

# 平成28年度 第1回 一橋大学政策フォーラム

## 世界金融危機と金利・為替



一橋大学大学院商学研究科ファイナンス研究センターは7月21日、世界金融危機から続く未知の危機へのリスク管理を巡って金融理論は何かができるのかを考えるシンポジウム「世界金融危機と金利・為替」を東京・千代田の一橋講堂で開いた。英国の欧州連合（EU）離脱決定やIT（情報技術）と金融を融合したフィンテックの出現などで一段と混迷を深める金融政策について、第一線の研究者が活発に討論した。

### 第1報告 米国の金融政策と東アジア通貨の動向



一橋大学大学院  
商学研究科教授  
小川 英治氏

英国のEU離脱交渉が年内には始まらないことが判明し、米大統領選挙前に、米国の金利引き上げの可能性が出てきた。東アジア通貨にとって一番のリスク要因は米国の金利引き上げだ。東アジアでの生産ネットワークが確立され、最終的には欧米に輸出されている。その際、生産ネットワーク内における域内貿易相場と欧米への輸出時のドルやユーロに対する為替の2つの為替リスクが懸念される。分析結果によると、米国の金利が引き上げられると資金が移

### 米国金利引き上げ注視

動し、東アジアの金利も上昇するもの、米国に有利な金利差となり、東アジア通貨が割に買われる。東アジアの為替の安定を目指すには、国際的政策対話資本・為替管理ではなく平時に危機時ではなく平時に資本流入の急増に對し規制をすべきだ。資本の流出入をモニターするためには、日中韓と東南アジア諸国連合（ASEAN）の経済情勢を監視する国際機関「AMRO」の役割が大きくなるだろう。

### 第2報告 少子高齢化社会の進展下での金融セクターの役割



一橋大学大学院  
商学研究科教授  
花崎 正晴氏

日本の家計貯蓄は、近年少子高齢化の進展を背景に減少し続けている。また、日本の企業金融は戦後、銀行を中心に推移してきたものの、バブル期以降は内部金融中心へと変わっている。近年「貯蓄から投資へ」の転換が叫ばれているが、金融資本市場の複雑性は増しており個人でのリスク管理は困難となっている。直接金融へのシフトは現実的ではなく、金融機関の仲介機能と資本市場の機能とが有機的に結びついた金融システムへ

### 社会の持続可能性確保

の移行が望まれる。今後金融セクターには、長期的視点に立った融資業務、顧客企業サイドに立った企業価値向上のための資金調達支援、企業審査に加えてマクロ経済・投資動向・産業調査などの各種情報生産能力の深化、企業や事業特性に合わせた新たな金融商品設計、リスクマネーの供給などが求められる。それらの活動を通じて、経済社会のサステナビリティを確保していく役割が期待される。

### 第3報告 投資行動から構築する金融市場の価格変動モデル



一橋大学大学院  
商学研究科准教授  
小林 健太氏

既存の価格変動モデルは、根拠に欠けるものが多く、価格変動がなぜ起こるのか、価格が制御できるかなどランダム性のメカニズムを説明するものがなかった。これを説明することで有効な金融政策、金融危機への適切な対応、金融商品のリスク管理につながる。市場参加者のポジションによる変動要因は「内部要因」といわれ、どのくらいのスパンで見ているかという「時定数」、リスクをどの程度とるかという「リスク許容度」、投資幅の

### 実際の価格変動捉える

金融危機では、企業・金融機関のモラルハザードによるミクロ的な歪みが生じている。累積的な歪みは、マクロ的な金融不安定化を引き起こしている。モラルハザードは、企業と投資家の間で企業の経営努力が見えない状態、本末転倒、スキームを意図的に投資家に損失をもたらす状況や、より実際の価値に近づけること、突発的な外部要因を入れた場合の変化や実際の価格変動がどの程度一致するのかが比較していききたい。

### 第4報告 モラルハザードの価値評価



一橋大学大学院  
商学研究科准教授  
中村 恒氏

モラルハザードによってリスク資産の魅力が減り、シアー比が低下し、無リスク資産に流れ、無リスク金利が上がるかと思いきや、理論は上がる。リスクの市場価格は投資家の限界行動と逆に動き、期待値や成果が下がることで、リスクヘッジの役割を果たす。課題は考案したモデルの現実への応用だろう。保険契約者のモラルハザードによる保険料の引き上げ、ヘッジファンドの戦略的倒産に

### 現実への応用が課題

金融危機以前から、流動性の不足と信用リスクは重要なテーマとして注目されてきた。今回は、債券発行済み企業の流動性デフォルトリスクに焦点を当て、構造型アプローチで数理的に分析した。構造型アプローチとは、社債を企業価値を原資産とするオプションのシフトポジションとして捉え、オプション論を用いて、証券価格や信用リスクを統合的に分析する手法だ。

### 第5報告 流動性の不足と信用リスクの分析



一橋大学大学院  
商学研究科教授  
高岡 浩一郎氏

構造型アプローチとは、社債を企業価値を原資産とするオプションのシフトポジションとして捉え、オプション論を用いて、証券価格や信用リスクを統合的に分析する手法だ。今回は連続時間で無限満期

### 構造型アプローチ採用

そして企業が各時点で資産全額を分割可能なリスク資産に投資するという設定下で、一般的なフレームワークを論じた。さらにそれを永久償還企業に適用して、信用リスク付き永久償還債の解析解を得た。今後は、新規債券や新株の発行を考慮に入れ、また情報の非対称性を考えるなど、より一般的な設定での考察を進めていきたい。

# リスク管理に金融理論は何かができるか

### 討論者によるコメント



学習院大学  
経済学部教授  
清水 順子氏

### 財政政策の把握を

報告を受け、討論者がコメントした。小川氏に対しては「一年半の変化率を見ると、必ずしも同じような動きをしていない。個々の経済状況を反映し個別に通貨が動いているため、各国の財政政策のモニタリングが重要になる。通貨下落の背景もあつた資本流出をマイナスにしないためには資本流入も必要だ。単に流出・流入をカウントするのではなく、理由を把握した上でデータを管理すべきだ。企業間取引の決済通貨の種類はモニタリングも今後重要な課題だ」とコメントした。

### 社債の二極化進む

花崎氏の報告には安田氏が、



一橋大学大学院  
商学研究科教授  
安田 行宏氏

### 新分析方法に期待

小林氏の報告には本多氏が「伝統的な分析方法を用いない新しいタイプの研究。個人の分析行動を仮定した上での現実的な市場がどう動くかというアプローチだ。今までは違う現象がコンピュータ上の計算能力向上と合わせて再現できていた。一方、仮定から議論を始めた



一橋大学大学院  
国際企業戦略研究科教授  
本多 俊毅氏

### 革新的な分析手法

中村恒氏には大橋氏が「投資家は企業に動かせるか、もしくは金融資産に投資するかを選ぶ。モラルハザードがあると企



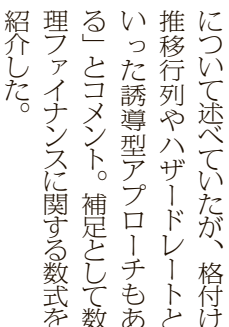
一橋大学大学院  
国際企業戦略研究科教授  
大橋 和彦氏



一橋大学大学院  
国際企業戦略研究科教授  
中村 信弘氏

### 誘導型アプローチも

最後に高岡氏の報告に対しては中村信弘氏が「信用リスクのモデリングには、代表的なアプローチがある。報告は主にマートの構造型アプローチについて述べていたが、格付けの推移行列やハザードラットといった誘導型アプローチもある」とコメント。補足として数理ファイナンスに関する数式を紹介した。



一橋大学大学院  
国際企業戦略研究科教授  
中村 信弘氏

### パネルディスカッション



（出席者）（写真右から）  
（パネリスト）  
高岡浩一郎氏  
中村 恒氏  
小林 健太氏  
花崎 正晴氏  
小川 英治氏  
（司会）  
一橋大学大学院  
商学研究科教授  
三隅 隆司氏

### 地域の金融協力大切

小川氏は「危機が起ると資金が田に向か。グローバル化が背景にあるが、リスクが高まると中々安全な通貨として認められにくい。金融危機では信用度が低いサブプライムローン

### 金融機関の役割増す

花崎氏は「政府は個人の投資を奨励しているが、金融のリスク管理が困難性を増している。現代は優遇税制によって個人の投資を促すことが正しいかどうか。むしろ、投資面では情報提供も重要だ。金融機関に期待される役割は多様化しており、金融仲介・決済業務として市場取引も求められる。また、機関投資家による企業に対するモニタリング活動の重要性も増す」と話した。

### 市場自体が不要に

小林氏は「金融取引の自動売買が高速化され、値動きが加速している。高速化リスクに対しては取引スピード規制も必要かもしれないが市場は規制を嫌う傾向がある。将来、株の売買もブロックチェーン技術に組み込まれ、市場自体が不要になるかもしれない」との見方を示した。

### 情報開示など重要

中村恒氏は、「金融には資金を移動しながら経済の効率性を上げる役割があり、リスクの発生は不可避である。今後は、不要に過剰なリスク拡大をどう削減するかを考えた。たとえ損失があっても投げ売りが拡大する状況をいかに回避するか。それには市場の整備が不可欠で情報開示、モニタリングが大事になる。政府介入も適切に行うべきだが、適正な規制がどのレベルかは今後の課題だ」と話した。

### 仮定部分の把握大事

高岡氏は「金融工学は金融危機の際、証券価格の高騰に合わせてモデルのパラメータを決めるという失敗を犯した。実務上の問題を解決する学問なので、結果を示すことを重視するあまり議論の仮定の妥当性が不十分でも異議を唱えないケースも多く、それが裏目に出た。この反省を踏まえ、今後は研究における仮定部分の把握が大事になる。パラメータ誤差を明示的に扱う手法の深化も重要」とした。

### 広告

主催：一橋大学大学院商学研究科ファイナンス研究センター 後援：みずほフィナンシャルグループ

お問い合わせ先：一橋大学政策フォーラム <http://www.hit-u.ac.jp/kenkyu/project/forum.html>