

発刊にあたって

金融庁金融研究研修センター長
(慶應義塾大学経済学部教授)

吉野 直行

金融研究研修センターは、2001年7月に金融庁における“研究と研修の効果的な連携”を目的として発足し、はじめての年報を発刊する運びとなりました。本年報は、研究官による研究成果をまとめたものであり、個々の研究員の地道な研究活動の成果でもあります。扱われているトピックスもさまざまですが、いずれも、金融行政・金融検査などに欠かせない内容です。理論・実証分析であり、専門論文でもあるため、内容は高度な手法を用いている論文も多いですが、各論文ともに明快な分析目的と結果が得られています。今後は、今年度から開始されている研究研修センターでの研究会の成果なども、この年報にまとめるような工夫を施したいと思っております。

以下は、各論文の要約をまとめたものであります。

IT技術の発達により、インターネットを利用した金融取引が拡大し、「決済」システムに大きな変化をもたらしている。振替やカード支払いにおいて、電子的な手段を用いることは、有価証券を無券面で決済に用いることであり、法制度の整備が必要となる。杉浦宣彦論文「決済システムの電子化と決済法理の変容」では、金銭データや商業データなどの「情報」概念を法的に分析・検討し、改正社債等振替法の流れを説明し、決済の目的は、元来、債権・債務の消滅にあることを指摘している。さらに、決済におけるデータの流れを巡る法律構成については、債権論と物権論を並行させて説明すべきではないかと論じている。

永田貴洋・前多康男・今東宏明論文「金融コングロマリットと範囲の経済：収益面の分析」では、金融コングロマリットの収益面での範囲の経済性（Economies of Scope＝さまざまな業務を一つの金融機関が行うことによる経済性効果）を理論的・実証的に分析する。まず、複数の（金融）商品を購入する場合には、頻繁に引き下ろしが必要な商品と、たまにしか購入しない商品が存在する。頻繁に購入する（金融）商品については、複数の商品を一つの金融機関でワンストップで販売する効果は価格効果・所得効果ともにプラスに働く。しかし、あまり頻繁には購入されない商品に関しては、価格効果はマイナスに働くという興味深い結果が得られている。さらに、実証分析では、2000年から2002年の金融グループデータから、個人部門貸出と保険募集に関しては、範囲の経済性が認められるという結果が得られている。現実の複数商品の販売では、顧客情報の隔離の問題などもあり、範囲の経済性がどのような理由で生じているかは、さらなる検討が必要ではないかと思われる。

山村延郎・松田岳論文「米独の金融自由化とセーフティ・ネットの展開」は、米国とドイツの金融自由化とセーフティ・ネットを比較する。第一に、両国ともに従来導入されていた過当競争を防ぐための規制が撤廃され、健全性確保のための早期発見・隔離規制が強められていることを概観する。つぎに、銀行の破綻処理では、明示的に示されていないが、米・独ともに実質的には預金が全額保護されるような破綻処理となっている。さらに、米国では、保護される預金残高は10万ドルであるが、家計の預金残高が低いため全額保護する破綻処理が可能となっている。ドイツは預金の比率が高いにも関わらず、預金の大宗を占める2年以上の定期預金では付保預金比率が高く、貯蓄性の記名証券にも保護が施されている。

こうした両国の預金者への手厚い保護が、預金者のモラルハザードを引き起こしていないかどうかは、さらに検証が必要であると思われる。

山下智志・敦賀智裕論文「デフォルト相関係数のインプライド推計」は、信用リスク管理において複数の債務者がある場合には、個別の借手の倒産確率を求めるだけでは不十分であり、デフォルト（倒産）の相関関係を測ることが必要である。さもなければ、連鎖倒産などの事象に対応できないからである。本論文では、債務者間のデフォルト相関係数を推定する方法を求めている。誘導型モデルでは、ある時点におけるデフォルト発生率を、ハザード過程と呼ばれる確率過程を用いて表現する。ここでは、ハザード過程を債券価格から推定し、ハザード過程の相関関係からデフォルトの相関関係を逆に求めるという方法を示している。さらに、実証分析では、日時の社債データを用いて、実際にインプライド・デフォルト相関係数を導出しており、適用可能性も例示した示唆に富む論文である。

高橋明彦・松島周一郎論文「漸近展開を用いたHJMモデルにおけるオプション・プライシング」は、**Heath, Jarrow and Morton** (HJM) モデルで提示されている、金利の期間構造からフォワード・レートのボラティリティ関数を特定することにより金利派生証券の価値評価が可能となる金利モデルの一般的な枠組みでは、シミュレーションを応用するためかなりの計算時間を要する。これは、モンテ・カルロシミュレーションにおいて、市場の短期金利と、評価対象の派生商品に関するすべてのフォワード・レートの変動を離散化しシミュレーションを実施するからである。この論文では、いわゆる先渡し測度 (**Forward Measure**) を用いることにより、前提となる確率微分方程式を変換し、これに対し漸近展開を適用することで債券オプションおよびスワップ価値の解析的近似式を導出する。さらに **Takahashi and Yoshida** で開発された漸近展開法を活用したモンテカルロ・シミュレーションの分散減少法を拡張して、モンテカルロの分散がさらに減少し、シミュレーションの収束が大幅に速くなることが示される。

矢野浩一論文「カルマンフィルターによるベータ推定」は、一期間モデルであるCAPM

(Capital Asset Pricing Model 資本資産価格理論) では、リスクファクター (β) が時間を通じて一定である場合を扱っており、 β が変化する場合を捉えることは出来ていなかったことに対し、本論文では、ベイズの **Smoothness Priors** (状態変数の差分がガウス型白色ノイズに従うという定式化) を仮定して、リスクファクター (β) が徐々に変化し、その変化の動きをカルマンフィルターを用いて推定する。**Zalewska** は、すでに β 推定にカルマンフィルターを用いる分析を行っているが、本稿では、**AIC (Akaike Information Criterion)**を用いてモデルの適合度を求め、日本の株式市場データを用いて、いくつかの企業のリスクファクターの推移を実証的に導出している。今後は、 β の変化を、複数要素モデルへと拡張する方法や、計測された β の変化の信頼性のテストも望みたい。

徐熙錫「韓国における金融統合法制定に向けての動向」は、海外の情報として、韓国のケースの紹介である。40にも上る韓国の金融に関する現行法を、参入・財務健全性・業務行為・退出の4つの機能別規制に係る法律に統合することを目指している。新しい金融商品が出てくる場合でも、弾力的に対応できるように“包括的”な法律へと転換されており、その進展が注目される。