金融学会会報

2016年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　　**2016 年 10 月 15 日（土）・10 月 16 日（日）**

会　場　　**関西大学千里山キャンパス**
（〒564－8680　大阪府吹田市山手町 3-3-35）
最寄り駅と所要時間：
阪急千里線「関大前駅」、徒歩約 5 分。
URL: http://www.kansai-u.ac.jp/global/guide/access.html

連絡先　　日本金融学会関西大学大会事務局
〒564－8680　大阪府吹田市山手町 3-3-35
関西大学　高屋定美　研究室
E-mail: takaya@kansai-u.ac.jp

お　し　ら　せ

〇大会参加費:　無料です。

〇懇親会：
10 月 15 日(土)18 時 10 分より、関西大学千里山キャンパスの凜風館（りんぷうかん）２階、生協レストランにて行います。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、下記のゆうちょ口座に9 月 14 日(水)までにお振り込みください。

銀行名：　　ゆうちょ銀行
口座記号：　00920-8-332398
加入者名：　日本金融学会秋季大会準備委員会
（ニホンキンユウガッカイシュウキタイカイジュンビイインカ）

他行などからお振り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:　〇九九（ゼロキュウキュウ）店（０９９）
口座番号:　当座預金　0332398
加入者名：　日本金融学会秋季大会準備委員会
（ニホンキンユウガッカイシュウキタイカイジュンビイインカ）

なお 9 月 15 日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。

〇昼食：
大会開催中、15 日（土）は学内レストランおよびキャンパス周辺の飲食店が営業しておりますので、ご利用ください。16 日(日)は学内レストランが休業し、周辺の飲食店も休業しているところがございます。そこで、16 日(日)のみ、お弁当の手配をいたしますので、ご希望の方は、懇親会費と同様に、同封の振込用紙を使って、上記のゆうちょ口座に 9 月 14 日(水)までにお振り込みください。お弁当の手配は9 月 14 日までにお振り込みのあった方のみとさせていただき、当日のお弁当販売はいたしませんので、ご了解ください。

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、お振込み後の払い戻しには応じかねますので、ご了解ください。

〇アクセス：
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。

〇セッション：
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。

〇宿泊施設：
各自でご手配願います。

〇その他：
・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。
・自由論題会場でのパワーポイントは Office2010 版、PDF Reader は Adobe Reader XI です。ただし、中央銀行パネル、国際金融パネル、特別セッション、共通論題でご報告される会員の方には、別途、ご案内いたします。
・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 2016 年度秋季大会

プログラム

第 1 日　10 月 15 日(土)

受付開始　　関西大学　千里山キャンパス　第 2 学舎　2 号館 C 棟 4 階　9:30～

１．　国際金融パネル　　＜10:00～12:00＞

E 会場　　4 号館 F401 教室

テーマ：国際マネーフローの変調と新興国債務問題

座長　　龍谷大学　　竹　中　正　治　氏

(1)　金融危機を挟んだ国際マネーフローの概観と特徴

報告者　　国際通貨研究所　　佐久間　浩　司　氏

(2)　中国の経済構造と国際資本移動の変化

報告者　　キヤノングローバル戦略研究所　　岡　嵜　久実子　氏

(3)　新興国のマクロ経済学－世界金融危機後の着眼点について－

報告者　　神戸大学　　北　野　重　人　氏

討論者　　近畿大学　　星　河　武　志　氏

２．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

＜D 会場のみ 10:40～12:00＞

A 会場　　2 号館 C401 教室

セッション：金融政策・金融マクロ

座長　　東北大学　　西　山　慎　一　氏

(1)　Uncertainty, Risk Aversion and the Effects on Business Cycles

報告者　　神戸大学大学院　　陳　　卓　氏

討論者　　山口大学　　山　本　周　吾　氏

(2)　日銀政策決定会合要旨公表と株式市場の反応－JNX の 10 分データ等の分析－

報告者　　学習院大学　　辰　巳　憲　一　氏

学習院大学大学院　　張　　征　宇　氏

討論者　　釧路公立大学　　生　方　雅　人　氏

(3) A Note on Anticipated Shocks and Liquidity Traps

報告者	松山大学	蓮井康平氏
討論者	京都大学	高橋修平氏

B 会場　　2 号館 C402 教室

セッション：金融資産と金融市場

座長	山口大学	兵藤　隆氏

(1) 引退前後の高齢者世帯の貯蓄動向変化―就業形態と純金融資産の影響－

報告者	名古屋市立大学大学院	臼杵政治氏
	ニッセイ基礎研究所	北村智紀氏
	ニッセイ基礎研究所	中嶋邦夫氏
討論者	広島修道大学	中井教雄氏

(2) 貸出、債券と株式の間で裁定は十分働いているか

―株式による資金調達に対する金融政策の波及について―

報告者	内閣府	坪内　浩氏
	内閣府	中山奈津美氏
	内閣府	吉岡徹哉氏
討論者	一橋大学	祝迫得夫氏

(3) Bank Lending Channel of Real Estate Prices

報告者	内閣府	間　真実氏
	学習院大学	細野　薫氏
	一橋大学	植杉威一郎氏
討論者	埼玉大学	長田　健氏

C 会場　　2 号館 C403 教室

セッション：為替・通貨（１）

座長	愛知大学	栗原　裕氏

(1) CNH 相場と CNY 相場の連動性―毎時間データによる分析－

報告者	一橋大学大学院	王　子驕氏
討論者	学習院大学	清水順子氏

(2) Return of the Japan Premium: Structural Fragility of Dollar Funding

by Japanese Investors

報告者	慶應義塾大学大学院、 トムソン・ロイター・マーケッツ	鈴木佳子氏

討論者　　中央大学　　中　條　誠　一　氏

(3) M&A は日本企業の為替リスクエクスポージャーをどのように変化させるか？

－1990 年代以降の海外企業買収のケーススタディー

報告者　　中央大学　　鯉　渕　　賢　氏

一橋大学大学院　　後　藤　瑞　貴　氏

討論者　　一橋大学　　花　崎　正　晴　氏

D 会場　　2 号館 C404 教室　＜D 会場のみ 10:40～12:00＞

セッション：リスクマネジメントとプルーデンス政策

座長　　中央大学　　高　橋　豊　治　氏

(1) Institutional Analysis on the European Banking Union: Relations with the European Banking Authority and Financial Stability Board

報告者　　金沢大学　　佐　藤　秀　樹　氏

討論者　　国際基督教大学　　モンゴメリ・ヘザー 氏

(2) 倒産時純有利子負債額に着目した倒産企業予測モデルの構築と検証

報告者　　金融工学研究所　　宮　城　知　之　氏

金融工学研究所　　宋　　明　子　氏

討論者　　早稲田大学　　森　平　爽一郎　氏

３．　昼食　　＜12:00～13:30＞

４．　中央銀行パネル　　＜13:30～15:30＞

F 会場　　4 号館 BIG ホール

テーマ：マイナス金利政策の評価

座長　　東京大学　　宮　尾　龍　蔵　氏

(1) マイナス金利政策の効果－日本の場合―

報告者　　関西大学　　本　多　佑　三　氏

(2) 持続的な名目ゼロ金利の経済分析

報告者　　慶應義塾大学　　櫻　川　昌　哉　氏

(3) マイナス金利の法的規制理論

報告者　　上智大学　　竹　田　陽　介　氏

５．　自由論題　　＜13:30～15:30＞

A 会場　　2 号館 C401 教室

セッション：企業金融

座長	同志社大学	丸　茂　俊　彦　氏

(1) 負債構成、ロールオーバー・リスクが株主還元策に及ぼす影響

報告者	日本学術振興会	岩　木　宏　道　氏
	一橋大学	斎　藤　巡　友　氏
討論者	慶應義塾大学	金　子　　隆　氏

(2) Financial Development and Reallocation of Capital in Business Group during the Global Financial Crisis

報告者	長崎大学	式　見　雅　代　氏
	長崎大学	山　田　和　郎　氏
討論者	一橋大学	安　田　行　宏　氏

(3) 日本企業の資金再配分

報告者	京都産業大学	坂　井　功　治　氏
	一橋大学	植　杉　威一郎　氏
討論者	一橋大学	花　崎　正　晴　氏

B 会場　　2 号館 C402 教室

セッション：金融仲介機関

座長	神戸大学	藤　原　賢　哉　氏

(1) 銀行の資本構成の決定要因

報告者	埼玉大学大学院	木　内　　卓　氏
討論者	神戸大学	畠　田　　敬　氏

(2) A Potential Pitfall in Estimating a Nonlinear Function of Bank Lending: A Critical Evaluation of “Unnatural Selection”

報告者	札幌学院大学	井　上　　仁　氏
	甲南大学	中　島　清　貴　氏
	日本銀行	高　橋　耕　史　氏
討論者	中央大学	鯉　渕　　賢　氏

(3) カンボジア商業銀行の経営効率－確率的フロンティア分析－

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

C 会場　　2 号館 C403 教室

セッション：国際資本移動

座長　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

(1) Net Inflows versus Gross Inflows:
Which Is a Better Predictor of US House Prices?

報告者　慶應義塾大学大学院　戸　部　智　氏
討論者　大分大学　小笠原　悟　氏

(2) Capital Controls as an Alternative to Credit Policy in a Small Open Economy

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　立命館大学　猪　口　真　大　氏

D 会場　2 号館 C404 教室

日韓特別セッション

座長　東洋大学　川　崎　健太郎　氏

(1) Inflation Risk, Settlement Cycles, and Monetary Policy

報告者　Kyung Hee University　Hyung Sun Choi　氏
討論者　名古屋市立大学　岡　野　衛　士　氏

(2) Performance of Active and Passive Management of Korea's NPS Funds

報告者　Soongsil University　Jay M. Chung　氏
Hanyang University　Jaeuk Khil　氏
討論者　学習院大学　清　水　順　子　氏

(3) U.S. Recession Forecasts via the Usage of Financial Spreads in the Presence of a Structural Change

報告者　The Bank of Korea　Do wan Kim　氏
討論者　東洋大学　川　崎　健太郎　氏

６．　特別講演　＜15:45～16:45＞

会場　4 号館 BIG ホール

司会　慶應義塾大学　池　尾　和　人　氏
講演者　金融庁長官　森　信　親　氏

演題：未定

７．　会員総会　＜16:55～17:55＞

会場　4 号館 BIG ホール

８．　懇親会　　＜18:10～20:10＞

会場　　総合学生会館 メディアパーク 凛風館　2 階

第 2 日　10 月 16 日(日)

受付開始　　関西大学　千里山キャンパス　第 2 学舎　2 号館 C 棟 4 階　9:30～

９．　特別セッション　　＜10:00～12:00＞

E 会場　　4 号館 F401 教室

テーマ：中国リスクと金融市場

座長　関西大学　高　屋　定　美　氏

(1)　中国銀行不良債権の行方

報告者　獨協大学　童　　適　平　氏

(2)　中国リスクの波及経路－金融面 vs 実体経済面－

報告者　立命館大学　西　村　陽　造　氏

(3)　中国のオルタナティブファイナンスとそのリスク

報告者　野村資本市場研究所　李　　立　栄　氏

討論者　成城大学　福　光　　寛　氏

10.　自由論題　　＜10:00～12:00＞

A 会場　　2 号館 C401 教室

セッション：為替・通貨（２）

座長　長崎大学　須　齋　正　幸　氏

(1)　Why Don't Myanmar Firms Use Banks for Currency Exchange?: Evidence from a Survey of Exporters and Importers

報告者　日本貿易振興機構　久　保　公　二　氏

討論者　近畿大学　国　宗　浩　三　氏

(2)　The Exchange Rate Volatility Co-movements between the Renminbi and other East Asian Currencies under DCC-GARCH

報告者　一橋大学大学院　周　　学　智　氏

討論者　東洋大学　川　崎　健太郎　氏

(3)　The de Facto Foreign Exchange Regime of Chinese Renminbi

報告者　一橋大学大学院　羅　鵬飛　氏
討論者　武蔵大学　大野早苗　氏

B 会場　2 号館 C402 教室

セッション：各国金融

座長　立正大学　林　康史　氏

(1) 欧州諸国における付加価値税率の変更の影響について－金融環境からの検討－
報告者　日本大学　小巻泰之　氏
討論者　同志社大学　北坂真一　氏

(2) A Comparative Analysis of Vietnamese and Chinese Stock Market Using Non-linear Approach
報告者　九州大学　儲　梅芬　氏
討論者　北九州市立大学　前田　淳　氏

(3) The Productivity of Industrial Firms and Financial Efficiency in China
報告者　広島修道大学　劉　亜静　氏
討論者　一橋大学　植杉威一郎　氏

C 会場　2 号館 C403 教室

セッション：金融史

座長　早稲田大学　矢後和彦　氏

(1) 為替会社の破綻処理をめぐって
報告者　同志社大学　鹿野嘉昭　氏
討論者　甲南大学　永廣　顕　氏

(2) Measuring the Extent and Implications of Corporate Political Connections in Prewar Japan
報告者　日本大学　澤田　充　氏
東京大学　岡崎哲二　氏
討論者　関西学院大学　秋吉史夫　氏

(3) 昭和初期の金融統制と国債市場
報告者　埼玉大学大学院　平山賢一　氏
討論者　一橋大学　三隅隆司　氏

D 会場　2 号館 C404 教室

セッション：地域・中小企業金融

座長　　神戸大学　　家　森　信　善　氏

(1) 震災復興において、金融が果たす役割
ーコミュニティ再生に寄与する金融機能の研究ー

報告者　　東北大学大学院　　高　橋　宏　彰　氏
討論者　　摂南大学　　岩　坪　加　紋　氏

(2) 事業性評価に基づく融資に関する一考察

報告者　　中央総合研究所　　村　山　賢　誌　氏
討論者　　近畿大学　　安孫子　勇　一　氏

(3) 工場閉鎖と跡地利用は地域金融にいかなる影響を及ぼすのか？

報告者　　大阪産業大学　　石　橋　尚　平　氏
討論者　　京都産業大学　　寺　崎　友　芳　氏

11.　昼食　　＜12:00～13:00＞

13.　共通論題　　＜13:00～15:30＞

E 会場　　4 号館 F401 教室
テーマ：われわれは高橋是清から何を学ぶのか

座長　　早稲田大学　　鎮　目　雅　人　氏

(1) レジーム・チェンジとしての高橋是清の財政金融政策

報告者　　日本銀行　　岩　田　規久男　氏

(2) 現実を見据えた金融・財政家

報告者　　第一生命経済研究所　　松　元　　崇　氏

(3) 高橋日銀総裁と高橋蔵相―金本位制と財政規律―

報告者　　麗澤大学　　佐　藤　政　則　氏
討論者　　大妻女子大学　　伊　藤　正　直　氏
　　明治大学　　飯　田　泰　之　氏

（プログラム委員会）

栗　原　　裕　（愛知大学、委員長 ）
宇　惠　勝　也　（関西大学）
岡　村　秀　夫　（関西学院大学）
北　坂　真　一　（同志社大学）
佐　藤　政　則　（麗澤大学）
須　齋　正　幸　（長崎大学）
竹　中　正　治　（龍谷大学）
大　野　早　苗　（武蔵大学）
川　崎　健太郎　（東洋大学）
北　野　重　人　（神戸大学）
鎮　目　雅　人　（早稲田大学）
高　橋　豊　治　（中央大学）
田　村　香月子　（関西大学）

茶　野　　努　（武蔵大学）
中　川　竜　一　（関西大学）
林　　康　史　（立正大学）
藤　原　賢　哉　（神戸大学）
家　森　信　善　（神戸大学）
敦　賀　貴　之　（京都大学）
西　山　慎　一　（東北大学）
兵　藤　　隆　（山口大学）
丸　茂　俊　彦　（同志社大学）
矢　後　和　彦　（早稲田大学）

（準備委員会）

高　屋　定　美（委員長）
宇　惠　勝　也　　田　村　香月子　　田　中　孝　憲　　中　川　竜　一

＜国際金融パネル＞

国際マネーフローの変調と新興国債務問題
趣旨

龍谷大学　竹中正治

世界的な不況からの回復過程において一時は世界経済の新たな牽引力と期待された中国をはじめとする主要新興国経済は、その後民間債務と過剰な供給能力の累積が顕著となった。とりわけ 2014 年以降は中国経済の失速、国際天然資源価格の急落、米国の利上げなどを背景に、国際的なマネーフローは新興諸国から流出基調を次第に強め、世界経済・金融の不安定要因となっている。本パネルでは、次の３つの報告で構成し、国際的なマネーフローに焦点を当てながら、世界経済が直面するリスクを考える。

第 1 報告：金融危機を挟んだ国際マネーフローの概観と特徴

国際マネーフローの最近の動向を、①Great moderation 期(2000-2007)、②金融危機勃発期(2008-2009)、③エマージング諸国の成長期待が高まった時期（2010-2013)、④中国をはじめ新興国経済の調整期（2014 年以降）に分け、国際的なマネーフローの変化と新興国の債務問題を概観する。着目点としては、①地域別債務残高の動向、②債務の建値通貨、③投資家のリスクモードのオン／オフの 3 点とし、中間層の勃興を背景とした新興国の経済成長の債務面、債務建値のローカル通貨化の進展、新たな国際金融の現実の中でのリスクを分析する。

第 2 報告：中国の経済構造と国際資本移動の変化

中国は WTO 加盟後、対外資産・負債の規模を急速に拡大してきた。中国の資本取引自由化は道半ばではあるものの、経済、貿易、直接投資等の規模の大きさから、同国経済の動向や同国の金融・資本市場の変動が世界の主要市場に影響を及ぼす度合いも相当なものになっている。本報告では、高度経済成長から安定成長への移行、過剰生産能力の調整、地方政府及び国有企業債務の負担軽減等の課題に取り組む中国経済の現状を確認したうえで、足元のクロスボーダー資本移動の背景を整理し、リスクの所在を検討する。

第 3 報告：新興国のマクロ経済学－世界金融危機後の着眼点について－

先般の世界金融危機は、実体経済のみならず、マクロ経済学にも大きな変更を迫るものであった。本報告では、特に新興国における対外マネーフローの諸問題に関するマクロ政策について、危機後の新しい展開を検討する。危機前と危機後で、新興国におけるマクロ政策の着眼点が、どのように変わったかを振り返る。とりわけ資本規制政策の有効性や是非に関する研究と議論の変化に焦点を当てる。また、新興国経済の脆弱性が問題として再浮上するかどうか。こうした大きな問題関心を中心に進むと思われる今後の研究動向を考える。

以上

＜国際金融パネル＞

金融危機を挟んだ国際マネーフローの概観と特徴

国際通貨研究所　佐久間浩司

１．グローバル金融危機をはさんだ新興国を巡る資金フロー概観

グローバル危機を挟んだ 2000 年から 2016 年までの新興国の資金フローを次の４つの時期に分けて見る。①低インフレ、低金利を背景に投資家のセンチメントが世界的に強気であった Great moderation 期（2000-2007）、②金融危機勃発期（2008-2009）、③先進国と対照的にエマージング諸国の成長期待が高まった時期（2010-2013）、④米 FRB 議長の Tapering 発言で始まった新興国成長期待の調整期（2014 年以降）。

２．資金フローを特徴付けるいくつかの事象

2000 年以降の国際資金フローを特徴付けた要因として以下 3 つが指摘できる。第一は新興国が様々な意味で準先進国化したことである。所得向上による耐久財消費の拡大と建設ブームで、世界的な資源価格上昇をもたらした。新興国ビジネス拡大を反映して地場通貨建て金融が増えた。政策面では高成長の中でも健全性が維持され、特にアジアでは、資本取引自由化への慎重姿勢や外貨準備重視の姿勢が維持された。

第二は、先進国の成長力低下である。高齢化や所得向上による成長率逓減が、金融危機で急激な変化となって現れた。長期金利がマイナス領域に突入し、リスク回避から国債志向を続ける機関投資家と、利回り追求でエマージング銘柄を選好の個人投資家の混在という状況をもたらした。

第三は、欧州銀行の対外資産縮小の影響である。欧州債務危機により金融機関の経営環境悪化が長引き、2010 年以降の欧銀の新興国向け資産縮小となっている。

３．足元の途上国流入の急減とまとめ

現在の新興国向け資本流入が急減速している要因は、新興国の成長期待とその剥落の段差が大きいこと、そして欧州銀行の融資撤退がいまだに続いていることがある。

個別国には中国ファクターが大きい。中国の成長は資源価格高を通じて資源輸出国全体に恩恵をもたらしたが、今起きているのはその逆回転で、中国の減速が資源輸出国全体の成長期待を低下させている。

過去の調整期と異なる点は、通貨危機などの大規模な金融市場の混乱が起きていないことだ。その要因は、現地通貨建て金融の割合が高まっていること、また健全性を重視する通貨政策の採用によって、豊かな外貨準備を保有する一方で、為替相場は比較的柔軟な運営をしていることが、ネット流出の拡大を抑えている。

突発的、地域横断的な金融危機は回避されても、新興国の国内の不良債権問題として長引く可能性がある。対外純債権というポジション、高い現地通貨建て債務の割合などの好条件は、各国の政策対応の余地を大きくしている。ただしそれが逆に債務調整を長引かせ、低成長とデフレ期待の蔓延といった罠にはまるリスクがある。

＜国際金融パネル＞

中国の経済構造と国際資本移動の変化

キヤノングローバル戦略研究所　岡嵜久実子

１．経済成長モデルの変化と金融リスクの顕現化

中国経済は、高い貯蓄率に支えられた資本形成に牽引され、高度成長を続けてきた。同国の実質 GDP 成長率は、90 年代後半に若干の減速傾向を辿ったものの、WTO 加盟後は再び加速。米サブプライムローン危機の影響は中国にも及んだが、同国政府は、2008 年 11 月、「4 兆元の景気刺激策」を発動し、成長速度の大幅鈍化を阻止した。

しかし、当時の投資急拡大は同国製造業の生産能力を過度に増大させてしまい、ここにきて問題は深刻化している。また、当該景気刺激策は地方政府及び国有企業の債務急増をもたらし、債務者及び債権者（主に銀行業金融機関）の財務の健全性に対する国内外金融市場関係者等の注目が高まっている。他方で近年、同国では労働コストの上昇も顕現化しており、これも産業構造の抜本的な調整を求める大きな要因となっている。

２．中国を巡る資本フローの変化

中国のクロスボーダーの資本移動に関する規制についてみると、同国は 1996 年に IMF8 条国となり、経常取引は実需原則の下で自由化されている。一方、資本取引は、依然としてかなりの程度規制されている。しかしながら、2001 年以降、クロスボーダーの資金の動きは次第に大きくなっている。中国の金融市場と国際金融市場が直接リンクする範囲は、未だ限定的ではあるものの、同国の経済・貿易・直接投資等の拡大につれ、その金融・資本市場の変動が世界の主要市場に影響を及ぼす度合いも、急速に大きくなっている。

2015 年、中国のネット民間資金フローは、大幅な流出超となった。これは国際収支統計上の「その他投資（借入・貸付、貿易信用、現預金等）」の流出超幅拡大が主因であったが、その背景には人民元先安期待の強まりを受けたドル建て債務の返済、輸出入企業のリーズアンドラグズ、家計の外貨保有の増加等の動きがあったとみられている。また、同年には中国企業による海外企業買収の動きを反映した対外直接投資の増加や、中国と香港の株式市場への投資行動の変化による対内外証券投資のネット流出超といった動きもみられた。

３．本報告の目的

本報告では、上述の動きを振り返ったうえで、2016 年上半期の動向を確認し、最近の中国を巡る国際資本フローの傾向を分析し、金融リスクの所在について検討する。検討に際しては、中国の金融自由化の動き（現状は、金利規制は原則撤廃されているものの、市場メカニズムが十分に機能している状況ではない。中国当局は資本取引規制の解除にはかなり慎重なスタンス。金融業務の規制緩和に対する当局のスタンスは不鮮明）を確認し、その影響についても考察する。

＜国際金融パネル＞

新興国のマクロ経済学－世界金融危機後の着眼点について－

神戸大学　北野重人

先般の世界金融危機は、実体経済のみならず、マクロ経済学にも大きな変更を迫るものであった。この報告では、特に新興国における対外マネーフローの諸問題に関するマクロ政策について、危機後の新しい展開を再検討し、危機前と危機後で、新興国におけるマクロ政策の着眼点が、どのように変わったかを振り返ってみたい。

危機後、新興国のマクロ政策について、最も大きく論調が変わったものの一つは、資本規制政策に関するものであろう。資本規制政策に関する研究は、危機以前から行われていたが、実証的には、主に資本移動の自由化と関連した形で経済成長への影響を分析する研究が多く、理論的には、通貨危機に対する政策の可能性を検討する研究が中心であった。世界金融危機後、先進国の低金利政策により生じた新興国への資本流入は、新興国の政策担当者を憂慮させるほどの規模となり、実際に幾つかの新興国では、何らかの資本規制政策が行われるに至った。また、自由な国際資本移動を理想とし、それまで資本規制に批判的であったIMFが、他の通常の政策のみでは対応できない状況下という条件付きではあるものの、新興国が資本流入時に取り得る政策の一つとして認めるに至り、さらに資本規制に関する多くの研究がなされるに至っている。

以上の資本規制に関する議論の流れは、伝統的な開放経済マクロ政策におけるトリレンマの枠組みを再検討するという一連の新しい研究と深く関連するものである。変動相場制を採用すれば、各国は独自の金融政策を行うことができるとされてきたが、実は独自の金融政策が可能となるのは、何らかの資本移動を制御する政策を伴う場合のみではないかという問題提議に触発され多くの研究がなされており、資本規制政策に関する研究もそうした流れの中で行われている。

その他、世界金融危機後、認識されるに至った国際資本移動のネットのみならずグロスの動きを把握することの重要性、アジア通貨危機後の新興国の外貨準備の大幅な積み増し、依然として大きな変化が見られない“original sin”と呼ばれる状況、危機後に収縮したグローバル・インバランスの今後の行方など様々な論点が考えられるが、いずれにしても、今後の多くの研究は、予想される米国の金融政策の正常化に向け、新興国が再び脆弱性を見せることになるのか否かという大きな問題意識を中心にして、進められていくと思われる。

Uncertainty, Risk Aversion and the Effects on Business Cycles

Graduate School of Economics, Kobe University
Zhuo Chen

Abstract

While the VIX index reflects uncertainty in stock market, it is also viewed as a measure of risk aversion and fear of investors in the financial market. It is important to know whether the risk preference shock of market participants work any different from uncertainty shock on real economy. After decompose the VIX index into two components: expected stock market volatility ("uncertainty") and a proxy for risk aversion by using the data from January 2000 to March 2016, the effects of these two components on business cycles (industrial productions and CPIs)are analyzed for 8 advanced market economies, the impulse responses are generated by local projection method.

After decomposing the covariance of uncertainty and risk aversion, we also investigated the dynamic effects of uncertainty uncorrelated with risk aversion of market participants. From the comparison between effects of uncertainty correlated with risk aversion and uncorrelated with risk aversion, it suggests that despite the effects of uncertainty shock on business cycles are showed to be significantly larger than that of risk aversion shock, uncertainty shock in US market affects other economies through risk aversion.

日銀政策決定会合要旨公表と株式市場の反応－JNX の 10 分データ等の分析－

学習院大学　辰巳憲一
学習院大学大学院　張征宇

高頻度取引（HFT）が可能になったアローヘッド（Arrowhead）が 2010 年東証に導入されて以降、日本の株式市場は大きく変化した。しかし、金融政策が株式市場の流動性や高頻度リターンなどに及ぼす影響についての実証分析はほとんど無いようである。

中央銀行が金融緩和するか、見送るか等に関して、経済状況を見落とし、必要な政策の決定を誤り、政策のタイミングを誤れば、投資家に株式売りを促す懸念が大いにある。

このような観点から、日本銀行の金融政策決定会合の結果要旨が公表された時刻の直前直後の実証分析を行ってみる。PTS の JNX で取引されているソフトバンク、日立、トヨタのティックに基づいた 10 分リターンとボラティリティの検討を行い、20 区間にどのような変化がみられるか、差分の差分（DID）分析を適用する。

分析を 2011 年に限った理由は、幾つか新しい株式注文サービスが導入され、日本の歴史に記される東日本大震災が起こり、東証の昼休みが短縮された、からである。

時間間隔を短くとったデータは高い変動性を示す。標準誤差が高くなる結果、有意性の検定では帰無仮説は棄却されてしまう。このような特徴を示すデータにおいて、もし何らかの構造、規則性が観察されれば、興味あるところである。計測結果は次のとおりである。

（1）決定会合要旨公表後、平均的に株価は反応していると言える。幾つかの少数の例外を除いて、10 分株式リターンの上昇がみられる。（2）しかし、それは要旨公表直後の 10 分間に限って起こることは稀である。直後 30 分までの反応も比較的小さい。この点は、当時の値付け率の低さも関係しており、値が付かなかったためイベントへの反応が鈍いという可能性も影響している。（3）東日本大震災直後は金融政策決定会合に対する反応が著しく強い。大震災によって金融政策への期待が高まったものと予想される。実際日本銀行も ETF 買い入れで期待に応えた。（4）東日本大震災時を除いて、いずれの決定会合にも株価は極めて近い反応度を示している。11 月 30 日の夜間公表についても例外ではない。（5）決定会合での政策**現状維持**決定に対する株式市場の評価は、他のケースと違う評価は観測されず、概ね良い評価を得ている。（6）決定会合要旨公表時刻を挟んだ 10 分リターンを基準にすると、直後 20、30 分までのリターンはほぼ同水準であるが、以降リターンは低くなる傾向がみられる。（7）金融政策は株式ボラティリティを鎮静化させている。ボラティリティが持続する傾向は金融政策によって転換する傾向が強くあり、投資家は良いニュースに敏感にも反応する。（8）金融政策公表がリターンの自己相関や銘柄間相関さらには値付け率を変えた証拠は得られなかった。

A Note on Anticipated Shocks and Liquidity Traps

松山大学　蓮井康平

連邦準備制度理事会は昨年 12 月に政策金利をゼロ下限から引き上げたが，依然としてゼロ下限が近い状況が続いている．このような状況では，再び流動性の罠に陥るようなマクロ経済ショックが起きるという予測が経済の動きに影響を与える可能性がある．本研究では，ゼロ金利制約を考慮したフォワード・ルッキングのニュー・ケインジアンモデルを用いて，予期されたショック（anticipated shock）に対する最適なコミットメント政策を数量的に分析する．分析の結果は以下のとおりである．第 1 に，中央銀行はショックが実現する前にゼロ金利政策を取ることが判明し，その結果インフレーションが刺激されショックの実現時点でプラスに転じる結果を得た．この結果は，インフレーションがショック実現時にマイナスに反応する予期されないショック（unanticipated shock）の場合と異なる．第 2 に，コミットメントの影響力を弱める設定を行った場合，インフレーションはショック実現時にプラスに反応しなくなるため，インフレーションがプラスに反応するのはコミットメントの寄与による部分が大きいことが判明した．

引退前後の高齢者世帯の貯蓄動向変化
―就業形態と純金融資産の影響―

名古屋市立大学大学院　臼杵政治
ニッセイ基礎研究所　北村智紀
ニッセイ基礎研究所　中嶋邦夫

少子高齢化が進行する日本において、引退前後の高齢者世帯の貯蓄・消費の動向は経済政策上の重要な課題となっている。かつては「貯蓄好きな日本人」は、引退後も貯蓄し続けており、貯蓄投資バランスにおける貯蓄余剰の要因として指摘されていた。しかし、ライフサイクルモデルに従えば、高齢者世帯で収入がなくなれば純貯蓄額はマイナスになるはずである。また、最近では無年金低年金による収入低下、配偶者あるいは親の介護のための離職や出費、さらに成人しても自活に十分な収入のある仕事に就けない子供がいる場合には支援・扶養のための支出が必要になるため、貯蓄を取り崩さざるを得ない状況が生じているとされている。

そこで本稿では、厚生労働省が 2005 年から実施している「中高年者縦断調査」の個票パネルデータをもとに、引退前後の高齢者世帯について、引退前後の就業形態変化、それまでの貯蓄である金融資産の多寡、ならびに、介護を要する近親者の存在、健康状態、年金の受給状況、退職経験、扶養すべき子供の存在、が貯蓄（消費）に与える影響を分析した。

その結果、第 1 に高齢者世帯であっても正規雇用・非正規雇用及び自営業では貯蓄の積み増しが行われていた。正規雇用から無業になると、貯蓄の取り崩しが見られるものの、純金融資産が負であれば依然として貯蓄を積み増して（負債を返して）いた。正規から非正規、あるいは無業へ就業状態が変化した家計において、正規よりも貯蓄を取り崩すスピードが高まっている点はライフサイクルモデルと整合的な結果といえる。

第 2 に純金融資産と貯蓄の取崩スピードとの関連性は、全体としては観察されなかった一方、正規雇用ではなくなった場合、特に無業となった場合には、純金融資産が大きいほど貯蓄を取り崩す傾向がみられた。

第 3 に介護を要する親族の存在、6 大疾病の診断、年金の受給あり、1 年以内の退職経験あり、扶養する子供あり、パラサイトシングルあり、という要因では、年金の受給が貯蓄を積みまし、退職（一時金の受給）が貯蓄取崩に結びつく傾向が一部では観察された。しかし全般的には、これらの（ダミー）変数と貯蓄の積み増し（取崩し）との関連性は低いものであった。

貸出、債券と株式の間で裁定は十分働いているか
―株式による資金調達に対する金融政策の波及について―

内閣府　坪内　浩
内閣府　中山奈津美
内閣府　吉岡徹哉

本稿では、金融市場における裁定を通じて金融政策が株式による企業の資金調達に影響を与えているかどうかについて検証を行った。その結果、金融市場においては、2000 年前後から次第に、金融政策の影響が直接及ぶ貸出・債券と株式の間で裁定が十分働いているとはいえなくなっていることがわかった。その背景として、1990 年代以降、国内外の規制によって国内の金融機関が株式を保有しにくくなっているところに深刻な金融危機が加わったため、株式市場において保有面でも取引面でも海外投資家が存在感を増していることが注目される。彼らが日本の貸出・債券と株式の間で裁定を行っていないことが、裁定が十分働かなくなっている原因となっていると考えられ、このことが株式による企業の資金調達に影響を与えている可能性がある。

一方、海外投資家は日本の株式と海外（ここでは米国）の株式との間で裁定を行っており、日本の株式市場において海外投資家が存在感を増すにつれて日本の株価が米国の株価や為替レートの影響を受けやすくなっていることもわかった。また、推計結果によると、日本の株価は、輸出など実物面への影響に関する期待よりも海外投資家の裁定を通じて海外の経済情勢の影響を受けている可能性が示唆された。

Bank Lending Channel of Real Estate Prices

Makoto Hazama, Cabinet Office
Kaoru Hosono, Gakushuin University
Iichiro Uesugi, Hitotsubashi University

Abstract

Real estate price shocks potentially have impacts on banks' balance sheets, their lending behavior, and eventually economic activities. We examine the existence of this bank lending channel in Japan during the 2007-2013 period covering the global financial crisis. In contrast with Gan (2007b) that assumes uniform real estate price shocks after the bubble period in Japan, we identify heterogeneous real estate price shocks that each bank faces by summarizing the land prices of firms with which the bank has transaction relationships. For this purpose, we employ a comprehensive database on firm-bank relationships as well as information on land prices for more than 20 thousand locational points in Japan to find the following: First, after controlling for bank fixed effects, a bank that faces a rise in land prices increases its capital, total loans, real estate loans, and loans backed by real estate collateral. Second, a bank that faces a rise in land prices does not significantly change the amount of non-real estate loans or loans without real estate collateral. Third and surprisingly, after controlling for time-varying firm fixed effects, a bank that faces a rise in land prices reduces the extent of transaction relationships with firms both in terms of extensive and intensive margins. We provide several conjectures that possibly explain the difference in the results between bank level estimations and bank-firm match level estimations.

CNH 相場と CNY 相場の連動性
―毎時間データによる分析－

一橋大学大学院　王子驕

2010 年 7 月 19 日中国人民銀行と中国銀行（香港）有限公司が新しく修正した『香港銀行人民元業務に関するクリアリング契約』を締結したことを受け、香港は公式的な人民元オフショア市場になった。香港オフショア市場の人民元為替取引は中国人民銀行の介入する上海市場 CNY 相場と違い、市場の需給に委ねられたため、CNH 相場と呼ばれている。オンショア市場とオフショア市場の為替レートとのメカニズムが異なるので、市場利用者と取引の動機も異なっている。このように、人民元は事実上、複数相場制である。

本研究は CNY 相場と CNH 相場の因果性に着目し、2010 年 11 月 25 日から 2014 年 7 月 16 日までの毎時間のデータを対象に計量分析を用いて、オンショア市場とオフショア市場の為替レートの相関性について研究を行う。本稿では、まず、Granger 因果検定で CNH 相場と CNY 相場因果性を検証する。そして、BEKK-GARCH モデルで両市場のボラティリティスピールオーバー効果について研究する。さらに、この 4 年間の間で、外部ショックと政策の変動の影響を受け、CNH 相場と CNY 相場の関係も変化した。本研究は全期間での関係を研究した上で、CNH 相場の変動に基づき、六つの期間に分かられ、分析する。

結果として、CNH 相場と CNY 相場は全期間で因果関係がないが、為替市場の変化が大きい時期に、CNH 相場と CNY 相場の間で因果関係が存在する。また、CNY 相場から CNH 相場への影響が大きい。

Return of the Japan Premium:
Structural Fragility of Dollar Funding by Japanese Investors

Keio University Graduate School of Economics, Thomson Reuters Markets
Yoshiko Suzuki

This study is an extension of the recent study by Suzuki (2016) that investigated factors contributing to the deviations from covered interest parity (CIP) in euro/dollar cross currency swaps during the European debt crisis. The recent widening of the cross-currency basis swaps, or deviations of foreign exchange swap spreads from the short-term CIP, has been typically associated with financial stress. However, this study explains new sources of the basis in U.S. dollar/yen swaps observed mainly in 2015. It assumes that the basis is mainly determined by imbalances caused by strong hedge demands by Japanese investors that have increased investment in U.S. dollar assets under the backdrop of Bank of Japan's quantitative easing. Such hedge needs are too large to be fully met by U.S. and European banks' capacity to provide dollars as they became keen to squeeze assets due to recent regulatory changes.

Keywords:
Basis, Foreign Exchange Swaps, Japan Premium, Covered Interest Parity

M&A は日本企業の為替リスクエクスポージャーをどのように変化させるか？
1990 年代以降の海外企業買収のケーススタディ

中央大学　鯉渕　賢
一橋大学大学院　後藤瑞貴

要旨

1980 年代半ば以降、日本の主要企業は世界の主要地域に海外現地法人を設立し、海外企業に対する企業買収(In-Out M&A)によってグローバルな生産販売構造を構築してきた。本研究では、特に大型の In-Out M&A が、買収と共に被買収海外企業が持っていた既存の市場シェアと海外資産を短期間で獲得することに着目し、In-Out M&A を日本企業の生産販売構造や資産構造に非常に短期的に大きな変化をもたらす可能性のある重要なイベントとして想定し、1990 年代後半以降の日本企業による代表的な大型海外買収事例について、週次株価収益率を用いた為替リスクエクスポージャーの推定に基づくケーススタディを行った。ケーススタディの結果は、以下のようなものである。第一に、In-Out M&A を契機に、海外市場への依存度を示す海外売上高比率と海外資産比率が大きく上昇し、為替リスクエクスポージャーの潜在的な上昇要因が観察された。第二に、各事例において In-Out M&A のタイミングにおいて株価収益率を為替レートに回帰して推定される為替リスクエクスポージャーの上昇する傾向が観察された。第三に、被買収企業のキャッシュフロー及び資産の通貨建てを反映した為替リスクエクスポージャーの変化が起こった可能性を示唆する結果が得られた。以上は、In-Out M&A によって日本企業の金融的性質、特に為替リスクエクスポージャーが短期的に大きく変化するという見解と整合的なものとなっている。

Institutional Analysis on the European Banking Union: Relations with the European Banking Authority and Financial Stability Board

Kanazawa University
Hideki Sato

Abstract

This study aims to elucidate three aspects of the European Banking Union (EBU). First, the single supervisory mechanism (SSM) and single resolution mechanism (SRM) are analyzed by considering relations between the European Central Bank (ECB) and national competent authorities (NCAs). Second, understanding the interaction between ECB and European Banking Authority (EBA) to make a single supervisory and regulatory framework in eurozone and non-eurozone countries is essential. Third, the study emphasizes the fact that EBU shares some important and evitable points with the Financial Stability Board (FSB) on the harmonization of banking supervision and regulation in the field of international standards.

Four elements are included in the analysis: (1) SSM's fundamental framework, (2) SRM's disputes on the methodology through either bail-ins or bail-outs, (3) EBA's roles, i.e., mediation among NCAs as a non-binding style and Single Rulebook, including drafting regulatory technical standards, and (4) FSB's key attributes and its relations with EBU, i.e., effective supervision and weakening the linkage between sovereign and banking crises.

Keywords: Banking Regulation, Banking Union, European Union
JEL classification: F55, G21, G28, H12

倒産時純有利子負債額に着目した倒産企業予測モデルの構築と検証

（株）金融工学研究所　宮城知之
（株）金融工学研究所　宋明子

一般的な倒産リスク評価モデルは実際の倒産、非倒産企業の財務データに基づき統計的手法を用いて得られる双方の財務傾向の違いを利用することで企業の倒産を判別するものである。本稿は企業の倒産リスク評価モデルを構築するに当たり「倒産時純有利子負債額」という新たな概念を採用した。これは従来の倒産リスク評価モデルが、「企業が倒産したか、しなかったか」という二値情報に基づき構築されていることに対し、さらに債権者は「どのような倒産をより回避したいか」という実務上の関心に応えることを目的としたからである。債権者にとって、債務不履行の発生を回避したいと考えるのは当然のことである。同時に、その与信額が大きい先ほどその発生を回避したいというインセンティブは増すだろう。そこで倒産の代理変数として「倒産時純有利子負債額」の概念を導入し、それを目的変数とするモデルを構築した（以下、EAD モデルと呼称）。

巨額の債務不履行の回避という意味では、金融機関が保有する回収情報を用いて倒産時の債権回収率を推定するモデルを構築することが考えられる。これは債権回収率（LGD ）の推計モデルの構築をとおして多くの試みが既に行われている。しかし、融資実行額や保全に関する情報は外部から入手が難しいだけではなく、担保資産の評価や倒産後の回収可能性を予想することは容易ではない。さらに、同一の企業に対して複数の金融機関がそれぞれ全く異なる水準の金額を融資したり、保全を取ったりすることは普通に起こり得る。そこで、個別金融機関が各々に実施している与信額を代替する変数として企業が有する有利子負債総額をベースとした倒産時純有利子負債額を選定した。理由は、倒産時純有利子負債額は実際に企業が倒産した時に、当該企業の有利子負債の債権者集合が被る可能性が高い倒産時損失金額との強い関係が容易に期待できるからである 。

EAD モデルの構築に当たり、比較対象として SAF モデルを EAD モデル構築時と同様のデータを利用してロジスティック回帰よりモデルのパラメータを推計し直すかたちで再構築した（以降、SAF モデルと呼称）。そして、その双方のモデルのパフォーマンスを比較した結果、「倒産時純有利子負債額」の予測という点において、EAD モデルが優れていることが確認できただけでなく、従来の倒産判別についても SAF モデルを上回る判別精度を有していた。このことからも我々が、現在の倒産リスク評価モデルの主流が企業の倒産、非倒産という事象のみに着目していることに対し、新たに債権者の「巨額の損失ほど回避したい」という実務の視点を倒産リスク評価モデルの構築に取り込んだ意義はあるといえよう。倒産事象の捕捉力の善し悪しだけに視点を置くのではなく、倒産時の損失額を最小にする可能性のある評価を行うモデルの評価結果は、債権者にとって関心の高い情報であり、新たに信用リスク管理を高度化させる材料となりうる。

＜中央銀行パネル＞

マイナス金利政策の評価

座長　東京大学　宮尾龍蔵

＜趣旨＞

マイナス金利政策が導入されて８か月が経過する（学会の開催時点）。

本政策の賛否をめぐっては様々な論点がありうるが、まずは金融市場への影響（コール市場、国債利回り、株価・為替レートなど）、金融機関収益への影響など、金融環境面の影響をトータルでどう評価するかが避けて通れない論点である。さらに重要なのは、最終的な実体経済や物価への効果ならびに意味合いである。金利体系の大幅な低下は資金の借り手にとって明確なメリットとなるが、企業・家計の支出はどう増えるのか。金融機関収益への影響は金融システムならびに経済全体へどう波及するのか。長期的な観点からマイナス金利と経済の実力、そして物価目標とはどう整合的なのか。理論的にも、また実際面でも、検討すべき問題は多い。また、マイナス金利政策の実効性に深く関わる預金金利や貸出金利のマイナス化の問題をどう考えるのか、法制度上の制約の意味合いは何かといった論点もある。多様な観点からの討議を通じて、望ましい政策処方箋、学術研究への示唆などを探っていく。

＜中央銀行パネル＞

マイナス金利政策の効果－日本の場合－

関西大学　本多佑三

本報告の多くは、Honda and Inoue(2016)論文に基づく。下記の概要は現時点（2016 年 8 月 5 日）のものであり、学会報告時まで時間があるので、内容の変更はあり得る。

通貨、債券、株式、外国資産の、トービンタイプの 4 資産モデルにおいて、期待など他の条件を一定とした上で、通貨の収益率を外生的に下げると（準備預金のマイナス金利をさらに下げると)、債券利回りが下がり、投資家の要求する株式収益率が下がり、円の為替レートが円安となることを論理的に示せる。

ただ、この経済モデルの重要な前提の一つは、民間金融機関の行動を無視している、あるいは機械的に扱っている点だ。準備預金にマイナス金利を課せば、金融機関は必ず収益の一部を失う。この収益損失に対して民間金融機関がとる行動は、①金融機関が被る損失を預金者あるいは貸出先に転嫁する②金融機関がそのまま損失を負担する③損失の一部を預金者・貸出先に転嫁し、一部を金融機関が負担する――の 3 通りだ。

① の場合、預金者から預金の手数料をとる、あるいは貸出金利を高く設定することなどが想定される。実際にそうなれば、預金や貸し出しは減少することとなり、日銀の意図とは逆に、金融引き締め効果をもたらしかねない。

② の場合、金融機関は収益が奪われるので、体力を弱める。この場合でも損失が大きすぎると、金融機関のリスク負担能力の減少により、貸し出し能力を減退させる可能性がある。いずれにせよ、マイナス金利を極端に深堀りしすぎると、金融が引き締まる、あるいは金融機関の体力が弱まるという副作用がでてくる。

日銀は今年 1 月 29 日、0.1%のマイナス金利政策の導入を決めた。この直後から、東証上場の銀行業の株価指数は、日経平均株価指数を大きく下回っている。マイナス金利政策で民間銀行が収益を奪われるとの懸念を端的に物語る。また、日経平均は、決定会合直後に少し上昇したが、その後は横ばい、ないしはやや下がり気味だ。

この平均株価の動きには少なくとも 2 通りの解釈が可能だ。一つは、日銀が採用したマイナス金利政策にはあまり効果がないという見方だ。もう一つは、マイナス金利政策の導入があったので、円高による景気悪化がこの程度で済んでいるという見方だ。同様の論点は為替レートについてもあてはまる。2016 年 1 月 29 日以降も円の実効為替レートの増価はとまっていない。これについてもマイナス金利政策による緩和政策が効いていないとの見方と、効いており円高進行を現時点程度で食い止めているとの見方がありうる。

後者の見方に従えば、マイナス金利政策の実体経済への副作用は表れておらず、拡張的金融政策の効果はある。少なくとも短期市場金利、長期市場金利、新規貸出金利、住宅貸出金利を下げるといった景気刺激効果があった。

また、外国発の大きな円高圧力に対し、マイナス金利政策の採用で金利差が拡大し円安方向への力が働いたので、現時点程度の円高で済んでいる。その結果、現時点の株価を保つことができているとの見方もありうる。

＜中央銀行パネル＞

持続的な名目ゼロ金利の経済分析

慶応義塾大学　櫻川昌哉

名目利子率と実質利子率の間の関係を表すフィッシャー方程式で考えてみよう。そこでは、名目利子率は実質利子率に期待物価上昇率を加えた値となる。実質利子率は、自然失業率に近い失業率のもとで財市場の需給を一致させる「自然利子率」の近傍にあると考えられ、また長期的には経済成長率に近い値をとるので、通常プラスの値をとる。したがって名目ゼロの世界では、物価上昇率はマイナス、つまりデフレが生じる。

日本銀行がコールレートを 0.5 パーセントに引き下げた 1995 年を起点とすれば、日本の名目ゼロ金利はほぼ 20 年間継続している。この 20 年間の平均をとると、物価上昇率は-(マイナス)1.0%であり、GDP 成長率は 0.9%である。成長率を実質利子率の代理変数だと考えれば、プラスの実質利子率を埋め合わせるようにデフレが生じていたと考えれば辻褄があう。中央銀行が名目利子率を長期にわたってゼロに据え置くと、インフレが起きるどころかデフレが起きてしまうのである。

再びフィッシャー方程式で考えると、名目利子率ゼロの世界では、実物資産の収益をさす実質利子率と貨幣の収益率は等しくなる。実質利子率が１％であれば、物価上昇率はマイナス１％となり、デフレによるキャピタルゲインを表す貨幣の収益率もまた１％となる。もはや貨幣と実物資産の保有は無差別となり、人々は貨幣を財の取引動機だけではなく資産としても需要する。実物資本への資産シフトが起きるどころか、むしろ逆に実物資本を手放して貨幣を保有しようという力が働く。これが「流動性の罠」である。

クルーグマン等によって提案された流動性の罠から脱出するための処方箋は、物価上昇率を高めるために大規模な金融緩和を行い、物価上昇率が高まった段階で名目利子率を引き上げることである。人々の期待に働きかけるこの政策は短期決戦型である。質的量的金融緩和も開始からほぼ 3 年が経過しつつあり、物価目標の２％に執着して金利の正常化へのタイミングが遅れると、再びデフレに戻ってしまう危険性がある。

日本銀行が今回意図したのは、さらなる名目利子率の低下であった。三度フィッシャー方程式で考えると、名目利子率がマイナスになると、貨幣の収益率は実質利子率を上回ってしまう。懸念されるのは、マイナス金利を受けて、人々は量的緩和が長期化すると予想することである。直近のデータでは、10 年物国債の流通利回りは 0.1%を割り込んでおり、金利の期待理論で解釈すれば、人々は 10 年後も短期の名目利子率はほぼゼロだと予想していることになる。だとすれば、デフレに逆戻りする。

もし物価上昇率目標の２％を堅持するのであれば、最適貨幣供給量を政策目標として名目利子率の制御をはかるフリードマンルールの考え方が参考になろう。日銀にもとめられる政策は、名目利子率をマイナスにすることではなく、逆に（若干の）プラスの領域に据え置くことをターゲットにして貨幣需要を取引需要に限定することである。

＜中央銀行パネル＞

It's Baaack: A Legal Restrictions Theory of Negative Interest Rate Policy

Sophia University

Yosuke Takeda

Following Sweden, Denmark, European Central Bank, and Swiss, the Bank of Japan in the mid-February 2016 adopted a negative interest rate policy, accompanied with its quantitative and qualitative easing that commits to 8 to 12 trillion yens purchase of the Japanese government bonds. The effects of the QQE with NIRP on the financial markets are noticeable. As well as the short-term interest rates including the call rates the previous BOJ's policy target, the JGBs have gone negative with longer maturities than 10 years, as yield curves indicate.

Nevertheless, rates on the bank deposits and loans remain in a still positive range but with a downward trend, in addition to no increases in bank's account management fees. The inattentive contractual behaviors of the Japanese banks can be partly accounted for a legal restriction the Financial Law Board made a statement just after the NIRP was introduced.

Generalizing the on-going Japanese financial experience and legal restrictions, the NIRP can be defined as a policy package satisfying the following conditions: 1) Non-binding fractional reserve requirement; 2) Negative nominal rates on excess reserves and government bonds; 3) Central bank's commit to purchasing government bonds in a mandated quantity. These conditions coincide with legal restrictions presumed in a legal restrictions theory of money demand developed by Neil Wallace in the 1980s (Wallace, 1983; Bryant and Wallace, 1984).

In our legal restrictions model of NIRP, the central bank takes monetary policy options for both changes in negative nominal interest rate and in an amount of government bond purchase in the pursuit of quantitative easing. With private financial intermediation with a negative loan rate, even an agent with a smaller amount of wealth than a quantity of government bonds the central bank is mandated to purchase could purchase government bonds via borrowing with the loan rate lower or equal to the bond rate, so central bank's commit to purchasing government bonds in a mandated quantity gets invalid. Monetary policy instruments for NIRP are then a currency's rate of return and a fixed amount of government bond purchases.

負債構成、ロールオーバー・リスクが株主還元策に及ぼす影響

日本学術振興会　岩木宏道
一橋大学　斎藤巡友

本稿では、ロールオーバー・リスクが企業の財務的意思決定のなかでも株主還元策に及ぼす影響について負債構成の相違を考慮に入れながら実証分析を行った。その結果、企業がロールオーバー・リスクに直面すると配当を減額し、自社株買いも含めた総利益還元額も減らす傾向にある。さらに、財務柔軟性確保のため、同じ株主還元であっても自社株買いを選好するようになることがわかった。しかし、このような傾向については公募負債市場へのアクセスを有する企業においては確認できず、資金調達制約に直面していない企業においてはロールオーバー・リスクと株主還元策との結びつきは弱まることがわかった。これらの検証結果は、資金調達制約に直面する場合において、財務柔軟性の確保の必要性が高まる結果として株主還元策にも影響する経路の存在を示唆している。

Financial Development and Reallocation of Capital in Business Group during the Global Financial Crisis

Masayo Shikimi†
Nagasaki University

Kazuo Yamada
Nagasaki University

Abstract

This paper investigates the effects of that the development of the financial market and a firm's position in its business group jointly on the capital provision within the business group during the period of financial crisis. We hypothesize that the effect of group affiliation is profound in countries with highly developed financial markets because a financial crisis hits stock markets more severely than credit markets. We obtain the amplified effects of group affiliation on cash growth. Among group firms, cash-rich firms experience the decreasing in cash, whereas cash-poor firms experience the opposite. Growing firms belonging to the group with varied cash flow increase their cash holdings. Furthermore, firms belonging to cash-rich groups can obtain debt in well-developed financial markets, suggesting that group cash ease access to external debt markets. Firms attached to groups with large internal cash flows experience a decrease in equity growth, and this suggests that internal capital markets substitute severely damaged external capital markets. Our results indicate that group affiliation is valuable in well-developed markets, especially during a financial crisis.

Keywords: Internal Capital Markets; Business Groups; Financial Crisis
JEL Classification: G3

†Corresponding author: Faculty of Economics, Nagasaki University. 4-2-1 Katafuchi, Nagasaki, JAPAN 850-8506. E-mail: mshikimi@nagasaki-u.ac.jp Telephone (+81) 95-820-6323

日本企業の資金再配分

一橋大学　植杉威一郎
京都産業大学　坂井功治

企業セクター全体における借入金の変化は、借入金を増加させた企業の資金フロー（credit creation）と借入金を減少させた企業の資金フロー（credit destruction）の様々な組み合わせによってもたらされる。企業の資金調達行動には、2 つの資金フローを合計したネットの変化では表すことができない異質性があり、企業間で絶え間ない資金再配分（credit reallocation）が生じている可能性がある。これらの異質性および資金再配分の性質を理解することは、企業の資金調達行動のメカニズムを理解するうえで重要な意義をもつ。

本稿では、『法人企業統計季報』（財務省）に収録されている 1980 年度第 1 四半期から 2014 年度第 1 四半期までの日本企業を対象とし、Davis and Haltiwanger (1992)の雇用再配分の分析手法を援用して、企業の資金調達行動の異質性および資金再配分の性質を検証する。得られた結果は以下の 5 点である。

第一に、景気変動のどの局面においても、ネットの資金量の変化を相当程度上回る資金再配分（credit reallocation）が生じており、資金調達行動は企業間で非常に異質である。第二に、credit destruction の変動は creation の変動よりも大きい。この結果は、credit creation にはサーチやスクリーニングなどの様々な費用が生じるとする、情報の非対称性の理論やサーチ・マッチング理論と整合的である。第三に、資金再配分の規模は 1990 年代に急激に低下しており、この時期に貸出市場の資金再配分機能が低下していたとする議論と整合的である。第四に、日本企業の資金再配分は景気変動と有意な相関をもつ。具体的には、credit creation と reallocation は景気と順相関である一方で、destruction は景気と逆相関である。第五に、中小企業においては、credit destruction が景気と逆相関である一方で、creation と reallocation は景気変動と有意な相関をもたない。これは、情報の非対称性の問題がより深刻な中小企業においては、景気拡張期の正の需要ショックに対する credit creation の反応が大企業より小さい可能性を示唆している。

銀行の資本構成の決定要因

埼玉大学大学院　木内　卓

コーポレートファイナンスの研究における MM 理論や最適資本構成の理論は、自己資本規制の課される銀行については当てはまらないとされてきたが、近年の実証研究（Gropp and Heider〔2010〕）では一般企業の自己資本の決定要因についての分析結果が、銀行についても当てはまることが示されている。

一方同論文では、個々の銀行にとって固有な、顧客特性を反映したバランスシート構造が自己資本決定に影響を与えている可能性も指摘された。折しも理論研究の分野でも、MM 理論や規制・セーフティーネットの存在に替わる、バランスシートや収益構造から銀行の自己資本を説明する理論が、DeAngelo and Stulz（2015）らによって提示された。この理論に基づき実証モデルを導出、Gropp and Heider（2010）と同様のパネルデータを用いて検証し、同論文で掲げられた課題の解明を目指した。

1991 年から 2004 年までの欧米上場銀行のミクロ財務データを用いた実証分析の結果、銀行は BIS 規制に基づく自己資本比率を操作目標としつつも、資産のみならず預金調達も含めたバランスシートの構造や、経費や利鞘等の効率性や収益性をも勘案の上、資本構成を決定していることが明らかとなった。また、それら要因のうち何が主たる要因であるかは、経営環境やビジネスモデルの異なる国や地域によっても異なっている。

これら結果を踏まえると、資産の持つリスクを基に算定する自己資本規制を各国一律に高い水準で適用すると、個々の銀行の最適行動を歪めることになると考えられる。リーマンショック後の世界的な金融規制強化の動きに対し、日本は一貫して金融機関の”One-Size-Fits-All”な規制強化は適切でない旨主張してきたが、結果としてそれを裏付けるものともなっている。

A Potential Pitfall in Estimating a Nonlinear Function of Bank Lending: A Critical Evaluation of "Unnatural Selection"

札幌学院大学　井上　仁
甲南大学　中島　清貴
日本銀行　高橋　耕史

本論文では Peek and Rosengren (2005)が主張した"Unnatural Selection"のメカニズムについて再検証を行った。彼らは 90 年代後半の日本において自己資本比率が低下した銀行が質の低い企業に貸出を増加させていたことを見出し，その原因が銀行の balance sheet cosmetics にあるとした。すなわち銀行が財務状況の悪化を隠すために, 企業が立ち直ることに期待して質の低い企業に貸出を継続もしくは増加させる行動をとっていたことを主張している。本論文では彼らの非線形推定モデルに基づき，交差項の限界効果を推定することによって再検証を行った。その結果，銀行は悪い企業へ貸出をより増加させていたが，その行動は自己資本比率の高低に関わらず観察された。よって，このような配分の失敗は balance sheet cosmetics だけで説明できるものではなく，その他の原因の特定が必要である。

カンボジア商業銀行の経営効率性－確率的フロンティア分析－

一橋大学　奥田英信
一橋大学大学院　相場大樹

本稿は、2000 年代以降に漸く成長が定着し今後の一層の発展のために金融部門の整備が喫緊の課題となりつつあるカンボジアを取り上げ、金融部門の中核であり金融改革の主要な対象となっている銀行についてその経営特性の計量的な分析を試みた。具体的には、本稿では、カンボジア国家銀行(National Bank of Cambodia)による 2012 年から 2015 年までの 4 年間の年次データを利用して、商業銀行 35 機関の経営効率性および生産性変化を、SFA(Stochastic Frontier Analysis)で計測した。本稿で得られた観察結果の要点は次の通りである。

カンボジアの銀行業では規模の経済性が発生しており、金利収入業務と非金利収入業務の間で範囲の経済性が確認された。また、カンボジアの商業銀行では、非常に大きな非効率性が観察された。その要因として第 1 に、外資系銀行と地場銀行を比較すると、地場銀行がより非効率であった。第 2 に、流動性を過剰に持っていることが、非効率性に大きな影響を与えており、その影響は非常に大きかった。銀行の経営多角化は経営効率を高める効果があった。第 3 に、地方に支店網を広げることは銀行経営にとって非効率であることが示唆された。第 4 に、外国からの資金調達の大きさは効率性に影響を与えていないことが分かった。

これらの観察結果は、カンボジア銀行部門がそれなりの経営構造を既に作り上げているものの、今後の一層の効率性改善のためのいくつかの政策的な示唆を意味している。第 1 に、大規模銀行がより効率性が高いということから、銀行の規模を拡大し経営の多角化を図ることが必要だという点である。第 2 に、地方支店の展開は銀行経営を悪化させており、国内資金動員を促進する観点からは、支店展開に対して何らかの支援政策が必要であるという点である。第 3 に、銀行が過大な流動性を保持していることが、非効率性の大きな原因となっており、ドル化経済の下で中央銀行の最後の貸し手機能を回復する何らかの政策を実施することが強く求められるという点である。

Net Inflows versus Gross Inflows: Which Is a Better Predictor of US House Prices?

慶應義塾大学大学院　戸部　智

Discussion on whether net capital flows or gross capital flows are the appropriate measure of international capital transactions is a notable issue, especially, after the great financial crisis. In the post-crisis period, the number of papers emphasizing the relative importance of gross flows has increased. However, these studies may focus less on the correlation between gross inflows and gross outflows. Due to the correlation, certain parts of the variation in gross inflows (external borrowing) are canceled out by the co-movement of gross outflows (foreign lending) in aggregate term. Considering this, current account deficits and net inflows can be a better measure than gross inflows when we assess the external funds available for domestic investments that seem to be related to financial conditions and, therefore, asset prices. To present empirical evidence supporting the conjecture and show an example that current accounts and net flows still matter, this note reveals that current account deficits or net inflows outperform gross inflows as a predictor of the US house price.

Capital Controls as an Alternative to Credit Policy in a Small Open Economy

神戸大学　　北野 重人
愛知淑徳大学　高久 賢也

We develop a sticky price, small open economy model with financial frictions á la Gertler and Karadi (2011), in combination with liability dollarization. An agency problem between domestic financial intermediaries and foreign investors of emerging economies introduces financial frictions in the form of time-varying endogenous balance sheet constraints on the domestic financial intermediaries. We consider a shock that tightens the balance sheet constraint and show that capital controls, the possibility of which is rigorously examined as a policy tool for the emerging economies, can be analternative to credit policy employed by advanced economy central banks in mitigating the negative shock.

＜特別講演＞

講演演題　未定

金融庁長官　森　　信　親　氏

＜特別セッション＞

テーマ:　中国リスクと金融市場

座長　関西大学　高屋　定美

＜趣旨＞

中国経済の成長が鈍化し、実体経済ならびに金融取引の懸念が高まってきている。この懸念を中国リスクと呼ぶとすれば、このリスクは中国のみならず、わが国を含むアジアや欧米にも拡大している。改革開放以来、めざましい成長を遂げ、経済規模では世界で２番目のスケールを誇るまでになった一方、世界経済でのその影響力は大きく、中国経済が景気減速することにより世界経済全体が鈍化する怖れもある。今回の特別セッションでは、以上のような中国経済の現状をうけ、特に金融市場での中国リスクの影響を３人のパネラーによって報告をしていただく。

第１報告の童適平氏（獨協大学）は中国の銀行が抱える不良債権問題を取り上げ、その発生原因と現状を論じていただく。それにより、今後の不良債権問題の行方を考察していただく。

第２報告の西村陽造氏（立命館大学）は中国で蓄積されたリスクが、国内の金融危機に発展する可能性は高くはないと論じる一方、金融面と実態経済面における調整圧力を生み出すと主張される。その圧力がアジアを中心に波及し、各国のリスク回避度に影響を与え、金融面の波及経路の重要性を論じている。

第３報告の李立栄氏（野村資本市場研究所）は、銀行以外の金融仲介取引であるオルタナティブファイナンスのリスクに焦点をあてている。中国ではこのオルタナティブファイナンスが急速に拡大しており、とくにオンラインＰ２Ｐレンディングが広がっているが、様々な不正や制度の不備があり、リスクが高まっている。報告ではその現状と展望を論じていただく予定である。

以上のように、中国金融市場でのリスクの現状と、その拡大の可能性をそれぞれのパネラーに分析していただき、短時間ではあるものの討論者を交えたディスカッションを行う予定である。

＜特別セッション＞

中国銀行不良債権の行方

獨協大学　童　適平

中国経済成長鈍化の中で、注目されたのは過剰生産能力の問題と政府、企業と家計の債務上昇の問題である。これは中国経済における異常に高い投資比率の当然の帰結であることは言うまでもない。問題はどこまで発展し、金融危機あるいは経済危機につながるかである。本文は過剰生産能力問題と政府、企業と家計の債務上昇問題のもう一つの側面である銀行不良債権[1]に焦点を当てて、その現状、発生原因をフォローして、その行方を考えてみたい。

銀行不良債権について、最も権威的な資料は中国政府銀行業監督管理委員会が公表した銀行業金融機関不良債権情況表（2010年～）と商業銀行不良債権情況表（2003年～）である。上記の資料によれば、商業銀行の不良債権比率は2008年から急低下したが、2015年からまた上昇傾向にある。その原因を探りたい。当然、この中国政府資料に対して、国内外にも多くの異見が存在する。

（大型）商業銀行の株式市場上場に伴い、財政による不良債権の処理と資産規模の拡大は2008年から商業銀行不良債権比率急低下の主な原因であるが、中国政府のインフラ投資拡大、特に2009年金融危機以降、地方政府が主導する融資プラットフォームによるインフラ投資とこれと絡んだ不動産投資、国有企業を中心とする過剰な設備投資および“住宅ブーム”による家計の住宅投資、そして、この空前の“投資ブーム”を支える銀行貸出および金融政策の緩和などの諸要因が累積した結果は2015年から銀行業金融機関不良債権比率上昇の原因となる。

この不良債権比率データは正確如何をともかくとして、今後の経済成長率および不良債権比率上昇スピードなどから考えて、この銀行不良債権問題をおろそかにしてはいられない。しかし、この銀行不良債権形成の原因を考えてみたら、選択できる金融政策が意外に制約されていることが分かる。

過剰生産能力の解消も、政府、企業と家計の債務上昇抑制も、金融政策の引き締めが必要である。不動産市場は価格高騰と過剰在庫の両面性を持つため、金融政策のスタンスが悩ましいディレンマに陥るが、不動産開発の規模と諸指標からみた不動産の価格から考えれば、金融政策の引き締めも妥当だろうと思う。しかし、金融政策を引き締めれば、経済成長率（2010年から2020年までの所得倍増目標）と雇用（社会安定目標）の目標は泡に喫してしまう可能性が非常に高い。それより前に、“土地財政”を頼りにする地方政府の債務及び銀行融資により延命する企業の債務は現実の問題になり、中国経済のハードランディングに導きかねない。となれば、過剰生産能力の適度の解消と政府、企業と家計の債務上昇の適度な抑制を前提条件に、金融政策の巧みな運営が求められるであろう。

[1] 問題の全容を把握するのには金融機関全体の不良債権を取り上げるべきであるが、資料取得の制約上、中国銀行業監督管理委員会が管轄する銀行業金融機関だけにした。

＜特別セッション＞

中国リスクの波及経路－金融面 vs 実体経済面－

立命館大学　西村陽造

中国経済は潜在成長率の下方屈折の下で、過剰生産能力、過剰債務の問題を抱えている。GDP の約半分を投資が占めるという過度に投資に傾斜した経済成長が長期に渡って続いたことに加えて、2008 年に世界金融危機に対応すべく中国政府が打ち出した 4 兆元の景気対策を背景に、銀行貸出やシャドーバンキングの拡大によって、民間非金融部門の債務と過剰投資の拡大がさらに進んだ。

こうして蓄積されたリスクが現実の損失となって金融危機に発展する可能性は高くないと考えてよかろう。リスクは不動産、製造業など一部の業種や国有企業に集中しているが、全体としてレバレッジは高いとはいえないし、損失は金融機関の収益や資産で吸収可能であり、必要があれば強力で機動的な当局の介入が予想される。2014 年半ば以降からこれまでにみられた中国から海外への資本流出による外貨準備の急速な減少も、海外の中国経済に対する信認低下による資金引き上げによるものではなく、人民元相場先高観から先安観への転換を反映した元ロング・ポジションの巻き戻しによるものとみられる。

リスクは、危機よりも寧ろ金融面と実体経済面における調整圧力を生み出し、それがアジアを中心に波及する。金融面では、中国の株価などの資産価格の下落が、各国の資産価格に影響を及ぼす。また、為替相場変動を通じて波及する（例えば、人民元下落が国際金融市場参加者のリスク回避度を高めて、安全資産とみられている円相場の上昇をもたらす)。これらに比べると影響度は小さいが、直接、もしくは香港を通じて、資本フローを通じた繋がりの強い国々への波及もある。

現状では影響の大きさからみると、実体経済面を通じた調整圧力の方が重要である。リバランスと呼ばれる調整が、潜在成長率の下方屈折、投資から消費へのシフト、財生産部門からサービス生産部門へのシフトという形で進みつある。中国の投資は消費よりも輸入依存度が高いことから、リバランスは中国の輸入を押し下げる効果を通じて世界経済に波及する。

中国の世界経済でのプレゼンスは実体経済面では大きいが、金融面ではまだ大きくない。しかし、金融資産の蓄積、資本勘定自由化が進めば、金融面のプレゼンスも高まっていくので、金融面の波及経路はその重要度を増す。また、ここに示した調整が順調に進めば、中国経済は安定成長経路に復し、その経済規模は少なくともアジアでは圧倒的なものとなる。その結果として生じる国際関係上のバランスの変化に対する対応は重要な課題となる。

以上の見方について、データや先行研究を踏まえて、点検と検証を試みたい。

＜特別セッション＞

中国のオルタナティブファイナンスとそのリスク

野村資本市場研究所　李　立栄

要　旨

中国ではかつてシャドーバンキングと呼ばれた銀行以外の金融仲介取引を指すオルタナティブファイナンスの成長ぶりが注目されている。なかでも、インターネット経由取引の発達は目覚ましく、2015 年のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス（代替貸出）の市場規模は 2013 年の 18 倍までに拡大した。この結果、同市場のアジア太平洋地域における中国のシェアは 98.9%に達している。

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスが中国で急速に発展した背景としては、①インターネット人口の急速な拡大とそれに伴う電子商取引市場の普及、②銀行のリスクテイク能力の限界と運用商品開発における制約、③景気減速による銀行の貸出態度の慎重化、④旺盛な資金運用ニーズの存在と規制裁定の機会、が指摘できる。

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスなかでも、とりわけ急拡大しているのがオンライン P2P レンディングである。しかしながら、P2P レンディングにおいては、不正や詐欺行為の横行、借り手のデフォルト、プラットフォームの閉鎖などが主な懸念事項として挙げられている。また、クラウドファンディングにおいては、知的財産権の侵害、ファンド利用における詐欺、税法の不備などが問題として浮上しつつある。当初中国規制当局はオンライン･オルタナティブ･ファイナンスの拡大に対して黙認の構えであったが、2014 年 12 月から相次いで新たな規制を発表し、規制監督について明確化した。

一方で、このようなオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの発達は、金融サービスにアクセスが困難な個人や零細中小企業に新たな資金の運用・調達ルートを提供することになり、金融包摂（普恵金融）という観点からはフィンテックをはじめとする金融イノベーションが金融の対象領域を拡大したとの一定の評価が可能である。

本報告では、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの実態とその成長背景を探るとともにその問題点・リスクを洗い出す。さらに、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスに対する当局の対応を整理すると同時にその発展意義と今後の課題・展望を明らかにする。

キーワード : オンライン・オルタナティブ・ファイナンス、P2P レンディング、クラウドファンディング、金融包摂、金融イノベーション、FinTech

Why Don't Myanmar Firms Use Banks for Currency Exchange?: Evidence from a Survey of Exporters and Importers

日本貿易振興機構アジア経済研究所
久保公二

We address the puzzle why the black market for foreign exchange thrives in Myanmar despite the successful unification of multiple exchange rates. In the pre-reform period, banks did not trade foreign exchange with private exporters and importers, which gave rise to bilateral trading of foreign exchange in the black market. While banks are now available for currency exchange, the black market still persists.

Using a firm level survey, we examine how private exporters and importers choose currency exchange modes in the post-reform period. Our findings are as follows; first, exporters' choice of currency exchange modes might not be path-dependent, but they might be rather responsive to prices offered. Second, for importers' access to foreign exchange, it would be banks who ration foreign exchange based on their relationship with importers. Given the empirical results, there are two possible policy interventions for expansion of the formal bank-based foreign exchange market. One is to raise the transaction costs of the black market. The other is to sell more foreign exchange of the government sector to banks.

The Exchange Rate Volatility Co-movements between the Renminbi and other East Asian Currencies under DCC-GARCH

一橋大学大学院　周　学智

Abstract:

In East Asia, China's economic influence has expanded with its fast-growing economy, and because of close trade ties with other East Asian countries and the reform of exchange rate system of the Renminbi (RMB), it is likely that its role in East Asia may have changed in recent years. One important relationship between countries is their exchange rates, and exchange rate volatility co-movement is an important aspect in this exchange rate relationship, for it can reveal whether the currencies' exchange rates remain stable to each other. A DCC-GARCH (Dynamic Conditional Correlation Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) model is employed in this paper in order to estimate the dynamic conditional correlations between the RMB, US dollar (USD), Euro (EUR), Japanese Yen (JPY) and other East Asian currencies. The empirical results show that the volatility co-movements between the US dollar and East Asian currencies, including the RMB, have always been significant, more than the EUR and JPY. Further, after the subprime crisis of 2008, more of the sample East Asian currencies showed a greater but still limited degree of exchange rate co-movement with the RMB only when the USD-RMB exchange rate extremely fluctuated. From the analysis, we conclude that the USD is still very important in East Asia. Compared to the USD, the RMB's importance in East Asian exchange rate volatility co-movements has been grown, but is still limited.

JEL Classification: F31 (foreign exchange).
Key Words: exchange rate volatility, DCC-GARCH, dynamic conditional correlation

The de Facto Foreign Exchange Regime of Chinese Renminbi

一橋大学大学院　羅　鵬飛

This paper tries to reveal the de facto exchange rate regime of Chinese Renminbi since 2005 when Chinese monetary authority launched a new regime called management floating with reference to currency basket. Both of the Frankel-Wei model and the dynamic factor model are employed to estimate the components and weights in Renminbi's currency basket. The main findings are: the U.S. dollar's weight decreased gradually, even it is still very high comparing with other currencies; some East Asian currencies' weights has increased dramatically since 2014; since the monetary authority claimed to renew the deciding method of central parity rate in August 11th 2015, the reference currency basket has invalidated for the violent volatility in foreign exchange market.

欧州諸国における付加価値税率の変更の影響について－金融環境からの検討－

日本大学　小巻泰之

日本では，97 年及び 2014 年の消費税率の引上げ後，大規模な異時点間の代替効果が生じ，その後の経済活動を過度に変動させた．このような異時点間の代替効果は日本で観察され，価格転嫁行動の違い等から欧州では消費における大規模な異時点間の代替効果は生じていないとする先行研究が多い（五十嵐[2012]，森信[2014]等）．

本稿では，異時点間の代替効果を促進する相対価格について当時の金融状況を区分して，税率の変更幅の違い，軽減税率の効果及びリアルタイムデータなどを考慮して検証する．

2000 年以降に Euro 加盟国において実施された全ての税率引き上げを対象にしてパネル分析を行い，その共通要因を取り出すことを目的とする．主な推計結果を整理すると以下の通り．

異時点間の代替効果と所得効果について，

① 金利水準が税率より相対的に低く

② 税率の変更幅が高いほど，

③ インフレ率が税率変更幅を下回る場合，

④ 税率の水準が 20%未満など低い場合，

所得効果が高まることが確認できる．他方，代替効果は多くの国で確認できない．

ただし，欧州は一部の地域を除き軽減税率を導入しており，その効果も無視できない．特に，税率２%以上かつ軽減税率を変更しない場合には，欧州地域においても駆け込み需要は確認できる．

日本での 97 年時及び 2014 年時の消費税増税時の環境について，①～④の状況を満たしている．今後の課題は，推計精度の向上のため，個別地域ごとに異時点間の代替効果を計測すること，リアルタイムデータにより政策の再評価を行うことである．

Key words:　消費税増税，異時点間の代替，欧州諸国
JEL classification: E65, E44, E62.

A Comparative Analysis of Vietnamese and Chinese Stock Market Using Non-linear Approach

Kyushu University
Meifen CHU

Abstract

Both Vietnam and China launched economic reforms in the late of 1980s and became the examples of high-speed economic and technology development. However, these two countries experienced different economic innovation processes in different time periods and to different degrees. It is known that stock market plays an important role in contributing to the development of an economy. This paper conducts comparative analysis of Vietnamese and Chinese stock market. By comparing the market status, market size and market performance, it is concluded that the Vietnamese stock market has underperformed with low achievements since its establishment, while the Chinese market has performed fairy well and grown up dramatically to be one of the world's largest markets. This paper then focuses on the efficiency analysis of the two markets by using the Hurst Exponent analysis theory, which displays that the Vietnamese stock market exhibits lower efficiency than the Chinese stock market. From this result, it can be considered that the Vietnamese government imposed heavy control of the market.

Key words: Vietnamese Stock Market; Chinese Stock Market; Comparative Analysis; Hurst Exponent Analysis; Market Efficiency

The Productivity of Industrial Firms and Financial Efficiency in China

Hiroshima Shudo University
Liu Yajing

This paper examines the efficiency of financial sources by measuring productivity using firm-level panel data. First the effect of ownership and firm size on the productivity of Chinese industrial firms is studied. Then, the relationship between productivity and the financial source is analyzed. There are two financial sources for enterprises in our data, trade credit (TC) and bank loans. Long-term liabilities are used to represent bank loans, and accounts payable, accounts receivable and other relevant variables are used to represent trade credit. It is found that enterprises experienced productivity increases as a result of using more trade credit, but less bank loans. The ownership and size of firms in the industry were also measured, but there was no particularly powerful evidence that a firm's ownership will affect the enterprise's productivity based on the financial source.

為替会社の破綻処理をめぐって

同志社大学 鹿野嘉昭

維新政府は明治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。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嚆矢とされている。

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、明治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６年から７年にかけて次々と解散し、姿を消した。

為替会社７社の解散・整理に際し、政府には多額の損失補填資金の拠出が求められた。明治の初めに為替会社という金融機関の破綻処理が公的資金を伴って粛々と実施されていたのである。しかし、これまでのところ、その全体像および処分の詳細については十分解明されていない。本報告は、為替会社の整理・解社のありようを破綻金融機関の処理という視点から再検討するものであり、次のような知見を得ることができた。

第１に、為替会社８社の貸倒損失は合計 229.9 万円、貸付金残高の 51.6%を占めるとともに、８社のうち５社が債務超過となっていた。東京・横浜・敦賀為替会社の３社は資産超過とされたが、名実ともに資産超過の状態にあったのは敦賀為替会社だけであった。そうした状況下、８社合計で 161 万円もの公的資金が損失補填のために投入された。

第２に、処分が最も困難を極めたのは東京為替会社であった。多額の貸し倒れを有していたほか、傘下の東京商社（旧東京通商会社）でも政府の要請を受けて実施した貸付金において大量の焦げ付きが発生していたからである。それゆえ、両社の処分は遅れ、東京商社は明治 12 年末、東京為替会社は 13 年５月になって解社となった。

第３に、為替会社破綻の原因として政府による過度の経営への干渉と支配が強調されることが多い。しかし、回収不能債権の実態を踏まえると、政府による損失の補填が謳われていたことを主因に為替会社・通商会社の経営者の規律意識が希薄であったこと、現代流にいうとコーポレートガバナンス体制の欠如が大きく寄与したのではないかと判断される。

Measuring the Extent and Implications of Corporate Political Connections in Prewar Japan

東京大学　岡崎哲二
日本大学　澤田充

Abstract

This paper explores the extent of political connections of firms, and examines the implications for firm values, using firm-level data from prewar Japan. We collect data on publicly traded companies in Japan from the late 1920s and early 1930s on directors and their positions in the House of Representatives, stock prices, and financial performance. We find that almost 20% of the publicly traded companies had political connections through politician directors. In particular, firms in the regulated industries, including the electrical utilities and the railroad industries, were more likely to have political connections. Overall, there is not strong evidence that political connections increased firm values. On the other hand, in firms with newly obtained political connections, we find that stock returns improved from the pre-election period to the post-election period.

JEL Classification: G32, G34, G38, N25
Keywords: Political connection, Democracy, Election, Firm value, Japan

昭和初期の金融統制と国債市場

埼玉大学大学院　平山賢一

本研究は、「昭和初期国債パフォーマンスインデックス（Government Bond Performance Index; GBPI）」算出を通して、金融統制が日本国債市場のリスク＝リターン特性に与えた影響について検証するものである。ここでは、金融統制が国債の保有構造や資金循環にどのような影響を与えたかを量的側面から検証するのではなく、金融統制が国債市場の特性変化という質的側面に与えた影響を対象にすることで、市場の統制化の過程を明らかにした。1930 年代後半以降、国債利回り決定過程には、政策による影響が色濃く反映されるようになるが、それは以下の三点に集約される。

第一に、国債市場の分析対象を、代表的な個別国債銘柄だけではなく、国債市場全体にまで広げると、利率毎に国債市場のリスク＝リターン特性が大きく異なっていたことが明らかになる。特に、1930 年代後半以降の国債市場は、低利借り替え政策などにより資金運用者の「高利率債忌避行動」が顕著になり、国債利回りがマクロ経済情勢を一元的に反映するよりも、公益を優先した政策の影響を強く受ける多元的市場となっていた。

第二に、1940 年代前半は、国債標準価格制や投資割当政策などの影響で、国債市場のリスク水準は 0.1 パーセントを下回り、ほぼ無変動状態に釘づけされたため、一種の統制（規制）金利化されたと言える。これは、戦後金融システムの一翼を担う規制金利の淵源となったと見なせるかもしれない。また短期金融市場に対する日本国債のリスクプレミアムは、0.5 パーセント程度にまで極小化し、「国債市場の短期金融市場化」を促した。結果的には、金融機関のリスク負担余力を高めることになり、ポートフォリオの軸足は、軍需（生産拡充計画）産業への融資に移行する背景になったと言えよう。

第三に、1935 年半ば以降、国債投資の名目リターンおよび名目利回りは安定していたが、インフレ率を下回ったため実質リターンおよび実質利回りはマイナス化した。つまり、国債に投資した資金運用者の資金は、政府系金融機関を介して資金調達者に貸し出され、実質的に利益が統制移転されていたことになり、資金運用者の利益は毀損される結果となったのである。

政府および日本銀行が国債市場に深く関与しているのは、金融統制期のみならず、現代も同じである。昭和初期の国債市場の特性を分析することは、未来の国債市場を考える上で避けては通れないはずだ。本研究は、そのための基礎データを提供することを視野に入れたものである。

震災復興において、金融が果たす役割
－コミュニティ再生に寄与する金融機能の研究－

東北大学経済学研究科大学院　高橋宏彰

2011 年 3 月 11 日に発生した東日本大震災より 5 年余りが経過した。復興に対する地域住民の意識は様々で、震災前の生活実感を取り戻せていないと感じる人も少なくない。背景には、原発事故による汚染地域からの住居移転、津波被害による高台移転等により、住民コミュニティの再生が思うように進んでいないことが考えられる。コミュニティ再生に重要な役割を担っている NPO の資金調達の現状と課題を研究した。

「復興」とは何か？東日本大震災の被害を受けた地域は、被災前から過疎化が進んでいた地域が多く、地域に暮らす高齢者は近所付き合いを大切にしてきた。しかし、津波被害により、地域コミュニティが破壊され、その回復は充分に進んでいない。震災後に移り住んだ仮設住宅、災害公営住宅では、出身地域の異なる人達が新たに生活を始めなければならない。このコミニニティ再生が進むことにより、地域住民の復興の達成感がより大きくなるのではないだろうか。

大規模震災からの復興に際し、市民の自発的な助け合い活動は大きな活力となる。2016 年 4 月に発生した熊本地震の後も、善意のボランティアが全国から結集したことは、記憶に新しい。阪神・淡路大震災を契機に活発化した市民のボランティア活動は、現在では、災害が発生する毎に見られる一般的な光景となった。過去に見られた金融面での市民活動等への支援は、国の政策、既存のシステムを超えて、助け合いの精神から結実したものと考えられる。

東日本大震災からの復興を含め、大規模災害の復興過程において、コミュニティ再生に取り組むボランティア活動を支援するために有効となりうる金融機能は、いくつか考えられる。そのなかでも寄付は、最も効果的な手法であるであろう。しかし現状は、ボランティア活動等を組織化している NPO 等の非営利団体全般に対する寄付は充分に集まっているとは言い難い。他方、被災地で活動する団体に限らなければ、インターネットを活用したクラウド・ファンディング等により、資金調達に奏功している団体も出現している。また、自治体に寄せられる「ふるさと納税」を直接、NPO 支援に振り向ける事例もみられる。今後とも、発生しうる可能性が高い大規模災害に備えるうえでも、災害復興における市民活動、コミュニティ再生を支える金融機能とは何かを議論したい。

事業性評価に基づく融資に関する一考察

（株）中央総合研究所　村山賢誌

地域金融機関には取引先である中小企業に対するコンサルティング能力の向上、そして、近年では事業性評価に基づく融資の促進が求められている。具体的には、「企業の経営改善や事業再生について、金融機関に保証や担保等に必要以上に依存せずに、融資先の経営改善支援等に努めること、監督指針や金融モニタリング基本方針の適正運用、「経営者保証に関するガイドライン」の活用を図ること」（「日本再興戦略」）とされる。

一方で、金融機関のコンサルティング能力の向上実現には複数の問題が指摘されており、それら問題が解消されない下で事業性評価に基づく融資を求めても、その促進は難しいと考える。問題の一つが、信用保証協会による全額保証であり、それが金融機関の審査・モニタリングのインセンティブの低下をもたらすと指摘する先行研究は多い。さらに、信用保証制度設計の見直しの必要性を指摘する先行研究もあり、コンサルティング能力の向上実現には信用保証制度が持つ問題の改善が求められる。

本稿では、創業から5年以内の事業者などの融資申込みに対する融資の流れを整理し、民間金融機関と信用保証協会の対応から全額保証が持つ問題、また、信用保証協会による否決事例から事業性評価の難しさを明らかにする。

それらを基に、保証制度の見直しよる金融機関のコンサルティング能力向上のための方策＝責任共有による部分保証での少額の融資において、金融機関の判断に基づき保証協会が保証を行う。つまり、融資の可否判断に保証協会は関わらず保証を行う、という見直し案である。金融機関は部分保証においてリスクを負うこと、市場での競争と市場の縮小の下、顧客の獲得やその事業継続のためには、“目利き力”を高めて融資案件を増やし、かつ損失を最小限に抑えるために、コンサルティング能力を高めることが求められる。同時に、代位弁済数（ないしは同率）に応じて融資限度額ないしは融資件数を増減させることで、モラルハザードの抑止を図る。

保証協会は、少額融資における審査事務にかかる人員や経費を高額保証案件の審査、条件変更先への経営支援に配置することで中小企業等支援に努めることが可能になる。金融機関は、迅速な融資決定によりサービス向上を図るとともに自行のコンサルティング能力の向上を実現できる。融資を申し込んだ中小企業は迅速に融資の可否判断を得ることで、早期の事業実行や他の資金調達に取組むことができる、という効果が期待できる。

保証制度の見直しによる事業性評価による融資に向けた環境整備を提案する。

工場閉鎖と跡地利用は地域金融にいかなる影響を及ぼすのか？

大阪産業大学　石橋尚平

2007～2014 年度にかけ、リーマン・ショック後の円高基調、東日本大震災後に生じた一層の円高や生産拠点分散化の要請、電力料金の上昇などを理由とした製造業の海外生産移転の動きが相次いだ。アベノミクスによる円安基調転換後も日本経済の「空洞化」は懸念されてきた。当研究は、工場が撤退後の跡地を事業区域とする信用金庫の市場支配力（ラーナー指数）ならびに市場シェア（全国ベースの貸出残高ならびに預金残高）がどのように変化したかを分析することを目的としている。

敷地面積 1ha（10,000 ㎡）超の工場撤退が事業区域内であった場合に、信用金庫の経営に影響を及ぼす代理変数を説明変数に加え、パネル・データ分析によって推計した。また、工場を所有していた企業については、製造業の全業種と、撤退の事例の過半を占める４業種（機械、電機、輸送用機器、精密）のみの二通りに区分して推計した。さらに撤退だけではなく、新設された場合の変数、そして、撤退後の跡地活用に関する代理変数も用いた。跡地利用については以下のように区分した。①他企業による新たな工場への進出、②製造業の生産施設とは異なる跡地利用、③跡地活用ができず、撤退後も更地などの不稼働資産となっているケースである。これらの代理変数はダミー変数と累積件数の二通りの説明変数としてモデル式に組み入れて推計した。また、被説明変数はラーナー指数、全国信用金庫に占める貸出ならびに預金残高シェアを被説明変数の三通りである。

推計の結果、予想通り、信用金庫の事業区域内での工場の撤退は全国レベルでの貸出金ならびに預金残高シェアを縮小させ、工場の新設は同シェアを拡大させることが分かった。ラーナー指数については、いずれも同シェアを被説明変数とする場合と符号条件が逆になっている。

また、工場の跡地利用においては、上記の①のケースにおいて、ラーナー指数が上昇し、同シェアが増加する傾向にあることが判った。一方、上記の②のケースにおいては、対象を４業種に絞る限りにおいて、ラーナー指数は上昇する傾向にあり、同シェアは全般的に低下する傾向にあることが判った。また、上記の③のケースにおいては、符号条件がまちまちであり、判断がつかない。

工場撤退の跡地活用は中長期的には地方経済の構造転換を促す可能性もあるが、これらは短期的な分析結果や、信用金庫の預貸率の長期的な低下の趨勢を考慮すると、必ずしも楽観できない状況にあると言えるだろう。

＜共通論題＞

われわれは高橋是清から何を学ぶのか

座長　早稲田大学　鎮目雅人

＜趣旨＞

日本銀行総裁や大蔵大臣を歴任した高橋是清は、ペリー来航の翌年（1854=嘉永 7 年）に生まれ、1936（昭和 11）年に 81 歳で 2.26 事件の凶刃に倒れた。是清は日本の近代とともに生きたともいえ、本年は是清の没後 80 年にあたる。是清が生きたのとほぼ同じ年月を経て現代に生きるわれわれは、是清から何を学ぶのであろうか。

1892（明治 25）年、それまで官民の職を転々としていた是清は、37 歳で日本銀行に入行した。以後 20 年余にわたり日本銀行に在籍し、本店建築事務主任、西部支店長、横浜正金銀行本店支配人、同副頭取、日本銀行副総裁、同総裁を務めた。是清が日本銀行に在籍していた期間の過半において、日本は金本位制下にあった（佐藤政則『日本銀行と高橋是清』2016 年）。この間、日本銀行副総裁の職にあった 1904（明治 37）年から 1906 年にかけて欧米に出張し、日露戦争外債の発行に尽力した。1913 年、第 1 次山本権兵衛内閣の大蔵大臣となった後、計 7 回にわたり大蔵大臣を務めた。1927（昭和 2）年の昭和金融恐慌では危機の収拾に努め、1931（昭和 6）年末から 1936（昭和 11）年 2 月に暗殺されるまでの 4 年余のうち大部分の期間は大蔵大臣として「高橋財政」を先導した。

是清の業績は多岐にわたるが、とくに「高橋財政」については、後世において世界恐慌下で各国に先駆けて経済の回復を果たしたとして、高く評価されている（2003 年 5 月のベン・バーナンキ FRB 理事（当時）の日本金融学会における招待講演、2013 年 6 月のロンドン・ギルドホールにおける安倍晋三総理大臣の講演など）。「高橋財政」と名付けられているが、その内容は財政政策に止まらず、為替、金融、財政を含むマクロ経済政策の総体として理解される（岩田規久男編『昭和恐慌の研究』2004 年、鎮目雅人『世界恐慌と経済政策』2009 年）。その政策効果については研究の蓄積が厚く、数量的な検証も行われている（伊藤正直『日本の対外金融と金融政策』1989 年；飯田泰之・岡田靖「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」2004 年；Shibamoto, Masahiko and Shizume, Masato, “Ecchange rate adjustment, monetary policy and fiscal stimulus in Japan’s escape from the Great Depression,” 2013 年など）。また、是清の政策思想と中央銀行の機能の観点から、その歴史的な位置付けを探る研究も行われている（前掲佐藤 2016）。軍事費の拡大を迫る軍部との確執がもとで是清が暗殺された後、日本は本格的な戦時経済に移行し、敗戦と戦後のインフレに至る（松元崇『持たざる国への道』2013 年）。

本パネルでは、さまざまな観点から是清の業績について研究されている識者の方々にお集まりいただき、現代に生きるわれわれへの教訓を探っていきたい。

＜共通論題＞

レジーム・チェンジとしての高橋是清の財政金融政策

日本銀行　岩田規久男

報告要旨

日本は高橋財政金融政策によって、昭和恐慌からの脱出に成功し、高橋財政期（1931 年 12 月～36 年 2 月）の日本は、実質経済成長率 7.2%（32 年～35 年の平均）、インフレ率 2%（同期間）という抜群の経済パフォーマンスを達成した。高橋財政が昭和恐慌からの脱出に成功した要因は、金本位制からの離脱と、日本銀行による国債の日銀引き受けの二つによる、それまでの「デフレ・清算レジームの井上財政」から、今日でいうところの「リフレ・レジームへの転換」であった。

まず、金本位制は経常収支赤字国にデフレ政策を強いるレジームであるから、金本位制が採用されている限り、国内均衡から見た為替レートは円高になり、経常収支赤字国の人々のデフレ予想も改まることはない。そして、デフレ予想が定着している限り、予想実質金利の上昇と資産価格の低下とにより、経済はいつまでたってもデフレから脱却できない。このように考えると、高橋財政金融政策から学ぶべき教訓の第一は、デフレ下では、まず、デフレ予想を払拭して、インフレ予想の形成を促す経済政策が必要だということである。

しかし、高橋財政金融政策における金本位制からの離脱は、人々のデフレ予想を転換させるための必要条件であったが、十分条件ではなかった。飯田泰之・岡田靖「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」（岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』第 6 章、2004 年）によれば、1931 年 12 月の金本位制からの離脱宣言の直前の 11 月に予想インフレ率は 20%程度に上昇したが、その後、金融政策の転換がなかったため、12 月以降になると徐々に低下している。ところが、1932 年 3 月に、国債の日銀引き受けが報道されると、翌 4 月には、予想インフレ率は前月に比べて 15%ポイントも上昇し、3 か月間にわたって 30%を超える水準が維持された。ここで重要なことは、予想インフレ率は国債の日銀引き受けが実際に行われてからではなく、その方針が発表された段階で大きくジャンプした点である。この歴史的事実は、金融政策の明確なリフレ・レジーム転換の宣言こそが、インフレ予想の形成のための不可欠の条件であることを示している。

なお、高橋財政による国債の日銀引き受けが、戦後のハイパーインフレにつながったという主張が一部にあるが、これは誤解であるので解いておきたい。高橋是清は、1935 年には昭和恐慌から完全に脱出し、経済は安定軌道に乗ったと考え、軍事支出の増加を要求する軍部との妥協を拒んだため、36 年の 2・26 事件で凶弾に倒れた。2・26 事件以後、馬場鍈一が大蔵大臣に就任し、増税を嫌う財界と妥協して、膨張し続ける軍事予算を賄うために、国債の日銀引き受けを続けるという「馬場財政レジーム」の確立が、戦後、供給能力を失った日本にハイパーインフレをもたらしたのである。

＜共通論題＞

現実を見据えた金融・財政家

第一生命経済研究所　松元　崇

高橋是清は、昭和３年に大阪毎日新聞の金解禁に対するインタヴューに答えて「その用意と自信とさえ出来ておれば、一刻も早く解禁を断行すべし」然るに「断行当時および断行後、国際貸借が均衡を得るように出来上がっておるか、また近き将来に十分に均衡しうるように出来上がっておるか」としていた。この高橋の答えぶりは、国内均衡（経済成長）のために対外均衡（国際収支）の条件が「現実」にあるかを問題にしており、高橋が「現実」を見据えた金融・財政家だったことを示している。

高橋のそのような政策姿勢の原点は、明治１０年代に農商務省で前田正名という「現実」を重視する人物に出会い、日本の地域そして国全体の発展のためには低利の資金が必要だということを教え込まれたことにある。その高橋は、明治３０年の金本位制導入時に、松方正義蔵相にそれまでのレートを半分にして金本位制を導入すべきことを進言した。それはわが国の経済成長のために外資導入が必要で、そのためには金本位制が望ましいが、それは経済実態にあったものでなければならないとの考えによるものであった。

その金本位制の下に、日本は順調に成長した。ところが、第１次世界大戦中に、日本は金本位制を離脱。その後、関東大震災などもあって、経済が不安定になる中、早期に金本位制に戻ろうとの議論が出てきたところで行われたのが冒頭昭和３年の発言。

それに対して、とにかく金解禁して為替を安定させて貿易振興を図るのが何よりも日本経済の成長につながると考えたのが昭和４年に蔵相になって、旧平価で金解禁を断行した井上準之助の考えで、当時の経済界も大方それを支持した。それは、金本位制で、明治以来の日本が順調に成長してきたことが、もはやイデオロギーになっていたということ。それは、イデオロギーで「現実」が見えなくなってしまっていた姿。井上デフレで日本は不況のどん底に落ち込み、青年将校が世直しを声高に叫ぶ世界になっていった。

井上デフレを克服した後の高橋財政は、高橋が前田から教わった低金利政策を行ったのが基本。高橋財政というと積極財政が有名だが、財政は井上が無理なデフレ財政で切り詰めていたのを井上デフレの前に戻した程度。為替切り下げ、低金利、井上のデフレ財政の廃止により景気は急速に回復した。その高橋財政の時代は、戦前で最も経済が順調だったと言われている。そして、景気回復後には、緊縮財政路線をとったため、当時は健全財政の時代と呼ばれていた。

そして、景気の回復もあって赤字公債の消化難から金利上昇の気配が出てくると、高橋は、公債発行額漸減のために不退転の決意で緊縮路線の予算の中で唯一膨張傾向にあった軍事費を抑制すべく軍部と激しく衝突した。結果が、２．２６事件での暗殺であった。

一般の人（財政や金融の専門家にも）に見えない経済の現実を直視し、臨機応変に財政・金融面からの成長政策を実現しようとしたのが高橋是清であった。

＜共通論題＞

高橋日銀総裁と高橋蔵相
―金本位制と財政規律―

麗澤大学　佐藤政則

本報告では、日露戦時から 1910 年代初頭における高橋日銀（副）総裁と 1930 年代前半の高橋蔵相という、いわば初めと終わりを交錯させることによって、高橋是清が果たした役割を考えたい。

第 1 に高橋は管理通貨制の信奉者ではない。1897 年の金本位制移行から関わった高橋は、外債募集に奮闘して金本位制を維持した。その高橋が皮肉にも最終的な離脱の実行者となった。「重金主義者」と言われたように、金本位制に対する高橋のこだわりは強い。もちろん、いわゆる自動調節作用を信じていたのではない。資金貸借の場としての国際金本位制が重要だったのであり、最終的な国際決済手段としての金（Gold）が大事だったのである。その意味では、金輸出再禁止も、したがって「管理通貨制度」も Gold を温存する「一時の便法」だったのかもしれない。

第 2 に高橋財政を規律付けたのは「国債消化力」であった。日露戦時・戦後外債が募集できた前提は、日本が金本位制になっていたからである。同時に戦争拡大を抑止した要因の一つは金本位制の維持であった。つまり金本位制によって担保される日本外債の国際的「消化力」が日本の財政を規律付けたと言える。賢明な井上準之助は一言も語っていないが、井上蔵相の最後の 3 か月、その真の意図もここにあったと考えたい。

それでは高橋は何に拠って突出する軍事予算を抑制しようとしたのか。それが健全財政で担保される国債消化力である。もっともこの国債消化力の実態は危ういものであった。日銀売りオペの大口購入者は、国債シンジケート銀行（財閥銀行を中心とする東西の大銀行）であり、なかでも三井、三菱両行が全体のグリップを握っていた。しかも高橋は、投機以外の経済行動を「放任」している。したがって非常時の歳出であるにもかかわらず、肝心の歳入面は財閥銀行の投資余力とその意思に委託されているかのような姿を呈したのである。いわば非常時を平時で支えるものであり、日露戦争という戦時が欧米債券市場の平時で支えられたことを彷彿とさせる。2.26 事件の反乱将校は正確にここを突いたと言えよう。

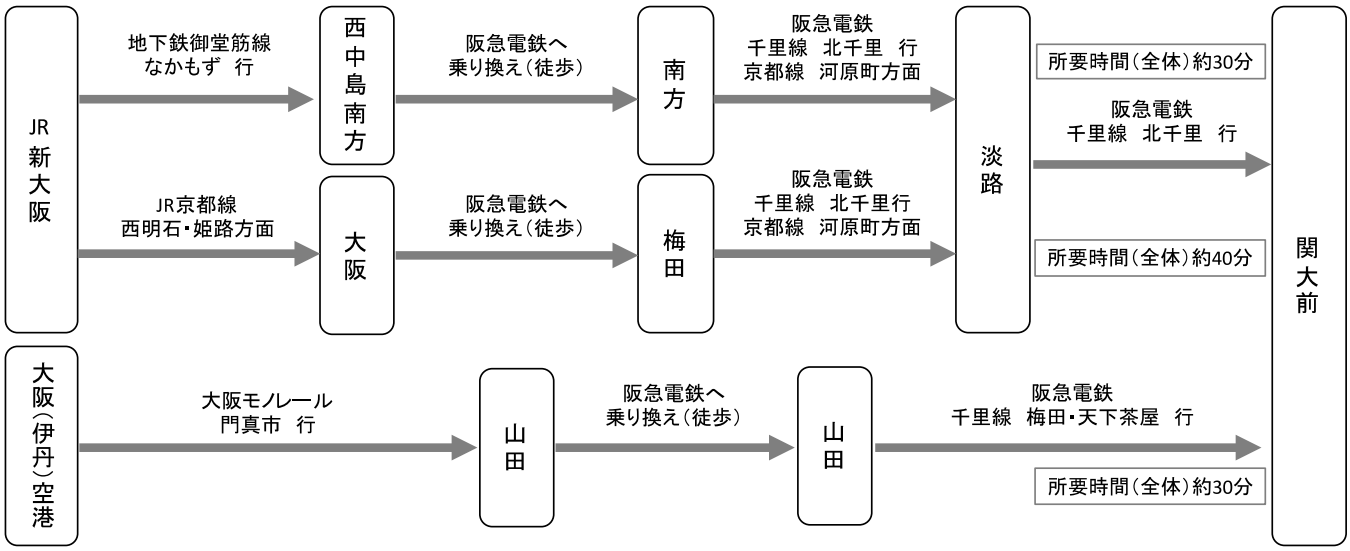
第 3 に高橋の財政政策は「放漫財政」ではない。日露戦時・戦後の外債募集で苦労する高橋は、財政の対外的信用を強固にするべきだと機会あるごとに建言している。さらに日銀総裁時には現状のままでは 4～5 年で正貨準備が枯渇するという危機的状況を迎える。高橋総裁がめざしたのは、迂遠であるが王道とも言える、輸出産業と輸入代替産業の育成である。これら産業の生産力を高めるために低金利を追求した。その反面で不要不急産業や投機への融資は断固排除しようとする。蔵相となってからはこの方向に磨きをかけており、ブレはない。産業を選択し区別しているのであるが、消費の減退を招くと増税も嫌がったことから、総じて「放漫」と映ったのであろう。さらに重要視されない産業に疎外感をもたせる政策志向であった。この点でも 2.26 事件の土壌をつくったと言えよう。

交通アクセス

関西大学　千里山キャンパス

阪急千里線「関大前」駅下車

徒歩約5分



大阪市内方面からは、地下鉄堺筋線（阪急電鉄千里線に相互乗り入れ）が阪急電鉄「淡路」駅を経て「関大前」駅に直通

関西大学 千里山キャンパスマップ