

## [書 評]

小川英治編『アジア・ボンドの経済学——債券市場の発展を目指して』

東洋経済新報社, xiv+259頁, 2009年

1997年のアジア通貨危機以来、産官学からなるアジア金融統合の研究に深く携わり、中心的役割を果たしてきた小川英治氏および伊藤隆敏氏らが、統合プロセスの1過程であるアジア・ボンド市場の育成に視座を置いて、統合問題を論じたものが本書である。と言う以外に、評者に取って前置きを述べさせない、優れた研究書である。特に、伊藤氏執筆の第1章「アジア・ボンド：展望」は、単なる展望ではなく、金融統合の主要領域について整理と点検を試み、その中に、続く各章を丁寧に位置づけて総括しており、本書のかなりの部分を占め、その筆致は読者を魅了するに十分である。それゆえに、この章の書評に紙面を割かずにはいられない。また、各章も伊藤氏の総括に従い一段と内容を深めた研究である。

第1章第1節「イントロダクション」では、アジアの貯蓄主体は欧米で運用する反面、投資主体である銀行や企業は欧米からドル建て資金を調達した。それほどまでにアジア域内の金融市場は利用されず成熟していなかったと説く。第2節「アジア通貨危機の教訓」では、景気が過熱すると短期金利を引き上げて景気にブレーキをかけるが、一時的に短期資本流入を招くものの為替は増価してドル建て収益率が下がり資本流入は止まる。しかし、ドルベッグ制を採用していたために為替は増価せずにドル建て収益率は上昇し続けた。これにより、巨額の短期資本流入を招き、アジアの銀行や企業は欧米から調達した“短期のドル建て資金”を、“自国通貨建ての長期のプロジェクト”で運用し、通貨と満期の「ダブル・ミスマッチ」が発生した。その後、短期資本流入が流出へと変化するとき、中央銀行の外貨準備は不足し、同時に、銀行や企業の返済金である短期流動性が欠如して、通貨危機と銀行危機を発生させたと伊藤氏は説く。この自由な資本流入・流出を可能

にしたのが資本取引自由化政策の進展であるが、この流出を政治の力で抑えたのがマレーシアである。今後こうした危機を回避する政策の1つとして、アジア域内で自国通貨建ての債券市場の育成を計り、アジア域内の貯蓄主体から投資主体への資金チャネルを形成する構想が打ち出された。それを政策的に後押ししたのが、2002年の財務大臣会合でわが国財務省によって提出された、市場のインフラ整備に関する提案「アジア・ボンド・マーケット・イニシアティブ (ABMI)」であり、さらに、2003年の中央銀行役員会議で、自国通貨建ての国債・準国債からなるファンド商品を開発して、投資家に売り出すという提案「アジア・ボンド・ファンド (ABF)」である。伊藤氏は、自らの議論の展開に制約を認めて、資金調達の域内チャネル形成が危機を未然に防止すること、さらに、域内チャネルが域外チャネルよりも優位であることを前提にしていることを自ら認めて、この点については多くの論争があることを明記している。第3節「定義」では、伊藤氏は、アジア・ボンドをアジアの国や企業が自国通貨建てで発行する債券と定義して、2000年以降次第にアジアへの投資が回復する中でアジア債券市場が拡大しつつあることを概観する。第4節「アジア・ボンドの目的」では、アジア債券市場の育成は、①自国通貨建て債券発行により通貨のミスマッチを解消するだけでなく、②直接金融という資金調達方法の選択肢を与え、さらに、③アジアの貯蓄主体にとって投資の際のベンチマーク資産を提供することで、欧米に流出していった過剰貯蓄を域内に呼び戻す、ことを目的にしている、と説き、アジア債券市場の育成はアジア通貨危機の再来を防ぐ目的だけではない、ことを強調する。第5節「発行体としてのアジア・ボンド」では、発行主体である政府・企業にとって自国

通貨建て長期アジア・ボンドの発行は魅力的か、と伊藤氏は問いかける。長期であるために借り換え時の流動性リスクも頻繁に発生しない、また、為替リスクもない、すなわち、アジア通貨危機を引き起こしたダブル・ミスマッチのない望ましい資金調達である、と説く。しかし、発行体としての政府の責任も重い。自国通貨建て国債の発行は為替リスクや自国の経済政策の失敗によるリスクを欧米投資家に負担させ、さらに、国債が民間債の格付よりも優るために、国債管理政策を含めた経済政策の良し悪しが、欧米投資家にとってアジア・ボンドの魅力を左右する、と伊藤氏は警告を発する。第6節「投資家にとってのアジア・ボンド」では、アジアの投資家自身にとっても魅力的か、と伊藤氏は問う。一般に、アジア通貨の減価がなくて高い経済成長が続くのであればアジア・ボンドは魅力的である。さらに、欧米に比べて同じアジア域内では、貸倒などの信用リスク情報が得やすいために、不確実性は少なくなり信用リスクは小さく、アジア・ボンドは魅力的な債券となる（リージョナルバイアスがあると言う）。こうして、アジア・ボンドは発行主体や投資主体にとって魅力的である、と説く。この節の最後になぜアジア債券市場が発達しなかったかの原因を探ることは、発行主体の政府がその原因を取り除けば、投資家にとってアジア・ボンドがより魅力的になるはずと伊藤氏は主張する。Eichengreen and Luengnaruemitchai (2006) の推計結果を証左として、資本規制やGDPの規模などの経済的要因がアジア地域の債券市場の発展を阻害した原因であり、また、アジア地域を示すダミー変数がむしろプラスに働くことから“アジア地域だから”という特有の原因は、市場発展の阻害要因ではないと説く。第7節「公共財的役割を果たす機関」では、第5節と第6節でアジア・ボンドが発行体および投資家にとって魅力的である条件を明らかにした。その条件を整えるべくアジアの政府および国際機関は何をすべきかを伊藤氏は問う。①取引所や適格発行体の規制などの制度的インフラ整備、②発行体や発行条件の広報（アジア開発銀行が現在担当）、③民間債に先立ち政府または国際機関がアジア通貨建てのアジア・ボンドを発行する。④アジアの異なる国から発行される債券の信用格付けの基準作成（14カ国から25の格付機関が参加してアジア開発銀行内に設立したACRAA

が現在格付を担当）、⑤低格付のアジア・ボンドに信用保証をする（低格付債権を束ねてリスク分散してさらに国際機関が保証を付ける）。第8節「中央銀行によるアジア・ボンド・ファンド」では、前節で述べたアジア債券市場の商品開発について、中央銀行役員会議の提案「アジア・ボンド・ファンド（ABF）」は、いまだこまで進んでいるかを伊藤氏は述べる。アジア諸国が自国通貨建てで発行する国債・準国債のファンドを投資家に保有してもらうように、まずは中央銀行が自ら投資・保有する（自国通貨建てからなる各国ごとの単独ファンドPAIFと、PAIFを束ねたファンドFoBFを組成する）。その後、一般投資家に開放する予定。第9節「財務省によるアジア・ボンド・マーケット・イニシアティブ」では、アジア債券市場のインフラ整備に関して、日本財務省の提案「アジア・ボンド・マーケット・イニシアティブ（ABMI）」に沿って、いま何がなされているかを述べる。2008年には、信用保証や格付機関の調和・信頼性の向上について各国の取り組みが継続し、さらに、具体的な進捗状況を定めたロード・マップを作成し定期的な自己評価をすることになった。第10節「アジア・通貨バスケット・ボンド」では、伊藤氏は市場の制度設計について独自の案を示す。アジア各国の自国通貨建て債券を購入しこのバスケットを担保として、アジア・ボンドを発行しそれをアジア・バスケット通貨建てとする、という案である。アジア通貨建てのアジア・ボンドは、その元本が各国債券のバスケットであることから、バスケット通貨と同じ価値を持ち、為替リスクは分散される。また、利払いは各国の利払いの加重平均であることから、利子率の低い国の投資家は少しの為替リスクさえ取れば魅力的な商品となる、と説く。第11節「まとめ」では、アジア・ボンドへの期待を述べる。

続く各章では、第1章の第7節以降の話題に関連して、アジア・ボンド市場育成のために何をすべきか、そして、いま、何がなされているか、について一段と掘下げた議論が展開されている。第2章「アジア債券市場発展の方向性」（Park Jae-ha）は、アジア債券市場の育成に向け、韓国を中心にした諸外国の取り組みを述べ、第3章「アジア債券市場育成イニシアティブの今後」（Sangsubhan Kanit）は、金融環境の劇的な変化から見て、アジア債券市場育

成イニシアティブ ABMI は今後とも地域金融協定の中核になると説き、第 4 章「市場変革における実践学習」(Ma Cuonan and Remolona Eli) は、各国毎の単独ファンド PAIF と、それらを束ねたファンド FoBF を組成する中で、協調と障壁撤廃の必要性を学習し知識の蓄積をなしたこと、また、第 5 章「アジア債券市場への国際協力銀行の取組み」(西沢利郎) は、国際協力銀行が日本の政策金融機関として、自らアジア通貨建て債券の発行や日系企業の発行する現地通貨建て債券の保証供与を行った事例などを示すことで、各国の取組みを明らかにした。

第 6 章「発行体にとってのアジア債券市場」(川崎健太郎) は、公的および民間金融機関の信用保証を得た日系企業の、タイにおけるパーツ建て起債事例を紹介し、第 7 章「アジア債券市場における新たな金融商品」(Mays Marshall) は、韓国・台湾・マレーシアなどの事例を挙げて、金融商品のリスクについて解説し、アジア債券市場の育成のためには当局の監督の必要性を説き、第 8 章「投資信託を通じたアジア債券市場への投資機会」(大森隆雄) は、定期的な債券発行、発行体の情報開示、格付会社の整備などの条件が整えば、投資信託を活用することで、アジア債券市場を育成して拡大することが可能であるなど、民間レベルからの取組みを明らかにした。

第 9 章「アジア通貨建て債券の新しい仲介と構成」(山上秀文) は、各国ごとの単独ファンド PAIF の事例を紹介し、すでに、アジア・バスケット通貨建ての価格に基いて投資方針が立てられていることを指摘し、第 10 章「AMU 建てアジア債券のリスクと流動性」(小川英治・清水順子) は、アジア・バスケット通貨と同じバスケットウェイトを用いて構成されるアジア・ボンド・ファンドを購入した場合のリスクを日本・欧州・米国の投資家の間で比較して、アジア・ボンドの価格付けをどのようにすべきか、という見通しを述べている。最後に、第 11 章「外貨準備管理、政府系ファンド、アジア債券

市場」(橋本優子) は、世界各国の外貨準備が増える中で政府系ファンドの投資先としてアジア・ボンド・ファンドが有効であると述べている。

以上見てきたように、本書はアジア債券市場の構築に関する壮大なテーマを扱っており、各国の産官学の長期にわたる研究協力を必要とする。それゆえに、産官学からの期待も大きく、一般に次のようなコメントを仄聞する。① ABMI や ABF による地域金融協力体制は、アジア通貨危機を直接の契機としていることから、危機対応への指向が強い。むしろ、それらを含み、アジア域内での資金調達を選択肢を広げるなどアジア金融市場を成熟させる体制へと発展させるべきである。これに対して、本書の第 1 章第 4 節では「危機対応のほか、直接金融という資金調達方法の選択肢を充実させ、さらに、アジアの貯蓄主体にとって投資の際のベンチマーク資産を提供することで、欧米に流出していった過剰貯蓄を域内に呼び戻す、ことを目的にしている」と応えている。② 財取引の支払・決済手段である金融市場の統合については、財市場の統合を先行すべきである。これに対して、編者は本書の外でコメントに込めている。関税・非関税障壁の撤廃という財市場の統合を進めても、取引主体間の信用リスクが障壁となり、そのリスクを担保する金融市場の統合も同時に進めなければ、財市場の統合は進まない。③ アジア債券市場の統合には、どの国までを含むべきか。これに対して、どの国の間で、景気循環が同時化しているか等の解析をした後、それらを定めるべきであり、また、その解析は、アジア共通通貨を構成する国を決定することにもなる。現在、その研究は進行中である、と応える。

アジアの金融統合の実現は 50 年の大計にも匹敵し、それは産官学の協力なくしては成り立たない。それゆえに、この研究の出発点を与えてくれた本書は、広く産官学関係者の必読書の地位を占めることを確信するとともに、1 人でも多くの人々によって本書が熟読玩味されることを心から望むものである。

(大阪大学 宮越龍義)

## 吉川洋編『デフレ経済と金融政策』

慶應義塾大学出版会, vii+427頁, 2009年

内閣府経済社会総合研究所は、1980年代中頃以降に日本経済が経験したバブル発生、崩壊、そして長期停滞に至るメカニズムとその経済へのインパクトを分析する研究プロジェクトを立ち上げ、数多くの研究者を動員して分析を進めてきた。その研究成果が、「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」というシリーズの下、全7巻として公表された。

本書はその第2巻に当たり、主としてこの時期におけるわが国の金融政策を分析したものである。収録されている研究論文の内容は多岐にわたるが、3つのトピックに大別することができる。第1のトピックは、金融政策の理論的側面に焦点を当てた研究である。金融政策の理論のみならず、物価、予想インフレ率、貨幣供給といった理論を構成する諸要素とその相互関連性についても検討を加えている。第2のトピックは、ゼロ金利政策、量的緩和政策といった超金融緩和政策の評価に関する研究である。第3のトピックは、金融政策運営の枠組みに関する政策思想に関する研究である。

以下では3つのトピックを構成する研究論文を簡単に紹介していこう。まず、第1のトピック。吉川論文は、「インフレ・ターゲット」論に対して理論的サポートを与えたクルーグマン・モデルに対して批判的な検討を加えている。デフレーションが懸念される経済において中央銀行が期待インフレを生み出すことの非現実性、不確実性が高まっている状況下では需要の利子弾力性は高くないという点が主要な批判点である。

実証的な観点から貨幣需要、物価、所得、金利の関係性を分析したのが宮尾論文である。長期的な観点からはM1に関して共和分関係が成立しているが、短期的な物価のダイナミクスを誤差修正モデルにより分析すると、2000年代以降、貨幣量は物価変動に対して説明力を有していないという結果が得られている。

竹田・慶田論文では負債デフレ論に基づき、住宅ローンの保有の有無を基準に家計を債権者と債務者

に分類し、内閣府『消費動向調査』の個票データからそれぞれの家計が予想する物価上昇率を計測し、その特徴を論じている。量的緩和政策が資産価格に対する期待の好転をもたらし、デフレ期待の加速化を防いだという実証結果が紹介されている。

渡辺論文はわが国の過去四半世紀を振り返り、資産価格の変動に比べて財・サービス価格の変動は小さく、この連動性の欠如が金融政策の運営を難しくしたと論じている。その原因を探るために、「家賃」とその根源的資産である住宅価格の関連を探り、家賃の粘着性が、家賃と住宅売買価格との乖離を生んでいるという実証結果を示している。

梅田論文では、わが国の消費者物価指数(CPI)の作成方法や変動特性を主要国と比較している。わが国のサービス価格が、1990年代末以降ほぼゼロインフレ状態にあることを指摘し、その背後にサービス価格の下方硬直性があることを示している。また、GDPギャップに対するCPIの感応度が、2000年代には低下しており、一般サービスと耐久消費財のGDPギャップに対する感応度の低下がその原因であることを明らかにしている。

第2のトピックに目を転じよう。超金融緩和政策の評価に関しては精力的に研究が進められてきたものの、未だにコンセンサスは得られていない。本書に収録されている論文もさまざまな視点から超金融緩和政策の評価を行っている。

白川論文は、ゼロ金利制約にもかかわらず、日本経済がなぜデフレ・スパイラルに陥らなかったか、いくつかの仮説を提示し検討している。時間軸効果による短中期金利の低下、日銀の最後の貸し手機能、政府の公的資金投入といった政策効果に加えて、開放経済における調整メカニズム(実質為替レートの減価による純輸出の増加、対外純資産残高からのキャピタル・ゲイン)が機能した点が指摘されている。

福田論文は、量的緩和政策がコール市場で発生するスプレッド(日々の最高値と最低値の差)を低下させたことを示した実証論文である。スプレッドは

借り手の信用力の差を反映しているから、量的緩和政策による流動性の供給によって流動性リスクや信用リスクを反映したリスクプレミアムが取り去られたと解釈している。また、これが株価上昇につながったことを回帰分析によって確認している。

原田・増島論文は時系列モデルに基づいて、量的緩和政策の実物経済に与える効果を分析している。株価を通じる効果、銀行のバランスシートを経る効果が重要であるという実証結果を得ている。

岡田・浜田論文は、実質為替レートの変動が非貿易財部門の価格と貿易部門の相対価格を変動させ、生産物価格の変動につながることを指摘している。さらに、流動性の罍の状況下でも、この為替レートチャンネルを通じて金融政策は生産物価格に影響を及ぼしうること、そして金融政策が高めの実質為替レートを相殺できなかったことが長期低迷の原因であると論じている。

第3のトピックでは、中央銀行による金融政策の運営方法が今時のグローバルな金融危機の文脈で論じられている。翁論文では、資産価格の大きな変動が生じうる状況での金融政策のあり方について2つの代表的な見解（FED ViewとBIS View）を整理している。前者はバブルの崩壊過程における対応を重視する政策的な枠組みであり、後者は持続的な金融緩和が債務残高、資産価格に関する金融面の不均衡をもたらす、ブーム破裂後に深刻なデフレを引き起こす可能性から、資産価格の上昇期に引き締め型金融政策運営を示唆する。2つの見解の乖離はサブプライムローン問題勃発後、縮小傾向にあり、金融システム不安定化の事前的回避の必要性へ共通の認識が高まっていることを指摘している。

なお、FED Viewの特徴については公表された文書資料を中心に検討（ナラティブ・アプローチ）を行った地主論文においても確認されている。ITバブル崩壊後のアメリカにおける金融政策対応は資産価格の変動よりも、実体経済の変化に応じたものであったと報告されている。

BIS View陣営は各国のインフレーションに対してグローバルな需給ギャップが影響を及ぼしているという実証結果を示しているが、FED View陣営はこれに反証する実証結果を提示している。両者の立場を受けて、わが国に対して実証分析を行ったものが翁・村田論文である。わが国の場合、グローバ

ルな需給ギャップは直接的な原因とはならずBIS viewは否定されている。

本書に収録された論文は、それ自体重要な貢献であるが、紙幅の関係から個々の論文へのコメントは控え、2つの視点から本書全体の意義を考えたい。

第1の視点は、金融政策の評価に関する点である。金融政策には物価の安定と金融システムの安定という2つの目標がある。従って、金融政策の評価もそれぞれの目標の達成度に照らして行わなければならない。伝統的な金融政策は、短期金利やハイパワードマネーの調節によって長期金利を経て実物経済にどの程度の影響が及ぶのか、という点が評価の中心となろう。これに対して後者は、金融政策が金融システムを安定化させるうえで、どの程度成功を取めたのかという点を中心に評価されなければならない。これは、マクロ・プルデンシャル政策に対する評価に他ならない。

すでに見たように、本書ではわが国における超金融緩和政策の評価がなされているが、その評価が伝統的な金融政策に対する評価なのか、マクロ・プルデンシャル政策に対する評価なのか、必ずしも識別されているようには思われない。例えば、収録論文の多くでは、量的緩和政策の結果、株価が上昇したと報告されているが、それが将来にわたる金利低下の期待によってもたらされたのか、それとも市場が金融システムの安定化へのシグナルとして受け止めたのか、具体的なチャンネルについては明らかではない。金融危機という稀有の事態に直面して、伝統的な金融政策がどの程度効果があったのか、あるいはどのようにマクロ・プルデンシャル政策が機能したのか、分析から示唆される点をもう少し明らかにしてほしい。

この点は、第3のトピックにも関連している。FED Viewは伝統的な金融政策に力点を置く立場である。これに対してBIS Viewでは資産市場が行き過ぎた場合の反動が大きいことから金融的不均衡が累積しないように事前に手を打つ政策を提唱する。これは、マクロ・プルデンシャル政策の重視である。本書において指摘されたように、グローバルな金融危機を契機にFED Viewもマクロ・プルデンシャル政策に対する関心を高めている。今後、伝統的な金融政策との関連でマクロ・プルデンシャル政策のあり方について議論を深化させていくことは

極めて重要な課題となろう。

本書の意義を考えるもう1つの視点は、グローバリゼーションの進行と金融政策との関連である。グローバリゼーションの影響については、本書に収録された多くの論文において取り上げられている。例えば、サブプライムローン問題が世界的な金融危機につながった1つの原因として、金融市場の国際間での連関性が高まったことが挙げられている。このような状況下で各国の金融政策の運営方法、特にマクロ・プレンジャル政策をどのようにコーディネートしていくのが重要な政策課題となる。また、

グローバル化の進展がデフレ・スパイラル回避の調整メカニズムとして働いたという指摘もある。これは、グローバリゼーションが金融危機やインフレの伝播に寄与するという議論とは対照的である。両者の定量的な比較分析が待たれるところである。

このように、本書は現代の金融政策が抱える重要な論点を正確に摘出している。今後、さらなる研究成果の蓄積によって金融政策や金融システムの安定化に必要な政策の枠組みに関する理解が深まることを切望する。

(大阪大学社会経済研究所 小川一夫)

鎮目雅人著『世界恐慌と経済政策——「開放小国」日本の経験と現代』

日本経済新聞出版社, xii+274頁, 2009年

#### はじめに

本書は、両大戦間期、とりわけ1930年代の日本におけるマクロ経済政策（いわゆる高橋財政）に関して、定量的分析と資料考証を重ね合わせながら執筆された労作である。くわえて、丁寧な歴史実証を通じ、世界的な金融危機にあえぐ現代経済に対する示唆を引き出すなど、内容面の厚みとともに時宜を得た一冊でもある。こうした意欲的な著作が公刊されたことを一学徒として心から歓迎したい。

#### 各章の要約と評価すべき点

まずは各章の要約を行い、本書のファクト・ファインディングスを明らかにしておく。

第1章はイントロダクションである。戦前日本の置かれた経済環境を整理し、開放小国としての位置づけを与えたうえで、高橋財政に関して、政策波及メカニズムの分析と長期における政策運営の妥当性の検討という二つの課題が提示される。

第2章では、「マクロ経済政策のトリレンマ」の概念を用い、高橋財政期の日本が主体的な金融政策を犠牲にしながら、固定為替制を維持しようとしたという興味深い指摘を行っている。

行論では、まず両大戦間期における既存の金利データが批判的に検討され、『東京株式取引所月報』『東京株式取引所統計月報』掲載の国債売買価格をもとに、信用リスクの影響を受けない長期金利の推

計が行われている。そのうえで、英米両国の長期金利との関係が考察され、中心国の金利との弱い連動性を指摘する先行研究とは異なって、日本の為替相場はポンド圏に含まれており、長期金利も英国のそれに事実上追随していたという結論を得る。以上の計量分析の結果は、当時の日銀副総裁深井英五の回顧および「本支店事務協議会」議事録を用いた叙述的分析によって補完され、日銀が自律的な金融政策ではなく、固定為替レートの維持を重視した経緯が確認されている。

第3章では、金本位制からの離脱、赤字国債の日銀引受が人々の物価変動予想に与えた影響を論じた飯田・岡田 [2004] の再検討を行っている。

本章では、第2章で導出された国債金利を用いたイールドカーブ分析、金利の主成分分析、さらには商品先物価格を用いた計量分析を通じて、高橋財政期では、為替相場が先行きの物価に与える影響に対して市場参加者が明確な認識を有していた一方、財政金融政策が物価に与える影響については、必ずしも認識していなかったと指摘する。また、『東京株式取引所月報』『銀行通信録』『大阪商工会議所月報』『東京株式取引所月報』といった資料を丁寧に追跡することで、以上の事実が市場参加者の実際の認識とも整合的であったことに言及する。著者は慎重な記述を行っているが、本章からはインフレターゲットや日銀引受の政策効果を評価する際、その歴

史的・経済学的根拠を事実在即して示すことが重要だとわかる。

第4章では、いつ、どのように戦前の日本財政が維持可能ではなくなったかという財政史上もっとも重要な問いのひとつに挑んでいる。結論は、2・26事件直後に開始された馬場財政ではなく、高橋財政の開始される1932年に財政の持続可能性は喪失されていたというものであり、注目に値する。

本章では、土居・中里 [2004] の手法を応用し、戦前日本の資本市場の不完全性を根拠に、中立性命題が成立する前提条件が満たされていないこと、総資本所得が総投資を一貫して上回っていたことから動学的経済効率性が満たされていたことを確認したうえで、Bohn 検定、逐次 Chow 検定による構造変化を考慮した Bohn 検定を行っている。以上の結果、1917年における構造変化よりも32年におけるそのの方が頑健であり、36年あるいは37年には構造変化が観察されないことが示される。以上を踏まえて、日銀やイングランド銀行のアーカイブ資料をもとに叙述的分析が行われ、基礎的財政収支を改善するような財政運営が困難になった政治経済的な背景についての検討が行われる。

こうして、高橋財政は、固定為替レートの開放小国という当時の日本経済の性格に規定されるものとしてとらえられ、金融政策を英国のそれに追随させながら、短期的に財政支出を拡大させようとする点に特徴があったことが明らかになる。第5章では、これらのインプリケーションを Temin [1989] による開放小国のマクロ経済政策に関するマンデル＝フレミング・モデルによって理論的に補強しつつ、政策効果の国際比較、金融危機の影響について言及している。

一般に歴史分析は、世界的な経済連関を重視する構造分析と、各国における政策主体の相互作用を重視する過程分析とに区別できる。本書が示すのは、開放小国という前提に基づいて構造的に為替政策や金融政策が規定された側面と、その前提のもとで経済政策をめぐって政策主体の文脈合理的な選択がなされ、これが為替・金融政策と一体化するなかで世界恐慌が克服されたという興味深い視点である。こうした刮目すべき知見は、1930年代と現代の日本それぞれが置かれている状況の相違と共通点、新興国への教訓、インフレ予想と開放小国モデルの関係、長

期的な財政規律の重要性など、第6章における現代へのインプリケーションへと発展的に結びつけられていく。

#### いくつかの疑問

かかる労作に対し、計量経済学に対する十分な知識さえ持ちあわせていない評者が論評を行うのは、いささか気の重い仕事である。ただ、一次史料と向き合いながら当該期の財政金融史を追いかけた者が感じた疑問を提示し、次なる議論への橋頭堡を築くことは、歴史研究に携わる者の務めであろう。以下、誤解や的外れな点をご寛赦を請うこととして、いくつかのコメントを行っておく。

まず、この著作を貫く理論的な基礎は「マクロ経済政策のトリレンマ」である。しかし、①この理論そのものに対する検討があまり行われていないこと、②一方でこの理論を前提に当該期の歴史が叙述されているように見えたことはやや残念であった。もう少し突っ込んで言えば、トリレンマが理論的には成立するとしても、実際の金融政策の独立性や資本移動の自由には「幅」や「程度」があり、どのように現実にトリレンマが生じていると判断できるのだろうか。たとえば、イギリスの金利に日本の金利が追随したとして、現実には金利よりも国債オペの進捗具合へと政策目標がシフトしており、そのオペを通じて主体的な政策を実施した日銀の金融政策を「独立」「従属」のどちらで理解するのか。これは容易な問題ではない。

以上と関連して、政策意図と現実の政策の動きとの関係がややわかりにくかった。第5章では、「主要通貨のうちで緩和的な金融政策を運営する国（英国）の通貨にベッグし、金融政策はその国に追随するという選択を行った」（207ページ）とされる。しかしながら、その実証を行った第2章では、「追随するという選択」を行ったかどうかまでは必ずしも説得的に論じられていないように感じた。高橋財政においてイギリスの金利と連動して日本の金利が低下し、結果的に開放小国のマンデル＝フレミング・モデルが成立したという話と、トリレンマを意識しながら意図的に選択を行ったという主張の間には隔たりがあるように思われる。

細かい事実について二点ほど。第一の疑問とつながるが、資本移動の自由を「史実」としてはどう評

価できるか。著者は1932年に制定された資本逃避防止法について言及し、大蔵省が原則資本移動の自由を認めていた点を強調している。他方で、青木一男をして「日本の組織的な統制経済の第一歩」「画期的な法律、前例のない法律」とまで言わしめた外国為替管理法が1933年に施行されている。この法律が効力を発揮するのは後の事だし、著者もこの点に無自覚ではないのだが、資本統制に連続する制度がいかなる意図のもとに当該期に準備されたかを考えることはトリレンマとの関連からも重要な問題である。

また、1935年1月の議会において高橋が「深井の判断に沿って、財政の現状について楽観的な見解を述べていた可能性」(193ページ)を著者は指摘しているが、これは本当にそうなのだろうか。ひとつには深井の理財局長あて提出資料は1934年9月に作成されており、議会答弁の行われた1月までには間があるし、その間藤井真信への大蔵大臣の交代を挟んでいる。もうひとつには、理財局が深井と認識を共有し、それが主計局へとフィードバックされたことは評者も確認しているが、高橋が深井の判断に沿って見解を述べたというところまでは確証を得ない。この時期は後期高橋財政への転換点であり、日銀と政府の関係を問ううえでとりわけ重要な時期である。慎重な検討が必要である。

最後に、本書が挑もうとした中央銀行政策と財政規律の関係という重要な論点について、もう一步踏み込んだ見解をうかがってみたいものである。著者は財政のフレームそのものを論じることは本書の課

題を超えている点を慎重に指摘している。だが、現代への教訓を引き出そうとする著者の姿勢からは、やはり金本位制への復帰が容易ではない現状において、財政の規律づけを金融の側からどう行うのかという問いは避けて通れないように思われる。今後、多額に上る国債の償還をめぐる中央銀行と政府との関係は一層重要になることが予想されるだけに、望蜀の感はあるが、長期における政策運営の妥当性を担保する仕組みについての見解を知りたく思った。

計量分析と叙述的分析が巧みに組み合わせられた本書は、財政金融史がア・プリオリに前提としてきた事実を再検証し、そのファクト・ファインディングスを歴史的文脈のなかに、あるいはこれまでの研究史のなかに位置づけなおすことに成功している。著者が望むように、計量経済学に基づく研究と資料考証にもとづく研究との一層の交流が望まれると同時に、本書はその先駆の名に値する一冊だといえるだろう。

#### 参考文献

- 飯田泰之・岡田靖 [2004] 「昭和恐慌と予想インフレ率の推計」岩田規久男編『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社。  
土居丈朗・中里透 [2004] 「公債の持続可能性：国と地方の財政制度に即した分析」井堀利宏編『日本の財政赤字』岩波書店。  
Temin, Peter [1989] *Lessons from the Great Depression*, MIT Press.

(慶應義塾大学 井手英策)

### 伊藤正直著『戦後日本の対外金融——360円レート of 成立と終焉』

名古屋大学出版会, vi+416頁, 2009年

本書は、戦後の国際金融システムとして成立したブレトン・ウッズ体制の時代における日本の対外金融政策を、一次史料に基づく歴史的手法により明らかにしたものである。

筆者は序「課題と方法」において、本書の課題を「日本は、戦後国際金融システムをどのように認識し、そして、そこにどのように参入しようとしたのか。参入後、実際に機能している国際金融システムに対していかなる位置にあったのか、60年代後半か

らの国際金融システムの動揺、ニクソン・ショック後の国際通貨体制の再編過程において、日本はどのような立場をとったのか」(p.2)と設定し、360円レートの成立と終焉という2つの時期に焦点を当てて論じている。

本書は、序論に続き、戦後の国際金融システムへの復帰と360円レート成立までの経緯を描いた第1章、360円レートの時代における日本の対外関係を論じた第2章、ニクソン・ショック後の国際通貨体



制の動揺と日本の対応を論じた第3章より構成され、結「ブレトン・ウッズ体制とは何であったのか？」において、戦後国際金融システムの側から本書の内容を総括し、現代への展望を論じている。

第1章「360円レートの成立」は、日本の国際金融システムへの参入過程を、単一為替レート設定を通じてインフレーション昂進を終息させようとする「一挙安定論」と、外資輸入を通じて経済復興をはかり、為替レートの設定を経済安定後に行うとする「中間安定論」との政策路線をめぐる、アメリカ本国、連合国軍最高司令官総司令部（SCAP）、日本の政策当局の交錯の過程として描いている。

終戦後、SCAPの管理下におかれた日本の対外取引は、1946年に政府間貿易が、47年には制限付き民間貿易が再開された（第1節）。早期講和論が台頭した47年秋より、経済安定本部内において都留重人を中心に一挙安定策を前提とした一般レート検討が開始され、SCAPの経済科学局（ESS）「円為替委員会」において1ドル150円レート案として取りまとめられるが、マッカーサーらの反対、片山内閣総辞職と都留グループの辞任によって立ち消えとなり、政府・SCAPともに中間安定論へと転じ、実質複数レートが継続した。一方、米国本国では財務省・FRBを中心に単一レート設定とインフレ抑制を求める声が強まり、48年5月にヤング使節団が派遣されSCAPとの対立が表面化する（第2節）。

1948年10月のアメリカ国家安全保障会議（NSC）の「アメリカの対日政策に関する諸勧告」の決定は、早期経済安定と単一為替レート設定方針を確定し、12月に「経済安定9原則」が指令され、翌年ドッジ調査団が来日する。ESS、政府の双方で進められた為替レート設定の議論の結果、1ドル330円レート案がワシントンに提示されたが、国家諮問委員会（NAC）スタッフ委員会は円の過大評価であるとして360円レートの設定を勧告した（第3節）。アメリカ本国は対日援助の削減と東南アジア援助と結びつけた復興計画を構想していたが、朝鮮戦争の勃発によって事態は一変し、日本は特需と「日米経済協力」を前提に、外資導入と重化学工業化を主軸とした政策路線を確定する（第4節）。

第2章「360円レートの時代」は、外貨管理権が移管された1952年から60年代末までの日本の為替管理の実態と、為替・資本自由化のプロセスを論じて

いる。アメリカの国際収支赤字を背景にIMFが早期為替自由化促進へと政策を転換する中、日本は厳格な為替管理を行うとともに為替・資本自由化に対して「漸進的」な対応を行い、国内の経済成長を優先する姿勢を取り続けたことが明らかにされる。

1952年以降、日本の外貨管理はドル勘定、ポンド勘定、オープン勘定の3種に区分された。政府は外貨集中制度と外国為替予算（外貨予算）による厳格な為替管理を実施し、53年、57年の外貨危機に際しては、緊縮的な外貨予算と財政・金融の引き締め政策が実施された（第1節）。IMFの14条コンサルテーション（年次協議）では、欧州の交換性回復が回復した翌年の59年より貿易・為替の自由化が重要な議題となった。政府は「貿易・為替自由化大綱」を決定し、漸進的な自由化を進める一方、8条国移行できる限り遅らせることを求めた。最終的に日本が8条国移行を勧告されたのは63年のことであった（第2節）。日本の国際収支は、60年代前半の貿易赤字・資本黒字の途上国型から、60年代後半には貿易黒字・資本赤字の先進国型へと短期間のうちに転換した。64年にOECDに加盟した日本は資本自由化を強く求められたが、政府は67年以降漸進的な資本自由化を進めていった（第3節）。

第3章「360円レートの終焉」は、1971年8月のニクソン・ショックから73年2月の全面フロート移行に至る、ブレトン・ウッズ体制の崩壊期における日本の対応を明らかにしている。

ドル信任の低下を背景に、60年代後半にはブレトン・ウッズ体制の動揺が顕著となったが、この時期に日本の国際収支は黒字基調が定着し、外貨準備は急速に増加した。大蔵省・日銀内部では密かに円切上げの可能性について検討が進められたが、政策当局は一貫して固定相場維持と円切上げ回避の方針を堅持し、外為銀行に対する規制強化によって外貨準備の増加抑制に努めた。71年5月の欧州通貨不安とマルクの暫定フロート移行により、円切上げ思惑から急速な円買いが進行したが、円切上げを回避する方針に変化はなかった（第1節）。

71年8月15日のニクソン声明後、欧州諸国が一斉に為替市場を閉鎖したのに対し、日本は27日まで為替市場を開き続けた。この対応には、為替市場を一度閉鎖すれば円切上げが不可避になるとの判断、為替管理への過信、外為銀行の損失回避といった複数

の要因が関係していた。国際的圧力と大量のドル売りの発生により、政府は8月28日に暫定フロートに移行するが、政府は円転規制の制度化など為替管理の強化と積極的な介入により、円の切上げ幅を最小限にとどめようとした。一方、ニクソン・ショック以後の為替調整をめぐる国際的な協議は、ドルの切下げと各国通貨の切上げ幅をめぐる交渉が長期化した。71年12月のスミソニアン合意より円の対米基準レートは308円へと切上げられた(第2節・第3節)。

スミソニアン合意後、政府は為替規制を解除したが、72年に入ると再びドルの大量流入によって為替相場は変動幅の上限に達した。政府は再び為替規制を強化し、再切上げ阻止の方針を示したが、財界からの批判に応じて外貨集中制を廃止した。また内需拡大による貿易不均衡の是正、資本自由化の促進、外貨貸し制度の創設などを通じて外貨増加抑制を図った。73年1月に欧州の通貨危機が再発すると、2月のボルカー米財務次官の訪日・訪欧を契機としてドル切下げ・円切上げによる通貨調整が行われ、2月14日に円はフロート制に移行、翌月EC諸国も共同フロートへ移行し、ブレトン・ウッズ体制は名実ともに終焉を迎えた(第4節)。

フロート移行後も政府は内需拡大を主軸とする政策体系を維持したが、インフレーションの誘発と円切上げ効果によって73年には国際収支が赤字に転落した。政府は当初265円レートを維持すべく巨額のドル売り介入を行ったが、石油危機の勃発により円安圧力が高まると、政府は段階的に介入レートを切下げるとともに、為替管理規制の撤廃と投機的ドル買いへの制裁などを通じて300円レートを堅持した。一方、フロート移行後の国際通貨制度改革論議は、石油ショック勃発によってオイル・マネー問題が加わるなど曲折を経たが、74年9月のIMF総会での「国際通貨改革概要」の採択と、翌年のOECD金融支援基金協定の発足によって危機からの脱出を実現

した(第5節)。

以上の要約からも明らかのように、本書は第2次世界大戦後から石油ショック期までの日本の対外金融政策を、国際金融システムの変容のなかに位置づけるという課題を、内外の一次史料の渉猟に基く緻密な実証分析によって明らかにしており、政策当局者の側からの叙述が中心であったこれまでの研究水準を飛躍的に高めるものと評価できる。

その一方、本書の議論の中心が大蔵省(とりわけ国際金融局や財務官)、日本銀行など、いわゆる「通貨当局」の政策決定過程にあることが、通貨外交のダイナミズムを描くことに成功している反面、議論の奥行きを「当局」の枠組みの中に狭めてしまっているように評者には感じられた。著者が政策決定の背後にある政治・経済的状况を前提として論じているのは明らかであるが、本書で論じた通貨政策の決定が、外国当局との関係のみならず、政治指導者の政策構想を背景に、どのような国内の利害関係の調整のもとになされたのかという点について、さらに踏み込んだ議論がなされても良かったのではなかろうか。

また、上記の点と関連して、本書の前編として位置づけられる『日本の対外金融と金融政策——1914～1936』(名古屋大学出版会、1989年)と比較した場合、前著において追究されていた対外金融機関の資金循環構造の分析などが、本書では直接の分析の対象とはなっておらず、著者がどのような分析と理解を前提としているのか、今後明らかにされることを期待したい。

もちろん、評者の指摘はいずれも「ないものねだり」であり、本書の学術的価値を減じるものではない。本書は戦後日本の金融史・対外関係史を学ぶうえで必読となる本格的な研究書であり、経済史・金融史の枠を超えた学際的な研究発展の基礎となるであろう。

(日本大学 岸田 真)

### 細野薫著『金融危機のミクロ経済分析』

東京大学出版会、331頁、2010年

本書は、バブル崩壊後の日本の金融システムを対

象に、精緻な理論モデルと綿密なマイクロデータを駆

使して、その金融危機を分析した研究書である。

構成は、最初に問題意識と要約を含む序章があり、その後3つのパートに分かれて、全部で8つの章が展開される。ひとつひとつの章は独立した論文で、その題は以下で見るといづれも疑問文で示され、各章の内容がひと目で分かるようになっている。

まず第I部では、3つの章において金融危機の要因と銀行行動が検討される。第1章は「不良債権問題はなぜ長期化したのか」という問題に対して、非対称情報に基づくモデルを提示し、そこから導かれる仮説を90年代の銀行の財務データによって検証している。この結果、監督当局による自己資本比率規制の裁量的運営と銀行による会計操作によって返済不能な貸出が促進され、それが不良債権問題を長期化させたという結論を導いている。

第2章は「不良債権問題はどのように解消されたのか」という問題に対して、99年以降の銀行の財務データを使い、不良債権がどのような要因によって減少したのかを分析している。この結果、会計基準の厳格化と地価の回復が不良債権の減少に貢献し、他方で公的資金の注入やペイオフの解禁は不良債権を減らす効果を持たなかったことを指摘している。

第3章は「銀行の合併は効率性と健全性を改善させたか」という問題に対して、90年代以降の銀行の財務データを使い、まずどのような銀行が合併するかを考察したうえで、合併後のパフォーマンスを銀行の効率性、収益性、健全性の観点から検証している。この結果、主要行では銀行業全体の健全性が悪化したとき、また地方銀行では個々の資本比率が低下したときに、合併が起こりやすく、また合併後の銀行のパフォーマンスの改善は必ずしも明確ではないことを指摘している。

次に第II部では、2つの章において金融危機と実体経済が検討される。第4章は「銀行の健全性は中小企業の設備投資に影響するか」という問題に対して、中小企業の財務データを使い各企業のメインバンクを識別したうえで、加速度モデルに基づく投資関数を推定している。この結果、主要行をメインバンクとする企業ではメインバンクの健全性の悪化が設備投資を抑制したこと、また地方銀行等をメインバンクとする企業ではそうした効果が見られなかったことを指摘している。このような違いは、監督当局が主要行には厳格な不良債権処理を求めたのに対

して、地方銀行等には中小企業への配慮から甘い対応になったことによるものと筆者は推測している。

第5章は「金融危機はマクロ経済の生産性を低下させるか」という問題に対して、金融仲介コストがマクロ経済の生産性に影響する動学的一般均衡モデルを提示し、カリブレーション (calibration) によって金融仲介コストの上昇がどの程度の生産性の低下をもたらすかを計算している。この結果、当時の日本経済を描写するパラメータのもとでは、金融危機によってTFP下落の30%程度が説明できるという結果を得ている。

最後に第III部では、3つの章で金融危機と経済政策が分析される。第6章は「銀行のバランスシートは金融政策の有効性に影響するか」という問題に対して、70年代から90年代にわたる長期の銀行の財務データを利用し、銀行の貸出関数を中心に推定している。この結果、自己資本の豊富な銀行は金融緩和に感応的であり、銀行の自己資本を高めることは金融緩和の有効性を高めるためにも重要であると指摘している。

第7章は「金融政策は企業の流動性制約に影響するか」という問題に対して、長期にわたる企業の財務データを利用して、最初に企業の正味資産と投資率の関係を推定し、次にその係数が金融政策にどの程度依存するかを推定するという2段階アプローチによってバランスシート・チャネルを抽出している。この結果、正味資産と投資率の間には正の相関があり、金融引締め時にはこの相関が強くなることを見出している。すなわち、金融緩和は企業の流動性制約を緩和する。ただし、すべての産業に対して一律ではないことも指摘している。

第8章は「日米の金融危機から得られる教訓は何か」という設定で、これまでの分析結果をふまえながら、サブプライム問題後の米国との共通点などを指摘したうえで、詳細な政策提言を行っている。例えば、日本固有の問題に限っても、銀行による株式保有の制限や政府系金融機関の縮小、国債発行の抑制、資本市場の再生などを筆者は提案している。

以上見たように、本書はバブル崩壊後の日本経済を対象に、そこで起こった金融危機について、いづれも重要な問題に取り組み興味深い考察を導いている。使われるモデルやデータも慎重に検討されており、ひとつひとつの章は学術論文として高い質を保

っている。ダイナミック・パネル推定、マルチノミナル・ロジットモデル、動学的一般均衡モデルのカリブレーションなど、使われた分析手法も設定された問題に対して最適手法を選択した結果、パラエティに富むものとなっている。また、本書の記述はわかりやすく、モデルの数式展開やマイクロデータの説明を含みながら、同時に研究の意義や背景、先行研究や関連する研究の展開、政策的インプリケーションについても多くの紙面を割いていることが特徴として挙げられる。

最後に、読後に評者が啓発され、さらなる分析や考察について興味を持った課題をいくつか指摘したい。第1に、第2章で議論された公的資金の注入やペイオフ解禁の問題である。本書の分析では不良債権を減らす効果が観察されなかったが、このような政策自身について多面的に評価し、政策当局の適切な対応をまとめておくことが有益であろう。第2に、第3章で議論された銀行の合併に関して、マクロ経済や産業構造、あるいは金融規制の効率化や有効性、といった観点からの評価も可能ではないだろうか。第3は、第5章で議論された金融危機とマクロ経済の生産性について、90年代の日本経済において生産性の低下は重要な問題であり、それゆえ本書の結果

から当時の生産性低下の主な原因を金融危機に求めてよいのか、それとも別にあったと見るべきなのか、微妙な結果だと感じた。90年代の生産性低下についてはすでに多くの研究があるが、そうした研究とあわせてここでの考察を整理することが有益だと思われる。第4は、第8章に関連して株価や地価といった資産価格と金融危機について、本書のような高いレベルの分析が依然として必要だと思われる。これに関連して、第5は、バブル崩壊から現時点まで日本経済で続いている長期にわたるデフレーションが金融危機の発生やその後の回復とどのように関係しているのか、精緻な理論モデルやマイクロデータなどを利用して正面から取り組む必要があるのではないだろうか。もちろん、以上で列挙した視点は、いずれも評者の興味に基づくもので、筆者の問題意識とは異なるであろうし、本書で議論しなければならなかった課題というわけではない。

本書は、間違いなく金融経済研究のフロンティアを示す第一級の研究書であり、また金融危機で世界に先行した日本経済から得られた知見をまとめた研究書として、有益な研究成果を提供する著作と言える。

(同志社大学 北坂真一)

林幸司著『近代中国と銀行の誕生——金融恐慌、日中戦争、そして社会主義へ』

御茶の水書房、243頁、2009年

著者は、運命的に出会った一次資料を駆使し、内陸都市重慶市を拠点に民国期から人民共和国初期に生きた地方銀行——聚興誠銀行の経営と発展の歴史を通じて、激動した近現代中国の歩みを追い求めた。

19世紀後半からの中国における経済・社会の歴史は、これまで政治などの環境、中でも中央政權と外国勢力の掠奪論によって捉えられるのが主流であった。その中で、農民の反乱と軍閥の混戦を伴いながら、清朝から中華民国を経て中華人民共和国に至った。このような環境決定論は、1980年代からの経済発展における「改革開放成功説」へとつながっている。しかし、現実には「改革開放」によって僅かの「可能性」を手にした人々は、僅か二十数年間で4000万社以上の企業を作り上げた。時期の違いがあ

るものの、著者はこのような「限定された状況の中であらゆる可能性を探る能動性」(200頁)を抱える人々の姿を描こうとしている。本書は、著者が2006年に一橋大学大学院社会学研究科に提出した博士学位論文をもとに、大幅な加筆訂正を加えたものである。

本書は序論、3部8章構成の本論と終章からなる。詳しい構成については、本書序論の「本書の構成」に譲ることとして、ここでは聚興誠銀行の主体的な経営活動とそれを取り巻く環境に注目しながら、その概要を記しておく。

第1部「銀行の誕生とその発展過程(1915~1949)」では、中華民国期という時代と重慶という地域の環境に規定されながら、創業者一族

——楊家の人々が聚興誠銀行を設立、発展させていく「能動性」、すなわち著者のいう「活潑に、そしてしたたかに生きる人々の様」(あとがき)が提示される。第1章「重慶における銀行の設立とその時代」では伝統商業社会に置かれた楊家による銀行設立の経緯、第2章「1920～30年代の聚興誠銀行と重慶銀行業」では近代銀行(イギリスに端を発した株式銀行)制度の導入、第3章「金融恐慌・日中戦争と聚興誠銀行の近代化」では一度目の全国化、すなわち重慶の金融危機を契機に外来勢力(南京国民政府)が介入した中での聚興誠銀行の株式銀行への改組と、日中戦争の全面化に伴う経営の地域復帰、第4章「日中戦後の聚興誠銀行」では日中戦後の楊家内紛の結果本拠の実質的な上海移転に象徴される二度目の全国化を、それぞれ扱った。

第2部「共産党政権の成立と銀行業」は、共産党政権が重慶市の経済・社会をコントロール下に置く過程を明示し、第3部で扱う聚興誠銀行の社会主義化の前提条件を提示する。第5章「中国共産党による重慶『接管』工作の展開」では中国共産党の都市接管政策と公営銀行を中心とする重慶の接管工作、第6章「工商行政機関の設立——重慶市工商業聯合会籌備委員会」では重慶市工商業聯合会籌備委員会を通じて商工業の間接的支配へのプロセスについての分析に、重点が置かれた。

第3部「銀行と社会主義(1949～1953)」は、聚興誠銀行の共産党政権樹立への対応(商業銀行としての自主経営存続へ向けた「あらゆる可能性を探る能動性」)、その結果としての社会主義化の過程(三度目の全国化)を描いた。第7章「銀行と社会主義(1949～1953)」では経営者が銀行の自主経営の存続に向けた積極的な姿勢、第8章「公私合営へ」では「聯営」による外部統制の受入れから「公私合営」を通じた経営の自律性の喪失過程を扱った。

このように、本書は聚興誠銀行の経営が、激動する近代中国のなかで、伝統的商社である「商号」から受け継いだ地域的商業金融路線と、挫折した全国化路線の構図を、明快に提示している。これらをまとめた終章は、要約出来ないほど凝集している感があり、著者の力が込められている。近代中国の金融機関の経営に関する研究が少ない中、本書は、実証と理論の両面にわたって貢献している。評者は、最初「中国金融」の関連書として本書を手にしてみた

が、読み進むうちに心が捉えられ、読み終わるまで予定されたその他の作業を後回しにした。

何よりも、評者が関心を持っているのは聚興誠銀行が二度の全国化を経ながら、商人たちを対象とする「銭荘」的な経営を続けてきたことである。一度目の全国化は日中戦争の全面化によって挫折したが、株式銀行制度は維持された。二度目の全国化も国民政府と共に敗退した。そして、三度目の全国化は共産党政権による社会主義化とともに進められたが、聚興誠銀行自身が消滅する結果となった。これは、近代中国の民営金融業全体の運命であろう。

このような民営金融業の運命は、中国共産党による経済問題の政治化手法の成果である。中国共産党は、難しい経済問題を政治化して解決するのに長けている。公営銀行の接収に際し、吸収しきれない旧職員を「学習」に参加させることはその一例であり、その後の「上山下郷」運動(雇用問題を解決するため、都市部の新卒者を「農民の再教育を受ける」という建前で強制的に農村に送る運動)を連想させる。また、本書の中で登場する六十数年前の宮廷璋氏の「予言」に驚いた。彼は、中国の銀行制度が放任から統制、さらには国営化へ向かう流れを掴んだだけではなく、「銀行は国営・公営の2種類になり、民間金融は一般企業に改変され、銀行業務を営まなくなる」(111頁)という、80年代以降の状況を予測しているのである。

以上は評者が得た多くの感想のうちの三つであり、読者も本書から多くの示唆を得ることができるだろう。しかし、本書の中心にある問題意識は、あくまでも銀行業を地域史の立場から検討し、人々を「主体的」行動へと突き動かしたものを明らかにすることにある。これを達成するため、本書では三つの視角から、三つの課題(著者はテーマという)を設定した。一つ目の視角は銀行制度の中国での展開、二つ目の視角は商業秩序の変化である。この二つの係わり合いは聚興誠銀行の経営環境を形成し、近代中国の経済社会の一部を成した。三つ目の視角は創業一族の「能動性」であり、銀行経営の「内的構造」そのものである。前述の本書に対する内容の検討から、本書は上記の三つの課題を究明しているといえる。

しかし、終章で掲げられているように、民間銀行と産業との関連、商業網とその変容についての検討

という課題が残されている。その他に、最も大きな問題は、単一のケースの検討からくる限界であろう。そのため、本書で提起した問題は、果たして一銀行の経営問題なのか、重慶だけの問題なのか、あるいは中国全体ひいては発展途上国一般の問題なのか、という疑問が生ずる。また、第3部の結論については、議論の余地があるだろう。著者は、聚興誠銀行の経営者たちが「限定された状況の中であらゆる可能性を探る能動性」のゆえに、第一に考えてきた経営の「自律性」（自主的経営）を失わせ、他律的・広域的組織へ経営を委ねることとなった、と結んだ。この理由として著者は、自身の財産を保護するため、聚興誠銀行では社会主義化を積極的に受け入れようとする人物が登場したことによって、「聯営」（合併・再編）、「公私合営」を経て接収された経緯を挙げている。しかし、当時の商工業全体が社会主義化される中で、一民間の地方銀行は到底この流れに抗しえない。銀行の自主的経営の「可能性」がなくなったことに気付き、経営者たちは身を保全した上で次の「可能性」を探るとも考えられる。この次の可能性は、著者のいう「1980年代、社会主義化以前に企業経営者であった人々は復活を遂げた」（208頁）ことであろう。この点については評者も近著『中国のインフォーマル金融と市場化』で、人々があらゆる可能性を探った結果、復活した伝統的な金融の仕組みが1980年代の市場化に果たす役割を論じた。

また、著者は本書において、「全国化」に近い意味で、「外的構造による規範化」、「産業金融化」、「金融の近代化」、「国際化・産業金融化」、「長期貸付」などの用語を使っている。三度の全国化は時期の違いと共にその中身も変わってくるはずであるが、これらの用語の異同についての説明が不足していると言わざるを得ない。

以上のように、本書は何よりも一次資料を武器に、中国を対象とする多数の研究分野に新しい視角と材料を提供した。この分野は、銀行の生成を中心とする社会史、経済史と経営史に及ぶ。また、特定の銀行の組織の変遷や生き残り戦略を中心に、中国内陸を拠点とする商人家族の企業家精神、家業から出発した銀行の発展、商業社会の変遷および金融の仕組み・商業習慣と政治・経済環境とのかかわりを究明した。すでに言及した、単一のケースからくる限界も、本書のような研究の蓄積によって解決されると期待したい。

最後に、序論で提起された近代中国史における「断絶」か「連続」かの問題について、各々の時期を「断絶」的、ないし単純な「連続」よりも、重層的に理解する方が実体的ではないかと、著者と共に既存の研究に問いたい。この意味で、著者の研究から目を離すことはできない。

(麗澤大学 陳 玉雄)

### 城下賢吾・森保洋著『日本株式市場の投資行動分析』

中央経済社、201頁、2009年

#### はじめに

本書は、日本の株式市場について、モーメンタム効果や反転効果、投資家の非合理的特質が確認されるか否かを詳細に検証した労作である。近年、行動ファイナンスのアプローチによる株式市場の分析が活発に行われている。そのような中で本書は、株価の過剰反応と過小反応に関するものとして、価格が上昇（下落）した株式がその後も上昇（下落）し続けるモーメンタム効果と、価格が上昇（下落）した株式がその後下落（上昇）する反転効果の有無について実証的に分析を行い、またその基礎となる株価

形成に関するものとして、投資家の行動について実験・実証分析を行っている。これはバランスの取れた内容であり、行動ファイナンスという新しい分野に対して、城下氏と森保氏のこれまでの研究が体系的に行われてきたことを示している。

本書における分析は上記のように主に2つの部分で構成されており、それぞれアメリカを中心とした先行研究のサーベイとそれに対する日本に関する実証分析となっている。蓄積が不足している日本の株式市場の分析が行われ、欧米の市場との差異が明確となっている点は大きな貢献としてあげることがで

きる。

### 本書の構成と概要

第1章と第2章は、本書で利用されるデータと理論について解説を行っている。第1章では本書で実証分析の対象となる日本の株式市場の特徴を、記述統計を用いて明らかにしている。1977年1月4日から2004年12月30日までの長期のデータを用いて、時価総額や年次収益率の推移といった基礎的データを概観した後、月別日次平均収益率や曜日別日次平均収益率を分析することで、平均収益率が、上半期に高く下半期に低い上半期効果や、月曜日から火曜日に低く木曜日から金曜日（及び土曜日）に高い曜日効果を確認している。これらの効果について企業規模による違いも確認しており、またバブル前後では収益性やボラティリティが異なることを明らかにしている。

第2章では、前半で効率的市場におけるアノマリーの存在と行動ファイナンスが目ざされた経緯を概説し、後半で行動ファイナンスの理論的根拠について、限定された裁定取引と投資家の誤った期待形成を中心に解説している。この理論的根拠は本書における分析の基礎となるものであり、コンパクトかつ丁寧にまとめられている。限定された裁定取引における3つの基礎的リスクについて解説する中で、親子上場における不十分な裁定取引についても注目している。本章補論では日本の株式市場における親子株価のねじれに関して、3つのケースについて裁定機会の回数とその期間を計測することで、裁定取引が機能しなかった事実について確認している。また誤った期待形成に関して、行動ファイナンスで用いられる基本的な投資家心理の理論を概説している。

第3章から第5章は本書の中心となる分析のひとつで、キーワードとなるのは「モーメンタム効果」と「反転効果」である。第3章でアメリカの実証研究を中心に先行研究をサーベイし、第4章と第5章で日本の株価データを用いてモーメンタム効果や反転効果が存在するか否か実証分析を行っている。第3章では、De Bondt and Thaler(1985)以降分析が蓄積されている、モーメンタム効果と利益情報に対する過小反応効果について丁寧にサーベイが行われている。先行研究から、欧米の株式市場でモーメンタム効果や利益情報に関する過小反応効果が確認さ

れる一方で、日本を含むアジアではそれらの効果が見られないか、存在しても小さいものであることを紹介している。本章におけるサーベイは必要な事柄を端的にまとめており、この分野を理解するために適切なものといえよう。

第4章と第5章では、日本の株式市場で、短・長期的な株価モーメンタム効果、または短・長期的な株価反転効果が存在するか否か、月次株価収益率を用いて実証的に分析を行っている。これらの分析では、過去に高収益であったウイナー株式と低収益であったルーザー株式を識別し、その情報に基づいて作成したポートフォリオの収益性から上記効果を確認している。第4章の主要な結果は、短・長期的に反転効果を確認したことである。これはモーメンタム効果が見られたアメリカの結果と異なるものであり、本書における大きな貢献のひとつである。また関連する研究である加藤(2003)とも整合的なものである。最も有効な戦略を明らかにし、またリスク調整を行った後でも、このような有効的戦略は短期的に正の収益を得ていることを明らかにしている。第5章による分析でも反転効果を示している。第5章では現在の株価が最高値に近い株式を売却し、最高値から大きく値下がりしている株式を購入するポートフォリオ（最高値戦略）が有効であることを示した。さらに、現在の株価が最安値に近い株式を購入し、最安値から大きく値上がりしている株式を売却するポートフォリオ（最安値戦略）がより優れていることも明らかにした。これはアメリカ株式市場やオーストラリア株式市場でモーメンタム効果が確認されていることと対照的なものである。第4章と第5章では、日本の株式市場ではモーメンタム効果が存在せず、反転効果が存在することを明らかにした。これは日本の株式市場に関する先行研究の結果を補強するものであり、詳細な短・長期の分析と最安値戦略の有効性の確認は特筆すべき成果であると評価することができる。

第6章から第8章は、投資家の意思決定に関して重要な要因である、気質効果と自信過剰効果に関するサーベイと実験・実証分析がまとめられている。これらは本書の中心となる分析のもう一方であり、特に第7章の日本における証券投資実験の結果は興味深いものとなっている。第6章では、OdeanとBarber and Odeanの一連の研究成果を中心にサー

ベイを行っている。利益確定を好み損失確定を避ける投資家行動である気質効果と、投資家が頻繁な売買を繰り返す自信過剰効果について、アメリカで確認されていることを紹介している。第7章ではコンピュータ上に作られた仮想の株式市場で行われた、被験者の投資行動の実験結果が報告されている。3つの興味深いデザインによる実験の結果、この実験の被験者には気質効果が確認された。またストップロス取引を導入することで、気質効果を軽減することが可能であることも明らかにされた。第8章は気質効果及び自信過剰効果を検証するため、月次データを用いてVAR分析を行っている。市場全体の収益率と売買回転率の関係から自信過剰効果と気質効果を確認する一方で、個別株式を用いた分析からは気質効果は認められるものの自信過剰効果は存在するが小さな影響しか持たないことを明らかにしている。第7章と第8章の分析により、日本の潜在的投資家や株式市場では気質効果が見られることが明らかとなった。投資家行動を説明する重要な要素のひとつである気質効果について確認が行われたことは、投資家が投資戦略を考える上で、また制度設計を行う上で重要な貢献であると考えられる。

### む す び

本書は上述のように、モーメンタム効果と反転効果、気質効果と自信過剰効果に関して、サーベイと丁寧に行われた実証・実験分析がまとめられており、日本の株式市場を確認する上で必須なものとして評価することができる。このように興味深い本書であるが、さらなる一歩のために若干であるが今後の課題を指摘したい。

欧米と異なり日本の株式市場において反転効果があることが明らかになったが、著者によっても指摘されているように、その理由は不明である。本書に連なる研究の意義をより高いものとするために、基礎となる研究の進展が期待される場所である。これに関連して、本書ではバブル前（1989年以前）とバブル後（1990年以後）に分割して実証分析を行っ

ている。第8章ではインターネットバブルをキーワードに2000年1月以降のデータによる分析を行っている。株価の動きという観点によるひとつのアイデアであるが、投資家の行動という点に注目すると、株式売買委託手数料の自由化とITの発展によって個人投資家によるオンライン取引が活発になった時期を取り上げることも、日本の株式市場の特徴を分析するための一案であると考えられる。このようにバブル以外のキーワードによって期間を分割した分析も行う価値があるのではないだろうか。もちろん期間が短くなるため本書と同じレベルの分析を行うことは難しいが、今後データが揃ってからぜひ取り組んで頂きたい。

また第7章で行われている実験では、被験者のほとんどが投資経験のない人で占められている。非常に興味深くデザインされた実験であるが、潜在的投資家の行動を確認するにとどまっている。実際に株式投資を行っている人も被験者に加えた追加的な実験を行うことで、本書の結果が頑強になるとと思われる。

本書で利用された基データは株価の日次データである。別の加工をすることによって、本書に関連する分析をさらに広げることが可能となる。煩雑な作業を伴うため非常に贅沢な要求であるが、追加的分析が本書の結果をサポートするものになると考えられる。

本書に残された課題は今後の更なる研究を期待するものであり、本書の価値を損なうものではない。日本の株式市場を対象にした行動ファイナンスに基づく実証分析は、まだまだ蓄積が必要とされている分野である。マーケット・マイクロストラクチャーに注目したティック・データによる分析や、実証会計学による分析も進められており、多方面からの検証が行われている。その中で城下氏・森保氏の研究成果は特筆すべきものであり、今後益々の研究活動に強く期待したい。

(中央大学 奥山英司)