2014年5月26日改訂

金融学会会報

2014年度

日本金融学会春季大会

研究報告概要

期　日　　2014年5月24日（土）・5月25日（日）

会　場　　慶應義塾大学三田キャンパス

（〒108－8345　東京都港区三田２－１５－４５）

最寄り駅と所要時間：

JR山手線・JR京浜東北線「田町駅」，徒歩約8分

地下鉄都営三田線・都営浅草線「三田駅」，徒歩約7分

URL：http://www.keio.ac.jp/ja/access/mita.html

連絡先　　日本金融学会2014年度春季大会準備委員会事務局

〒108－8345　東京都港区三田２－１５－４５

慶應義塾大学研究室棟内

E-mail: jsme2014spring@fbc.keio.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：5 月 24 日（土）18 時 00 分より，慶應義塾大学三田キャンパスの東館ホール（東館 8 階）にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は，懇親会費（4,500 円）を，同封の振込用紙を使って，下記のゆうちょ銀行口座に 4 月 24 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：　00190-0-449976
加入者名：　日本金融学会 2014 年度春季大会事務局
(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ﾝ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：　〇一八（ｾﾞﾛｲﾁﾊﾁ）店（018）
口座番号：　普通預金　6090481
加入者名：　日本金融学会 2014 年度春季大会事務局
(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ﾝｷﾀｲｶｲｼﾞﾑｷｮｸ)

なお，4 月 24 日（木）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：土曜日については，キャンパス内の生協食堂（西校舎地下）あるいはカフェテリア（南校舎 4 階）をご利用下さい。日曜日については，JR 田町駅周辺に数多くの飲食店がありますので，ご利用ください。

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

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

○セッション：自由論題の各報告は，報告者の報告時間 25 分，コメント 8 分，質疑応答 7 分の合計 40 分です。パワーポイントをご利用の方は，セッションの開始 10 分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。また，開始時刻は 5 月 24 日（土）・25 日（日）とも 10 時です。

○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。
- 会場のパワーポイントは 2013 版です。
- 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 年度春季大会

プログラム

第 1 日　5 月 24 日(土)

受付開始　　慶應義塾大学　三田キャンパス　　西校舎 1F　9:30～

１．　金融史パネル　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　西校舎 517 教室

テーマ：第二次大戦後の国際通貨・金融システムと IMF

座長　　早稲田大学　　矢　後　和　彦　氏

(1)　IMF の成立－会議前の隠れた対抗－

報告者　　大妻女子大学　　伊　藤　正　直　氏

(2)　ポンドの交換性回復と国際流動性調達－IMF とキイカレンシー－

報告者　　法政大学　　鷲　見　誠　良　氏

(3)　1960 年代の国際流動性問題－IMF 理事会における議論の検討－

報告者　　国士舘大学　　野　下　保　利　氏

討論者　　日本大学　　岸　田　　真　氏

２．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

B 会場　　西校舎 519 教室

セッション：金融政策

座長　　東北大学　　西　山　慎　一　氏

(1)　日本の金融政策と資本流出入の影響－無力化する国内金融政策－

報告者　　立命館大学　　大　田　英　明　氏

討論者　　首都大学東京　　飯　星　博　邦　氏

(2) 量的・質的金融緩和政策の効果とリスク
ー異次元緩和の出口で発生するコストー

報告者	日本経済研究センター	
		左三川（笛田）郁子　氏
討論者	富士通総研	早　川　英　男　氏

(3) 貨幣成長が産出ギャップと経済成長に与える長期的な影響

報告者	早稲田大学	井　上　智　洋　氏
	早稲田大学	品　川　俊　介　氏
	大東文化大学	都　築　栄　司　氏
討論者	京都大学	三　野　和　雄　氏

C 会場　　西校舎 526 教室

セッション：国際金融

座長	武蔵大学	大　野　早　苗　氏

(1) Industry-Specific Real Effective Exchange Rates in East Asia

報告者	横浜国立大学大学院	章　　沙　娟　氏
	横浜国立大学	佐　藤　清　隆　氏
	学習院大学	清　水　順　子　氏
	横浜国立大学	
		シュレスタ ナゲンドラ　氏
討論者	東京大学	小　枝　淳　子　氏

(2) Co-movements in Real Effective Exchange Rates: Evidence from the Dynamic Hierarchical Factor Model

報告者	筑波大学	永　易　　淳　氏
討論者	学習院大学	清　水　順　子　氏

(3) 同時方程式トービットモデルを用いた為替介入効果の検証

報告者	学習院大学	清　水　順　子　氏
	学習院大学	赤　司　健太郎　氏
	学習院大学大学院	村　越　雅　司　氏
討論者	東京大学	伊　藤　隆　敏　氏

E 会場　　西校舎 528 教室

セッション：地域金融・各国金融

座長　一橋大学　植　杉　威一郎　氏

(1) Determinants of Accessing, Obtaining Formal Credit and Formal Credit Constraint: Evidence from Vietnamese Small and Medium Enterprises

報告者　神戸大学大学院　カオ　ティ キャン グェット　氏

討論者　一橋大学　奥　田　英　信　氏

(2) 農業協同組合の地盤と経営効率性

報告者　関西外国語大学　堀　江　康　熙　氏

討論者　農林中金総合研究所　斉　藤　由理子　氏

(3) 地方銀行の外貨建て貸出－構図と変動要因－

報告者　山形大学　山　口　昌　樹　氏

討論者　九州共立大学　森　　祐　司　氏

３．　昼食　　＜12:00～13:30＞

４．　中央銀行パネル　　＜13:30～15:30＞

A 会場　　西校舎 517 教室

テーマ：量的・質的金融緩和の導入から 1 年－中間評価

座長　慶應義塾大学　池　尾　和　人　氏

第 1 部　量的・質的金融緩和のこれまで：経済学者と市場参加者の見方

第 2 部　量的・質的金融緩和の今後の見通し：予想される効果とリスク

報告者　三菱東京 UFJ 銀行　内　田　和　人　氏

報告者　東京大学　渡　辺　　努　氏

報告者　モルガン・スタンレーMUFG 証券　ロバート・フェルドマン　氏

５．　特別セッション　　＜13:30～15:30＞

C 会場　　西校舎 526 教室

テーマ：金融経済教育と金融リテラシー

座長　神戸大学　家森信善 氏

(1) 金融行政と金融経済教育

報告者　金融庁　古澤知之 氏

(2) 金融経済教育の金融広報中央委員会の取組み

報告者　日本銀行　丹治芳樹 氏

(3) 中学・高校における金融経済教育の実態調査分析

報告者　神戸大学　家森信善 氏
アジア開発銀行研究所　吉野直行 氏

討論者　アジア開発銀行研究所　吉野直行 氏

６．　自由論題　　＜13:30～15:30＞

B 会場　　西校舎 519 教室

セッション：市場分析

座長　学習院大学　村瀬英彰 氏

(1) Intraday Return and Volatility Spillover Mechanism from Chinese to Japanese Stock Market

報告者　対外経済貿易大学　西村友作 氏
甲南大学　筒井義郎 氏
関西学院大学　平山健二郎 氏
討論者　神戸大学　岩壷健太郎 氏

(2) 商品先物市場の流動性と効率性－夜間立会時間延長の効果－

報告者　神戸大学　岩壷健太郎 氏
討論者　東京経済大学　吉田靖 氏

(3) 個別銘柄取引から推定した市場全体の状況について

報告者　慶應義塾大学大学院　岩本純一 氏
討論者　大阪大学　村宮克彦 氏

D 会場　　西校舎 527 教室

セッション：金融の新展開

座長　甲南大学　筒井義郎 氏

(1) 金融技術の革新による持ち家の選択の促進－居住形態選択行動の分析を通じて

報告者　神戸大学大学院　中村優太 氏

討論者　同志社大学　植田宏文 氏

(2) 消費者から見た銀行窓販－サーベイ調査による窓販ユーザーの特性分析

報告者　一橋大学大学院　近藤隆則 氏

青山学院大学　白須洋子 氏

一橋大学　三隅隆司 氏

討論者　早稲田大学　晝間文彦 氏

(3) 配当のスムージング政策に関する実証分析

報告者　一橋大学大学院　齋藤巡友 氏

討論者　長崎大学　山口聖 氏

E 会場　　西校舎 528 教室

セッション：金融危機と銀行行動

座長　中央大学　鯉渕賢 氏

(1) Capital Requirements, Bank Behavior and Fair Value Accounting: Evidence from Japanese Commercial Banks

報告者　一橋大学大学院

ライ カレン カイ リン 氏

一橋大学　小西大 氏

討論者　慶應義塾大学　渡部和孝 氏

(2) Debt Market Imperfection, Capital Structure and Investment: An Empirical Analysis through the Credit Supply Shock of 2008 in Japan

報告者　一橋大学大学院　岩木宏道 氏

討論者　大東文化大学　内野泰助 氏

(3) The Contagion Effect in Foreign Bank's Lending during a Crisis: Does Local Currency Market Development Promote Credit Stability?

報告者　日本経済研究センター　増島雄樹 氏

討論者　中央大学　鯉渕賢 氏

７．　特別講演　　＜15:40～16:40＞

西校舎ホール

座長	上智大学	竹　田　陽　介　氏
講演者	東京大学	植　田　和　男　氏

演題：非伝統的金融政策－その理論と現実

８．　会員総会　　＜16:50～17:50＞

西校舎ホール

９．　懇親会　　＜18:00～20:00＞

会場　　東館ホール

第 2 日　5 月 25 日（日）

受付開始　　慶應義塾大学　三田キャンパス　　西校舎 1F　9:30～

10.　自由論題　　＜10:00～12:00＞

B 会場　　西校舎 519 教室

セッション：中国の金融の新展開

座長　　広島大学　　矢　野　順　治　氏

(1)　中国外貨準備資金による対日投資の研究

報告者　　長崎県立大学　　小　原　篤　次　氏

討論者　　創価大学　　中　村　みゆき　氏

(2)　中国におけるシャドーバンキング
－BIS 規制、金融政策、証券市場の銀行行動に与える影響について－

報告者　　福山大学　　古　島　義　雄　氏

討論者　　神戸大学　　金　京　拓　司　氏

(3)　中国概念股の理論・歴史・現状

報告者　　成城大学　　福　光　　寛　氏

討論者　　獨協大学　　童　　適　平　氏

C 会場　　西校舎 526 教室

セッション：マクロ経済分析

座長　　京都大学　　敦　賀　貴　之　氏

(1)　How Did Takahashi Korekiyo Rescue Japan from the Great Depression?

報告者　　神戸大学　　柴　本　昌　彦　氏

早稲田大学　　鎮　目　雅　人　氏

討論者　　一橋大学　　塩　路　悦　朗　氏

(2)　narrative approach によるマネーと実体経済の関係の分析
－フリードマン＝シュワルツの米国金融史分析を踏まえた戦間期日本の考察

報告者　　日本銀行　　畑　瀬　真理子　氏

日本銀行　　南　條　　隆　氏

討論者　　一橋大学　　堀　　雅　博　氏

(3) Macroeconomic Policy for Stagflation

報告者	山形大学	溜 川 健 一 氏
討論者	福島大学	福 田 慎 氏

D 会場　　西校舎 527 教室

セッション：金融と銀行の諸問題

座長	一橋大学	花 崎 正 晴 氏

(1) 債権譲渡ファイナンスと金融システム

報告者	横浜国立大学	高 橋 正 彦 氏
討論者	麗澤大学	中 島 真 志 氏

(2) チャータード銀行ニューヨーク支店の活動（1902 年―1930 年）

報告者	札幌学院大学	北 林 雅 志 氏
討論者	熊本学園大学	平 岡 賢 司 氏

(3) 英国の資産形成制度ジュニア ISA の概要と日本への示唆

報告者	野村資本市場研究所 (野村ホールディングス)	宮 本 佐知子 氏
討論者	早稲田大学	晝 間 文 彦 氏

E 会場　　西校舎 528 教室

セッション：中小企業金融

座長	神戸大学	内 田 浩 史 氏

(1) 金融機関の競争が新規参入企業の廃業率に与える影響に関する研究

報告者	名古屋大学大学院	大 鐘 雄 太 氏
討論者	早稲田大学	小 倉 義 明 氏

(2) 公的信用保証制度の長期的効果についての実証研究

報告者	一橋大学大学院	近 藤 隆 則 氏
討論者	みずほ総合研究所	小 野 有 人 氏

(3) Implications of Establishing Inventory and Accounts Receivable as Collateral: A Case Study

報告者	関西外国語大学	金 城 亜 紀 氏
討論者	神戸大学	内 田 浩 史 氏

11.　昼食　＜12:00～13:30＞

12.　共通論題　＜13:30～16:30＞

西校舎ホール

テーマ：リーマンショックから5年ー金融危機は再発するか

座長　東京大学　福田慎一氏

(1) なぜ危機は繰り返されるのか？

報告者　慶應義塾大学　櫻川昌哉氏

(2) 国債暴落と金融危機

報告者　みずほ総合研究所　高田創氏

(3) 新興国経済と国境を越えた危機の伝搬

報告者　アジア開発銀行研究所　河合正弘氏

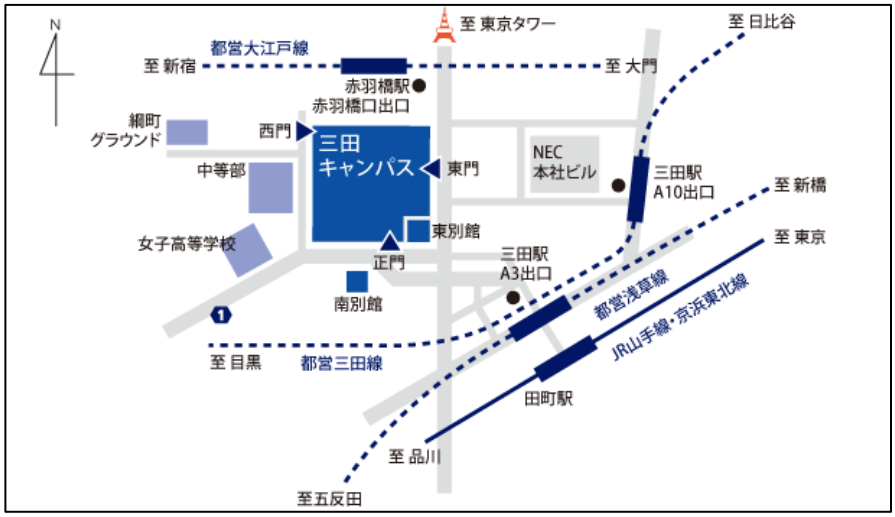
（プログラム委員会）

櫻川昌哉（慶應義塾大学、委員長）
池尾和人（慶應義塾大学）
植杉威一郎（一橋大学）
鯉渕賢（中央大学）
佐々木百合（明治学院大学）
竹田陽介（上智大学）
筒井義郎（甲南大学）
中島真志（麗澤大学）
花崎正晴（一橋大学）
福田慎一（東京大学）
宮越龍義（法政大学）
矢後和彦（早稲田大学）
家森信善（神戸大学）
石原秀彦（専修大学）
内田浩史（神戸大学）
後藤尚久（北九州市立大学）
塩澤修平（慶應義塾大学）
辻幸民（慶應義塾大学）
敦賀貴之（京都大学）
西山慎一（東北大学）
兵藤隆（山口大学）
三隅隆司（一橋大学）
村瀬英彰（学習院大学）
矢野順治（広島大学）
吉野直行（アジア開発銀行研究所）

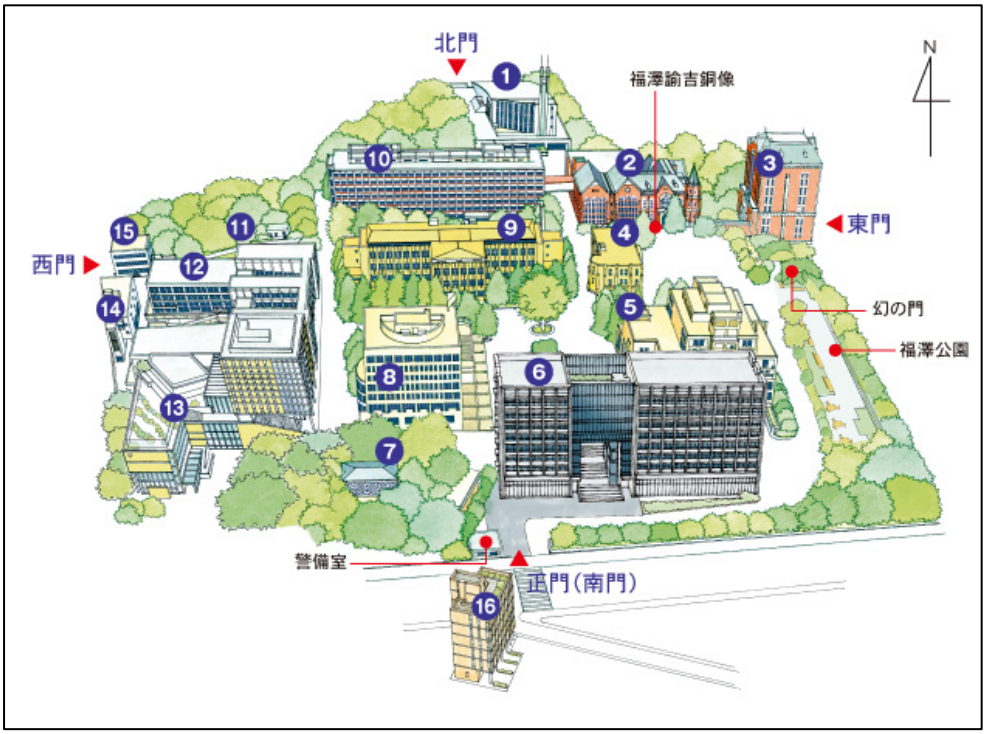
（準備委員会）

吉野直行（委員長）
池尾和人　金子隆　櫻川昌哉　塩澤修平
辻幸民　富田信太郎　藤田康範　渡部和孝

＜アクセスマップ＞



＜キャンパスマップ＞



・大会会場　…　西校舎【上図 12】

・懇親会会場　…　東館【上図 3】

＜金融史パネル＞

第二次大戦後の国際通貨・金融システムと IMF

早稲田大学　　矢後和彦

＜パネルの趣旨＞

本パネルの課題は第二次大戦後の国際通貨・金融システムの形成・展開・変質の過程を IMF の視点からあきらかにすることである。具体的には（1）「ブレトンウッズ体制」と呼ばれる戦後国際通貨秩序がどのように形成され、その際に IMF がいかなる役割を果たしたか、（2）欧米をはじめとする IMF 加盟国は各国通貨の交換性回復と経済復興に際して IMF とどのような関係をとりむすんだか、（3）金・ドル交換停止から変動相場制にいたる過程に IMF と加盟諸国はどのように対処したか、という諸点を解明する。これらの課題に接近する際に、本パネルは IMF 所蔵の一次資料を中心としたアーカイブズに依拠した歴史研究の視点を堅持する。

以上の広範な論点を念頭に置きながらも、本パネルでは、これまで閑却されてきた IMF と国際金融市場との関係に焦点を置く。すなわち、IMF の政策に対して外債市場・引受市場・ユーロカレンシー市場等の市場機能の勃興・展開がどのように影響をあたえ、また IMF や加盟諸国がいかなる対応を講じたか、それはまたこれらの市場にどのような反作用をおよぼしたか、という諸点に実証の的をしぼることとする。

＜金融史パネル＞

IMF の成立－BW 会議前の隠れた対抗－

大妻女子大学　　伊藤正直

リーマン・ショック後、ブレトンウッズ体制とは一体どのようなものであったのかが、改めて問われている。本報告では、1941 年 8 月の大西洋憲章締結から 1943 年 4 月の米「国際為替安定基金案」、英国政府「国際清算同盟案」発表あたりまでの時期を対象に、ケインズ案、ホワイト案それぞれの改訂の過程を検討することからこの問いを検討してみたい。

その際、まず第 1 に問い直されなくてはならないのは、バロー以後のケインズ神話解体後も、IMF 成立期をみる際の基準となってきた「ユニバーサル・アプローチ」対「キー・カレンシー・アプローチ」という座標軸が果たしてどの程度有効なのか、という点である。これをみるためには、これまで個々に検出されてきたいくつかの対抗軸を、有機的に組み合わせて検討してみるという作業が必要だろう。

対抗軸の第 1 は、戦後の国際通商関係、国際金融関係を構築する理念をめぐってである。「多角主義」(multilateral) 対「双務主義」(bilateral、unilateral)の対抗として検出されてきたこの対抗は、一見すると、「多角主義」と「ユニバーサル・アプローチ」が照応し、「双務主義」と「キー・カレンシー・アプローチ」が照応するかのようである。だが、ことはそれほど単純ではない。IMF 協定調印 1 年後に成立する英米金融協定や、1948 年からのマーシャル・プランは確かに双務主義的なもので、英米金融協定を「反共イデオロギー」に基づく「多角主義」からの逸脱と説くガードナーの通説は、この照応関係を前提にしている。しかし、英米金融協定は IMF を補完するものであるという見方も可能である。別の視点に立てば、この 2 つの対抗軸をケインズ対ホワイトとして切り取るのか、ケインズ＝ホワイト対ウィリアムズで切り取るのかという問題ともいえる。普遍主義者であると同時に英国の権益擁護者でもあるケインズは、英国内に、さらに厳格な「双務主義」を主張するイングランド銀行という反対者を抱え込んでいた。ケインズよりもさらに根底的な普遍主義者であるとともに米国の利益の擁護者でもあるホワイトも、米国内に、自由な資本移動と自らの対外融資の自由を求める市中銀行やニューヨーク連銀という反対者を抱え込んでいた。

対抗軸の第 2 は、作り出される機構の制度や性格をめぐってである。ここでの焦点は、「銀行原理」対「基金原理」、「公的交換性」対「市場交換性」にある。第二次大戦終了後のイギリスが、債務国、財政破綻、経常収支赤字=累積ポンドという困難に直面したことは疑いようのない事実であったから、構築される国際通貨システムは、何よりもまず累積ポンド問題を処理しうるものでなくてはならなかった。実際に、1944 年 7 月の IMF 協定調印後、8 条解釈をめぐって「ケインズ・ロバートソン論争」、続いて英米間論争が展開されたが、そこでは IMF 協定 8 条 2 項と 4 項の関係について、2 項の「市場交換性」と 4 項の「公的交換性」のどちらが優位に立つかが焦点となり、「ケインズの敗北」に帰結したといわれている。元々は、2 項と 4 項の順番が英側と米側で異なっており（英案では 4 項が先)、ケインズは交換性を中央銀行間の義務と理解し、これに対し、ロバートソンは民間に対する義務と理解していた。いいかえると、ケインズは、中央銀行間の多角的決済を基礎に交換性を位置づけ、このことによって民間資本移動を規制できると考えていたのである。

対抗軸の第 3 は、成立した機構を維持し、運営していくための政策選択をめぐってである。「自由通商優位」対「自由為替優位」の対抗、いいかえれば実体経済を軸に通貨体制を構想するのか、それとも貨幣経済の自律性を前提として通貨体制を構想するのかという対抗である。「拡大均衡（拡張主義による経済復興・完全雇用)」を実現することを目的とするなら、英側にとっては「自由通商」優位は決して望ましいものではない。このことは、同時に「赤字国責任論」対「黒字国責任論」という対抗を引き起こす。この対抗は、1971 年のニクソン・ショックに際しても、また 1985 年のプラザ合意の際にも、繰り返し登場した。そのいずれの場合も、米は黒字国責任論を展開したが、この時期には全く逆に「赤字国責任論」を強く主張していた。IMF の成立以前に存在していた以上の対抗軸を改めて整序し直すことが本報告のさしあたりの課題となる。

＜金融史パネル＞
ポンドの交換性回復と国際流動性調達－IMF とキー・カレンシー－

法政大学　　鷺見誠良

1958 年末、西欧主要通貨の交換性回復は、戦時・戦後の管理経済システムから市場経済システムへの転換を画す。それまで各国の強い貿易為替管理によって自由な資本移動が妨げられた。その中心に閉鎖ポンド、スターリング・ブロックがあった。ポンドはドルとともに、キー・カレンシーとして世界を二分していたにもかかわらず、ポンド圏を越えてドルと自由に交換できなかった。ポンドがドルとの交換性を回復することは、戦後「過渡期」の終りを意味する。ネックはポンド圏に閉じ込められた膨大なポンドにあり、交換性の回復にともなって、それが大量に流動化し流出する恐れがあった。交換性回復の成否は、通貨投機に備えて充分な外貨準備、流動性を準備できるか否かにかかっていた。

ポンドの交換性回復は、多様な戦略のせめぎあい、関係諸機関による交渉をとおして陽の目をみる。ポンド支援の要請は英「共同アプローチ」→ 米ランドール委員会→ IMF　→ FRB→EXIM へと波及し、その交渉の過程で国際流動性支援の枠組みが形づくられていった。本報告は、この玉突き現象を関係諸機関の一次資料をもとに浮かび上がらせ、国際流動性サポートにおける IMF の役割を明らかにする。

第一に、通貨覇権を巡る英米両大国の戦略を、チャーチル内閣とアイゼンハワー政権との交渉をとおして明らかにする。1950 年代に入って英米の両政府は＜Trade, not Aid＞を掲げ、交換性の回復に舵を切る。イギリスの戦略は、キー・カレンシー・ポンドの再興にあり、発達したロンドン金融センターを軸にポンドの自由化を進める。争点は断行か漸進かにあり、IMF との関係は固定レートか変動レートの点で微妙であった。一方アメリカの戦略は、IMF を重視するかドルを重視するか、二つの魂を抱えていた。IMF や世界銀行と調整しながらアメリカの利益をもとめる「NAC アプローチ」、これに対して国際協調よりもアメリカの利害を優先する「キー・カレンシーアプローチ」あるいは「ドル外交アプローチ」が対抗し、微妙であった。

第二に、交換性回復にともなう流動性危機に対して、誰がどのようにサポートするか、その議論を追う。チャーチルに発した玉はランドール委員会をへて、IMF と米連邦準備理事会 FRB に向けられた。IMF は交換性回復をめざし、ポンド支援の可能性とそのためのスキームの検討を始めたが IMF は資金力の制約から単独では担えきれない。IMF 以外の支援ルートが求められた。連邦準備理事会 FRB が期待された。しかしながら当時ビルズ・オンリー政策をとる FRB は、ニューヨーク連銀が主張する BA 市場育成策に強い抵抗を示した。これに対して IMF は、国際資本移動促進のために、IMF が各国 BA 市場を架橋する育成策を提起したが、FRB は市場原理から逸脱するのを嫌い、陽の目を見ることはなかった。BA 市場育成の試みは FRB から米輸出入銀行 EXIM へ投げかけられた。

第三に、頓挫しかかったポンド交換性回復は、スエズ危機の勃発によって新たな道が開かれた。EXIM はスエズに発する石油危機対策を理由にポンド流動性対策に応じた。ポンドの危機は IMF と EXIM のサポートによって回避され、そのスキームがポンドの交換性回復にそのまま引き継がれた。こうして流動性を巡る国際協調スキームが形成された。

＜金融史パネル＞

1960 年代の国際流動性問題－IMF 理事会における議論の検討－

国士舘大学　　野下保利

第２次大戦後の国際金融システムの特徴は、そのガバナンス体制の一環としてＩＭＦを含む国際金融機機関が創設された点にある。しかし、国際金融機機関、特にＩＭＦの意義についは、以下の２つに大きく分かれる。

第一は、第二次大戦後の国際通貨体制の安定は、各時期での支配的な各国の国際協調体制よって支えられていたとする立場である。キンドルバーガー(Charles Kindleberger)とストレンジ(Susan Strange)は、米国とその他主要国の役割について対立するが、主要国の国際協調が、戦後の国際金融体制を決定したと捉える点で同じ立場にある。こうした立場は、１９７１年以降のアフター・ヘゲモニー論にも引き継がれ、主要国の国際協調体制を各国の政治・経済的利害の問題として分析しようとする国際政治経済学や各種の国際関係理論を生み出し、これらが戦後国際金融体制の研究において中心的研究を占めてきた。

第二は、国際金融組織、特に IMF の影響を無視することはできないと捉え、それら組織の独自の役割を強調する立場である。近年、国際関係論の立場からも、ＩＭＦの政策決定の独自性や各種国際金融組織の意義を強調する研究がみられるようになってきた。しかし、こうした新たな研究視角も問題を抱えている。第 1 に、研究対象が、主に 1970 年代以降におかれる一方、1960 年代における国際協調体制とＩＭＦの関連についてはほとんど分析されてこなかった点である。第 2 に、このような 1960 年代の国際金融協調の構築をめぐる主要国とその他諸国、そしてＩＭＦの相互関連を分析する枠組みが欠けていたため、70 年代以降に顕在化する国際金融組織の役割増大を国際金融機関スタッフの個人的な特性に求める傾向があったことである。

主要国の国際協調体制に焦点を絞る立場であろうと、国際金融組織の役割を強調する立場であろうと、従来の研究は、経済分野、特に、債権債務が織りなす外国為替システムなど国際金融分野での国際協調の形成が、安全保障などの外交分野と異なる特性をもつことを看過してきた傾向があった。国際金融分野において、主要国以外の周辺諸国も金融システムの一環を担うため、主要国の合意だけでは国際金融協調体制は成立しない。政治及び経済の両面で国際的に圧倒的力のある米国の同意なしには国際協調における合意が導けないことは事実である。それにもかかわらず、米国といえども国際金融の基礎としての外国為替システムの構築と維持のためには妥協が必要となる。他方、植民地から独立した諸国を多く含む第二次大戦後においては、主要国とその他諸国の間隙を埋める国際金融組織、特に IMF が必要となった。

1960 年初頭に顕在化した国際通貨改革問題は、抜本的解決が回避されたまま、ＳＤＲ創設という形で妥協が図られた。従来、SDR 創設は、国際金融分野における合意形成を単純化し、米国のイニシアティブの下で主要国間の妥協によって決定されたとされてきた。あるいは、IMF の独自の役割は認めるものの、米国や西欧諸国の議論に主に焦点が当てられてきたため、途上国はほとんど SDR 創設に関与しなかったと捉えられてきた。その結果、G10 案に対し理事会が譲歩を引き出したという事実を十分に評価できず、IMF の独自の役割も位置づけることができなかった。本報告は、ＳＤＲ創設をめぐるＩＭＦ理事会議事録を、G10 との関係に焦点を当て検討し、国際金融分野における合意形成の特異な構造を明らかにする。

日本の金融政策と資本流出入の影響
― 無力化する国内金融政策 ―

立命館大学　　大田英明

＜報告要旨＞

本稿では、日本銀行の金融政策の効果について量的金融緩和期以降、包括的金融緩和、さらに最近の量的・質的緩和〖異次元緩和〗における国内金融政策とそれに及ぼす資本流出入の金融市場や実体経済に及ぼす影響について、2001～2013 年を対象期間としてベクトル自己回帰（VAR）モデルに基づき分析した。その結果、最近では日銀金融政策手段（日銀当座預金、マネタリーベースやコールレート）は短期資本流出入との因果性を急速に強めており、金融政策自体の有効性が低下していることが明らかとなった。すなわち、日銀の緩和政策は国内実体経済に有意な影響をますます持たなくなっている。このため、最近では日銀当座預金、マネタリーベースやコールレートは銀行貸出や実体経済に対して直接的な影響は見られない。また、期待された金融緩和政策の国内金融市場への影響は近年ますます低下しており、その有意な効果も検証できない。その一方、近年の国際資金移動の拡大に伴い、最近では日銀当座預金およびマネタリーベースが短期資本項目（証券投資・その他投資）と双方向の因果性を強めており、この傾向は特に 2008 年以降著しい。さらに、外銀を中心とした日銀当座預金の超過準備と内外株式市場、とりわけ米国の金融市場との因果性を強めている。このことは、日銀の金融緩和政策に伴う当座預金の超過準備はますます内外金融取引に向けられ、実体経済に向けた信用拡大が行われていないことを示唆する。

量的・質的金融緩和政策の効果とリスク
――異次元緩和の出口で発生するコスト――

日本経済研究センター　　左三川（笛田）郁子

本論では、日本銀行の量的･質的金融緩和政策（Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy; QQE）の効果とリスクについて、日銀が過去に実施した３つの非伝統的金融政策――1999 年 2 月から 2000 年 8 月のゼロ金利政策、2001 年 3 月から 2006 年 3 月の量的金融緩和政策、2010 年 10 月から 2013 年 3 月の包括的金融緩和政策――と比較しながら考察する。

日本銀行は QQE を導入した昨年 4 月以降、毎月約 7 兆円の長期国債を市場から買い入れている。イールドカーブ全体の低下を促すため、買い入れの対象となる長期国債の平均残存期間を平均３年弱から７年程度まで伸ばした結果、日銀のバランスシートは過去最大規模に拡大するとともに、資産側にある長期国債の平均残存期間は長期化した。これは資産側にある長期国債と負債側にある日銀当座預金の間で期間ミスマッチが拡大していることを意味する。日銀が見通しどおりにバランスシートを拡大し、消費者物価の 2%上昇という目標が達成されたとき、「異次元緩和」の出口戦略とはどのようなものになるのか。

出口戦略の第 1 フェーズを買い入れ減額（緩和縮小）と位置付け、1 年半の間に毎月の長期国債買入額を 3,800 億円ずつ減らしていくとする。ただし、緩和縮小後も「成長通貨の供給」のための買いオペは継続すると仮定する。次に、第 2 フェーズとして、買い入れ減額を停止してから半年後より、日銀が超過準備に対する金利を現行の 0.1%から段階的に2.5%まで引き上げるとの想定を置く。このとき、年間の支払い金利はピークで2兆6,000億円程度に増える 。一方、資産側にある長期国債は低金利かつ期間の長いものが多く、金利が上昇に転じても受取利息は大幅には増えない。支払い金利の増加が日銀の利益を圧迫し、引当金の取り崩しがなければ当期剰余金は 2019 年度から 3 年程度赤字となる。当期剰余金の赤字転落によって、日銀は法定準備金の積み立てと配当を見送り、「国庫納付金」を 3 年程度納付できなくなるという状況に陥る可能性がある。

仮に政策金利が0.1%から3%まで引き上げられると、利払いはピークで3兆円を上回り、国庫納付が 4 年程度停止する。また、インフレ率目標の達成が遅れ、7 兆円の国債買い入れを半年間延長すると、剰余金の赤字が 5 年程度続き、この間、国庫納付は停止する。分析の結果から、QQE の出口局面での金利上昇幅が大きいほど、日銀のバランスシートが拡大するほど、剰余金の落ち込みが大きくなることが確かめられた。金利の上振れと買い入れ期間の延長とでは、赤字の幅は前者の方が大きく、国庫納付の停止期間は後者の方がより長くなる。将来、円高によって外国債券の円建て評価額が目減りしたり、固定資産の処分損が発生したりすれば、利益はさらに下押しされる。また、金利上昇局面で保有資産（日銀の場合は長期国債）の売却に踏み切ることになれば、債券の売却損も発生する。これは広い意味での財政コストとなり、国民負担につながる。

貨幣成長が産出ギャップと経済成長に与える長期的な影響
－ニューケインジアンモデルとラーニング・バイ・ドゥーイングモデルの統合－

早稲田大学　井上智洋
早稲田大学　品川俊介
大東文化大学　都築栄司

ニューケインジアンモデルとラーニング・バイ・ドゥーイングモデルを統合する。すなわち、DGE モデルに、名目賃金粘着性とラーニング・バイ・ドゥーイング及び知識のスピルオーバーによる内生的経済成長を導入する。このようなモデルの定常状態の分析によって、以下の帰結が示される。長期において物価上昇率は貨幣成長率と経済成長率の差に等しい。より高い貨幣成長率は、より多い雇用量とより高い経済成長率をもたらす。貨幣成長率を経済成長率に等しくするとき、ゼロインフレと自然雇用水準、潜在成長率が実現する。物価上昇率と経済成長率との間には、正の相関がある。経済成長率より低い貨幣成長率は、デフレーションと負の産出ギャップ、潜在成長率未満の経済成長率をもたらす。

Industry-Specific Real Effective Exchange Rates in East Asia†

Yokohama National University — Kiyotaka Sato
Gakushuin University — Junko Shimizu
Yokohama National University — Nagendra Shrestha
Ph.D. Student, Yokohama National University — Shajuan Zhang

Abstract

In considering the empirical importance of the exchange rate on the exporter's price competitiveness and producer profits in specific industries, the industry-specific real effective exchange rate (REER) is far more useful than the aggregate REER. The novelty of this paper is we constructs a new data set of the industry-specific REER (I-REER), based on the producer price indices, for 8 Asian countries at a monthly basis from 2001 to the present to provide a better indicator for the international price competitiveness, but also to monitor the changes in international price competitiveness across countries and across industries. The new dataset reveals that there is a large difference in the level of REERs not only across countries but also across industries. By conducting decomposition of I-REERs, we show that the change of I-REERs in Asian countries tends to be mainly driven by the movements in domestic price relative to those of trading partners.

JEL Classification: F31, F33, F15
Keywords: Real Effective Exchange Rate (REER), Industry-Specific Exchange Rate, Competitiveness

†This study is financially supported by the Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), Center for Economic and Social Studies in Asia (CESSA) at Yokohama National University, and the JSPS (Japan Society for the Promotion of Science) Grant-in-Aid for Scientific Research (C) No. 24530362.

Co-movements in real effective exchange rates: evidence from the dynamic hierarchical factor model

University of Tsukuba　Jun Nagayasu

We analyze and quantify co-movements in real effective exchange rates while considering the regional location of countries. More specifically, using the dynamic hierarchical factor model (Moench et al. (2011)), we decompose exchange rate movements into several latent components; worldwide and two regional factors as well as country-specific elements. Then, we provide evidence that the worldwide common factor is closely related to monetary policies in large advanced countries while regional common factors tend to be captured by those in the rest of the countries in a region. However, a substantial proportion of the variation in the real exchange rates is reported to be country-specific; even in Europe country-specific movements exceed worldwide and regional common factors.

同時方程式トービットモデルを用いた為替介入効果の検証

学習院大学　清水順子
学習院大学　赤司健太郎
学習院大学大学院　村越雅司

本稿の目的は、2003年1月から2004年3月にかけて日本が実施した大規模な為替介入の効果について検証を試みることである。すなわち、一日の介入金額を同日の為替相場のリターンに影響を与える説明変数として明示的に扱い、同時方程式トービットモデルを用いて為替介入の効果を検証する。先行研究では、介入がいつもは実施されないという事実に対し、正値の切断データとしてトービットモデルを用いた研究は数多くある。しかし、市場と当局の反応式における当日の同時性を考慮したものは見当たらない。従来の誘導型の推定では、為替取引の結果からの示唆しか得られないので、円高傾向にあった時期に為替介入の効果が検証しづらいと考えた。しかし、それぞれの反応式、つまり構造方程式を考えることで介入の効果を識別できる可能性がある。

同時方程式トービットモデルを用いることにより、Ito(2003)で用いられた為替介入と為替相場のリターンのリアクション・ファンクションにおける市場の反応式と当局の反応式における同時性を考慮することができる。さらに、同時方程式トービットモデルの推定にはFIML（full information maximum likelihood estimation）によって有効推定を行った。実証分析の結果、為替相場のリターンと介入金額の同時性を考慮することで、「約1兆円のドル買い介入で、即日1%以上の円安誘導が出来る」という介入の効果を裏付ける結果が有意に得られた。

Determinants of accessing, obtaining formal credit and formal credit constraint: Evidence from Vietnamese Small and Medium Enterprises

Ph.D. Student, Kobe University Cao Thi Khanh Nguyet

Vietnamese Small and Medium Enterprises (SMEs) have been playing a very important role in the economy of Vietnam. In 2012, Vietnamese SMEs accounted for 38.9% of total investment, contributed 40% to GDP, held 86.3% social labor, and accounted for 60% export enterprises. Despite these contributions, SMEs have been coping with many constraints, in which the lack of credit has become a major problem hampering the growth of Vietnamese SMEs.

This study attempts to seek new evidence to determine SMEs' credit access and credit constraint. In addition to the advantage of having the most updated survey of SMEs and Provincial Competitive Index data, we use the subjective perception in the lack of credit for firms, the region business environment and investment as the explanatory variables to describe the ability to apply for credit and find credit constraints. Moreover, in looking for the factors determining firms' credit constraint, the process of applying for formal credit is described clearly in order to find out how firms' credit constraint's different. The empirical results show that firms perceived subjectively to lack credit despite good profit performance and had collateral tended to apply for formal credit more than the others. In addition, regional business environment was another key factor in applying for formal credit. Firms with high level of investment obtained more loans from banks. In terms of credit constraint, the study finds that firm's credit worthiness reduced the probability of formal credit constrained and firm with high debt ratio and high investment level was more likely to get credit constrained.

Keywords: SMEs, Formal Credit, Credit constraint, Vietnam
JEL codes: C25, G21, G32

農業協同組合の地盤と経営効率性

関西外国語大学　　堀江康熙

従来の地域金融に関する分析は、相対的に規模が大きくデータ入手も容易な地域銀行や信金が主体であり、それらに次ぐ規模を有する農業協同組合（農協）に関する分析は、金融研究者サイドでは事実上手つかずであった。これでは地域金融全体としての方向性・対応等を検討することは難しい。そこで本報告は、これまで地域銀行や信金･信組の分析に使用してきた経済環境毎の金融機関のタイプ分けといった手法を用いて、農業協同組合（農協）をグループ化し、信用事業を中心に各グループの特性および信金･信組との対比等を行う。そして経営効率性を測定し、組織効率性とその要因を検討し変化が著しい経済環境のなかでの対応策を探る。

農業従事者は急速に高齢化が進行し、農家の最大の所得源は今や年金であり、農業生産額も減少傾向を辿っている。そうした環境変化を受けて、農協数もこの 20 年間で大幅に減少した。こうした変化の意味を探るべく全国の農協をその営業地盤を基準にタイプ分けし、その特徴を検討した。中都市や小都市に地盤を置く農協は、組合員数のシェアでみる限り信金を上回り、大都市部でも信組を上回る等、競争相手の少ない農村部を含めて地域社会と緊密な関係を築いていると推察される。他方、預貸率は信金・信組と比べて有意に低いなど資金の運用力は弱く、専ら中央の機関に依存する状態にある。

農協数は急速に減少傾向を辿ったが、その結果として経営の効率性は向上したのであろうか。都道府県毎の統計資料を基に信用事業・共済事業・販売購買事業の各事業総利益を産出物とし、人件費等を投入物とする経営効率性を Malmquist 指数により測定した。その結果は､2000 年代前半および後半の時期ともに効率性が改善している県は極く限られており、両時期ともに効率性が落ち込んでいる県が大半である。これは、個々の農協は経営改善に努力しているとはいえ、生産額自体の減少等から、最も効率性の高い水準を示す効率性フロンティア自体が後退しており、経費節減等のみで経営を改善していくことが難しい状況となっていることを表している。また、合併による農協数の減少については、その効果は必ずしも明確にはみられない。逆に、店舗数の多さが経営効率性に有意に影響するといった結果となる。これは、これまでの合併については経営内容が良い先が多かったことから、その限りで店舗整理のケースは少なく当該地域の情報収集の拠点として有効に機能していることを表すとも推察される。

農協は、組合員数等からみて特に大・中都市部を除く地域に於いては根を張った存在となっているが、資金運用力が弱く、この面では中央の機関に依存する状態が続くとみられる。将来的に農協は、専業農家を主対象とするタイプと、農村等の地域住民全体を対象とするタイプに分かれていく可能性が強い。

地方銀行の外貨建て貸出－構図と変動要因－

山形大学　　山口昌樹

地方銀行の国際業務への取り組みがにわかに注目を集め出している。近年は外国銀行と地方銀行との業務提携が相次ぎ、駐在員事務所を東南アジアを中心とした地域に新設する動きが活発である。ここにきて外貨建て貸出を積極的に手がける地方銀行が出始めている。国内で企業の資金需要の回復が鈍く、競争環境も厳しいとされる地方銀行にとって外貨建て貸出は今後の伸長が期待できる有力な業務分野である。本研究はこの外貨建て貸出を分析対象に取り上げる。

本研究の課題は外貨建て貸出への取り組み状況についてその構図を可視化して示すことである。外貨建て融資は海外攻勢を強めるメガバンクについて増勢が報じられることが多いが、地方銀行について取り上げられることは新聞報道等でも稀である。地方銀行の国内本店による外貨建て貸出は統計で海外向けに含まれない「影の海外融資」とも言われ、その全容は明らかでない。

そこで、本研究は外貨建て貸出のデータが有価証券報告書で公表されている地方銀行を対象として取り組み状況を俯瞰する。また、統計的手法を駆使して取り組み状況についてパターンを析出し、各銀行を分類、そして分類されたクラスターの特徴をレーダーチャートで示すことで外貨建て貸出を巡る構図を浮き彫りにしたい。さらに、外貨建て貸出を増加させている銀行に対しては電話インタビューを実施して最大の増加要因を探る。

非階層的クラスター分析である X-means 法を用いて分類を行った結果、最適なクラスター数は４つとなり、各クラスターの特徴をレーダーチャートで示すことで外貨建て貸出の構図が浮かび上がってきた。また、電話インタビューの結果から、増加への寄与が最も大きかった要因としてシ・ローンへの参加と回答した銀行が一番多いことが分かった。もちろん取引先企業の外貨需要への対応も増加要因として無視できないものであるが、現在、シ・ローン組成を積極的に進めるメガバンクに牽引されて多くの地方銀行が外貨建て貸出を伸ばしているという傾向を確認できた。

銀行の国際化と言えば、その分析対象はグローバル展開を進める日米欧の巨大銀行であり、地方銀行が分析の俎上に載ることはまずなかった。しかも、海外シンジケートローンやプロジェクトファイナンスといった金融プロダクトについては学術研究で取り上げられてきたが、地方銀行による外貨建て貸出が本格的に分析されることはなかった。こうした意味で本研究は従来の研究領域を拡張して銀行の国際展開の新たな側面に光を当てるものである。

＜中央銀行パネル＞
テーマ：量的・質的金融緩和の導入から１年－中間評価

慶應義塾大学　　池尾和人

＜パネルの主旨＞

日本銀行は、2013 年 4 月に黒田総裁の新体制の下、量的・質的金融緩和政策を導入した。同政策の導入に際しては、従来のような政策の逐次投入といったスタイルを排し、「現時点で必要と考えられる政策を総動員し、その内容も分かりやすくなるよう政策の枠組みを見直す」（2013 年 4 月、読売国際経済懇話会における黒田総裁講演）とされた。そして、主に、インフレ期待に働きかけて需要を押し上げる、長めの金利の低下を図ることでポートフォリオ・リバランス効果を促す、等を通じて、2 年程度の期間を念頭にインフレ目標の消費者物価指数前年比上昇率「2%」を達成することを目指している。

そうした量的･質的金融緩和政策の導入から約１年が経過した。この間の推移をみると、2013 年度の経済成長率が 2%台後半に上昇する、円安が進行し株価が上昇するなど一部では政策効果が表れつつあるともみられる。しかし、消費者物価指数は 1%台まで上昇したもの、円安効果が一巡した後も持続的な物価上昇が見込めるかどうかは定かではない。こうした点を含めて、量的・質的金融緩和政策の評価や今後の見通しについては、識者の間でも見解が分かれているように見受けられる。

そこで、今回の中央銀行パネルでは 2 部構成で討論を行うことにしたい。まず第 1 部では、「量的・質的金融緩和のこれまで」と題して、過去 1 年間のマクロ経済や物価の動向、資産価格の動き、海外投資家の見方、等々を踏まえて、これまでの量的・質的金融緩和の効果についてレビューを行う。続いて第 2 部では、「量的緩和の今後の見通し」と題して、2%のインフレ目標達成まであと 1 年に迫った中で、インフレ目標達成の可能性をはじめとした量的・質的金融緩和政策の予想される効果、および政策に伴う副作用やリスク、さらには追加緩和の必要性等について議論を行う。

本パネルでは、内田和人氏（三菱東京 UFJ 銀行）、渡辺努氏（東京大学）、ロバート・フェルドマン氏（モルガン・スタンレーMUFG 証券）の 3 氏をパネリストに迎え、池尾和人の司会進行の下、議論を行う予定である。

＜中央銀行パネル＞

量的・質的金融緩和の効果検証とリスク

三菱東京 UFJ 銀行　　内田和人

量的・質的金融緩和の 1 年目は予想以上の効果を発揮した。過去に前例のない大規模なベースマネーを供給する量的緩和政策は SHOCK&AWE 政策として受け止められ、海外投資家の日本株投資スタンスを弱気から強気に一変させた。アベノミクス・トレードといわれる「円売り・日本株買い」の投資リターンは高い運用実績を示した。また、大規模な国債買入れは国債需給の逼迫を通じてイールドカーブ全体を押し下げる金融抑圧（financial repression）的効果を発揮し、実質長期金利のマイナス化と信用リスクプレミアム縮小を同時進行させた。他方、質的金融緩和も成長基盤強化に向けた資金供給や貸出増加支援オペの拡充を通じて、金融機関の貸出・住宅ローン増強へのインセンティブを高めた。こうしたなか、足元の経済・物価動向は、概ね日銀の見通しに沿った形で推移しており、デフレ脱却という所期の目的を果たしつつある。もっとも、設備投資は低調で国内貸出の増加ペースも緩慢であり、実体経済への金融レバレッジという観点では、効果は限定的に止まっている。

今後の量的・質的金融緩和については円安・資産価格上昇やポートフォリオ･リバランス等の効果が期待されるものの、チャレンジングな側面も多い。第 1 に政策目標であるインフレ率上昇がコストプッシュ型の傾向を強め、実質購買力の低下や投入コスト上昇など負の要素が出始めている。第 2 に本邦産業の構造変化を背景に円安による輸出刺激効果は限定的に止まり、一方で交易条件の悪化が加速している。第 3 に資本収支統計をみると海外投資ファンドを中心に巨額の対内証券投資が流入しており、アベノミクスや日銀の政策如何によっては失望売りから日本株が急落するリスクがある。第 4 に中長期国債利回りが債券バブルの臨界点とみられる水準まで低下しており、国債流通市場における売買が細っている。第 5 に日銀はベースマネー目標達成に向けて調整弁として短期国債買入れを多用しているが、同国債は海外投資家の購入需要が強く、日銀オペに対応する流通玉が減少している。短期国債利回りがゼロ金利水準に近づけば、資金取引の減少とともに短期金利が不安定化する可能性がある。第 6 に質的・量的金融緩和は民間の資金需要が回復する過程で金融レバレッジ効果が最大限発揮されるが、実際にその状況が実現した場合にベースマネーをコントロールする手段がなく、日銀のバランスシートが急膨張する危険性がある。第 7 に量的・質的金融緩和の出口において、①非連続的な金利急騰リスク、②日銀の資産負債管理上の逆鞘リスク、③長期金利上昇による財政発散リスク等が顕現化する。

以上、質的・量的金融緩和の効果検証・リスク分析においては、マクロ経済から国際投資フロー、市場流動性、国債管理政策、PCP（Policy Continuity Planning）など広範囲にわたって行う必要がある。一方、当該政策の継続性や出口政策を検討する際には、金融緩和のモラルハザードを排除しつつ、金融政策・国債管理政策の総合的に管理する枠組みを構築することが重要だと思料する。

＜中央銀行パネル＞

デフレ脱却に向けて

東京大学　　渡辺努

1.　東大日次物価指数は 1 年前の 4 月に前年同日比 1.2%程度のマイナスだったが現在はほぼゼロとなっている (http://www.cmdlab.co.jp/price_u-tokyo/)。1 年間で前年比が 1.2%改善しており，アベノミクスの効果が現れている。東大指数の変化を「通常価格」と「特売価格」に分けると，過去 1 年間の前年比マイナス幅の縮小は，主として，通常価格の下落幅の縮小によってもたらされていることがわかる。震災時には東大指数前年比は約２％上昇したが，あのときの上昇は主として特売頻度の低下によるものであり，通常価格はあまり変化していなかった。流通業者は需要の変化を一過性とみなしたため，特売頻度の変更で対応したと考えられる。それとの対比では，今回は，流通業者が需要の好転を一時的でなく，ある程度持続的なものとみなしていることを示唆している。また，東大指数の品目別価格上昇率の分布をみると，過去 1 年間に分布に極端な歪みが生じたという事実は見られない。例えば 2008 年のインフレ期には品目別価格変化率分布は右裾が厚くなるという歪みが生じていたが今回はそのような傾向は見られない。特定の品目（例えば輸入関連品目）で価格が大きく上昇し，それが全体の平均を引き上げるという歪みは今回は起きていない。

2.　ただし，CPI２％というターゲットを２年間で実現するという日銀の目標には届かない。その理由はフィリップス曲線が変化していないためだ。最近のフィリップス曲線（アベノミクス開始後の失業率と CPI 上昇率の月次値をプロットしたもの）をみると，アベノミクス開始前よりも幾分傾きが大きくなっており，フラット化が是正されている。しかしその度合いは現在までのところ僅かである。また，フィリップス曲線の位置はアベノミクス前と同じか，どちらかと言えば下にシフトしている。少なくともフィリップス曲線の上方シフトはこれまでのところ起きていない。内閣府のサーベイ調査などでは期待インフレ率が上がっているが，肝心のフィリップス曲線の変化は起きていない。今後もフィリップス曲線に変化がないという前提で考えると CPI２％を２年間で実現するのは難しい。

3.　CPI２％というターゲットの設定は適切だった。しかし「２年」という期日の設定が適切でなかった。そもそも期日を設定する必要すらなかった。「２年」という期日を撤回すべきだ。

＜中央銀行パネル＞

モルガン・スタンレーMUFG 証券　　ロバート・フェルドマン

1　日本のＱＥは始めてではない

a　ベースの急増は物価改善をもたらした一つの要因か

	2000 年 12 月	2003 年 6 月	2006 年 2 月
ベースマネー	65.3 兆円	103.7 兆円	112.2 兆円
ＣＰＩ総合	-0.4	-0.4	-0.1
CPI 日本コア	-0.7	-0.4	0.0
CPI 米国コア	-0.9	-0.3	-0.6
ＷＴＩ	28	31	62
Ｙｅｎ／ＵＳ	112	118	118

b　なぜはっきりしないのか

為替介入

不良債権処理 構造改革

c　物価下落の沈静化：　　因果関係は？

構造改革は物価を上げるか下げるか

2　今回のＱＥは効いているでしょうか

a　最近の経験

	2012 年 12 月	2013 年 6 月	2014 年 2 月
ベースマネー	130.6 兆円	159.6 兆円	210.9 兆円
ＣＰＩ総合	-0.1	-0.1	1.4
CPI 日本コア	-0.2	-0.2	1.3
CPI 米国コア	-0.6	-0.6	0.6
ＷＴＩ	88.3	95.8	100.7
Yen/US$	83.6	97.4	102.1

b　賃金と物価の関係

適切な目標は目的次第

c　政策決定は予防的がいいか、反応的がいいか

ロス関数の（非）対象性

3　2006 年以後の経験が金融経済学を挑む

a　IS/LM/AS 曲線の絡み合い（フィードバック）

b　労働市場をどう見るか、賃金か失業か失業率か

c　技術革新と金融政策の関係

d　ＱＥ縮小は裁量がいいか、ルールがいいか

＜特別セッション＞

金融経済教育と金融リテラシー

アジア開発銀行研究所　　吉野直行
神戸大学　　家森信善

＜問題提起＞

わが国のおける金融経済教育の今後のあり方について検討を行うために、金融庁研究センターに「金融経済教育研究会」が設置され、2013 年４月に報告書がとりまとめられた。この報告書では、金融経済教育の意義・目的を、「金融リテラシーの向上を通じて、国民一人一人が、経済的に自立し、より良い暮らしを送っていくことを可能とするとともに、健全で質の高い金融商品の提供の促進や家計金融資産の有効活用を通じ、公正で持続可能な社会の実現にも貢献していくこと」としており、金融リテラシーを身につけることは、個人生活者としてももちろんであるが、市民社会の公民としても意義があることを指摘している。また、同報告書では、わが国の金融経済教育の現状を、金融広報中央委員会の活動、学校現場における金融経済教育、社会人・高齢者段階における金融経済教育、の３つの局面で整理している。

人生のあらゆる段階で金融経済教育の充実を図っていくことは、社会的なコンセンサスになっているといえよう。我々大学研究者は、金融論の研究だけでなく、金融知識の普及についても責任を持っている。どのような知識をどのような段階でどのように教育することが効果的かといった課題に、多くの研究者が今後本格的に取り組んでいくことが求められている。

そこで、本セッションは、日本金融学会の会員の皆さんにわが国の金融経済教育の状況について考えていただくきっかけにすることを目的に企画した。具体的には、金融庁および金融広報中央委員会という公的な金融経済教育の推進母体の代表の方に、金融経済教育の現状やそれぞれの機関の取り組みの課題に関して議論していただくとともに、日本証券業協会の研究会として実施した「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査」の結果について、同研究会のメンバーでもある吉野と家森が紹介する。

＜特別セッション＞

金融行政と金融経済教育

金融庁　　古澤知之

サブプライム問題を契機とした先般の金融危機を踏まえ、G20 や OECD における国際的な議論において、金融リテラシーの向上が、利用者保護や金融システムの安定を実現していく上で重要との認識が共有され、欧米各国において、金融経済教育の取組みが強化されている。

このため、金融経済教育の現状をあらためて把握するとともに、我が国における金融経済教育の今後のあり方について検討を行うこととし、平成 24 年 11 月、金融庁研究センターに、有識者、関係省庁、関係団体をメンバーとする「金融経済教育研究会」が設置され、7 回にわたる議論を経て、平成 25 年 4 月 30 日に報告書が公表された。

報告書で指摘された課題等に取組むため、金融広報中央委員会に「金融経済教育推進会議」を設置。推進会議を通じて、適切な役割分担を行い、全体の取組みを関係者間でフォローし、進行管理を行いながら、金融経済教育の推進に取組んでいる。

また、平成 25 年 12 月に公表された「金融・資本市場活性化に向けての提言」（金融・資本市場活性化有識者会合）において、「金融経済教育の充実が不可欠であり、初等中等教育から社会人、高齢者に至るまで金融リテラシーの底上げを図っていくことが重要であり、銀行、証券、保険、資産運用など業界横断的な取組みの加速を行うなど、一層の高度化を進めるべきである」とされている。

金融経済教育の推進において、初等中等教育から社会人、高齢者に至るまで、ライフステージに応じて、金融リテラシーの底上げを図っていくことが極めて重要である。

そのため、銀行、証券、保険、資産運用など業界団体横断的な取組みの加速を行うなど、連携の強化が必要である。

＜特別セッション＞

金融経済教育に関する金融広報中央委員会の最近の取組み

日本銀行　　丹治芳樹

金融広報中央委員会は、金融の観点から消費者教育を推進する中立公正な組織であり、日本銀行が事務局を担っている。

当委員会は 1952 年に「貯蓄増強中央委員会」として設立され、戦後の貯蓄不足解消に大きな役割を果たした後、現在は、金融教育の推進と金融知識の普及を活動の 2 本柱として都道府県金融広報委員会や民間団体行政機関などと連携しつつ業界横断的、草の根的な活動を展開している。

現在、当委員会は、2013 年 4 月に公表された金融庁の金融経済教育研究会の報告書を踏まえ、金融経済教育推進会議を設置し、その事務局を務めるとともに、同報告書で提言された「最低限身に付けるべき金融リテラシ―」の項目別、年齢層別の体系化（いわゆる「マップ」の作成）等に取り組んでいる。今後、関係団体がこのマップに沿って連携し、より効果的に金融教育活動を展開することが可能となるよう、関係団体と協力して推進体制の整備に取り組んでいる。

本報告では、こうした金融経済教育推進会議の取り組みや当委員会の活動を紹介するとともに、こうした流れをしっかり定着させ、今後より力強く金融教育を推進するに当たっての諸課題（例、学校教育の現場の実態を踏まえた金融教育活動の重要性、大学生・社会人向け教育の充実、金融教育と投資促進活動との関係性、「行動経済学」の応用等）について述べる。

＜特別セッション＞

中学・高校における金融経済教育の実態調査分析

神戸大学　家森信善
アジア開発銀行研究所　吉野直行

現代の社会において、中学校や高等学校で学んでおくべき金融経済リテラシーの内容や教え方などについて、我々金融論の研究者が考えていく必要性が高まっている。さらに、経済・経営・商学系の学部を卒業した中高の社会科担当の先生は少数派である現状を踏まえ、教養教育や教員養成課程における金融教育のあり方を考えていくことも重要となっている。

そこで、教育の専門家と金融の専門家が相互理解を深め、その経験や知識を共有して、問題解決に向けて協力することにより我が国における金融経済教育の一層の充実、発展について研究をすすめるために、日本証券業協会を事務局にして、「金融経済教育を推進する研究会」（以下、「推進研究会」）が 2013 年 4 月から活動をしている。この研究会の座長は吉野が務めており、金融学会の会員では、北野友士会員（金沢星稜大学）、村上恵子会員（県立広島大学）、山口博教会員（北星学園大学）および家森がメンバーとなっている。この推進研究会の最大の特徴は、金融の専門家だけでなく、教育の研究者に加えて、中学校、高等学校で実際に社会科・公民科等で教育に当たっておられる現役の先生が参加している点である。

この推進研究会では、全国の中学校・高等学校において金融経済教育を推進するに当たっての課題を明らかにするために、2013 年 12 月に、①全国の中学校（10629 校）の社会科、技術家庭科の担当教諭、②全国の高等学校（5150 校）の公民科、家庭科の担当教諭、および③全国の商業科設置の高等学校（662 校）の商業科担当教諭の合計 32220 先に対してアンケート調査を実施した。その結果、回答があったのは全体で 4462 校（回収率 13.8%）であった。これまでの同種の調査に比べると、5000 近い回答数は前例のない多さであり、詳細に検討していくべき価値ある情報を提供している。本報告では、このアンケート調査の結果の概要を紹介することで、今後のこの分野に対する研究関心を高めることを目指したい。

Intraday Return and Volatility Spillover Mechanism from Chinese to Japanese Stock Markets

対外経済貿易大学　西村友作
甲南大学　筒井義郎
関西学院大学　平山健二郎

本稿では，中国株式市場から日本株式市場への株価の波及は，中国市場の株価の変動情報を得た日本国内の投資家が中国関連株を売買することによって引き起こされているという実証的証拠を提供する。

日本と中国株式市場間における株価連関を分析した先行研究では，日次データを用いた研究（Liu and Chen, 2008; Nishimura and Men, 2010）や高頻度データを用いた研究（Nishimura *et. al.* 2012; Tsutsui and Hirayama 2013）等の多くの研究において，中国株式市場から日本株式市場への一方的な波及効果が確認されたとの興味深い分析結果が報告されている。本稿では，このような現象が起こる要因として，日本国内の投資家による日本株式市場における中国関連株の売買を通じたチャンネルを考える。

これらの先行研究は単に各国の代表株価指数を対象に，株価の波及効果が存在するか否かを分析しているだけである。それに対し，本稿では，高頻度データを使い，さらに，株価の波及メカニズムについて分析している点で新しい。

具体的な手法としては，2008 年 1 月 2 日から 2010 年 11 月 30 日における 5 分間株価指数を用い，上海総合指数からのリターンとボラティリティの波及効果について，日本市場に上場する中国関連株価指数と TOPIX とで比較した。なお，中国関連株価指数の高頻度データは存在しないため, 本稿では, 個別銘柄の高頻度データを用いて独自に作成した。具体的には，我々のデータベースに存在する約 1700 銘柄合計数百億レコードのティックデータの中から，東証一部で上場する企業の中でも，特に中国と関連の深いと見られている企業 50 社の 5 分間データを抽出し，時価総額で加重平均をとって中国関連株価指数を算出している。

実証分析の結果，中国から日本への株価の波及効果は，volatility チャンネルではなく return チャンネルから得た中国の株価変動情報を基に，日本国内の投資家が中国関連株を売買することによって引き起こされている事が確認された。さらに，近年の中国経済のプレゼンスが高まることで，中国企業と日本企業間の関係もより深まり，日本市場の中国市場に対する反応もそれに伴い強まっている事が明らかとなった。

商品先物市場の流動性と効率性
－夜間立会時間延長の効果－

神戸大学　　岩壷健太郎

本論文では，東京工業品取引所（当時）が 2010 年に行った夜間立会の取引時間の延長が、金先物市場の（1）取引高，（2）市場流動性，（3）価格発見，（4）価格効率性に与えた影響を分析した．期近物（1 番限）から期先物（6 番限）までの 6 系列のうち，夜間取引の延長によって 1 日の平均取引高が上昇したのは 2～4 番限であり，1 番限と 5～6 番限では取引高が増加しなかった．ただし，6 番限は延長された夜間取引の時間帯での取引が高まる一方で，他の時間帯の取引が低下しており，1 日の取引パターンが変化した．流動性の向上が最も顕著に見られたのは 1 番限～4 番限であり，夜間立会のみならず日中立会でも流動性の向上が見られた．夜間取引延長の時間帯および夜間の取引中断の時間帯の価格寄与率は多くの番限で上昇しており，価格形成において夜間の重要性が高まっている．さらに，日中立会における価格の効率性は流動性の上昇が見られない番限も含めてすべての番限で改善が見られた．以上の結果を踏まえると，夜間立会の取引時間の延長には市場の流動性と価格の効率性にプラスの効果があったと評価できる．

個別銘柄取引から推定した市場全体の状況について

慶應義塾大学大学院　　岩本純一

Easley *et al.*(1996)で提示された *PIN* は、価格流動性リスクの指標の一つとして様々な角度から拡張が試みられている。ただ、今のところ、いずれの研究も、個別銘柄ベースでの分析に重点をおいており、市場全体の価格流動性リスクを直接対象にすることは行っていない。しかしながら、Easley *et al.*(1996)で示されたフレームワーク自体は市場取引を網羅的に記述した一般性を有するものであり、市場全体や銘柄相互間のリスクを計測するモデルへ拡張することが可能である。

本稿の目的は次の 2 点である。第 1 点は、パリバショック及びリーマンショックの時点のデータを用いて *PIN* および *PIN* の構成要素のパラメータを推定し、平時と比較することで、ショック時の特色を把握することである。第 2 点は、推定した個々の銘柄のイベントの発生確率および特定の情報の発生確率を利用して、市場全体でのイベントや特定の情報の発生確率を求めると共に、これらのベルヌーイ試行間の関係を抽出することである。

Topix100 の構成銘柄について、売買に関するティックデータを用いて Eeasly, *et al.*(2002)モデルのパラメータを推定し、平時と比較することで、ショック時の特色を把握することを試みた。その結果、私的情報に関するイベントの発生確率は、大きく変わらないものの、イベント発生に伴う悪い情報の発生確率が増加していることが分った。また、個々の銘柄から得たイベントの発生確率と悪い情報の発生確率に対し、ベータ 2 項分布を適用して、私的情報に関するイベントの発生確率と悪い情報の発生確率に関する市場全体での特色を把握した。さらに、ベータ 2 項分布のパラメータから、ベルヌーイ試行相互の関係を抽出することを試みた結果、イベントの発生確率については、試行相互間の相関係数は検証時期によらず低かったが、悪い情報の発生確率については、ショック時に相関が高まっていることが確認された。また、リーマンショック時に、私的情報に基づく取引の割合が増加していることが示唆された。

金融技術の革新による持ち家の選択の促進
-居住形態選択行動の分析を通じて-

神戸大学大学院　　中村優太

住宅は衣食住とあるように人々が生きていくために必要不可欠な財であり、家計の住宅に対する意思決定は重要である。住宅には資産・賃貸市場が存在するため、家計は住宅サービスの一環として居住形態の選択をすることになる。本稿では、家計の居住形態の選択行動を説明するミクロ経済理論に基づいたモデルを提示・分析することでこの経済現象の決定要因を明らかにする。本稿のモデルでは、賃貸市場で発生する外部性と住宅担保と人的担保からなる借り入れ制約をモデル要素として扱う。これにより家計の居住形態の選択行動を説明すると共に、金融技術の革新により持ち家の選択が促進され社会厚生が高まることを示した。併せて、住宅市場を調査することでモデルの想定する状況が日本の中古マンション購入市場に存在することも明らかにした。

キーワード: 賃貸の外部性、借り入れ制約、金融技術の革新

消費者から見た銀行窓販—サーベイ調査による窓販ユーザーの特性分析

一橋大学大学院　近藤隆則
青山学院大学　白須洋子
一橋大学　三隅隆司

国債や投資信託や生命保険が銀行の窓口で販売されるようになって久しい．資産運用者である個人にとっての銀行窓販のメリットとしては，商品へのアクセス多様化の利便性と販売チャネル間の競争を通じた効率性が挙げられ，デメリットとしては銀行の影響力による圧力販売の可能性が挙げられている．

それでは銀行で各種金融商品を購入する個人の選択にはどのような特性があるのだろうか．本研究は，アンケート調査によって得たデータから，銀行窓販で定期預金，国債，投資信託，生命保険を購入した個人の特性を銀行以外での購入者と比較して統計的な分析を行った．個人の特性として，属人的変数，経済的変数に加え，心理的変数に特に着目した．またリーマンショック期の購入者とそれ以降の購入者とで商品選択傾向に違いが見られるかどうかについても分析を試みた．

本研究によって明らかになった銀行窓販ユーザーの特性は以下の通りである．第一に，銀行以外での購入者と異なり，彼らは金融リテラシーや自信過剰といった心理的要因による商品選択に差が無く，各種商品をいずれも疑似的な預金と見做す傾向が見られた．これは，例えば生命保険の銀行窓販において定額保険や一時払い終身保険のようなリスクを抑制した預金類似型の商品が主流となっている現実と整合的である．しかし疑似預金を求める傾向は必ずしも銀行の影響力によるものとの証拠は見いだせなかった．実証結果からは，銀行の影響や圧力販売で個人の金融商品選択に広範な歪みが生じているとは言えない．

第二に，銀行窓販ユーザーは，むしろ商品満期と次回ライフ・イベントのマッチングを意識して商品を選択しているとの「キャッシュ・タイミング仮説」は，高齢層を除いて必ずしも妥当しなかった．窓販ユーザーは自身のライフ・イベントを意識し長期的視点に立って金融商品を選択しているとは言えない．

第三に，リーマン・ショック期には他商品から国債へ資金が逃避する Flight to quality が起きていたことが観察され，特に定期預金の購入者にその傾向が強く見られた．

配当のスムージング政策に関する実証分析

一橋大学大学院　　齋藤巡友

日米におけるペイアウト政策についてのサーベイ研究から、企業は配当を安定的に行うことを重視していることが報告されている(Brav et al. (2005)、芹田・花枝(2008))。このような配当政策は配当のスムージング政策(dividend smoothing policy)と呼ばれる。

本研究は、日本における配当のスムージング政策の時系列変化を観察するとともに、株式所有構造が配当のスムージング政策にどのような影響を与えているかを分析している。具体的には、先行研究で提示されたスムージングに関する二つの指標を推計し、その推計された指標を被説明変数として、マーケットフリクションに関する種々の変数との関係を検証している。分析の結果、90 年代初頭から 2000 年代前半まで配当はスムーズになっていたが、2000 年代半ば以降は一転してスムーズでなくなっていることが確認された。また、株式持合比率が高くガバナンスが有効に機能していないと考えられる企業は配当をスムーズにすること、機関投資家は配当のスムージング政策に影響を与えていないことが明らかになった。

本研究の結果は、株式所有構造の変化に伴い配当のスムージング政策も変化していること、企業の財務政策に対する機関投資家の要求が日米において異なることを示唆している。

Capital Requirements, Bank Behavior and Fair Value Accounting: Evidence from Japanese Commercial Banks

Ph.D. Student, Hitotsubashi University Karen Lai Kai Lin
Hitotsubashi University Masaru Konishi

Abstract

Using data from Japanese commercial banks during 2002-2012, we explore the relationship between banks' choice of capital buffers and prevailing macroeconomic conditions. We find a positive relationship between capital buffers and the phase of the business cycle, and further find that this positive relationship was weakened after the implementation of Basel II. We also examine whether the gap between desired and actual capital buffers, as well as the phase within the business cycle, affected banks' balance sheet management behavior and lending activities. We find that during periods of economic upturn, banks increased capital more than they increased lending. These results are consistent with the countercyclical capital management behavior exhibited by commercial banks. Moreover, we find that banks which adopting fair value accounting (FVA) intend to behave more counter cyclically in their capital management practice as compared to domestic banks.

JEL classification: G21; G28

Keywords: Capital buffers; Bank regulation; Procyclicality; Fair Value Accounting

Debt market imperfection, capital structure and investment: An empirical analysis through the credit supply shock of 2008 in Japan

一橋大学大学院　　岩木宏道

This paper investigates how debt market frictions affect real firm behaviors such as capital structures and investments differently based on whether the firm has access to the public debt market, taking debt structure differences into account. To this aim, using the natural experimental approach to examine the 2008 credit supply shock in Japan, I show that firms without access to the public debt market face decreased leverage and investment, accompanied by decreased bank debt, compared to firms with access. Considering that firms without access to the public debt market are more dependent on banks for their debt and are likely to have closer relationships with banks than those with access, it is intriguing that bank-dependent firms face reduced debt supplies from banks compared to other firms. Moreover, through investigation of the regression of investments where the interaction term with different debt structures is introduced, it is suggested that differences in debt structure or debt maturity between firms with access to the public debt and those without also play an important role in determining debt and investment.

The Contagion Effect in Foreign Bank's Lending during a Crisis: Does Local Currency Market Development Promote Credit Stability?

日本経済研究センター　　増島雄樹

This empirical paper investigates whether financial and economic shocks from home countries (advanced economies where globalized banks' headquarters are located) affect a host country (Indonesia). I find the evidence that there is the contagion effect of shocks that a parent bank and a home economy suffer on foreign banks' loans in foreign currency. A change in a home stock market index and industrial production appears to have a negative effect on growth rates in foreign currency loans of foreign banks in the host market; high growth rates in the parent bank's stock price in the home market lead to an increase in foreign banks' loans in foreign currency in the host country. However, no contagion effect is observed in local currency lending, meaning that local currency market developments plays a vital role in a stable credit supply in the emerging Asia during a crisis.

JEL classification: F34; F37; O16
Keywords: Crisis; Currency Denomination; International banking; Financial Sector Development.

＜特別講演＞

非伝統的金融政策－その理論と現実

東京大学　　植田和男

（大会ホームページ上に掲載の報告資料をご参照下さい。）

中国外貨準備資金による対日投資の研究

長崎県立大学　　小原篤次

日本では、海外機関投資家、とりわけ中国外貨準備資金による日本株投資が確実に高まっている。中国の政府系資金が日本の上場企業投資の主要株主として登場し始めている。日本経済新聞によると、2013 年 3 月末で 4 兆 2000 億円 にのぼり、年金積立金管理運用（GPIF）の 17 兆 6000 億円にはおよばないものの、地方公務員共済連合会の 2 兆 9000 億円を上回る存在になっている。個人などからの掛け金・保険料を束ねた、日本を含む先進国の年金基金や生命保険は長らく世界の主要な機関投資家としての地位を独占してきた。

しかし世界金融危機から 5 年が経過した市場で、中国のほか、ノルウェー、サウジアラビアなど石油輸出国の政府系資金も膨張しようとしている。ただ、残念ながら、主要な政府系資金の中で、ノルウェー、シンガポールを例外として、その情報は依然、その巨額さに比べると、わずかなものに過ぎない。

本稿は、日本銀行の対内証券投資残高統計、政府系ファンド（SWF）の中国投資有限責任公司（中国略称＝中投公司、英語略称＝CIC）が公開した 2009 年から 2012 年まで 4 年間分の中文ならびに英文のアニュアル・ブック のほか、ビジネス紙など記事を活用して、CIC の投資戦略を観察したうえ、他地域の投資動向も参照しながら、中国政府系ファンドとされる「OD05 オムニバス」アカウント名の対日投資動向を考察することを主な目的とする。投資銀行、IR コンサルタントへのヒアリングもあわせて実施して情報不足の補完を目指した。このアニュアル・ブックは CIC にとって唯一、継続して公開されている重要な一次資料である。ただし公表される項目、バランスシート上の費目分類はしばしば変更されるなどデータの継続性に欠け、監査部門や監査役はいるものの、第 3 者の監査法人によるコメントや証明も付けられていない。こうした制約は包括的な研究を阻む障害となっている。議決権行使など将来の課題についても言及したい。

中国におけるシャドーバンキング
—BIS 規制、金融政策、証券市場の銀行行動に与える影響について—

福山大学　　古島義雄

公表された数値から推計すると、銀行が直接あるいは与信者として関与するシャドーバンキングの規模は 10～20 兆元であり、15 兆元とすると GDP の 29%、預金の 16%である。シャドーバンキング拡大の第 1 の背景は 2004 年から法律が整備され、2007 年に導入された自己資本比率規制、BIS 規制にある。第 2 は、金融政策であり、人民元の為替レートを米ドルに実質的に固定する為替政策によって、介入額が大幅に増加し、その財源を準備預金に頼ってきた結果、高率の預金準備を回避するためにも、オフバランス取引が選好された。第 3 は、資本市場の不振であり、2007 年に株価はピークを付けた後、株式の新規発行はほとんど不可能となった。一方、リーマンショック以降の景気刺激策として、地方政府の財政出動が行われ､その資金調達の多くが銀行借り入れによるものと推測される。かくして、すべての当事者にとってオフバランスとすることが有利となり、通常の銀行業務をオフバランス化した結果、シャドーバンキングが急増してきたと推測される。

中国概念股の理論・歴史・現状

成城大学　　福光寛

中国概念股（中概股）とは中国の企業が海外で直接あるいは間接に発行している株式のことである。中概股は 2010 年から 2011 年にかけて、米中間で大きな経済事件となった。米国で大量の中概股が上場され、そしてまた大量に米国市場から追い出されたという事件である。時期的に東日本大震災が重なったために、この事件は日本ではその大きさにふさわしい社会的注目を集めないまま現在に至っている。この事件について私は主として米国の資料を分析して、reverse merger 反向収購という上場手法の問題として、2013 年春の証券経済学会で報告した。今回の 2014 年春の金融学会での報告では、主として中国の資料を分析して、中国で国内企業の海外での株式発行がどのように考えられているかについて、過去 20 年ほどの変遷を含めて考察結果を報告する。以下この報告要旨では、この考察で明らかになった中概股の位置付けと歴史、さらに変遷での注目すべき論点を述べる。

まず中国で株式制度を導入した時点で、外国資本の動員にこの導入が役立つということが考えられていた。また国有企業のガバナンスを改善し、経営の効率を改善することも早い段階から意識されていた。中国に証券取引所が復活したのは 1990 年であるが、わずか 2 年後の 1992 年に早くも NYSE で最初の国有企業上場が実現したことは示唆的である。この最初のスキームは租税回避地の離岸公司を上場会社に仕立てたもので、それはこのあと続く間接発行方式の先陣を切るものとなった。ただ、中国の規制当局はおそらく規制権限の観点から、間接発行ではなく国内企業が発行する直接発行が望ましいと考えていた。

1990 年代終わりになると、海外で登記した企業を使った規制逃れ行為に対して、まず 1997 年 6 月国務院が「紅筹指引」と呼ばれる通知で、取り締まろうとした。この通知は、読み方によっては国有企業限定。そこで民営企業が面倒な審査批准手続きを逃れて海外で設立会社を使って海外上場を図る動きが表面化した。この穴をふさごうと、証券監督監視委員会(証監会)と国務院は、1999 年には再三監督権限を明示する文書を出した。

しかし表面上、中国籍でないものが海外に設立した会社について、中国の証監会が監督権限を及ぼすのは無理がある。たまたま裕興事件と呼ばれる「造反」の動きが発生する。証監会はこれに対して「異議なし書簡」と呼ばれる規制を編み出す（2000 年 6 月）。しかし規制を強めると今度は海外に出て行った企業の行動についての責任批判。あるいは規制の厳格な適用がなされていないことへの疑問などが証監会を苦しめた。困った証監会は「異議なし書簡」の廃止を決め、いったん規制緩和が訪れる（2003 年 4 月）。

しかしことはこれで終わらなかった。2004 年 8 月に商務部の研究所で「離岸金融センター」が国有資産の海外流出や資本逃避のルートになっていることを伝える報告が出されたことを契機に、風向きは再び変化。2005-2006 年以降、外管局による「ニセ外資」取締りが強化され現在に至っている。なお中国企業の海外上場については、中小企業の不備が一因あるいはプライベートエイティファンドが仕掛け人という説も一定の根拠がある。

How Did Takahashi Korekiyo Rescue Japan from the Great Depression?

神戸大学　　柴本昌彦
早稲田大学　　鎮目雅人

Abstract

A veteran finance minister, Takahashi Korekiyo, achieved an early recovery for Japan from the Great Depression of the 1930s by prescribing a combination of expansionary fiscal, exchange rate, and monetary policies. To explore the comprehensive transmission mechanism of Takahashi's macroeconomic policy package, including the expectation channel, we construct a structural vector auto-regression (S-VAR) model with three state variables (output, price, and the inflation expectations) and three policy variables (fiscal balance, exchange rate, and money stock). Our analysis reveals that the exchange rate adjustment undertaken as an independent policy tool had the strongest effect, and that changes in people's expectations played a significant role for escaping from the Great Depression. During the second half of 1931, in particular, speculation on Japan's departure from the gold standard and the inflation that was likely to follow reversed the existing expectations: instead of expecting deflation, people began to expect inflation, months ahead of the actual departure from the gold standard, which occurred in December of that year. As a whole, the choice of the level of the exchange rate was crucial for changing people's expectations as well as promoting exports.

Keywords: Great depression; Japanese economy; Macroeconomic policy; Expectation; Vector auto-regressive model; Commodity futures

JEL Classification: E52, E63, N15.

narrative approach によるマネーと実体経済の関係の分析
――フリードマン＝シュワルツの米国金融史分析を踏まえた戦間期日本の考察

日本銀行　　南條隆
日本銀行　　畑瀬真理子

本報告では、Friedman and Schwartz[1963]を嚆矢とする narrative approach に基いて、戦間期日本を対象にマネーと実体経済の関係を考察する。

マネーと実体経済の間にどのような関係があるかを解明することは、マクロ経済学の主要な研究課題の１つであり、これまで新古典派経済学、ケインズ経済学などが数多くの理論を提唱してきたほか、様々な事例を対象として膨大な実証研究が行われてきた。近年では、リーマンショック後の世界同時不況の背景分析やその対策としてとられた量的金融緩和政策の効果などの観点から研究が行われているほか、わが国では長期デフレの原因と対策を検討する上での重要な論点として検討されている。

この分野の古典的な研究である Friedman and Schwartz[1963]は、米国の１世紀近くにわたるマネーと実体経済の関係を検証し、マネーが実体経済変動の主たる要因であるとしたが、同時に、分析の前提として、マネーと実体経済という密接・複雑に結びついている変数の関係を検証することの問題点を整理し、その解決策として narrative approach という分析手法を提唱した。narrative approach とは、マネーから実体経済へと一方向の影響が想定されるケースを抽出し、それらのケースのみをサンプルとして両者の関係を検証する分析手法である。

わが国では、計量的アプローチについては、米国等での研究の発展に合わせて、幅広く導入され定着をみている一方、narrative approach による分析はあまり試みられていない。そこで本稿では、narrative approach を用いて、日本をサンプルとしてマネーと実体経済の関係を考察する。分析期間としては、Friedman and Schwartz[1963]が米国金融史の考察で重点を置いた両大戦間期（1923 年 1 月～1936 年 7 月）を取り上げる。

分析の結果は、次のとおりである。「日本金融史年表」等の資料を用いて、マネーの変動が外生的に生じたケース、すなわち実体経済からマネーへのフィードバックがなく、マネー変動から実体経済への影響を純粋に観察することが可能なケースを抽出したところ、1925 年 4 月、1926 年 10 月、1927 年 12 月、1929 年 7 月、1931 年 10 月の 5 つの事例が得られた。このうち４つについては、マネー変動の後で生産活動の低下がみられたほか、これらの外生的マネー変動と生産活動との関係をダミー変数を用いて分析したところ、外生的マネー変動の発生後、1 年半程度は産出量が低下する可能性があることを示唆する結果が得られた。これらは、Romer and Romer[1989]による戦間期米国の分析と整合的である。

Macroeconomic Policy for Stagflation

Yamagata University Kenichi Tamegawa

Abstract

If oil price increases generate a stagflation, which means economic a coincidence of recession and inflation, individual traditional macroeconomic policy is difficult to cope with the stagflation. In this paper, we show that policy mix can completely counter the stagflation. Our finding shows that such a policy mix must be a simultaneous implementation of monetary tightening and fiscal expansion. To show the existence of our policy mix, we construct a dynamic stochastic general equilibrium model and analytically investigate effects of oil price shocks.

Keywords: oil price shock; stagflation; fiscal policy; DSGE modeling

債権譲渡ファイナンスと金融システム

横浜国立大学　　高橋正彦

金融（ファイナンス）とは、「自己の利益とリスクにより、資金または購買力を他者に融通または移転する、異時点間の資金取引」と定義できる。そのうち、購買力の融通・移転の態様に着目すると、①移転型金融（貸借、出資）、②留保型金融（売掛、分割払い＜割賦・信販＞、クレジットカード、リース）、③補完型金融（保証）、④派生型金融（デリバティブ、金銭債権譲渡）などに分類することができる。

金銭債権（指名債権、手形債権、電子記録債権）の譲渡は、対価・利益とリスクを伴う金融資産・キャッシュフローの移転による信用の授受という意味で、それ自体、金融取引（派生型金融）の性格を有し、金融システムにおいて重要な役割を果たしている。しかし、この点に関して、経済学・法律学では、従来、正面から議論されることは少なかった。

金銭債権譲渡形態の金融取引として、①ファクタリング、②手形割引、③売掛債権等の譲渡担保、④貸付債権等の管理・回収（サービシング）の一形態、⑤バルクセール、⑥シンジケート・ローン等のローン・セール、⑦金銭債権の流動化・証券化などが挙げられる。

近年では、既発生の債権だけでなく、将来債権（将来発生すべき債権）の譲渡も広く行われるようになっている。将来キャッシュフローを活用した新たな金融取引として、①アセット・ベースト・レンディング（ＡＢＬ）、②買収ファイナンス（ＬＢＯ等）、③プロジェクト・ファイナンス、④事業の証券化（ＷＢＳ）、⑤レベニュー債などが注目される。

このように、債権譲渡形態の金融取引が多様化しているだけでなく、最近、中小企業金融などの分野で、政策当局がＡＢＬ等の利用を推進している。制度面でも、企業決済等において、新形態の金銭債権である電子記録債権の利用が拡大しているほか、現在、法制審議会で審議中の民法（債権法）改正のなかで、債権譲渡に関する論点が注目されている。

本報告では、金銭債権譲渡形態の金融取引の総称として、新たに「債権譲渡ファイナンス」という概念の定立を提案する。そのうえで、様々な債権譲渡ファイナンスに関して、①債権譲渡人が民間企業（大企業・中小企業）か公的機関か、②対象債権が指名債権か手形債権か電子記録債権か、③同じく既発生債権か将来債権か、両者の混合か、④債権譲渡が真正譲渡か（実質）担保取引か、⑤債権譲受人がＳＰＶ（特別目的媒体）かそれ以外かなど、多様な切り口により、横断的・包括的に考察するという問題意識を明確化する。

本報告の具体的な構成としては、①債権譲渡取引の変容と立法・判例の変遷（将来債権を活用した新たな金融取引などを含む）、②証券化における倒産隔離性の要件、③民法（債権法）改正と債権譲渡、④債権譲渡に関連する論点（電子記録債権と債権譲渡取引、ファイナンス・リースの法制化）などに関して、検討・考察を加える。それらを通じて、我が国の金融システムにおける債権譲渡ファイナンスの今後の可能性と検討課題についても、理論と実務、法と経済の両面から、学際的なアプローチを試みたい。

チャータード銀行ニューヨーク支店の活動（1902 年—1930 年）

札幌学院大学　　北林雅志

英系国際銀行に関する研究は、これまで主に 19 世紀後半から第 1 次世界大戦までを対象時期とし、国際金本位制の成立過程から確立期に焦点を当て、英系国際銀行が主たる活動領域としてきたカナダやオーストラリアといったイギリス植民地やアジア地域における活動、またそれとならんでただ一つの国際金融市場であったロンドンにおける活動について詳細な研究がなされてきた。

今回の報告の課題は、これら先行研究の成果を踏まえて、これまであまり取り上げられてこなかった第 1 次世界大戦期から両大戦間期に視野を広げ、この時代に固有の問題である、ニューヨーク金融市場が国際金融市場として機能し始めることによる国際金融市場の分裂という時代背景の下での英系国際銀行の活動を究明することである。その第一歩としてニューヨークにおける支店活動の実態を明らかにしたい。

本報告では上記の問題意識を念頭に、英系国際銀行のニューヨークにおける活動内容を知る上で欠かすことのできない行内計算書類が、比較的まとまった形で残されているチャータード銀行に焦点を当て、そのニューヨークにおける活動内容を明らかにしたい。

まずチャータード銀行ニューヨーク支店の活動を、その資産総額の動きによって 3 つの時期に区分する。第 1 期は開業から第 1 次世界大戦がはじまる 1914 年までの時期で、途中 1907 年恐慌による落ち込みを経験しながらも 500 万ドル規模の水準で推移している。第 2 期は 1915 年から 1919 年までの主として第 1 次世界大戦中に当たる時期である、それまでの 500 万ドルの規模から 1500 万ドルへと急速な拡大を示す時期である。第 3 期は両大戦間期のうち 1920 年から 30 年までの時期で、1500 万ドルから 2000 万ドルの規模で推移した後 1930 年に大きな落ち込みを見せている。

それぞれの時期における活動内容を支店バランスシートの分析を通じて特徴づけを行う。最も大きな分岐点となるのは、アメリカ連邦準備制度の成立に伴い開設されたニューヨーク・アクセプタンス・マーケットの出現である。これを契機としてニューヨーク支店の活動は飛躍的に増大する。また行内計算書類の分析を通して、利付手形の記帳処理について明らかにする。これによってアメリカの輸出貿易における幣種（ポンドからドル）の動向を確認することができた。またニューヨーク支店の利付手形の取り扱いについて明確にすることにより、この時期のチャータード銀行本店における利付手形の取り扱いについても、ある程度類推することが可能となった。

今回の報告は、とりあえず 1 銀行の支店分析にすぎないが、今後の他の英系国際銀行や他国の銀行との比較研究を行うことによって、第 1 次世界大戦期また両大戦間期におけるニューヨーク金融市場の国際金融市場化への動きをより包括的に取り扱うことができると思われる。

英国の資産形成制度ジュニア ISA の概要と日本への示唆

野村資本市場研究所（野村ホールディングス）　　宮本佐知子

2014 年 1 月から NISA（少額投資非課税制度）がスタートしたが、この制度は英国の ISA に倣って導入された制度である。英国の ISA は 18 歳以上の英国在住者を対象とする制度であり、国民の約 4 割が利用する資産形成手段であるが、18 歳未満の英国在住の子どもの将来のための資産形成制度として、「ジュニア ISA」が導入されている。「ジュニア ISA」は、英国で 2011 年 11 月に導入されたまだ新しい制度であるが、本稿では同制度の概要と現状について、前身制度であるチャイルド・トラスト・ファンドの概要と現状も併せて報告する。

わが国では、子どもの将来のための資産形成を支援する制度は導入されていないが、今後はニーズが高まると考えられることから、英国でのジュニア ISA 導入の経験から得られるわが国への示唆を最後に検討したい。

金融機関の競争が新規参入企業の廃業率に与える影響に関する研究

名古屋大学大学院　　大鐘雄太

有利な投資機会に恵まれた資金不足主体への資金循環を円滑化し、効率的な経済活動を実現するのは、金融機関の重要な役割の一つである。しかし、現実の世界では、金融部門においても様々な非効率が発生している。その代表例として挙げられるのが、中小企業の資金調達に伴う非効率性である。一般的に、中小企業は資金調達に際して、外部資金のニーズが高い傾向がある。しかし、その一方で、中小企業は金融機関との間に存在する情報の非対称性が大きいため、外部からの資金調達が困難になっている。とりわけ、企業年齢の低い新規参入企業にとっては、外部からの資金調達が極めて困難である。

以上のような、企業と金融機関との間に存在する情報の非対称性を緩和する手段として近年注目されているのが、リレーションシップバンキングである。リレーションシップバンキングに関する研究は、世界中で進められており、これまでの研究によって、そのメリットとコストが次第に明らかになってきた。しかし、リレーションシップバンキングには、メリットになるかコストになるかの評価について、意見が分かれているトピックも存在する。その代表例が、金融機関の競争である。

金融機関の競争がリレーションシップバンキングを促進すると主張する研究は、金融機関の競争が激しくなると、各金融機関は他の金融機関との差別化の手段として、企業とのリレーションシップを強めるという考えに基づいている。一方、金融機関の競争はリレーションシップを阻害すると結論づけている研究は、金融機関の競争が激しくなると、取引企業を長期にわたって囲い込むことが難しくなるため、企業とのリレーションシップの構築に消極的になるという理論に立脚している。

以上の結果を受けて、本研究では、企業と金融機関のリレーションシップの重要性を示すための指標として、廃業率を採用し、金融機関の競争が新規参入企業の廃業率に与える影響について実証的に分析する。この分析の目的は、次の２点である。第１に、金融機関の競争が新規参入企業の廃業の回避にどのような影響を与えるかについて明らかにすることである。第２に、新規参入を含めたすべての中小企業を対象にした場合、金融機関の競争が企業の救済確率に与える影響は、新規参入企業のみを対象にした上記のケースと比べて、どのような違いが現れるのかについて明らかにすることである。

分析の結果、金融機関の競争は、新規参入企業の廃業率を高めるが、その傾向は企業年齢の上昇とともに逆転し、成熟企業にとっては金融競争地域に属する方が、金融機関に救済される確率が高くなることが明らかとなった。

公的信用保証制度の長期的効果についての実証研究

一橋大学大学院　　近藤隆則

日本の中小企業向け貸出市場における公的信用保証制度のプレゼンスは大きい．特に1990年代末の平成金融危機の際に大規模な「特別信用保証」制度が導入され，その金融円滑化効果や倒産防止効果や多額の財政負担について様々な議論がなされ，貸し手・借り手のモラル・ハザードも問題にされた．さらに2008年を頂点とするグローバル金融危機時にも「緊急保証」制度が実施されたこともこの分野の議論と研究を増やすことになった．

しかし金融円滑化効果等についての先行研究の結論は，肯定的なものから否定的なものまでまちまちであり，共通の認識が得られているとは言い難い．しかも先行研究の分析の対象は特別信用保証や緊急保証が実施されていた期間にほぼ限定されており，そうした金融危機時も含めて長期的に日本の公的信用保証の効果がいかなるものかは明らかにされていない．本稿は，日本の公的信用保証が金融円滑化や企業パフォーマンスに対してどのような効果があったのかを，二度の金融危機を含む1998年度から2010年度までの13年間の都道府県のパネル・データに基づいて実証分析した．

主要な実証結果は以下の通りである．第一に，中小企業向け貸出に対する公的信用保証の効果を見ると，公的信用保証がプロパー貸出（信用保証の付かない貸出）を増やすような補完的効果を持つとは言えないものの，金融機関のリレーションシップ・バンキング機能やメインバンク機能を増進することによって，プロパー貸出を増やす効果を持ち得る．

第二に，公的信用保証には倒産防止効果や新規開業促進効果が認められ，特に金融危機時にはその効果が大きい．しかし一定規模を超えて利用されると公的信用保証はむしろ限界的に倒産を増やし新規開業を減らす逆効果に転ずる．日本で設けられた条件の緩い信用保証は，その利用量が一定水準を超えて増えると，貸し手や借り手のモラル・ハザードを通じて存続不可能な企業にまで行き渡るようになり，そうした非効率企業の存在が地域経済の非効率を生じさせ，倒産を増やし新規開業を阻害するためであると考えられる．

"Implications of Establishing Inventory and Accounts Receivable as Collateral: A Case Study"

Kansai Gaidai University Aki Kinjo

Asset Based Lending (ABL) is a lending technology that uses business assets, such as inventory and accounts receivable to secure the loan. ABL is an establish form of lending in the US but was only recently introduced to Japan.

I argue that when such an asset is used as collateral, lenders can better generate information and manage the creditworthiness of the borrower by properly assessing and monitoring the collateral. That is the major contribution of ABL to the Japanese banking market, which has not been understood or promoted as it should be. ABL should not be regarded as a type of secured loan that simply substitutes the collateral from real estate with collateral in the form of inventory and accounts receivables.

The role of collateral in ABL has a different feature compared to real estate. Although real estate has been the predominant collateral used in Japan, its role has been limited to loss mitigation and prevention of moral hazard for the borrower. ABL provides unique features in addition to the role that real estate has traditionally provided as collateral.

This paper articulates the unique characteristic of ABL and the implication it has on Japan's lending market by (1) discussing the role of collateral by reviewing related literature, (2) presenting a case study conducted for a Japanese regional bank, (3) comparing how regulators treat ABL in Japan and the US, and (4) concluding with policy recommendations to further promote ABL.

＜共通論題＞
リーマンショックから５年－金融危機は再発するか

東京大学　　福田慎一

＜問題提起＞

世界経済は、「100 年に一度の危機」といわれたリーマンショックに端を発する深刻な同時不況からはおおむね立ち直った。しかし、その後も、ユーロ危機を経験した欧州諸国や、新興国、なかでも経常赤字を多く抱える「フラジャイル 5」（脆弱な 5 つの国）では、不安定な動きが続いている。世界経済は、政策判断を一つ間違えると、再び世界的な信用不安が進行する可能性と常に隣り合わせにある。そこで、共通論題では、「リーマンショックから 5 年－金融危機は再発するか」と題し、今日、世界経済や日本経済が抱えるリスクを、櫻川昌哉、高田創、河合正弘の 3 氏に論じていただくことにする。

まず、櫻川氏には、リーマンショックから 5 年を経った昨今の金融市場を、国際資本移動、金融機関のレヴァレッジ、資産バブル等の観点から概観していただき、「なぜ危機は繰り返されるのか」を論じていただく。世界経済の潜在的なリスクが依然として残るなかで、各国の規制や政策対応もリーマンショック後、大きく変化している。どのような政策対応が政策当局に求められるかも議論のテーマとなる。

次に、高田氏には、金融危機の問題を、財政赤字の累積やそれに起因する国債暴落の可能性に関連付けて、論じていただく。欧州債務危機は欧州の国債問題であったが、日本の国債の累積は欧州諸国以上に深刻である。その一方、異次元の金融緩和の下で、日本の長期国債の利回りは歴史的な低水準で推移を続けている。このような日本経済の状況をいかに考えればよいのかも、議論のテーマとなる。

最後に、河合氏には、最近の国際金融市場が新たに抱える潜在的なリスクを、新興国経済と国境を越えた危機の伝搬という観点から論じていただく。先進各国の異次元の金融緩和に伴う世界的なカネ余りのなかで、平時には、行き場を失った巨額の資金が少しでも高いリターンを求めて世界中を駆け巡っている。その一方、ひとたび投資家の間にリスクオフのムードが強まると、その流れは突然逆回転を始める構造が、最近の国際金融市場にはある。そのような昨今の国際金融市場に対する評価も、議論のテーマとなる。

＜共通論題＞

なぜ危機は繰り返されるのか？

慶應義塾大学　　櫻川昌哉

過去 30 年において、バブル崩壊による金融危機を経験したのは、16 か国にのぼる（1980 年代のノルディック 3 国、日本、1990 年代の東アジア諸国、2000 年代の米欧諸国）。危機の前後で、経常収支は平均してブーム期の 3.7%の赤字（対ＧＤＰ比）から、危機後の 2.2%の黒字へと大きく変化し、経済成長率は 4.7%から 0.5%へと下落している。つまり、海外からの資本流入が資産バブルとブームをもたらし、その後に訪れた危機をきっかけに、資本流出にともなう信用収縮が、経済を深刻な不況に陥れることになる。金融機関の流動性不足は、銀行破たんの引き金となり、経済は急速な調整を強いられ、また資産バブルの崩壊がもたらす金融機関のバランスシートの毀損は、長期不況の原因となる。

昨今の国際金融市場は、資本移動の拡大、金融機関のレヴァレッジの上昇、資産バブルの頻発でおおむね特徴づけられよう。この構造は、リーマン危機の前後で変わっていないどころか加速している。

1. 過剰貯蓄国の存在が大きく貢献したとされるグローバルインバランス（経常収支不均衡）こそやや縮小したものの、グロスで測った資本移動の規模はむしろ増大している。
2. 規制緩和で出現した巨大銀行は、危機後さらに巨大化しており、かれらを適切な金融監督のもとにおく枠組みはいまだ構築されていない。
3. 脆弱な金融市場をかかえる新興市場国の安全資産への過剰需要や日米欧など主要国の量的緩和は、世界的な低金利を常態化し、資産バブルは危機前と同様に生じやすい環境にある。
4. 金融政策の有効性が、市場の気まぐれで左右される局面が増えており、バブル経済のさなか、市場が当局に大規模な金融緩和を促す図式ができつつある。
5. 日米欧の当局は、危機への対応として財政規模を拡大させており、国債残高の急増が財政危機のリスクを高め、金融市場へのリスクの伝染の新たなチャネルとなりつつある。

世界経済の潜在的なリスクが高まるなかで、≪1≫資本移動規制、≪2≫金融機関規制、≪3≫安全資産保有規制、≪４≫金融政策の国際的協調などいくつかの政策オプションが検討に値する。

＜共通論題＞

国債暴落と金融危機

みずほ総合研究所　　高田創

日本の「国債暴落論」は狼少年のようで、これまでは繰り返し騒がれながらも起きなかった。その背景には、日本は財政赤字の拡大で国債が大量に発行されても、国内の民間セクターの貯蓄過剰で国内で安定的に国債が購入されてきたからである。すなわち、経常収支の黒字環境のなかで国内での消化がなされてきたことによる。

2010 年以降の欧州債務危機とは欧州の国債問題であったが､その背景には各国の対外不均衡、経常収支の赤字問題があった。また、昨今の、新興国不安のなかで「フラジャイル（脆弱な 5 カ国）とされる問題も経常収支の赤字問題であった。さらに、今日、日本の経常収支黒字が維持できるかも不安視される。いまや、各国が自らの国債が市場で生き残りをかけて競い合う「ソブリン・ワールドカップ」の状況にあるが、その市場での評価の尺度は経常収支であった。

今日、日本経済はバブル崩壊からかろうじて立ち上がり、バブル崩壊後、20 年以上が経過し漸くそのエクジットに向かう第一歩に立つに至った。ただし、国債暴落論は 10 年以上前のような経済の崩壊不安で起きるものではなく、むしろ逆説的に回復に至る局面で生じうる。

2013 年以来、日銀は「異次元の金融緩和」に踏み出し、それは「異次元の国債市場」をもたらしている。従来、中央銀行は政策金利をコントロールしても長期金利は短期の金利の期待に委ねてきた。しかし、今日、中央銀行は結果として長期の金利に大きく影響を及ぼすに至っている。こうした動きは、世界的にも、金融抑圧（financial repression）として共通する現象だ。現在の金融政策は事実上、為替誘導であり財政ファイナンスの性格を有するが、大規模なバランスシート調整からの脱却には一時的には「禁じ手」を用いながら「異次元の」対応を行わざるをえない状況にある。

日本は国債を活用して未曾有のバランスシート調整を乗り越えようとしている。その過程では国債が重要な調整の器であり、その円滑な活用を抜きに日本の再生はない。国債を通じて日本が問われる状況にある

＜共通論題＞

新興国経済と国境を越えた危機の伝搬

アジア開発銀行研究所　　河合正弘

新興国経済は 1990 年代から 2000 年代初めにかけて、メキシコ、アジア（タイ、インドネシア、マレーシア、韓国）、ブラジル、アルゼンチン、トルコなどで金融危機に陥った。2000 年代後半から 2010 年代にかけては、米国のサブプライム危機をきっかけに広がった世界金融危機、ユーロ域内の南欧諸国（PIIGS）のソブリン債務・銀行危機、米国の FRB による量的緩和（QE）縮小などの影響を受けてきた。これらの例に共通する点は、新興国での経常収支赤字が海外からの資本流入によってファイナンスされていたところ、内外の要因で資本流入が突然停止し（sudden stop）、あるいは資本流出に転じることで為替が大きく下落して金融危機に陥ることだ。つまり、大きく変動する国際資本移動をいかに制御するかが課題の一つになっている。これとともに、新興国では、国内的な要因で金融危機が起きやすいことも指摘できる。アジア金融危機のきっかけになったのは、タイの国内で 1996 年までに金融的なインバランスが累積して資本流出に面し、為替下落が一気に周辺諸国に伝播していったことだった。

新興国経済が今後面する金融的なリスクとしては、米国による金利引き上げなど本格的な金融引き締めによる資本流出、中国の金融危機とその影響が挙げられる。まず米国による金利の引き上げは（おそらく 2015 年になると見られている）、ここ 1 年ほどの間に「脆弱な 5 か国」（ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコ）で見られた以上に、新興国経済からの資本流出を招き為替や株価を下落させ、金融システムにおけるストレスを高めよう。これら「脆弱な 5 か国」では、国内インフレが高く経常収支赤字も大きな水準に上っていたことから、新興国経済では大幅な経常収支赤字をつくらず、かつ赤字になってもその穴埋めを短期資本でなく長期資本で行うこと、健全なマクロ政策を維持してインフレの抑制を行うことが重要だ。また、マクロプルーデンシャル監督を強化して、不健全な海外資本の流入を規制するなど、金融システムに不均衡が累積しないようにすることも重要だ。金融危機が起きたときに備え、IMF や CMIM など国際的な金融セーフティーネットを強化していくことも課題である。

世界第二の経済大国になった中国で金融危機が起これば、アジアだけでなく多くの新興経済諸国に大きな影響が及ぶ可能性がある。中国は、金利の自由化、金融ビジネスでの業務拡大・参入規制の自由化、国際資本取引の自由化、人民元の国際化など金融自由化を進めつつあるが、それが金融危機につながらないようにしていくこと課題だ。地方政府によるインフラ投資のファイナンスやシャドーバンキングの拡大が金融システム上のリスクを生み出している。今後は、預金保険制度、中銀の最後の貸し手機能の明確化、企業・銀行破綻法制の導入などを図って、たとえ金融危機が起きてもそれが深刻な事態につながらないようにしていく態勢を整えることが重要だろう。中国で金融危機が起きた場合、他の新興経済諸国への影響は金融チャネルよりも、貿易チャネルを通じた影響が大きいものと思われ、対応はより容易だと考えられる。