

金融学会会報

2019年度

日本金融学会春季大会

研究報告概要

期 日 **2019 年 5 月 25 日（土）・5 月 26 日（日）**

会 場 学習院大学 目白キャンパス
 （〒171-0031 東京都豊島区目白1丁目5番1号）

【最寄り駅・所要時間】

- ・ JR山手線 目白駅（改札）から徒歩30秒
- ・ 東京メトロ副都心線 雑司が谷駅（改札）から徒歩7分

連絡先 日本金融学会2019年度春季大会準備委員会
 〒171-0031 東京都豊島区目白1丁目5番1号
 学習院大学経済学部 清水順子研究室
 E-mail : jsmegu2019@gakushuin.ac.jp

お し ら せ

1. 大会参加費

無料です。

2. 懇親会

5月25日（土）18時00分より、学習院大学輔仁会館内学生食堂にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費 4,500 円を申し受けますので、同封の振込用紙にて4月26日（金）までにお振り込みください。

【振込先】

銀 行 名： ゆうちょ銀行

口座記号番号： 00120-0-588253

加 入 者 名： 日本金融学会全国大会準備委員会

（ニホンキンユウガッカイゼンコクタイカイジュンビイイン）

なお、4月26日（金）以降および懇親会当日も懇親会への参加希望を承りますが、この場合は懇親会費として 5,000 円を申し受けます。

【ご注意】

懇親会費を振り込まれる際は、必ず懇親会の出席を Web 上のご登録、あるいは出欠ハガキのご返送にてお申込みください。お申込みが無い場合、たとえ代金をお振り込みいただいても懇親会へのご参加をお断りすることがございますのでご注意ください。また、お振り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。

3. 昼食

5月25日（土）は、輔仁会館内学生食堂が11:00~14:00、中央教育研究棟1階のサブウェイが10:00~14:00、西5号館1階のカフェラスリゼが8:30~17:00、学生食堂2階のセブンイレブンが5月25日（土）は7:00~22:00、5月26日（日）は8:00~20:00で営業予定です。

また、目白駅前には、トラッド目白をはじめとして飲食店がございます。

4. 交通アクセス

交通アクセスについては、14 ページをご参照ください。近接地の方も公共交通機関をご利用ください。

5. 宿泊施設

各自でご手配願います。

6. セッション：

自由論題の各報告は、座長から特に指示のない限り、原則として報告者の報告時間 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。

なお、自由論題の報告については、報告者の氏名に下線を引いてあります。

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。

7. 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。
- ・各会場には、ノートパソコン（Windows10）とプロジェクターを用意しています。各ノートパソコンは、USB メモリーが利用でき、Office2016（PowerPoint2016 を含む）、Adobe Reader DC がインストールされています。
- ・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 を利用してご連絡いたします。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 2019 年度春季大会 プログラム

第 1 日 5 月 25 日 (土)

受付開始 学習院大学 目白キャンパス 東 2 号館 1 階 9:30～

1. 自由論題 <10:00～12:00>

A会場 南 3 号館 103 教室

セッション：金融政策 I

座 長 上智大学 竹 田 陽 介 氏

(1) Fiscal Determinacy of the Price Level: Evidence from the FTPL

報告者 東北大学大学院 ラミア バザウイ 氏

討論者 神戸大学 西 山 慎 一 氏

(2) Price Stickiness and Wage Stickiness in Generalized New-Keynesian Model

報告者 関東学園大学 王 ゼ イ 氏

討論者 神戸大学大学院 星 野 聡 志 氏

(3) Speed Limit Policy and Knightian Uncertainty

報告者 松山大学 蓮 井 康 平 氏

討論者 東海大学 平 賀 一 希 氏

B会場 南 3 号館 104 教室

セッション：地域金融

座 長 明治大学 伊 藤 隆 康 氏

(1) 地域通貨の現代的意義、インプリケーション

報告者 立正大学 歌 代 哲 也 氏

立正大学 林 康 史 氏

討論者 専修大学 西 部 忠 氏

(2) 地域創生における地域金融機関と財務局の役割

報告者	財務省	<u>原 村 健 二 氏</u>
	滋賀大学	<u>片 山 雅 志 氏</u>
討論者	九州共立大学	西 山 巨 章 氏

(3) 信用金庫の収益力と将来

報告者	関西外国語大学	<u>堀 江 康 熙 氏</u>
	福岡大学	有 岡 律 子 氏
討論者	近畿大学	安 孫 子 勇 一 氏

C会場 南3号館 202 教室

セッション：国際資本移動

座 長	東洋大学	川 崎 健 太 郎 氏
-----	------	-------------

(1) 米国金利上昇とグローバルリスクが新興市場国の日次資本フローに及ぼす影響

報告者	一橋大学/RIETI	小 川 英 治 氏
	学習院大学	清 水 順 子 氏
	一橋大学	<u>羅 鵬 飛 氏</u>
討論者	ブルームバーグ・エル・ピー	増 島 雄 樹 氏

(2) Gains from Policy Cooperation in Capital Controls and Financial Market Incompleteness

報告者	神戸大学	<u>北 野 重 人 氏</u>
	広島市立大学	<u>高 久 賢 也 氏</u>
討論者	桃山学院大学	井 田 大 輔 氏

(3) New Facts on the 'F-H Puzzle' in OECD countries: The Effects of International Capital Flows on Domestic Savings, Investment and Growth

報告者	立命館大学	<u>大 田 英 明 氏</u>
討論者	広島経済大学	宜 名 眞 勇 氏

2. 歴史パネル <10:00-12:00>

E会場 南3号館 301 教室

テーマ：東アジア金融の現代史

座 長

早稲田大学

矢 後 和 彦 氏

(1) 中華人民共和国の金融システム(1949-2017)

—中国経済と世界経済との関係から—

報告者

東京大学

城 山 智 子 氏

(2) 香港・中国間の金融関係 (1945-2018)

—香港における中国大陸系銀行の発展を中心に—

報告者

大阪経済大学

蕭 文 嫻 氏

(3) 証券発行市場の形成と韓国投資開発公社

—1968-1976 年の資本市場育成政策を中心に—

報告者

梨花女子大学

李 明 輝 氏

討論者

東北大学名誉教授

鈴 木 俊 夫 氏

慶應義塾大学名誉教授

赤 川 元 章 氏

3. 昼 食 <12:00-13:30>

4. 自由論題 <13:30~15:30>

A会場 南3号館 103 教室

セッション：金融仲介

座 長

中央大学

小 野 有 人 氏

(1) Financial Stress in Euro Area: Implications for Real Economy, Monetary Policy, and Financial Integration

報告者

神戸大学

ヴィエンボフスカ アガタ 氏

討論者

上智大学

竹 田 陽 介 氏

(2) Bank Soundness and Bank Lending to New Firms during the Global Financial Crisis

報告者	愛知学院大学	内 木 栄 莉 子 氏
	南山大学	<u>大 鐘 雄 太 氏</u>
討論者	早稲田大学	小 倉 義 明 氏

(3) Bank-specific Determinants of Capital Structure: New Evidence from Japan

報告者	三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング	木 内 卓 氏
	埼玉大学	長 田 健 氏
討論者	一橋大学	植 杉 威 一 郎 氏

B会場 南3号館 104 教室

セッション：各国金融

座 長	京都大学	三 重 野 文 晴 氏
-----	------	-------------

(1) 中国における新規公開増資の実証分析

報告者	同志社大学大学院	<u>俞 杰 氏</u>
討論者	大東文化大学	郡 司 大 志 氏

(2) 「貸金業法の国際的適用範囲に関する判決」の批判的検討

報告者	拓殖大学	<u>山 村 延 郎 氏</u>
討論者	横浜国立大学	高 橋 正 彦 氏

(3) Is Islamic Microfinance Serving the Poor People Compare to Conventional Microfinance? An Empirical Study from Bangladesh

報告者	立命館アジア太平洋大学	<u>鈴 木 泰 氏</u>
	立命館アジア太平洋大学	ヘラル ウディン氏
討論者	日本貿易振興機構	齋 藤 純 氏

C会場 南3号館 202 教室

セッション：金融市場

座 長	立命館大学	青 野 幸 平 氏
-----	-------	-----------

(1) 流動性供給入札にかかる実証研究

報告者	財務省 財務総合政策研究所	<u>服 部 孝 洋 氏</u>
討論者	日本銀行	源 間 康 史 氏

(2) 土地資産を考慮した C-CAPM の有効性およびパラメータ安定性の検証

報告者	摂南大学	小塚匡文氏
	流通科学大学	<u>森澤龍也氏</u>
討論者	同志社大学	北坂真一氏

(3) Management Earnings Forecasts and Investor Trust: Signaling Effect of Corporate Social Responsibility

報告者	早稲田大学	<u>首藤恵氏</u>
	早稲田大学	竹原均氏
討論者	一橋大学	花崎正晴氏

D会場 南3号館 401 教室

セッション：金融史

座長	日本大学	澤田充氏
----	------	------

(1) 田沼期の金銭相場と銭貨政策

報告者	慶応義塾大学	<u>藤井典子氏</u>
討論者	慶応義塾大学	井奥成彦氏

(2) 明治初年の銀行論争にみる伊藤博文・吉田清成・渋沢栄一の政策思想

報告者	早稲田大学	<u>鎮目雅人氏</u>
討論者	首都大学東京	小林延人氏

(3) UK Banking Act 1979 and the Bank of England: Policy Stance and Implications for the European Banking Union

報告者	金沢大学	<u>佐藤秀樹氏</u>
討論者	早稲田大学	矢後和彦氏

5. 中央銀行パネル<13:30-15:30>

E会場 南3号館 301 教室

テーマ：日本銀行の2%物価安定目標がなぜ達成できないか

座長	みずほ総合研究所	門間一夫氏
----	----------	-------

(1) 日本の物価を"安定"させている要因

報告者	東短リサーチ	加藤出氏
-----	--------	------

(2) 物価変動のレジーム転換と金融政策

報告者

丸三証券

安達誠司氏

(3) なぜ物価は上がらないのか

報告者

東京大学

渡辺努氏

討論者

成城大学

内田真人氏

6. 特別講演<15:40-16:40>

F会場 南3号館 201 教室

司会

学習院大学

清水順子氏

講演者

年金積立金管理運用独立行政法人

(GPIF) 理事長

高橋則広氏

演題：GPIFの資産運用について

7. 会員総会 <16:50~17:50>

F会場 南3号館 201 教室

8. 懇親会 <18:00~20:00>

会場 輔仁会館内 学生食堂

第 2 日 5 月 26 日 (日)

受付開始 学習院大学 目白キャンパス 東 2 号館 1 階 9:30～

9. 自由論題 <10:00～12:00>

A 会場 南 3 号館 103 教室

セッション：金融政策 II

座 長 総務省 櫻 川 幸 恵 氏

- (1) The Response of Corporate Financing and Investment to Expansionary Monetary Policy: Evidence from China

報告者 早稲田大学大学院 蔡 越 氏

討論者 大東文化大学 郡 司 大 志 氏

- (2) Stock Lending Market and the BOJ's ETF Purchasing Program: Micro-Evidence from ETF Balance Sheet Data and Equity Repo Trading Data

報告者 東京海上日動火災保険株式会社 前 田 晃 氏

早稲田大学 篠 潤 之 介 氏

討論者 マンチェスター大学 大 坪 陽 一 氏

- (3) The Collateral Channel versus the Bank Lending Channel: Evidence from a Massive Earthquake

報告者 一橋大学 植 杉 威 一 郎 氏

一橋大学 宮 川 大 介 氏

学習院大学 細 野 薫 氏

中央大学 小 野 有 人 氏

神戸大学 内 田 浩 史 氏

討論者 神戸大学 柴 本 昌 彦 氏

B 会場 南 3 号館 104 教室

セッション：企業金融

座 長 一橋大学 安 田 行 宏 氏

- (1) アジア通貨に関する為替リスク管理

報告者 亜細亜大学 赤 羽 裕 氏

討論者 中央大学 吉 見 太 洋 氏

(2) The Financial Effect of Airport Concessions: An Empirical Analysis

報告者	明治大学	朝岡大輔氏
討論者	中央大学	高橋豊治氏

(3) 日本企業の海外企業買収と企業パフォーマンス

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	東京経済大学	石川雅也氏

C会場 南3号館 202 教室

セッション：為替と資本移動

座長	武蔵大学	大野早苗氏
----	------	-------

(1) Evaluating the Effectiveness of Foreign Exchange Intervention Using Counterfactual Analysis: Evidence from Japanese Intervention Episodes, 2010-2011

報告者	神戸市外国語大学	江阪太郎氏
	神戸市外国語大学	藤井隆雄氏
討論者	近畿大学	星河武志氏

(2) International Portfolio Rebalancing and Equity Market Spillovers

報告者	滋賀大学	吉田裕司氏
討論者	甲南大学	杉本喜美子氏

(3) Unemployment in a Balassa-Samuelson Model with Heterogeneous Job Separations

報告者	University of South Australia	Noel Gaston 氏
	中央大学	吉見太洋氏
討論者	早稲田大学	濱野正樹氏

10. 国際金融パネル <10:00-12:00>

E会場 南3号館 301 教室

テーマ：AIと資産運用

座長	神戸大学	岩壺健太郎氏
----	------	--------

(1) AIによるファクター投資

報告者	関西学院大/ Magne-Max Capital Management	岡田克彦氏
-----	-------------------------------------	-------

(2) 人工知能 AI はどこまで資産運用に役立つか

報告者 茨城大学/大和証券投資信託委託株式会社

鈴木 智也 氏

(3) Alpaca が挑む為替短期予測の世界

報告者 AlpacaJapan 株式会社

北山 朝也 氏

11. 昼 食 <12:00-13:30>

12. 共通論題 <13:30-16:00>

F会場 南3号館 201 教室

テーマ：検証 アベノミクス

座 長 東京大学

福田 慎一 氏

(1) アベノミクス第3の矢の発射点と着地点

報告者 コロンビア大学/政策研究大学院大学

伊藤 隆敏 氏

(2) 変遷するアベノミクスと金融政策

報告者 立正大学

池尾 和人 氏

(3) 日本の長引いたマイルドなデフレの背景

報告者 リコー経済社会研究所

神津 多可思 氏

(プログラム委員会)

鎮目 雅人	(早稲田大学, 委員長)		
青野 幸平	(立命館大学)	清水 順子	(学習院大学)
石原 秀彦	(専修大学)	瀬下 博之	(専修大学)
伊藤 隆康	(明治大学)	高橋 豊治	(中央大学)
稲垣 一之	(名古屋市立大学)	竹田 陽介	(上智大学)
岩壺 健太郎	(神戸大学)	筒井 義郎	(甲南大学)
植杉 威一郎	(一橋大学)	福田 慎一	(東京大学)
内田 真人	(成城大学)	細野 薫	(学習院大学)
永廣 顕	(甲南大学)	三重野 文晴	(京都大学)
大野 早苗	(武蔵大学)	三谷 進	(立教大学)
小野 有人	(中央大学)	村瀬 英彰	(学習院大学)
川崎 健太郎	(東洋大学)	矢後 和彦	(早稲田大学)
櫻川 幸恵	(総務省)	安田 行宏	(一橋大学)
澤田 充	(日本大学)	吉田 裕司	(滋賀大学)

(準備委員会)

清水 順子	(委員長)		
辰巳 憲一	細野 薫	村瀬 英彰	

交通アクセス



東京駅／目白駅まで JR 山手線約 25 分

羽田空港／浜松町駅まで東京モノレール快速約 25 分、目白駅まで JR 山手線約 30 分

成田空港／日暮里駅まで京成スカイライナー約 40 分、目白駅まで JR 山手線約 15 分

学習院大学 目白キャンパス建物配置図



学習院大学ホームページもご覧ください。

<https://www.univ.gakushuin.ac.jp>

FISCAL DETERMINACY OF THE PRICE LEVEL: EVIDENCE FROM THE FTPL

(Abstract)

TOHOKU UNIVERSITY

** University graduate student

In this paper, the relationship between public debt and the price level is studied for a sample of 46 countries using annual data over a period ranging from 1960 to 2017. Two different models are adopted. The first model is based on the FTPL valuation equation as stated by Woodford (1994, 1998) and Cochrane (2005). The second model includes additional variables based on the comprehensive theoretical framework suggested by Sims (2011).

We first use a panel VAR GMM model including the variables of the FTPL valuation equation: public debt, present value of future primary balances, and the price level. The model is estimated based on the methodology suggested by Sigmund and Ferstl (2017), along with the generalized impulse response functions. As opposed to expectations, results indicate that public debt induces a positive response of the price level only in emerging and developing economies, while a negative response is observed for advanced economies.

As the valuation equation is insufficient in understanding the dynamics of the link between public debt and the price level, we use a different panel VAR model, including the additional variables of economic growth, and short-term interest rates. Such a model reflects better the impact of the business cycle and monetary policy.

Results suggest that the link between inflation and the variables of economic growth and interest rates can help interpret our initial findings. More specifically, an increase of public debt is found to cause lower growth in all countries, but the response of prices to lower growth is negative in advanced economies (consistent with a Phillips-curve interpretation), and positive in developing countries (due to ensuing macroeconomic imbalances).

Also, a positive shock to public debt is followed by lower interest rates in the case of advanced economies (consistent with the findings of Reinhart et al (2012)), but higher interest rates in emerging and developing countries, while interest rates and the price level appear to move in the same direction for the whole sample.

Price Stickiness and Wage Stickiness in Generalized New-Keynesian Model

王ゼイ 関東学園大学

In this paper, we extend the standard New-Keynesian model to allow both staggered price setting and staggered wage setting and derive a generalized New-Keynesian model to study how these distortions affect the steady state and dynamics of model given different target inflation rates. The main finding is that the imperfection of labor market has more distortionary power on aggregate output and aggregate welfare given positive target inflation rate. The change in structural parameters that represents the monopolistic competition in intermediate-good and labor market result in asymmetric distortion effect in the steady state of aggregate output and aggregate welfare. This asymmetric effect is especially significant given high target inflation rate. Given the same target inflation rate, wage stickiness is more distortionary than the price stickiness. The existence of positive target inflation rate can also change the first-order dynamics of model, amplifying or reducing the dynamic response of model according to the type of exogenous shocks.

Key Word: price stickiness, wage stickiness, generalized New-Keynesian model, distortion

Speed Limit Policy and Knightian Uncertainty

松山大学 蓮井康平

規範的金融政策の一つである Walsh [2003] のスピード・リミット・ポリシーは、合理的期待均衡の仮定の下でその有効性が示されている。本研究は、完全な知識 (perfect knowledge) の仮定を緩め、モデルの不確実性がスピードリミット・ポリシーの政策反応(ロバスト政策)と、その有効性にどのような影響を与えるのかを分析する。

分析の結果、以下の点が判明した。第 1 に、ロバスト政策では、産出ギャップが産出ギャップの過去ラグに注意深く反応し、産出ギャップの慣性が低下することが判明した。第 2 に、ロバスト政策のスピードリミット・ポリシーでは、産出ギャップの慣性の低下によって、経済変動の増大が抑えられ、厚生損失がロバスト政策のコミットメント政策の厚生損失よりも、多くの場合で小さくなることが判明した。

本結果は、想定する最も悪い状況 (worst-case scenario) が発生した場合、スピードリミット・ポリシーのような、産出ギャップの成長の安定を目標にする政策が極めて有効になる可能性があることを示している。

地域通貨の現代的意義、インプリケーション

立正大学大学院生 歌代哲也

立正大学 林 康史

1930年代、スタンプ紙幣が欧米各地で用いられた。興味をもったアーヴィング・フィッシャーは、スタンプ紙幣を貨幣の流通速度を上げることに資するものと位置づけ、法定通貨と並行して流通させる補完通貨として使用することに不況脱却の活路を開くべく、1933年に“Stamp Scrip”を上梓し、普及を試みた。

最初に、フィッシャーが“Stamp Scrip”で取り上げたスタンプ紙幣を中心に、それらの“Stamp Scrip”執筆以降の状況も含めて紹介した後、スタンプの仕組みと、これを用いて貨幣の流通速度を改善するメカニズムを報告する。スタンプ紙幣は需要不足型のデフレーションを克服する手段である。フィッシャーの考えた不況克服のゴールは物価指数の上昇（回復）だった。不況前の物価水準を目標とし、その値に戻るまでスタンプ紙幣を供給し続け、目標値に達した段階で停止するのである。なお、ゲゼルやケインズは、自由貨幣・スタンプ紙幣が法定通貨を代替する通貨として考えていたが、現実のスタンプ紙幣は、法定通貨の地位を獲得することはなく、法定通貨の機能を一時的、部分的に補完するもので、法定通貨の従来制度を微調整する手段に使われた。

次に、現代の地域通貨にも関係しうる事項として、補完通貨が法定通貨とともに流通したときのスタンプ紙幣・地域通貨の役割や保有動機、減価と負の金利の違い、グレシャムの法則との関係、等々について報告する。スタンプは負の金利ではなく、デマレッジ（持越費用）と理解したほうがよい。スタンプというデマレッジはスタンプ紙幣を使うことに対する公共料金と考えられ、保有者にデマレッジを課すことで、スタンプ紙幣の流通を促進させるのである。

景気を浮揚させるためには貨幣の流通速度（回転率）を上げればよいと考えたフィッシャーは、グレシャムの法則という悪貨としてスタンプ紙幣を流通させることで景気回復を図ろうとしたのである。フィッシャーによれば、不況時には財の買い手が取引の主導権を持つので、悪貨が流通しやすくなる。

最後に、地域通貨の概念が、災害復興のための復興通貨やボランティア通貨として利用可能なこと、また、地域通貨が当該地域の金融緩和策となること等、現代的意義を報告する。広域的に甚大な被害が発生する災害では、通常、法定通貨を用いてインフラ等の復旧がなされる。しかし、災害復興のみならず地域経済に資する方法として地域通貨を利用することが考えられる。さらには、地域の新しい金融緩和策の一環として、災害からの復興でなくても、地域経済の活性化を図ることに利用可能であろうと考える。

地方創生における地域金融機関と財務局の役割

財 務 省 原村 健二

滋賀大学 片山 雅志

本報告では、地域創生の取組み及びそこにおける地域金融機関や財務局の取組みを具体的に取り上げることによって、地方創生における地域金融機関と財務局の役割を探ることを目的とする。

地方創生は、「まち・ひと・しごと創生総合戦略」に基づき、「地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする」「地方への新しいひとの流れをつくる」「若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる」「時代に合った地域をつくり、安心な暮らしを守るとともに、地域と地域を連携する」という4つの基本目標を達成することを目指し様々な政策を展開している。また、財務省の総合出先機関である財務局は、地域における関係者とのネットワークを活用した地域連携の取組みをすすめている。

例えば、滋賀県長浜市では、有志が街づくりの会社を設立して当該建物を買い戻してガラス工芸を中心とした街づくりを行い、年間観光客 200 万人が訪れるようになったが、地元の地域金融機関である長浜信金は、当該会社への出資や融資の他に、当該会社の商品購入協力や観光客に対する駐車場の提供といった協力を行っている。その裏で、当該会社への出資者から隣接する商店街関係者が排除され、本来は両者が協力すべきところ、現在に至るまで商店街と良好な関係が築けていない状況にある。

また、山口県山口市では、県が創業支援施設を作り、運営会社が積極的な支援を行い実績もあげているが、地域金融機関である山口銀行は運営会社への出資や創業者の一部海外販路の開拓支援などの限定的な役割にとどまっている。

このように、地域金融機関の地方創生への取組みは一定程度地域に貢献しており、それ自体は評価すべきものであるが、更なる支援が期待されている。他方で、地域金融機関の地方創生への取組みは、各機関の経営判断の下で行われる収益向上策の1つにすぎないという点への留意が必要である。

本稿では、地域を熟知している地域金融機関ならではのさらなる地域創生への取組みにおける役割について提言することとしたい。また、財務省の総合出先機関である財務局の地域連携の取組みや最近の地域経済エコシステムの形成に向けた取組みを紹介するとともに、地域創生における財務局に期待される役割についても言及することとしたい。

信用金庫の収益力と将来

関西外国語大学 堀江康熙

福岡大学 有岡律子

地域経済は人口減少傾向から停滞状態が続いており、こうした営業地盤の劣化を背景に信用金庫の利益率は低下傾向を辿っている。本報告では、近年の信用金庫の収益力に関してその特徴を捉え、それを踏まえて 2030 年時点の収益力を予測し、今後の在り方等を検討する。

先ず、信用金庫を営業地盤の類似性を基に 4 タイプ（大都市型・中核都市型・地方地型・小都市型）に分け、過去 10 年間の合併金庫および公的資金注入金庫を除く金庫について、利益率の変動要因を捉える。そして、何れのタイプについても生産年齢人口および HHI が強く影響していることを示す。また、経費効率を表す指標として 3 つの経済性を併せて取り挙げる。即ち、預金量を基にした規模の経済性、店舗を有する市区町村数でみた地理的範囲の経済性、そして市区町村毎の可住地面積当たり店舗数で示した密度の経済性である。これらの経済性は大都市型と中核都市以下のタイプでは真逆の効果を持つことを示し、そしてこれが地方圏に所在する信用金庫の生き残り策とも繋がっていくことを明らかにする。次に、これまでの 10 年間についてみると、貸出が減少している信金では、「貸出減店舗数減少 経費節減を通じた利益率の落込み小幅化」といったメカニズムが作用しており、その意味では店舗配置が収益の大きな決定因となっていることを示す。また、これまでの合併については非合併信金と比べた場合には利益率の落込み回避に留まり、プラス面を引き出すには更なる経営努力が必要であること、利益率を地域銀行と比べると大都市型では差はないが、中核都市型・地方都市型は見劣りすること等を明らかにする。

こうした結果を参考としつつ、2030 年度の収益力を予測する（基準時点は 2015・16 年度）。その際、人口見通しを基本とし（預金は総人口、貸出は生産年齢人口に比例して変化すると仮定）、組織力は現状維持とする。予測は 3 ケース、即ち店舗数が 2016 年比横這いの場合（ケース Ⅰ）、総人口の減少と同率で店舗数を削減する場合（ケース Ⅱ）、生産年齢人口と同率で店舗数を削減する場合（ケース Ⅲ）に分けて行う。全体としてケース Ⅰでは利益水準がかなり低下し、ケース Ⅱでも基準時点以下に落ち込むが、ケース Ⅲでは基準時点比改善する可能性を持つ信金が大幅に増加することを示す。

こうした結果を踏まえると、営業店の存在意義が改めて問われる。現行の店舗配置は、明治以来の資金不足が恒常化していた時代の状況を色濃く残している。IT 技術の進展等を考慮して、情報収集拠点に特化する等により大幅な統廃合が必要であること、また経営組織自体も地方圏では地域的な纏まり・統合による対応も考慮すべきであることを示す。

Effects of US Interest Rate Hike and Global Risk on Daily Capital Flows in Emerging Market Countries

一橋大学/RIETI 小川 英治

学習院大学 清水 順子

一橋大学 羅 鵬飛

Abstract

The recent US interest rate hike cycle and the sharp surge of global risk aversion in 2018 have increased the suspense of capital outflows of emerging market (EM) countries. This paper attempts to investigate the effects of US interest rate hike and global risk on EM portfolio flows on a daily basis during 11 November 2015–2 October 2018. By employing Vector Autoregressive (VAR) models, the main results are as follows. Firstly, we find that both a higher US interest rate (either market rates or market expectations on future interest hike) and a higher global risk aversion possibly lead to decreases in portfolio flows (both equity flows and debt flows) in most EM countries, though not all are statistically significant. Secondly, exchange rate depreciation of EM currencies and plunges in EM equity prices significantly lead to portfolio outflows of most EM countries, showing large driving power of EM portfolio flows. Thirdly, all EM portfolio outflows (both in equity flows and debt flows) tend to significantly lead to further outflows, showing the inertia of portfolio flows. Fourthly, we also find that the portfolio outflows of EM countries will significantly deteriorate their domestic equity prices and depreciate their currencies against the US dollar. Finally, we find the wide existence of contagions of EM portfolio flows, showing that under a global EM portfolio outflows circumstance, the EM portfolio outflows will be reinforced and become more serious, especially among the EM countries with highly regional economic connections.

Keywords: Capital flows, High-frequency, Emerging economies, US interest rate hike, Global risk, Contagion

JEL classification: E43, F32, F42, G11

Gains from Policy Cooperation in Capital Controls and Financial Market Incompleteness

神戸大学 北野重人
広島市立大学 高久賢也

We examine how the degree of financial market incompleteness affects welfare gains from policy cooperation in capital controls. We find that when financial markets are more incomplete, global welfare deteriorates under the Nash equilibrium, while the optimal global policy mitigates the welfare loss due to financial market inefficiency. When financial markets are more incomplete, the welfare gap between the optimal global policy and the Nash equilibrium increases, and the welfare gains from policy cooperation in capital controls then become larger.

New Facts on the 'F-H Puzzle' in OECD countries: The Effects of International Capital Flows on Domestic Savings, Investment and Growth

Hideaki Ohta

Ritsumeikan University

<Abstract>

This paper examines the post 1980 period during which 'puzzle' of Feldstein-Horioka (FH) (1980) could not cover the period between 1960 and 1974, when domestic savings maintained a significant correlation with domestic investment in 21 OECD and G7 countries, which are examined separately. This paper attempts to examine whether such a 'home bias' of resources for domestic investment still holds adding capital inflows as explanatory variable together with external trade during the period from 1975 to 2017. This paper also examines the correlation between domestic savings and GDP growth in OECD countries during the same period.

The analysis in this paper shows that domestic savings are still one of the major factors for domestic investment, and that capital inflows and external trade would not guarantee domestic investment and GDP growth in OECD countries. The results indicate that while the correlation between domestic saving and investment has constantly declined in OECD during 1990s and 2000s, the nexus of saving and investment as well as GDP growth has gained significance, while capital inflows have no positive correlation with GDP growth nor domestic investment in OECD countries in the post-Global Financial Crisis (2010-2017).

The results could be interpreted that many countries now have become more independent on their own resources and less dependent on external financial resources for domestic investment and economic growth. The overall results in this paper show that smaller countries with capital account and financial liberalization tend to have been more affected by capital flows on domestic savings and investment, as well as GDP growth.

<歴史パネル>

東アジア金融の現代史

座長：早稲田大学 矢後和彦

<パネルの趣旨>

本パネルは、東アジアの金融システムについて、中国・香港・韓国の専門家をお招きして「現代史」というスパンから包括的な論点を提起しようとする試みである。

第一報告「中華人民共和国の金融システム（1949-2017）」（城山智子）は、中華人民共和国成立後の金融システムについて国内「改革」と対外「開放」が密接に関連しながら進出したことに注目し、1950年代から現在にいたるまでの金融システムの構造と動態を検討する。第二報告「香港・中国間の金融関係（1945-2018）」（蕭文嫻）は、中華人民共和国成立以降の中国と香港の金融関係に着目し、香港に進出した中国系銀行の業務の分析をふまえてこれらふたつの地域にわたる金融的關係が継続したことを論証する。第三報告「証券発行市場の形成と韓国投資開発公社」（李明輝）は、韓国の経済成長期に発動された資本市場育成政策について、韓国投資開発公社の業務の推移に即して経済開発への影響と発行市場・流通市場の動向を明らかにする。

中国の金融システムの全体像を扱う第一報告と、中国・香港の金融関係を扱う第二報告は、いわば同時代の表裏一対をなしている。中国の地方政府や国有企業と金融システムの切り結びを取り上げる第一報告と、韓国の財閥系企業に株式公開を迫る当局・開発公社を取り上げる第三報告も、アジアにおける成長と金融のあり方をめぐって相照らす関係に立つ。つねに外の世界に開かれてきた香港を中国との関係でみる第二報告と、「国内資本動員」を強調した韓国の開発戦略をみる第三報告は、開発の経路について好対照をなす。いずれの報告もマクロとミクロの關係に留意し、また在来的な金融システム・金融業者の活動に目を向けている。

東アジアの金融について、史料にもとづく本格的な現代史研究がはじまっていることを開示できればこのパネルの目的は達せられる。

<歴史パネル>

**中華人民共和国の金融システム（1949-2017）
中国経済と世界経済との関係から**

東京大学 城山智子

<報告要旨>

1949年の中華人民共和国の建国以来、70年にわたって、中国共産党は中華人民共和国の政権政党として、政治権力を掌握している。この間の中国（経済）と世界（経済）との関係を見る時、中国が世界と密接な関係を有していた時期と、外部に対して閉じていた時期とに、比較的是っきりと分けることができる。

1949年以降、中国経済は財の貿易でも、人の出入国でも、或いは資金の移動でも、徐々に「閉じて」いった。中華人民共和国政府は、それまでの政権に比べて遥かに厳しく経済をコントロールし、国内における統制と海外からの隔絶は、1960年代から70年代初にかけての文化大革命で頂点に達した。1978年以降の中国経済を考える時のキーワードである、「改革・開放」の重要性は、この「閉じた」中国との関係で理解することができる。

ここで注目されるのは、国内「改革」と対外「開放」が、密接に関連しながら進行したことである。特に、1990年代以降は対ドル為替レートの変動や海外からの資金の流入、そして世界的な金融危機といった対外的な経済変動が、中国政府の財政・金融政策の大きな影響を与え、更に、それに対する国内の公共・民間部門の反応が、政府の経済政策を規定するという状況が続いている。

本報告は、中国経済と世界経済との関係に着目し、1950～70年代の「閉じた」中国での計画経済、1980年代を中心とする改革開放初期、1990年代初頭以降の対外開放の深化、2008年の世界金融危機への対応、の4つの時期について、金融システムの構造と動態について検討する。

<歴史パネル>

香港・中国間の金融関係(1945－2018)
香港における中国大陸系銀行の発展を中心に

大阪経済大学（非常勤） 蕭文嫻

<報告要旨>

香港は、都市として形成されてから、つねにいくつかの国々の交差点にあり、中国の対外経済の戦略的な拠点であり、海外華人社会の重要な経済センターである。1997 年の中国返還に至るまでイギリスの植民地となっていた香港は、返還後に中国の特別行政区となり、「一国二制度」の構造の下で高度な自治権を享受し、法制度や通貨金融システムを含むが返還前の制度の大部分が、そのまま引き継がれることが一応保障されている。

1984 年 12 月に中国とイギリスが発表した中英連合声明の中で、中国政府は「一国二制度」という中国の香港政策の方針を明記した。それは、中国も、イギリスも、香港が国際金融センターとしての地位を維持するには、香港の制度の継続性が必要であると考えたからのようである。なぜ中国が香港の国際金融センターとしての維持を望んでいたのであろうか。また、その時点で中国の政策立案者は香港に何を期待したのか。さらに、対香港政策を作成した当時、立案者は中国の市場経済化がここまで進展することを想定しなかったのに違いないとも考えられる。実際、中国の経済発展が進む中で、中国は香港との金融関係をどのように展開しており、香港は金融面において中国にとってどのような役割を果たしてきたであろうか。

以上の問題意識を持って、本報告は 1949 年から今日に至るまでの長い期間を対象に、香港に進出した中国系銀行の発展を手がかりに、中国側の視点に立って、中国・香港間の金融関係のあり方を考察する。

<歴史パネル>

**証券発行市場の形成と韓国投資開発公社
1968-1976 年の資本市場育成政策を中心に**

梨花女子大学 李明輝

<報告要旨>

本研究は、韓国の資本市場育成政策の実務を担当した韓国投資開発公社の活動を通じて第 1-3 次経済開発計画期間における国内資本動員計画とその推進の実態を明らかにすることを目的とする。

韓国の資本市場は、1968 年から産業資金の調達機能を果たし始めたが、市場の機能によって証券が供給されて価格が決定されるようになるのは 1976 年以降である。1968-1976 年の約 8 年間に、市場を創成し、商品を開発して取引を誘導するインキュベーターの役割を担ったのが韓国投資開発公社であった。本研究は、韓国投資開発公社の資料を検討した最初の試みであり、発行市場に焦点を当てた新しい試みである。

韓国投資開発公社の役割は、資本市場の育成政策の推進と関連して、3 段階に区分される。第 1 段階では上場企業のほとんどを占めていた政府保有株式を売却し、引受公募を手配することにより、国の公企業の株式を民間に分散させ、株式市場を拡大させる役割を担った。第 2 段階では、公募企業を選定し、株式を買収し、市場に分売することにより、民間企業の株式が供給されるようにサポートして誘導する役割を 1972 年の「8・3 措置」以後に担当した。第 3 段階では、企業の公開命令を推進する実務機関として、大企業と関連会社の株式を市場に供給するようになった。以降、資本市場の機能が動きはじめるとすぐに、すべての機能を民間証券会社に移譲し、韓国投資開発公社は解散される。

その結果として、1976 年以降、韓国の資本市場は国内の貯蓄資金が商業と高利貸資金に吸収される経路を遮断して、重化学工業化の産業資金を調達することができる経路を整備した。政府は、第 2-3 次経済開発計画の期間中に必要となる投資財源を資本市場を通じて調達しようとする強力な政策意志を有していた。韓国投資開発公社は、上場への誘導から強制的な変更を推進することができる機関として、この政策意思を間接的に実行する役割を果たしていた。

Financial stress in euro area: implications for real economy, monetary policy, and financial integration

Agata Wierzbowska
Kobe University

Abstract

The problem of financial stress has been largely underestimated prior to the global financial crisis. The post-crisis years, on the other hand, saw high interest in the financial stress as important determinant of macroeconomic situation and monetary policy stance. Financial stress during the global financial crisis and the European debt crisis might have also affected negatively the financial integration in the euro area which is crucial for the effective transmission of the ECB monetary policy stance. Further, the impact of the stress might also change depending on the stress level: being highest in high-stress environment, gradually building-up to the crisis, and extending strong impact even after the stress levels go down. Thus, this paper employs time-varying parameter VAR (TVP-VAR) model to analyse the changes in an impact of the financial stress on the macroeconomic variables, monetary policy stance, and financial integration in the euro area over the time. Comparison of the influence at pre-crisis, financial crisis, debt crisis, and post-crisis time reveals that financial stress indeed extends higher impact during the high-stress crisis periods, and that for output this heightened impact does not disappear even when the financial stress already subsides after a high-stress experience. Monetary policy stance eases after increase in the financial stress, with the highest response at the time of the crisis. In case of the measures affecting size of the central bank balance sheet, the increased sensitivity lasts even after the stress diminishes. Finally, the financial integration does indeed fall due to increase in the financial stress and for some measures the impact stays high even in the lower-stress post-crisis environment. On the whole, the results confirm the need for risk monitoring and institutional framework to prevent episodes of extremely high stress that are being implemented in the euro area at the moment.

Bank Soundness and Bank Lending to New Firms during the Global Financial Crisis

南山大学 大鐘雄太
愛知学院大学 内木栄莉子

This paper examines how the soundness of financial institutions affects bank lending to new firms during the 2008 financial crisis by using a unique firm–bank match-level dataset of 1,467 unlisted small and medium-sized enterprises incorporated in Japan. We employ a within-firm estimator that can perfectly control for unobserved firms' demand for credit through firm*time fixed effects. The major findings of this paper are the following four points. First, sound financial institutions are less likely to provide financing to new firms. Second, our results suggest that sound financial institutions are less likely to provide loans to new firms during the 2008 financial crisis. Third, financial institutions are less likely to provide financing to new firms during such crisis compared to those with the same soundness during non-crisis periods. Finally, the lending to new firms that are established during the financial crisis by sound financial institutions is more likely to be continued than such lending by unsound financial institutions.

JEL classification: G01; G21; L26; M13

Keywords: Bank soundness; Bank lending; New firms; Financial crisis

Bank-specific Determinants of Capital Structure: New Evidence from Japan

Taku KINAI (Mitsubishi UFJ Research and Consulting)

Takeshi OSADA (Saitama University)

This paper is the first empirical research on the determinants of capital structure of Japanese banks. Using the unbalanced panel financial data of all the Japanese banks from 2000 to 2017, we estimated a fixed effects model to examine the effects of possible factors on banks' capital ratios: Ratio of capital to assets (Equity Ratio), Regulatory capital adequacy ratio (Cap Ratio), and Tier1 Ratio.

Focusing on the different business models between subsamples, we analyze whether the determinants of capital structure are different among subsamples. By dividing the full-sample into four subsamples; "International banks before the Global Financial Crisis," "Domestic banks before the GFC," "International banks after the GFC," and "Domestic banks after the GFC"; we compare their estimation results.

The results and our analyses show that the determinants are different among banks and eras even in one country: we do not get any determinants which can significantly and commonly explain all the four subsamples.

Previous researches, such as Gropp and Heider (2010) and Kinai(2018), show that the determinants of capital structure are different among countries or continents, or between EU countries and US, and points out these differences are probably caused by difference in business models due to their difference in cultural and historical backgrounds. This paper contributes to this literature by showing the difference among banks even in one country.

We provide new evidences which show that determinants of banks capital structure vary and change in accordance with difference in business models among banks. However, for more detailed investigation, we need to improve the estimation models, data sets and so on, which leave for future research.

中国における新規公開増資の実証分析

同志社大学大学院生 俞 杰

要旨

新規公開増資（IPO）の初値が公募価格を下回るという IPO アンダープライシングの発生原因を巡り、数多くの研究が行われている。しがしながら、IPO アンダープライシングに関する決定的な要因は示されておらず、銘柄や市場環境等に応じて、様々なメカニズムが複合的に作用し合っていると考えられる。そこで、本研究では、中国株式市場における IPO アンダープライシングについて、主幹事証券会社、新規公開企業、投資家のセンチメントといった三つの角度から、最近のデータを用いて実証的に検討のうえ、アンダープライシングの要因について検証する。

実証分析の結果、中国の株式市場においても、他国の市場と同様に IPO はアンダープライシングの状況にあることがわかった。具体的にいうと、1993 年から 2002 年までの間、政府が毎年の発行株数、調達金額を計画・管理するというかたちで新規公開増資を主導した時期においては、初日の株価パフォーマンスがほとんど 100%を上回った。2005 年の保証推薦制移行後から 2012 年までは、約 3 分の 2 の IPO がアンダープライシングの状況にあった。また、2014 年に公開初日の値幅制限や発行価格 PER の指導が適用されてからは、公開初日から連続ストップ高のケースが多く観察された。

このような中国株式市場での IPO に関する分析結果は、規模の大きい企業ほど情報の非対称性の度合いが小さくなるため、アンダープライシングの程度も小さくなるという勝者の災い仮説と整合的である。また、公募価格の PER が低い銘柄ほど、上場初日の株価反応が大きくなることも判明した。2012 年以前の新規公開増資の場合、個人投資家公募倍率が高ければ、公開初日における株価の上げ幅も大きくなっていたことが見出された。この事実は、投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が購入しているかどうかを参考にしながら投資判断を下すという情報カスケード仮説と整合的であることを示唆している。また、2014 年以降の新規公開増資については、機関投資家が積極的に応募する銘柄ほど、上場後のパフォーマンスがよくなることがわかった。

「貸金業法の国際的適用範囲に関する判決」の批判的検討

拓殖大学 山村延郎

2017 年 12 月、日本で資金を集めて韓国の貸金業者に金銭を貸し付ける法人に対し貸金業登録を勧める警告を発した関東財務局の行政指導の違法性とその賠償責任を争った事件の控訴審において、原告の訴えを退ける判決が下った。

この判決に対して、昨年夏までに、貸金業法の国際的適用範囲が主要争点となり規制が肯定されたとか、規制の国際的適用範囲が明確に示され取引関係者の予見可能性が高まるなどといった受け取り方がなされているようだが、それは表面的な理解である。そのままの理解で「判例の射程」を考えずに推論していくと余計なリスクが生ずる可能性がある。

たとえば、外国の金融機関に融資すると属地主義で日本法が適用されるとしたら、金利規制も同様に通用するはずである。だがそうすると、政策金利が 20 パーセントを超える国で、邦銀等が現地法人を用いず直接、国債に投資したり企業に融資したりすると、現地では最低金利でも、いつか過払い金請求訴訟をうけるおそれがあるということになる。

射程を限定するのは、本案件の取引が、ドル建てや現地通貨建てではなく日本円建てであり、債券や預金の取引ではなく貸付け取引であり、しかも韓国法ではなく日本法に準拠した契約だったということである。貸金業法は「金銭」の貸付を対象とするので、別段の定めのない限り、「外国通貨」などの貸付を当然の対象としないことに留意したい。

また国家賠償訴訟で下された当判決をもって、国際的な金銭貸付けを行う業者に登録の義務を認める判例が確立したかの如く評価するのは早計である。原告が客観的に登録の義務の違反を犯したか否かは、刑事訴訟で判決が下されなければ、確定的な判例を得ることができないからだ。この国賠では、被告の財務局長の警告は登録を義務付けるものではなく、原告は任意で組織変更しただけだから、請求が退けられたにすぎない。

仮に財務局が警察に告発したところで、厳格な刑事訴訟で刑に処せたどうかは、次の理由で疑わしい。一般人の理解できない理由で処罰するのは、明確性の原則又は罪刑法定主義に反する。貸金業法改正時の議論は国内志向で、ゆえに貸金業法体系には国際業務に適用すると明白に不合理で憲法違反となる条項がある。そして、通念に照らして刑罰を科すべき犯罪性があるとまではいいがたい。つまりはグレーゾーンになっているのだ。

むしろ金融行政論としては、境界事例たる本案件で、行政が一応の論拠で行政指導したと報告徴求をしたことが違法ではないと判示されたという、この部分こそ、広く活用できそうな判例である。というのは、近年の国際的取引や技術の急速な発展に対し、当局が適時対応できることが望ましいが、特に近年フィンテックのイノベーション速度は高まり、適時の法改正が不能である場面も想定されるからだ。もちろん過剰な裁量行政に陥らないためには、企業の側でも、いたずらに萎縮せず、事前確認手続きや行政訴訟によって制度的に対処していくことが肝要である。

Is Islamic Microfinance Serving the poor people compare to conventional microfinance? An empirical study from Bangladesh

立命館アジア太平洋大学 鈴木 泰

立命館アジア太平洋大学大学院生 ヘラルド・ウディン

Islamic microfinance outreach is extraordinarily low in the world. Also in Bangladesh, Rural Development Scheme (the largest Islamic microfinance institution [MFI]) covers only 5 percent of total microfinance outreach. Even though its market penetration is still very limited, the *raison d'être* of Islamic MFIs can be justified if they financially include the marginalized people. This paper aims to discuss about the *raison d'être* by investigating how Islamic and conventional MFIs include the poor people. This research uses the poverty possibility index (PPI) score to assess the poverty status of the clients of both Islamic and conventional MFIs. We find that Bangladeshi MFIs do not fulfill the mission to fully empower the poorer and marginalized people. Meanwhile, conventional MFIs are growing rapidly whereas Islamic MFIs are lagging far behind. We cannot accept the hypothesis such that Islamic MFIs' very limited market share in the microfinance industry is attributable to their outreach to the marginalized people.

Does Liquidity Enhancement Auction improve the Liquidity Condition in Japanese market?

Takahiro Hattori¹

This Version: December, 2018

Abstract

We firstly analyze Liquidity Enhancement Auction, which is the unique auction implemented in the Japanese Government Bond (JGB) markets. Under this auction, Ministry of Finance, Japan (MOF) additionally issues the older bonds with the lack of liquidity in order to improve the liquidity condition in the JGB market. Our results imply that this auction significantly affects the liquidity in the JGB market. Moreover, we empirically show this auction provides the persistent effect on the liquidity condition.

JEL codes: D44, E43, G18, G28

Keywords: Liquidity, Japanese Government Bond, Liquidity Enhance Auction

¹ Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan (hattori0819@gmail.com)

土地資産を考慮した C-CAPM の有効性およびパラメータ安定性の検証

小塚匡文（摂南大学） 森澤龍也（流通科学大学）

消費に基づく資産価格モデル（Consumption-based Capital Asset Pricing Model; C-CAPM）の実証分析において、その実証的なパフォーマンスを疑問視する研究は少なくない。初期の研究は、概して C-CAPM の現実妥当性を否定するものであった。この原因の一つとして、当初の研究が、相対的危険回避度一定型（Constant Relative Risk Aversion; CRRA）の選好に基づく標準的なモデルに依拠していたからではないかと考えられた。こうして、習慣性や逐次的効用などの様々な要因を組み込んだ多くの分析が行われてきたが、エクイティプレミアムパズルを解決したモデルはいまだ得られていない。日本のデータを用いた先行研究では、C-CAPM を支持しているものと否定するものが存在する。後者は、相対的危険回避度の推定値が負になると報告しており、実証上の課題の一つとして、家計の選好を表す deep parameter 群を各々識別して推定することの困難さを示唆している。

この問題を考えるなかで我々が着眼したのは、これまでの C-CAPM の研究が金融資産を主体に分析されてきたという点である。これは、わが国の家計資産の保有状況の実態を踏まえると、必ずしも適切ではない可能性がある。そこで、『平成 26 年全国消費実態調査』（総務省統計局）を確認すると、わが国の家計バランスシート（総世帯・純資産）のうち、金融資産の割合は 32.3% であるのに対して、住宅・宅地といった不動産関連資産は実に 64.5% を占めている。この事実は、わが国の資産市場を分析する際には、土地資産の存在を考慮することが重要であることを示唆している。

そこで我々は、代表的家計の効用に土地資産を導入した C-CAPM を定式化し、日本のデータを用いた実証分析を行う。本研究は、わが国における家計の選好がもつと推測される上記の特徴をモデル化する試みである。このモデルでは、時点効用のサービス・フローにおいて、消費と土地資産の代替度パラメータが新たに組み込まれている。これによって、C-CAPM の実証分析における相対的危険回避度の識別問題に対処している。

また、本研究では、オイラー方程式の GMM 推定から得られた deep parameter に関して、Sup-predictive test を行うことで、パラメータ安定性を検証している。株式収益率と土地収益率の連立式による推定結果によると、選好パラメータの推定値は、符号条件を満たす有意かつ安定的な値が得られており、過剰識別制約条件についても成立しているとの結果が得られる。この実証結果によると、わが国の家計における資産選択を分析する際には、金融資産と土地資産の両方を考慮する必要性が示唆されている。

Management Earnings Forecasts and Investor Trust: Signaling Effect of Corporate Social Responsibility

早稲田大学 首藤 恵

早稲田大学 竹原 均

Abstract

This study examines whether investor trust built through corporate social responsibility (CSR) activities affects the relationship between the accuracy of management earnings forecasts and investment performance, proxied by firm-specific returns and idiosyncratic risk based on Fama and French (1993) three factor model.

From a long-term perspective, firm-level investor trust-building may influence the association between management forecast reporting and market-based performance. The present analysis investigates how investors perceive CSR intensity, and how it influences investment performance in both market downturns and upturns in Japan during the period 2007 -2016.

The main results are as follows. First, high accuracy of management forecasts is significantly related to high firm-specific returns and low idiosyncratic risk. Second, investors pay the cost of CSR activities in an upturn market but are rewarded by underpinned returns in a downturn market. Therefore, investors enjoy insurance benefits from highly-trusted companies, which help assure the stability of returns in the long run.

This study suggests that CSR strategies can be used by corporate managers to signal trustworthiness in the capital market and may contribute to restraining management bias in earnings forecasts reporting. This implies that non-financial disclosure may improve the outcomes of financial disclosure by affecting investors' attitudes.

田沼期の金銭相場と銭貨政策

慶応義塾大学（非常勤） 藤井典子

江戸時代の銭貨は、常時鑄造されていたわけではない。勘定所が必要と判断した時期に「銭座」を開設して銭貨を鑄造し、あるタイミング停止した。しかし、どのような判断材料をもとに、銭貨政策の意思決定・執行を行ったかの実態は、よくわかっていない。

その一例が、田沼期（本稿では、1758年から1786年を対象とする）である。この時期の貨幣政策については、計数銀貨の嚆矢である明和南鐐二朱銀の発行（1772年）が注目されてきたが、銭貨についても、真鍮四文銭の発行や、商人請負制による銭座運営を廃し、勘定所の指揮管理下で金座・銀座などが運営する体制に移行した画期であった。しかし、銭貨は明和南鐐二朱銀と同種の「小額貨幣」として論じられがちで、銭貨政策に焦点を絞った分析は手薄であった。

江戸や幕領の関東農村部では、藩札が発行されておらず、18世紀半ばごろ、人々が授受した貨幣の多くが銭貨であったといっても過言ではない。1文・4文の銭貨で多額の支払いをするには重量が嵩み不便な面もあった。こうした面に対処しうる明和南鐐二朱銀が発行されたが、その農村部への普及実態や銭貨との代替関係、金銭相場への影響等が実証されないまま、田沼期後半の銭安進行と鑄銭持続の事実が提示されてきた。1970年代から進展した研究では、上方の銀銭相場の時系列分析や貨幣数量の推計値等を論拠に、金1分未満の「小額貨幣」需要へ対応した一環として銭貨増発の動きが意義付けられてきた（新保・岩橋ほか）。しかし、相場の動きと施策を整合的に理解しきれない局面があり、銭貨政策の意義については再検討の余地がある。近年利用可能となった銭座関係史料や農村史料等も活用し、田沼期を通じた銭貨政策の検討・実施過程を再検討し、幕府のスタンスの変化とその背景となる政治的事情や経済情勢等について事実関係を把握する基礎作業が必要と思われる。

本稿では、以下の構成で論を進める。金銭相場に関する制度や先行研究を簡単に振り返ったうえ、1765年に開設された鑄銭定座の運営体制について新史料をもとに分析し、鉄一文銭の銭両替向けの払出や幕府御蔵への納銭時に勘定所役人や金座人らが相場をいかに把握管理していたかを明らかにする。江戸市中で形成された金銭相場に加え、関東農村部の金銭相場を年貢関係史料等から新たに捕捉しその推移を観察する。相場データをもとに、田沼期の銭貨政策の局面を5つの時期に分け、幕府関係者が各局面でどのような課題に対処しようとしたかを史料から分析する。その際には、政治的要請や経済振興策の遂行といった要素も勘案しながら、実際の銭貨の用途の事例をもとに実証を進める。

こうした銭貨政策の意思決定・執行過程の実務を辿ることを通じ、田沼期の経済政策・政治の特徴の一端を映し出すことを試みる。

明治初年の銀行論争にみる伊藤博文・吉田清成・渋沢栄一の政策思想

早稲田大学 鎮目 雅人

本報告では、1872(明治5)年の国立銀行条例の制定を前に展開された金融制度改革に関する論争(銀行論争)について、論争の中心にいた伊藤博文、吉田清成、渋沢栄一の政策思想に着目しつつ再検討を試みる。

『明治財政史』によれば、米国の national banks をモデルとし国債を引当とする複数の発券銀行の設立を主張する伊藤博文と、英国の Bank of England をモデルとし金貨を引当とする単一の発券銀行の設立を主張する吉田清成とが対立し、1871(明治4)年8~9月を頂点とする激しい論争を経て、同年11月に至り両者が妥協するに至り、金貨を引当とする複数の発券銀行からなる国立銀行制度が成立したとされる。

本報告では、近年公開が進んだ吉田清成関係文書などをもとに、論争の中心人物であった伊藤と吉田に加え、両者の間に立って調整を行い法案の起草にもあたった渋沢栄一の足取りを辿り、明治初年の金融制度改革が具体化されていく過程を新たな視点から跡付けることとしたい。

伊藤と吉田はいずれも幕末期にロンドン留学の機会を得たが、伊藤が短期間で帰国したのに対し、吉田は1866年のオーバーランド・ガーニ商会の破綻に端を発する一大恐慌を体験し、続いて米国に渡って明治維新後まで滞在し、英米の経済社会制度についての理解を深めた。一方、渋沢は一橋慶喜の家臣として一橋領内で藩札を発行した経験があり、紙幣発行の実務についての見識を有していたほか、慶喜が將軍となった後、パリ万博の幕府使節の会計担当として派遣され、欧州において見聞を広める機会を得た。

明治維新政府内の改革チーム(改正掛)の長となった伊藤は、部下である渋沢等の調査結果をもとに分権的な米国の発券制度に狙いを定め、1870(明治3)年末から米国に出張してその日本への導入を図った。米国留学中の吉田は伊藤等と接触し、その見識を買われて金融制度改革への参画含みで帰国するが、帰国後は自身の英米での経験を踏まえて伊藤の案に反対を唱える。伊藤と吉田の対立が最も激しかったのは1871(明治4)年の5~7月頃であり、一大事業であった廃藩置県の実施(同年7月)を契機に妥協が成立した。その後、伊藤は岩倉使節団の副使への就任、吉田は外債発行のため米国への派遣がそれぞれ決まり、発券銀行設立に向けた具体案の策定は渋沢等が担った。

本報告では、伊藤、吉田、渋沢の経歴がそれぞれの政策思想の形成に与えた影響に着目しつつ、明治維新时期の金融制度改革を先導したリーダーが果たした役割について考えてみたい。

[ここに入力]

UK Banking Act 1979 and the Bank of England: Policy Stance and Implications for the European Banking Union

Hideki Sato
Kanazawa University

Abstract

This paper discusses banking supervision and regulation in the UK through historical analysis. It sheds light on historical aspects, particularly the developments in the 1970s related to the preparation of the UK's banking legislation. It is evident that there are disputable issues in the June 2012 European Commission's proposal for European Banking Union (EBU). Although there are several factors to be clarified carefully around issues such as the harmonisation of deposit guarantee schemes, such as the European Deposit Insurance Scheme, we can observe a gradual progress of the EBU. The UK was once an important member of the European Union (EU) as a non-Eurozone member state. During the 2016 referendum, the UK voted to leave the EU and, therefore, it has to deal with several inevitable issues with alacrity such as deciding on a single market and Irish border in transitional period after its exit in March 2019. On the other hand, the UK has been adjusting its banking regulatory and supervisory systems in tune with the European Economic Community, European Community, and EU. The process and features of the accumulated UK banking supervisory methodology of the 1970s would contribute to finding indispensable implications for the current EBU. The study uses the Bank of England Archives and partially the documents of the National Archives in London. Despite the fact that 40 years have passed between the 1970s and the 2010s, we can explore the original aspects of the harmonisation of banking supervision and regulation in the Eurozone.

Keywords: The Bank of England, Banking Supervision, Economic History

JEL Classification: F65 (Economic Impacts of Globalization: Finance), G28 (Financial Institutions and Services: Government Policy and Regulation), N24 (Economic History: Financial Markets and Institutions: Europe: 1913-)

日本銀行の2%物価安定目標がなぜ達成できないか

みずほ総合研究所 門間一夫（パネル座長）

< パネルの趣旨 >

2013年4月に日本銀行が異次元の金融緩和を開始してから、既に6年が経過した。この間、景気は拡大基調を続け雇用は大幅に改善した。しかし、消費者物価の基調的な上昇率は0%台前半にとどまっている。2%インフレに対する強いコミットメントを掲げ、量的にも質的にも前代未聞の大胆な金融緩和を行えば、2年程度で2%インフレが実現するはずであった。それが6年経っても実現の目途すら立たないという現実、日銀にとってだけでなくアカデミズムにとっても、重い問題を提起していると言える。

本パネルでは、軽妙な語り口で定評の日銀ウォッチャー加藤出氏（東短リサーチ社長）、日経 CPINow の生みの親の一人でもある渡辺努氏（東大教授）、大胆な政策によるデフレ脱却を早くから主張してきた安達誠司氏（丸三証券経済調査部長）、といった個性派パネリスト3名に、金融論が専門の内田真人氏（成城大教授）を交えて、この重大な謎に挑みたい。司会は、日銀の2%目標導入に担当理事として関わった門間一夫（みずほ総研エグゼクティブエコノミスト）が務める。

問題意識の第一は、この6年間で2%インフレはなぜ実現できなかったのか、である。金融緩和になお不十分な部分があるのだろうか。アベノミクスの第3の矢が弱いことが問題なのか。それとも、消費税率の引き上げなど財政運営に問題があったのか。日銀は、デフレマインドの根強さなどによるタイムラグだと整理しているが、そういう理解でよいのか。グローバリゼーションやアマゾン効果などにより、低インフレは先進国共通の現象とも言われるが、それでも日本の低インフレが際立つ現実をどう説明するか。

第二に、上記と表裏一体だが、どうすれば2%物価目標が実現できるのか考えてみたい。日銀にもっとできることがあるのだろうか。あるなら今の日銀はなぜそれをやらないのだろうか。色々言われる副作用の問題はどう考えればよいのか。政府が果たすべき役割も大きいのか。しかしそうだとすると、「物価の安定」は日銀の責任において実現すべきという今の政策分担と矛盾するのではないのか。物価指数の改善も必要なのだろうか。

第三に、そもそも2%物価目標は適切なのか、という基本に立ち返った議論もしてみたい。素朴な疑問として、6年経っても実現の目途すら立たないものを、目標として掲げておく意味はあるのだろうか。日銀の信認が失われるなどの問題はないのだろうか。一方、世界的に中立金利が低下する中で、金融政策の「のりしろ」をどう確保するかが重要性を増している。米国FRBは今年、2%目標をより強固にできないかという問題意識で、金融政策の枠組みに関するレビューを行う。そうした国際的な議論の流れも踏まえると、日銀は2%物価目標を実現できなくても堅持すべき、と考えるべきだろうか。

以上の疑問すべてに答えを出せるわけではないが、フロアからのご意見も含め、少しでも真実に迫る議論にしたい。

6年間の超金融緩和で生じた直視すべき現実

東短リサーチ 加藤 出

2%のインフレ目標を目指して日本銀行が実施してきた超金融緩和策はこの4月で7年目に入った。しかし、物価は日銀が期待したようには上昇せず、インフレ目標は依然として遠い状態にある。

現時点で最も重要なことは、この6年間に我々が体験してきた現実を直視することだと思われる。このためここでは主に以下のポイントを採り上げる。

中央銀行の「大胆な緩和策」「強いコミットメント」「(それらによる)事実上の円安誘導」では高まらなかった家計の値上げ許容度(収入の伸びや社会保障制度の維持可能性を楽観できない国民が多い現状においては、中銀のリフレ政策は人々に生涯実質所得の減少をイメージさせる。その状況で円安による生活コストの上昇が発生すると、他の裁量的支出において節約が生じ、インフレ率は上昇しにくくなっている)。

物価上昇を阻んでいる超低金利環境(低金利は消費の市場での過当競争を支えてしまっており、それにより企業の価格支配力は高まりにくくなっている。日本ほどではないが米国など海外でも近年同様の傾向が現れ始めている)。

多方面に現れている人口動態の影響(不動産価格とCPIの関係、予想される今後の劇的な消費縮小など)。

グローバル化やデジタル革命から生じる物価下押し圧力(それらの影響により価格がさらに下がる、またはさらに上がりにくくなる品目が今後も多数現れ得る)。

超金融緩和策長期化にともなう金融システム脆弱化(同政策によって市場金利がリバーサル・レートを下回っている場合、日銀法が日銀に求めている「物価の安定」と「金融システムの安定」の両立は困難となる)。

これらの論点を踏まえながら、出口に向うことができない超金融緩和策の問題点を整理してみる。

物価変動のレジーム転換と金融政策

丸三証券 安達誠司

今回の「中央銀行パネル」では、日銀が設定した2%のインフレ目標について、(1)なぜ、これまで実現できていないのか、(2)実現可能なのか、について、「フィリップス曲線のレジーム転換」という観点から言及したい。

まず、ここで用いるフィリップス曲線は、失業率とインフレ率の関係であり、しかも、失業率は、本格的なデフレ局面に入った1998年以降の労働参加率を調整したものを用いる。

その上で、フィリップス曲線の動きを概観すると、デフレ局面に入った1998年以降、右方へシフトした後、2013年のQQE政策をきっかけに、まずは、左上方にシフトしたことがわかる。フィリップス曲線の動きから推測すると、デフレ以前(ここでは、1983年から1997年まで)のフィリップス曲線に回帰(すなわち、左方シフト)することでデフレ脱却は「完成する」と思われるが、NIRP以前のQQE政策では、左方シフトは観察されず、循環的な景気回復パターンを辿ることでインフレ率が上昇した。途中、消費税率引き上げによる消費の低迷とNIRPをきっかけとした円高による景況観の悪化でインフレ率が低下したものの、米国における「トランプ旋風」にともなうドル高円安とYCC政策によってフィリップス曲線は2016年終盤から左方シフトを始めた。

このフィリップス曲線の左方シフトの局面では、株価の上昇と設備投資拡大がみられたが、これに従来からの雇用環境の持続的な改善が加わることで、多くの企業が潜在成長率のトレンド転換を確認し、設備投資に対するスタンスが好転、結果、資本装備率の上昇によって生産性が改善に向かったことがインフレ率の抑制要因になった可能性が高いと考える。

フィリップス曲線をこのような「構造的なシフト」の部分と「循環的な変動」に分解すると、後者の「循環的な変動」はインフレ率上昇に寄与しており、2013年以降の金融政策にはインフレ率の押し上げ効果があったと考えられる(同時に、「構造的なシフト」についても、金融政策は、株高と潜在成長率のトレンドを上向きに変えることで影響を及ぼしていると考えられる)。

このように考えると、デフレが長期化する中、潜在成長率の低下と株価低迷による設備投資低迷がQQE政策によってタイムラグをもって解消しつつあるが皮肉にも表面的にはインフレ抑制的に効いていることが推測される。

現状、フィリップス曲線の位置は、デフレ以前の状況にかなり接近しており、(労働参加率を調整した)失業率が3%を割り込んだ水準からインフレ率は再び上昇し始める可能性がある(現在、この失業率は5.1%程度と推定される)。したがって、2%のインフレ目標は達成可能であるし、日本銀行は現行の金融政策スタンスを辛抱強く維持すべきだと考える。

ただし、現状は、副作用を含め、厳しい側面も出てきているのでこれについては、パネルの場で議論できれば幸いである。

企業のプライシングパワー回復が課題

東京大学 渡辺努

2013年1月22日、政府と日銀による共同文書が発表され、デフレ脱却を目指す物価目標政策が始まった。消費者物価上昇率は当時マイナスであったがこれを2%まで引き上げることに政府・日銀がコミットした。しかしそれから6年が過ぎた現時点で、消費者物価(除く生鮮・エネルギー)は前年比0.5%であり、引き続きゼロ近傍にある。日銀を含む関係者の多くが物価目標2%の実現は困難との見方を示している。

こうした中で、2%という目標が高すぎたのではない、手の届く水準に変更すべきではないかとの声が多く聞かれる。そもそも物価目標政策を採用したこと自体が間違いだったのではない、アベノミクス以前の金融政策の枠組みに戻すべきではないかとの意見も少なくない。

6年かけても物価目標を達成できていないという事実は重い。金融政策の枠組みを見直すのはタイミングとして適切だろう。しかし筆者には、現在行われている見直し論議は大事なポイントを避けて通ろうとしているように見える。それはデフレのコストだ。標準的な金融政策理論によれば、インフレにもデフレにもコストがあり、経済厚生を悪化させる。中央銀行の責務はそれを回避することだ。

6年前の物価目標導入時にはそうした認識があった。しかし今聞かれるのは、金融緩和で生産が伸び、失業率も下がった。これ以上頑張っても物価を引き上げる理由は見当たらないとの意見だ。その背後には、物価上昇率がゼロ近傍でも2%でも、経済厚生に大きな違いはないとの漠然とした認識がある。

しかしグリーンズパン元FRB議長は、米国がデフレの淵にあった2000年代初頭に、デフレが進行すると企業が原価上昇分を価格に転嫁できなくなるという意味でプライシングパワーを喪失すると予言した。プライシングパワーを喪失した企業は新商品開発など売上を伸ばすための前向きの取り組みを諦め、コスト削減など後ろ向きの経営に向かってしまうので、マクロ経済の活力が削がれるとの懸念を示した。今の日本は残念ながらグリーンズパンの予言どおりの状況にある。

インフレと違いデフレのコストは体感しにくい。特に日本のように20年以上にわたってデフレにどっぷり浸かってしまうと、デフレ下での生活やビジネスの慣習が当たり前になり、それがいかに不健全かを認識できなくなる。

日本企業のプライシングを正常化するには今後どのような取り組みをすべきか。教科書的に言えば物価は総需要曲線と総供給曲線で決まる。これまでの6年間で政府・日銀が行ってきたのは、異次元緩和により総需要曲線を右にシフトさせそれによって物価上昇を目指すという戦略であった。しかしデフレ脱却のカギを握るのは総需要曲線のシフトではない。企業のプライシングパワーを回復させることにより価格硬直性を正常な水準に戻すこと、つまり総供給曲線の傾きをきつくすることである。政府・日銀の政策の焦点も今後、総需要曲線から総供給曲線へと変えていく必要がある。

The Response of Corporate Financing and Investment to Expansionary Monetary Policy: Evidence from China

Graduate School of Economics, Waseda University
Cai Yue (Graduate Student)

This article studies the role of heterogeneity in firms' productivity in determining the response of corporate financing and investment to monetary policy shocks. We combine monetary policy shocks, measured using the exogenous M2 growth rates, with firm-level outcomes from yearly CSMAR (China Stock Market & Accounting Research Database) data over the 2003-2013 period. Using regression of total bank debt on the interaction between the monetary policy shock and the firm-level total factor productivity (TFP) as well as various firm level outcomes, we find the coefficient of interaction is negative and significant. One firm lies at the 90th percentile of the TFP distribution exhibits a 1.09 times larger elasticity of total bank debt with respect to monetary policy shock than another firm lies at the 10th percentile of the TFP distribution. Estimation of a linear investment equations shows that the coefficient of the interaction between monetary policy shock and TFP is positive and significant. On the investment dimension, firm lies at the 90th percentile of the TFP distribution reacts an additional 7.8% more than the firm lies at the 10th percentile of the TFP distribution.

Our research reveals the need for policy makers to carefully consider the distribution effect of monetary policy in the developing countries. Policies based on the traditional credit channel of monetary policy may not achieve the goals: constrained firms with high productivity will increase borrowing and investment in response to expansionary monetary policy. The expansionary policy is, in this cases, even harmful to the economy because it causes misallocation of credit across firms.

Stock Lending Market and the BOJ's ETF purchasing program: Micro-Evidence from ETF Balance Sheet Data and Equity Repo Trading Data

Junnosuke Shino (Waseda University)

Kou Maeda (Tokio Marine & Nichido Fire Insurance)

[Abstract]

The ETF (Exchange Traded Fund) purchasing program currently implemented by the Bank of Japan (BOJ) has, in contrast to other asset purchasing programs, a unique characteristic: stocks that constitute ETFs held by the BOJ can be lent freely by ETF managers. This study (1) examines whether the ETF purchasing program actually causes an expansion of the stock lending market, and (2) identifies the determinants of stock lending (or equivalently equity repo trading). We focus on two different micro-datasets of stock lending: ETF balance sheet data released by asset management companies and equity repo trading data released by the Japan Securities Dealers Association. Our empirical analysis of these datasets shows that the expansion of the ETF purchasing program has caused the substantial growth of stock lending markets. Panel regression results suggest that the size of equity repo trading tends to be larger for stocks with (a) lower free-float rates, (b) smaller market values (both are proxies for market liquidity), (c) higher valuations such as PBR, and (d) higher volatility. These results also imply that the program has contributed significantly to activating stock lending trades at the times of the bank's decisions to increase the target amounts of purchases of the program, as well as to influencing the sensitivities of the trades to market liquidity and valuations.

[Keywords]

Stock lending, ETF purchasing program, Bank of Japan

The Collateral Channel versus the Bank Lending Channel: Evidence from a Massive Earthquake

Ichiro Uesugi (Hitotsubashi University)

Daisuke Miyakawa (Hitotsubashi University)

Kaoru Hosono (Gakushuin University)

Arito Ono (Chuo University)

Hirofumi Uchida (Kobe University)

This paper examines the existence of the collateral and the bank lending channels simultaneously and compare their economic significance, by taking advantage of exogenous shocks to a firm's tangible assets and a bank's net worth caused by the massive Tohoku earthquake in 2011. We obtain the following findings: (1) damages to a firm's tangible assets and to the net worth of its primary banks lead to deterioration in firm's credit availability, which lends support to the existence of both the collateral and the bank lending channels; (2) firms that faced a tighter credit constraint after the earthquake have lower amount of borrowing outstanding and larger fall in the level of production and sales activities; (3) in aggregate, the damage caused by the earthquake and transmitted through the two channels substantially decrease output in the region.

日本金融学会 2019 年度春季大会報告論文要旨

報告題目：アジア通貨に関する為替リスク管理

赤羽 裕（亜細亜大学）

本報告は、今後、アジア域内の貿易・資本取引で増加の見込まれる域内通貨建て取引に関する為替リスク管理につき考察するものである。米国の金融政策が不透明な中、中国、ASEANとも関係の深い日本企業の立場でも、重要な分野と考えて取り組むものである。

2016 年の BIS のサーベイに拠ると、為替取引に占める円を除くアジア通貨のシェアは、2 通貨ペア取引のため全体 200%のうち、12%であり、米ドル 88%や日本円 22%に比較するとまだその割合は小さい。しかし、約 20 年前の 1995 年と比較すると、取扱高は約 34 倍と大きく伸びており、全体の為替取引の同期間の伸びが 4 倍強であることを勘案しても、着実に増加していると評価可能であろう。

アジア域内通貨建て取引の増加にあたっては、その主ユーザーである企業や投資家の立場では、為替リスク管理の視点が重要である。各ユーザーからは、自国通貨と当該通貨間の為替相場の安定や当該通貨の流動性、為替リスクヘッジ手段の確保、安価なヘッジコストといったことが望まれる。そこで、本報告では、まず、現状のアジア通貨の為替リスクヘッジ手段の確認を行った。そのうえで、将来的な地域通貨単位(Regional Currency Unit,以下 RMU)までを展望して、その為替リスクヘッジ機能について検討した

具体的には、RMU を実利用する場合、企業にとっては直物レートのみではなく、先物レートを利用した為替予約のニーズも存在する。そこで、RIETI の AMU をベースに、限定国通貨を対象にした AMU-I の金利（3 ヶ月もの）算出、それを利用した先物レートの試算を行った。今回は、対円のみで一時点のみでの算出となったが、金利に関する時系列のデータが入手できれば、AMU-I 金利の時系列での算出、他通貨と AMU-I 間の先物レートの算出も可能である。こうした点は、今後の課題と考えている。合わせて、AMU の実利用のメリットを示すものとして、企業が為替リスク管理に使用する「想定為替レート」に関して、米ドルと AMU との比較・検証を行った。また、RMU 創出に関して、ASEAN との連携に重点を置いて考えた。

上記の試算・検討と合わせて、日本および ASEAN 各国で、金融機関や企業、政府関係機関に、アジア通貨の利用や為替リスク管理の状況をヒアリングさせていただき、考察に役立てた。

ヒアリングでは、とくに 2018 年 9 月に参加させて頂いた日本 ASEAN センターのスタディーツアーでの、現地企業関係者、ASEAN 各国政府関係者、アカデミック関係者へのブリーフィングが非常に役立ったことを申し沿えとともに、関係者に心より感謝したい。なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、本務先、その他いかなる組織とも無関係である。

The financial effect of airport concessions: An empirical analysis

明治大学 朝岡大輔

< 報告要旨 >

The purpose of this paper is to examine the financial effect of airport privatization by means of concessions, a policy introduced in Japan in 2011. By financial effect, we mean the *ex-ante* and *ex-post* change in the value of an airport under private management, reflected in increase in market capitalization and improvement in financial performance. We look at the granting of a concession for Japan's Sendai Airport, the first such concession to be made by the central government.

To measure the *ex-ante* value, we adopt the event study methodology and statistically test for any rise in the stock price of the concessionaire, Tokyu Corporation, at the time of the announcement of the bidding result. Additionally, we measure the *ex-post* value by examining any improvement in financial performance and change in the number of passengers using the airport after the concession. We find both a positive cumulative abnormal return in the stock and an increase in the number of passengers with statistical significance.

The originality of this paper lies in its finding a positive financial effect from an airport concession granted in Japan, thus contributing to the existing literature on the effect of privatizing public infrastructure. The paper also draws a policy implication in proposing expanded disclosure as a means of removing the information advantage that incumbents may have in future bidding processes.

日本企業の海外企業買収と企業パフォーマンス

鯉淵賢（中央大学）

後藤瑞貴（一橋大学大学院）

要旨

近年活発に行われている日本企業による海外企業の大型買収は買い手である日本企業にどのような影響を与えているのか。本研究では、1999年から2015年までに実施された日本の上場企業による買収価格1000億円以上の大型海外企業事例25社37事例について、買収直後と買収後の長期に渡る企業パフォーマンスを計測した。次の3つの主要な結果が得られた。第1に、買収のアナウンスが取得企業の株価に与える影響は、初報道日の周辺においてもサンプル全体で顕著な悪影響は観察されず、買収直後に大きく株価が下落した事例でも、その後買収完了までの交渉期間を通じて株価が回復する傾向が観察された。第2に、買収後の企業のパフォーマンスについては、10事例において取得によって計上された事業ののれんに何らかの減損損失が発生していたが、減損損失累計額が取得価格の50%超であった事例は4事例に留まった。さらに、事業別及び地域別のセグメント情報を用いて、被取得事業の売上高及び利益率の推移を長期的に計測すると、買収以降の被取得事業を含む事業セグメントは、買収完了後の直後から順調に売上高が増加し、同期間の主要既存事業セグメントの売上高成長率を大きく上回る傾向が顕著であった。また買収後の被取得事業を含む事業セグメントの利益率はほとんどの事例で正であり、主要既存事業セグメントの利益率とほぼ同水準であった。以上の結果は、既存の主要事業と日本地域の縮小傾向の下で、日本企業による大型の海外企業買収は、より高い成長性を追求する事業ポートフォリオの再構築において有効な経営戦略となりうることを示唆している。

Evaluating the effectiveness of foreign exchange intervention
using counterfactual analysis:
Evidence from Japanese intervention episodes, 2010-2011

Taro Esaka(Kobe City University of Foreign Studies)

Takao Fujii(Kobe City University of Foreign Studies)

This paper presents an empirical method of using a synthetic control method proposed by Abadie, Diamond, and Hainmueller (2010, 2015) to evaluate the effectiveness of official foreign exchange (FX) intervention. By applying the method to the data on Japanese FX intervention events in the period from September 2010 to November 2011, we estimate the treatment effect of a particular FX intervention on the yen-dollar rate. From this analysis, we report three main findings. First, FX interventions characterized by large, coordinated, and/or infrequent interventions are substantially effective in moving the yen-dollar rate in the desired direction. Second, in contrast to previous research, Japanese FX intervention has a relatively long-lasting effect on the yen-dollar rate. Third, although the intervention amount is the smallest, the lasting effect of coordinated intervention is the largest and the most powerful compared to the other single intervention events.

JEL classification: F31; F33; F37; C14; C22

Keywords: Exchange rate; Foreign exchange intervention; Yen-dollar rate; Counterfactual analysis; Synthetic control; Treatment effect

International Portfolio Rebalancing and Equity Market Spillovers

January 7, 2019

Yushi Yoshida*

Faculty of Economics, Shiga University

Abstract:

Previous studies in the portfolio flow literature provide supportive evidence on the effect of international portfolio rebalancing on returns of both equity and foreign exchange markets. This study investigates whether international portfolio flows can account for the observed co-movement of returns of equity markets across countries. We decompose country's portfolio inflows into regional component and idiosyncratic domestic component and then examine how much of contemporaneous co-movement of equity market returns of two countries can be attributable to the international portfolio flows.

Keywords: Capital Flows; Equity Market Spillovers; Portfolio Investments; Portfolio Rebalancing.

JEL Classification Codes: F32

Acknowledgements: Financial support was provided by KAKENHI15K03557.

* yushi.yoshida@biwako.shiga-u.ac.jp. 1-1-1 Banba, Hikone, Shiga, Japan.

Unemployment in a Balassa-Samuelson Model with Heterogeneous Job Separations

Noel GASTON (University of South Australia)

Taiyo YOSHIMI (Chuo University)

Abstract: A small open economy model with tradeable and nontradeable sectors is used to examine how unemployment and the real exchange rate are affected by productivity growth. While labour is mobile, unemployment occurs due to search frictions. The nontradeable sector includes the public sector. Sectors have different separation rates, which gives rise to compensating wage differentials. Productivity growth leads to both sectors expanding or to one sector expanding and the other contracting. Moreover, depending on the sector in which productivity grows relatively more, unemployment may rise or fall. We also find that the effect of relative productivity growth on the real exchange rate, i.e. the Balassa-Samuelson effect, is mitigated or amplified by relative expansion of both sectors. Simulations suggest that introducing intersectoral differences in separation rates can improve the predictive ability of the Balassa-Samuelson model.

Keywords: Unemployment, compensating wage differential, job matching, Balassa-Samuelson

JEL Classification: F31; F41; F66

AI と資産運用

神戸大学 岩壺 健太郎

< パネルの趣旨 >

金融業界の中核事業で人工知能 (AI) を活用する動きが広がっています。外国為替取引では超高速の自動取引だけでなく、ディープラーニングによる相場予測や効率的な取引を実現させるための方策として使われ始めました。そこで、今回の国際金融パネルでは、AI を用いた資産運用の現状と課題について、最先端の研究や技術を紹介しながら議論します。

まず、大学教授の傍ら資産運用会社 Magne-Max Capital Management の代表として AI 投信を設計し Yahoo に卸している岡田克彦教授 (関西学院大学) から、ファイナンス研究の知見に立脚したクロスセクションの株価予測を AI を用いてどのように行うのかをお話し頂きます。

次に、大和証券投資信託委託 AI 研究リーダーの鈴木智也教授 (茨城大学) から、混同されやすい「自動化」と「知能化」の違い、AI 運用の実現事項と未実現事項、ボトルネックの解消法についてご紹介いただきます。

さらに、画像解析による為替予測プラットフォームをじぶん銀行に卸している AlpacaJapan 開発総括の北山朝也氏から、機械学習を使って短期の為替予想を行う方法や、実運用に耐えうる為替予測システムの設計・構築の仕方、今後の発展のあり方についてお話いただきます。

パネル後半では、(1)機械学習と統計推論の使い分け、過学習に陥らず汎化性能に優れたモデルを採用するために心がけるべきこと、(2) AI のブラックボックス問題がもたらす説明責任、受託者責任に関する解決法、(3) AI に長けた投資家が多くを占める金融市場でどのような問題が生じるのか (ファンドマネージャーは AI にとって替わるのか、個人投資家は収益をあげられないのか) などの論点について議論を行う予定である。

AI によるファクター投資

関西学院大学 岡田克彦

要 旨

AI による投資を考える場合、2つの方向性が考えられる。一つは、過去価格系列データを学習して、先行きを予測しようというアプローチである。このアプローチの最大のメリットは、一般的投資家に対するわかりやすさであろう。海外においてもテクニカル分析の愛好者は多いが、日本においても、堂島に米の先物市場が創設され以降、ロウソク足を用いた罫線分析が盛んである。こうした分析は、過去の系列データに将来の価格情報が含まれているとの前提で行われている。しかし、講演者はファイナンス領域の研究活動に従事していることもあるが、市場が少なくとも weak-form で効率的であると考えている。したがって、超短期の HFT（高頻度取引、High Frequency Trade）に類する取引はともかく、日次や週次といったレベルの株価変動を分析することで、将来を予測しようとするアプローチには抵抗感がある。

AI 投資のもう一つの方向性は、クロスセクションのファクターに基づいた予測である。少数の株価や株価指数の時系列の予測は困難であるが、市場に数千銘柄存在する上場企業のクロスセクションの予測ファクターについては、これまでも多くの研究者が明らかにしてきた。研究論文で明らかになっているファクターは膨大な数に昇るが、50年から100年という長期間において確認されており、クロスセクションの期待リターンを説明する特徴量ともいうべきものである。市場は strong form は言うに及ばず、semi-strong form でも効率的であるかどうか疑わしい。公開情報であっても情報伝播速度に差異があり、それがクロスセクションリターンに差をもたらしていると考えられる。

本講演は、後者の方向性における AI、機械学習の活用について議論していく。

人工知能 AI はどこまで資産運用に役立つか

茨城大学・大和証券投資信託委託株式会社 鈴木智也

要 旨

FinTech が台頭するように金融業務の多くは自動化可能であり、資産運用業務も例外ではありません。古くは 1980 年代よりアルゴリズム売買が始まり、執行アルゴによる効率化、HFT によるスピード競争、ロボアドバイザーによるマスカスタマイゼーション、そしてビッグデータと機械学習を活用した AI 運用が誕生しました。AI 運用以前はロボットによる自動化が本質であるため、成果を得やすい領域です。しかし AI においては期待が先行しやすく、実際のパフォーマンスは期待に追いついていないのが現状です。

過剰な期待の背景として、マスメディアが HFT や執行アルゴによる「自動化」と、AI 運用における「知能化」を混同しており、一般市民を混乱させています。そこで本報告ではこれら一連の技術を整理し、実現事項と未実現事項を明らかにします。そして未実現事項については、何がボトルネックになっているのかを考察します。

知能化とは、データとコンピュータを用いて知覚（パーセプション）を再現することであり、主に統計学が介在します。近年の深層学習によって特に視覚と聴覚が発達し、画像やテキスト等の非数値データも扱えるようになりました。本報告ではこれらの具体例を紹介しますが、知覚において人間を上回ることは難しく、ブラックボックスの問題からも AI 運用の妥当性は法的責任や受託者責任において極めてグレーであり、最終的には人間のファンドマネージャーによる判断が前提となっています。さらに人間にもフレーム問題が存在し、AI に与えるフレーム（説明変数）を広げるには経験やインセンティブが必要であることも紹介します。

AI 技術の成功事例の多くは囲碁のようにルールが明確であり、金融市場においてはこの限りではありません。その結果、AI が学べる法則性には限度があります。そこで改善策の一つとして集団学習法を紹介します。複数の AI を組合せて集合知を獲得することで、AI 単体の知能を底上げします。さらに法則性が強まるほど AI 集団の意見が一致する性質を利用して、有望な投資銘柄を動的に判断する方法を紹介します。

Alpaca が挑む為替短期予測の世界

AlpacaJapan 株式会社 北山朝也

要 旨

Alpaca は機械学習を利用し為替の短期予測に挑んでいるスタートアップです。Alpaca の短期予測の研究成果は Bloomberg 社のアプリケーションプラットフォーム「AppPortal」において、実際にリアルタイムに閲覧し、実運用や業務に活用することが可能になっています。本報告では、Alpaca がこれまでの為替短期予測の研究を通して学んだ点について説明致します。

まず、機械学習を為替の短期予測に適用する方法について説明します。為替短期予測には、その分野特有の様々な困難があり、その困難を一つ一つエンジニアリングを駆使して解決してまいりました。特にデータの準備、前処理、ディープラーニングを利用した学習手法、予測モデルの評価の 4 点がについて、どのような問題があり、それをどのように解決したかを説明致します。

もう一つは、より実務的なポイントとして、どのように実運用に耐えうる為替予測システムを設計・構築したかを説明致します。バックテストとライブ運用における差異を最小化する方法、そのための仕組みについて、実際に Alpaca が構築したシステムの設計例を基に説明致します。

最後にこれらの経験を通して、為替の短期予測が今後どのような発展が有りうるかについて考察致します。

共通論題「検証 アベノミクス」

座長： 福田慎一（東京大学）

本パネルの目的

安倍政権の経済政策「アベノミクス」は、低迷する日本経済を活性化し、デフレ経済から脱却することでわが国の持続的な成長の実現を目指したものである。アベノミクスは、当初、大胆な金融緩和、機動的な財政出動、民間投資を喚起する成長戦略から成る「三本の矢」（旧三本の矢）によって、さまざまな経済指標を改善させた。しかし、その一方で、今日の日本経済には、依然として力強さに欠ける指標が数多く存在する。より大きな問題は、少子高齢化や財政赤字など、中長期的な課題が何ら解決されないままであることである。わが国の少子高齢化や政府債務の累積は、他に類を見ないスピードで進行しており、それがもたらす構造的な問題は極めて深刻だとの指摘は少なくない。好循環の実感を多くの人々が共有するには、日本経済が抱えるこの構造問題を解決し、人々の将来不安を取り去ることが不可欠である。そしてそのためには、民間の力を最大限に引き出し、人材や技術に裏付けられた新たなフロンティアを作り出す「成長戦略」が重要となる。しかし、わが国の構造改革はいまだ「道半ば」で、将来を見据えた日本が抱える中長期的課題への取り組みは、これからというのが実情である。

そこで本パネルでは、新たなステージに入ったアベノミクスを、中長期的課題への取り組みである「構造改革」を中心に多角的に考察することを通じて検証することを目的とする。アベノミクスで掲げられた「構造改革」に関しては、いずれも的（目標）であってそれを実現するための矢（手段）が必ずしも明確でないという批判がなされることは少なくなかった。これを受けて、「生産性革命」では、企業の収益性向上・投資促進やIoT、ビッグデータ、人工知能、ロボットを活用したイノベーションなどが、また人づくり革命では、幼児教育の無償化、待機児童の解消、高等教育の無償化、介護人材の処遇改善などがそれぞれ政策パッケージとして示された。しかし、的（目標）の実現に向けた具体的な矢（手段）の成果が明らかになるのはこれからといえる。金融政策に過度の依存する体質から脱却し、少子高齢化と財政健全化に正面から向き合って日本経済の構造を改革して行くことが急務である。このため、本パネルを通じて、今日の日本における成長戦略が抱える課題をあらためて整理しておくことは意義深いといえる。

パネリスト 1：伊藤隆敏（コロンビア大学/政策研究大学院大学）

テーマ：アベノミクス第 3 の矢の発射点と着地点

報告要旨

アベノミクスの第 3 の矢である成長戦略を成功に導くことが、アベノミクスの総合的な完成にとって、必要不可欠である。成長戦略は、労働投入量と資本投入量を増やすことだけではなく、労働生産性、全要素生産性を引き上げて、供給側から潜在成長率を引き上げること为目标としている。生産性の向上は、実質賃金の引き上げを可能とするので、消費を引き上げて、需要面の支出増加をもたらす。とくに、労働人口が減少するなかで、労働生産性の向上は非常に重要だ。第 1 の矢、第 2 の矢と異なり、第 3 の矢の具体的な内容は多岐にわたるため、達成度の評価が難しい。

第三の矢のカテゴリーの政策のいくつかは、安倍第一次政権（2006 - 07 年）の経済財政諮問会議における政策提言から始まっていることは、あまり知られていない。本報告では、例を挙げて、第三の矢（2013 年 6 月、日本再興戦略）の発射台は第一次政権にあったことを明らかにする。

- 例 1、 羽田空港再国際化と査証要件緩和による訪日外国人増加
- 例 2、 強い農業を作り、FTA を強化する
- 例 3、 GPIF 改革
- 例 4、 取引所改革
- 例 5、 労働市場改革

パネリスト 2：池尾和人（立正大学）

テーマ：変遷するアベノミクスと金融政策

報告要旨

当初のアベノミクスは、「デフレ脱却」を旗印として「3本の矢」からなるとされていた。しかし、2015年の9月には、「アベノミクスは第2ステージに移る」と宣言され、新たな「3本の矢（というよりも的＝目標）」が打ち出された。そして、2017年12月には、「新たな経済政策パッケージ」が発表され、新3本の矢のうちの「夢を紡ぐ子育て支援（出生率1.8）」と「安心につながる社会保障（介護離職ゼロ）」を引き継ぐかたちで「人づくり革命」を、「希望を生み出す強い経済（名目GDP600兆円）」を実現するためにも「生産性革命」を実行するとされた。

こうした変遷の中で、アベノミクスの軸足は「成長戦略」に移ってきているとみられる。しかし、個別的に評価できる成果はあるものの、日本の潜在成長率が有意に改善したという結果は得られていない。潜在成長率が低位にとどまっているということは、「中長期の経済財政に関する試算」の成長実現ケースは現実的ではなく、そのベースラインケースを確保することも容易ではないことを意味している。したがって、2020年代中にプライマリーバランスの黒字化が達成される目途は立っていないと言わざるを得ない。

換言すると、物価安定の目標を消費者物価の前年比2%上昇と定めた2013年初の『政府・日銀共同声明』の「今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていく」という前提は満たされておらず、物価安定目標は依然として未達のままとされている。また、政府が「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」という約束も履行されていない。

このために、当初のアベノミクスの主役とみなされていた「大胆な金融緩和（量的・質的金融緩和）」は、袋小路に陥っているように見える。実質と名目の二分法的に金融政策だけで物価を引き上げられるということはやはりなかったもので、短期決戦で成果を上げて手仕舞うということはできず、否応なしに長期戦化を強いられることになった。それにともなって量的・質的金融緩和の内容も変遷を遂げるとともに、持続性の確保と引き換えに戦略的展望を失っているのではないかと懸念される。

そこで本報告では、改めて量的・質的金融緩和の6年間を振り返った上で、金融政策のこれからについて考えてみたい。

パネリスト 3：神津多可思（リコー経済社会研究所 / 埼玉大学）

テーマ： 日本の長引いたマイルドなデフレの背景

報告要旨

アベノミクスでは「デフレからの脱却」が強調され、金融政策面では非伝統的と呼ばれる対応が強化されてきた。そのデフレの実態をみると、2000 年代以降に日本経済が実際に経験したのは、デフレ・スパイラルではなく、マイルドなデフレに繰り返し陥る時期が長引くという現象であった。アベノミクス下で採用されてきた諸政策は、そのような性質のデフレからの脱却の処方箋としてどう評価できるだろうか。

1990 年代初頭のバブルの崩壊以降、日本のインフレ率は傾向的に低下し、2000 年代に長引いたマイルドなデフレの時期に入った。その間、マクロ的な需給ギャップは繰り返し供給過剰 / 需要不足の方向に振れた。それが単に景気循環によってもたらされたものでは、30 年近くの長い間、安定的なインフレ率を実現できなかった点を必ずしもうまく説明できない。

他方、性格の異なる構造的ショックが波状的に日本経済に加わり、それぞれへの対応に時間がかかったと考えれば、繰り返し訪れる供給過剰 / 供給不足の下で長引いたマイルドなデフレの時期に至った背景の整理も一応は可能である。その構造的ショックとしては、経験的には 本質的な意味合いの認識が遅れたバブルの崩壊と時間をかけたその後始末、ベルリンの壁崩壊後に大きく変質しかつ加速したグローバル化、1990 年代後半以降の急速な高齢化などがある。この内、 については 2000 年代半に対応が完了したが、残る 、 は今日なお日本経済にとって非常な重荷となっている。

アベノミクスでは当初、緩和的な金融政策、拡張的な財政政策、経済の構造改革の 3 要素が掲げられたが、それらのバランス良い組み合わせは、上記 、 への政策対応としては極めて標準的なものと言える。しかし、その後の展開をみると、金融政策によるデフレの解消に焦点が当たり、日本経済が現在直面する問題への核心的な政策対応になっているかという点の評価が十分なされていないように窺われる。

金融緩和への偏重は、高齢化の下での長期的な財政の健全性や銀行を通じる金融仲介への依存度が高い下での金融システムの効率性を維持していく上で副作用を生む。今後、第 4 次産業革命と呼ばれる新しい技術革新の影響が本格化することをも勘案すれば、金融政策を含むマクロ安定化政策の今後のあり方を今一度検討すべき時期に来ているように思われる。