金融学会会報

2017年度

日本金融学会春季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　　**2017年 5月 27日（土）・5 月 28 日（日）**

会　場　　**早稲田大学早稲田キャンパス国際会議場（18号館）ほか**

（〒169-8050　新宿区西早稲田 1-6-1）

最寄り駅・バス停と所要時間：

東京メトロ東西線 早稲田駅から徒歩８分

副都心線 西早稲田駅から徒歩 17 分

都電 早稲田駅から徒歩５分

都バス 学 02 系統「西早稲田」バス停から徒歩５分

URL：https://www.waseda.jp/top/access/waseda-campus

連絡先　　日本金融学会早稲田大学大会事務局

〒169-8050　新宿区西早稲田 1-6-1

早稲田大学　鎮目雅人　研究室

E-mail: jsme-waseda2017@list.waseda.jp

お　し　ら　せ

〇大会参加費:　無料です。

〇懇親会：
5 月 27 日(土)18 時より、早稲田大学国際会議場（18 号館） 3 階会議室にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費(3,500 円)を、同封の振込用紙を使って、下記のゆうちょ口座に 4 月 24 日(月)までにお振り込みください。

銀行名：　　ゆうちょ銀行
口座記号番号：　00150-0-292836
加入者名：　　日本金融学会春季大会準備委員会
（ニホンキンユウガッカイシュンキタイカイジュンビイインカ）

他行などからお振り込みくださる場合は下記内容をご指定ください。
銀行名：　ゆうちょ銀行
店名:　〇一九（ゼロイチキュウ）店（０１９）
口座番号:　当座預金　0292836
加入者名：　日本金融学会春季大会準備委員会
（ニホンキンユウガッカイシュンキタイカイジュンビイインカ）

なお 4 月 25 日以降および当日お支払いの場合には 4,000 円を頂戴いたします。

〇昼食：
大会開催中、27 日（土）は学内レストランおよびキャンパス周辺の飲食店が営業しておりますので、ご利用ください。28 日(日)は学内レストランが休業のため、周辺の飲食店をご利用ください。当日のお弁当販売はいたしませんので、ご了解ください。

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

〇アクセス：
会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用ください。

〇セッション：
自由論題の各報告は、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。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。

〇セッション会場
各セッションの会場につきましては、現時点で未確定となっており、4 月以降に決定となります。会場確定の後、学会 HP に掲載しますので、各自ご確認ください。

〇宿泊施設：
各自でご手配願います。

〇その他：
・当日のコピー・サービスは一切行いません（当日の配布資料については、各自で事前にご準備ください） 。
・要旨集の印刷配布は行いません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用ください。
・会場の PC のパワーポイントは Office2010 版、PDF Reader は Adobe Reader XIです。
・自然災害等によって開催が困難になった場合は、できるだけ迅速に学会 HP に情報を掲載し、また学会 ML を利用してご連絡します。非開催に伴う諸費用の補償はできませんので、ご了解ください。

日本金融学会 2017 年度春季大会

プログラム

第１日　5 月 27 日(土)

受付開始　　早稲田大学　早稲田キャンパス

早稲田大学国際会議場（18 号館）1 階　　9:30～

１．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

A 会場：国際会議場（18 号館）井深ホール（1 階）

セッション：金融史

座長　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

(1)　預金・貸出金利のゼロ下限克服による金利機能の回復－市中銀行によるマイナス預金金利の導入と金融・財政当局によるその条件付き利払い－

報告者　明治学院大学　リー サンベック　氏

討論者　同志社大学　鹿　野　嘉　昭　氏

(2)　昭和初期における金融統制と株式投資成果の再評価
―昭和初期の日本株式リスク・プレミアム―

報告者　埼玉大学大学院　平　山　賢　一　氏

討論者　イボットソン・アソシエイツ・ジャパン　山　口　勝　業　氏

(3)　明治４年の銀行論争と国立銀行

報告者　同志社大学　鹿　野　嘉　昭　氏

討論者　法政大学　靄　見　誠　良　氏

B 会場：国際会議場（18 号館）第 1 会議室（3 階）

セッション：金融政策

座長　東京大学　宮　尾　龍　蔵　氏

(1)　Estimating the Monetary Policy Measures of Japan in Shadow/ZLB Term Structure Model

報告者　神戸大学大学院　王　　芮　氏

討論者　北海道大学　代　田　豊一郎　氏

(2)　日本銀行による ETF 購入の株式市場への影響と出口戦略の考察
—1964 年設立の日本共同証券との比較を通じて—

報告者　埼玉大学大学院　佐　藤　賀　一　氏

討論者　早稲田大学　米　澤　康　博　氏

(3)　アベノミクスはなぜ失敗したか—金融政策の有効性に関する総括—

報告者　立命館大学　大　田　英　明　氏

討論者　大阪府立大学　立　花　　実　氏

C 会場：国際会議場（18 号館）第 2 会議室（3 階）

セッション：金融仲介機関

座長　専修大学　渡　邊　隆　彦　氏

(1)　銀行の配当政策と不良債権処理

報告者　横浜市立大学　随　　清　遠　氏

討論者　神戸大学　家　森　信　善　氏

(2)　株式の政策保有が銀行の資本調達コストに及ぼす影響

報告者　日本銀行　池　田　　慧　氏

討論者　慶應義塾大学　富　田　信太郎　氏

(3)　金融監督規制に関する国際制度の展開：法的視座

報告者　早稲田大学　久 保 田　　隆　氏

討論者　杏林大学　大　川　昌　利　氏

D 会場：国際会議場（18 号館）第 3 会議室（3 階）

セッション：マクロ・国際資本移動

座長　武蔵大学　大　野　早　苗　氏

(1)　個人の就業状況や親との同居状態が現役世代の投資行動に与える影響に関する研究

報告者　埼玉大学大学院　宮　本　弘　之　氏

討論者　一橋大学　祝　迫　得　夫　氏

(2)　Domestic Credit Growth, International Capital Inflows, and Risk Perception in Global Markets

報告者　慶應義塾大学大学院　戸　部　　智　氏

討論者　神戸大学　岩　壷　健太郎　氏

(3)　Population Aging, Retirement Policy, and Current Account Reversals

報告者　名古屋市立大学　稲　垣　一　之　氏

討論者　東北大学　永　易　　淳　氏

２．　昼食　＜12:00～13:30＞

３．　国際金融パネル　＜13:30～15:30＞

A 会場：国際会議場（18 号館）井深ホール（1 階）

テ　ー　マ：中国・アセアン経済の行方とアジアの金融・通貨秩序

座長　京都大学　三重野　文　晴　氏

(1)　アジアにおける通貨制度の現状と課題

報告者　学習院大学　清　水　順　子　氏

(2)　中国経済の現況と今後の日中経済関係

報告者　　キヤノングローバル研究所　　瀬　口　清　之　氏

(3)　世界金融危機以降のアセアン経済と ASEAN+3（日中韓）マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）の創設と今後の課題

報告者　　財務省財務総合政策研究所　　根　本　洋　一　氏

討論者　　神戸大学　　金　京　拓　司　氏

４．　自由論題　　＜13:30～15:30＞

B 会場：国際会議場（18 号館）第 1 会議室（3 階）

セッション：金融マクロ

座長　　神戸大学　　西　山　慎　一　氏

(1)　Robust Monetary Policy under Deep Parameter Uncertainty

報告者　　東京大学大学院　　相　馬　尚　人　氏

討論者　　日本銀行　　開　発　壮　平　氏

(2)　Countercyclical Capital Regulation in a Dynamic General Equilibrium Model

報告者　　名古屋大学大学院　　佐　藤　嘉　晃　氏

討論者　　愛知淑徳大学　　高　久　賢　也　氏

(3)　Capital Controls and Financial Frictions in a Small Open Economy

報告者　　神戸大学　　北　野　重　人　氏

愛知淑徳大学　　高　久　賢　也　氏

討論者　　上智大学　　小　阪　みちる　氏

C 会場：国際会議場（18 号館）第 2 会議室（3 階）

セッション：企業金融

座長　　一橋大学　　花　崎　正　晴　氏

(1)　新型エクイティファイナンススキームとその評価

－新株予約権の第三者割当による公募増資の代替－

報告者　早稲田大学大学院　鶴　沢　　真　氏
早稲田大学　大　村　敬　一　氏
討論者　中央大学　高　橋　豊　治　氏

(2)　″Systemic as a Herd″に関する実証分析－地域銀行のケースについて－

報告者　日本銀行　城　戸　陽　介　氏
日本銀行　平　形　尚　久　氏
シンガポール通貨庁　タム ジャーリアン　氏
討論者　一橋大学　中　村　　恒　氏

(3)　効果的なコーポレート・ガバナンスにとっての一要素
―インテグリティの意義と役割―

報告者　慶應義塾大学　岡　部　光　明　氏
討論者　一橋大学　花　崎　正　晴　氏

D 会場：国際会議場（18 号館）第 3 会議室（3 階）

セッション：為替通貨

座長　関西大学　高　屋　定　美　氏

(1)　予想為替レートと輸出価格設定行動の非対称性

報告者　横浜国立大学大学院　グエン ティ ゴック アイン 氏
横浜国立大学　佐　藤　清　隆　氏
討論者　同志社大学　五百旗頭　真吾　氏

(2)　Ross Recovery on FX market

報告者　アセットマネジメント One 株式会社　森　川　竜太郎　氏
討論者　長崎大学　須　齋　正　幸　氏

(3)　為替レートの変動、輸出とグローバルバリューチェーン

報告者　横浜国立大学大学院　章　　沙　娟　氏
横浜国立大学　佐　藤　清　隆　氏
討論者　専修大学　伊　藤　恵　子　氏

５．　特別講演　　＜15:50～16:20＞

会場　　早稲田大学国際会議場（18 号館）井深ホール

司会　　一橋大学　　小 川　英 治　　氏

講演者　　日本銀行総裁　　黒 田　東 彦　　氏　（予定）

演題：未定

６．　会員総会　　＜16:40～17:40＞

会場　　早稲田大学 国際会議場（18 号館）井深ホール

７．　懇親会　　＜18:00～19:30＞

会場　　早稲田大学 国際会議場（18 号館）　3 階会議室

第２日　５月 28 日(日)

受付開始　　早稲田大学　早稲田キャンパス

早稲田大学国際会議場（18 号館）1 階　　9:30～

８．　金融史パネル　　＜10:00～12:00＞

A 会場：国際会議場（18 号館）井深ホール（1 階）

テ　ー　マ：国際金融センター群の機能への歴史的アプローチ

ーネットワーク、補完性、波及の視点からー

座長　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

(1)　制度変化と金融市場側の対応ー戦間期の金融危機の検討ー

報告者　筑波大学　高　橋　秀　直　氏

(2)　1960 年代国際ドル市場におけるロンドンとニューヨークーBOLSA の事例ー

報告者　東北大学　菅　原　　歩　氏

(3)　周辺市場アジアにおける 1980 年代以降の国際資本移動

報告者　亜細亜大学　布　田　功　治　氏

討論者　法政大学　靏　見　誠　良　氏

９．　自由論題　　＜10:00～12:00＞

B 会場：国際会議場（18 号館）第 1 会議室（3 階）

セッション：金融市場

座長　早稲田大学　戸　村　　肇　氏

(1)　中国におけるフィンテックの発展と今後の課題

報告者　野村資本市場研究所　李　　立　栄　氏

討論者　大阪市立大学　王　　東　明　氏

(2)　フォワードガイダンスの市場期待への影響分析

ーテキストマイニング・アプローチー

報告者　三菱 UFJ トラスト投資工学研究所　須　田　真太郎　氏

討論者　横浜市立大学　中園善行氏

(3)　近年の金融経済環境と不動産取引の動向

報告者　関西外国語大学　堀江康熙氏

討論者　近畿大学　安孫子勇一氏

C 会場：国際会議場（18 号館）第 2 会議室（3 階）

セッション：金融制度

座長　早稲田大学　久保田隆氏

(1) 上場企業における関連当事者取引とその現状

報告者　名古屋商科大学　太宰北斗氏

討論者　一橋大学　植杉威一郎氏

(2)　Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market

報告者　一橋大学　鈴木健嗣氏

討論者　慶応義塾大学　渡部和孝氏

(3)　証券化市場の再活性化に向けて

報告者　横浜国立大学　高橋正彦氏

討論者　ニッセイ基礎研究所　徳島勝幸氏

D 会場：国際会議場（18 号館）第 3 会議室（3 階）

セッション：国際資本移動

座長　神戸大学　北野重人氏

(1)　The Increasing Renminbi’s Flexibility: From a Perspective of Foreign Reserves and Capital Flows

報告者　一橋大学大学院　周学智氏

討論者　東京経済大学　熊本方雄氏

(2)　イントラデイ・ボラティリティ波及指数－Brexit が欧州株式市場間のボラティリティ波及効果に与える影響分析への応用－

報告者　　対外経済貿易大学　　西　村　友　作　氏

討論者　　武蔵大学　　大　野　早　苗　氏

(3)　Intra-Temporal Substitution between Tradable and Non-Tradable Goods: Evidence from Japanese Household Survey Data

報告者　　東北大学　　永　易　　淳　氏

討論者　　神戸大学　　西　山　慎　一　氏

10.　昼食　　＜12:00～13:30＞

11. 共通論題　　＜13:30～16:00＞

A 会場：国際会議場（18 号館）井深ホール（1 階）

テ　ー　マ：「ビジネスエコノミクス」から金融政策を評価する

座長　　政策研究大学院大学　　西　村　清　彦　氏

(1)　情報伝達者としてのビジネスエコノミスト

報告者　　丸三証券　　安　達　誠　司　氏

(2)　日銀非伝統的金融政策の副作用

報告者　　東短リサーチ　　加　藤　　出　氏

(3)　中央銀行におけるビジネスエコノミスト

報告者　　中央大学　　藤　木　　裕　氏

（プログラム委員会）

宮尾　龍蔵　（東京大学、 委員長）

植杉威一郎　（一橋大学）
内田　真人　（成城大学）
大野　早苗　（武蔵大学）
小野　有人　（中央大学）
北野　重人　（神戸大学）
佐藤　政則　（麗澤大学）
菅原　　歩　（東北大学）
高屋　定美　（関西大学）
永田　邦和　（鹿児島大学）
西山　慎一　（神戸大学）
花崎　正晴　（一橋大学）
原田喜美枝　（中央大学）
兵藤　　隆　（山口大学）
三重野文晴　（京都大学）
家森　信善　（神戸大学）
渡邊　隆彦　（専修大学）
久保田　隆　（早稲田大学）
小枝　淳子　（早稲田大学）
戸村　　肇　（早稲田大学）
鎮目　雅人　（早稲田大学）

（準備委員会）

晝間　文彦（委員長）

宮島　英昭　矢後　和彦　小倉　義明　戸村　　肇
小枝　淳子　久保田　隆　鎮目　雅人

預金・貸出金利のゼロ下限克服による金利機能の回復：市中銀行によるマイナス預金金利の導入と金融当局によるその条件付き利払い

リー・サンベック
（明治学院大学）

要旨

本報告は、市中銀行が適用するマイナス預金金利の金融当局による利払いを通じた預金･貸出金利の下限克服と､それによる金利の景気調整機能の回復を提案するものである。

自然利子率と均衡金利がマイナスの領域にあっても、銀行の預金金利はゼロ近傍で下げ止まりになるため、貸出金利にも下限が生じ、資金需要とマネーストックの増加は制限される。質的・量的緩和政策は、量的緩和による実質金利の低下とそれによる資金需要の増加を期したものだが、マネタリーベースの拡大に比べ、マネーストックと物価の伸びは限定的であった。代案として、預金・貸出金利をマイナスにして資金需要の拡大を図る方法が考えられるが、その場合は預金流出と現金シフトが問題となる。

本報告は、代案として、次の方法による預金・貸出金利のゼロ下限克服を提案する。その方法は、市中銀行がマイナス預金金利を適用する場合、貸出金利低下・貸出増加・貨幣信認維持につながる条件を付けた上で、その利払いを預金者ではなく、政府や中央銀行が行うというものである。その条件とは、①金融当局の利払いを当てにした銀行の恣意的な金利設定を防ぐため、預金金利のマイナス幅は物価変動率から一定幅以上乖離してはならない（例えば、前年比の物価変動率が−１％の場合、預金金利の下限を−２％にする）。②当局の利払いを受けるためには、預貸金利鞘が一定幅を超えてはならない。③銀行が貸出金は増やさず預金だけを増やすことがないように、当局による利払いの対象は、各銀行の貸出金に相当する預金額に限る。預金を超過した分の貸出金も対象にしない（日本の総預金が 695 兆円､貸出金が 473 兆円で､預金金利が−１％の場合､4.73 兆円の利払いとなる）。④中央銀行が利払いをする場合は、貨幣の信認を保てる範囲で行う。不足分は政府が引き受ける（中央銀行の支払増は国庫納付金の減少を意味し、実質的には政府負担になる）。

以上により次の効果が期待できる。⑴預金者には利払負担がないため、銀行がマイナス預金金利を実施しても現金シフトや他の金融機関への預金流出を回避できる。⑵当局の利払いがある分、銀行は預貸金利鞘を圧縮せずに貸出金利を下げられる。利鞘を維持しながら貸出を増やせば収益増になり、また、利払いの対象が貸出金に相当する預金額に限られるため、貸出金を増やすインセンティブが働く。⑶貸出金利が下がるほど、より多くの企業の期待収益率がそれを上回るようになるため、多くの企業にとって借入が合理的選択となり、投資が拡大する。そのように、期待インフレ率を上げるのではなく、名目金利をマイナスにすることで実質金利を下げ､借入と投資を促す｡⑷マネーストックの拡大を促す。⑸恣意的かつ過剰・過少となる量的緩和政策に代わり、金利機能の回復によって自然利子率を下回る実質金利（及びそれに連動した為替レート）を実現する。

昭和初期における金融統制と株式投資成果の再評価
―昭和初期の日本株式リスク・プレミアム―

埼玉大学大学院生　平山賢一

本研究は、「昭和初期株式パフォーマンスインデックス（Equity Performance Index; EQPI）」算出を通して、金融統制が日本株式市場のリスク＝リターン特性に与えた影響について検証するものである。

戦前期株式市場は、わが国特有の市場制度が存在していたため、その特性を反映した投資収益率（リターン）算出手法を採用することが求められる。具体的には、戦前期特有の株式市場制度を踏まえた投資収益率の算出を行うためには、①旧株と新株の峻別、②旧株の権利落修正、③新株の株式分割制度による追加払込修正、④新株按分も考慮した配当再投資修正行う必要がある。この算出手法を整理した上で、1924 年 6 月から 1944 年 11 月までの 20 年超の期間にわたり、東京株式取引所の短期清算市場（計 38 銘柄）を対象にした投資収益率（月次）とその標準偏差（月次リスク）を求めている。EQPI は、この個別銘柄の価格指数 PI（Price Index）、修正株価指数 API（Adjusted Price Index）、配当込修正株価指数 TRI（Total Return Index）を計算した上で、時価総額加重平均により算出することが可能である。

昭和初期の株式市場は、その代表銘柄である東京株式取引所株（東株・新東株）の株価が上昇しなかったことから、投資対象として魅力が薄いと認識されがちである。しかし、短期清算市場の投資成果を再評価するならば、配当再投資効果を勘案すると年率 6.86%となり、同期間の短期金融市場の投資収益率である 3.64%を上回っていたことが明らかになった。その差であるリスク・プレミアムは 3.22%であり、さらに国債市場全体の投資収益率 5.67%も 1%超上回っていることから、金融統制が強化されていく時代にあっても、株式市場は想定以上に魅力度を保っていたと言えそうだ。

さらに本研究では EQPI のリスク水準の時系列推移、国債市場全体に投資したときの投資成果を表す昭和初期国債パフォーマンスインデックス （GBPI）との関係性、金融統制が強化された 1940 年代前半のインフレ調整後リターンやリスク調整後リターンなどについて検討を加え、金融統制期の株式市場の特性を明らかにすることを試みている。

明治４年の銀行論争と国立銀行

同志社大学 鹿野嘉昭

明治５年11月の国立銀行条例の公布を得て、ここにわが国の近代銀行制度の礎が築かれた。新たに設けられた国立銀行は民間が出資・経営する株式会社組織の金融機関として位置づけられ、預金・貸出の取り扱いに加えて、法貨と同様の決済手段として流通する兌換銀行券を発行することが認められた。この国立銀行の創設に際しては明治４年、ともに大蔵官僚であった伊藤博文と吉田清成との間で「明治４年の銀行論争」と称される激しい論争があったことが知られている。この論争については同年11月、大蔵大輔の職にあった井上馨が最終判断を下し、伊藤が提案したアメリカの国法銀行制度を範とした国立銀行制度が日本に導入されることになった。吉田が提案したのはイギリスの正金銀行であった。

明治初期の銀行史に関しても、数多くの研究が公表されている。しかし、明治４年の銀行論争において伊藤博文と吉田清成が銀行制度のありようや銀行券流通、経済・財政と銀行との関係をめぐってどのように対立していたのかとか、井上馨がどのような観点から裁定を下したのか、といった点に関して十分明確な回答を提示した研究は、管見の限り、見受けられない。そうした状況下、現在のところ、伊藤・吉田論争がどのようなかたちで決着したのかには触れないまま、伊藤が自説に固執したため、井上が国法銀行制度を軸として当該銀行が発行する銀行券に正金兌換を課すという折衷案を提示して妥協を図ったという捉え方が通説として広く受け入れられている。

このような研究動向を踏まえ本報告では、明治４年の銀行論争を振り返り、国立銀行制度の創設をめぐる経緯や背景について改めて検討することにした。その結果、伊藤博文が自説を曲げずにアメリカ流の国法銀行制度の導入を強く主張したため、伊藤案が採用されたとする通説とは異なる、次のような従来にない知見を導くことができた。

すなわち、第１に、当時の大蔵省での上司であった大隈重信や井上馨と伊藤博文は対立関係にあったという説には首肯できない。大隈や井上が伊藤の建議に対して慎重な見方を堅持していたのはアメリカの金融制度への理解が十分でなかったためであり、それゆえ、帰国後に協議することにしたのである。第２に、明治４年７月の三井金券銀行の設立許可は財源確保を目的としたものであった。この隠された狙いを伊藤博文が鋭く批判したため、許可は８月末に急遽取り消されるとともに、新たな銀行制度をアメリカの国法銀行制度を範としてつくることになったのである。第３に、伊藤博文が自らの主張に固執したのは三井金券銀行の設立許可が取り消されるまでであり、その後、11月に国立銀行制度の創設が正式に決まるまではとくに目立った動きはみられない。銀行論争はむしろ、イギリス流の正貨兌換を吉田が強硬に主張し続けたために生じたといえる。

Estimating the Monetary Policy Measures of Japan in Shadow/ZLB Term Structure Model

神戸大学大学院生　王芮

この論文は、日本政府国債の金利データを使って、shadow/ZLB(シャドー・ゼロ金利下限)期間構造モデルを推計する。モデルから、SSR(短期シャドー金利)、ETZ(ゼロ金利持続の期待期間)と EMS(有効的金融政策の刺激度)という３つの金融政策のスタンスの評価値が推計され、これらの評価値は ZLB 環境と非 ZLB 環境の両方おいて、整合的に金融政策のスタンスの評価に応用することができる。

日本経済は 1999 年から長らくゼロ金利を経験してきており、通常の政策金利は適切な金融政策のスタンスの評価値としての役割をすでに失っている。shadow/ZLB 期間構造モデルから推計された SSR は負の値も取りうるため、非 ZLB 環境における、通常、正の政策金利と同じ見方で金融政策のスタンスについての情報を提供してくれる。ETZ は短期金利がどれくらいの期間でゼロ金利に縛られるかという問題に答えを提示し、非伝統的金融政策の出口戦略や公衆の期待形成に働くフォーワードガイダンスの参考にもなりうるため、中央銀行にとって有用であると考えられる。さらに、EMS は金融政策が相対的に引き締めなのか、緩和なのかについて、ZLB 環境と非 ZLB 環境において、整合的に、しかも、比較可能な形で金融政策のスタンスを評価できる。

分析によると、この３つの評価値は日本の金融政策に対して、良好な追跡を示しており、これらの評価値は金融政策のスタンスの代理変数として、政策評価にあたってほかの計量手法にも応用可能である。

キーワード: ZLB, GATSM, K-ANSM, monetary policy measures;
JEL 分類: E53; E52; G12;

日本銀行による ETF 購入の株式市場への影響と出口戦略の考察
—1964 年設立の日本共同証券との比較を通じて—

埼玉大学大学院生　佐藤　賀一

本稿の目的は，日本銀行の ETF 購入が株式市場にどのような影響を与えたのかを，1960 年代の株式凍結機関であった日本共同証券株式会社（以下，共同証券）の株式市場に対する影響を参考に比較し，さらに共同証券の株式売却時における株式市場への影響を分析することで将来の日本銀行の ETF 売却における株式市場への影響を検証することにある．

共同証券とは，1964 年 1 月に日本興業銀行，三菱銀行，富士銀行が中心となって大蔵省の承認のもとで設立した民間の株式買い入れ機関である．最終的には約 1,897 億円，当時の東証時価総額の約 2.8%を購入しその後 1965 年 12 月から 1971 年 1 月にかけて保有株を売却している．

日銀の ETF 購入は非伝統的政策の一環であり，共同証券のような買い支え機関ではないため，2 つの機関におけるリスク資産購入は政策上の違いはある．しかし共同証券の株式購入と現在の日銀の ETF 購入が株式市場に与えた影響に類似する部分(株価指数間の歪み等)があるため，本稿では共同証券を日銀の ETF 購入の影響の比較対象としている．

インパルス応答関数による実証分析の結果，QQE 以降は日経平均や TOPIX は外国人投資家の買いや円安の効果と同様に，日銀による ETF 購入も有意に株価指数にプラスのインパクトを与えていることが示された．また，東証 2 部指数，ジャスダック指数では日銀のＥＴＦ購入の影響は有意ではなく，共同証券と同様に日銀のＥＴＦ購入は株式指数間のゆがみを生み出していることが分析結果から示された．

QQE 以降の日経平均，TOPIX が日銀による ETF 購入の影響を有意に受けているということは，逆に売却するときにも影響を受け，株価下落の要因となる可能性がある．共同証券の株式売却期間は実質 10%成長を 4 年連続で記録した「いざなぎ景気」の時期に重なっているにも関わらず株価は当初低迷し，1961 年 7 月に記録した史上最高値を更新したのは，いざなぎ景気が始まって 3 年も経った 1968 年 9 月であった．この低迷の要因を探るために実証分析を行ったところ，株価低迷の原因は株式投信信託の解約が大きな要因で，共同証券の売却はマイナスのインパクトを与えるも有意でなかった．しかし長期的な株価の下押しの要因の一つであったことが示された．これらのことから日銀が ETF を売却する際にも長期的な株式市場低迷の要因となる可能性が示唆される．

アベノミクスはなぜ失敗したか
―金融政策の有効性に関する総括―

立命館大学　大田　英明

本報告では、2013 年度から開始された「アベノミクス」がなぜ日本経済の回復に寄与せず、前民主党（当時）政権の平均成長率を下回る成長しか遂げられず低迷しているかについて特に「第一の矢」として最も強力に推進された金融政策について総括する。

既に 2016 年中には海外の有力誌でもアベノミクスの経済政策は失敗を指摘されており、IMF の日本に関する年次報告書（2016 年 6 月）においても明確に失敗を指摘し改善に向けた方策を提示している。さらに経済面で金融緩和策を強力に推奨してきた内閣特別顧問の浜田宏一氏（エール大名誉教授）も最近では有効でなかった点を認めている。

本稿では、アベノミクス下における金融政策（特に量的・質的緩和政策）が如何にして国内経済・市場に有効性を失っているかを改めて検証する。本研究は、既に筆者が過去において発表してきた日銀の金融政策の有効性に関する論文・研究の総括をするため、直近のデータにより 2008 年 9 月-2016 年 11 月の期間を対象に分析した。第一に、マネタリーベース及び日銀当座預金による国内銀行貸出及鉱工業生産、及び株価に対する影響を検証し、さらに第二に米国市場との相互の因果性や影響について考察した。

得られた結論は、主に①日本の金融緩和によるマネーは実体経済に寄与せず、銀行貸出自体も実体経済回復にはほとんど寄与しておらず、②緩和資金は海外市場、とりわけ米国市場に大きく影響を与え、また日本市場においても米国の金融緩和策 QE2,3 実施期間においては因果性の拡大がみられ、さらに③日銀の量的・質的金融緩和政策は日本国内よりむしろ米国市場・経済におけるポジティブな影響が資産効果を通じてみられたことである。

以上の結果から、緩和マネーが自由に流出入しているために金融政策の有効性が低下している状況を鑑み、金融政策の有効性と独立性を回復するためには資本規制・管理が必要であることを指摘する。

銀行の配当政策と不良債権処理

随清遠

（要旨）

本研究は，1980 年代以降の日本の銀行業における配当政策を実証的に検討する．特に 1990 年代後半以降の不良債権の処理過程における銀行の配当のあり方と不良債権との関係に焦点を当てる．

日本の銀行の配当は，配当総額で判断しても，有配比率や一株あたり配当据置比率でみても，1980 年代から 2000 年まできわめて安定的に推移していた．1990 年代後半において銀行部門は巨額の損失を計上したにもかかわらず配当はほぼ同じ水準に維持されており，短期収益の下落に応じて経営者が配当をただちに調整しないという傾向は日本の銀行業において強く観察されている．また，Fama and French モデルは部分的にしか銀行配当政策の説明に有効になっていない．1998 年 3 月期から 2002 年 3 月期までの規制容認と思われる時期には，各影響要因の結果はモデルとほとんど整合性を持たない．不良債権の存在も配当政策に影響を及ぼさない．しかし，「金融再生プログラム」が実施された後、2003 年 3 月期から 2006 年 3 月期までの時期には，規模，収益性，成長性などの要因は Fama and French モデルと整合的な影響が観察される．不良債権の存在がはじめて配当政策の実施に影響をするようになった．不良債権比率が高い銀行ほど，配当額が削減される程度が高くなっていた．この点は，自己株式取得を配慮した場合，また配当政策のあり方を無配ダミーあるいは減配ダミーでみる場合，いずれも同じ傾向が観察されている．

これは，銀行に対する外部投資家のガバナンスの限界を示すとともに，不良債権問題に対する規制当局の取り込みの変化を反映するものと解釈できる．また，この結果は，とくに金融危機時における規制当局の役割がきわめて重要であることを示唆する．

株式の政策保有が銀行の資本調達コストに及ぼす影響

日本銀行　池田慧

本稿では、本邦国際統一基準行の 2006 年から 2015 年までのパネルデータを用いて、銀行による株式の政策保有が自らの株主資本コストに与える影響について、CAPM 理論に従って分析を行った。分析の結果、株式の政策保有は、株主資本コストを押し上げている可能性が確認された。これは、株式の政策保有は、銀行の株価リターンのボラティリティ上昇や、銀行の株価リターンと市場ポートフォリオのリターンとの相関を高めることで、CAPM の β に上昇圧力を生じさせるためと考えられる。

本邦銀行の株主資本コストは、米国銀行に比べて高いことが指摘されているが、本分析の推計式を用いて試算すると、政策株式の保有比率を米国銀行並みに削減する場合には、株主資本コストの日米間格差が相応に縮小するとの結果が得られた。

各銀行では、2015 年 6 月のスチュワードシップ・コード適用開始に伴って、株式の政策保有残高を自己資本の一定割合に収まるよう削減する方針を示すなど、政策保有株式の残高削減に向けた動きがみられている。こうした取り組みを今後も着実に進めていくことが、本稿の分析で確認された株主資本コストへの影響という観点からも重要な意味を持つと考えられる。

金融監督規制に関する国際制度の展開：法的視座

早稲田大学法務研究科教授　久保田隆

はじめに

国際金融制度に関する研究は経済学の一分野であるが、法学（国際法）においても「規範形成と国内受容のダイナミズム」に焦点を当てた研究や政策が近年注目を集めている。筆者は四半世紀ほど当学会に所属し、一貫して法学と経済学の境界領域を研究してきたが、法学の観点から①国際金融監督規制の構造と特徴を説明し、②更なる調和化に向けた動きを紹介する。

１．国際金融監督規制の構造と特徴

世界金融危機を受けて 2008 年に G20 が創設されると新たな国際組織の階層構造が生まれた。即ち、①G20 で首脳や閣僚が合意すると②金融安定化理事会（FSB）が詳細を定め、③既存の国際組織に基準策定を委ねる。国際組織には業態別に組成されたもの（銀行は BCBS、証券は IOSCO、保険は IAIS、銀行・証券・保険の分野横断的課題は Joint Forum）とテーマ別に組成されたもの（資金洗浄は FATF、企業統治・税制は OECD、支払決済は CPSS、預金保険は IADI、会計基準は IASB、監査は IFAC）がある。その後、④各国当局が策定基準を国内で受容し、⑤その遵守状況を国際組織がソフトロー上の仕組みを用いて監視・評価し、適宜罰則を加える。例えば、IMF・世界銀行や FSB は FSAP Program の結果を公表して融資条件に反映する。FATF は相互監視により遵守不十分な国名を公表して市場での評判や信認を低下させ、必要い応じてメンバーから追放する。IOSCO も Apendix B や MMoU により同様の仕組みを持つ。

２．国際基準の統一化・調和化を進めるには

この仕組みは法的強制力のあるハードロー（hard law）でないソフトロー(soft law)でありながら事実上の強制力が働く点に特徴がある。この事実上の強制力の背景には、①基準それ自体はソフトローでも各国で国内法化されてハードローになる場合（バーゼル合意など)、②相互監視システムが機能する場合、③市場原理が機能する場合、が指摘できる。もっとも、国際基準を各国が受容する度合いは依然として国によって差があり、国際金融市場に法的不確実性をもたらしている。このため、更なる調和化・統一化の必要性が説かれてきた。一方、即応性や専門性に優れる国際組織のやり方に対しては民主性や正当性の観点から課題も指摘されている。民主性や正当性に配慮しつつ、国際基準を今よりも各国が受容し遵守するためにはどうしたら良いのだろうか？筆者は英国金融市場法委員会のプロジェクトの一員として海外の法律専門家と共に､2016 年 3 月に提言を纏める機会を得た。そこで、更なる調和化に向けた動きを紹介したい。

久保田隆「金融監督規制に関する国際制度の展開」論究ジュリスト 2016 年秋号 43-50 頁参照。

個人の就業状況や親との同居状況が
現役世代の投資行動に与える影響に関する研究

埼玉大学大学院　宮本弘之

2000 年代前半に「貯蓄から投資へ」という政策スローガンが打ち出された以降、家計の保有する現金・預貯金を、株式や投資信託（以下、投信）などの資産運用商品にシフトさせることは、10 年以上に渡る重要な政策課題となっている。しかし、日銀の資金循環統計によれば、個人金融資産における現金・預貯金の比率は 50%を超えたままで推移しており、貯蓄から投資（資産形成）への動きは活発化していない。

一方で、金融機関による資産運用商品（株式、投信、外貨預金など）の販売ターゲットは 60 歳以上の高齢者に偏っており、日本の家計全体の投資を促進する上で、20 代～50 代の現役世代を投資に呼び込むことは極めて重要な政策課題と言える。そのためには、現役世代で投資をしている人としていない人の違いを明らかにし、何が現役世代の投資を促進させるかを見極める必要がある。

本稿で取り扱う「投資をする」という行動に関する研究は、「金融意思決定」（financial decision making)、もしくは「ハウスホールドファイナンス」と呼ばれる研究分野の一つである。金融意思決定の先行研究における主要な関心は、「なぜ、金融行動のミステイクが発生するのか」ということである。数多くの金融行動のミステイクの中でも、「投資をしないこと」は、この分野の研究の中心テーマとなっている。

そこで本稿は、20 歳～59 歳の現役世代の投資行動を分析し、投資をしていない現役世代が投資を始めるための示唆を導出した。具体的には、管理・運用する金融資産の中で、株式、投信、外貨預金のいずれかを保有していることを「投資をしている」と定義し、性別、年齢、個人年収、学歴、保有金融資産額など、個人の持つ属性や特徴が投資をしている割合に与える影響を分析した。

本稿の貢献は、世帯単位ではなく個人単位の投資行動（投資をしているか否か）の構造を明らかにしたことである。これによって、世帯単位では見えにくい、女性（世帯主の妻)、親と同居する未婚の子どもの投資行動の特徴が浮き彫りになった。

第一に、女性の投資行動に関して、専業主婦であるか否か、すなわち、就業しているか否かが投資をしている割合に強く影響することを示した。

第二に、上位 20%の個人年収の人を除くと、親が存命の成人した 20 歳～59 歳の未婚の男女において、親との同居が投資している割合に対してネガティブに働くことを明らかにした。

以上

Domestic Credit Growth, International Capital Inflows, and Risk Perception in Global Markets

Graduate School of Economics, Keio University
Satoshi Tobe

This study explores the interaction among credit growth, capital inflows, and risk perception in global markets. An empirical analysis reveals that capital inflows, especially cross-border bank inflows, and risk perception in global markets are key drivers of credit growth in each country, whereas country-specific factors mainly have ambiguous effects. The results indicate that cross-border banking contributed toward excess credit creation and its bust, especially in the late 2000s. Moreover, they also indicate that the effects of the US financial and monetary conditions are transmitted to developed countries through cross-border capital transactions and risk perceptions.

Population aging, retirement policy, and current account reversals

名古屋市立大学　稲垣　一之

＜問題意識＞

巨額の経常収支赤字が縮小に転じることは、経常収支の反転と呼ばれている。この分野における実証研究では、経常収支の反転に影響する要因として、(1) 内需（あるいは GDP）の減少、(2) 交易条件の改善、(3) 自国通貨の減価、などが指摘されてきた。しかしながら、本研究は、「高齢化」も経常収支の反転に影響する重要な要因であることを示す。

＜実証分析＞

1993 年から 2014 年のデータを使用して、アメリカ経常収支と外国平均寿命の長期均衡関係が 2000 年代前半に反転したことを示す。外国平均寿命の上昇は、2000 年代前半までアメリカ経常収支の赤字拡大要因であったが、その後は赤字縮小要因である。この分析結果は頑健であり、景気変動・交易条件・金融危機・中国経済など、近年のアメリカ経常収支に影響を与えたとされる要因をコントロールしたうえで確認されるものである。

実証分析では外国としてアメリカを除く G7 のデータを使用したが、93 年にアメリカの平均寿命は最下位となり、その他 6 カ国との平均寿命の差は現在まで広がり続けている。この「外国の高齢化がより急速に進む」という前提の下で、自国（＝アメリカ）の経常収支と外国の平均寿命の関係を理論的に描写して、上述した実証結果の解釈に役立たせる。

＜理論分析＞

高齢労働者を追加した 2 国 1 財 2 期間の世代重複モデルを使用する。比較静学の結果、自国の経常収支と外国の高齢者生存率（平均寿命）の関係は、U 字型曲線で描写可能であることが示される。この結果は、外国の高齢化がより急速に進むプロセスにおいて、自国の経常収支赤字は最初に拡大するが、その後は縮小することを示唆している（経常収支の反転）。更に、同じ枠組みで退職政策（定年延長）が経常収支に与える影響を分析して、退職年齢が高い国ほど高齢化による経常収支の反転は早期に生じることが示される。

＜結論＞

平均寿命の上昇による高齢化を考える場合、外国の高齢化によって拡大した自国の経常収支赤字額は、更なる外国の高齢化によって縮小する可能性がある（高齢化による経常収支の反転）。このトレンドは、高齢化に直面する国が退職政策を積極的に実施する場合ほど、より一層強くなるかもしれない。

＜国際金融パネル＞

中国・アセアン経済の行方とアジアの金融・通貨秩序
趣旨

京都大学　三重野文晴

１９９７年のアジア金融危機から２０年の間、日本の緩やかなリーダシップのもとに進められてきたアジアの金融・通貨秩序を巡る域内の協力体制は、２００８年の世界経済危機時には一定の役割を果たしたが、１０年代には中国による既存秩序への挑戦という形で転機を迎えつつある。

アジア金融危機の後、日本は、当初は AMF 構想を提唱し、後には人民元との通貨スワップを軸に、アジア域内での協力による金融・通貨秩序の安定を進めてきた。2002 年には通貨協力を ASEAN＋３の枠組みの中で多国間通貨協定であるチャンマイ・イニシアティブ（CMI）に結実させ、長期的な課題として、「アジア共通通貨」の可能性も検討され、またアジア債券市場の育成（ABMI）にも力が注がれてきた。こうした取り組みには、アジア金融危機の反省から IMF・ドル基軸の体制と金融チャンネルの米国への過度な依存からの脱却が視野に入っていた。２００８年の世界金融危機に際しては、この取り組みがアジアへの通貨危機の伝染を予防する成果をある程度あげたと評価される一方で、CMI の実際的な運用は IMF 抜きでは実現性が乏しいという限界も明らかになり、CMI のマルチ化や IMF デリンクなど運用上の工夫が進められてきた。

しかし、こうした従来のアジア域内の金融協力の取り組みは、近年、この領域への中国の挑戦によって、大きな転機を迎えている。2014 年、中国はその周辺国から欧州・アフリカまでも視野に入れた大規模なインフラ開発協力である「一帯一路」構想を唱い、潤沢な外貨準備をもとに、国内に数々の開発基金を設立している。そして、ADB、IMF など既存の国際金融機関での出資比率や発言権が制限されつづけていることへの不満も背景に、新たな国際機関であるアジアインフラ投資銀行（AIIB）の設立を呼びかけ、欧州諸国などの参加も得て、2015 年末にこれを発足させた。通貨面においても、こうした取り組みとリンクする形で人民元の国際化への積極的な取り組みを推し進めてきた。

言うまでもなく、こうした変化は 2000 年代に急速に進んだ中国経済の成長が背景となっており、それゆえにこうした動きの帰趨は、今後の中国経済がどのように推移していくかに依存するところが大きい。特に、昨年来、中国経済の減速と米国の利上げを背景に、中国からの急速な資金流出が起きており、米国で発足する新政権のスタンスとも関係して、中国の通貨政策が更に変化していく可能性もある。

本パネルでは、アジアの金融・通貨秩序と金融協力の将来のあり方について、これまでの成果と中国･ASEAN の経済変容との関係に着目して議論する。（１）通貨を中心とするアジアの金融協力、（２）中国経済の動向とアジア金融・通貨秩序へのインパクト、（３）アジア金融協力の実務的問題、特に AMRO の設立・運営についての３報告と、ディスカッションを予定している。

＜国際金融パネル＞

アジアにおける通貨体制の現状と課題

学習院大学　清水順子

米国の深く流動的な金融市場、強力な金融セクター、米国経済への信認に支えられたドルは、そのネットワーク外部性や慣性もあり、アジア域内の貿易や投資でも圧倒的なウェイトを占めてきた。一方で、世界金融危機時におけるドル資金の枯渇や昨今の米国の金融政策変更による調達コストの上昇懸念により、アジアでの貿易や投資が滞り、実体経済に悪影響が及ぶことを避けるためには、こうしたドル基軸からどのように脱却するのかが大きな課題となっている。

本報告では、アジアの通貨体制に影響を与える事象の一つとして、貿易建値通貨の選択に焦点を当てる。従来の域内貿易取引は米ドル建てが支配的であったが、昨今の中国政府が積極的な人民元の国際化政策を促進するのに合わせ、ASEAN 各国もアジア域内の現地通貨建て取引を進めるなど、アジア通貨の活用を図っていく必要があることを改めて意識し始めている。さらに、中国通貨当局は 2015 年 12 月から新たな人民元指数として CFETS RMB Index という通貨バスケットの公表を開始し、これを参考としながら、市場の需給に合わせて人民元の柔軟性を増していく為替政策に移行している。これまでは、ドルペッグ制に近い為替政策を採っていた人民元にその他のアジア通貨が連動していた結果として、アジア通貨のドル連動の割合が高かったわけだが、人民元が本格的に通貨バスケット制に移行すれば、アジア全体もかつて Williamson (2000) が提唱した BBC (Basket/Band/Crawling) ルールにのっとった為替政策に移行する可能性がある。新たに SDR 構成通貨入りをした人民元と日本円は、リスクオン・オフ時にそれぞれ投資通貨として、あるいは安全資産として非対称な動きをしているが、それぞれの強みを発揮し、互いが協力することで、全体としてアジア通貨が安定するような域内為替協調政策を模索する時代となろう。

このような転換期において、アジアにおける現地通貨利用が貿易取引のみならず資本取引においてどの程度進展しているのかといったデータを収集することは、将来あるべきアジアの通貨体制を占う上で重要となる。欧州の経験では、独マルクが欧州の媒介通貨となり、各国通貨もそれぞれ決済通貨として使われていたその先に統一通貨ユーロが導入された。その轍を踏むならば、アジアでもまずはドル基軸から脱却し、現地通貨建て取引が活性化されることが必須となる。アジアでいち早く自国通貨の国際化を果たした日本には、その知見をアジア各国と共有することが求められており、現地通貨の取引促進に資する環境整備に向けた域内金融協力を通じて、アジアの通貨体制がより多様性を持ったものとなることが期待される。

〈国際金融パネル〉

中国経済の動向と今後の日中経済関係

キヤノングローバル戦略研究所　瀬口清之

１．日中韓３国経済の位置づけ

グローバル金融・通貨秩序の基礎となる経済構造の変化が加速しつつあるように見える。リーマンショック後の欧米経済は、一旦落ち着きを取り戻したかのように見えたが、トランプ政権の誕生とともに再び不安定性が高まっている。この間、アジア経済は日中韓３国を中核として、アセアン諸国およびインドがその３国と連携しながら安定的かつ力強く協調発展の道を歩んでいる。グローバル経済全体を見れば、欧米経済のウェイトが徐々に低下する一方、アジア経済のウェイトが高まる傾向にあり、アジア経済の重要性は着実に増大している。

２．中国経済の現況

中国経済は 1980 年代以来の高度成長期の最終局面に差し掛かっており、2010 年代に入り、成長速度は顕著に減速している。しかし、マクロ経済の中身を見れば、フローの面では雇用・物価共に安定を保持する一方、経済構造面では投資主導から消費主導、あるいは製造業主導からサービス産業主導へと移行しつつある。その構造変化の速度は急速であるが、マクロ経済は全体として良好なバランスを保っている。雇用と物価の安定性から見て、当面中国経済が失速するリスクは極めて小さいと予想される。

ただし、2020 年代を展望すれば、高度成長期が終焉を迎え、経済の回復力が低下する。加えて、労働力人口の減少、高齢化の進展、社会保障負担の増大等の成長率下押し要因が急速に増大することが懸念される。2020 年代半ばには中国経済の規模は日本経済の 4～5 倍に達する可能性が高いうえ、日中経済関係は一段と緊密化が進展することが予想される。そうした状況の下、もし中国経済が景気停滞に陥れば、それが日本経済に与えるダメージは極めて大きい。

３．日中経済関係

日本経済と中国経済は緊密化の方向に向かっている。2012 年 9 月に生じた尖閣問題を機に、一時的にその流れが停滞したが、その後、中間所得層の急拡大と共に、日本企業の顧客となる購買層の需要が増大しつつある。これは中国から日本へのインバウンド旅行客の急増となって表れた。それと比例して、中国国内市場における日本企業製品の潜在需要も急拡大しつつあるため、高い競争力を備えた日本企業の業績は好調が続いている。ただし、日本企業全体としては、中国経済に対する過度な悲観論を背景に、尖閣問題発生以来の対中投資慎重論が依然支配的であり、二極分化が顕著となっている。

＜国際金融パネル＞

世界金融危機以降のアセアン経済と ASEAN+3（日中韓）マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）の創設と課題

財務総合政策研究所　根本洋一

【世界金融危機以降のアセアンの経済政策について】

2008 年～09 年の世界金融危機以降、G20 諸国は財政政策発動や金融の量的緩和などの経済政策により、経済と金融市場の回復、安定を図ってきた。そうした環境の下でのアセアンの経済政策の変化としては、第一に、為替政策がより柔軟になってきたこと、第二に、中期的な金融の安定を考えたマクロ・プルーデンシャル政策を導入してきたこと、第三に、財政の対応力の回復を指向してきたこと、が指摘できる。

今後を展望した場合、第一に、経済面での依存度が高まった中国経済の減速または構造変化にどう対応していくか、第二に、これまで流入してきた資本フローが今後減少、場合により逆転した際にどう対応するか、第三に、歳入増への期待が困難な中で、インフラ投資と高齢化対策の財源をどう確保していくか、などが課題であろう。

【AMRO の創設と課題について】

2008 年～09 年の世界金融危機の際に、二国間のスワップのネットワークである（旧）チェンマイ・イニシアティブ（CMI）は活用されなかった。

その反省に立ち、ASEAN と日中韓の財務大臣は 2009 年 2 月に、①16 本あった二国間のスワップ取り決め契約を一本化し、規模を拡大すること（「チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM）」）と、②独立した地域サーベイランス・ユニットを設立することに合意した。前者は 2010 年 3 月に実現し、後者は 2011 年 4 月にシンガポールの民間法人として設立されるに至った（「AMRO（カンパニー）」）。

2012 年 5 月になり、アセアンと日中韓の財務大臣と中央銀行総裁（2012 年から参加）は、「AMRO の国際機関化に向けた準備の加速を指示」（同会議声明）した。その後 2014 年 10 月には国際機関としての AMRO 設立協定案が財務大臣などによる署名により確定し、概ね 2015 年中に各国議会の承認などの手続きを経て、2016 年 2 月には国際機関へ移行した（「AMRO（国際機関）」）。

世界金融危機後の市場の不安定に加え、IMF の第 11 次増資の実現に時間がかかったことと、欧州においてもギリシア危機以降 EFSF（欧州金融安定ファシリティー）や ESM（欧州安定メカニズム）のような地域の機関が設立されたことが、AMRO の国際機関化を後押しする材料となった。他方、地域における多国間の枠組みへの移行が早過ぎることへの慎重な姿勢も見られた。

AMRO の今後の主要課題としては、第一に、経済の調査・分析能力を向上させること（CLM 諸国の統計の整備を含む）、第二に、国際機関化に伴い AMRO（国際機関）の業務となった CMIM の発動の際の事務局としての機能を充実すること、第三に、IMF 融資制度や二国間のスワップ取極めとの連携を強化すること、第四に、より迅速な危機対応を可能とする方策の当局による検討の開始を支援すること、が考えられる。

（本報告は、AMRO または財務総合政策研究所の見解を示すものではありません。）

ディープパラメータ不確実性の下でのロバスト金融政策

東京大学大学院生　相馬尚人

不確実性に直面している状況での金融政策運営については，これまでも非常に多くの先行研究が存在し，現在に至るまで勢力的に研究が進められてきている．一方で，これらの先行研究の中には，不確実性が大きくなっている局面での政策スタンスについて，より慎重あるいは保守的な政策運営を求めるものと，より積極的かつ大胆な政策運営を求めるものとが混在しており，どのような条件下でどちらの政策が有効になるかについては，未だに明確な解答が得られていないのが現状である．

本研究では，不確実性の下で最適な金融政策の性質を決めうる要素として，「政策運営者がベイジアン的な戦略を取るのか，ミニマックス的な戦略を取るのか」と，「政策運営者が政策の効果について不確実性を感じているのか，あるいはインフレ率や GDP ギャップの動学的な特性について不確実性を感じているのか」という二つの要素を考える．これら二つの要素のうち，どちらが不確実性の下での政策スタンスにより決定的に影響しうるかを見るために，本研究は三種類のニュー・ケインジアンモデルを用意し，それぞれについてベイジアン的な政策とミニマックス的な政策の両方を導出する．これら三つのモデルは，政策効果の不確実性と動学的特性の不確実性，そしてそれらが自然に混ざりあった不確実性という三つのパターンにそれぞれ対応するようにデザインされている．このような設定の下で，それぞれの不確実性が大きくなる状況で二種類の政策がどのように変化するかを分析する．

分析の結果は以下の通りである．第一に，不確実性の下での最適な政策の性質を決定するのは上記の二つの要素のうち後者である．具体的には，政策運営者が政策の効果について不確実性を感じているときにはより慎重な政策が最適となるが，一方で政策運営のターゲットとなる変数の動学的な特性について不確実性を感じている場合はより積極的な政策が最適となる．第二に，政策運営者がベイジアン的な戦略とミニマックス的な戦略のどちらを選ぶかは，政策の事後的な効果には関わるものの，政策の見た目上の性質には影響を与えない．第三に，政策の効果についての不確実性と動学的特性についての不確実性がミクロ的基礎に裏付けられた形で混ざりあっているときには，それぞれ単一の不確実性に対処する場合と比べて二種類の戦略による差異が小さくなり，ベイジアン的な戦略およびミニマックス的な戦略ともに同じような効果を発揮することができる．

Countercyclical capital regulation in a dynamic general equilibrium model

名古屋大学大学院生　佐藤嘉晃

This study considers a dynamic stochastic general equilibrium model where financial intermediaries are subject to a countercyclical capital regulation. We use the model to assess the stabilizing effect of such a regulation on a real economy. The calibrated results provide evidence that a countercyclical capital regulation has an influential stabilizing effect. During a boom, a financial intermediary needs to bring in many new stockholders who are not familiar with banking, which aggravates the moral hazard problem. Hence, the capability of extending the intermediary's lending in a boom is suppressed by countercyclical regulation. Our result also indicates that strengthening outside capital requirement has stabilizing effect too. These results partly provide support for the current macroprudential regulation, but suggest the required improvement.

Capital Controls and Financial Frictions in a Small Open Economy

神戸大学　北野重人
愛知淑徳大学　高久賢也

We develop a small open economy model with financial frictions between domestic banks and foreign investors, and examine the welfare-improving effect of capital controls. We show that capital controls are effective in addressing the amplification effect due to financial frictions. As the degree of financial frictions increases, the welfare-improving effect of capital controls becomes larger and a more aggressive policy rule is appropriate. Comparing two economies, one with and one without “liability dollarization," we also find that the welfare-improving effect of capital controls is larger in the presence of “liability dollarization," and the difference between the effects becomes larger as the degree of financial frictions increases.

新型エクイティファイナンススキームとその評価
－新株予約権の第三者割当による公募増資の代替

早稲田大学大学院生　鶴沢　真
早稲田大学　大村　敬一

わが国では、2003 年から 2005 年にかけて、転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債(「MSCB 」という)が大量に発行された。転換オプションの行使価額が一定の周期で修正されることから、景気や株式相場に先行きが不透明で、増資困難な状況においても株式への転換が可能となり、エクイティファイナンスの機会を拡げている。

MSCB は、不良債権処理を加速する銀行によって返済を迫られたディストレス企業を中心に広がるが、第三者割当を引受けした証券会社やファンドが、空売りを利用して意図的に株価を下落させるような不適切な発行事例がみられ、2008 年以降は姿を消している。

2013 年頃から、MSCB と類似した新株予約権の単独発行によるエクイティファイナンスが改良されたかたちで登場し、徐々に広がりを見せている。発行会社は、証券会社に対して第三者割当で複数の新株予約権を発行し、その後、証券会社が株価動向に応じて新株予約権を順次行使し、交付された新株を市場で売却していく。

発行会社にとっては、新株予約権をまとめて発行した範囲内で、ファイナンスニーズと株価動向に応じて、必要額を増資することが可能で、しかも、マーケットインパクトも回避できる。公募増資を代替する仕組みとして、今後広がっていく可能性が高い。

本稿では、新株予約権の第三者割当スキームの基本的な商品性を整理したうえで、新たなエクイティファイナンス手法としての特長とその問題を示した。発行事例の検討から、既存株主からの富の移転によって、証券会社の収益が賄われている構造をあきらかにし、行使価額修正条項の付いた新株予約権のプレミアム評価方法を示した。

本スキームは、エクイティファイナンスの可能性を拡げたという点で意義が大きい。公募では増資できないような新興成長企業やディストレス企業にもエクイティファイナンスの道を拓いたこと、また、景気が低迷し株価が不安定な局面でも機動的な増資を可能にしている点は高く評価できる。

一方で、本スキームによる証券会社の収益は、既存株主からの直接的な富の移転によって賄われ、流通市場を利用することでほぼノーリスクで確定した収益を確保できる構造になっている。さらに、証券会社には商品性を複雑化し情報の非対称性を高める誘因も働く。MSCB で見られたモラルハザードを防ぐためには、より客観性を高め、開示の充実を図ることが必要である。増資で得られた資金が収益性のあるプロジェクトに投資され、企業価値の増加を実現することが重要であり、投資家や発行会社にとって理解しやすいシンプルなかたちで、しかも柔軟性の高いファイナンス手法として改善することが求められる。

以上

Empirical evidence on "Systemic as a Herd": The case of Japanese Regional Banks

Naohisa Hirakata, Bank of Japan
Yosuke Kido, Bank of Japan
Jie Liang Thum, Monetary Authority of Singapore

Abstract
We examine a sample of Japanese regional banks and explore whether exposure to market risk factors affects systemic risk through a banks' portfolio composition or revenue source, using Adrian and Brunnermeier's (2016) CoVaR to proxy for systemic risk. We find evidence of "systemic as a herd" behavior among Japanese regional banks, as portfolio and revenue components associated with market activities exert positive and significant impacts on systemic risk by generating higher comovement among banks, even though they reduce standalone bank risk through portfolio diversification. Further, the marginal effect of an increase in a given banks' market-related components on systemic risk is larger when the share of the corresponding components is already high among other banks. Our results have important implications from the macro-prudential perspective.

効果的なコーポレート・ガバナンスにとっての一要素[1]
－ インテグリティの意義と役割 －

慶應義塾大学　岡部光明[2]

【概要】

コーポレート・ガバナンスとは、企業がその「本来的な機能」を十分に果たすために「関係者」相互の関係を規定する「仕組み」が構築され、それが機能している状態を指す。しかし、この場合、企業の本来的な機能、関係者、仕組みをそれぞれどう考えるかによって多様な見方がある。本稿では、コーポレート・ガバナンスのあり方（手法）に関する従来の考え方を示すとともに、それらとは全く異なる一つの新しい視点からのアプローチとその可能性、必要性、そのための課題、を提示することを意図している。

その結果、(1)従来の視点とは経済学（ファイナンス論）アプローチ、法学（法令コンプライアンス）アプローチの二つである、(2)これに対して倫理学アプローチという発想もありうる、(3)その場合の中心的な概念はインテグリティ（integrity）でありそれは一貫性、道徳性（誠実）、説明責任によって構成される、（4）企業関係者がその意義と価値を体得するとともに組織としてもそれを重視するようになればコーポレート・ガバナンスの手法として新しい次元（法律ベースのハード統治に加えてソフト統治）を追加する意味を持つ、（5）これは理論的にも妥当性を持つ（自己管理モデルで説明可能である）、（6）日本社会では今後インテグリティという概念の理解とその普及が課題であり、それは教育（特に大学教育）の大きな役割の一つである、などを主張した。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、ファイナンス論、法令コンプライアンス、
インテグリティ、シェリングの自己管理モデル

引用文献

岡部光明（2017）『人間性と経済学－ 社会科学の新しいパラダイムをめざして－ 』日本評論社、2 月刊行予定。

Schelling, Thomas C. (1984a)“The Intimate Contest for Self-command,” in *Choice and Consequence*, Harvard University Press, pp.57-82.

Schelling, Thomas C. (1984b)“Ethics, Law, and the Exercise of Self-command,” in *Choice and Consequence*, Harvard University Press, pp.83-112.

---

[1] 本稿の第２節～第５節は、著者の近著（岡部 2017）の第 11 章「個人と組織のインテグリティ：その意義と社会的機能」を踏まえたものである。

[2] http://www.okabem.com/

Firm's Predicted Exchange Rate and Nonlinearities in Pricing-to-Market

Thi-Ngoc Anh NGUYEN, Graduate Student, Yokohama National University
Kiyotaka SATO, Yokohama National University

ABSTRACT

This paper employs the nonlinear autoregressive distributed lag (NARDL) model to investigate possible asymmetry in the pricing-to-market (PTM) or exchange rate pass-through (ERPT) behavior of Japanese exporters. In contrast to the conventional threshold specification, this study utilizes the firms' predicted exchange rate to distinguish between yen appreciation and depreciation periods. Using Japanese export price data at industry level, we demonstrate that (1) almost full but symmetric PTM in short-run is confirmed among all industries, (2) there are long-run asymmetry in PTM/ERPT behavior of Japanese exporters in 2007-2015 period, (3) in 2007-2015 period, incomplete but relatively strong PTM is conducted by most industries in the yen appreciation period; however, during the yen depreciation period, competitive industries tend to conduct full PTM, while less competitive ones tend to choose far higher ERPT. These empirical findings have important policy implications for the recent unresponsiveness of Japanese real exports to the substantial depreciation of the yen from the end of 2012.

JEL classification: C22, D22, E31, F31
Keywords: exchange rate pass-through (ERPT), pricing-to-market (PTM), predicted exchange rate, nonlinear autoregressive distributed lag (NARDL) model, currency regime, Japanese exports

Ross Recovery on FX market

アセットマネジメント One 株式会社　森川竜太郎

近年，経済活動，金融市場の国際化により，2 国(地域)間の通貨取引を担う外国為替市場はその重要度を高めている．国際決済銀行(BIS)の調査では，2016 年 4 月の為替市場全体の取引高は 1 日 5 兆ドルを超えている．世界銀行のデータベースによれば，2015 年の全世界の株式現物市場における 1 日あたりの取引高は 3 兆ドル程度であり，為替市場がいかに巨大なものであるかが伺える．またこの巨大市場を舞台に，日本ではインターネットを介した証拠金取引が盛んに行われており，個人投資家でも機関投資家と遜色のないコスト(BID/ASK スプレッド)での取引が可能となっている．以上に述べた市場規模，透明性・流動性，僅少な取引コスト格差を持つ為替市場を相手に，レートの変動を計量的に読み，継続的に正のリターンを獲得することは可能なのであろうか.

取引対象である為替レートは 2 通貨間の交換レートであるため，正のリターンを得た投資家の裏には必ず負のリターンを喫した投資家が存在し，株式等に見られるようなリスクプレミアムは存在しないとの考えが一般的である．しかし為替市場でも，一定期間において継続的に正のリターンを得られる戦略が確認されており, インカム(キャリー), バリュー, モメンタムといった伝統的戦略を応用・拡張したものがその代表例である.

一方で株式市場に目を向けると 2000 年代以降, オプション市場の情報を用いて原資産市場を捉える試みが広がっている．具体的には，オプションプレミアムに観測されるリスク中立確率測度上のインプライド・ボラティリティ(IV)と，実世界の実現ボラティリティの差分にリスクプレミアム(ボラティリティ・リスクプレミアム，VRP)を見出すものである．本研究はこのアイディアを拡張し，通貨オプション市場の情報を用いてスポット市場を捉えることを検討するものである.

VRP を拡張する上で，リスク中立確率測度と実確率測度の 2 つの世界を考える必要があるが，これに際して Ross(2015)が提唱した Recovery Theorem を用いる．Recovery Theorem とは，オプション市場の情報，つまりリスク中立確率測度上の確率分布からプライシング・カーネルを特定し，実確率測度上の確率分布を逆算する理論である．リスク中立確率，実確率の 2 つの測度上における確率分布が得られることは，1-4 次のモーメントについてリスクプレミアムが計算可能であることを意味する．さらには，4 種のモーメント・リスクプレミアムに基づく投資戦略の策定が可能となる.

推定は先進国 10 通貨をユニバースに, 対 JPY, 対 USD の計 17 通貨ペアを対象に行う．また得られたモーメント・リスクプレミアムを指標とした投資戦略を策定した上でバックテストを行い，JPY 投資家，USD 投資家が享受するリターンを計測し，その有効性を検証する．加えて，同戦略が既存のキャリー戦略やモメンタム戦略等とは異なるリターンの源泉を持つことを確認する.

Exchange Rate Volatility, Exports and Global Value Chains

Kiyotaka Sato and Shajuan Zhang
Yokohama National University

Abstract

Global value chains (GVCs) have become a dominant feature of world trade, and the impact of GVCs on the export responsiveness to exchange rate volatility is an important research question. To address how and to what extent GVCs affects the relationship between exchange rate volatility and trade, we conduct panel estimation using the bilateral and detailed sectoral data covering 29 countries and 18 manufacturing sectors over 1997 to 2012. To measure the participation of a country in GVCs, we follow the method developed by Koopman *et al.* (2014) and Wang *et al.* (2013) to decompose bilateral gross trade using the YNU-GIO (Global Input-Output) table. Calculating two measures of the GVC participation rate, we investigate whether the effect of exchange rate volatility on exports can be mitigated by the GVC participation. The main finding is that exchange rate volatility has negative effect on exports, but this effect is conditional on the participation of a country in GVCs. On average, the participation in GVCs reduces negative impact of exchange rate volatility on exports by 74 percent. Furthermore, if a country's participation in GVCs above the threshold level, exchange rate volatility would have a positive effect on that country's exports.

JEL Classification: F31, F33, F14
Keywords: Global Value Chains, Global Input-Output Table, Exports, Exchange Rate Volatility

＜金融史パネル＞

国際金融センター群の機能への歴史的アプローチ：ネットワーク、補完性、波及の視点から

東北大学　菅原歩

＜趣旨＞

本パネルの目的は、国際金融センターを群としてとらえた上で、その機能を歴史的な観点から明らかにすることである。1900 年以降の複数国際金融センターの存在は、Reed(1981)が明らかにし、その後、階層性の持つ意味については Flandreau and Jobst(2005)が、ネットワーク理論と外為取引のデータ分析を用いて 1900 年頃に関して精緻化を試みた。

ネットワーク内における国際金融センター間の補完性の概念は、センター間の競争の概念とセットになっており､それらは､戦間期以降に対象を広げることで意識しやすくなる。ロンドンとニューヨーク（以下、NY）という中核センターの並存という事態が始まるためである。しかし、「補完性」概念で「並存」現象を理解するには、さらに視点の追加が必要となる。第１に国際金融センターの「機能」の視点であり、第２に「資金の出し手」「資金の取り手」といったセンターの「利用者」の視点である。最後に、ネットワークとしての国際金融センター群のもうひとつの重要な機能として、金融資産価格や景気変動の「波及」の経路ということがある。

以上を踏まえ、第１報告（高橋）では、戦間期を対象とし、「借り手」としての日本の視点、日本への「貸し手」の視点を軸に、ロンドン・NY といった中核センターや大陸ヨーロッパの中間階層センターの競争や補完性を検討する。重要な時代背景として、センター並存に加えて、ポンドとドルという基軸通貨の「並存」もあった。

第２報告（菅原）では、1960 年代を対象として、「借り手」としての日本、「貸し手」としての英系海外銀行の視点から、ロンドンと NY の「補完性」に主に焦点を当てる。重要な時代背景として、ドルの単一基軸通貨化とユーロ市場の登場があった。

第３報告（布田）では、1980 年代から 2000 年代を対象とし、地理的にはアジアに目を向ける。当該期アジアは、第１に 1997 年アジア通貨危機に見られるように、「波及」の重要な検討対象となる。第２に、域内に「借り手」国と「貸し手」国が存在することや、東京・香港・シンガポールという３つの中間階層センターが存在することから、中間階層センターの機能や競争と補完性の検討にとり、理論的・現実的な両面で重要性を持つ。そのため、第３報告は、主にロンドン・NY の中核センターに焦点を当てた第１・第２報告を補完している。

付記：本パネルは、JSPS 科研費 16K03766 の助成を受けた研究成果の一部である。

＜金融史パネル＞

制度変化と金融市場側の対応：戦間期の金融危機の検討

筑波大学　高橋秀直

この報告は、両大戦間期における国際金融センターの在り方を、国際通貨の在り方から検討することを意図している。そして、外債発行の際の慣行のひとつである通貨選択約款の観点から当時の国際金融センターや国際通貨の位置づけを検討する。その際、日本政府発行外債の発行市場や流通市場における経験を検討する。

通貨選択約款とは、外債発行の際に付与される約款の一つである。通貨選択約款の一つである確定換算率約款の例として、1930 年に日本政府がロンドンで発行した 5 分半利付き政府外債は、利子をロンドンにおいてポンド建てで受け取るだけではなく、1 ポンド＝4.8665 ドルの換算率に従い、ニューヨークにおいてドル建てで受け取ることもできた（鈴木（2001））。このような通貨選択約款は、19 世紀の国際金融センターにおける政府外債発行において一般的に行われた（Flandreau and Sussman(2002)、富田（2006））。通貨選択約款が普及した理由として、投資家の利便性あるいは外国通貨建てで発行する外債の元利払いの際の為替相場変動リスクを避けるため、等の理由が指摘されている。

通貨選択約款がどの程度普及したのか、あるいはなぜ普及したのかという点について検討した研究はすでにある。これらの研究は、19 世紀あるいは現代における通貨選択約款の在り方を検討している。だが、一方で、両大戦間期の時期に限定してみると、この時期は、国際金本位制の再建と離脱が相次ぎ、為替レートの切り下げや変動が顕著になった時期である。そのため、両大戦間期は、外国為替先渡市場のような為替相場変動リスクを回避する方法が普及した時期でもある。そこで、報告者は、通貨選択約款が持つ為替変動リスクへの対応策という側面に着目した。そして、日本政府外債を事例として、両大戦間期における通貨選択約款の在り方を検討することにより、19 世紀から両大戦間期の時期において、国際金融センターの在り方がいかに変容したのかを検討する。

＜金融史パネル＞

1960 年代国際ドル市場におけるロンドンとニューヨーク：BOLSA の事例

東北大学　菅原歩

本報告の目的は、1960 年代を対象に、中核的国際金融センターであったロンドンとニューヨーク（以下、NY）の補完的関係を明らかにすることである。それ以前の時代と比較すると、1960 年代の時代的特徴はドルの単一基軸通貨化とユーロダラー市場の登場であった。国際金本位制期はポンドの単一基軸通貨制であり、ロンドンが単一の中核的国際金融センターであった。戦間期には、ポンドとドルの複数基軸通貨制と、ロンドンと NY という中核的国際金融センターの並存が生じた。第二次大戦後は、1958 年の西欧主要国通貨交換性回復以降はドルの単一基軸通貨制となった。しかし、国際金融センターは NY 単一の中核金融センターとはならず、NY とロンドンの複数中核金融センター並存となった。これはロンドンでのユーロダラー市場の成立によって生じた。これ以降、ドル単一基軸通貨制とロンドン・NY 複数中核金融センターの構造は基本的に現在まで続いている。

本報告では当時のロンドン・ユーロダラー市場で英系最大手であった英系海外銀行 BOLSA（Bank of London and South America）の 1960 年代の与信枠設定の史料（ロイズ銀行アーカイブ所蔵）を利用する。借り手としては日本の銀行・企業に着目する。まず日系銀行向けでは、BOLSA の与信枠設定は、ほとんどがロンドン支店・本店（BOLSA はロンドンに本店と支店の 2 店舗を持っていた）ではなく、NY 支店によって行われていた。しかし、非銀行向けでは、BOLSA の与信枠設定はすべてロンドン支店を介していた。ただし、この非銀行向けの与信枠にはすべて NY 支店から与信枠を受けた日系銀行による保証がついていた。ここから、BOLSA がドル供給地としてロンドンと NY を補完的に利用していたことを読み取ることができる。しかも BOLSA 会長の Bolton は回顧の中で「これ（ユーロ市場の登場）は、主要な金融センター間の、かつてみられなかった程の協力と協調を引き起こした」と述べている。これらの事実発見からは、Schenk(2002)の言うような金融センター間の補完的関係について今後研究を深めるべきということが示唆される。日本の事例からは、国際ドル市場（NY 市場＋ロンドン・ユーロダラー市場）は、借入国の貿易金融・国内投資のいずれに対しても円滑な資金供給という機能を果たしたことも示された。

付記：本報告は、JSPS 科研費 16K03766 の助成を受けた研究成果の一部である。

＜金融史パネル＞

周辺市場アジアにおける 1980 年代以降の国際資本移動

亜細亜大学　布田功治

本報告では、国際金融の周辺市場として位置づけられるアジアを分析対象とし、国際金融ネットワークにおける主要アジア諸国の立ち位置の一端を明らかにすることを目的とする。その際、下記に示す問題関心とデータ制約から、1980 年代以降の各国の国際資本移動の変化、とりわけ金融勘定収支細目のグロス値の変化に着目し、国際金融ネットワークにおけるアジア諸国の立ち位置の類型化を試みたい。

Flandreau and Jobst(2005)を嚆矢として、現在、国際金融ネットワークに関するネットワーク分析が盛んとなっている。それらの研究では、国際金融ネットワークにおける各市場間あるいは各国間の静学的な構造把握と動学的な連関把握に問題関心を持つ。本報告もそれらと同様の問題関心を持つ。

ただし、先行研究ではネットワーク分析を可能とするデータの入手可能性の観点から、為替取引あるいは証券取引の国際金融ネットワーク分析に限定するものが多い。一方、ネットワーク分析に必要なデータの不足する銀行経由での国際金融ネットワークにも、本報告は大きな問題関心を持つ。

そのため、本報告ではネットワーク分析以外の方法で、国際金融の周辺市場としてアジアを位置づけるネットワークの存在を前提とした上で、アジア主要諸国はそのネットワーク内でどのような立ち位置にあるのか、たとえばアジア域内金融ネットワークでも Hub&Spoke 構造は存在するのかという課題を設定し、そのネットワークの静学的な構造と 1980 年代以降の動学的な連関の一端を示すことを試みる。

具体的には、ここ数十年間の国際金融の大きな特徴として、グロス値でみた国際資本移動拡大を指摘する Borio and Disyatat(2011)や岩本（2013）を参考とし、金融勘定収支細目のグロス値をとりあげる。そして、Obstfeld(2004)による GL 指数や Lane and Milesi-Ferretti(2007)による FG 指数に倣って金融勘定収支のグロス値を用いた新たな国際資本移動指標をいくつか策定する。それらの指標の時系列的変化に基づき、国際金融ネットワークにおけるアジア主要諸国の立ち位置の類型化を試みる。

付記：本報告は、JSPS 科研費 16K03766 の助成を受けた研究成果の一部である。

中国におけるフィンテックの発展と今後の課題

野村資本市場研究所　李立栄

中国では近年インターネット企業による金融サービスへの参入が活発化しており、様々な金融イノベーション（フィンテック）が生まれている。具体的には、インターネットの決済プラットフォームを活用した第三者決済や、投資ファンド・保険などの金融商品販売である。第三者決済は電子商取引の安全を図るために生まれたサービスであり、その登録ユーザー数は 4 億人以上に達する。さらに、インターネットで融資の貸し手と借り手をマッチングさせる P2P レンディングなどのオンライン・オルタナティブ・ファイナンスも、中小企業をはじめとする強い資金調達ニーズとより有利な運用先を求める投資家ニーズを背景として急速に市場が拡大し、中国だけでアジア太平洋地域全体の同市場の約 99%を占めている。

このような中国のフィンテックの展開は、欧米での動きと異なる部分が多い。欧米では金融規制の枠組みのなかで、既存金融サービスの利用を前提に利用者利便の向上を狙った付加価値型のサービスが多いのに対して、中国では、伝統的な金融機関とは独立した決済プラットフォームをもとに、既存の金融サービスを補完・代替するような新たなサービスが提供されている。実際、中国のフィンテックの発展は、従来利用できなかった人々にも金融サービスを普及させる一定の役割を果たしており、金融包摂の手段としても注目されている。中国のフィンテックが先進国と異なる独自の発展を遂げている背景には、①インターネット人口の爆発的増加と電子商取引の普及、②イノベーション促進を視野に入れた当局の規制緩和、③規制の裁定機会の存在、④既存の金融システムの効率性の低さ、を指摘できる。

中国は今後、後発者の利益を（Leap Frog Effect）活かしてリテール金融サービスの水準を飛躍的に高める可能性がある。最近人口知能が多くの産業において今後のイノベーションの重要な鍵として大きな期待を集めているが、それはビッグデータの活用と表裏一体の関係にある。中国はこの点においても有利な環境にある。すでに、中国ではビッグデータを活用したオンライン・コンシューマー・ファイナンスやネット小口融資も急成長している。

本報告では、中国におけるフィンテックの発展について概観するとともに、金融システムの発展段階との関連性について考察したい。さらに、中国におけるフィンテックの発展の意義と今後の課題を明らかにしたい。

キーワード：中国のフィンテック、金融包摂、金融イノベーション

フォワードガイダンスの市場期待への影響分析
ーテキストマイニング・アプローチー

三菱 UFJ トラスト投資工学研究所(MTEC)　須田真太郎[1]
東京大学大学院工学系研究科　伊 藤　　諒
東京大学大学院工学系研究科　和 泉　　潔

昨今のゼロ金利環境下において、中央銀行によるフォワードガイダンスは、マーケット参加者の期待や予想に働きかける新たな金融政策手段として、中央銀行やマーケット双方において大変重要視されている。

本研究では、米国中央銀行（FRB）のフォワードガイダンスがマーケットの期待や予想に本当に働きかけているのか、フォワードガイダンスに期待される政策効果が発揮されているのかを、連邦公開市場委員会（FOMC）後の各種資産の価格形成を元に検証を行う。フォワードガイダンスはマーケットとのコミュニケーションであり、それは非定量（テキスト）情報として公表される。従ってその評価を行う際には、昨今研究の進展が著しいテキストマイニングの手法を用いる。本研究では、Hansen and McMahon(2016)やJagadeesh and Wu(2015)の手法を改良した新たなテキストマイニングモデルを用いて、FRB が FOMC 後に発表する声明文や議事録を解析する。

その結果、先行研究で提案された手法よりも表現力に富んだ、FOMC 専用のテキストマイニングモデルを構築することができた。一方で、テキストマイニングにより評価したフォワードガイダンスと期待形成（価格形成）との関係を分析した結果、米国のフォワードガイダンスは投資家の価格形成に対して影響を及ぼしており、先行研究でも示されている、フォワードガイダンスの波及効果を支持する結果が得られた。またフォワードガイダンスで示されている内容（トピック）や、市場における政策変更期待の高さに応じて、その後の波及経路や強さが異なることもわかってきた。

[1] 本稿の内容は筆者が所属する組織を代表するものではなく、すべて個人的な見解である。また、当然のことながら、本稿における誤りは全て筆者の責に帰するものである。

近年の金融経済環境と不動産取引の動向

関西外国語大学　堀江康熙

我が国では、一方のグローバル化、他方の少子高齢化社会入りといった経済環境の大きな変化が進んでいる。そうしたなかで長期に亘り金融「超」緩和政策が続けられており、その効果は GDP の増加や雇用改善、企業収益率の上昇傾向等に表れている。そして経済活動は、潜在成長率に見合った均衡経路を辿ってきていると判断される。但し、現行のマイナス金利政策によっても、金融機関の貸出金利のこれ以上の引き下げは難しくなってきており、金融面からの経済活動への働きかけは限界に近づいてきている。

経済環境の変化・金融緩和の持続のなかで不動産取引が大都市圏を中心に拡大してきている。土地取引件数は振幅を伴いつつ増加してきているほか、建物付取引の面積・価格も上昇傾向にある。これを映じて銀行・信金の不動産業向け及び個人向け貸出も増加傾向を辿っている。

大規模土地取引についてみると、経済活動の拡大を反映して生産施設や商業施設の取引面積が大都市圏・地方都市圏ともに増加傾向にあり、これらはいわば「実需」に基づくと考えられる。他方、転売等を目的とするいわゆる投機的な色彩の強い取引については、大都市圏では 2014 年以降再び急速に増えているのが目につく。

また、建物付不動産の動向について用途別・都市圏別に着工床面積と既存（中古）の建物付取引を比較すると、リーマンショック当時の 2008 年を基準としてみる限り、新規の着工床面積よりも中古不動産の取引が相対的に活発であることが目につく。このことは、企業の投資姿勢が依然慎重さを残していることを示している。即ち、グローバル化を背景とする株主等からの利益率重視圧力の強まりから、企業はリスク回避姿勢をとり、売上が拡大しても先ず既存の事務所・店舗等の購入・取得等を先行し、新規の大型投資には慎重であることを表している。こうした状況下でも、新規の着工床面積が増えてきていることは事実で、建設業では常用雇用増加・賃金上昇の傾向が明確に生じている。

他方、既存の建物付不動産取引の価格はアパート・マンションや事務所・店舗等を中心に大都市部では明確に上昇傾向にあり、これは景気回復や高齢化による都市部への移住増加、相続税対策による賃貸物件取得増、インバウンド需要増加等を背景としていると考えられる。このほか、大都市部では先行きの需要増加を見越した転売等目的による取得の増加も価格上昇に寄与していると考えられる。

このように不動産取引は全体として拡大傾向にあるが、それは大都市部を中心に生じており、全般的な現象とは言い難い。また、こうした現象が経済全体に波及していく可能性は小さいだけに、投機的な取引の拡大についてはそれを抑えていく方策も検討する必要がある。

上場企業における関連当事者取引とその現状（報告要旨）

名古屋商科大学商学部助教　太宰 北斗

2011 年，大王製紙で，創業家出身の当時の会長がグループ会社から約 100 億円を個人的に借り入れていたことが発覚，世間を大きく騒がせた．大王製紙におけるこの資金流用事件は，その額の大きさも含め，創業者一族による企業支配の問題として関心を集めた．

ここで注目されるのは，この問題に係わる取引の一部が有価証券報告書にも記載され，一般に確認できるものであった点である．2011 年 3 月期の大王製紙の有価証券報告書を見ると，大王製紙の連結子会社が 23.5 億円の資金貸付を行っていたことが記載されている．

日本では，企業経営に重大な影響を及ぼしえる関連当事者との取引の実態を，投資家などが把握できるように有価証券報告書の開示事項として定められている．にもかかわらず，日本において，どれほどの規模や件数の取引がなされ，どのような種類の取引がなされているのか網羅的に調べた研究は，筆者の知る限り，いまだ行われていない．

本稿は，関連当事者取引の情報を綿密に調べることで，日本における関連当事者取引研究の端緒を開こうとするものである．

2005 年度から 2010 年度にわたる上場企業を対象に関連当事者取引の状況を調べた結果，毎年 3,000 件から 4,000 件の金銭的な取引が関連当事者との間で安定的に行われており，その取引金額は対象期間を通じて約 30 兆円にのぼっていた．

また，取引内容について見ると，製品の販売や仕入れなどの営業取引が，件数，金額規模の両面で最も多くなっていた．このなかでは，親会社などのグループ会社との取引が多くを占めていた．さらに，取引相手別に見ると，経営者などの役員との間では不動産の賃貸借などの取引が顕著に多くなっており，創業者一族などが保有する資産を利用して関連当事者取引が行われていることがうかがえた．親会社など，グループ会社との間の関連当事者取引については，子会社や兄弟会社との取引よりも親会社との取引が最も多くなっていた．

これらの結果は，上場企業においても関連当事者との取引が頻繁に行われていること，また，グループ会社に限らず役員などの個人との取引も件数ベースでは多く行われていることを示唆しており，大王製紙のように，役員との間で巨額の取引を行うことが決して稀ではないことをうかがわせるものであった．

このように，日本における関連当事者取引の実態をはじめて網羅的に明らかにした点は，本稿の貢献であると考えられる．

Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank- Centered Financial Market

Toshinori Sasaki, Toyo University
Katsushi Suzuki, Hitotsubashi University

Abstract

We examine the relationship between the bank's soundness and cash holdings in Japan, which is a bank-centered market. We find that the deterioration of a bank's soundness makes firms increase their cash holdings and the cash flow sensitivity of cash. The increase in cash mitigates underinvestment problems when their banks face serious bad-loan problems. Furthermore, the value of cash in firms with unsound banks is more valuable than in the firms with sound banks. These relations are not found in high rated firms. Our results imply that the bank soundness affects firms' cash holdings in a bank-centered market and are consistent with pre-cautionary motive.

証券化市場の再活性化に向けて

横浜国立大学　　高橋正彦

証券化（securitization）は、デリバティブ（derivative,金融派生商品）と並ぶ先端的な金融技術であり、後者が市場リスクをコントロールする「フィナンシャル・エンジニアリング」（financial engineering,金融工学）の領域に属するのに対し、「クレジット・エンジニアリング」（credit engineering,信用工学）の性格を有する。

証券化は米国で発祥・発展し、世界中に広がった。米国での証券化は、1970 年代に、住宅ローン債権を裏付けとするＭＢＳ（モーゲージ担保証券）から始まり、多様な金銭債権を対象とするＡＢＳ（資産担保型証券）等に拡大し、市場規模も巨額に達した。

日本では、バブル崩壊後の 1990 年代前半、ノンバンクのリース・クレジット債権から、本格的な証券化が始まった。その後の金融ビッグバンに伴う法制整備もあって、日本の証券化市場は順調に拡大・多様化し、2005 年～2006 年には、発行額が普通社債を上回った。

米国では、2006 年夏以降の住宅バブルの崩壊により、サブプライム住宅ローン関連の証券化商品（ＭＢＳや、それらを再証券化したＣＤＯ）がデフォルトしたり、値崩れしたりしたことから、2008 年 9 月のリーマン・ショックを経て、世界金融危機に発展した。その影響により、米日ともに、証券化市場は 2006 年をピークに縮小に転じた。

その後、金融危機の震源地である米国では、証券化市場の回復の動きもみられる。一方、日本では、米国のサブプライムローン問題のような深刻な問題はほとんど起きていないにもかかわらず、証券化市場は依然として低迷が続いており、出遅れ感は否めない。

こうした状況の背景として、①実体経済の低迷等を背景とする裏付資産の伸び悩み、②日本銀行による量的・質的金融緩和（ＱＱＥ）等の超金融緩和の下での資金調達の容易化、③リスク商品としての証券化商品のイメージの広まり、④信用リスク管理等に関わる投資コストの増大、⑤近年の金融規制強化の悪影響、などの事情が挙げられる。

現在の日本の証券化市場は、公的機関である住宅金融支援機構によるＭＢＳの安定発行により、全体の発行額の過半を支えられており、かつての多様性はかなり失われてしまっている。このままでは、オリジネーター、アレンジャー、投資家、格付機関等で、証券化に関する実務的ノウハウの継承にも支障を来す懸念がある。さらに、マクロの金融システムの観点からも、現状は、従来型の直接金融・間接金融と並ぶ、市場型間接金融や複線的金融システムへの移行という、金融ビッグバン以来の政策的方向性に逆行している。

市場関係者にとっては、ＱＱＥからの出口や、資金余剰から資金不足への将来の金融構造の変化等も展望し、専門性を有する人材の維持・育成など、証券化市場の再活性化に向けて、必要な準備を怠らないことが肝要である。

The increasing Renminbi's flexibility: from a perspective of foreign reserves and capital flows

Hitotsubashi University
Zhou Xuezhi

Abstract

Since July 2005, the RMB has experienced both appreciation and depreciation cycles. By using rolling currency basket regressions with a variable of exchange market pressure (EMP), we found that the flexibility of the RMB exchange rate against a currency basket often changed. When the RMB was in a stable region and an appreciation trend, foreign exchange reserves played a major role in absorbing the EMP, while its influence decreased when the RMB shifted into a devaluation trend. From the perspective of capital flows, although China's capital account remains controlled, it can still positively affect the EMP through a VAR model. Foreign reserves can play a stabilizing role in hedging capital flows, however, when the RMB shifted into a depreciation trend, the smaller amount of foreign reserves made it difficult for the Chinese authorities to hedge the capital flows as before. This means that the RMB would need to exhibit more flexibility if the Chinese authorities want to eliminate or reduce their foreign reserves loss.

Key words: exchange market pressure, foreign reserves, capital flows

イントラデイ・ボラティリティ波及指数：Brexit が欧州株式市場間のボラティリティ波及効果に与える影響分析への応用

対外経済貿易大学　西村友作
南方科技大学　孫便霞

Diebold and Yilmaz (2012, 2014)らが提案し，多くの研究で採用されているボラティリティ波及指数は，長期間の傾向をとらえるには適しているが，短期間の分析には向かないという問題がある。そこで本稿では，取引時間が重複する金融市場間の日中の波及効果をとらえることができ，短期分析に適したイントラデイ・ボラティリティ波及指数（IVSI）を提案する。

この指数は，取引時間が重複している市場の高頻度データを対象に，(1)FFF 回帰を用いボラティリティの日中周期性を取り除き，(2) ARCH 型モデルを用いてボラティリティを推定し，(3) VAR モデルから推定される予測誤差を用いて毎日の IVSI を計算する，という 3 ステップの方法で算出される。

我々はこの方法を用い，欧州連合からのイギリス脱退（Brexit）が欧州株式市場間（イギリス，ドイツ，フランス，スペイン，ポルトガル）のボラティリティ波及効果に与えた影響を分析した。具体的には，これらの市場の 5 分間リターンを用いて，2016 年 6 月 23 日の Brexit 前後 3 か月（2016 年 3 月 29 日から 9 月 16 日）における毎日の IVSI を計算した。

ボラティリティ波及効果表を用いた分析では，前後 3 カ月の平均でみると，Brexit は欧州株式市場間のボラティリティ波及効果に全く影響を与えていない結果を得た。そこで，Brexit のマーケットに与える影響の時間が短かった可能性を考慮し，期間を更に短くした前後 1 カ月（2016 年 5 月 26 日～7 月 21 日）の比較分析をおこなった。結果，Brexit によって欧州市場間全体のボラティリティ波及効果が高まり，イギリスと欧州大陸市場間の波及メカニズムにも変化がみつかった。

さらに，IVSI を時系列にプロットした波及効果図を用いて，Brexit 前後におけるボラティリティ波及効果の日々の動態的変化を分析した。一か月の平均の推移を見てみると，市場間のボラティリティ波及効果は，Brexit 直後に急激に高まり，その反動で下落し，その後元の水準に戻っていることが分かった。また，Brexit 直後にボラティリティ波及指数が急低下しており，それはイギリス，ドイツ，フランスのボラティリティ波及効果の変化に起因していることが明らかとなった。

以上の結果は，日次や週次データを使った分析では得る事はできず，我々が提案する IVSI はこのような短期間での分析ができる点で優れている。

Intra-temporal Substitution between Tradable and Non-tradable Goods: Evidence from Japanese Household Survey Data

Very preliminary

Tohoku University, Jun Nagayasu

Abstract:
We estimate the intratemporal elasticity of substitution between tradable and nontradable goods using Japanese survey-based household data. In contrast to previous studies based on aggregate time-series data, this study therefore sheds light on the heterogeneity in consumption behavior among consumers with different social and economic backgrounds. Among other conclusions, our results suggest a higher level of substitution between tradable and nontradable goods for older generations of consumers and during deflationary periods. Thus, we confirm that consumers in general are indeed sensitive to the prices of economic goods and services, particularly in times of slow economic recovery.

Keywords: Intratemporal elasticity of substitution, tradable and nontradable goods, economic goods and services, survey-based household data, Japan
JEL classification: D1

＜共通論題＞

『ビジネスエコノミクス』から金融政策を評価する

政策研究大学院大学　　西村 清彦

＜主旨＞

広い意味での経済学の裾野が広がり、政府や日本銀行での政策立案や政策評価、そして企業の成長戦略作成に経済学や周辺諸科学の知見を使う「エコノミスト」の活躍の場が今後も更に広がることが予想される。その中で特に金融市場は、単なる学者の学問的興味を超え、大学以外の機関や企業に所属する「ビジネスエコノミスト」の活躍が今後飛躍的に期待される分野である。欧米では「ビジネスエコノミスト」というキャリアが確立し、独自の学会をもつなどその社会的認知度は高いが、日本ではまだ発展途上である。本パネルでは、マーケットエコノミストとしてビジネスエコノミストの最前線に立つ安達誠司氏（丸三証券）、加藤出氏（東短リサーチ）、また、学界からは元日本銀行の藤木裕氏（中央大学）を迎え、日本の金融政策・アベノミクスについて、西村清彦の進行の下、ビジネスエコノミクスの立場から政策評価の議論を行う予定である。これが日本のビジネスエコノミクス定着の一つの里程になることを願っている。

日本銀行が黒田東彦総裁のもと、2%の「物価安定目標」を達成すべく、大規模な量的・質的金融緩和に乗り出してから 4 年が経過する。また、日本銀行は 2016 年 1 月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入、9 月にはそれまでの政策効果に関する「総括的な検証」を行い、その内容を踏まえて、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」、いわゆるイールドカーブ・コントロールという新しい枠組みを導入した。

本パネルでは、こうした黒田東彦総裁のもとでの金融政策について、金融市場の動きを詳しく分析し情報発信している「ビジネスエコノミスト」をパネリストとして迎え、賛成・反対双方の立場からの見方を議論するとともに、先行きの展望についてもコメント頂く。また、「学者」の立場から、両者の主張の理論的な整理や評価を試みようと考えている。

やや詳しく述べると、賛成の立場からは、これまでの金融緩和政策の効果をどう評価するかについて、インフレターゲット目標達成時期が先ずれしている点も含めて報告頂く。一方、反対の立場からは、政策効果と副作用を分析・評価して頂いた上で、現行の政策について代替案はあるのか、それは目標達成の修正といったものか、より根本的代替的な政策なのかについてコメント頂く。また、理論面では中央銀行におけるビジネスエコノミストや実質為替相場との関係でマーケットはどう評価していると考えられるのか等も含めてコメント頂く予定である。

＜共通論題＞

「情報伝達者としてのビジネスエコノミスト」

丸三証券　安達誠司

マーケットにとって、ビジネスエコノミストは、「金融政策についての情報をマーケットに伝達（もしくは生産）する」という機能を有していると考えられる。

従来、「金利政策」の局面での金融政策についての情報（将来の利上げ、利下げについての予想など）は、短期金融市場関係者による準備預金の「積みの進捗ペース」の「読み」によってもたされてきた。だが、これは、極めて専門的な情報であったがゆえに、他市場（為替市場、及び株式市場）にとって、それほど重要性ではなかった可能性がある。

「ゼロ金利政策・量的緩和」の局面ではこれに代わって、中長期金利の動向をどう読むかが将来の金融政策を占う上で重要な意味を持つようになった。その意味で、情報伝達(及び生産)の機能は債券エコノミストらに移行していった。

ところが、「QQE（量的質的金融緩和）」政策で、10 年物国債利回りまでもがゼロ金利制約に到達したことで、この債券市場関係者の役割が低下したのではないかと考えられる。金融政策についての情報は、主に為替市場に直接的に伝達され、為替レート変動が他市場（株式市場など）に大きな影響をもたらすようになっていると思われる。

この「金融政策情報の伝達(生産)」という面から QQE 政策以降の日銀の金融政策を評価すると、①学界では、「量的緩和」の効果についてはどちらかといえば否定的な見解がコンセンサスになっているが、為替市場や株式市場に関わる海外投資家の間では、「量」に対する注目度は決して低くはない。これが、QQE 政策前からの急激な円安と「マイナス金利政策」後の急激な円高進行につながった可能性がある。②また、「インフレ目標達成時期の後ずれ」が、日銀の金融政策の「信認」に悪影響を及ぼしているという点は懐疑的である。「信認」に悪影響が及んでいる場合には、デフレ予想が強まるはずだが、日銀短観の価格判断 DI 等をみると、過去のデフレ期ほどこの悪化はみせていない。また、もし、「信認」に悪影響が及んでいる場合には、インフレ率が、日銀のいうところのインフレ予想の「適合的な期待」とは矛盾する動きをするはずである（これは、今後のインフレ率の動きを見る必要があるかもしれないが）。③「YCC（イールドカーブコントロール）」については、現段階で評価することは難しいと考えている。ただ、トランプ政権下での米国のポリシーミックス次第では、米国の長期金利上昇圧力が波及する形で、日本の長期金利に上昇圧力がかかった場合には、効果を発揮する可能性が高いと考えている。

その他、現在の日銀の金融政策については、ビジネスエコノミストの観点からも多くの論点があるので、それをパネルディスカッションで明らかにできれば幸いである。

＜共通論題＞

日銀非伝統的金融政策の副作用

東短リサーチ　加藤　出

中央銀行が実施する金融政策は、金融機関や機関投資家の行動の変化を通じて実体経済に影響を及ぼす。一般的に、短期金利をプラス金利の領域で操作する従来の伝統的金融政策に関しては中央銀行はその波及経路や効果について知見を有している。

しかし、中央銀行のバランスシートを用いる政策（量的緩和策、信用緩和策など）、人々の期待に働きかける政策、マイナス金利政策、長期金利誘導政策といった非伝統的金融政策に関しては中央銀行は十分な経験、知識を持っていない。

それらの政策の導入には大きな不確実性および副作用が伴い得る。社会実験的な側面が付随することは不可避であるため、中央銀行は非伝統的政策の導入前および導入後には、伝統的政策実施時とは異なる謙虚さを持って、金融機関や機関投資家、さらには企業、家計に対して緻密かつ慎重なモニタリングを行う必要があるといえる。

しかしながら、2013 年 4 月以降の日本銀行は、インフレ目標達成への強固かつ揺るぎない自信（または”気合い”）を中央銀行が示すこと自体が人々の期待を変えるという考えに固執してしまい、悲劇的ともいえる独善的な情勢判断に陥ってしまった。その結果、多方面において、深刻な副作用が発生し始めている。

特に懸念される財政政策上のポピュリズムの増長、金融機関における日銀の深刻な信認低下といった問題を整理しつつ、中央銀行が政策のプロス＆コンスを短期的、長期的な観点で判断する上で必要とされるガバナンスについて、金融市場に属するビジネスエコノミストの視点から報告を行わせていただく。

＜共通論題＞

中央銀行におけるビジネスエコノミスト

中央大学　藤木　裕

パネル・ディスカッションでは、以下の内容について報告する。

まず、ビジネスエコノミストを米国の The National Association for Business Economics (NABE)の定義に従い、「職場で経済学を使う人」と定義する。

次に、この定義に即して中央銀行におけるビジネスエコノミストの職務について、具体的な仕事をあげながら説明する。

第三に、中央銀行におけるビジネスエコノミストの顧客は、政治家、市場関係者、金融の実務家、学者、一般市民のみならず、中央銀行の経営層であることを説明する。

第四に、中央銀行におけるビジネスエコノミストが外部に対して行う情報発信の性質は、その職務と顧客の性質を反映して、学者が学術的な観点から行う情報発信の性質とは異なりうることを、（1）「量的・質的金融緩和」＋「マイナス金利」＋「長短金利操作」の組み合わせの評価、（2）市場機能への評価、（3）実効実質為替相場への評価、（4）金融緩和の限界への評価、といった具体例を通して説明する。

後に、ビジネスエコノミストと、学界のエコノミストが、今後の金融政策運営に対してどのように貢献できるか、その可能性について論じる。

交通アクセス

早稲田大学　早稲田キャンパス

【住所】

〒169-8050 新宿区西早稲田1-6-1

【ＪＲによるアクセス】

山手線 高田馬場駅から徒歩20分

【西武鉄道によるアクセス】

新宿線 高田馬場駅から徒歩20分

【地下鉄東京メトロによるアクセス】

東西線 早稲田駅から徒歩5分

【都バスによるアクセス】

都バス 学02 （学バス） 高田馬場駅 - 早大正門

西早稲田停留所から徒歩5分

【都電によるアクセス】

荒川線 早稲田駅から徒歩5分

早稲田キャンパス構内案内図
Waseda Campus Map
大会受付　早稲田大学国際会議場（18 号館）1 階
懇親会会場
早稲田大学国際会議場
3 階会議室
面影橋駅へ
To Omokagebashi St.
都電荒川線 早稲田駅
Toden Arakawa Line-Waseda Sta.
神田川
Kanda River
新目白通り（放射7号）
Shin-mejiro St.
高田馬場へ
To Takadanobaba
西早稲田
Nishi Waseda
都営バス 西早稲田
Toei Bus Nishi-Waseda
早稲田通り
大隈庭園
Okuma Garden
江戸川橋へ
To Edogawabashi
都営バス 早大正門
Toei Bus Sodai Seimon
西早稲田キャンパスへ
To Nishi-Waseda Campus
都営バス 馬場下町
Toei Bus Babashita-cho
馬場下町
Babashita-cho
早稲田鶴巻町西
Waseda Tsurumaki-cho-Nishi
早大通り
Sodai Seimon St.
山吹町へ
To Yamabuki-cho
戸山キャンパス
Toyama Campus
地下鉄東西線 早稲田駅へ
To Subway Tozai Line-Waseda Sta.
Information Center
Railway Station
First Aid
Bus Stop
Toilets
Restaurant
Smoking Area
Store
Bicycle Parking