

## F S A リサーチ・レビュー 2 0 0 7 の発刊にあたって

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

FSA リサーチ・レビュー 2 0 0 7 は、金融庁金融研究研修センターにおける 2007 年の研究成果をとりまとめたものである。今回のリサーチ・レビューは、一年間に公表されたディスカッションペーパーのうち、研究論文として所収するにふさわしいものを、外部のレフェリーによる審査を経て、私の責任のもとに所収したものである。研究官論文 3 本、特別研究員論文 4 本を掲載している。このほか、金融研究研修センターにおいて開催した 4 つの研究会および 2 回の国際コンファレンスの概要を掲載し、金融研究研修センターでの 2007 年の主な活動内容をまとめるものである。

以下では、掲載された各研究論文の要旨をまとめる。

### < 研究官論文 >

田代一聡・白須洋子論文「欧州における新たな保険規制について---CEIOPS ソルベンシーII の試み」は、保険業における、銀行のバーゼル II にあたる国際的な統一基準がないことに起因するデメリットを解消するため、保険業の健全性を維持するための国際的共通基準の策定が進められている。IAIS (保険監督者国際機構) の議論を踏まえ、EU では CEIOPS (欧州保険・年金監督者会議) を通じて、ソルベンシー規制 (II) の仕組みが検討されている。本稿は、中立的な立場から、CEIOPS の手法を紹介しており、わが国の保険会社に関するリスク管理・ソルベンシー規制のあり方を検討する際には、こうした欧州の動きを知ることが不可欠であると思われる。保険関係者の一読をお勧めしたい。

Mamiko Yokoi-Arai and Takeshi Kawana “Competition Policy in the Banking Sector of Asia”論文は、銀行業における競争政策のアジアにおける比較を行っている。銀行業が、競争により破綻することは、決済制度を担う金融機関として、社会に大きなマイナスの影響を与えることになる。他方、銀行業での競争がなければ、新たなビジネスも生まれない。本論文では、(i)金融セクターにおける競争政策の重要性、(ii)金融市場が発達した社会における金融業の競争政策の役割、(iii)競争政策が適用可能な金融分野、(iv)アジア諸国における競争政策の現状について、まとめられている。アジア各国における競争政策の現状を一覧表として比較することは、アジア各国の金融業における競争の程度を表す指標として、重要な一步であると考えられる。各国の実情を、アジアのそれぞれの国の専門家によって比較され、一覧表が作成されれば、互いの金融市場・金融機関の競争を促すことにつながると期待される。

Koiti Yano and Naoyuki Yoshino “Japanese Monetary Policy Reaction Function and Time-Varying Structural Vector Autoregressions: A Monte Carlo Particle Filtering Approach”論文は、構造 VAR (Structural Vector Autoregression) のこれまでの分析が、係数を一定 (固定) と仮定した分析であったことに着目し、係数が変化する場合に、どのように日本経済の分析が異なってくるかを実証的に検証している。論文の理論編では、従来のマルコフチェイン・モンテカルロとカルマンフィルターを用いるのではなく、Yano が開発したモンテカルロ・パーティクルフィルターを用いているところに特色がある。この可変構造 VAR モデルを日本経済に当てはめ、金融政策の反応関数の変化や経済構造の変化を、パラメータの変動から、説明している。一例として金融政策の反応の変化を、構造パラメータの変動から見ると、インフレ抑制を目標に行動していた 1980 年代はじめの行動、バブル期におけるインフレ低下局面での金利引き下げという異常な政策変更は、為替の円高に対処するための行動であったこと、ゼロ金利政策以降の金融政策の実態経済への効果の低下などが明らかとなる。また、本稿の構造可変 VAR の結果からは、総需要における金融政策の有効性低下と、総供給に対する GDP の影響の低下など、需要・供給の両面からの原因が説明される。

#### <特別研究員論文>

嶋拓哉論文「証券決済法理に関する最近の動向について-----ドイツにおける新学説を中心とする一考察」では、証券決済において物件的構成に依拠することを前提とした解釈に対する疑問が投げかけられている。わが国では、平成 16 年に、社債・株式等の振替に関する法律が制定され、ペーパーレス化が近い将来には実現されることが予想されている。そこで、物件的構成を修正するか、あるいは、異なる新しい枠組みの構築が、有価証券の決済に関してなされる必要が生じている。ドイツを例にとりながら、嶋論文では、証券決済システムを通じて保管される証券の決済態様の変化や決済法理の統一化に向けた動きが、各国の国内法にどのような影響を及ぼすかを分析しており、わが国への有益な示唆を与える研究である。

白谷健一郎・高橋明彦・福西洋介論文「3 ファクター・モデルによる長期商品先物・先渡し契約の評価とヘッジ」は、3 ファクター・モデルによって商品先物の期間構造の推定方法を提案している。商品先物の期間構造の形状は複雑で、Black が提案した単純な幾何ブラウン運動モデルでは上手く説明できない、本論文では、現物価格を 3 つの状態変数によってモデル化し、モデルのパラメータについてカルマンフィルターを用いることによって、NYMEX WTI, LME Copper の日々のデータの動きを説明できることを実証的に検証している。また、モデルから得られる長期先物・先渡し価格に対するヘッジ方法が提案され、さまざまな価格の変化に対して本稿で提案された 3 ファクター・モデルが、平均回帰水準を固定したモデルと比べて、固定しないモデルの方が安定的にヘッジ可能であることが確認されている。

伊藤有希・山下智志論文「中小企業に対する債権回収率の実証分析」は、信用保証協会の求償債権の回収データを用いて、資本市場で取引されない銀行貸付債権の回収率の要因分析を行っている。担保の有無、倒産直前の財務状況などをもとに、回収率への影響を考察した。その結果からは、日本の債権回収率も海外の結果と同様に、双峰分布に従っていること、さらに貸し渋り対策として打ち出された金融安定化特別保証制度のもとで貸し出された債権の回収率が低いことが導かれている。さまざまな政策によって、中小企業への貸出の促進がなされたが、事後的には債権回収率の低下という結果を招いていることにも注意を払う必要があると思われる。

藤井眞理子・高岡慎論文「金利の期間構造とマクロ経済：Nelson-Siegel モデルを用いた実証分析」は、国債のイールドカーブの変動を、1992 年から 2007 年までのデータを用いて実証的に分析している。Nelson and Siegel モデルは、金利水準、傾き、曲率を状態変数として用いており、適用性が高く、ゼロイールドの形状と時間的な変化を上手く近似することが可能なモデルとなっていることが示される。また、インフレ率と公定歩合は、金利水準（レベル）と正の関係にあり、株価上昇や米国の長短金利差の拡大はイールド曲線の傾きをより高くすることなどが導出されている。さらに、単純な VAR モデルよりも、マクロ経済変数を考慮したモデルの方が説明力が高いことも示されている。大量国債の発行により、日本の金利の動きは不安定化する可能性がある。本稿の実証結果は、今後の国債金利の動向を予想する上でも、一読の価値のある論文であると思う。

以上の論文は、公表された日付の順序で掲載されている。皆様からのご意見をいただきながら、さらに、よりよい研究活動が出来るよう努力して参りたい。

今後とも金融研究研修センターの活動に関し、ご理解・ご協力を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。