

『金融研究』（第20巻第4号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』^(注1)を発行している。以下は、第20巻第4号（平成13年12月発行）所収論文^(注2)の要約を紹介したものである。

わが国金融システムの将来像

—変革の圧力と金融当局の役割—

馬場直彦／久田高正

1980年代、日本経済の持続的な成長を支える重要なシステムとして脚光を浴びたメイン・バンク制を中心としたわが国金融システムは、1990年代入り後、バブル経済の崩壊とともに機能不全に陥った。代わって、米国の直接金融（資本市場）を中心とした金融システムが今や時代の潮流との見方も多い。情報技術革新やグローバル化の進展、金融規制緩和などの「金融を巡る環境変化＝変革の圧力」は、市場や銀行の機能、役割、相互関係に大きな影響を及ぼしつつある。そうした変革の圧力のもとで、金融システムの効率性・安定性を維持・向上させるための直接金融と間接金融の最適バランスも変わってきている可能性が高い。この間、欧州でも、各国金融システムは資本市場を従来以上に活用する方向に変化しつつある。本稿は、こうした金融環境の変化と歴史的展開、公的金融のプレゼンスの大きさ等わが国特有の金融構造を踏まえ、わが国金融システムの将来像を展望する

とともに、今後金融当局に期待されるシステム設計・運営上の役割を考察している。

リスク管理に関する経済学的考察

—理論的・実証的サーベイ—

馬場直彦

近年、リスク管理手段の発展が目覚ましい。しかし、企業が（期待）収益最大化規準に基づいて生産・販売活動を行っている場合には、価格変動リスクをヘッジするインセンティブは生まれない。また、企業金融の基本理論によれば、投資家が自ら分散投資を行うことによってリスクを管理することができる場合には、企業経営者サイドで投資家のためにリスク管理を行う意義はない。本稿はこうした現実と理論との間のギャップを埋めることを企図している。具体的には、モジリアーニ＝ミラー命題の成立を保証するような市場の完全性の仮定を緩め、累進的な法人税や倒産費用、外部資金調達にかかるプレミアム、あるいは株主・債権者間のエージェンシー問題等を考慮した場合には、企業経営者はリスクを管理することにより株主利益に貢献（企

(注1) 『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、『金融研究』第20巻第4号（定価1,050円）は、ときわ総合サービス（株）より販売（詳しくは、巻末の「刊行物一覧」をご覧ください）。

(注2) 所収論文は、日本銀行金融研究所ホームページ（<http://www.imes.boj.or.jp/>）「発表論文等」コーナーにも掲載されています。

業価値を増加) することができる。近年の実証分析例をみると、これらの仮説は概ね支持されている。しかし、企業経営者に拡張嗜好があるときには、株主利益を毀損してしまう可能性があることも指摘されている。このほか、リスク管理を巡る実務的な問題点としては、リスク・エクスポージャーの概念選択の問題や、モデル・エラー、リスク理解の欠如等がある。

インフレ率の要因分解：構造型VARによる需要・供給要因の識別

三尾仁志

教科書的な総需要＝総供給(AD-AS)モデルでは、物価変動の原因が需要面にあるケースと供給面にあるケースで、政策対応の帰結が異なるため、観察された物価変動が需要面と供給面のいずれの要因によって生じているかを識別することは、金融政策運営上の重要な課題である。すなわち、AD-ASモデルに従えば、総需要が拡大して物価が上昇する局面では、産出量が(潜在的に達成可能な水準を上回って)増大しているため、総需要を抑制する政策は、物価と産出量双方の変動を安定化すると期待される。これに対し、総供給能力が低下して物価が上昇する局面では、産出量が減少しているため、総需要を抑制する政策は産出量変動を一層増幅する惧れがある。このことは同時に、物価変動の背後の要因を識別する際に、産出量変動が有用な情報を含んでいる可能性を示唆している。本稿では、この点に着目し、構造型VARモデルを利用して観察されたインフレ率を、「需要面のインフレ率」と「供給面のインフレ率」に要因分解することを試みる。なお、構造型VARモデルを推定する際、需要ショックが産出量変動に対し長期的には影響を与えないこと(需要

ショックの長期中立性)を仮定する点が、分析上の大きな特徴である。

ゼロ金利政策下における時間軸効果：1999-2000年の短期金融市場データによる検証

白塚重典／藤木 裕

本稿では、1999年2月から2000年8月にかけて行われたゼロ金利政策下の時間軸効果を、定量的に検証する。実証分析によれば、金融市場において観察された、将来の金融政策経路に関する期待チャネルを通じる時間軸効果は、脆弱な金融市場状態によって生じた流動性効果によって強力に補完されていた。この分析結果の政策含意は、ゼロ金利政策の効果が、金融市場やマクロ経済の環境に大きく依存していることである。

「新しい開放マクロ経済学」について —PTM (Pricing-to-Market) の観点からのサーベイ

大谷 聡

1960年代以降、国際マクロ経済学の主流は、IS-LM分析を開放経済体系に拡張したマンデル＝フレミング・モデルであった。しかし、近年、伝統的なケインズ経済学の特徴である価格の硬直性と、その理由の1つである独占的競争を、動学的一般均衡モデルに取り入れた「新しい開放マクロ経済学」が多くに関心を集めている。この「新しい開放マクロ経済学」は、消費者の効用最大化や企業の利潤最大化を前提としたミクロ的基礎に基づいているため、政策変更による経済主体の行動を厳密に分析できるほか、経済厚生観点から経済政策の評価が行えるようになってきているといったメリットがある。さら

に最近では、「新しい開放マクロ経済学」を一層拡張する研究が行われており、その代表的なものとしては、企業のPTM (pricing-to-market) に基づく価格設定行動を明示的にモデルに取り込む研究が行われている。こうした研究によって、企業の価格設定行動が、金融政策の国際的波及効果や最適な金融政策ルール、さらに為替制度の選択に影響を与えることが明らかにされており、少なくとも経済理論のうえでは、「政策当局が国際的な視点を持ってその政策を遂行する場合には、企業の価格設定行動を考慮する必要がある」との認識が広がっている。

通貨危機後の東アジアの通貨制度

福田慎一／計 聡

通貨危機後に変動相場制へ移行した東アジア諸国では、一時は日本円と強い相関があった為替レートが、1998年末以降、米ドルと再び非常に強い相関を持ち始めている。しかしながら、この時期、マレーシアを例外とすれば、これらの国々でそれほどドラスティックな通貨制度の変更は報告されていない。そこで本稿では、通貨危機後の短い期間に、なぜこれら東アジア各

国の為替レートの連動性が、大きな通貨制度の変更を伴うこともなく、大きく変化したのかを分析する。分析の結果、シンガポールとタイの為替レートは、マレーシアが固定相場制へ移行した1998年9月を境に、日本円との連動性がドラスティックに小さくなったことが示される。この結果は、マレーシアとの経済的結びつきが強いシンガポールやタイでは、マレーシアが固定相場制へ移行したことによって、為替レートが再び米ドルと非常に強い相関を持つようになったことを示している。

本稿では、また、通貨危機後、東アジア諸国における通貨の連動性の変容が、東南アジアにおける円の国際化の現状にどのような影響を及ぼしたかを、決済通貨動向や為替取引の動向をみることによって考察する。分析の結果、通貨危機後に、円建ての決済が進展したという傾向はほとんど観察されず、為替取引でも円の国際化の進展を結論づけるものではなかった。この結果は、東アジア諸国において円の国際化は、長期的には1つの選択肢となりえても、それまでの道のりは容易でないことを示唆している。