

日本金融学会編

金融経済研究

第18号

2002年3月

岡部光明著『現代金融の基礎理論：資金仲介・決済・市場情報』

日本評論社，308+x 頁，1999年

岡部光明著『環境変化と日本の金融：バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』

日本評論社，580+xx 頁，1999年

1 『現代金融の基礎理論』は金融論の基礎理論のテキストブックである。従って、金融経済が直面する問題や金融政策を直接論ずるというよりも、それらの議論を行う上で前提となる基礎的な理論的な概念や分析枠組みを詳しく説明している。他方、『環境変化と日本の金融』は、その応用分析編であり、両書は相互補完的な姉妹編として読み合わせることで現代金融に関する体系的な知識が伝達されるようにデザインされている。

著者の狙いは、既存の事実ないし理論の脈絡付けや新しい解釈を加えることにあり、このタイプの研究を理論的研究、実証的事実発見的研究とは異なる

『透視型研究』であると述べている。両書とも公共政策上極めて重要な課題について内外の研究成果を十分に消化した上で、国際比較を中心としながら統計やこれまで行われた実証分析の成果を駆使することによって理論の実証的な提示を行っている。著者の日本銀行での実務経験や海外での研究蓄積の成果の大きさがよく示されており、本書の透視型研究の狙いは見事に達成されていると言ってよい。

すでに周知の事柄や理論の説明であっても「かくも巧みに表現されたるものなし」という言葉が当てはまる書は稀である。金融論で用いられる専門用語や定理をこれ程分かりやすい言葉でしかも正確に説明した書を他に知らない。一例を挙げれば、証券の

「利回り」といった初歩的な用語解説から始まり、金融機関の新しい類型化と金融仲介の経路、銀行の新しい機能やポートフォリオ理論における「分離定理」に至るまでその説明は直截かつ明瞭である。複雑な数式や計測式は可能な限り排除されており、最小限必要な式の解説が懇切丁寧に行われている。さらにボックスを用いた囲み解説も本文の理解を助け、しかも金融論に興味をもたせるために最近の金融論の論点を分かりやすく解説するなどの工夫がきめ細かくなされている。

2 「現代金融の基礎理論」の類書にない特色は、決済システムと情報変数についての記述が豊かであることにある。決済システムについては日本銀行における調査研究の成果を踏まえ、決済方法の国別類型化を行っている。現金決済とペーパー（小切手）決済とはトレードオフ関係にあり、日本は現金依存型であり、アメリカ、イギリスはペーパー依存型に属するという指摘は興味深い。将来日本は、現金節約型（デビット・カードやクレジット・カード）、アメリカはペーパー節約型（預金の電子的振替送金）の形態をとりながら、両国ともデンマーク、ドイツ、フィンランドなどのエレクトリック決済依存型の方向に収斂していくであろうという見方も説得的である。

情報変数については長期金利と為替レートを取り上げている。とりわけ長期金利ならびに短期金利と長期金利とのイールド・スプレッドがもつ情報についての解釈は、現実の金融政策運営の上でも重要である。基礎理論を論じた本書では、長期金利の上昇がもつ情報が3つあると論じている。第一に中央銀行が金融引締め政策を実施すると市場が予想し、将来の短期金利の上昇予想によって長期金利が上昇するという解釈が成り立つ。第二に、将来のインフレ率が上昇すると市場は期待して長期金利が上昇するというフィッシャー効果による解釈が成り立つ。第三に、将来景気が上昇するという期待が高まることによって長期金利が上昇することは考えられる。

「現代金融の基礎理論」の枠組みを越えることになるが、日本銀行は、これら3つの解釈のいずれを採用して現実の金融政策を行ってきたのか興味を引かれるところである。とりわけ、どのような実証的な証拠を根拠として、3つの解釈の内のいずれを重

視して日本銀行が政策決定を行ってきたのが重要である。本書は、アメリカが1960年代に長期金利の情報を誤って解釈したことを記している。1996年春に日本銀行は、第三の解釈に基づいて政策運営を行ったように見えるが、それは正しかったのか、今日の時点で振り返って検証すべき点であろう。

1970年代後半から80年代初めにかけて日本銀行は、貨幣供給量の伸び率を中間目標として用いていたように見える。基礎貨幣や広義の貨幣供給量の変化（量的な変化）に関する情報は、どのような解釈が可能であるのかという点についての説明は、「環境変化と日本の金融」でなされているが、「現代金融の基礎理論」でも対比して説明していれば、長期金利や為替レートなど価格の変化のもつ情報の意味が一層明瞭となったのではなかろうか。そうすることによって、1990年代の金融政策運営に関する岩田規久男・翁邦雄論争についても本書の立場がより鮮明になったのではないかと思われる。

最後に本書では、紙幣の使用頻度の分析に基づいて2000円札発行の必要性を説いている。小淵政権の下で実際に検討され、実施に移されることになったことは著者に先見の明があったというべきであろう。なお1万円札の次は5万円札ではなく、2万円札であると主張されているが、それが実際に検討されることになるのか注目することにしたい。

3 応用分析編としての「環境変化と日本の金融」は、3つのパートから構成されている。第一部では、メインバンク制度の評価とその将来像を論じ、第二部では、資産価格の大幅変動とそれに伴う銀行危機とそれへの対応策を取り上げ、第三部では、金融派生商品や電子マネーなど新しい次元の問題と金融機関の対応、そして信用秩序維持政策および金融政策を含む公共政策のあり方を検討している。全体として公共政策の観点から現代日本の金融が直面する諸問題を総合的に分析した章であり、慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの学問的な特徴をよく体現している。

メインバンク制度の機能については、ペッキング・オーダー理論（企業が投資する場合の資金コストは内部資金、負債、株式発行の順に高くなるという理論）を用いて簡明な説明を行っている。そのポイントは、メインバンクが存在する場合には、それ

が存在しない場合に比べて暗黙の経営保険契約を結ぶことによって負債の資金コストを低下させることができるというものである。

日本のメインバンク制度の下では、メインバンクとその取引先企業との間で株式を持ち合っており、いわば内部者による企業活動のモニタリング（事前、中間、事後）が行われている。とりわけメインバンクによる事後的な意味でのモニタリングは、最も必要とされる介入が選択的に行われ、財務困難にあるが再建可能な企業の性急な清算を回避するなど効率性が高かったと指摘している。メインバンクによるモニタリング活動は、様々な規制の存在によって支えられたものであったが、成長率の低下による資金需要の伸び悩みに加えて、金融面における規制緩和や規制撤廃によって銀行の規制に基づくレントは減少し、事前的な意味でのモニタリング機能は低下した。さらに日本のコーポレート・ガバナンスは、企業をメインバンクが監視し、メインバンクを監視するのは金融行政当局であるという構造になっていたが、1990年代に入って、金融行政当局の透明性の欠如のみならず国際的視点の欠如や住宅金融専門会社を始めとする不良債権の処理を巡る行政当局の失態もあり、その影響力が決定的に低下した。他方、資本市場を通じる株主や債権者による監視体制は十分整備されておらず、日本のコーポレート・ガバナンスは空白化したとの見方をしている。

メインバンク制度の将来について、本書はメインバンクの役割を必要としない大企業が増加する一方で、銀行からの融資に対する依存度の高い中小企業についてはその重要性は失われまいであろうと論じている。評者は、日本の資本市場の改革が進展すればする程、メインバンク制度の役割は低下して行くものと考えているが、資本市場の改革のテンポは決して楽観できる状況にはないので、中小企業のメインバンク依存は予想されるよりも長引く可能性がある。

日本において資本市場の機能を代替してきたのが公的金融制度と長期信用銀行制度である。このうち公的金融仲介については、開発銀行融資のカウベル効果（民間資金誘導効果）が成長促進効果をもっていたことを指摘する一方で、財政規律の弛緩、民間との競争のみならず金融自由化による機能破綻を鋭く批判している。例えば、郵便貯金の付利方式は、

順イールド時には、民間金融機関の3年物定期預金の平均金利に0.95（高金利時には0.9）の掛け目を乗じた値を目安にし、逆イールド時には10年物国債のクーポンレートから0.5%（高金利時には0.5～1.0%）を控除した値を目安にするとされている（第3章）。郵便貯金は民間の預金に比べて安全性と流動性（6カ月後に預け替え可能）が高い一方で、譲渡性がないという商品特性が価格付けにどのように考慮されているのか、付利方式の算出根拠が明確でないこと、またイールド曲線が順から逆に変化した場合に、その切り換えがうまくゆくのか明瞭ではないと指摘している。解約オプション料（プット・オプション・プレミアム）は、将来の金利動向など市場条件の変化に従って変化するものであり、現行の付利方式が効率的な価格付けである保証はない。そのみならずオプション取引につきものの負のコンベクシティ（金利の変化が債券価格に与える二次の効果）のリスク管理方法については未解決の問題もある。郵便貯金は財投改革によって全額自主運用体制に移行する。市場金利が自由化され、しかも国債大量発行もあって金利上昇局面を迎えるという状況の下で、解約オプション付き定期貯金を主力とする郵便貯金のリスク管理のあり方は、通常の民間銀行やファンドの管理以上に困難な課題を抱えていると言ってよい。さらに本書の指摘するように、財投の出口機関である住宅金融公庫には、繰上げ償還リスク（コール・オプション）が存在しており、現在も民間金融機関への借り換えが大きな規模で行われている。このオプション・リスクを管理するには住宅ローンの証券化が必要であるが、現在その証券化の規模は小さなものに止まっている。アメリカの証券化は、ジニー・メイ、ファニー・メイ、フレディ・マックなど日本の住宅金融公庫に近い公的機関によるモーゲージ担保証券の発行により大きく進展した。日本の資本市場の改革において住宅金融公庫の果たすべき任務と役割は大きなものであることをいくら強調しても強調し過ぎることはないと考えられる。

第5章で資産価格の大幅な変動の要因について分析している。本書では、一般物価の安定と国際協調のみならず借入れ企業に有限責任制度があり、しかも資金の出し手と借り手の間に情報の非対称性が存在する場合（バブルと銀行融資の親近性）には、バ

ブルが発生しやすいことを強調している(アレン=ゲール仮説)。さらに、日本の銀行業が新たな金融サービス業へと変化する途中でバブルが発生したとの認識を示している。しかし、日本と同じく間接金融、銀行優位の金融システムをもつドイツでは80年代にバブルが発生しなかった。このことはマクロ金融政策の失敗がより大きな要因であることを示唆しているように評者には思われる。

金融危機の発生とその対応策を論ずる第6章では、金融ビッグバンと不良債権処理は相いれない、あるいはビッグバン実施の時期を誤ったという見方には反対をしている。むしろビッグバンを通じる資本市場の整備と金融手段の発展、多様化によって条件整備が行われるので不良債権処理を円滑化するという見方を示している。また公的資金の注入方法について各行一様であり、理論的に最適でないばかりか、経営破綻状態にある金融機関を整理するという厳しい対応をとっていないことを正しく批判している。

第7、8章では、証券化、デリバティブなど金融技術革新を論じている。ここで注目されるのはオプション価格から抽出される情報を活用することによって原資産価格の先行きを予想したり、ボラティリティの予測を行うことができるということである。現実には、EUにおけるユーロの導入に際しては、これらの情報を駆使した分析が行われている。またデリバティブについては金融システム不安定要因とされることが多いが、本書では市場を安定化する要素であるとの見方を強調している。

4 評者にとって最も興味深かったのは、経済の安定化と金融に関する公共政策、すなわち金融監督体制のあり方と金融政策運営を論じた章(それぞれ第12、13章と第14、15章)である。銀行監督における思想的変革について内部モデル・アプローチと事前自己申告制度について簡潔でしかも要領を得た説明が行われている。次世代銀行監督政策として、十分な自己資本の維持、早期是正措置の活用、市場規律の活用(動機整合的な契約の活用)、市場規律を補完する公的セーフティ・ネット、情報開示・会計制度など制度的枠組みの整備の重要性が強調されている。他方、機能限定銀行(ナローバンク)については、いずれも異論のない重要なポイントをカバーしている。

日本の銀行監督体制に関係する組織の機能の仕方については、本書が指摘するように機能重視の監督・規制に移行すべきであるのは当然であろう。現実の日本の銀行監督体制の組織は、政治的な妥協の産物として組織だけがとりあえず描かれたという側面が少なくない。本書は、最適な監督組織のあり方についてまだ本格的な研究が少ないことを指摘し、論点の整理を行っている。日本における最適な監督体制のあり方については、将来の研究課題としている。しかし、足下のなお脆弱な金融資本市場を見ると、現実の日本の銀行監督行政はどのようにあるべきなのかより踏み込んだ提案が行われていれば、次世代銀行監督体制を論じた第13章は、より迫力のある内容になっていたであろう。

私見によれば、先進国においてメガ・レギュレーターによる統合的な監督体制(イギリス型)と複数の監督当局が機能に応じて任務を分担するアメリカ型がある。日本は2001年1月に発足した金融庁が、なお農林系金融機関や労働金庫などカバーされない金融機関が存在するとしても事実上メガ・レギュレーターの役割を果たしていくことになろう。日本銀行は「最後の貸手」機能を発揮する上で必要なマクロ・プルーデンシャル政策に特化すべきである。この場合にもイギリスのようにオン・サイトの監視はメガ・レギュレーターである金融サービス機構に委ねるという方法もあるし、日本銀行が主張するようにオン・サイトの監視もマクロ・プルーデンシャル政策の遂行上必要であるという考え方もある。

評者は、過去の日本銀行考査の問題の整理も含め、イギリス型に移行する方がすっきりしていると考えるが、アメリカの連邦準備理事会が主張するように銀行の健全性基準(CAMELS)の設定自体マクロ・プルーデンシャル政策の観点からの考察が必要であるという点もあり、なお立ち入った研究が必要であろう。本書が述べているように今後の研究課題である面が多いが、日本の銀行監督体制についてより踏み込んだ提案が行われていれば、論点をより明確にする上で有益であったろう。

中央銀行制度のあり方について今回の改革にもかかわらず3つの問題点が残されていると指摘している(第15章)。まず第一に、政府への直接的な資金供与(対政府貸付、国債の引受け)が明定されていることである(改正法第34条)。このため潜在的に

は財政規律の喪失とインフレの危険が排除されていない。第二に、政府は日本銀行に対して議決延長を請求する権利が依然として明定されていることである。先般のゼロ金利政策解除に際して政府はこの請求権を行使した。第三に大蔵省に日本銀行の予算認可権が残存していることである。いずれも正鵠を得た指摘である。

ゼロ金利政策解除後の日本銀行政策運営について注目が集まっているが、本書では二つの政策運営方式に注目している。一つはインフレ目標政策であり、もう一つは短期金利に関するテイラー・ルールの適用である。インフレ目標政策は、公衆と中央銀行がコミュニケーションする一つの方法であり、中央銀行のアカウントビリティを透明性をもって示すことができる。そのポイントは、中央銀行総裁が政府（最終的には公衆）と目標インフレ率の設定について契約を結び、契約違反を行った場合には総裁を免職にし

たり、俸給のカットを行うものである。民間金融機関の監督におけるメニュー契約とは形態が若干異なっているもののエージェントの誘因を重視する点では類似したアプローチと言える。テイラー・ルールについては一部の日本銀行審議委員によって活用されているが、インフレ目標政策は、まだ日本銀行によって採用されていない。理論的、実証研究を早急に蓄積することによって、その実施可能性を探る必要がある。さらに本書では正面から検討を加えられていない論点として為替レート政策がある。為替レート政策は財務省の管理下にあるが、不胎化された介入政策と不胎化されない介入政策が、為替レートに与える効果についても実証研究を踏まえた議論を展開することが、外国の経済学者らの日本の金融政策運営に関する批判に応える上でも必要であろう。

（東京大学 岩田一政）