

『金融研究』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25巻第1号（平成18年3月発行）所収論文^(注2)の要約を紹介したものである。

第25巻第1号（平成18年3月発行）

ワークショップ「戦前期日本の直接金融と間接金融：戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」の模様

日本銀行金融研究所では、金融史研究の一環として、平成17年9月9日、「戦前期日本の直接金融と間接金融：戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」と題するワークショップ（座長：香西泰・日本経済研究センター客員研究員）を開催した。

わが国の金融システムの歴史をみると、戦後は銀行中心であったとされているが、戦前については、1. 銀行中心の間接金融型であったとする見解と、2. 資本市場による資金調達を中心とする直接金融型であったとする見解が並存している。本ワークショップでは、この論点について、産業革命期から戦間期までの経済発展に伴う金融経済構造の変化を踏まえつつ、資金循環やリスク負担、コーポレート・ガバナンス等の幅広い観点から議論を行った。

本稿では、本ワークショップにおける報告、指定討論者によるコメント、参加者による全体討論等の概要を紹介する。

戦前日本の金融システムは銀行中心であったか

寺西重郎

戦前の金融システムについては、産業銀行的な銀行を中心とする金融システムであったという後発資本主義国論の立場からの見解が、従来から支配的であり、資本市場の果たした役割を強調する研究は概して少数派であった。しかし近年、戦前における株式市場の発展を強調する研究が発表され、従来の通説との間で論争が起こっている。本稿では、数量的および質的な側面から銀行と株式市場の果たした役割を包括的に再検討する。数量的な面では、民間非金融部門の資産・負債構成と製造業および公益部門の主要企業の資金調達の長期データを検討する。民間非金融部門は全体として銀行借入に強く依

（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25巻第1号は、ときわ総合サービス（株）より販売されている（詳しくは、巻末の「刊行物一覧」を参照されたい）。

（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る。

存しているが、大企業のみをとると株式による資金調達への依存度が高いことが指摘される。また、こうした特徴には通時的な傾向が看取されるが、それらは、データのカバレッジの違いなどによるものであって、システムの基本的変化ではないことが明らかにされる。質的な面では、銀行と株式市場の資源配分機能（情報生産機能およびリスク負担機能）と企業統治機能の2側面について、両者の果たした役割を比較する。株式市場は、企業統治では一定の役割を果たしているものの、資源配分機能は資産家の狭いグループの内部でしか発揮されていないことが指摘される。他方、銀行は、資源配分機能の面ではリスク資金の供給で大きな役割を果たしたが、その企業統治機能は十分でないことが指摘される。

戦間期における地方銀行の有価証券投資

粕谷 誠

戦間期は金融危機の時代であったが、とくに1920年代は株価が不振であったことと事業債への依存度が高い電力産業が勃興したことによって、事業債による資金調達の割合が上昇した。公社債は主に金融機関によって消化され、金融機関の資金運用に占める公社債の割合も増加した。

本稿は、戦間期における銀行の有価証券投資が、経営にいかなる意味をもっていたのか、百十銀行、百五銀行、愛知銀行、秋田銀行を事例に、営業報告書記載の有価証券明細表に基づいて考察する。関東大震災から昭和恐慌期までは、事業債の保有が増加し、国債の比重が低下した。銀行が事業債・地方債を保有した動機は、貸出需要が低迷し、十分な利鞘が得られず、「遊資」を消化する必要があったためであった。高橋財政期になると国債の新規大量発行により、国債

の比重が増加していった。1930年代では、とくに国債で既発債券の購入が増加しており、債券市場が拡大していたことが確認された。しかし売却額には、取付けに対応するための売却が大きく影響しており、また国債・地方債・金融債・事業債のうちのどれを売却するかについても、債券の流動性の相違だけでは、各行の行動は説明できず、支払準備の政策全体や規制について考察する必要があることが確認された。1931年の有価証券評価損を除けば、有価証券の評価損は、有価証券の含み益・実現益で処理できる範囲のものであり、不良貸出についてもほぼ同様の傾向にあり、安定的な利益が計上され、安定配当が行われたことが確かめられた。

銀行のポートフォリオ選択の効率性に関する一考察：

戦前期日本における普通銀行の資産運用を事例として

南條 隆／粕谷 誠

戦前期（1926～1940年）の普通銀行は、戦間期（1926～1936年）に貸出の低迷や公社債市場の発展を背景として有価証券保有を積極化させ、戦時期（1937～1940年）には国債を中心にさらに有価証券保有を増やした。この過程で、有価証券投資の考え方は、支払準備の一環や余資運用というものから、リターンとリスクを勘案し貸出を含めた複数の資産に分散投資を行うポートフォリオ運用へと発展した。本稿では、Markowitz [1952] に始まるポートフォリオ理論を基に、戦前期普通銀行のポートフォリオ選択の効率性を検証するため、事前的なアセット・アロケーションと事後的なパフォーマンスについて分析を行った。その結果、戦間期におけるポートフォリオ選択が効率的であったのに対し、

戦時期にはポートフォリオ選択の効率性が低下したことが示唆された。戦間期におけるポートフォリオ選択の効率性が高かった背景としては、ポートフォリオ運用に関する理解やポートフォリオ選択・保有の自由、効率的な資産保有を促す市場規律の存在等が考えられる。

1930 年代前半における日本のデフレ脱却の背景：

為替レート政策、金融政策、財政政策

梅田雅信

1930 年代前半、日本は急激なデフレに見舞われたあと、早期にデフレ脱却を果たすという、いわば V 字型の大幅な物価変動を経験した。本稿では、1930 年代前半における物価変動の特徴について整理したあと、日本の特異な物価変動の要因について定量的分析を試みる。まず、内外卸売物価について、最小二乗推計および因果関係テストを行うと、日本の物価は海外物価や為替レートの変動から大きな影響を受けていたことがわかる。次に、こうした対外的要因に、需給要因や財政金融変数を織り込んで 6 変数 VAR を推計する。各種構造ショックに対する国内物価の累積的反応と分散分解の結果をみると、日本の物価に対しては、海外物価要因や為替レートが相対的に強い影響を与えていたことが確認できる。これに対して、残りの 3 つの変数が及ぼす影響は、いずれもプラスの方向で有意ながら、前 2 者に比べれば格段に弱く、おのおのの影

響度の強さは、需給ギャップ、金融変数、財政変数の順になるとの結果が得られた。

日本銀行のネットワークと金融市場の統合：

日本銀行設立前後から 20 世紀初頭にかけて

大貫摩里

日本銀行の設立目的には、「金融を便易にすること」、すなわち地域的に分断されていた金融市場の全国的な統合を推進することが挙げられていた。しかし、明治期における日本の金融市場や金融取引、日本銀行の業務の実態についてはなお不明な点が多く、当時の日本国内における金融市場の統合過程において日本銀行がどのような役割を果たしたかについては、十分に明らかにされていない。

本稿の目的は、明治期における日本の金融市場の統合時期および統合プロセスにおいて日本銀行が果たした役割について、金利データ、および金融取引に関する文献資料の両面から考察することである。

分析の結果、金利の地域間格差の縮小という観点からみると、1890 年代後半に金融市場の統合が進展したことが確認された。また、金融市場の統合に果たした日本銀行の役割に関しては、民間銀行とのコルレス網、本支店出張所といった日本銀行の拠点ネットワークの拡大が、為替取引を通じて地域間の資金移動を円滑化させる機能を有しており、金融市場の統合を促した可能性が示唆された。