、大阪大学社会経済研究所所長小川一夫教授に温かいアドヴァイスをいただきました。記して御礼申し上げます。なお本稿にありうるべき誤りは当然私に期します。

[ii] fge002ik@mail2.econ.osaka-u.ac.jp

銀行の融資姿勢変化と企業行動

一橋大学大学院生　岩木　宏道

本稿では戦後の日本で重厚長大型産業界への長期資金供給を目的に設立された日本長期信用銀行(LTCB)の破綻とその後の融資方針の大幅な変更という事態に企業の中でも情報の非対称性が緩和されていると考えられる公開企業が直面した資金調達意思決定に関する影響を検証した．本稿の検証の結果, LTCB の破綻前に同行との一定のリレーションを有していたと考えられる企業は LTCB との関係がなくなることでレバレッジの低下に直面した可能性が高く，負債調達，株式発行，内部資金利用という資金調達意思決定においても差を生じさせていた．

銀行の企業に対する融資態様はリレーションシップ型貸出とトランザクション型貸出という二つの分類がなされる中，公開企業の中でも情報の非対称性の程度が低いと考えられる大企業向け取引を得意としてきた LTCB の融資状況の変化が及ぼす影響に関しての本稿での検証結果は，大企業であるとしても依然としてリレーションシップ型貸出が重要であった可能性を示唆するものである．さらに，本稿の結果は, Slovin, Suishka, and Plonchek(1993)が主張するように，銀行と企業間関係はステイクホルダー関係にあるという見方とも整合的である．

Marginal q and Firms' Investments: Evidence from Time Series Data of Japanese Manufacturing Industries

流通科学大学
小塚　匡文

<Abstract>

In this paper, we verify the predictability of marginal q on firms' capital investments. We compare Granger's causality of four manufacturing industries with the LA-VAR model and Vector Error Correction Model (VECM). We obtain the empirical results that the null hypothesis of no Granger's causality from marginal q to investments is accepted for the chemical industry and iron-steel industry, and it is rejected for the transportation equipment industry. For the product machinery industry, null hypothesis is rejected with the LA-VAR model, but accepted with VECM; it is not robust result. These results indicate that the chemical and iron-steel, with higher uncertainty and irreversibility, could not adjust their capital investments in response to the fluctuation of Tobin's q, while the transportation equipment industry could do so. Following the analytical implications by earlier theoretical studies, it is considered that uncertainty and irreversibility restrain their capital investments, or firms with uncertainty and disposal cost do not invest in equipment because of lower Tobin's q than the threshold value. Thus, the role of uncertainty and irreversibility is important for predicting capital investments by Tobin's q.

＜金融史パネル 趣旨＞

アジアにおける Free Banking の史的展開

鎮目雅人（早稲田大学）

リーマンショック以後の危機対応の中で新たな銀行規制が模索される一方、こうした規制に服することなく貨幣と同様の機能を果たす Bitcoin などを巡る一連の動きもあり、流動性供給主体としての銀行部門のあり方が改めて問われている。こうした中で、中央銀行による独占的なベースマネーの発行とは異なる通貨発行システムとして、分散的な通貨発行のあり方に対する社会的関心が高まっている。

歴史上存在した分散的な通貨発行システムとして、欧米を中心とする Free banking に関しては分厚い研究の蓄積がある（White 1984; Dowd 1992, 1993, 2001; Selgin 1996 ほか)。アジアにおいても、江戸時代の日本における藩札・私札の発行や、中国、東南アジアにおける民間銀行による銀行券の発行など、分散的な通貨発行の経験は数多く見受けられる。しかしながら、これらについての研究は、各国毎の事例研究の域を脱しておらず、各国間の比較や欧米の Free Banking との共通点・相違点、さらにはアジアの事例が世界史的な文脈のなかでどのように位置づけられ得るのか、といった点については、なお検討すべき部分が大きい。

本パネルでは、欧米における Free Banking の研究成果を踏まえつつ、日本、中国、タイを例にとって、アジアにおける分散的な通貨発行の事例を世界史的な文脈の中に位置づけることを試みたい。

その際、安定的な貨幣制度の運営にとって不可欠な要素として、

①平時における柔軟な貨幣供給（地域間ならびに通時的な貨幣需給の調整)、

②危機時における突発的な流動性需要の増加に即応した貨幣供給（LLR 機能)、

の 2 点に着目し、上記の事例においてこれらの点がどのように意識されていたのか、実際の運営の中でどの程度達成されていたのか、について考察を試みる。これを通じて、各国において分散的な通貨発行が果たしていた機能とその制約、および、その後の通貨発行集中に向けた歴史的経緯の一端を明らかにすることを目指す。

＜参考文献＞

Dowd, Kevin, ed., *The Experience of Free Banking*, Routledge, 1992.

Dowd, Kevin, *Laissez-faire Banking*, Routledge, 1993.

Dowd, Kevin, *Money and the Market: Essays on Free Banking*, Routledge, 2001.

Hayek, Friedrich A., *Denationalization of Money*, Institute of Economic Affairs, 1976.

Selgin, George, *Bank Deregulation and Monetary Order*, Routledge, 1996

White, Lawrence H., *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press, 1984.

日本における国立銀行制度の成立と展開
:アメリカ国法銀行との比較

靏見誠良（法政大学）
鎮目雅人（早稲田大学）

本報告では、米国の国法銀行制度との比較を踏まえながら、明治初期の日本における国立銀行制度の成立とその後の展開を振り返る。その際、分散的な銀行券発行を安定化させる要素としての銀行間決済網に着目し、当時の日本の金融組織の抱えていた課題とこれに対する政策担当者ならびに民間の金融関係者の対応を検討する。

1872（明治 4）年、日本政府は国立銀行条例を公布した。これに先立ち政府は、米国の国法銀行制度と欧州の中央銀行制度を比較検討し、米国型の国立銀行制度の導入を決めた。政府が米国型制度の導入を決めた背景には、江戸時代から引き継がれた当時の日本の金融経済構造が基本的に地方分散型であり、米国の状況により近いとの判断があったとされる。

日本がモデルとした米国では、“Free Banking”時代（1830 年代後半～60 年代前半）の経験を経て、南北戦争中の 1863 年と 1864 年の国法銀行法により、政府の規制に服する民間の発券銀行として国法銀行が設立された。もっとも国法銀行法は“Free Banking”時代のニューヨーク州法を参照して作られ、“Free Banking”的な要素が数多く残されていた。

日本政府は、国立銀行制度の発足にあたり、米国の国法銀行制度をそのまま導入することはしなかった。ひとつはよく知られた発券準備に関する規定であり、米国国法銀行では政府債務を銀行券の引き当てとしていたが、制度導入当初の国立銀行には正貨準備が義務付けられた。もっとも、士族に大量の国債が交付された秩禄処分と同時期に実施された 1876（明治 9）年の条例改正により、国債を引き当てとする銀行券発行に改められたことから、この点において日本の制度は米国と同類となったといえる。もうひとつの相違点は遠隔地間決済のあり方である。米国においては 17 の準備市の国法銀行に周辺の国立銀行が預金を置き、各準備市の国法銀行は中央準備市であるニューヨークの国法銀行に預金を置くことで全国的な決済の円滑性が確保される構造となっていた。日本においても当初は、8 市が準備市に相当する「府港」に指定され、さらに東京と大阪が中央準備市に相当する地位を与えられていたが、1876 年改正によりこの条項は削除された。日本において国立銀行が本格的に展開されたのは条例改正以降であったことを考えると、日米の主な違いは銀行間決済網にあったといえる。靏見(1991)が明らにしたように、国立銀行の中には「連帯為替制度」に代表される銀行間決済網構築の試みもあったが、これが全国的な集中決済制度に発展することはなく、1882（明治 15）年の日本銀行設立に至ることとなる。

中国におけるフリーバンキング：1921-1935

諸田博昭（慶應義塾大学大学院）

本報告の目的は、中華民国期の市中金融機関の中で最大の発券機関であった四行準備庫を中心に、中国におけるフリーバンキングの詳細を明らかにし、それを欧米の事例、及び理論と突き合わせて、それが近代中国金融に対して持った意味と、その世界史的視野における特徴を明らかにすることである。

1910 年代、特に第一次世界大戦以降は、中国において有限責任制を敷く中国系資本の銀行（以下、単に銀行と記す）の設立が本格的に始まった。この後、1935 年 11 月には幣制改革が施行されて、政府系の中央、中国、交通の三銀行の銀行券が法幣となるが、それまでの期間、政府系の中国銀行、交通銀行以外にも、多くの市中銀行が独自に銀行券の発行業務を展開していた。

1920 年代初頭に、北京、天津では、中央政府への貸付の信用問題と関連した中国、交通銀行への取り付け騒ぎをきっかけとして、多数の市中銀行が独自の銀行券を発行するようになる。その中で華北最大の市中銀行群である北四行は、合同で四行準備庫を天津、上海、漢口に設置し、法律よりもはるかに堅実な独自の規定に従って中南銀行券を発行し、天津では市中銀行の銀行券の大部分を占めるようになった。

四行準備庫の業務は、天津、上海、漢口を通じた資金融通によって、各地の状況に柔軟に対応しながら行われていった。1927 年 11 月に独自に保証準備を取り入れて後は、そうした資金融資通の利便性が増し、更に上海での発行額を大幅に増加させたことで、上海の動向の及びやすい状態が形成されることとなり、最終的には幣制改革の円滑な実施を可能にした。

こうした四行準備庫の経営は、銀貨幣への信仰が強く、銀行と銀行券への信用が未だ確立されていないという、北京政府期中国の状況を色濃く反映したものであった。四行準備庫はこうした当時の状況に鑑み、発券による短期的利益よりも信用の確立という長期的利益を優先させることで、銀行券流通額を増加させていった。また、高めに推移した四行準備庫の現金準備金率は、弾力的な貨幣供給の阻害要因となったと考えられるが、中国にはアメリカのような支店の制限は無く、天津、上海、漢口で資金を融通しあうことでこの点を補っていた。総括して、中国のフリーバンキングは、銀行支店を通じた銀貨幣の全国的流通網によって貨幣供給の弾力性を確保し、銀行券には貨幣への兌換性を極めて強く求めることで成り立っていたところに特徴があったと言えるだろう。

19 世紀末のバンコックにおける香港上海銀行の活動

西村　雄志（関西大学）

本報告では、香港上海銀行(以下 HSBC)がバンコックに支店を設置した 1888 年から、シャムが金為替本位制に移行し、同時にシャムに進出していた外国銀行から銀行券を発行する権利が取り上げられた 1902 年までの時期を中心に、バンコック支店がどのような活動を行っていたのか検討する事を主たる目的としている。

まずシャムの貿易環境を概観してみる。周知の様に、20 世紀初頭のシャムで最も大規模に取り扱われていた商品は米である。その規模の一例を挙げれば、1899 年から 1902 年の 3 年間の平均で 582 千トン、1910 年と 11 年の 2 年間の平均で 837 千トンであった。また米を含む貿易総額を見た場合、1898 年から 1900 年の 3 年間の平均で輸入 2.53 百万英ポンド、輸出 3.14 百万英ポンドであったのに対し、1911 年から 1913 年の 3 年間の平均は、輸入額が 5.61 百万英ポンド、輸出額が 7.03 百万英ポンドと急激に伸びており、成長率は年 6.4%に達していた。また輸出入の仕向地を見てみると、シンガポールと香港が特に大きく、1902 年で見た場合、輸出額の 48%が香港向け、38%がシンガポール向けであった。

HSBC の他にバンコックに支店を設けていた外国銀行にチャータード銀行とインドシナ銀行が挙げられる。1906 年には政府の強い支援を得て設立されたシャム商業銀行が設立されており、これら 4 つの銀行が第一次世界大戦前のシャムにおける銀行業務の中核を担っていた。それら銀行を 1913 年段階の資産総額で比較すれば、インドシナ銀行がチャータード銀行や HSBC よりも大きい。しかし、HSBC の場合、ポンド建手形の買入残高と銀ドル建の買入残高がほぼ同額になっており、他の銀行より顕著なアジア間貿易における HSBC のファイナンスの特徴を示すものと言える。

上述の様に、金為替本位制に移行した 1902 年まで、3 つの外国銀行には銀行券を発行する権利が付与されていた。しかし、実際の流通額は小規模に止まっており、1902 年 12 月の段階で流通額は 330 万バーツ(253 千英ポンド)であった。その規模は、同時期の貴金属貨幣の流通額と比較して、大変少ない額であった。また銀行券の流通額はバンコック周辺に限られており、このような銀行券の状況は香港や英領マラヤ(海峡植民地を含む)でも同様であり、英領インドの場合は政府紙幣であるものの、紙幣の流通範囲が都市部に限られていた点は同じであり、20 世紀初頭のアジア各地で見られた特徴と言える。本報告では、HSBC のバンコック支店の経営について、同時期に発展していたアジア間貿易の発展を踏まえて描くと同時に、この時期に中央銀行が存在していなかったシャムにおいて、HSBC が幣制のなかでどのような役割を担っていたのか、その特徴を描き出せればと考える。

家計の近視眼的思考と出産・婚姻の選択

東京福祉大学　土村宜明
東京福祉大学　保原伸弘

本研究の主な目的は，家計の近視眼的思考が出産行動に影響しているかを検討し，「現代の個人や家計にとって，子どもは恩恵とみなされているか，または負担とみなされているか」を明らかにすることである。研究目的に応じたアンケート調査を実施し、その個票データを用いて出産・婚姻の選択を実証的に分析した。

主な結果は，時間割引率が出産に与える効果について，現時点から近い将来にかけての割引率ではなく，将来時点の割引率が小さいほど出産確率が高まるというものである。この結果は，近視眼的な視点から出産行動を考えるほど，出産行動を選択しない傾向があることを示している。思考が近視眼的ではなく，長期的視野にもとづいているほど，子どもの存在を高く評価し，それが出産行動に結びついていることがわかる。また，時間割引率が婚姻に影響しないことも確認でき，婚姻の要因は個人や家計の属性であることがわかった。男性であることはマイナスに有意，収入はプラスに有意の結果が得られ，男性は女性よりも晩婚化や未婚化が進んでおり，この結果はその現れだと言える。

家計の教育費問題と金融機関による取り組み

野村資本市場研究所　　宮本　佐知子

教育とは、個々人にとっては能力を高め将来の可能性を広げ収入を増やすための投資であり、国にとっては国際競争力を維持するために必要不可欠な成長投資である。しかし近年、家計を取り巻く環境が変化する中で、教育費の問題が以前にも増して注目されてきている。

本報告ではまず、家計の教育費負担が重くなっている現状を確認し、なぜそのような状況が生じているのかについて考察する。次に、家計が教育費を賄うための手段として、銀行を中心とする金融機関がどのような商品やサービスを提供しているのか、教育資金ビジネスの現状を整理する。また、米国についても、1 兆ドルを超える教育ローン市場の発展経緯や課題を中心に、教育資金ビジネスの現状を概観する。最後に、わが国での家計の教育費負担問題への解決へ向けた考え方を整理し検討したい。

年金の効率性，所得分配そして厚生に及ぼす影響
― 家計の異質性を考慮した年金給付制度固定モデル ―

神戸市外国語大学　藤井隆雄
福山大学　入谷　純

給付と保険料負担が定額部分と所得比例部分から成る賦課方式の年金制度において、給付制度を変えず、保険料負担の定額部分の増加を保険料負担の所得比例部分の低下によって財源調整する政策を検討する。この政策が（A）資本蓄積、（B）資源配分、（C）所得分配に与える効果について家計の異質性を含む二世代重複モデルを用いて考察する。

同質家計を前提とする通常の世代重複モデルでは、労働供給が非弾力的であるため、年金負担が所得比例部分でなされようと、定額負担でなされようと、効率上のロスは発生しない。一方、本稿では対照的に(A)利子率が低下し、資本蓄積が刺激されること、そして、(B)経済厚生が改善されることが明らかにされる。さらに、(C) 生涯所得の不平等が縮小するための必要十分条件を提示する。

為替相場が FTA 利用率に与える影響

アジア経済研究所　早川和伸
亜州大学　キム・ハンサン
南山大学　吉見太洋

本研究で我々は、為替相場の変化が自由貿易協定（Free Trade Agreement, FTA）の利用に与える影響について分析を加える。FTA を締結していても、FTA 関税率を実際に利用するためには、原産地規則を満たす必要がある。原産地規則のうち代表的なものとして、付加価値基準が挙げられる。付加価値基準とは、貿易財に対して自国で十分な付加価値が付与されている時にのみ FTA 関税率を用いて良いとする基準で、具体的には輸出価格に占める付加価値（輸出価格から輸入中間財にかかる総費用を除したもの）の割合が十分に高い時にのみ、FTA 関税率の利用を許すというものである。この割合は付加価値率と呼ばれている。

為替相場の変化は自国通貨建ての輸出価格と、自国通貨建ての輸入中間財費用への影響を通じて、付加価値率と FTA 税率の利用率に影響を与えると予想される。我々はまず部分均衡理論モデルに基づいて、最終財企業と中間財企業が生産地通貨建てで価格決定を行うとする Producer Currency Pricing (PCP)の仮定を置いた時には、自国通貨の減価は付加価値率の下落を通じて FTA 利用率を低下させることを示す。反対に、最終財企業と中間財企業が販売地通貨建てで価格決定を行うとする Local Currency Pricing (LCP)の仮定を置いた場合には、自国通貨の減価は付加価値率の上昇を通じて FTA 利用率を向上させることが明らかになる。

続いて、我々は韓国の企業レベル FTA 利用率データを用いて為替相場の変化が FTA 利用率に与える影響について分析し、韓国ウォンの減価が FTA 利用率を上昇させるという実証的な結論を得た。これは、最終財企業と中間財企業に LCP の仮定を置いたモデルと整合的な分析結果である。加えて我々の実証分析では、この為替相場と FTA 利用率の正の関係が、最終財需要と輸入中間財需要の価格弾力性の上昇に伴って強くなることが明らかになる。この分析結果は、最終財と輸入中間財の質を考慮した我々の理論分析からも示唆されるものである。

Automobile Exports: Export Price and Retail Price
June 2014

Yuri Sasaki (Meiji Gakuin University)
Yushi Yoshida (Shiga University)

Abstract

Given recent theoretical emphasis on firm-level heterogeneity in international trade, empirical investigations are required to use trade datasets in much finer disaggregation than currently provided by national governments or international organizations. We revitalize international trade datasets by matching with the geographical locations of exporting firms within an exporting country. By this way, we transform a national-level dataset to a quasi-firm-level dataset. First, coupled with Manufactured Suggested Retail Price (henceforth, MSRP) in the US market, we examine the dynamic behaviors of model-specific price margins for US distributors and Japanese automakers. We find the heterogeneity among auto-models in price-margin behaviors even when we control for automakers characteristics. Price margins for US distributors are substantially shrunk especially when the US dollar depreciated after the Global Financial Crisis. Second, we examine the price-setting behaviors of Japanese automobile exporting firms in correspondence to fluctuations of foreign exchange rates. By restricting to the two exporting ports, we are able to estimate the price-setting behaviors of particular one Japanese automaker.

Keywords: Automobile; Exchange Rate; Export Price; Price Margin; Retail Price.
JEL classification codes: F14, L11

日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択
「2013 年度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」結果概要

伊藤隆敏（経済産業研究所ファカルティフェロー）
鯉渕賢（中央大学）
佐藤清隆（横浜国立大学）
清水順子（学習院大学）

要　　旨

本論文では、海外活動を行っている製造業の全上場企業 962 社を対象として 2013 年 9 月に調査票を送付して実施した「日本の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」の回答結果を報告し、前回 2009 年 9 月の同様の調査の回答結果と比較して、日本企業のインボイス通貨選択と為替リスク管理の現状と過去 4 年間の変化を明らかにした。同アンケート調査は、日本企業の為替リスク管理の実態からインボイス通貨選択まで多岐にわたる調査項目によって構成され、調査票送付企業の 5 分の 1 にあたる 185 社（2009 年調査の 227 社）から回答を得たが、そのうち 70 社が前回調査と重複する回答企業であった。

4 年前の調査の回答結果と比較して得られる、今回調査の主な特徴は、以下の 3 点である。第一に、日本から世界への輸出総額に占める円建て取引の比率は 48%から 42%へと低下し、米ドル建て取引の比率は 42%から 49%に上昇した。ユーロ建て取引比率が減少する一方で、アジア通貨建て取引比率が若干上昇傾向にある。第二に、仕向地別に見ると、アジア向け輸出において米ドル建てが選択される比率は上昇している。アジア向け輸出における相手国通貨建て取引は若干の上昇傾向にあるものの依然として少ない。第三に、日本の本社企業において取り扱われる外国通貨数は平均 3.1 種類から 3.4 種類に増加した。

以上のような変化はあるものの、先進国向け輸出の企業内取引において相手国通貨建て取引、アジア向け輸出の企業内取引において米ドル建て取引を選択する顕著な特徴は前回調査と基本的に変化はなく、日本企業は世界各国に構築されているグループ企業内の為替リスク負担を、以上のようなインボイス通貨選択を通じて本社に集約・管理する傾向が顕著である。そして、本社企業において行われる市場を通じた為替ヘッジ手段とマリー・ネッティングなどの為替リスク管理手法の利用は企業規模が大きいほど活発である。

キーワード：Invoice currency; Japanese exports; intra-firm trade; production network
JEL classification：F23, F31, F33

負債比率の維持と満期構成

株式会社日本政策投資銀行/一橋大学大学院生　岡本弦一郎

通常，企業が負う負債には，有限の満期が存在する．そのため，如何なる財務活動も採らない場合，企業の負債比率は，約定弁済により時間とともに低下することになる．ゆえに，企業が負債比率を任意の水準に維持するためには，何らかの財務活動が必要となる．本研究は，従前の研究において看過されてきた，負債比率の「維持」という概念を導入することで，負債比率および平均満期の最適点が，先行研究とは異なる水準となることを理論的・実証的に分析したものである．

前半の理論研究において，企業の営業活動および投資活動は外生的であると仮定した．この仮定により，本研究においては，資本構成を定常状態として捉え，負債比率を維持するための財務活動は，各期において同一であると考えた．分析の結果，負債比率の維持費用が些末であれば，定常状態における企業の平均満期は，負債比率から独立に決定されることがわかった．一方，維持費用を捨象できない場合，負債比率と平均満期は相互に連関して決まり，維持費用の上昇につれて，負債比率の最適点は低下，平均満期の最適点は上昇することが示された．

後半の実証研究においては,「維持」の概念を勘案した，負債比率の新たなターゲット推定し，この値を用いて部分調整モデルを推定した．分析の結果,「維持」の概念を捨象したターゲットを用いた部分調整モデルと比較して，調整速度が上昇することが示された．この結果は,ターゲットの精緻化により生じたものであると考えられ,現実の経済において,企業は，水準の維持を意識した上で，負債比率および平均満期の選択を行っていることが明らかになった．

以　上

地域銀行の社外取締役の導入要因

九州共立大学　　森　祐司

近年、日本の企業統治は転換期を迎えてきていると言われる。社外取締役や委員会設置会社への移行など、企業統治を強化する方策が導入されてきている。これら転換の背景には株主からの牽制をより重要視するようになった流れがあることは疑いない。銀行は規制業種であるために、あまりコーポレートガバナンス分析では対象とはされてこなかった。しかし、地域銀行（地方銀行および第二地銀）も株式会社であるために、このような企業統治制度の転換の流れから自由ではなく､金融自由化により経営の自由度も広がっている。事実、地域銀行が統合・再編する中で持株会社化を行い、地域銀行経営や企業統治制度のあり方も変革する銀行も見られるようになり、経営多角化を広げる銀行も出てきている。本研究では、このようなわが国地域銀行に焦点をあて、統治改革の一環として導入されるようになった社外取締役制度について、その導入要因を検証する。

第一に、地域銀行の社外取締役の導入に影響を与える要因としては、銀行業としての事業の複雑さが導入を促し、その数にも影響を与えることがわかった。本部組織や支店といった組織数の増大や、個人向け貸出といった近年新たに注目される貸出業務が増加するほど、社外取締役人数や導入確率は大きくなることを確認した。また、投資信託や生命保険等の販売業務の拡大は、経営の多角化の一環であり、やはり、社外取締役を増加させる要因であることも確認した。

次に、「モノ言う株主」に容易に転化する可能性のある外国人等の機関投資家株主比率も社外取締役導入に影響を与える重要なファクターであることを確認したが、その比率が大きい地域銀行と小さい地域銀行では社外取締役の導入に影響する要因の有意性が異なることも分かった。機関投資家株主比率が大きいほど、説明変数の有意性が高く、機関投資家の無言の圧力が高くなるほど、それら地域銀行ではより強く反応しているのではないかということが窺われた。尚、事業の複雑さ等が社外取締役導入の要因であることは、先行研究の結果とほぼ整合することも示唆された。

中国の商品現物取引市場

立正大学大学院生　聂 赛楠
立正大学大学院生　張 書訳
立正大学　　林 康史

中国の「改革開放」は1980年代半ばに、企業改革と流通改革の段階に入った。このことは、商品の市場関連リスクのマネジメントの必要性を生ぜしめたことから、1990年に、商品先物取引が始まる。投資サイドから見れば、経済の成長にともなって、金融市場の整備も進み、国民の可処分所得も増大し、資産運用への関心も高まった。投資対象は、オルタナティブにも急速に広がることとなった。中国経済は、規制がなければ、急拡大しカオス状態となり、規制されれば、急速に委縮すると言われるが、当初の商品市場も例外ではなかった。数年の後、中国政府が商品先物取引市場の整理・整頓に着手すると、1993年末以前に開業された33の取引所は統廃合され、業者も淘汰された。その後、世界の取引が増加するのにともなって、中国でも商品先物取引は拡大する。特に2008年以来、中国の株式市場が低迷し、資産運用の多様性を求めて、投資者は商品先物取引に参入するようになる。そうした動向のなかで、商品現物取引の市場が始まり、整備されていくこととなる。

中国政府は天津の渤海新区に商品現物取引所の立ちあげを決定し、2009年9月、天津に渤海商品取引所が直物取引所として設立される。同取引所の制度は、商品先物取引を基礎としているが、決済の期日が各営業日毎にあることが特徴である。現物の直渡し、延期交付補償と両建て補償交付の制度づくりを実行し、また、全国の市場サービス、物流ワーク、金融機関との提携を行っている。取り扱い銘柄は、エネルギー、化学製品、農産物、貴金属を含め49種類、60銘柄、一日の取引出来高が200億元を超え、年間では約3兆6500億元を超える。中国国内の先物取引との比率では所年間取引高約0.06%、また金融先物取引所の約0.18%にあたる。

本稿では、同取引所の設立の経緯と現状を紹介し、現物の商品取引所としての特徴と機能を考察する。同取引所は、商品先物取引とは異なり、人材不足、監督機関が不明確であり、法整備の不備、直物市場のブローカーの構成等の面で問題を抱えている。投資者保護のための制度構築、健全な市場取引の場の育成という観点からすると、途上の状態にあるものと考えられる。また、同取引所、および直物取引というカテゴリーが中国の金融市場全体における位置付けを踏まえると、現状では、未知数である要素が多い。

ドル化政策実施国エクアドル・エルサルバドルにおける補完通貨 UDIS の活用状況

東海大学　木下 直俊
立正大学経済研究所　歌代 哲也
立正大学　林 康史

エクアドル（アスアイ県のサンホアキン郡とシニンカイ郡の２地域）およびエルサルバドル（クスカトラン県スチトト市の１地域）で流通する地域通貨 UDIS の事例を報告する。いずれの地域も地元の協同組織金融機関である信用協同組合が運営している。UDIS は取引の活発化と地域コミュニティの活性化を目的とし、オランダの NGO/NPO ストロが無償供与した紙幣を発行しているが、運営の実態や役割は異なっている。エクアドルでは金利の付与は禁止されており、一方、エルサルバドルでは信用協同組合が UDIS での預貸業務を行って信用創造している。すなわち、エクアドルの UDIS は一般的な通貨の機能のうち交換機能を有するが、エルサルバドルの UDIS は交換機能と増殖機能を有している。このエクアドルの２つの郡とエルサルバドルのスチトト市では、街や集落の構造および人口の差が顕著である。エクアドルの地域は郡部・農村地域であり、エルサルバドルの地域は小都市である。導入年からの経過時間ばかりでなく、これらの地域の特徴が UDIS の利用に関係している可能性もある。また、エルサルバドルの現地調査では、貧困からの脱出というマイクロファイナンスの手段として地域通貨が一定の効果を果たしていることも窺えた。ちなみに、エクアドルとエルサルバドルの両国はドル化政策を 2000 年代初頭より実施しており、UDIS の導入に際し、自国通貨がない国が選ばれた可能性はある。

エクアドルとエルサルバドルの UDIS の例は、利用者は未だ少なく、流通量もローカルなものである。しかしながら、地域経済の活性化や地域外への富の流出を防ぐ効果だけでなく、経済危機に対する地域経済の自衛手段の一つとして新たなモデルを示していよう。

金融危機と国際通貨ドル

ノースアジア大学　　前田　直哉

アメリカのサブプライム･ローン問題を発端とする世界金融危機が生じる最中、金融危機をドル危機に直結させる主張が散見した。その描かれたシェーマとは、株価暴落→アメリカへの資本流入急減→ドル相場の急落→ドル危機である。しかし、現実に起きたのは「ドル不足」であった。この事態を受けて、中央銀行の「最後の貸し手(Lender of Last Resort、以下では LLR と略称する)」は「最後のグローバルな貸し手(Global Lender of Last Resort、以下では GLLR と略称する)」を含む機能にまで発展し、中央銀行間スワップを通じたドル資金の供給によって、「ドル不足」は緩和あるいは解消されたのである。

この問題は、国際通貨ドルにとってどのような意味を持つのであろうか。「アメリカで金融危機が繰り返し起きたとしても、FRB が LLR 機能および GLLR 機能を果たしさえすれば、国際通貨ドルの機能を低下させない」という見解がいち早く出たが、事実上、FRB の LLR および GLLR が万能視され、金融危機が国際通貨ドルの機能低下につながるルートも完全否定されていることには、疑問を覚えざるをえない。特に指摘したい問題点とは、中央銀行の LLR および GLLR を論じる際に必要不可欠なはずの(1)流動性問題と支払能力問題、(2)セーフティーネットとモラルハザード、(3)事前的措置と事後的対応が十分に考慮されていないところである。

本報告の目的は(1)～(3)を考慮に入れて、上記の見解を批判的に検討し、国際通貨ドルを展望するための何らかの政策的インプリケーションを引き出すことにある。

社会的制裁とグループ貸付

新島学園短期大学　　松田慎一

本論文では、Besley and Coate(1995)のモデルを再考した上で、新たな社会的制裁の不完備性を仮定し、グループ貸付の成立について考察を行った。

Besley and Coate のモデルにおいて、２段階目で共に返済するときや、２段階目で片方の借り手は返済を選択し残りの借り手は債務不履行を選択するとき、グループ貸付は成立する。また社会的制裁の機能に着目すると、その制裁が大きいときには、各借り手は共に返済を行う。制裁が小さいときにも、片方が返済の肩代わりを行い相手に制裁を課すことで、グループ貸付が成立している。この場合には、社会的制裁がグループ貸付の成立を補完していると言えるであろう。２段階目で共に返済しないときでも、制裁についての条件次第ではグループ貸付が成立し、互いに制裁を行うことで、ただ乗りをさせないような選択を行わせている。

本論では新たに、借り手１の社会的制裁が弱いタイプと強いタイプが存在すると仮定し、借り手２には借り手１のタイプがどちらであるのかわからない、という不完備の状況を設定した。不完備の状況における２段階目で共に返済するときは、新たに借り手１（制裁の強いタイプと弱いタイプが共に）が借り手２の肩代わりを行い相手に制裁を課す均衡が生じている。この均衡が成立する条件は、平均的な制裁と金利の大小関係による。また、不完備状況下における２段階目で片方の借り手は返済を選択し残りの借り手は債務不履行を選択するときでは、平均的な制裁が金利より小さいという条件の下で、Besley and Coate の均衡が、不完備モデルとして再現されている。

わが国企業におけるパクィジットとキャピタルストラクチャー
Evidence of Perquisite and Capital Structure on Japanese Firms

文教大学　鈴木　誠

経営者の報酬とは、金銭や株式による場合がほとんどであり、その報酬によって経営者の経営に対する態度、すなわちインセンティブに関する経済効果の分析が行われている。金銭や株式による報酬は、定量化されていること、そして、株主に開示されていることなどから、比較的データ分析として扱いやすい面があった。しかし、その報酬とされる株式オプションは、オプションが付与されてから行使可能とされるまで最低3－5年程度塩漬け状態で待たねばならない。無論、この間に経営者の責任で無いとしても株価が低迷してしまえば、Out of the Moneyの状況に至り、報酬は画餅に帰すこととなってしまう。このような主体的なコントロールの不可能な株式オプションの付与に果たしてインセンティブ機能が備わっていると言えるのか、疑問の余地がないとはいえない[1]。

本研究では、経営者の報酬として単に金銭および同等物を所得として付与されるケースだけでなく、広い意味での経営者への便益、perquisite（パクィジット）が新たに与えられたり、増加したりすることがインセンティブとして機能すると想定した。

報酬や株式オプションによるインセンティブは成果分配における業績評価の側面が大きい。しかし、業績に連動した分配の変動は、経営者にとって必ずしもインセンティブとして望ましいとは言えないのではないか。むしろ、経営者は安定した便益を享受することを望んでいるとすれば、企業のキャッシュを経営者が裁量的にマネジメントすることによって自らのパクィジットに結びつけることが可能となる。

そこで、本研究では、経営者のパクィジットの源となるキャッシュマネジメントと経営者の裁量的な行動を抑制する主体との関係をキャピタルストラクチャーを通して実証的な分析を試みた。分析結果によれば、わが国の機械産業において、経営者のパクィジットを代理する裁量会計高と修正株主資本比率に負の関係が観察された。さらに、日経300採用銘柄を用いた分析では、負債比率と有意に正の相関が観察されており、この結果は、どちらも経営者がキャッシュフローの裁量的利用を増進したいとするならば、負債に傾斜する資金調達手段が選好されてきたことを強く示唆している。

わが国では、金融自由化以降も負債調達のウエイトが欧米諸国の企業と比較して依然として高い。この理由を従来から言われているように、間接金融サービス機能が相対的に充実しているという視点だけでなく、企業経営者が自らの便益の拡大の手段として負債調達を選好した結果であるという可能性を示唆している。

[1]　筆者は前職時の2000年代初頭に株式オプションを得たが、その後5年経過しても権利行使価格を上回る状態、すなわち、In the Moneyの状況に恵まれることなく、退職とともに失効した。

Regional inflation, spatial locations and the Balassa-Samuelson effect

University of Tsukuba　Jun Nagayasu

We empirically analyze regional inflation using data from Japan where there is no regulation to impede the free movement of labor, capitals, goods and services across regions. In particular, our analysis will focus on the geographical location of regions and the productivity effect as explanation for the dynamics of regional inflation. Technically, given that home inflation is often affected by that of neighbors, spatial models have been employed in order to explicitly capture this spillover effect. Similarly, the productivity spillover is modelled in the specification. Then we find that both spatial locations and productivity are important determinants of regional inflation. Furthermore inflation persistence is reported to play an important role in explaining regional data.

Do Faster Growing Economies Run Current Account Deficits? A Theoretical Reappraisal of the Role of Utility Functions

Doshisha University
Shingo Iokibe

It is well recognized in the literature that economies that have higher output growth prospects run current account deficits and that economies that have slower output growth prospects run current account surpluses. This paper examines the robustness of this hypothesis in a two-country framework from a purely theoretical point of view and finds that the crucial presumption concerns variability in the elasticity of marginal utility with respect to consumption. It also finds that the level of economic development or relative per-capita output to the rest of the world is crucial.

When adopting two-period models, the hypothesis that a country growing relatively faster than the rest of world (the ROW) runs a current account surplus is robust only when the period utility function has a *constant* elasticity of intertemporal substitution. However, once we assume that period utility functions have a *variable* elasticity of marginal utility, the hypothesis does not always hold. If we assume a utility function of which the elasticity of marginal utility increases with respect to consumption, less developed countries that grow faster compared with the ROW, can then run current account surpluses under selected conditions.

From a theoretical perspective, the present study shows that the sign of the current account in consumption-saving models depends solely on the relative magnitude of the intertemporal marginal substitution rate of consumption of the home country to the foreign country. Moreover, the marginal substitution rate is determined solely by the consumption growth rate and is unaffected by the initial level of consumption if the elasticity of marginal utility is constant. However, the marginal substitution rate is affected by the initial level of consumption as well as by the consumption growth rate if the elasticity of marginal utility is either increasing or decreasing with respect to consumption. These findings demonstrate why the conventional hypothesis cannot always hold when the utility function has a variable elasticity of marginal utility.

＜共通論題＞

次世代へ金融経済教育はどう変わるべきか
－地方における金融経済教育の現状と課題－

座長　アジア開発銀行研究所　吉野直行

＜テーマ解説＞

OECD では、世界各国の金融経済教育の現状に関しての情報を集め、各国の教育内容の比較検討が始められている。アジア開発銀行でも、アジアにおける金融包摂、金融経済教育の推進を OECD と一緒に進めている。日本における金融経済教育は、日本銀行・金融広報中央委員会や各金融機関の団体等によって進められてきた。こうした各機関での金融経済教育を横断的に包括した取り組みが、金融広報中央委員会を中心に、金融庁、消費者庁、文部科学省も含めて進められようとしている。

大学での金融教育も、経済学部では「金融論」「国際金融論」「証券論」などと幅広く行われているが、理科系の学部においては、金融経済教育はほとんどなされていないように見受けられる。さらには、文系であっても、経済学部以外の法学部、文学部、教育学部などでは、大学の一般教養科目として金融経済を含めた科目が教えられていない大学がほとんどではないかと思われる。また、一般の方々への金融経済教育も、大都市と地方では事情が異なっていると見られる。地方での中学・高校の金融経済教育も、大都市とは異なる方法で進められる可能性がある。

こうした問題意識を背景に、「地方において、どのように金融経済教育が進められているのか」を討論し、今後の方向性を探り、日本全体の金融経済教育レベルの向上につなげることが、本セッションの目的である。

＜共通論題＞

金融経済教育推進会議の活動等

金融広報中央委員会事務局長
日本銀行情報サービス局長　　丹治　芳樹

2013 年 6 月に金融広報中央委員会が設置した金融経済教育推進会議（座長：吉野直行アジア開発銀行研究所長）では、金融リテラシーの具体化と普及浸透に向けた諸課題について検討を重ね、本年 6 月にこれまでの成果を取り纏めて公表した。最大の成果は、「金融リテラシー・マップ」の策定である。これは、金融経済教育研究会が取り纏めた「最低限身に付けるべき金融リテラシー」を、項目別・年齢層別の教育項目として具体化・体系化したもので、今後、金融経済教育推進団体等の共通の活動指針となるものである。また、推進会議構成団体間での情報共有体制の整備を図るとともに、関係団体が連携しながら、投資詐欺予防啓発等の情報発信強化や生活設計のための無料相談会の開催など、様々な取組みを行ってきた。

また、上記連携の一環として、各団体から講師を派遣してマップの内容を踏まえた連続講義（15 コマ）を都内 2 大学で試行した。学生からの評価は総じて良好であったように窺われるが、講義の内容や方法については改善の余地があるというのが関係者の一致した認識。今後、関係団体では、試行結果を踏まえ、生活設計を基本に据えた講義内容にブラッシュアップし、金融リテラシー講義の基本形となるような一連の講義案の作成に取り組む方針にある。

今回は、春季大会での報告をフォローする形で、こうした金融経済教育推進会議での具体的な取り組みについて報告するとともに、上記連携講座等を踏まえた大学における金融教育の今後の方向性について、ご報告する。

この間、日米の金融リテラシーの浸透度を推測するメルクマールとして、「家計におけるリスク資産の保有ウェイト」（保有金融資産に占める株式・投資信託のウェイト：米国 45%、日本 14%＜「資金循環統計」2014 年 3 月末＞）に着目されることが少なくない。ただ、両国の保有ウェイトに大きな差が生じている背景には、統計技術上の問題や家計の所得格差の大小、確定拠出年金制度の成熟度などいくつかの要因があるように考えられる。こうしたファクトは、我が国が抱える課題解決には、金融リテラシーの普及に加え、多面的な取り組みが必要であることを示唆しているように思われる点を、報告したい。

以　上

＜共通論題＞

地方における金融教育の現状と金融リテラシー

日本銀行下関支店長　　鈴木　純一

本報告では、山口県金融広報委員会の活動と、都市規模別にみた金融行動や考え方の特徴、の２点について報告する。

山口県金融広報委員会では、県や日本銀行下関支店などが中心となり、年間を通して高齢者から小学生までを対象にした様々な金融広報活動を行っている。具体的には、金融広報アドバイザーや金融機関の職員等が講師となって公民館、市民センター、学校などで講義を行っているほか、夏休みには小中学生向けのセミナーも開催している。今回は、地方における金融広報委員会の一例として、こうした活動内容を紹介する。

次に、金融広報中央委員会が毎年実施している「家計の金融行動に関する世論調査（二人以上世帯）」や総務省の「全国消費実態調査報告」を用いて、都市規模別にみた金融資産残高、金融行動、金融に対する考え方などについて比較する。家計の貯蓄保有額や有価証券保有は、収入と密接な関係がみられるが、それに加えて、都市規模が小さくなるほど有価証券の割合が低下し、貯蓄性の生命保険や定期性預金の割合が上昇する傾向が観察される。都市規模別の傾向に違いが生ずる背景には、自家保有比率、リビングコスト、二世代・三世代同居などよる実質的な家族単位、コミュニティ意識の濃淡、といった地域や家計を取り巻く生活環境の違いのほか、金融商品の提供者である金融機関と地域経済との関わり方など、多面的な要素が影響していると考えられる。したがって、今後の地域別の金融教育のあり方を考えていく際には、これらの違いを踏まえつつ将来の生活リスクを展望し、金融リテラシー向上の必要性を点検していくことが重要と思われる。

以　上

＜報告事項＞

財務局及び管内金融機関の金融経済教育の取り組み

中国財務局長　其田修一

広島県内の特殊詐欺による被害額（26 年 1～3 月）は、前年に比べ 6.4%増加。中でも金融商品等取引名目での被害額は 46.7%の増加。1 件当たり平均被害額も 1,366.8 万円と多額化。

中国財務局では、悪質な投資被害の防止のため、高齢者を中心に注意喚起の広報活動を強化し、老人大学等への出前講座を積極的に実施。また、街頭で注意喚起のリーフレットを配布するなど金融トラブル防止に向けたキャンペーン活動も展開。

金融リテラシー向上に向けた取り組みについては、金融経済教育にかかるシンポジウムを隔年で開催しており、直近では 26 年 2 月に「金融リテラシーを身に付けるためのシンポジウム」を開催し、投資詐欺被害にあわないための注意点等について講演を実施。この他、高齢者、大学生などを対象に、「金融犯罪被害防止」、「多重債務問題」をテーマとした説明会や講義を実施。また、公共施設を活用し、「多重債務の防止」、「悪質な投資勧誘被害防止」、「振り込め詐欺被害防止」などのパネル展を開催。

管内金融機関においても、小学生向けのマネースクールの開催、高校生経済クイズ選手権の開催、大学生を対象とした金融知力講座の開催、シニア層への各種セミナーの開催など、それぞれの金融機関の創意工夫の下、各年齢層に対する金融経済教育の取り組みが進展。

今後も地域の実態も踏まえた効果的な手法で金融経済教育への取り組みを続けていくことが必要。特に、金融商品を使った金融犯罪が巧妙化していることから、犯罪に巻き込まれないための金融経済教育に、より一層注力することが必要。

金融経済教育の現状と地方の課題

大和総研調査本部長　岡野　進

金融教育について、金融業界の取り組み状況をレビューし、そこで持たれている問題意識に焦点を当てる。
また、日本証券業協会で取り組まれた「金融経済教育を推進する研究会」による「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査」(2014年4月発表)を紹介、依拠しながら、中等教育における金融経済教育の課題について、報告者の問題意識を提出する。特に、教員の意識として、金融経済教育を「ある程度必要である」と「必要である」というよりも留保をつけた回答が多いこと、生徒が理解するのに難しく、身近なところから教える必要が感じられている実態をとりあげる。これに対する対応として、小学校や中学校で、消費者教育的な視点からよりわかりやすい教材を利用していくことや、高校段階でより一般的に金融の原則的な部分や証券投資の意味、意義への理解を深めてもらうような課程の編成を提案したい。
次に日本の地域による金融資産の構成の違いを統計から紹介し、その要因を考察する。特に地方小都市において証券投資が不活発である点を紹介し、どのように克服していくのかという道筋に、地方における金融経済教育の強化を位置づける。学校教育の中で証券投資についての基本的な知識が得られるようにすることで、金融リテラシーの地域格差の解消が図れるのではないか。ただし、これを進めるにはまず学校教員の金融教育についての知識や意識を高めることが前提となるだろう。

＜共通論題＞

地域における金融リテラシー教育の必要性

神戸大学　家森信善

地域によって金融資産の選択行動に差異が見られる。たとえば、「家計の金融行動に関する世論調査」（平成 25 年度）によると、下の右図に示したように、生活設計を立てている家計の比率は地域によって異なる。また、左表に示したように、家計金融資産に占める預貯金比率は、北海道では 64.8%もある一方で、四国や北陸では 48%程度である。一方で、株式の占める比率を見ると、近畿が高く、北海道、東北、九州が低い。こうした差異は、所得環境や保有資産の状況だけではなく、たとえば 3 世代同居の多さなど家族のあり方など、様々な要因によって影響を受けていると思われる。

とくに、これまであまり議論されていないが、地域による金融リテラシーが影響している可能性があるし、そうした知識を行動に移すための環境が整っているかどうかも重要である。たとえば、様々な投資信託について十分な説明を受けた上で選択したいと考えていても、多様な投資信託を取り扱っている金融機関が近隣になければ、インターネットや電話といった手段でかなりの程度代替できるとは言え、相当の手間やコストをかけなければ実際に選択できない。また、地方では、金融アドバイスを受けたいと思っても、適当な専門家を見つけることも難しいと予想される。

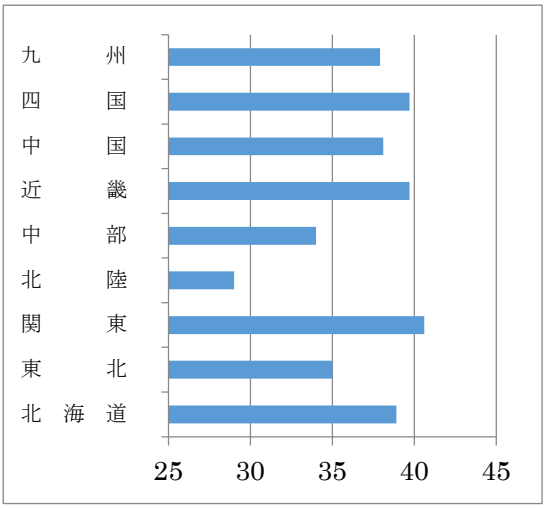
本報告では、地域という観点で、金融リテラシー教育について考察してみたい。

家計金融資産に占める預貯金や株式の比率

	預貯金比率	株式比率
北　海　道	64.8%	2.5%
東　　北	61.0%	3.0%
関　　東	55.7%	9.4%
北　　陸	48.0%	6.7%
中　　部	55.5%	8.3%
近　　畿	53.7%	12.7%
中　　国	56.1%	6.1%
四　　国	47.3%	8.5%
九　　州	54.1%	3.3%

(出所)　金融広報中央委委員会「家計の金融行動に関する世論調査［二人以上世帯調査］（平成 25 年）」に基づく。

生活設計を立てている家計の割合（%）



(出所)同左。