金融学会会報

2012年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　2012年５月19日（土）・５月20日（日）

会　場　立正大学大崎キャンパス
（〒141-8602　東京都品川区大崎４－２－16）
最寄り駅と所要時間:
JR「五反田」駅、JR「大崎」駅、徒歩５分。
都営地下鉄浅草線「五反田」駅、徒歩５分。
東急池上線「五反田」駅、徒歩５分。
東急池上線「大崎広小路」駅、徒歩１分。
URL ： http://www.ris.ac.jp/guidance/cam_guide/osaki.html

連絡先　日本金融学会 2012 年度春季大会準備委員会
〒141-8602　東京都品川区大崎４－２－16
立正大学経済学部２号館308号室気付
E-mail：jsme2012-rissho-admin@ris.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：５月19日（土）18時30分より、五反田の「ゆうぽうと」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、下記銀行の口座に４月26日（木）までにお振込みください。

りそな銀行　五反田支店
普通預金　口座番号：1598201
加入者名：日本金融学会（ﾆﾎﾝｷﾝﾕｳｶﾞｯｶｲ）

なお、４月27日（金）以降および当日お支払いの場合には5,500円を頂戴いたします。

○昼　　食：大崎キャンパスの周囲には数多くの飲食店やレストランがありますので、ご利用ください。

ご　注　意：懇親会費を振込まれる方は、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。

なお、お振込後の懇親会費の払い戻しには応じかねますので、あらかじめご了解ください。

○アクセス：会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。

駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用ください。

○セッション：自由論題の各報告は、報告者の報告時間25分、コメント10分、質疑応答10分の合計45分です。パワーポイントをご利用の方は、セッションの円滑な進行のため、セッションの10分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。
また、開始時間は5月19日（土）、20日（日）ともに10時です。

○宿泊施設：各自で手配願います。

○そ　の　他：

- 当日のコピー・サービスは一切行いません（当日配布される資料については、各自で事前にご準備ください）。
- 大会準備委員会の方針として、出席者名簿の配布はいたしません。
- 本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。ホームページには要旨集のみ掲載いたします。
- 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。

日本金融学会 2012 年度春季大会

プログラム

第 1 日 5 月 19 日 （土）

受付開始　立正大学大崎キャンパス 3 号館 1F　　9:30～

１．震災復興パネル　　＜10:00～12:15＞

Ａ会場　　341 教室

テーマ：震災後の復興に向けた経済的課題

座長　東北大学　西　山　慎　一　氏

(1) 東日本大震災からの復興と課題

報告者　東北福祉大学　鴨　池　　治　氏

(2) 震災後の東北経済

報告者　日本銀行　福　田　一　雄　氏

(3) 震災復興に向けた資金供給の課題

報告者　法政大学　平　田　英　明　氏

討論者　一橋大学　植 杉 威 一 郎　氏

討論者　神戸大学　地　主　敏　樹　氏

２．国際金融パネル　　＜10:00 ～12:15＞

Ｂ会場　　335 教室

テーマ：欧州財政危機の要因とその世界的波及

座長　学習院大学　清　水　順　子　氏

(1) 欧州財政危機の要因

報告者　慶應義塾大学　嘉 治 佐 保 子　氏

(2) ユーロという実験――通貨同盟における域内インバランス、クロスボーダーバンキング、債務再編、構造改革、金融システムの安定性

報告者　中央大学　鯉　渕　　賢　氏

(3) 欧州財政危機への処方箋がはらむリスク――危機の波及は防げるのか？

報告者　国際協力銀行　西　沢　利　郎　氏

討論者　中央大学　田　中　素　香　氏

討論者　慶應義塾大学　土　居　丈　朗　氏

３．自由論題　＜10:00 ～12:15＞

Ｃ会場　334 教室

セッション：コモディティ

座長　多摩大学　宇 佐 美　洋　氏

(1) コモディティ市場は金融市場化したのか？――構造 VAR に基づく検証

報告者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

武蔵大学　茶　野　　努　氏

討論者　同志社大学　北　坂　真　一　氏

(2) シミュレーションによる値幅制限緩和・撤廃効果の分析――デフォルト・リスクの観点から

報告者　東京工業品取引所　小 野 里 光 博　氏

東京工業品取引所　山　岡　博　士　氏

東京工業品取引所　荒　木　浩　介　氏

討論者　多摩大学　宇 佐 美　洋　氏

(3) アフリカ産油国へ原油価格が与える影響――ナイジェリアを例に

報告者　神戸大学大学院　出　町　一　恵　氏

討論者　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

Ｄ会場　324 教室

セッション：ファイナンス

座長　愛知大学　栗　原　　裕　氏

(1) 社債スプレッド変動要因と銀行の債券投資活動について――流動性の視点から２つの金融危機を比較して

報告者　青山学院大学　白　須　洋　子　氏

討論者　東京経済大学　安　田　行　宏　氏

(2) 格付けはスルーザサイクルといえるのか――シクリカルな要因が格付けに与える影響

報告者　一橋大学大学院　根　本　直　子　氏
討論者　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏

(3) CDS と債券価格・株価の関係――消費者金融会社に関するイベント・スタディ評価

報告者　武蔵大学　茶　野　　努　氏
討論者　千葉商科大学　吉　田　　靖　氏

E会場　326 教室

セッション：金融財政政策の時系列分析

座長　上智大学　竹　田　陽　介　氏

(1) Taylor Rule or McCallum Rule for the Chinese Monetary Policy

報告者　一橋大学大学院　劉　　佳　氏
討論者　関西学院大学　田　中　　敦　氏

(2) Effects of Public Investment on Sectoral Private Investment：A Factor Augmented VAR Approach

報告者　神戸大学　藤　井　隆　雄　氏
流通科学大学　小　塚　匡　文　氏
慶應義塾大学　平　賀　一　希　氏
討論者　大東文化大学　郡　司　大　志　氏

(3) Accounting for Relative Price Levels across Cities within Japan

報告者　駿河台大学　池　野　秀　弘　氏
討論者　愛知大学　打田　委千弘　氏

F会場　322 教室

セッション：金融システムの安定化策

座長　近畿大学　安孫子　勇一　氏

(1) Mark-to-Funding による銀行貸出の時価評価への対応について

報告者　埼玉大学大学院　中　沢　浩　志　氏
討論者　日本大学　三　井　秀　俊　氏

(2) 預金保険制度の課題と展望

報告者　横浜国立大学　高　橋　正　彦　氏
討論者　獨協大学　斉　藤　美　彦　氏

(3) 規制対応の公募増資が抱えるインセンティブ問題

報告者　早稲田大学大学院　鶴　沢　　真　氏
討論者　神戸大学　高　橋　　亘　氏

Ｇ会場　323 教室

セッション：金融制度とマネーフロー

座長　一橋大学　奥　田　英　信　氏

(1) エクアドルのドル化政策の現状と展望

報告者　在エクアドル日本国大使館　木　下　直　俊　氏
立正大学　林　　康　史　氏
討論者　国際通貨研究所　松　井　謙　一　郎　氏

(2) 株券電子化の与えた影響――決済リスクの削減と資金移動の観点から

報告者　証券保管振替機構　九　内　麻　希　氏
討論者　東京大学　神　田　秀　樹　氏

(3) On the Behavior of Money Flows on the Real Side and the Financial Side in Hokkaido Prefecture

報告者　小樽商科大学　神　崎　稔　章　氏
討論者　山形大学　山　口　昌　樹　氏

４．昼食　＜12:15～13:30＞

５．中央銀行パネル　＜13:30～15:45＞

Ａ会場　341 教室

テーマ：マクロプルーデンスと中央銀行――マクロプルーデンスの考え方、政策への取り組み、課題と展望を中心に

座長　成城大学　内　田　真　人　氏

(1) マクロプルーンスと中央銀行

報告者　日本銀行　宮　野　谷　　篤　氏

(2) マクロプルーンスと中央銀行－金融リスク管理の実務の視点から－

報告者　日本総合研究所　西　口　健　二　氏

(3) 証券化型金融のもとでのマクロプルーデンス：コンティンジェント転換証券と保険の役割

報告者　一橋大学　中　村　恒　氏

６．特別セッションⅠ　＜13:30～15:45＞

〔立正大学 140 周年事業との共催〕

Ｂ会場　335 教室

テーマ：石橋湛山の人と哲学――金融学者として、立正大学学長として

座長　立正大学　秦　野　眞　氏

(1) M.ブロンフェンブレナーが見た石橋湛山とケインズ主義

報告者　早稲田大学　池　尾　愛　子　氏

(2) 石橋湛山の自由主義

報告者　日本大学　寺　西　重　郎　氏

(3) 石橋湛山と現実主義――立正大学の視点から

報告者　立正大学　早　川　誠　氏

７．自由論題　＜13:30 ～15:45＞

Ｃ会場　334 教室

セッション：コーポレートファイナンス

座長　慶應義塾大学　金　子　隆　氏

(1) 労働債権の優先性と流動性不足

報告者　東京大学　田 中 茉 莉 子　氏

討論者　専修大学　石　原　秀　彦　氏

(2) レバレッジ・ダイナミクスの分析――上場企業と非上場企業の比較

報告者　一橋大学大学院　吉　田　隆　氏

一橋大学　小　西　大　氏

討論者　慶應義塾大学　辻　幸　民　氏

(3) 負債構成の決定要因――情報の非対称性に着目した分析

報告者　慶應義塾大学　富田信太郎　氏
討論者　東京理科大学　佐々木隆文　氏

D会場　324 教室

セッション：為替レートの実証分析

座長　神戸大学　岩壷健太郎　氏

(1) The BOJ Interventions, Order Flow, and Financial Crisis

報告者　九州産業大学　吉田裕司　氏
長崎大学　須齋正幸　氏
討論者　早稲田大学　北村能寛　氏

(2) Order flows, Fundamentals and Exchange rates

報告者　神戸大学　岩壷健太郎　氏
Cass Business School　Ian W. Marsh　氏
討論者　筑波大学　永易淳　氏

E会場　326 教室

セッション：日本の金融市場の諸問題

座長　東京大学　福田慎一　氏

(1) Nondivergent Rational Bubbles in the Japanese Stock Market?

報告者　神戸大学大学院　渡辺寛之　氏
討論者　近畿大学　星河武志　氏

(2) 為替相場の変動と貿易収支――マーシャル=ラーナー条件の一般化と J-カーブ効果の統合

報告者　明治学院大学　岡部光明　氏
討論者　愛知大学　栗原裕　氏

F会場　322 教室

セッション：経済発展と金融

座長　日本総合研究所　清水聡　氏

(1) The Role of FDI in Local Financial Development in Post-Reform China: Evidence from Panel Data

報告者　早稲田大学　大熊正哲　氏
早稲田大学大学院　高瑞東　氏

愛知学泉大学　岩 本 光 一 郎　氏
重慶大学　劉　　辛　氏
討論者　早稲田大学　小　倉　義　明　氏

(2) 郷里送金の国内産業への波及効果――産業連関表を使ったメキシコの事例分析

報告者　国際通貨研究所　松 井 謙 一 郎　氏
討論者　一橋大学　奥　田　英　信　氏

８．特別講演　＜16:00 ～17:00＞

Ｈ会場　石橋湛山記念講堂

座長　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏
講演者　金融庁長官　畑 中 龍 太 郎　氏

演題：金融行政をめぐる最近の動向（仮題）

９．会員総会　＜17:10 ～18:10＞

Ｈ会場　石橋湛山記念講堂

10．懇親会　＜18:30～20:30＞

会場　ゆうぽうと　（大学より徒歩１分。裏面の地図をご参照下さい。
tel：03-3940-5111）

第 2 日 5 月 20 日（日）

受付開始　立正大学大崎キャンパス 3 号館 1F　**9:30～**

11. 特別セッションⅡ　＜10:00～12:30＞

Ｈ会場　石橋湛山記念講堂

テーマ：金融危機後の北東アジアにおける金融協力

座長　広島大学　矢　野　順　治　氏

(1) The Present Situation and Outlook of RMB Internationalization

報告者　華東師範大学　黄　澤　民　氏

(2) グローバル金融危機と経済パラダイム：韓国の経験を中心に

報告者　韓国金融研究院　金　東　煥　氏

(3) 金融危機後の北東アジアにおける金融協力

報告者　一橋大学　清　水　啓　典　氏

討論者　一橋大学　小　川　英　治　氏

討論者　神戸大学　金　京　拓　司　氏

12. 自由論題　＜10:00～12:15＞

Ｂ会場　335 教室

セッション：金融機関

座長　早稲田大学　晝　間　文　彦　氏

(1) 労働金庫におけるリレーションシップバンキング

報告者　岡山大学　三　村　聡　氏

討論者　横浜市立大学　藤　野　次　雄　氏

(2) 銀行合併が効率性を向上させるか？――地方銀行による実証的証拠

報告者　一橋大学大学院　郎　霊　氏

討論者　立命館大学　播磨谷浩三　氏

(3) 中国における邦銀の競争力

報告者　山形大学　山　口　昌　樹　氏

討論者　拓殖大学　山　村　延　郎　氏

Ｃ会場　　334 教室

セッション：国際金融

座長　神戸大学　藤　田　誠　一　氏

(1) Are Consistent Pegs Really More Prone to Currency Crises?：An Analysis Using Matching Estimators

報告者　神戸市外国語大学　江　阪　太　郎　氏
討論者　経済産業研究所　内　野　泰　助　氏

(2) Regional Inflation and Industrial Structure in Monetary Union

報告者　筑波大学　永　易　　淳　氏
討論者　大阪経済大学　福　本　幸　男　氏

(3) Lessons from Past Crisis Experience and Its Lessons to Asia：Banking Behavior and Asset Bubble

報告者　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏
金融庁　中　村　友　哉　氏
金融庁金融研究センター　境　　吉　隆　氏
討論者　神戸大学　高　橋　　亘　氏

Ｄ会場　　324 教室

セッション：金融史

座長　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

(1) 17 世紀オランダにおける振替銀行設立とイマジマリー・マネー

報告者　名古屋大学大学院　橋　本　理　博　氏
討論者　日本銀行　鎮　目　雅　人　氏

(2) 先駆的銀行合同例の地銀間比較――第一合同銀行と藝備銀行との財務諸表の比較を中心として

報告者　岡山大学大学院　高　橋　義　雄　氏
討論者　北九州市立大学　迎　　由 理 男　氏

Ｅ会場　　326 教室

セッション：金融・ファイナンスの実証分析

座長　明治大学　北　岡　孝　義　氏

(1) Return and Volatility Spillovers between Japanese and Chinese Stock Markets: An Analysis of Overlapping Trading Hours with High-frequency Data

報告者　対外経済貿易大学　西　村　友　作　氏
大阪大学　筒　井　義　郎　氏
関西学院大学　平 山 健 二 郎　氏
討論者　早稲田大学　宇　野　　淳　氏

(2) What Determines CDS Premium?：Simultaneous Equation System Approach

報告者　日本政策投資銀行　宮　川　大　介　氏
日本大学　渡　邉　修　士　氏
討論者　一橋大学　沖　本　竜　義　氏

(3) 外国為替レートにおける季節性

報告者　立正大学大学院　歌　代　哲　也　氏
討論者　東京経済大学　熊　本　方　雄　氏

13. 昼食　＜12:15 ～13:30＞

14. 共通論題　＜13:30～16:30＞

Ｈ会場　石橋湛山記念講堂

テーマ：金融危機後の金融規制の新潮流

座長　慶應義塾大学　池　尾　和　人　氏

(1) リーマン・ショック後の金融規制改革

報告者　日本銀行　山　岡　浩　巳　氏

(2) 米英における金融規制をめぐる最近の動向と議論――ドット・フランク法を中心に

報告者　東京大学　岩　原　紳　作　氏

(3) 自己資本規制のマクロ経済学的な根拠について

報告者　一橋大学　齊　藤　　誠　氏

(4) 金融規制の奔流と金融機関経営行動

報告者　　みずほ証券　藤　井　健　司　氏

15. 閉会挨拶

大会実行委員長　　立正大学　林　　康　史　氏

＜プログラム委員会＞

三　隅　隆　司（一橋大学、委員長）
伊　藤　隆　康（新潟大学）
内　田　真　人（成城大学）
奥　田　英　信（一橋大学）
北　岡　孝　義（明治大学）
佐　藤　政　則（麗澤大学）
田　中　　敦（関西学院大学）
林　　康　史（立正大学）
福　田　慎　一（東京大学）
前　田　　淳（北九州市立大学）
家　森　信　善（名古屋大学）
安孫子勇一（近畿大学）
岩壷健太郎（神戸大学）
小　川　英　治（一橋大学）
金　子　　隆（慶應義塾大学）
栗　原　　裕（愛知大学）
竹　田　陽　介（上智大学）
地　主　敏　樹（神戸大学）
晝　間　文　彦（早稲田大学）
藤　田　誠　一（神戸大学）
三重野文晴（神戸大学）
吉　野　直　行（慶應義塾大学）

＜準備委員会＞

林　　康　史（委員長）　小　畑　二　郎　　慶　田　昌　之　　歌　代　哲　也

〈震災復興パネルパネル〉

震災後の復興に向けた経済的課題

東北大学　西山　慎一

東日本大震災からの復興と課題

東北福祉大学　鴨池　治

震災後の東北経済

日本銀行　福田　一雄

震災復興に向けた資金供給の課題

法政大学　平田　英明

〈国際金融パネル〉

欧州財政危機の要因とその世界的波及
－Eurozone Crisis: Its Causes and Global Implications－

座長　学習院大学　清水順子

パネルの趣旨

今回の欧州危機は多様な側面を持ち、現在も新たな展開を遂げている。危機の発端となったギリシャをはじめとする周辺国の財政危機とソブリンの暴落は、欧州金融機関の債務超過を伴って欧州各国に波及し、世界金融市場におけるリスク回避行動を誘発した。さらに、リーマンショック時と同様に、欧州での財政緊縮による経済停滞が貿易を通じた実物経済の経路により、日本や中国をはじめとするアジア新興国にも大きな影響を及ぼしつつある。

欧州危機が深刻化した背景には、ユーロという共通通貨制度に欠陥があり、ユーロ圏全体の危機を救うためには共通通貨ユーロの下でより本格的な財政統合もやむなし、という意見も多い。しかし、財政危機発生の原因をユーロだけに押し付けていいのだろうか？我々は、欧州財政危機を共通通貨導入の失敗という対岸の火事として捉えるのではなく、それぞれの国が現在直面している諸問題を解く鍵としてより深く分析し、議論する必要があるだろう。

本パネルでは、発生から既に二年が経過した欧州財政危機の要因やその波及が拡大した経緯について、国家のガバナンス改革や金融市場における銀行行動といったマクロ・ミクロ両面のアカデミックな視点に加えて、国際銀行業務に携わる実務家の立場から欧州財政危機への処方箋がはらむリスクを指摘した上で、EU 経済と財政学という二つの観点から討論する。

ユーロ圏がさらなる危機に陥った時に、その影響は国際金融市場を通じて他の地域に波及するリスクがある。欧州系銀行の金融仲介程度の大きさを考慮すれば、世界の金融システムに影響が及ぶことも考えられる。そして何よりも欧州の財政危機下におけるガバナンス改革の行方が日本の財政問題へ波及する可能性も考慮すべきだろう。本パネルでの討論を通じて、研究者や実務家が相互に意見交換し、多角的な視点から活発な議論が行われることを期待したい。

日本金融学会・国際金融パネル

2011 年 5 月 19 日（土）10:00～12:15

欧州財政危機の要因　The Causes of the Eurozone Debt Crisis

報告要旨

慶應義塾大学　経済学部
教授・PCP Co-ordinator
嘉治佐保子

2009 年後半、ギリシャの財政状況に関する悪い知らせから始まったユーロ危機は、その要因として財政に焦点があてられがちである。そして「通貨だけ統一して財政を統一しなかったから、危機が生じている」と主張されることが多い。しかし「財政さえ統一すれば通貨統合はうまくいく」わけではない。欧州が解決すべき問題は、財政よりも広いのである。

本報告の目的は、欧州財政危機の要因として、ユーロ加盟国経済の競争力の問題、そしてその解決の鍵となるガバナンスの問題を指摘することにある。

かつてのリスボン改革、それを受け継いだヨーロッパ 2020 が目指した構造改革も実現しなければ、たとえ債務危機が収束しても、欧州の長期的安定はない。ユーロ開始後、ユーロ圏内で、改革に成功した国と成功しなかった国があった。危機に見まわれた国が、改革を成功させなかった国であることを、データは示している。単一通貨は非対称性のもとでうまく機能しない。そろって改革を実現するためには、ガバナンスを改革しなくてはならない。

勿論、財政規律の重要性は欧州でも認識されていて、これを高めるためには、フォン・ロンパイ委員会の報告に始まり、安定成長協定を強化する「シックスパック」（五本の規制 Regulations と一本の指令 Directive、2011 年 12 月 13 日に発効）、「安定、協調とガバナンスに関する条約」（ユーロゾーン加盟国のうち少なくとも 12 か国が批准すれば発効、目標は 2013 年 1 月 1 日）の中のいわゆる「財政コンパクト」がある。

しかし、シックスパックには、「マクロ経済不均衡手続き」（Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP）にもとづくマクロ経済サーベイランスもある。他方、「安定、協調とガバナンスに関する条約」は、経済政策のサーベイランスと協調も強化することを含んでいる。過剰財政赤字を効果的・持続的に解消するために必要な構造改革を示し、債券発行計画の事前調整、過剰財政赤字手続きが始まった加盟国間の経済パートナーシッププログラムをも示している。

他方、ユーロプラスパクトは、「安定、協調とガバナンスに関する条約」以前に、すでに存在した安定成長協定、ヨーロッパ 2020、欧州セメスター（ガバナンス強化のために 2011 年から導入された財政経済協調の年間予定）、「マクロ経済不均衡手続き」を強化するものとして導入された。

いずれも、ユーロ導入前から実行しておかなくてはならなかったガバナンス改革である。内政干渉とも受け取れる内容を含むため、危機が無ければとてもここまで踏み込むことは考えられなかった。それが危機を受けて、急速に推し進められるにいたっている。

ただし今後、難なく前進することは期待できない。ドイツはガバナンス改革が必要であることを強く認識する国の一つであるが、そもそもドイツの憲法裁判所がどう判断するのか、そしてフランスも説得できるかなど、難関が待ち受けている。しかし、ガバナンスを強化できなければ、ユーロ加盟国の非対称性を取り去ることはできず、また欧州の安定的繁栄もないのである。

2012 年日本金融学会春季大会
国際金融パネル「欧州財政危機の要因とその世界的波及」

「ユーロという実験：通貨同盟における域内インバランス、クロスボーダーバンキング、債務再編、構造改革、金融システムの安定性」

報告者：鯉渕賢（中央大学商学部金融学科）

【報告要旨】

ユーロ圏危機は、先進国間で採用された通貨同盟が実際にどのように機能するのかについて金融政策のみならず、銀行行動、金融システム、財政政策、実物経済等に渡る様々な具体的事実を提供した。本報告では、これらについて以下の 3 つの主要な論点についての整理と考察を行う。

第 1 に、1999 年のユーロ導入以降の域内インバランスの拡大とそれを仲介した民間部門の資金フローについて論じる。特に、欧州銀行のクロスボーダーバンキングの役割、その背後にあるユーロ圏各国間の生産性格差、ユーロ圏内の統合された金融監督の不備、BIS 規制上の国債保有のバイアスの影響を考察する。結果としてユーロ圏周辺国の国債がユーロ圏内の大手銀行によって広く保有されたことの意味を考察する。

第 2 に、2007-09 年の世界金融危機の顕在化以降のユーロ圏内周辺国への民間資金フローの反転について論じる。特に欧州銀行によるクロスボーダーの国債保有の解消、加盟国中央銀行間の TARGET2 勘定のインバランスの拡大を考察する。さらに、ECB による金融システム安定の役割の不備という環境下で、証券市場プログラム(SMP)と長期資金供給オペ(LTRO)のもたらした効果を検討する。

第 3 に、名目為替レート調整のない環境下での国家債務再編と構造改革について銀行部門への影響を中心に考察する。さらに、通貨同盟内の加盟国の構造改革に貢献するユーロ圏内のマクロ政策の調整について論じる。

また、以上のユーロ圏危機が日本の債務問題と今後のアジアの経済協力について持つインプリケーションを考察する。

「欧州財政危機への処方箋がはらむリスク：危機の波及は防げるのか？」

"*Risks in policy prescriptions for the European sovereign-debt crisis: muddling through or trapped in a vicious circle?*"

株式会社国際協力銀行　外国審査部長　西沢利郎

≪報告要旨≫

ギリシャ情勢をめぐる一喜一憂は、「民間セクター関与（PSI）」の下で今年３月に民間債権者が債務減免に応じ、さらに集団行動条項（CACs）が適用されると、「トロイカ」による第二次金融支援のめどが立ち、小休止となった。CACs の発動はクレジットイベントと認定され、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の支払いが行われた。こうして、最も安全な資産とみなされてきた国債の信用力が相対化され、民間債権者の債権保全が劣後されることも明らかとなった。こうなると、再び何らかの不安材料が市場で語られ始めると、民間の国債保有者は、従来よりも高い利回りを求めるかもしれない。

では、もし市場からの資金調達条件が一層厳しくなり、さらなる債務負担軽減と公的金融支援が必要となる事態に陥るとどうなるか。民間債権者に対する債務は徐々に減少するが、それとは逆に公的債権者に対する債務は拡大する。こうなると、民間に追加負担を求める余地は徐々に小さくなる。その場合、将来的に、公的債権者が債務の減免を強いられる局面が訪れないといえるのだろうか。

国家の信用力回復には財政再建が急務であり、税収確保と歳出削減が不可欠となる。しかし、財政再建は、需要面から経済成長にはマイナスである。ギリシャのようにマイナス成長を続け、税収確保が困難になれば、さらに歳出を削減するか、借入で穴埋めするかの二者択一となる。もっとも、そもそも過大な債務負担に伴う国家の信用力低下が窮状の原因である。したがって、借入に頼る選択肢をとれば事態はさらに悪化しよう。

そうすると、債務負担を持続可能とみなされる水準まで減免することが残された選択肢となる。とはいえ、安易な債務負担減免は、債務者である政府のモラルハザードを惹き起こす。

欧州中銀（ECB）の二度にわたる長期資金供給オペレーション（LTRO）により市場は落ち着きを取り戻している。欧州財政危機を発端とする国家の信用力低下は、国債を保有する金融機関の資産劣化を通じて、ECB による緊急避難的な流動性供給を要する事態を招いた。そして、ユーロ圏内の「弱い」各国中銀による信用拡張が節度を失えば、ユーロ圏の「ルーブル圏化」リスクが高まるとの指摘もある。

市場と政策の綱引きは、さまざまなリスクを孕んでいる。しかも、欧州財政危機への処方箋は、いくつもの負の連鎖に直面している。時間を買う施策により市場の安定が確保されている間に、財政再建に加え、持続可能な経済成長へ向けた構造改革を進めなければ、負の連鎖からの脱出は困難である。これは、同様の課題を抱えた先進諸国にとって、決して対岸の火事ではない。市場に広がる連想が危機の伝播を招くことがないよう、ファイアーウォールを設け、各国が財政危機をもたらした構造問題の解決を急ぐことが求められている。新興・開発途上諸国への影響は国によって区々であるが、外需の減退よりも、国境を跨ぐ資本フローの動きが大きなリスクであろう。

***

コモディティ市場は金融市場化したのか？
―構造 VAR に基づく検証―

大野早苗　武蔵大学
茶野努　武蔵大学

【要旨】

2000 年代に入り、コモディティ市場に大きな構造変化が生じた可能性がある。その背景として、コモディティ・ファンド・インデックスが数多く提供され、コモディティが機関投資家のポートフォリオの一部に組み込まれるようになったこと、主要先進国において大規模な金融緩和政策が実施されたこと、中国等をはじめとするエマージング諸国が著しい経済成長を遂げたことが挙げられる。

本研究は、構造 VAR モデルを用いてコモディティ・インデックスの決定要因を検証したものである。特に、実需や流動性等の共通ファクターの影響と、コモディティ・インデックスと株価指数との相互依存関係に着目する。

本研究から以下のような結論が得られた。まず、IT バブル崩壊にともない大規模な金融緩和政策が実施された頃より、インターバンク市場の逼迫状況を示す TED のコモディティ・インデックスに対する寄与が高まる傾向が示された。このことより、金融機関の貸出態度が寛容であった世界金融危機発生以前ではコモディティ・インデックスの上昇要因として作用したのに対し、リーマン・ショック発生時においては流動性逼迫がコモディティ・インデックスの下落要因として作用していた可能性がある。ただし、金に対しては、リーマン・ショック発生時においても流動性逼迫の影響は確認されず、当時、金が唯一の逃避先として選択されていた可能性が考えられる。また、米国の経常赤字の拡大とともに基軸通貨としてのドルの地位が懸念された 2003 年、2004 年頃より、ドルからコモディティへの資金需要のシフトが起こった可能性も示された。

シミュレーションによる値幅制限緩和・撤廃効果の分析
ーデフォルト・リスクの観点からー

小野里 光博　株式会社東京工業品取引所
山岡 博士　株式会社 東京工業品取引所
荒木 浩介　株式会社 東京工業品取引所

本稿は、商品先物市場における値幅制限緩和・撤廃の効果を、投資家のデフォルト・リスクに与える影響の観点から分析するものである。価格変動を予め設定された範囲に制限する制限値段の下では、損失が拡大する方向に値が大きく動いている際に建玉を仕切る機会が制約され、デフォルト・リスクが高まる場合があるという考え方がある。この考え方について理論的な示唆を得るべく、現在の取引制度を模した条件下でシミュレーション分析を行った。

具体的な分析手法は、実際の商品先物の価格変動に基づく価格変動のモデル化、異なる制限値段の下での商品先物取引における証拠金額の証拠金額の変動プロセスのモデル化と、これらのモデルを用いた、異なる制限値段下における取引のシミュレーションによるデフォルト確率と平均デフォルト額の算出である。

シミュレーション結果は概ね、以下のとおりである。

①制限値段を拡大するに従って、デフォルト率、デフォルト額ともに低下する傾向がある。ただ、制限値段が価格変動の 95%をカバーする水準以上になると大きな差はなくなる。
②取引日数が長くなるに従って、デフォルト率、デフォルト額ともに上昇する傾向がある。
③デフォルト率、デフォルト額の軽減効果が最も高い制度は、値幅制限撤廃とロスカット・ルール（証拠金残高が維持額を下回った時点で、その日のうちにポジションを仕切る設定）の組み合わせである。

以上の結果から、値幅制限について以下のことが考察された。

①制限値段は拡大するほどデフォルト・リスクは低まる。ただし、過去の価格変動の 95%程度をカバーする水準以上になると制限値段を拡大してもデフォルト・リスクに大きな変化はなくなる。②しかしながら、価格変動のボラティリティは日々変化しているため、制限値段が、月に 1 回の見直し以外には基本的に固定されている状況においては、日々の価格変動の 95%をカバーできていない状態が生じうる。③このため、制限値段が固定されたまま、各取引日において制限値段設定時の過去の価格変動よりもボラティリティが高まれば、実質的に制限値段を縮小したのと同様の効果があり、デフォルト・リスクが高まっている状況が生じているといえる。制限値段を撤廃すれば、デフォルト・リスクを軽減することが可能である。④制限値段を撤廃すれば、上記のようなデフォルト・リスクの高まりは防止することが可能である。ただし、制限値段がない状態であっても、1 日の取引終了後の証拠金（所持金）の残高をみて翌日の仕切発注若しくは追証預託の判断を下していては、結果的には制限値段があって、当日仕切取引ができないことと同じであり、当該判断の前に証拠金（所持金）が枯渇する可能性を否定できない。このため、日中の急激な価格変動リスクへの当日における対応が必要である。

アフリカ産油国へ原油価格が与える影響
―ナイジェリアを例に―

神戸大学大学院生　出町　一恵

アフリカ大陸には現在も貧困問題を抱え、低開発に苦しむ国が多く見られる。その一方で、アフリカの産油国は2000年代を境に、エネルギー資源を含む新たな天然資源の供給者として世界経済においてその重要性を増しており、近年急激な経済成長を見せている。

近年ではIT技術の発達、国際的な市場の整備が進んだことによる国際金融市場の発達と拡大により、先物市場で取り扱われるコモディティの金融商品化が進んだと指摘されるが、実際にこのような原油価格の変化やボラティリティは以前と比べ変化してきているのであろうか。また、これら原油価格変化や変動は現在、経済的に発展途上にあるアフリカの産油国にどのような影響を与えているのだろうか。

以上のような問題意識から、本分析ではサハラ以南アフリカの代表的な産油国であるナイジェリアを事例として取り上げ、アフリカ産油国のマクロ経済へ国際原油価格がどれほどの影響を与えているのか、2001年1月から2009年9月までの月次データを用いて分析する。その際、ナイジェリアの消費者物価指数(CPI)、M2、中央銀行政策金利、名目為替レートと原油価格を変数とした5変数の構造VARモデルを用いる。さらに、原油価格の影響を、価格変化率、急激な上昇（Hamilton Index）、急激な下落（逆Hamilton Index）、ボラティリティの4つに区別して分析を行う。ボラティリティについては、EGARCHモデルを用いて推計したデータを用いた。

推計結果より、原油価格の変化や不確実性はナイジェリアの為替レートには比較的大きな影響を与えていることが示されたが、原油価格から物価への直接的な影響は確認できなかった。また、原油価格の政策への影響に関し、原油価格の急激な上昇に対しては政策金利の上昇が見られ、中央銀行が金融引き締めを行っていることが示された。その一方で、原油価格自体のショック、原油価格の急落（逆HI）、不確実性の増加に対して政策金利は反応を示さなかった。この分析より、国内信用市場が未発達であるナイジェリアのような産油国にとって、国内経済への影響に対処するための政策ツールは限られており、国内の急激なインフレを抑制しながら原油価格からの経済への影響に対処することの難しさが明らかとなった。

社債スプレッド変動要因と銀行の債券投資活動について
～流動性の視点から２つの金融危機を比較して

青山学院大学　白須洋子

概要

本稿は，1997 年から 2010 年前半までのいわゆる２つの金融危機時を含む時期における国内社債流通利回りの対国債スプレッド（社債スプレッド）変動を実証的に分析し，その変動要因を流動性要因（市場流動性及び資金流動性）の観点から明らかにすることを目的としている．実証分析の結果，社債スプレッドを説明する要因としては，信用リスクのみならず，マクロ経済，社債市場の資金流動性リスク，債券市場のメインプレーヤーである銀行等の資金流動性リスクが並存することが判った．また，２つの金融危機を比較すると，90 年代の金融危機の時期に社債スプレッドは市場流動性及びメインプレーヤーである銀行の資金流動性の２つの流動性の影響を受けが，世界金融危機の時期には，邦銀は資金調達制約に直面していなかったため資金流動性リスクは存在せず，社債スプレッドは市場流動性のみの影響を受けたことが判った．なお，一時的ではあるが日本の社債発行市場が機能停止に陥った時期，銀行は緊急に社債に代わり代替的な貸出を行ったために銀行の資金流動性リスクも市場に認識され，社債価格に織り込まれた．つまり，極度に社債発行市場が麻痺した一時期を除くと，世界的な金融危機時には，欧米諸国と異なり日本では資金繰りにおいて銀行部門の資金仲介機能の有効性が相対的に維持されており，そのため，銀行の資金流動性リスクそのものが存在しなかったことが判った．銀行部門の資金繰りが問題となって資本市場のリスクが拡大している欧米諸国とは大きく異なるものである．

格付けはスルーザサイクルといえるのか
―シクリカルな変数が格付けに与える影響

スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン　根本直子

本研究は、格付けが、ビジネスサイクルに左右されない安定した動き（スルーザサイクル）を示しているのかを検証するために、米国、日本の企業を対象に、シクリカルな変数が格付けに与える影響について分析を行った。具体的には、最小二乗法によって格付け全体の変動率と、シクリカルな経済指標、企業の財務指標との関係を分析し、また企業のパネルデータを基にした順序プロビットモデルによってシクリカルな変数が個別企業の格付け水準に与える影響を測定した。

本研究により、（１）米国企業については企業の財務指標とともに、GDP 成長率などのシクリカルな変数が格付けに強い影響を与えている、（２）一方で日本企業については、シクリカルな変数の影響は有意とはいえない、ことが実証された。この結果は米国企業の格付けについてはシクリカルな経済変数の影響が強く、格付け会社が目指すスルーザサイクル手法が実現されていない可能性があることを示唆している。

格付けは情報の非対称性を緩和させ、市場参加者にとって取引コストの低下をもたらすなど、金融市場で一定の意義を果たしている。世界的に活動する銀行を規制するバーゼル委員会の自己資本比率規制（バーゼル II）も格付けをベンチマークとして使用しており、格付けはその意味で規制を支えている。しかし、その一方で格付けの変更が遅れ、信用力が低下した段階での急激な格下げが、金融市場のプロシクリカリティを高めている、という批判がある。格付けの有効性と安定性を客観的に検証することは、金融市場のあり方、規制の方向性を検討する上で意義があると考える。

格付けがスルーザサイクルであるかどうかについては、多数の研究があるがコンセンサスが確立しているとはいえない。本研究の貢献としては、１）企業全体の格付けの変動率と各企業の個別の格付け推移の両方から、格付けに影響を及ぼす要因を分析していること、２）企業の信用力にとって影響力がある事業リスク、財務リスクの変数を幅広く取り入れてデータを検証していること、３）これまで実証研究の対象となることが少なかった日本企業にも分析を広げていること、である。

格付けの動きが、市場参加者の予想以上に、景気変動の影響を受けやすいとすれば、関係者はそれを意識した上での格付けの活用が必要になる。またバーゼル規制においては、格付けが資本賦課の計算に織り込まれているため、規制がプロシクリカリティを高めることがないかどうか、注意深い検証が必要である。

CDS と債券価格・株価の関係
―消費者金融会社に関するイベント・スタディ評価―

武蔵大学　茶野　努

リーマンショック後の金融不安定化の要因として、シャドウバンキング・システムにおいて CDS が果たした役割が大きい。CDS の引受者である AIG は破綻し、システミックリスクの顕在化を懸念した米国政府はこれを救済した。また、ギリシャ危機、それに端を発したイタリア・スペインでの国債価格の下落において、CDS との深い関わりが取りざたされている。CDS は金融不安定化を促す悪玉であるとの議論もマスコミによって報じられている。CDS はリスクヘッジ手段なのか、それとも投機対象の商品なのかということが問題とされている。

本論では、CDS のプライシングについて債券価格や株価との関係を通して検証する。その際に、単に三者の関係を回帰分析するのではなく、経営破綻が相次いだ消費者金融会社のイベント発生時における価格形成に着目するのが本論の特徴といえる。CDS の評価に関しては、企業が平時にある状態と破綻の可能性が強まった時期とを区別して議論する必要がある。

まず、イベント・スタディの手法を使って、消費者金融業を取り巻く環境変化のなかで、どれが予期せぬイベントであったかを特定化する。つぎに、CDS と債券価格・株価との理論的関係について整理する。理論的には、社債スプレッドと CDS プレミアムとの間には、完全な正の相関関係が存在し、クレジット・スプレッドと株価の間には、正と負両方の相関が生じうることを説明する。つづいて、倒産リスクが高まるような（予期せぬ）イベント発生時に際して、このような理論的関係が成立しているのかを消費者金融大手四社を対象に実証的に検証を行った。

得られた結論をまとめると以下のとおりである。今回の限られた業界の数少ないデータによる分析であるので結論は慎重でなければならないが、CDS 取引は平時においてはヘッジ目的が強くて株価との関係も安定的であるが、倒産確率が高いと予想される（デフォルトポイントに近づいたと判断される）ようになると投機目的になる傾向がある。とくに、わが国の CDS 市場の場合には参加者が限定的かつ海外勢が多く、プレミアムの動きは投機的な影響を受ける場面が少なくない。一方、わが国の社債市場は取引・保有主体の殆どを国内機関投資家が占めるとされ、CDS 市場と社債市場が裁定の働きにくい構造にあるのかも知れない。社債市場の活性化に向けて、社債流通価格の情報開示の速報性や信頼性を高める必要があることも指摘されている。すなわち、制度的にみて、社債市場の価格調整速度が株式市場・CDS 市場に劣ることが指摘されている。

古来より、投機はファンダメンタルズからの乖離を広げて価格変動を大きし経済の不安定化要因とする悪玉説と、さまざまな予想をもつ市場参加者がいたほうが市場の安定化に帰するという肯定的見方がある。おそらく、いずれも正しいのであろうが、少なくとも、今後の課題として、このようなケーススタディを積み重ねていき、CDS 市場の機能やプライシングの適正性について検証していく必要があるだろう。

Taylor rule or McCallum rule for the Chinese monetary policy☆

Liu Jia*

Abstract:

This paper revises traditional Taylor rule and McCallum rule by adding nominal exchange rate and real estate price to check their applicability in china. Using NLS and VAR the estimations proved that McCallum rule can explain Chinese monetary policy better, and can influence macroeconomic variables more effectively. In order to get more accurate results and to grasp the changes of the economic environment, both quarterly and monthly data are used. To avoid the absence of GDP in monthly data, three output measurements are used.

The NLS estimation proved that the requirements for an active Taylor rule are not satisfied. And as explanatory variables in Taylor rule, neither nominal exchange rate nor real estate price is statistically significant in most cases. Compared with Taylor rule, McCallum rule may explain the real economic situation in China better, because most the requirements are met. The only problem in McCallum rule is that for an increase in output gap, m will increase, which is contrary to the McCallum rule. A possible explanation of McCallum rule is that to stabilize the nominal exchange rate, excess liquidity is issued, which leads to overheating of the economy and real estate bubbles.

The results of VAR are consistent with the NLS estimations of Taylor rule and McCallum rule. With more responsiveness of the macroeconomic variables to money supply than to interest rate, supply must be a better monetary policy for China. Compared with interest rate, money supply is also more effective, because interest rate could neither affect economic growth nor affect nominal exchange rate. Money supply can both control inflation and stimulate economic growth in the short term.

JEL classification: E31, E52

Keyword: Chinese monetary policy, Taylor rule, McCallum rule, nominal exchange rate, real estate price

☆ We thank Professor Ogawa Eiji and Professor Shimizu Yoshinori for helpful comments and suggestions. The opinions expressed are those of the author.

* Graduate School of Commerce and Management, 2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo 186-8601
E-mail address: cd112009@g.hit-u.ac.jp

Effects of Public Investment on Sectoral Private Investment : A Factor Augmented VAR Approach

Kobe University Takao Fujii
Keio University Kazuki Hiraga
University of Marketing and Disribution Science Masafumi Kozuka

Public investment decreases aggregate private investment both neoclassical and Keynesian model. However, there is no evidence about effects of public investment on disaggregates private investment, such as sectoral private investment. Especially, previous researches have neglected the distinction of investment behavior at each sector to public investment and the possibilities of crowd-in effect at some industries, such as the sectors which are blessed in public demand. On the other hand, public investment decreases some sectoral private investment via not increasing rental cost, but also differences in resource misallocation effect of public investment itself, such as some sector receives positive wealth effect but other suffers negative one. Therefore, this paper investigates how much public investment crowd-out or in each industrial investment using Factor Augmented VAR (FAVAR) model that allows us to analyze large scale VAR model. The result of our investigation shows that effect of public investment differs with each sector not only quantitative, but also qualitative. This result implies the differences of benefits of public investment and enhancing resource misallocation as a side effect in each sector.

Accounting for relative price levels across cities within Japan

駿河台大学 池野秀弘

本研究は、日本国内における財・サービスの価格と地域物価水準の関係を検証する。一般的に、財は移動可能であり、サービスは移動不可能なものと考えられている。地域間で財の移動が可能で日本国内の市場が統合されているならば､財の価格の地域差はなくなり、国内の物価水準の地域差はもっぱら移動不可能なサービスの価格の差によるものとなる。財の価格は全国的に決定し、サービスの価格は各地域で決定するという、ある意味での二分法が想定されている。国際経済学の分野では、Engel (*Jour. of Political Economy*, 1999) の論文以来、各国間の物価水準の差がもっぱら移動不可能な非貿易財によるものか、あるいは、移動可能な貿易財も大きく影響しているかについて、多く研究がなされている。本研究は、国際経済学におけるその一連の研究を国内の地域物価水準の研究に応用したものである。

1985 年以降の月次データを用い、日本の 47 都道府県庁所在市の地域消費者物価指数（CPI）を用いて検証する。各都市（都道府県庁所在地）の地域一般物価指数は公表されているが、財とサービスのそれぞれ別個の地域物価指数は公表されていないので、それらに対応する価格指数を公表されているデータをもとに作成する。そして、各都市間の一般相対物価水準の変化が果たしてどの程度､財の価格指数によるものなのか､そして､また､サービスの価格指数にかかわる要因によるものかを統計的に検証する。

結果は、サービスの価格指数の変化は無視できないが、財の価格指数の変化も都市間の相対物価水準の変化に大きく影響していることを示している。相対的に、長期にわたる変化ほど､財の価格指数よりもサービスの価格指数にかかわる要因の影響が強まる｡しかし､5 年間にわたる物価指数の変化においても、財の価格指数の変化の影響はかなり大きなものである。物価指数の観点からは、小売り段階で財とサービスを区別することの有用性に疑問を投げかける結果となっている。小売り段階の財の価格は流通段階で生じる移動不可能なサービスの影響を大きく受けることの影響が背景にあることが考えられる。

Mark-to-Funding による銀行貸出の時価評価への対応について

埼玉大学大学院生　中沢浩志

本研究の目的は、今後の銀行貸出の時価評価に際して、金融資産評価を負債との関係で捉える Mark-to-Funding の概念を適用することにより、時価評価対象貸出を限定し、個々の銀行の健全性を最少の追加資本で達成し、プロシクリカリティの緩和をはかることである。ここでは、銀行のバランスシートにおいて、負債を預金、資産を貸出に限定してこの概念を適用すれば、預金期日より短期の貸出はその期日まで保持ことができるとみなせ、売却を前提とした時価評価の必要はなくなり、デフォルトリスクのみを資産評価に織り込めばよいことになる。一方、預金期日より長期の貸出はその期日前に売却せざる得ない可能性があるため、マーケットで売却可能な価格での時価評価を行なうべきとの結論が得られる。時価評価にはデフォルトリスクと流動性リスクが含まれるので、貸出資産評価はマーケット環境次第で大きく変動することになる。

まず、貸出の資産評価に関する様々な論点を整理検討した。貸出のスプレッドをキャッシュフローが近い社債のそれで代替して考えれば、社債スプレッドのうちでデフォルトリスクに対応する部分は比較的小さいこと、社債スプレッドを貸出スプレッドにそのまま適用しても、差し支えない方向にあることを先行実証研究から確認した。

預金には定期性預金と要求払い預金（流動性預金）の２種類が存在する。定期性預金はその期日は明確である一方、契約上はいつでも引き出し可能な要求払い預金の実質的な期日を評価する方法を見出し、実際に算出した。

以上を踏まえて、適切な時価評価を実施するために Mark-to-Funding の概念を採り入れる手法を説明した。基本的には貸出と預金でそれぞれのマチュリティラダーを作成し、それらをマッチングさせて、資産サイドで残った金額が時価評価を要する資産とした。

上記の手法に従って、大手銀行の時価評価を要する貸出金額を試算した。具体的には三菱東京ＵＦＪ銀行、三井住友銀行、みずほコーポレート銀行、みずほ銀行、りそな銀行の５行について調べた結果、2011 年３月期で三井住友銀行、みずほコーポレート銀行、りそな銀行の３行はいずれかのマチュリティでネット貸出残高が残った。これらの貸出に時価評価を採用した際の３行の最大追加必要資本（2008 年金融危機時に自己資本を維持するために必要な資本）はそれぞれ現自己資本比 8.9%、5.6%、30.6%に達する。しかし、貸出全体に時価評価を採用すれば、全５行において最大追加必要資本はそれぞれ現自己資本の 15.6～62.8%となり、Mark-to-Funding の場合との追加必要資本の差は大きいことがわかった。

預金保険制度の課題と展望

横浜国立大学　　高橋正彦

預金保険制度は、銀行等の金融機関が破綻したときに、保険の仕組みにより、預金者が被る損失を一定額までカバーすることを通じて、（少額）預金者保護と金融システムの安定を図る、セーフティネットの仕組みである。プルーデンス（信用秩序維持）政策の観点からは、行政当局等による金融規制・監督、中央銀行の「最後の貸し手」機能などと並ぶ、重要な政策手段ともいえる。

我が国では、1990 年代半ば以降、預金取付けの連鎖など、システミック・リスクが懸念される局面で、預金保険制度の本則であるペイオフ（付保対象預金の定額保護）を、数年間凍結せざるを得なかった。2010 年 9 月に経営破綻した日本振興銀行の破綻処理に際して、ペイオフが初めて発動されたが、本件特有の事情もあり、当面、これが常道になるとは限らない。また、2008 年 9 月の「リーマン・ショック」の直後には、世界中で、預金の保護上限額の引上げや全額保護などの動きが広がった。

これらの事実は、預金保険制度はシステミックな危機の際には限界があり、現実には「平時のセーフティネット」にとどまることを示している。世界金融危機後の現在、預金保険制度の限界をどのように、どこまで広げていくのか、また、同制度の限界を超える場合に、どのように対応していくのか、という公共政策上の重要な問題が残されている。

こうした問題意識に立って、本報告では、我が国と世界の預金保険制度に関して、主に制度設計的な観点から検討を行う。主な論点と構成は、以下のとおりである。

初めに、①セーフティネットとモラルハザード、②政府、中央銀行、預金保険機関、金融業界の役割、③各金融業態（銀行、証券会社、保険会社等）のセーフティネットのあり方、といった視点から、預金保険制度の理念的な整理を行う。そのうえで、④預金保険機関の業務範囲、⑤金融機関の破綻処理と公的資金の注入、⑥システミック・リスク防止のための預金保険制度の有効性、⑦少額預金者保護の原則の現実性、⑧小さな預金保険制度の評価、⑨クロスボーダー問題と国際預金保険協会（ＩＡＤＩ）の「実効的な預金保険制度のためのコアとなる諸原則」など、制度運用上の論点について検討する。

現在、我が国の金融システムは相対的に安定を保っているが、先行きについては予断を許さない。米国では、地域金融機関を中心に、多数の預金取扱金融機関の破綻が続いている。欧州連合（ＥＵ）では、ソブリン・リスク（政府債務の信認危機）と金融危機との負の連鎖が懸念されている。同域内では、預金保険制度の統一・強化の動きが進んでいる。この間、ＩＡＤＩの上記諸原則（コア・プリンシプル）に基づき、各国の預金保険制度の評価が試行的に行われている。

こうした現時点で、預金保険制度の課題と展望について、正面から考察を行うことは、理論的にも実務的にも、有意義な取組みと考えられる。

規制対応の公募増資が抱えるインセンティブ問題

早稲田大学大学院　鶴沢　真

サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機や欧州ソブリンリスク問題を受けて、世界の銀行で増資が行われている。日本のメガバンクはバーゼルⅢと呼ばれる新しい金融規制に対応するため、相次いで公募増資を実施してきた。また野村もこの規制を意識した資本増強を行っている。増資時の株価をみると、主要な投資対象は国債であり、株主価値の希薄化が予想されるにもかかわらず各社の株価は安定推移していることが観察される。

銀行と事業会社との相違点は、預金保険によってデフォルトリスクが債権者（預金者）から分離され、政府によって負担されている点にある。加えて、SIFIs（Systemically Important Financial Institutions）レベルの金融機関においては、暗黙の政府保証が存在する。資産価値の増加が見込めない規制対応の増資に応募する新規株主や継続保有している既存株主は、政府からの価値移転の期待値も見込んで株主価値を評価していると考えられる。政府は資本規制を強化することで、銀行の健全性を高め、政府保証の範囲を狭めようとしているが、市場では新しい規制比率は政府が必要と考える自己資本として意識され、その水準まで保証が拡大調整されると考えている。従って、規制対応増資は新しい規制をクリアすることのできる積極的なシグナルとして機能している。

政府からの富の移転を見込んだ投資家に対して増資を行い、その資金を国債に投資している状況は、銀行経営者のモラルハザードと言えよう。株主も政府による補填をあてにしているので、経営者の行動をモニタリングするインセンティブを持たず、有為な投資プロジェクトを探索する努力を求めない。

オプション・モデルによって銀行の営業資産に関する各請求権を検討し、市場から得られる株価データをもとにしたシミュレーションによって具体的数値を示すことで、希薄化した株主価値が政府保証の期待値の増分によって補われるメカニズムを明らかにした。

政府からの価値移転に対する期待が市場に発生する条件としては、当該金融機関が金融システムに深く組込み（Too Connected）されており、その破綻による外部コストが大きな（Too Big）存在であることに加えて、資金は余剰だが代替的な投資対象が存在しない状況がその背景にあると考えられる。特に金融危機後のように、銀行の営業資産のボラティリティが上昇し、政府保証への期待が高まった上で、他に資金の運用先がない状況でこそ、政府の後ろ盾に頼る増資が可能だったと考えられる。

保証オプションの行使条件やプレミアムが不透明で、市場規律が働いていない点、すなわち投資プロジェクトの有為性の観点からの市場のスクリーニングが機能していないところに問題がある。

本稿の分析が示唆する政策的含意は以下の２点である。(1)情報の非対称性を緩和するために、規制のデザインと併行して危機時の銀行破綻に対応する制度設計を進め、その内容を可能な限り開示していくことが望まれる。(2)銀行への資本注入にあたっても市場のメカニズムが働くよう民間ベースでの資本保険等の検討を進めていく必要がある。

エクアドルのドル化政策の現状と展望

La Dolarización del Ecuador Situación Actual y Tema para el Futuro

在エクアドル日本国大使館　木下 直俊
Embajada del Japón en Ecuador　Naotoshi Kinoshita
立正大学　林 康史
Universidad de Rissho　Yasushi Hayashi

エクアドルは2000年に自国通貨スクレを廃し、法定通貨として米ドルを導入した。ドル化政策の実施から10年余りが経過した現在、エクアドル経済は安定した通貨米ドルの下、堅調な経済成長を示している。

エクアドル経済は原油に依存しており、原油価格の動向が国内の景気に直結する。現政権は原油高による潤沢な原油収益を背景に、「バラ撒き型」のポピュリズム的な経済政策を推し進めており、輸入が急増し経常収支赤字が悪化している。自国通貨を持たないエクアドルがドル化政策を維持し、経済成長を続けていくためには、経常収支と財政収支を健全化する必要があるが、この双子の赤字は改善の兆しもないまま、累積債務の問題は先送りされている。エクアドルのドル化政策は現在のドル安・原油高によって持続可能な状態にあると言え、ドル化政策を揺るがしかねない不安要素が増えつつある。

En el 2000, Ecuador abolió la moneda nacional, el sucre, introdujo el dólar como moneda de curso legal. Ahora han pasado poco más de 10 años desde la ejecución de la política de dolarización, la economía ecuatoriana ensalza el beneficio del dólar como moneda estable.

La economía ecuatoriana depende del crudo, el movimiento en el precio del crudo está directamente relacionado con la coyuntura interna. El actual gobierno impulsa una política económica populista del “modelo de esparcimiento”, respaldándose en un ingreso abundante por el crudo debido al alto precio de éste, por lo tanto prolifera la importación y se agrava el déficit de la balanza en cuenta corriente. Para que Ecuador, como país que no tiene una moneda nacional, mantenga la política de dolarización y continúe su crecimiento económico, hay necesidad de sanear la balanza en cuenta corriente y la balanza fiscal. Sin embargo se ha postergado el problema de la deuda acumulada sin presagio alguno de la mejora en los déficits gemelos. Ecuador se encuentra en una situación de proseguir la política de dolarización por la actual debilidad del dólar y el alto precio del crudo, no obstante empeora la debilitación de la base económica y los factores de inestabilidad que podrían sacudir la dolarización van en aumento.

株券電子化の与えた影響
決済リスクの削減と資金移動の観点から

証券保管振替機構　九内　麻希

株券電子化を含む一連の証券決済制度改革は、各国で取り組まれた制度改革であり、我が国でも、世界で標準とされる証券決済制度を備えるために取り組まれた。株券電子化と前後して、証券市場には、複数の制度的な変化が生じた。現状、株券が電子化とともに導入された仕組みについて、利用状況や、資金の動きの変化を示す統計情報は公表されていないものが多く分析が乏しい。

本稿は、現状公表されているデータをもとに、株券電子化に伴って生じた変化のうち、決済リスクの削減に生じた変化に重点を置きつつ、資金と株式の流通周辺に及ぼした影響を考察した。

まず、株券電子化至るまでの経緯を概観し、①証券決済制度の分立、②効率的決済の観点からみた有価証券の電子化の遅れ、③ＳＴＰ化の遅れ、④ＤＶＰの未実現という課題の一つとしての有価証券の電子化であった点を確認し、ＣＰ、社債等、投資信託の電子化を経て株券の電子化の経緯を整理している。電子化は、個々の論点について、漸進主義的な改革とドラスティックな改革を使い分けながら、進めていったといえるが、全体としては、決済リスクの削減と証券決済の合理化は確実に前進した。

株券電子化と時期を同じくして生じた変化として、ＤＶＰ決済の実現、５日目決済の廃止、配当金受領方式の選択肢の増加といった個別の問題を揚げ、それぞれについて、リスクの削減の程度、配当金の受領方法の変化にともなう資金移動の変化について検討している。また、電子化により証券口座の保有が必須となったことの間接的な変化として、株式の騙取や架空名義の口座による株式の保有が事実上困難となり、市場の健全化にも資するものである点を指摘している。

今後は、証券決済制度の全体最適を志向した変化が生じていくと考えられる。たとえば、特別口座の問題や、海外投資家が日本の株式を保有している場合の口座の取扱い､少数株主権行使時の実務といった様々な論点では､実務運用を踏まえつつ、更に合理的な形へ変化していくと思われる。

On the Behavior of Money Flows on the Real Side and the Financial Side in Hokkaido Prefecture.

Otaru University of Commerce
Toshiaki Kanzaki

This paper has two purposes. The first is to review the state of the Hokkaido Economy, and, by analyzing the saving and investment balance (the S-I balance) through an examination of long-run time-series data held in Hokkaido's prefectural accounts, to obtain a picture of the real side problems. We have treated the transfers as composition in the balance of regional payments, and have developed the expression for the S-I balance after adjusted transfers by sectors, so that we have been able to shed light on Hokkaido's economy. The results of the first analysis are as here indicated. [1] The fiscal deficit is greater than the net export deficit, and, as a result, the S-I balance in Hokkaido after adjusted transfers is negative. [2] The private sector favors excess saving while the government sector prefers excess investment. [3] Even so, excess investment in the government sector has shown a decline over time. The declining net capital transfer and the increasing net of other current transfers causes the excess investment. The net of other current transfer is a social security service-incentive fund, a phenomenon that questions the view of classical economics that in the long run the market mechanism will always balance Savings and Investment.

The second purpose of this study has been to consider the overall behavior of the financial institutions in Hokkaido as the money flow on the financial side, and here, we here indicate our findings. [4] Financial institutions constitute an indirect financial system. [5] Each financial institution's loan deposit ratio is less than 100% and their loan amounts have also decreased. [6] The local governments' dependency on the loans has increased. The results indicate that the financial institution's supply function is not always sufficient.

These findings suggest that as a result of the lack of demand savings are not making their way toward investment, and, furthermore, that in Hokkaido the money supply of the financial institutions as growth money is also limited. The imbalance in Hokkaido needs a variety of correspondences in order to emerge from its present state of slow economic growth and low employment. The correspondences may stimulate latent private demand to use all necessary means (innovative investment, export-oriented stimulation), and need to be built into a regional financial system that is more involved with the demand side of businesses.

＜中央銀行パネル＞

マクロプルーデンスと中央銀行
～マクロプルーデンスの考え方、政策への取り組み、課題と展望を中心に～
Macro-prudence and the Central Bank
～Macro-prudential Perspective and Macro-prudential Policy～

座長　成城大学　内田　真人

ミクロプルーデンスは、個々の金融機関が健全経営を行えば、その集合体である金融システムも安定し、規制・監督はそうしたミクロレベルの健全性の実現に焦点を当てることで対応するという考え方である。しかし、リーマン危機では想定以上の市場価格の変動や信用の拡大・収縮が引き起こされた。このため、金融システム全体としての安定を実現していくためには、従来のミクロプルーデンスだけではなく、「マクロ経済政策、特に金融政策の貢献を統合すべき」との認識が、国際的に広く共有されるようになっている[1]。

マクロプルーデンスという用語は、Clementによると、1970 年代後半BISユーロ委員会における国際銀行貸付を巡る議論の中で初めて用いられたという[2]。その後金融システムが預金・貸出取引に基づいた「伝統的な銀行中心のシステム」から金融資本市場へ拡大し、新しい金融商品・プレーヤーが登場する中で、マクロプルーデンスを巡る具体的な焦点は、金融システムの安定とマクロ経済との連関性を巡る問題として議論されてきた。

マクロプルーデンスの最終目標はシステミックリスクを削減し金融システムの安定を図ることで概ねコンセンサスが得られている。しかし、マクロプルーデンス政策の具体的な政策的枠組みやその実行については様々な困難も伴い、また各国の金融制度や金融危機の経験も異なっているため、国際的にも様々な議論が続けられている。

本パネルでは、まず宮野谷氏から日本銀行のマクロプルーデンスの考え方や政策対応について報告していただく。続いて西口氏には民間金融機関のリスク管理の実務の視点から、実証研究結果の紹介、金融規制強化の意義と課題、金融システムの安定のために求められる「マクロプルーデンス」のあり方について報告いただく。そして中村氏には学者の観点から欧米での議論、証券化型金融の下でのコンティンジェント・キャピタルやコンティンジェント転換証券の導入商品の検討を報告いただく。

本パネルでは、政策当局、民間サイド、学会の幅広い分野からの視点による議論を通じて、論者によって異なるマクロプルーデンス政策の定義や現在抱える課題の整理、今後の論点などについて理解を深めることを目標としたい。

[1] 例えば、白川方明「マクロプルーデンスと中央銀行」（2009 年）、Bernanke, Ben (2011), “Implementing a Macro-prudential Approach to Supervision and Regulation,” Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago, May 5 参照。

[2] Clement, Piet “The term of ‘Macro-prudential’ :Origin and Evolution” BIS Quarterly Review(2010)

マクロプルーデンスと中央銀行

日本銀行　宮野谷　篤

リーマンショック以降、「金融危機の再発を防止するためには、金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、システミックリスクの顕在化防止に向けた対策を講じること（＝マクロプルーデンス政策）が重要」との認識が国際的に広く共有されている。世界の金融規制・監督当局は、危機後、ミクロプルーデンスを一層強化するとともに、マクロプルーデンス政策の実効性確保に取り組んでいる。

システミックリスクは、①金融システム横断的にリスクが蓄積する側面と、②時系列的にリスクが蓄積されていく側面がある。①は、米国サブプライムローンのリスクが、証券化商品やデリバティブを通じて世界の幅広い主体に保有されたことが典型例である。②は、金融緩和の長期化などによって不動産投資などへの資金流入が続き、バブル的な価格上昇期待が広く形成され、それを前提としたリスクテイク行動がさらに加速するような状況である。マクロプルーデンス政策の有効性を確保するうえでは、この２つの側面を踏まえることが必要である。

マクロプルーデンス政策は、少なくとも、①金融システム全体のリスクの状況を評価・分析する機能と、②それに基づきシステミックリスクの抑制に資する政策や措置を講じる機能、から構成される（さらに、リスク顕在化後の危機対応を含める見方もある）。

まず、金融システム全体のリスクの状況を評価・分析する機能については、リーマンショック以前から各国中央銀行が中心となって取り組んでいる。日本銀行は、2005 年から「金融システムレポート」を公表してきたが、危機後は、早期警戒指標の開発やマクロストレステストの拡充など、さらに内容を充実させている。こうした新たな取り組みを紹介する。一般に、中央銀行は、日頃からマクロ経済や金融市場全体の動向を把握しようとする組織文化を有しており、金融システム全体のリスク評価機能の担い手に適している。

次に、システミックリスクを抑制するための政策対応の面では、どのような政策手段が有効か、について議論や trial が蓄積されつつある状況である。一般には、バーゼルⅢの可変資本バッファー、不動産ローンのＬＴＶ規制、ダイナミックな貸倒引当などが候補とされている。資本流入規制をあげる国もある。ここでは、最近のマクロプルーデンス政策手段（候補）に関する国際的な議論を紹介する。

今後わが国でも、平成バブル期の経験も踏まえて、検討を深める必要がある。ただ、現在提唱されているＬＴＶ規制などはミクロプルーデンス規制との差別化が不明確な面がある。わが国で銀行への総量規制適用がノンバンク経由の不動産貸出増加を招いたように、シャドーバンキングの問題もある。いずれにせよ、マクロプルーデンス手段のみでシステミックリスクが防止できる訳ではない。ミクロプルーデンス政策との連携に加え、金融政策や財政政策の適切な運営も、金融システムの安定確保に大きく影響する。

マクロプルーンスと中央銀行
－金融リスク管理の実務の視点から－

日本総合研究所　西口健二

金融危機の前後から、金融システム全体の中を連鎖しながら瞬く間に伝播する「マクロリスク」とでもいえるような、新型のリスクが急拡大してきている。これは、伝統的な商業銀行業務と市場型金融業務が実体経済と相互作用をして大きくなるものであり、これまでのリスク管理や金融規制を強化するだけでは防ぎ得ない。このような基本認識の下で、本報告では、「今、なぜマクロプルーデンスか」について、金融リスク管理の実務の視点から論じることを目的とする。

このところ「危機」という言葉が日常になるほど、世界中で様々な事が起こっている。本報告では、こういった個々の事態を踏まえながらも、場当たり的な対応や、後追いの対応になってしまわないよう、普遍性のあることだけをできるだけ抽出し、今後の議論に活かせるような内容とする。

まず基本的な問題意識として、金融危機やそれに続く欧州債務問題において、金融機関のリスク管理は機能したか、ということがある。リーマンショック後、100 年に 1 回という金融危機になり、経済は大変混乱したわけだが、そこで、たとえば、“欧米式”のリスク管理は正しかったか、金融理論や計量化は無力だったのではないか。金融危機のあと、欧米で金融規制案が数多く叫ばれたが、それでだれも問題が解決したとは考えていない。さらにひどいことには、金融全般に将来像が見出せずに沈滞したままであり、そこに次の欧州債務危機が見え隠れする。

要は、金融のあり方自体がそもそも問われており、金融機関は、デフレが進行するなか、経済に必要な資金循環機能を果たせているか、さらには、金融と財政が世界規模で共振し脆弱な体質となっていないか、といったことが、世界的に問題になっているわけだ。

そこで、個々の金融機関の経営の問題に加えて、金融システム全般のどこに問題点があり、逆に、どこまでが今なお有効かを見極めることが重要であり、その上で、対応策を講じる時ではないか、というのが本報告の出発点となる問題認識だ。

本報告では、新たなリスクである「マクロリスク」に関するいくつかの実証研究結果を紹介することから始める。その上で、これまでのリスク管理の限界を論じて、今、再構築が求められるストレステストやリスク資本管理について提案する。また、バーゼルⅢや資本サーチャージ規制とこの「マクロリスク」の関係を整理し、金融規制強化の意義と課題を分析する。最終的に、今後の金融機関経営と金融政策・金融規制の方向性を論じて、金融システムの安定のために求められる「マクロプルーデンス」のあり方について実務面から論考していきたい。

証券化型金融のもとでのマクロプルーデンス：コンティンジェント転換証券と保険の役割

一橋大学　中村恒

サブプライム問題やリーマンショックを契機とする今次金融危機の特徴のひとつは、証券化に重点をおいた金融（以下、証券化型金融 securitized banking と呼ぶ）の破綻である。当時は、欧米を中心に、証券化商品を利用したレバレッジの高い資産運用が金融監督の外（すなわち、シャドウ・バンキング）に置かれ、金融監督システム管理が十分に機能しなかった。結果的にみれば、リスクの計測が不適切であったと言える。とくに、2001 年以降エンロン問題の反省に基づいて一旦は証券化型金融に関して個別金融機関に対するミクロ的な定量資本規制が強化されたが、2004 年以降には ABCP 市場が急成長し、証券化を利用したシャドウ・バンキングの生成を防げなかった。このように、ミクロ的定量資本規制のもとでは今後もまた証券化型金融における規制裁定行為の再燃が懸念され、システミックな金融危機問題の再発が危惧される。

これに対し、最近は証券化型金融のもとでの新しい金融監督システムの将来像として、様々なマクロプルーデンス政策案が検討されている。本稿ではその政策案のひとつとして、コンティンジェント・キャピタルやコンティンジェント転換証券の導入に注目する。とくに、保険証券をコンティンジェント転換証券化した「コンティンジェント転換保険証券（contingent convertible insurance)」について、最近の欧米学会の議論に基づきながら、金融安定政策上の意義や実効性の限界、さらには今後の課題を考察する。具体的には、まず、コンティンジェント転換保険証券の仕組みについて理論的に整理する。コンティンジェント転換保険証券とは巨大災害や金融危機が生じた場合にのみ事前に決められた条件で保険リンク証券（insurance-linked securities）に転換できるオプション資産である。保険アレンジメントの効率性を利用しながら同時に証券化のメリットを享受できる点で、逆転換債券などのコンティンジェント転換証券に比べ技術革新する。一方、保険固有のモラルハザード問題を増大させ、ファイア・セール（fire sale）によるシステミック・リスクに晒される点で、マイナスの効果も存在する。総じてみると、単に市場規律に依拠するだけでは十分な政策効果は期待できないことが指摘できる。この問題を解決する方法のひとつとして、コンティンジェント転換保険証券市場への中央銀行介入（平時の公開市場操作も含む）による金融システム安定効果を議論する。そこではモラルハザード問題は残るものの、システミック・リスクを軽減し得ることが示される。

2012年度日本金融学会春季大会
特別セッション

石橋湛山の人と哲学
―金融学者として、立正大学学長として―

秦野　　眞（立正大学）

日本金融学会の本年度春季大会の会場校である立正大学は本年で１４０周年を迎えるが、本大会の特別セッションのテーマにある石橋湛山は、周知のように昭和３１（1956）年第55代の内閣総理大臣に就任した政治家であるが、同時に昭和27（1952）年に立正大学学長となり昭和43（1968）年3月までその職責を果たした大学人・教育者でもあった。特別セッションはかって石橋湛山を学長とした立正大学 140 周年事業との共催とするのは以上の理由からである。

石橋に関する今日までの評価は、政治家、思想家、財政・金融（ケインジアン）学者、大学人と多面にわたる。一人の政治家の評価としては特異といってもよい。こうした評価の多面性は、日蓮宗の僧侶の子弟として生を受け、東京毎日新聞を経て東洋経済新報社においてジャーナリストとして文筆を奮い、なお後半生は大学人・教育者を兼ねて政治の世界で頂点に立つというその履歴が背景にある。

この特別セッションは、石橋湛山の評価の多面性に対応して三つの報告が基本となる。第一の池尾報告は、戦後日本の経済再建過程で政策責任者である大蔵大臣としてかつ自らをケインジアンと称し復興金融公庫融資を推進した石橋を、日本研究者としてのアメリカ人がどのように評価したかをモチーフとする。第二の寺尾報告は、石橋に与えられた評価として、リベラリストならびにリベラリズムにかかわる考察である。ここでは石橋が強く影響を受けたＪ．Ｓミルの自由論の西欧的、伝統的な一元論的解釈と対比させながら価値多元主義にたつ個人主義・自由主義を戦前知識人および石橋の思想特性と評価する。第三の早川報告は、政治思想、政治史を専門とする報告者が、本学学長としての軌跡に重ねて日本の戦後の政治過程を辿りながら、石橋の思考の枠組みとして「事実認識における現実主義」と「政策論におけるリベラリズム」組み合わせをその特徴であることを明らかにする。

以上、多様にして多面的な石橋湛山像をこの三つの報告を通じて立体的に描き出すことが本セッションの目的である。

アメリカ人達が見た石橋湛山とケインズ主義

池尾愛子（早稲田大学）

日本通のアメリカ人経済学者マーティン・ブロンフェンブレナー（1914-1997、金融ジャーナリスト志望）は、1939 年に学位論文「貨幣理論と一般均衡」により、シカゴ大学から博士号を得た。時折しも、ケインズの『一般理論』が 1936 年 1 月に出版されると、シカゴもケインズ革命に染まってゆき、ブロンフェンブレナーも例外ではなかった（彼は約 20 年後に再転向する）。ケインズのシカゴ訪問（1930 年頃）もあり、アメリカでは『一般理論』は大不況の処方箋として出版されたと信じられていた。

ブロンフェンブレナーは第 2 次大戦中に日本語を学び、終戦直後の 1945 年秋の 3 カ月、そして 1949 年 8 月から 1 年間、日本に滞在した。彼は論文「日本の金融についての 4 つの立場」（1950）において、石橋湛山蔵相のケインズ政策（復金債発行による融資）を批判して、石橋の公職追放とドッジ・ラインによる緊縮政策を支持し、貨幣供給量の抑制が必要であると主張した。ブロンフェンブレナーは 2 回目の日本滞在時、SCAP 付租税経済学者として、カール・シャウプ（コロンビア大学）率いるミッションの勧告による税制改革の実施過程や、為替レートの一本化が日本経済の浮上に効果を発揮する様子を見守っていた。彼の日本経済再建過程やそのために必要と考えられる政策についての認識は、ジョゼフ・ドッジ（デトロイト銀行頭取）によって共有されていた。

石橋湛山（1884-1973）は、1908 年 7 月に早稲田大学文学部を卒業した後、1911 年 1 月に東洋経済新報社に入社し、経済学の勉強の手始めとして、天野為之『経済学綱要』（1902）を読み始めた。同書は米ラフリン版 J.S.ミル『経済原論』を土台にして「経済学とは財の生産、分配、交換、消費を論ずる科学なり」と捉え、効用、貯蓄、交易、通貨・銀行、政策、財政の議論も含めて、「ケインズ以前のマクロ経済学」と呼べそうな内容になっていた。翌 1912 年 10 月に、編集を担当していた『東洋時論』が廃刊になったため、石橋は『東洋経済新報』の記者となり、E.R.A.セリグマン（コロンビア大学）『経済原論』、A.トインビー『18 世紀イギリス産業革命史』、J.S.ミル『経済原論』の英文原書を皮切りに、経済学、経済史、自由主義等をテーマとする書物を英語や日本語で読み進めていった。石橋は 1920 年頃からケインズにも注目し始め、1931 年の「消費経済と生産経済」と題するラジオ講話では、後に「貯蓄のパラドックス」や「合成の誤謬」と呼ばれるようになる視点を提示した。そして、1946 年 5 月の吉田内閣成立とともに、大蔵大臣に就任し、その就任演説で自らをケインジアンと呼んで、ケインズ理論を経済再建過程に応用すべく復興金融公庫融資を断行した（塩野谷九十九には支持された）。1947 年 5 月に占領軍司令部（ワシントンより指令）の命令により公職追放され、1951 年 6 月 20 日に追放解除となる。

石橋はアメリカ人達から、*The Oriental Economist* 主筆として注目されていた。*The Oriental Economist* は 1934 年に有償月刊誌として出発し、1946 年 1 月に週刊となり、1952 年 9 月から再び月刊となって 1986 年まで続いた。1945 年 9 月号に石橋が「デフレが心配である」と書いたことは、日本研究者のジェローム・コーヘン（ニューヨーク市立大学、シャウプ・ミッション団員）達が見つけており、アメリカ側はその石橋が蔵相に就任したことに気づいていた。ドッジ・ラインの実施後、その緊縮政策がデフレをもたらしたとする *The Oriental Economist* の批判記事をドッジ本人も読んでいた。

参考資料

The Bronfenbrenner Papers, Duke University, Special Collections Library
カール・シャウプ・コレクション　横浜国立大学 図書館

石橋湛山の自由主義・個人主義（金融学会ホームページ用）

寺西重郎（日本大学）

２０１２年５月

（１）戦前を代表するリベラリストといわれる石橋湛山はＪ．Ｓ．ミルの影響を強く受けたといわれるが、そのリベラリズムはミルのものとかなり異質であり、そこに我々は日本の経済社会の歴史を背景にした思想的展開の特質をみることができる。

（２）まずＪ．Ｓ．ミルの自由論（１８６０）の内容は多面的でありその性格規定も論者によってさまざまである。

I.バーリンや井上達夫、矢島杜夫などによる性格規定を吟味してみると、それを単純に湛山にオーバーラップさせて考えることは難しいことがわかる。しかし、その厳密な性格規定はどうであれ、ミルの自由論は、自由に基本的価値を見出すという意味で西欧の伝統的一元論であることは言えるであろう。ミルが自由論を主張しつつ、進歩史観ないし文明史観の視点から英国による植民地統治を正当化したことにそれが如実に表れている。

（３）ミルと違って、中国の辛亥革命やロシア革命に温かいまなざしを向け、自由主義の観点から一貫して日本の植民地放棄を主張した湛山は、価値多元主義の視点から自由と個人主義の価値を主張したと考えることができる。そのリベラリズムは、国内的には「政治上経済上社会上及び思想道徳上における個人の行動に機会の均等を与えること（全集１「断固として自由主義の政策を執るべし」）を主張する者であり、２０世紀前半の new liberalism 的な折衷主義的な寛容の側面が色濃く見られる。

また国際的には「我々の利益を根本とすれば自然対手の利益を図らねばならぬ、外国との関係ではあいまいな道徳家であってはならず徹底した功利主義者でなければならぬ」（全集１「先ず功利主義者たれ」）ことを説くものであり、ここにも多面的な価値を認めつつ個人主義を唱えるという寛容性が強い。言い換えるとそこには、いずれも等しい根源的価値を持つ諸個人や諸国家の目的や諸善（自由、公正、平等など）は通約不可能であり（共通の尺度で測ることはできず)、何らかの共通の価値を部分的に認めつつ共存するしかないとの認識（濱真一郎２００８）がある。こうした価値多元主義には、湛山の自由論にミルによる「社会的進歩」のために自由の必要という意味での道具的価値論の傾向があることにも対応しているかもしれない。こうした価値多元主義に立つリベラリズムは「私の個人主義」（１９１４）における夏目漱石の個人主義論に通じるものがある。猪木武徳（２００４）の言うところの漱石の価値多元主義に立つ個人主義の思想である。

（４）戦前期日本にける知識人のこうした価値多元主義に立つ個人主義・自由主義の思想は、日本の社会経済思想に、inclusiveness, sharing ,collectiveness などのフレーバーを与えてきたと思われる。それは徹底した自我の実現と個人的自由に根源的価値を見出す西欧的個人主義の伝統とは明らかに異なる。日本的企業システムなどの日本の経済システムのルーツは、参加の自由と継承線の存続により特徴づけられる経営体としてのイエ制度の歴史などとともにこうした個人主義の思想的特性の歴史的展開にもかかわっている。

石橋湛山と現実主義　――立正大学の視点から――

立正大学　早川　誠

ジャーナリストとしても政治家としても多面的な活躍を見せた石橋湛山だが、日蓮宗や立正大学との関わりからその活動を論じた業績は、相対的には少ないと言えるだろう。だが、幼少時からの教育は、父である杉田堪誓や望月日謙（ともに日蓮宗大学・立正大学の学長経験者であり、身延山久遠寺法主となる）といった日蓮宗の重鎮によって与えられたものである。また、日蓮の『開目抄』に記された三大誓願「我日本の柱とならむ、我日本の眼目とならむ、我日本の大船とならむ」は、石橋の常日頃からの心構えでもあった。

こうした日蓮宗の素養は、確かに、必ずしも石橋の政治的・経済的な発言や論考に直接反映されているわけではない。大学時代に学んだプラグマティズムや、独学で習得したケインズなどの経済学の知識も、石橋の価値観や思考方法に大きく影響しているからである。とはいえ、石橋の思考のパターンにその痕跡をたどることも不可能ではない。本報告では以下の二つの道筋で、石橋の思考の枠組みを明らかにすることを試みたい。

第一に、日蓮宗との思想的あるいは経歴面でのつながりを媒介として、石橋が育まれた時代の思想状況を考察する。石橋が生まれ育った時代は、日蓮宗でも近代的な教育制度が構築されていく変革期であった。父・堪誓や日謙もこの変革期に主要な役割を果たしている。早稲田大学出身者が日蓮宗の教育改革に与えた影響も大きい。この変革の歴史的潮流を背景とすることで、ジャーナリスト・政治家以前の石橋の思想の形成過程に、異なる角度から光を当ててみたい。

第二に、大学人・教育者としての石橋の行動をヒントとして、現実主義な思考様式を抽出することを試みたい。報告者の専門は政治思想・政治理論であるが、当該分野において石橋は「リベラル」とされ、言論の自由の擁護や平和主義的な主張を評価されることが多い。だが、その根底には現実に対する鋭い観察眼と、冷静な判断力があった。金解禁などの経済論争でも国際金融制度への厳しい評価が背景にあり、また戦後の首相退任も、単に潔かったというだけではなく、議会運営に関する一定の見識に基づいたものである。

「理想主義的なリベラル」は、現代日本の論壇においても少なくないかもしれない。しかし石橋の場合、客観的な現実認識を貫いた上でなおかつリベラルであったことが特徴的と言える。こうした「事実認識における現実主義」と「政策論におけるリベラリズム」の組み合わせは、現代日本において、もっとも必要とされる政治家・経済人としての資質なのではないだろうか。

労働債権の優先性と流動性不足

東京大学大学院　田中茉莉子

投資プロジェクトの実行中に発生する外生的な資金需要、つまり流動性ショックに企業が直面すると、企業が銀行から融資を受けられずに社会的に価値のある事業の継続を断念することがある。流動性需要が十分に満たされないことの原因として、従来の研究では、企業のモラルハザード等に起因する信用市場の不完全性が挙げられてきた。

本論文は、それ以外の原因として、制度上、労働債権への支払いが投資家の債権に優先されていることに着目し、この「労働債権の優先性」が企業の資金繰りを制約する重要な要因となり得ることを理論的に明らかにする。すなわち、労働債権の優先性が存在する場合、企業が銀行から融資を受けられず、社会的に望ましい事業が継続されなくなる可能性があることを示す。その上で、労働者に対する所得税の課税を前提とした政府による流動性供給の効果について分析する。

まず、全ての企業が共通の流動性ショックに直面するとき、流動性供給により社会的に望ましい事業が継続されることが示される。次に、一部の企業が流動性ショックに直面するとき、金融仲介により社会的に望ましい事業を継続させることはできないが、流動性供給を実施することにより事業を継続できることが示される。最後に、流動性ショックが一部の企業に影響を与える場合は、全ての企業に影響を与える場合と比較して税負担が軽減されることが示される。

レバレッジ・ダイナミクスの分析
－上場企業と非上場企業の比較－

一橋大学大学院生　吉田　隆
一橋大学　小西　大

本研究は、動学的なモデルを用いて、上場企業と非上場企業との資本構成に係る比較分析を行うものであり、以下のような問いに理論的かつ実証的に答えようとする。①上場企業の負債比率は非上場企業よりも高いか、②上場企業が負債比率を調整する速度は非上場企業よりも速いか、③負債比率の決定要因に対して、上場企業は非上場企業よりも敏感であるか。このような問いに答える既存の研究は極めて限られている。

資本構成の研究は、従来、ほとんどが上場企業を分析対象としてきた。この主な理由は、非上場企業のデータの利用可能性が低いことにある。しかしながら、非上場企業も、国全体の経済活動において上場企業ほどではないにせよ相当の比重を占めていることから、その財務行動を知ることは重要と言える。

本研究は、①の問いに答えるための包括的な理論的枠組みを新たに提示している。この理論枠組みは、関連する３つのマーケット・フリクション、即ち取引コスト、情報の非対称性、エージェンシー・フリクションの影響を総合的に分析し、株式の上場は負債比率を高めるか又は低下させるか、いずれにもなりうることを示唆している。本研究及びいくつかの先行研究の実証分析結果からは、株式の上場は負債比率を高めることも低下させることもあることが明らかになっており、上記の示唆はこうした結果と整合的である。

②の問いに対しては、本研究は、標準的な部分調整モデル及び最近の研究が提唱する新たな部分調整モデルを用い、上場企業が負債比率を調整する速度は非上場企業よりも速いという先行研究の結果を確認し、更に、非上場企業は調整行動を取っていないことを新たに見出している。また、③の問いに対しては、負債比率の決定要因の中で利益率に焦点を当て、上場企業は非上場企業よりも収益性に対する感応度が低いという先行研究と同様の仮説を設定し検証した結果、必ずしも仮説通りでない結果を得ている。

負債構成の決定要因：
情報の非対称性に着目した分析

慶應義塾大学 富田信太郎

本稿では、情報の非対称性に着目して、企業の負債構成に影響を与える要因を分析している。過去の研究において、情報の非対称性が企業の負債構成に影響を与える可能性は、早くから指摘されており、情報の非対称性を考慮した分析が行われてきた。そして、情報の非対称性の程度が大きい企業ほど、社債等による一般投資家からの資金調達にコストがかかるため、銀行借入に依存した負債構成をとると考えられている。

過去の多くの先行研究では、情報の非対称性を測るため、企業規模や時価簿価比率などの財務指標を利用した代理変数を用いて分析が行われており、その結果から非対称情報が負債構成に影響すると結論付けている。しかし、それらの結果が情報の非対称性に基づくものであるかどうかは必ずしも明確ではない。なぜなら、企業規模や時価簿価利比率といった指標は、情報の非対称性だけではなく企業の経営に関する情報も含んでいる可能性も十分に考えられるからである。

そこで、本稿では財務情報ではなく、市場情報を用いることで、先行研究とは異なるアプローチから情報の非対称性が企業の負債構成に影響するかどうかを調べている。具体的には、株式市場の流動性指標に基づいて、情報の非対称性の程度を推計している。一般的に、情報の非対称性の程度が大きくなるほど、市場に参加する一般投資家は情報優位の投資家との取引によって損失を被ることを危惧するようになるため、流動性が低下すると考えられる。したがって、市場の流動性から代理指標を作成することで、財務指標を用いることなく情報の非対称性の程度を推計することが可能であると考えられる。

分析の結果、全体として情報の非対称性の程度が大きい企業ほど、負債構成が借入に依存したものとなる傾向が示された。このことは、市場情報に基づいた情報の非対称性の代理指標を用いた場合においても、情報の非対称性が負債構成の重要な決定要因となるという考えと整合的であり、先行研究の指摘を支持する結果と考えられる。また、産業別にみると、製造業においては情報の非対称性が負債構成に強く影響を与えている一方、非製造業においては、情報の非対称性がほとんど影響を与えていないことが示された。

The BOJ interventions, order flow, and financial crisis

January 2012

Masayuki Susai*
Nagasaki University

Yushi Yoshida**
Faculty of Economics
Kyushu Sangyo University

Abstract:
We investigate the intra-day effect of recent interventions in 2010 by the Bank of Japan (BOJ) in foreign exchange markets, using market order quotes and transaction data in intra-day high frequency. We examine whether the duration of order flow and dollar/yen return are affected by the order size. We find that the relationship between order flow and market return in dollar/yen exchange market experiences a structural change following unexpected and very high volume of offer/sell orders by the BOJ interventions.

Journal of Economic Literature Classification: F31(foreign exchange), G12(trading volume), G14(information and market efficiency), G15(international financial markets), E58(central bank).
Keywords: the Bank of Japan; Central bank interventions; Foreign exchange market; Order flow.

*Masayuki Susai, msusai@nagasaki-u.ac.jp. 1-14, Bunkyo-machi, Nagasaki, 852-8521 Japnan. Susuai acknowledges the financial support from Grant-in-Aid for Scientific Research (B) (22330097), JSPS.
**Yushi Yoshida(corresponding author), yushi@ip.kyusan-u.ac.jp. 2-3-1 Matsukadai, Higashiku, Fukuoka, 813-8503 Japan. Yoshida acknowledges the financial support from the Zengin Foundation and Grant-in-Aid for Scientific Research (C)(23530308), JSPS.

Order Flows, Fundamentals and Exchange Rates

Kentaro Iwatsubo and Ian W. Marsh[1]

September 2011

Abstract: We examine the links between end-user order flows as seen by a major European commercial bank and macroeconomic fundamentals. We show that both exchange rate changes and flows are only weakly related to macroeconomic news announcements and hypothesise that "the cat is already out of the bag" by the time the news is announced. Instead, order flows of financial and corporate customers reflect in real time the evolution of macroeconomies. The actions of the banks receiving the order flows in turn reveal the information to the market as a whole which prices the exchange rate accordingly. By the time the news is announced, the exchange rate already contains the majority of the information.

[1] Contact author: Kentaro Iwatsubo, Kobe University (iwatsubo@econ.kobe-u.ac.jp), 2-1 Rokko Nada, Kobe, 657-8501 Japan. Tel. +81-78-6875.

Ian W. Marsh, Cass Business School (i.marsh@city.ac.uk), 106 Bunhill Row, London EC1Y 8TZ U.K. Tel. +44-20-7040-8600.

Nondivergent rational bubbles in the Japanese stock market?

神戸大学大学院生　渡辺　寛之

本稿では Kamihigashi (2011)において検討された合理的バブルのモデルについて調べた。シミュレーションによって発生させたバブルの時系列特性を検証したところ、ある仮定の下ではバブルは発散的ではなく単位根をもっていた。またサンプルパスを確認したところバブルは拡大したあとに崩壊することが確認できた。

さらにこの種のバブルを含んだ株価をシミュレーションによって発生させその時系列特性を検証したところ、株価は単位根をもち、配当と共和分関係になく、株価に含まれたバブルの検出に適しているとされてきたマルコフスイッチ単位根検定でも株価に含まれたバブルはほとんど検出できないことがわかった。以上の特徴は Evans(1991)によって示された周期的に崩壊するバブルの特徴とは―どちらのバブルも崩壊しうるということを除いては―対照的である。

シミュレーション分析により得られた結果にもとづいて1990年前後の日本の株価について実証分析を行ったところ、1990 年前後の株価の上昇と下落は合理的バブルの存在によって説明できることが示された。

為替相場の変動と貿易収支：
マーシャル=ラーナー条件の一般化とJ-カーブ効果の統合 *

(Exchange Rate Changes and Trade Balance: A Unifying Framework for Generalized Marshall-Lerner Condition and J-Curve Effect)

慶應義塾大学
岡部光明

【概要】

為替相場の変動が貿易収支を所期の方向に変化させるには、輸出入の価格弾力性が一定の条件（マーシャル=ラーナー条件）を満たす必要があることが従来から知られている。しかし、その条件は比較的強い前提があってはじめて適用可能なものであるにもかかわらず、従来の研究や政策論議ではその点に十分な配慮がなされていない。本稿では、より一般的な環境を前提にしたモデルを設定してその問題を分析した。

その結果（1）従来のマーシャル=ラーナー条件を一つの特殊ケースとして含む一般化されたマーシャル=ラーナー条件を理論的に導出できること、(2) 短期的には長期的効果と逆の効果を持つ現象（いわゆる J-カーブ効果）もこのモデルによって導出できること、を示した。そしてそれらの結果は（3）日本のかつての円高局面の現実を整合的に説明できること、(4) 政策的にも意義深いこと（国際収支は自国通貨建てで表示するのが適当である）、などを主張した。

表１　マーシャル=ラーナー条件とその一般化

	円ベース収支	ドルベース収支
当初貿易収支が均衡している場合	$\alpha + \beta > 1$	$\alpha + \beta > 1$
当初貿易収支が不均衡(赤字または黒字)の場合	$m\alpha + \beta > 1$	$\alpha + (1/m)\beta > 1$

（注）m = 輸出額対輸入額の比率。詳細は本文を参照。

* http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2010.html から全文ダウンロード可能。

The Role of FDI in Local Financial Development in Post-Reform China: Evidence from Panel Data

早稲田大学　大熊　正哲
早稲田大学大学院　高　瑞東
愛知学泉大学　岩本　光一郎
重慶大学　劉　辛

Abstract

This paper explores whether the adoption of foreign direct investment (FDI) improves the distortions apparent in China's banking system. Controlling for other factors, we find that FDI inflows exert significant positive influences on local financial development improving access of firms in the Private Sector to formal bank finance and facilitating deposit mobilization in recipient provinces. The empirical results suggest that it is important to ensure financial openness for improving the efficiency of capital allocation and, consequently, addressing the widening regional disparities in China.

JEL Classification Numbers: G21; O16; P34
Keywords: Financial development, Openness, FDI, Time-series cross-section data, China

郷里送金の国内産業への波及効果
―産業連関表を使ったメキシコの事例分析―

国際通貨研究所　松井謙一郎

1990 年代の経済のグローバル化の進展とそれに伴う国家間の人の移動の増加により、出稼ぎ労働者・移民による本国宛送金（郷里送金）の資金フロー自体が大きく増加した。1990 年代の先進国の財政難を背景とした ODA 予算の見直し､途上国での汚職･不正問題、国際金融機関の役割への批判の議論も高まる中で、途上国にとっては直接投資と並び、かつ貧困層に直接資金が行き渡る資金源として重要な役割を果たしてきた。

2000 年代の前半は、郷里送金の外貨獲得源としての重要性、資本フローの安定性、貧困対策の資金源といったプラスの影響に係る研究が多く行われてきた。しかしながら、2000 年代後半以降は郷里送金が及ぼす長期的なマイナスの影響に係る研究が多く見られるようになってきた。すなわち、郷里送金は短期的には自国の経済成長にプラスの影響をもたらしているが、長期的には経済成長にマイナスに作用する側面が多くあり、これは資源産出国が直面してきたオランダ病に類似する問題として最近は研究が多くなっている。

「郷里送金のオランダ病」には様々な様態があり、郷里送金増加による実質為替相場上昇が対外競争力低下につながる側面について国内産業構造への影響を検証する研究は相応に見られる。だが、その多くは実質為替相場の上昇による輸出産業の競争力低下というマイナス面の分析に専ら関心が集中している。郷里送金を受け取った家計の消費を通じて国内産業への需要が増加するプラス面に焦点を当てて、国内産業への具体的な影響を考察した研究は報告者が知る限り皆無である。

本報告では、新興国の中でも郷里送金受取が多いメキシコを事例として、郷里送金の受取を背景とした家計の消費支出が国内産業に及ぼす影響を、産業連関表の枠組みで分析した。メキシコの産業連関表から算出したレオンチェフ逆行列をもとに、家計の受け取った郷里送金が個人消費を通じて国内産業にもたらす波及効果を産業別に試算した。個人消費では商業・不動産・運輸などの典型的な内需型・サービス型の産業のウェイトへの支出が大きいためにこれらの産業への波及効果が大きい一方、農林水産業や鉱業などの一次産業への需要喚起は少ない事を試算結果として具体的に示した。

本件のメキシコの郷里送金の事例分析では､実質為替相場への上昇圧力と輸出産業競争力へのマイナスの影響は明確でない一方、プラスの影響である家計消費を通じた国内産業への需要増加は波及効果も含めるとかなり大きい事が明らかとなった。

〈特別講演　Ⅰ〉

演題：「金融行政をめぐる最近の動向」

金融庁長官　畑中　龍太郎

特別セッションII　要旨

本特別セッションは、「金融危機後の北東アジアにおける金融協力」をテーマに華東師範大学黄澤民先生、韓国金融研究所金東喚先生、一橋大学清水啓典先生をゲストスピーカーとしてお迎えし、一橋大学小川英治先生、神戸大学金京拓司先生にコメンテーターとしてご参加いただくものです。

セッションは二部構成になり、一部はゲストスピーカーの先生方に記念講演をお願いしております。先生方の講演題目は黄先生「人民元の国際化について」、金先生「グローバル金融危機と経済パラダイム：韓国の経験を中心に」、清水先生「金融危機後の北東アジアにおける金融協力」であります。

休憩をはさみまして二部では小川先生、金京先生にもご参加いただき、北東アジアの金融協力をテーマにパネル・ディスカッションを行います。

アジア通貨危機の経験から、東アジアにおいては様々な面で地域協力に大きな進展が見られました。金融面においては、ASEAN+3（日中韓）の枠組みの下で、チェンマイ・イニシアティブ、アジア債券基金、アジア通貨単位構想等に代表される地域金融協力の枠組みが進展してきました。

しかし、サブプライム危機、ユーロ危機の経験を踏まえて、東アジアにおける地域金融協力は一つの岐路に立たされているとの見方があります。また一方それらの経験を踏まえて、東アジアにおける地域金融協力はますますその重要性を増しつつあるという見方もあります。

東アジアにおける地域金融協力において、北東アジア、日本、中国、韓国の協力関係が決定的な重要性を持つことは明らかであります。学会の碩学、新進気鋭の研究者をお迎えすることができたこのセッションでは、北東アジアの金融協力について活発なディスカッションを展開してゆきたいと思っております。

The Present Situation and Outlook of RMB Internationalization

Huang Zemin

The RMB internationalization is a major event of China's external economic expansion. The Chinese government has done a lot on promoting RMB internationalization, opening up capital account, and increasing the elasticity of RMB exchange rate. There has been much progress in foreign trade and investment, and RMB is believed to become a freely-convertible currency soon. However, the internationalization of RMB should be a long-term process.

A. Changes of Government Actions and Policies

In November 1996, China announced to perform the obligation of the Article 8 of International Monetary Fund (IMF) on the free convertibility of current account. But China's financial market and capital account are not opened up entirely. For a very long period of time, US dollar is the major currency China used for its foreign trade settlement. China scheduled to use RMB for the settlement of current account in 2008, and started to do so from July 2009.

B. RMB Settlement of Current Account Trade

1. RMB Becoming the Major Settlement Currency of Cross-border Trade
2. Cross-border Trade RMB Settlement
3. Channels of RMB Backflow
4. Currency Swap

C. Transition of RMB Exchange Rate System

In January 1994, China changed its multiple exchange rate systems into a single one, and employed managed floating rate mechanism. From July 2005, the elasticity of RMB exchange rate is getting higher and higher, and the amplitude of RMB rate fluctuations will become even bigger following the progress of RMB internationalization.

D. Outlook of RMB Internationalization

1. RMB is ready to be an international currency.
2. RMB has to be freely-convertible soon.
3. Three steps for the RMB internationalization

E. Conclusion

The RMB internationalization is a long-term process. In a certain sense, whether or not RMB is able to become an international currency counts on the economic status and the economic structure of China, rather than on the constraints from the external economies. When the size of China's economy is big enough, its dependence on foreign trade is small enough, and its influence on external economies is strong enough, a successful RMB internationalization will then see to the development level and opening-up level of China's financial market, in other words, to the attractions of China's financial market toward foreign capital. The financial market should become the major channel for the backflow of RMB.

グローバル金融危機と経済パラダイム：韓国の経験を中心に

韓国金融研究院　金　東煥

金融危機後の北東アジアにおける金融協力

一橋大学　清水　啓典

労働金庫におけるリレーションシップバンキング

Relationship Banking in Labor Bank

岡山大学　三村　聡

概要

協同組織金融機関の一員である労働金庫は、労働組合を主たる取引先とした職域金融機関と言われながら、それぞれの地域性を大切にした活動を展開してきた（労働金庫が持つ協同金融としての Common Bond）。近年では、退職者や一般勤労者、地域市民への取引拡大が進むなか、金融庁指導により先送りとなったが、全国合併の本格的な検討・準備を進めることにより勤労者にとってより利便性の高い金融サービスの提供と、かつ地域性を高める金融機関への転換をめざしたところである。

また、労働金庫はリレーションシップバンキングの対象金融機関とされてきたが、中小企業取引（法人企業取引）になじみの薄い労働金庫にとって、金融審議会での議論が意図するリレーションシップバンキング「地域密着型金融の取組み」とは趣旨・内容を必ずしも一にしてこなかった。ところが、2010 年度から、改正貸金業法が完全施行された最初の年であることを踏まえ、「健全な消費者金融市場の形成に向けた取組み」についても、地域密着型金融の対象として、金融庁の顕彰対象を含め積極的に取り組みが進められることとなった。この観点からは、地域や企業で働く勤労者や地域市民に対して、古くから多重債務者向け相談や教育活動に力を入れてきた労働金庫が、地域密着金融の強化の面から機能する意義は大きい。

本稿では、まず 2012 年 4 月を目標に利用者利便の向上を目的として「全国合併構想」を掲げた労働金庫業界であるが、この構想は延期された。その要因を金融庁の見解（①全国合併により「地区」が会員や役職員の意識から消えた際のコモンボンド（Common Bond）としての「地域社会における絆意識」の低下＝協同組織金融機関としての存在意義への疑問、②系統金融機関（労働金庫連合会）を吸収した日本労働金庫が、経営危機に陥った際の対応能力、③規模の経済性から全国合併はコスト削減効果を生む可能性はあるが、合併により高コストかつ住宅ローン偏重の体質は改善せず、逆に規模拡大に伴うリスク管理が求められる、④労働金庫法の改正が必要（そもそも単独機関の法律でない）、これら諸点を指摘し、もって「時機尚早」との判断を下した）を引用して検証する。次に、こうした状況を踏まえ、労働金庫が勤労者福祉金融機関として機能するための今日的な存在意義や、規制緩和が進む金融界にあって労働金庫が直面する課題を分析しつつ、リテール領域がリレーションシップバンキングに加えられた現状を踏まえ、今後、労働金庫の果たすべき金融サービス支援強化・地域貢献（労働金庫版リレーションシップバンキング）の観点から、労働金庫が設立以来、受け継いできた協同組織としての「理念」を活かし、利用者たる勤労者や地域市民に対して有効に機能すべき方向性を示す。

合併銀行経費削減不足の可能性

一橋大学大学院生　郎霊

１９９０年以後、地方銀行における２７件の合併（業務統合を含む）が起きた。地方銀行の合併情報により、１９９７年前の４件と１９９７年から２０１２年にかけての１３件（業務統合を含めば、２０件になる）と比べると、合併数の増加が顕著である。

本稿では、これらの合併が銀行の効率性を向上させたのかどうかを検証した。異時点に行われた銀行合併ケースの効率性をどう検証するかは、本研究にとって一つの難点であった。本稿では、１９８６年度から２５年間の地方銀行１４０行の財務データを取り扱い、銀行効率性の改善に注目し、実証的な証拠を見つける。パネルデータの計量分析方法にしたがって、銀行の固定効果の検証を行い、合併前後にコスト効率性の比較によって、合併の効果が検証された。

分析の結果は、合併後に、資金調達費用と人件費の減少によるコストの減少する効果を示した。銀行が従業員数を解雇して、費用を節約すると解釈すればよい。それとともに、銀行基盤の拡大により、銀行の格付けが上がり、調達資金コストの減少効果もある。

しかし、コスト効率性の推定結果として、合併前後の比較により、銀行のコスト効率性が合併後に顕著に下落した。しかも、推定期間を変わっても、結果が変わらない。

資金調達費用と人件費が減少したのに、合併銀行がほかの銀行と比べて、なぜコスト効率性が悪くなった。考えられる理由については、合併していない銀行と比べて、合併した銀行は、さらに経費を減少するはずであるが、実際には減少できなかったことである。このため、単なる財務指標を見るなら、合併の効果は銀行に対する有益な影響を与えるらしいだが、銀行の生産性、即ち、効率性からみると、逆に悪くなった結果が出てしまった。

キーワード：効率性、合併、地方銀行

中国における邦銀の競争力

山形大学　山口昌樹

不良債権問題を乗り越えたメガバンクは 2000 年代半ばから海外展開を加速させている。1980 年代の海外進出とは異なり今般の進出は外国銀行との業務提携、外国銀行への少数株主としての出資、支店開設の３つの形態で進められているが、その中でも中国での相次ぐ拠点設置は注目を集めている。2001 年 12 月の WTO 加盟から中国は銀行部門の対外開放を漸進的に進めてきたが 2006 年 12 月からは外国銀行の現地法人に対して全面的に市場開放を認めている。現地法人設立が始まった 2007 年 4 月から 4 年余が経過して現在では 30 を超える外国銀行が現地法人として活動しておりメガバンク 3 行もその一角を占める。

本稿の課題は外国銀行がひしめく中国市場において邦銀の競争力を分析することである。多くの先行研究が中国に進出する外国銀行の経営効率を分析してきたが、その論点は地場銀行との比較であるため本稿の枠組みは先行研究とは異なる。分析は財務指標の比較といった直感的な手法ではなく、2010 年の財務データを用いて効率性を測定するという銀行研究において標準的な手法を採用した。

効率分析の準備作業として邦銀と他の外国銀行との戦略の違いをまず確認した。邦銀の競合相手と考えられる銀行は欧米系銀行、アジア系銀行ともに現地市場を開拓する戦略を採用している。個人顧客や中小企業を取り込むための金融商品・サービスを投入し、そのための体制を構築している。邦銀はキャッシュマネジメントや高度な金融商品の提供など新たなサービスに次々と取り組んでいるがそのターゲットはほぼ日系企業であり他の外国銀行の戦略との差異は明らかであった。戦略の違いが競争力にどう影響するかも本稿の関心事である。

効率性を計測することで外国銀行の競争力を比較した結果では邦銀の効率性は HSBC や Standard Chartered Bank といった資産規模でみた上位行よりも高かった。しかし、この結果だけを見て邦銀が中国市場で競争優位にあると解釈するのは慎重さを欠いていると思われる。その理由としては上位行によるリテール拠点の急速な開設が収益に本格的に貢献するにはもう少し時間がかかると考えられることが１つである。また、同業者間での邦銀の競争力に対する評価が極めて低いことや日系企業に特化した業務展開では業容拡大に限界があることからも邦銀の中国市場での展開を楽観視すべきではない。

Are consistent pegs really more prone to currency crises? An analysis using matching estimators

神戸市外国語大学 江阪 太郎

本稿では、各国が公表した為替制度から実際に採用していた為替制度の乖離（一致）が通貨危機発生に影響を与えていたかを分析する。特に、Consistent pegs 政策（公表したペッグ制を実際にも採用する政策）の通貨危機発生への影響について分析する。そこで本稿では、為替制度選択におけるセルフセレクション・バイアスを除去するために、Abadie and Imbens (2006) の the bias-corrected matching estimators を用いて、Consistent pegs 政策の通貨危機発生への平均トリートメント効果を推定した。分析結果によれば、Consistent pegs 政策は他の為替政策に比べて、通貨危機発生確率を統計的に有意に低下させていた。なお、Propensity score matching を用いた分析や様々な頑健性のテストを行ったが、この結果は変わらなかった。

統一通貨圏における地域インフレと産業構造

筑波大学　永易淳

統一通貨圏では、地域別インフレは同様なレベルでなければならないと議論されてきた。しかし、先行研究によると、この条件を満たしていないケースは多く存在し、その要因として、産業別インフレおよび統一通貨圏内の産業（経済）構造が異なることが指摘されている。本論文はこの点を日本の地域データから検証することにより、地域インフレと産業構造の関係を分析する。結論として、第二次・第三次産業の地理的集中化が地域インフレの相違の要因であることを指摘している。また、産業の地域化が進む中、地域間のインフレの相違は頻繁にそして持続する現象があると論じている。この結論を踏まえ、Euro 圏での経済収斂問題を議論する。

Lessons from Past Crisis Experience and Its Lessons to Asia
---Banking Behavior and Asset Bubble---

慶応義塾大学　吉野　直行
金融庁　中村　友哉
金融庁　境　吉隆

本論文の目的は、まず第一に、日本のバブル、米国のバブル行動を比較し、金融政策による過剰流動性の供給、資産価格の高騰という類似点とその相違点をデータを用いて分析する。つぎに、バブルの３つの指標を提示する。

(i)銀行の全体の貸出に占める不動産・住宅向け貸出の比率

(ii)不動産・住宅向け貸出の伸び率と経済成長率の比較

(iii)住宅価格と所得の比率

実証データによる日米の比較と、理論分析から、バブルの可能性を示す指標について提示を行う。

第３には、日米の銀行行動の違いを実証分析する。(i)金融政策が銀行行動に与えて影響、(ii)不動産価格の高騰とその後の下落が銀行行動に及ぼした影響、他の銀行行動が当該銀行の貸出行動の与えた影響、(iii)BIS の自己資本比率規制の影響など、さまざまな効果について、日米の比較を行う。

以上の分析を踏まえ、銀行行動に対する規制の在り方、金融政策の対応について、政策提言を行う。

17 世紀オランダにおける振替銀行設立と
イマジナリー・マネー

名古屋大学大学院生　橋本　理博

本報告の課題は、17 世紀初頭のオランダで設立された振替銀行である「アムステルダム銀行」の歴史的意義を、「イマジナリー・マネー（imaginary money）」の観点から考察することである。

まず前提として、中世から近代初期のヨーロッパにおける貨幣制度が、「リアル・マネー（real money）」と「イマジナリー・マネー」との二層構造になっていたことを確認し、それぞれの特徴および関係について整理する。次いで、アムステルダム銀行設立以前のオランダにおける貨幣の状況を確認する。そこでは鋳貨の内在価値が減少し、名目価値が上昇する傾向にあり、鋳貨と計算貨幣との関係が乖離する状況にあったことを示す。そのうえで、こうした状況に対応するために設立されたアムステルダム銀行の制度的特質を、預金システムなどを中心に検討してゆく。

それらを通じて、アムステルダム銀行が銀行内で用いられる独自の計算貨幣を創出し、リアル・マネー（鋳貨）とイマジナリー・マネー（計算貨幣）の関係を「分離」させることで、貨幣価値の安定を実現する制度的土台を築いたということを明らかにしたいと考えている。

先駆的銀行合同例の地銀間比較
－第一合同銀行と藝備銀行との財務諸表の比較を中心として－

岡山大学院生　高橋義雄

我が国の普通銀行の中で圧倒的多数は地方銀行であり、それらはまた弱小銀行であった。政府は明治中期以降、金融システムの安定のために、銀行合同政策を進めてきた。第一次大戦後の経済拡大に応じて、銀行界は産業界への資金供給が求められた。小銀行の整理と資本増強と業容拡大のために、銀行合同政策がさらに強化される。こうした状況下、1921（大正 10）年 10 月、髙橋蔵相は地方的合同方針を表明し、地方的合同政策を強力に推進することになった。

本報告では、岡山県、広島県とも明治末から大正時代にかけて多数の小銀行が乱立していたが、後に一県一行の核となる第一合同銀行（本店岡山市、資本金 650 万円）と藝備銀行（本店広島市、資本金 1,500 万円）が全国に先駆けて設立されたことにより、大正時代には大きな銀行破綻は起きなかった。

両行の設立は多数の銀行が同時に合同するという新立合併方式により設立された。その経緯を明らかにするとともに、設立後の経営について営業報告書に基づいて比較し、それぞれの特徴を明らかにする。

第一合同銀行は政府の「地方的合同方針」表明より２年前の 1919（大正 8）9 月に倉敷銀行を核とした 6 行の大合同により設立された。新立合併方式による設立は画期的であったこと、時代に先駆けていたことなどから第一合同銀行は「地方的合同の先駆」例として『我国の銀行合同の大勢』（1934）及び『明治大正財政史』(1955)に掲載された。その翌年、広島県でも第一合同銀行の設立に習って、７行が新立方式で合同して藝備銀行（本店広島市）が設立された。藝備銀行は多額の資本金と業容を擁して発足したので、『明治大正財政史』では「大合同の先駆」例として記載されている。

両行の合同目的は当地方に進出の都市銀行に対抗すること及び第一合同銀行の合同目的は小銀行の大合同により資金量を拡大して地元産業の旺盛な資金需要に応えること、藝備銀行の合同目的は大合同により地元へ潤沢な資金を供給して地元に大工業を育成することにあった。

両行は大合同により経営基盤を強固にすると、逐次、第一合同銀行は岡山県のみならず、広島県、兵庫県、香川県等、藝備銀行は広島県のみならず愛媛県等、県域を越えて弱小銀行を合同し、店舗網と営業エリアを拡大していった。その結果、両行とも大きく発展し資本金、店舗数、業容、地盤は全国の地方銀行の上位に位置した。両行とも地域の金融システムと地域経済の安定に貢献したのである。

Return and Volatility Spillovers between Japanese and Chinese Stock Markets：An Analysis of Overlapping Trading Hours with High-frequency Data

対外経済貿易大学　西村友作
大阪大学　筒井義郎
関西学院大学　平山健二郎

株価の国際的な連関を調べた実証分析では，多くの場合，双方向の因果関係を見出しているにもかかわらず，中国市場（上海と深圳証券取引所）については例外的に，他国の市場の株価から影響を受けないという結果が報告されている．本稿は，この興味深い事実を確認することを目的とする．

従来の研究との大きな違いは，従来の研究が日次データを用いているのに対し，本稿では，5 分ごとの高頻度データを用いて分析している点である．本稿は日本と中国市場の相互関係を調べるが，このように，取引時間が重複している市場を分析する場合には，この重複時間での相互作用を測定する方が，因果の強さを比較するには適当な方法であると考えられる．また，近年の情報技術の進歩により，投資家が高頻度での情報を入手して取引している事実を踏まえると，高頻度データを使った分析は市場の情報効率性を調べる上でも有益である．

日本と中国市場の関連を高頻度データで調べた研究としては，Hirayama and Tsutsui (2009)があるが, 彼らが, return spillover しか分析していないのに対し, 本稿では, volatility spillover についても検討を加えた．また，彼らが日中周期性を除去していないのに対し，本稿では，それを除去して，彼らとは異なった手法（FIAPARCH モデルをベースとする CCF アプローチ）で分析した．

2008 年 1 月 2 日から 2010 年 11 月 30 日における日経平均株価と上海総合指数の日中 5 分間データを用いた．実証分析の結果，中国市場から日本市場への一方向的なリターン及びボラティリティ・スピルオーバーが検出された．さらに，日本市場への影響は，リターンについては 1~2 期ラグ（5~10 分）で生じるのに対し，ボラティリティは 3 期ラグ（15 分）で生じており，ボラティリティの反応がリターンより若干遅行することが示された．

第 1 の結果は，中国市場が他国市場の株価に反応しないという結果であり，従来の日次データを用いた研究と整合的である．こうした結果が得られた主要因として，外国人投資家の中国市場への参加が制約されていることと，中国人個人投資家が，十分な国際分散投資を行っていないことが考えられる．

第 2 の結果が得られた原因としては，リターンが上がったのか下がったのかという情報の意味は直感的に分かりやすいが，ボラティリティの変化が何を意味するのかは特定しにくい，という可能性が考えられる．

What Determines CDS Premium?
Simultaneous Equation System Approach

日本政策投資銀行　宮川大介

CDS スプレッドの決定要因に関する既存の実証分析では、他の金融市場（株式、国債、社債）において重要な決定要因とされてきた「需給バランス（trade imbalance）」を明示的に考慮した研究が極めて限られている。本論文は、この点を踏まえて、日本における CDS スプレッドのインデックスである iTraxx Japan の決定要因について、クレジット市場における価格と数量を含むユニークなデータへ simultaneous equation system approach を用いることで、実証的に分析したものである。得られた結果は、プロテクションの需要・供給を明示的に考慮しない場合、CDS スプレッドへ影響を与えると考えられる変数の限界的な影響が正確に評価されない可能性が有ることを示している。このことは、他の金融市場と同様に、クレジット市場における価格の決定要因を検討する際にも、需給バランスを明示的に考慮する必要があることを示唆している。

外国為替レートにおける季節性

立正大学大学院生　歌代　哲也

本研究では、外国為替市場における季節性アノマリーが存在するかどうかについて検証を行った。1986 年１月から 2011 年 12 月までの 25 年間を対象として、主要通貨の１週間の平均を用いて各月の転換点を大小に関して、①平均的な分散と比較して優位性を示すか否か、②各相場間における共通性および差異性、について調査を行った。先行研究である曜日効果の検証では、主として日次レベルという比較的短期の影響を取り扱うものであるが、本研究では、半年から１年程度の期間における影響について検証を行った。なお、先行研究では、アノマリーそのものの検証、およびその持続性の検証が主要な検証方法とされているが、本研究では前者を目的としている。

本研究により、いくつかの外国為替市場においては、季節性が確認されたことにより、外国為替市場においても、相場の転換点はランダムではない可能性が示唆される。各通貨間における傾向は、必ずしも一貫したものではなく、取引される通貨によって差異があることが確認された。具体的には、季節性については日本円、英ポンドの外国為替市場では、それぞれのクロス相場において一定の相関性がみられるが、米ドルおよびユーロではクロスで見た場合にも相関性が低かった。

この結果に対する理由としては、以下の仮説を提示した。日本円において顕著な傾向であった１月と４月に多くの転換数が検証されたことから、新年および新年度という社会慣行からの影響、および、間接的には、社会慣行から発する人間行動による影響、第２に、外国為替相場における占有率の大小が、季節性を希薄化、増幅する可能性である。

＜共通論題＞

金融危機後の金融規制の新潮流

(Restructuring of the Regulatory Regime after the 2007-09 Financial Crisis)

座長　慶應義塾大学　池尾 和人

2007-09 年の米国発の金融危機は、世界経済を大きな混乱に陥れた。日本の金融システムは危機的な状況にはならなかったけれども、リーマン・ショック以降、国際的な貿易量が急激に落ち込む中で日本経済も急激な収縮を余儀なくなくされた。

このように大きな経済的ダメージにつながった金融危機の発生を防止できなかったということから、それまでの金融規制の枠組みを大幅に見直す必要があるとの認識が一般化し、実際に見直しの動きが国際的なレベルでも各国内の取り組みとしても進められてきた。そして、リーマン・ショックから 3 年半を経過した現時点においては、新たな金融規制の枠組みがどのようなものになろうとしているかが、おおよそ確定してきている。

そこで、そうした金融危機後の新たな金融規制の枠組みについて確認し、その有効性や含意について明らかにしようというのが、今回の共通論題のテーマである。

金融規制の見直しに関する国際的な協議は、バーゼル銀行監督委員会や証券監督者国際機構（IOSCO）などを舞台に実務的な検討が行われている。そうした動きに関して、実際に議論に参加している山岡浩巳氏から報告していただく。他方、各国の国内的な取り組みとしては、2010 年 7 月 21 日にオバマ大統領の署名を受けて成立した米国の「金融規制改革法案（ドット・フランク法)」や英国での動きが代表的なものだといえる。これらの動きを中心に法学者の視点から、金融法学会の理事長でもある岩原紳作氏から報告していただく。続いて、新たな金融規制の枠組みの中でも依然として中心的な柱となっており、一層厳格化されようとしている自己資本比率規制を中心に、果たして見直し内容が金融危機の再発防止に有効なものとなっているかどうかに関して、齊藤誠氏に報告していただく。最後に、金融規制の新潮流が金融ビジネスの今後のあり方にどのようなインプリケーションをもつかについて、実務家である藤井健司氏から報告していただく。

以上の 4 氏からのプレゼンテーションの後、パネリスト相互の間で、論点を深めるべく議論を行う。その後、時間の許す限り会場からの質問も受ける予定である。この共通論題シンポジウムを通じて、今後の金融規制の全体像に関して共通理解の形成がいかばかりかは促進されれば、成功だといえると考える。

リーマン・ショック後の金融規制改革
（Global Regulatory Reform after the Lehman Shock）

日本銀行　山岡 浩巳

リーマン・ショック以降、G20 主導による金融危機再発に向けた議論を経て、「バーゼルⅢ」では銀行の自己資本規制の強化や流動性規制の導入が決定された。さらに、危機前の世界経済の Great Moderation 局面で、サブプライム関連など不動産向けエクスポージャーの急増にみられるように、金融面でのリスクの蓄積を許したことへの反省を踏まえ、金融システム全体の安定を目指す「マクロ・プルーデンス政策」の重要性が強調された。この観点から、金融規制のプロシクリカリティ（景気循環増幅）の問題に対処するため、「カウンターシクリカル・バッファー」などの枠組みも導入されることとなった。

また、①破綻すれば世界経済への影響が大きい「システム上重要なグローバル金融機関（G-SIFI）」に自己資本規制を上乗せすること、②金融機関が”too-big-to-fail”とみなされることによるモラルハザードを防ぐため、金融機関を円滑に破綻処理できる枠組みを各国が整備するとともに、G-SIFI 毎に再建・破綻処理計画を作成することなども合意された。

さらに各国・各地域でも、欧州の CRDIV 等、バーゼルⅢの実施に向けた規則の導入が予定されているほか、米国のドッドフランク法や英国の独立銀行委員会報告書にみられるように、自国の金融規制・監督を強化する取り組みも進められている。

こうした中で日本銀行は、「バブル経済」や 90 年代以降の日本の金融危機も経験を踏まえ、以下のような主張を行い、世界的な合意形成にも極力取り入れられるよう努めてきた。

まず、リーマン・ブラザースの自己資本比率が破綻直前も二桁を超えていたことや、自己資本規制が特に厳しい訳ではないアジアの金融セクターが総じて安定性を維持したことを踏まえても、今回の危機の根本的な原因は資本不足ではなく、米欧における金融部門の過剰なリスクテイクであった。したがって、政策対応に当たっては、自己資本規制の強化に偏ることなく、流動性面での方策や適切な監督をバランス良く組み合わせるべきである。

また、金融危機の発生後は、世論や政治の金融部門への批判もあり、危機の「防止」や規制強化に議論が向きやすい。しかしながら、各国がまず直面する課題は危機からの「脱出」であり、ディレバレッジや金融仲介機能の不全である（しかも、政策金利のゼロ制約や財政の悪化など、マクロ政策には強い制約がかかりやすい）。したがって金融システム対応では、各政策を「いつ」使うかという順序立てとコミュニケーション戦略が重要となる。

さらにマクロ・プルーデンス政策についても、現時点では十分な実績やトラックレコードがある訳ではなく、その有効性に対する過信が広がれば、そのこと自体が別の危機を生むおそれもある。重要なことは、経済の健全な発展にとって必要不可欠な経済活動に伴うリスクを、経済主体の間でいかに分担していくべきかというグランデッサンである。

米英における金融規制をめぐる最近の動向と議論
――ドット・フランク法を中心に――

東京大学法学部
岩原紳作

２００７年から表面化した世界金融危機を受けて、米英を中心に世界各国において金融規制の見直しが行われている。特に金融危機の発端となったアメリカは、各国に先駆けて２００９年にドット・フランク法を制定した。イギリスも２００９年銀行法を制定し、更に金融サービス法案を審議している。これらの法律は、バブルを起こして金融危機を招いた金融機関等の行動や、それを防止できなかった金融監督当局、そして恣意的とも見られかねない巨額の政府資金による一部金融機関の救済への強い批判を背景に、金融に係る規制強化を図っている。金融危機は、金融ビジネスの在り方や、その監督や国家のかかわりにつき深刻な論争を呼んだ。ドット・フランク法は、このような論争を踏まえ、税金や中央銀行資金により広義の金融機関を救済するようなことを認めないという、政治的な意思に基づき、それを可能とするための金融監督体制の再構築を目指したものである。

アメリカは連邦制度をとっていることから、金融機関は連邦の監督を受けるものと州の監督を受けるものに分かれ、金融に係る業種毎にも色々な縦割的監督体制があり、複数の監督機関が重畳的に監督を行うことも多い等、非常に複雑な金融監督体制にある。そこでドット・フランク法は、これら各監督機関により構成される金融安定監視協議会（ＦＳＯＣ）という協議会を設け、システミック・リスクの監督という観点から、金融安定に影響を及ぼすノンバンク金融会社（ＳＩＦＣ）や決済システムを認定し、ＳＩＦＣ、システミックに重要な決済システム、大規模銀行持株会社（ＢＨＣ）をＦＲＢの監督下におき、高めの健全性基準を設定させる。他方、金融に係る消費者保護行政は原則として消費者金融保護局（ＣＦＰＢ）に一元化する。預金受入機関やＳＩＦＣに関する自己資本比率規制の強化や預金保険の見直しもされる。銀行につき資本市場活動を規制するボルカー・ルールを導入する。金融会社が過度に大規模化することを規制し、Too big to fail を予防する。ＦＲＢによる個別金融会社の救済を禁止し、ＳＩＦＣの破綻手続きを整備して、株主・経営陣の責任を明確にし、納税者負担を認めない。ヘッジファンドの運用マネージャー規制、格付機関規制、証券化業者規制、デリバティブ取引の規制の強化も図る。銀行等のスワップ機関としての活動を制限し、スワップ機関の政府による救済を禁止する。一般的な株主によるコーポレート・ガバナンスの強化を図る。

以上のような規制の強化に対しては、規制の対象となる金融機関等はもとより学者の間にも、規制の行き過ぎや有効性への懸念が強い。また納税者の負担や中央銀行による救済の否定を第一としていることの妥当性についての異論もある。このようなこともあり、ドット・フランク法の具体的な規制内容を定める規則の制定等はかなり遅れている。イギリスにおいても規制改革の実現には時間がかかっている。

自己資本規制のマクロ経済学的な根拠について
(A macroeconomic remark on stringent capital requirements)

一橋大学大学院経済学研究科　　齊藤 誠

要旨：

バー ゼル銀行監督委員会が 2010 年 8 月 に公表した”An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirement”に は、経済学的な分析に基づいて自己資本規制強化がマクロ経済にもたらす長期的な政策効果が報告されている。同評価は、自己資本規制の大幅な引き上げが、金融危機の発生確率を顕著に引き下げ、自己資本規制のコストをはるかに上回る便益が生じると結論付けている。しかし、そうした結論を導くための経済学的な手法には、実証的にも、理論的にも、深刻な問題点が含まれており、同評価の結論を字義どおりに受け取ることは難しい。

本稿では、簡単な資産価格決定モデルを用いながら、仮にバーゼル委の長期的な政策評価が正しいとすると、株式市場の資産価格形成について不自然な結果が生じることを示してみる。具体的には、バーゼル 委が示している程度の金融危機発生確率の顕著な低下が見込まれるとすると、金融危機というマクロ的な大きな負荷を取り除くことができる 己資本規制強化のアナウンスメントで、株式市場が高騰するという、非常に不自然な経済学的帰結をもたらす。換言すると、バーゼル委の評価 は、マクロ経済学的に見て適切と判断できない。

共通論題「金融危機後の金融規制の新潮流」

金融規制の奔流と金融機関経営行動

みずほ証券株式会社　藤井健司

金融危機後に導入された金融規制は、自己資本規制比率に加えて、流動性に係る規制や補完的指標としてのレバレッジ比率規制など、きわめて広範な内容となっている。最近公表された国際決済銀行の調査によれば、仮にバーゼルⅢで求められる最低所要自己資本が、2011 年 6 月末の時点で全面適用されていたとした場合、世界の大手銀行全体で、388 億ユーロ（約 4 兆円）の中核的自己資本（コアティア 1 資本）が過小となる、とされている。各国の国際的な金融機関は、バーゼルⅢの最終開始時期である 2019 年 1 月までに、中核的自己資本を中心とした資本充実が求められることになる。

自己資本の大幅な増強要請は、各金融機関に自らのビジネスモデルを見直すことを迫ることとなる。自己資本の増強は、金融機関の健全性強化に資する反面、分厚い資本を維持することで、資本の効率性には足かせとなる。仮に、株主が金融機関に期待する ROE が変化しないとした場合、自己資本の増加は収益の増加をもって報いなければならなくなる。不透明な経済情勢や、グローバル金融における競争等から、単純な収益増加は期待しがたい状況にあり、各金融機関においては、業務ごとの資本効率性を見直すこと等によって、それぞれの業務が、継続すべき業務なのかどうか、を厳しく見直し、継続すべきではないとされた業務については、売却する等の決断を迫られる可能性がある。

本報告では、まず自己資本規制としてのバーゼルⅢのインパクトについての全体像を把握したうえで、インパクトが個別の金融機関によって異なることを示す。こうした違いは、金融機関毎の資本調達行動や、業務見直しの必要性・時限性に影響することとなるが、経済情勢や市場環境が制約条件となり、現実の行動は、上記の必要性･時限性とは比例していないことを観察する。最後に、こうした資本制約と業務見直しから、金融機関のビジネスモデルが変化するのか、金融仲介における位置づけに変化がありうるのか、さらに市場参加者が金融機関に期待するものが変化しうるのかについて仮説を行うこととする。

立正大学（大崎キャンパス）アクセスマップ