

成城大学経済研究所
研究報告 No. 37

経済統合の類型と金融システム・金融政策

福 島 章 雄
峯 岸 信 哉
村 本 孜

2003年3月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157-8511, Japan



経済統合の類型と金融システム・金融政策

福 島 章 雄*
峯 岸 信 哉
村 本 孜

0. 序
 1. 経済統合のタイプとその特徴
 2. 銀行型システム (Bank-based system) 対市場型システム (Market-based system)
 3. EU の金融システムと金融政策
 4. NAFTA における金融システムと金融政策
 5. 結語
- 参考文献

0. 序

今日、世界経済における経済統合とそれをめぐる動きが活発になっている。経済統合には様々なタイプが存在するが、巨大市場である欧州、北米をその領域とする地域統合、EU、NAFTA はその代表的な例といえる。この2つの巨大な地域統合が始動してから10年あまり、とくに注目されていた金融分野においても、EU では統一通貨ユーロの導入をはじめとする共通の金融政策は概ね順調に推移しており、また NAFTA においても従来からの米ドルを主体としながらも域内での通貨価値と物価の安定をもたらしている。こうした推移が1990年代後半から現在に至る、世界各地で締結もしくは協議されている FTA を主とする地域統合隆盛の端緒となった。本稿はこの EU と NAFTA の金融部門に着目し、その構成要素たる各国の金融システムを体系化するとともに経済統合

* 本稿は、NAFTA、ASEAN、MERCOSUR 関連は福島、EU 関連は峯岸、金融システム関連は村本が担当、全体の構成は福島が行った。

の影響について考察する。1.では現在の代表的な地域統合として EU, NAFTA に加えて ASEAN, MERCOSUR を取り上げ、それらの比較によってその統合のタイプと特徴を示すと共に、金融面の問題点を考察する。2.では金融システムの体系化として「銀行型システム (Bank-based system)」と「市場型システム (Market-based system)」概念を説明するとともに金融政策のトランスミッション・チャンネルの相違について考察する。それをうけて3.では EU, 4.では NAFTA における金融システムと政策についての考察を行うこととする。

1. 経済統合のタイプとその特徴

経済統合には様々なタイプがあるが、ここでは比較対象を EU や NAFTA のような地理的統合、「隣接地域で構成され共同市場を有する地域経済統合」として、それぞれの地域の代表に、アジアにおける ASEAN (Association of South East Asian Nations: 東南アジア諸国連合)、南アメリカにおける MERCOSUR (Mercado Comun del Sur: 南米南部共同市場) を取り上げる。

1) 構成と市場規模

ASEAN は 1967 年、1) 域内における経済成長、2) 社会・文化的発展の促進地域における政治・経済的安定、3) 域内諸問題の解決の確保を目的に、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの 5 カ国によって設立された。当初はベトナム戦争を背景に政治的側面が強かったが、1984 年ブルネイ、1989 年パプア・ニューギニア、1992 年ベトナム、ラオス、1995 年ミャンマー、カンボジアが加わり ASEAN 10 が形成されるとともに、徐々に経済的側面が強くなってきている。今日では域内の関税障壁、非関税障壁を引き下げることにより貿易の自由化を推進しようとする AFTA (ASEAN 自由貿易地域) が進行中である。

MERCOSUR は 1991 年のアルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイの 4 ケ国によるアンシオン条約により創設が合意され、1995 年に関税同盟として発足、域内関税の原則撤廃等を掲げ、当初から共同市場を標榜した経済統合である。その目的・原則は、1) 域内の関税及び非関税障壁の撤廃等による財、サービス、生産要素の自由な流通、2) 対外共通関税の創設、共通貿易

(図表1-1) 地域経済統合との比較 (2001年)

	加盟国	総面積	人口	名目GDP	1人当たりGDP	貿易 (輸出+輸入)
欧州連合 (EU)	15カ国(グレートブリテンはユーロ圏) France, Germany, Italy, Netherlands, Belgium, Ireland, Luxembourg, Spain, Portugal, Austria Finland, Greece, Sweden, U.K., Denmark	324万km ²	3億7,740万人	7兆8,835億米ドル	2万889米ドル	4兆5,679億米ドル
北米自由貿易協定 (NAFTA)	3カ国 U.S., Canada, Mexico	2129万km ²	4億1,439万人	11兆4,664億米ドル	2万7,670米ドル	2兆8,651億米ドル
南米共同市場 (MERCOSUR)	4カ国 Argentina, Brazil, Uruguay, Paraguay	1188万km ²	2億1,904万人	7,966億米ドル	3,637米ドル	1,741億米ドル
東南アジア諸国連合 (ASEAN)	10カ国 Brunei Darussalam, Cambodia, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Vietnam	448万km ²	5億2,565万人	5,553億米ドル	1,164米ドル	7,813億米ドル

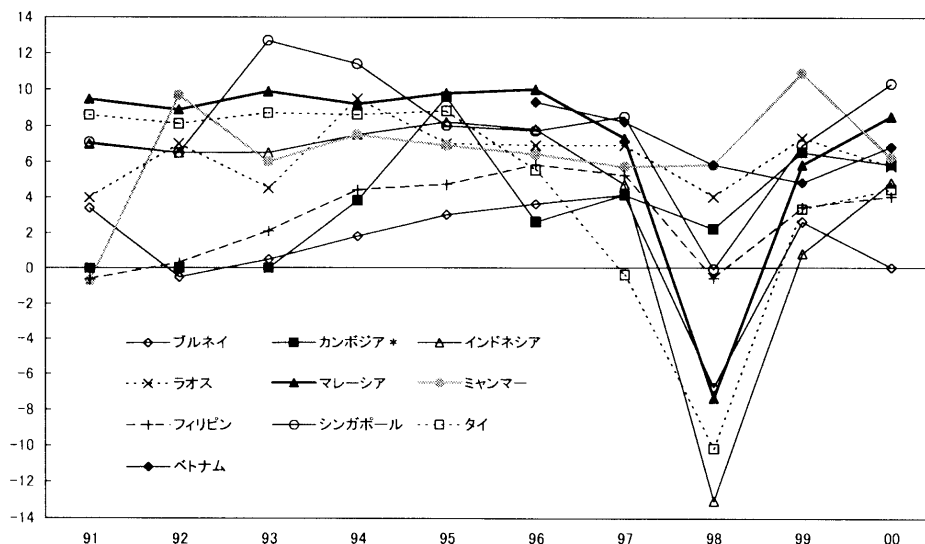
(出典) ASEAN-JAPAN CENTRE HP <http://www.ascan.or.jp/general/base/data.html>

易政策の採択及び地域的、国際的経済・貿易面での立場の協調、3) マクロ経済政策の協調及び対外貿易、農業、工業、財政・金融、外国為替・資本、サービス、税関、交通・通信などのセクター別経済政策の協調、4) 統合過程強化のための関連分野における法制度の調和、であり生産要素の自由な流通やマクロ政策の協調といった域内政策にとどまらず対外共通関税や共通貿易政策等をも目論む、FTA より一步踏み込んだ、形態としては NAFTA よりもむしろ EU に近いものであるといえる。

EU, NAFTA, MERCOSUR, ASEAN, これらの4つの地域統合はいずれも人口2億人を超える巨大なものであるが、その経済規模はEU・NAFTAとMERCOSUR・ASEANに2極化する。EU, NAFTAは先進諸国の集合体であり、唯一の例外といえるメキシコにおいてもGDPは5745億ドル(2000年)と一国でASEAN全体にほぼ比肩するものである。対して、MERCOSUR・ASEANは新興市場国を主とした集合体であり、

対 GDP 比でも EU や NAFTA に対して 1 割程度の規模であり、域内の市場は未だ発展途上にあるといえる。だが、貿易面においては、ASEAN, MERCOSUR は全く違った側面を見せる。ASEAN はその貿易額（輸出+輸入）の 3/4 を域外貿易が占め、年間の総貿易額も 7813 億ドルにのぼり、正に輸出主導型の経済体制であるといえる。それは経済特区といった形で外資を積極的に導入し、いわゆる「外資主導工業化」をすすめてきた結果といえる。さらにその経済成長率も非常に高く、通貨危機が発生した 1997 年以降も、1998 年を除いて 10ヶ国平均で 5% 以上の GDP 成長率を記録している（図表 1-2）。一方 MERCOSUR は、域内貿易の比率が高く、その 30% 近くを占める。また、工業は内需型の輸入代替型が中心であり、輸出品目も鉱物や農産物といった一次産品を中心としている。しかし MERCOSUR 域内の輸出においては工業製品のシェアが全体の 7 割以上を占め、各国の貿易構造に変化をもたらし、共同市場の効果を発揮しているといえる。EU や米国からの直接投資も MERCOSUR 発足以降は確実に増えているが、最近はある特定の国に投資が集中する傾向が現れている。NAFTA 以降を見据えた FTAA：米州自由貿易地域構想により投資の質の変化、

(図表 1-2)
ASEAN の成長率



(出典) International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook 2001*.
Asian Development Bank, *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries 2001*.
Ministry of Finance, Brunei Darussalam, *Brunei Darussalam Statistical Yearbook 1999*.
———, *Brunei Darussalam Key Indicators 2000, 2001*.

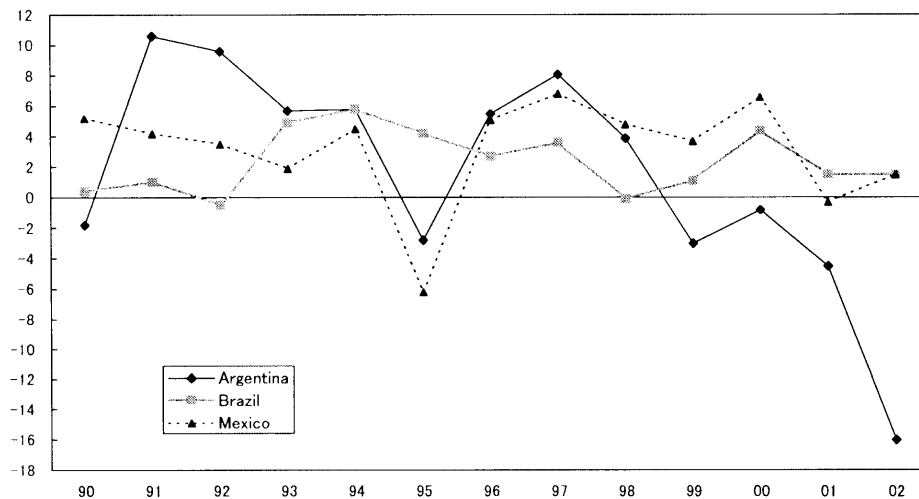
さらに発足当初の自由化政策に対する総花的なものから投資諸制度やインフラ、立地条件等の評価を重視した投資の選別の移行である。ブラジルでは直接投資が急増し対米貿易額の全貿易（輸出+輸入）額に占めるシェアも拡大、対米経済関係の緊密化は急速に進行している。一方で金融危機に陥ったアルゼンチンや他の MERCOSUR 諸国では投資が滞りだし2極化の様相を呈してきた。1990

(図表 1-3)
MERCOSUR の貿易概要 (2001 年)

		金額(億ドル)	主要貿易相手国	品 目
ブラジル	輸出	582.2	EU (26%), 米 (25%), メルコスール (11%), アジア (12%)	鉄鉱石, 航空機, 大豆, 乗用車, 通信機器, 靴等
	輸入	555.8	EU (27%), 米 (24%), メルコスール (13%), アジア (16%)	化粧品, 化学品, 燃料および潤滑油, 工業用設備, 機会等
アルゼンチン	輸出	247.1	ブラジル, 米国, チリ, スペイン	鉱物, 穀物, 飲食料製品, 輸送機器
	輸入	193.8	ブラジル, 米国, ドイツ, 中国	機械, 化学製品, 輸送機器, プラスチック・ゴム
ウルグアイ	輸出	18.9	ブラジル, アルゼンチン, 米国, 中国, ドイツ	羊毛, 牛肉, 米, 皮革品, 羊毛, 魚介類
	輸入	28.3	ブラジル, アルゼンチン, 米国, イタリア・フランス	機械類, 輸送機械, 化学製品
パラグアイ	輸出	9.72	ブラジル, ウルグアイ, アルゼンチン, オランダ, チリ	大豆, 綿花, 肉類, 木材
	輸入	20.08	アルゼンチン, ブラジル, 台湾, 米, 日本	機械, 原油・燃料, 輸送機械, 飲料・タバコ

(出典) 外務省 HP <http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/latinamerica.html> より作成。

(図表 1-4)
アルゼンチン, ブラジル, メキシコの成長率



(出典) International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook 2003*.

年代後半からのブラジルの経済成長は他の MERCOSUR 諸国とは異なる様を示しており、むしろ NAFTA 参加国であるメキシコに近似した動きを見せている ((図表 1-3) (図表 1-4))。

2) 金融面の安定性

EU は通貨統合をも含む完全な共同市場であり、また NAFTA においても基軸通貨ドルを取引通貨としており、今日、金融面においては概ね安定しているといえよう。対して、MERCOSUR、ASEAN はともに発展途上国を中心とした地域統合であり、ブラジル、マレーシア、インドネシアといった、1997 年のタイに始まる通貨危機の当事国が多く含まれている。これは 1990 年代の ASEAN、MERCOSUR 諸国への大量の資本流入、それにとまなう国内需要の加熱、インフレ圧力、経常収支赤字の拡大、そしてこれら諸国の多くが、ドル・ベッグ、あるいは事実上のドル・ベッグ制度を採っていたことにより実質為替レートの上昇を招き、また ASEAN においては円ドル相場の急激な円高からドル高への移行が事態を深刻化させてきたと認識されている。経常収支の大幅な赤字が持続し、なおかつその国の対外債務関連諸比率が悪化した状態にある時、投資家はその国の対外債務支払い能力に懸念を示す。そして、ファイナンス・ギャップ(対外借入必要額)を海外からの資本流入によって埋め合わせる事が不可能になったとき、事実上のデフォルトが発生する(山下 2000)¹⁾。野心的にすぎる開発計画もしくは国内の過剰消費によって経済成長率が高くなりすぎ、その結果輸入が増大し、経常収支の赤字が過大に膨れ上がったことに因るのではないかということである(図表 1-6)。実際に通貨危機時の ASEAN、MERCOSUR では高成長率を確保するための経常収支の赤字を短期資本の大量流入で賄っていた。その資本自体も国際資本動向、米国金利の動向に大きく左右され、1990 年代の ASEAN の場合には円ドル相場における急速な円高からドル高への移行で短期資本の大量流入、大量流出を引き起こしている。さらに為替制度では 1990 年代、ASEAN 諸国ではタイ、インドネシア、マレーシアが複数通貨による「通貨バスケット」による為替管理、MERCOSUR ではブラジルが 1984 年より新通貨レアルを導入しドルに対するクローリング・ベッグ制度、アルゼンチンが 1991 年からカレンシー・ボード制(「1ドル=1ペソ」の

1) 山下英次(2002) p. 51。

固定レート)が採用されていた。アルゼンチンにおいてはドル建て預金が認められ、ドルは通貨として流通、また公共債務のほとんどがドル建てであり、通貨の切り下げ制約となっていた。通貨危機時、ASEANを含む東南アジアにおいて通貨バスケットを採用している国のほとんどにおいて、ドルに対するウェイトが高まり、事実上のドル・ベッグ制度になっていたとみられる(小川(2001))。一般的に途上国の自国通貨は国際的取引通貨としての信任がない。先述したようにASEANは外資主導による工業化を図っている。そのためには基軸通貨ドルに対して自国通貨を安定させ、為替リスクを軽減させる必要があったと考えられる。しかし、ドルに対する固定相場を採用した場合、ドルとの金利差が問題となる。さらに安定的な為替相場を長期にわたって維持できるかといったところに基本的に問題があるといえよう。通貨危機に至るまで、これら諸国では経常収支が大幅な赤字・過剰消費によるインフレの邁進している下で、ドル建て金利との乖離は拡大し短期資産の金利差は1994年1月から1997年6月の平均値でタイでは6.1%、インドネシアでは8.28%²⁾を記録し、超過収益を獲得せんとした短期資本の大量流入を招いたのである。

3) 通貨の安定と国際収支

EUにおいてはユーロ批准に際して明確な国際収支条項の規定がある。NAFTAにおいても国際収支条項の規定は無いものの、メキシコにおける経常

(図表1-5)

1997年における主要ASEAN・MERCOSUR諸国の為替相場制度

	通貨単位	開始		対象通貨	BB vs MB
ブルネイ	ブルネイ・ドル	1967	カレンシー・ボード制	Singapore\$	
インドネシア	ルピア	1978	管理フロート制	U.S.\$	BB
マレーシア	リンギ	1975	管理フロート制	U.S.\$	MB
フィリピン	ペソ	1984	完全変動相場制		MB
シンガポール	シンガポール・ドル		管理フロート制		MB
タイ	バーツ	1984	管理フロート制	U.S.\$	MB
アルゼンチン	ペソ	1991	カレンシー・ボード制	U.S.\$	BB
ブラジル	レアル	1994	管理フロート制	U.S.\$	MB

グレー表記は1997年時、ドル・ベッグもしくは事実上のドル・ベッグ制。

BB: Bank based system

MB: Market based system

2) Takagi and Esaka (2001), Table1.

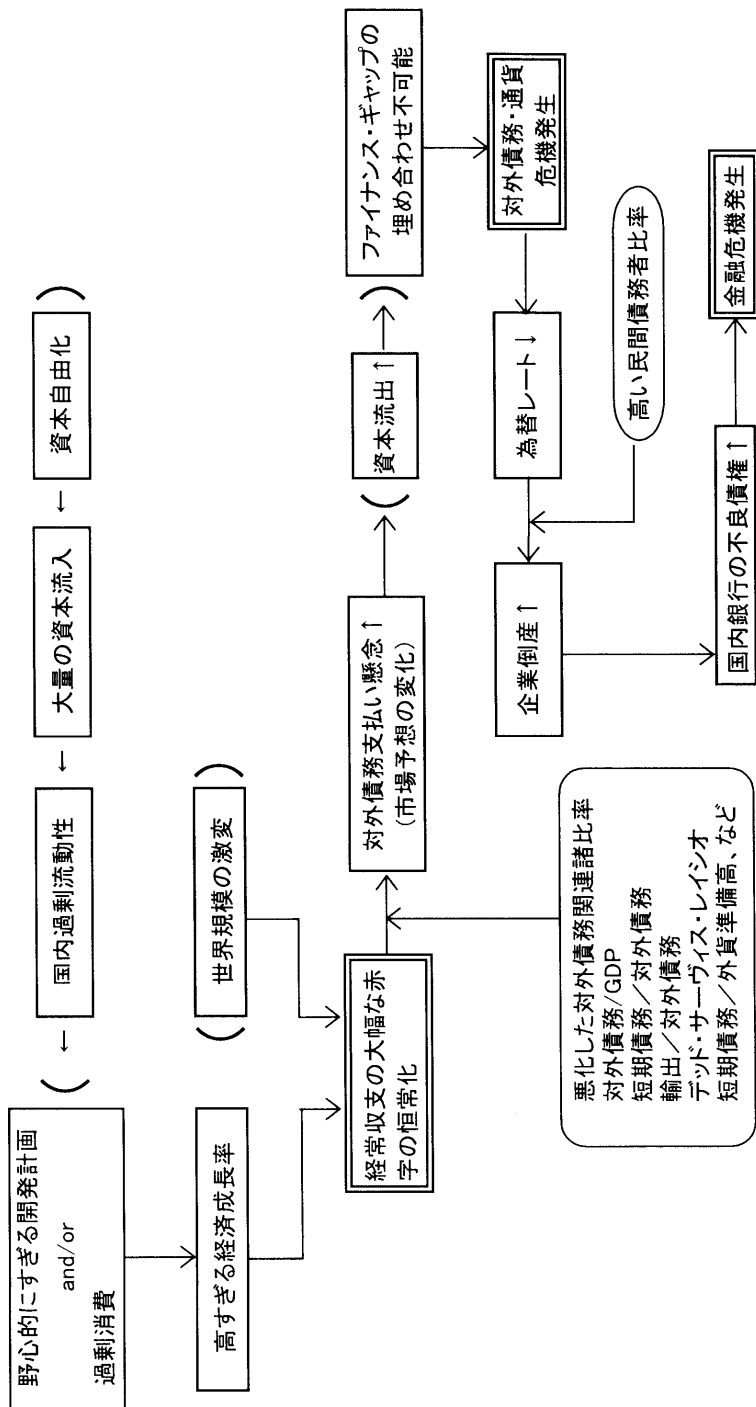
収支赤字の対 GDP 比は 2 % 以内に低下し、加えて財政収支はほぼ均衡していることが、メキシコ・ペソ安定の要因になっていると思われる³⁾。通貨危機の結果、ASEAN、MERCOSUR の多くの国が国際資本市場へのアクセスの方途を失うこととなった。この通貨危機の帰結は新興市場国の経済統合においても何らかの国際収支条項が必要であることを示している。山下 (2000) はこの新興市場国に見られる過剰投資の誘因に対し、一定の「国際収支節度」を規定することを提案している。経常収支の赤字から、対外債務の増加につながる直接投資によるネットの資本流入分を除いたものを「純対外借入必要額」(Net External Borrowing Requirements, NEBR) とし、これを GDP の 3 % に抑えるというものである。通貨危機直前のタイでは 1990 年から 1997 年の 7 年間、またメキシコにおいても通貨危機直前の 1979 年から 1981 年、1991 年から 1994 年にわたりこの NEBR の値が 3 % を超過している。健全な経済運営を行っていれば、直接投資の流入が期待出来、NEBR は新興市場国が期待する経済成長の制約要因とならない。しかし、健全な経済運営が行われていない国においては直接投資の流入が期待出来ず、NEBR が成長制約要因として作用し、また通貨危機発生の際には蓋然性は劇的に低下することになる。

1990 年代の通貨危機を踏まえて、ASEAN は 2003 年までに AFTA (ASEAN Free Trade Area: ASEAN 自由貿易地域) を設立することに合意しており、また世界的な FTA の流れをうけて、ASEAN プラス 3 (日中韓) との FTA 協議や⁴⁾、日本・タイを中心とした将来の「多通貨通貨バスケット」創設を視野にいれたアジアボンドを推進しようとしている。また、MERCOSUR においても NAFTA の成功とそれに続く FTAA (Free Trade Area of the Americas: 米州自由貿易地域) 協議がすでにはじまっており、その金融・財政構造の変革は喫緊の課題となっている。金融面の安定は低インフレ・低金利の実現無しでは考えられないからである。その際に域内の金融安定化策として、何らかの「国際収支節度」は必要とされるものと考えられる。

3) その後締結された EU とメキシコの間 FTA では国際収支条項が盛り込まれている。

4) ASEAN とプラス 3 との間 FTA 交渉は中国との交渉がすでに協議段階に入り、10 年以内の自由貿易地域創設が召されている (2002 年 5 月)。日本との間の FTA 交渉は 2003 年 3 月現在、シンガポールがすでに締結し、フィリピン、タイ、マレーシアが政府間協議に入っている。

(図表 1-6)
通貨・金融危機発生メカニズム



(出典) 山下英次 (2000), p. 51。

2. 銀行型システム (Bank-based system) 対市場型システム (Market-based system)

金融システムの国際比較をする場合には様々な論点があると考えられるが、その中でも重要な視点となっているのが、コーポレートガバナンスに代表されるような法的構造（商法・経済法・民法など）の側面から検討を加えるというものである。更に、法的構造に基づいた視点で金融システムを国際比較する場合には、「銀行型システム (Bank-based system)」対「市場型システム (Market-based system)」が重要なキーワードであると考えられる。

Allen & Gale (2000) は、国の金融システムについては根拠となる法律が、銀行中心型 (Bank-based) なのか、市場中心型 (Market-based) なのかによって、それぞれの国が従来型の intertemporal smoothing によるリスク管理を行うのか、それとも金融市場との競争の中で生まれた cross-sectional risk sharing によるリスク管理を行うのか、分かれてくると主張している。それぞれのタイプの金融システムに関して特徴をまとめたものが（図表2-1）である。アメリカとドイツは両端に位置しており、アメリカが市場型、ドイツが銀行型として典型的な金融システムを保持していると捉えられる。これは、アメリカでは特に金融市場が重要であるとする法体系を持っており（銀行は競争推進政策が長きにわたって強行を行われてきており、その結果、特に企業部門へのサービス提供という点でドイツほど集中したものにならなかった）、ドイツでは銀行が非常に重要であるとする法体系を持っているということを表している（ドイチェ・ドレスナー・コムツの三大ユニバーサルバンクが企業部門における資源配分を支配的にやっている）

（図表2-1）

金融システムの概観

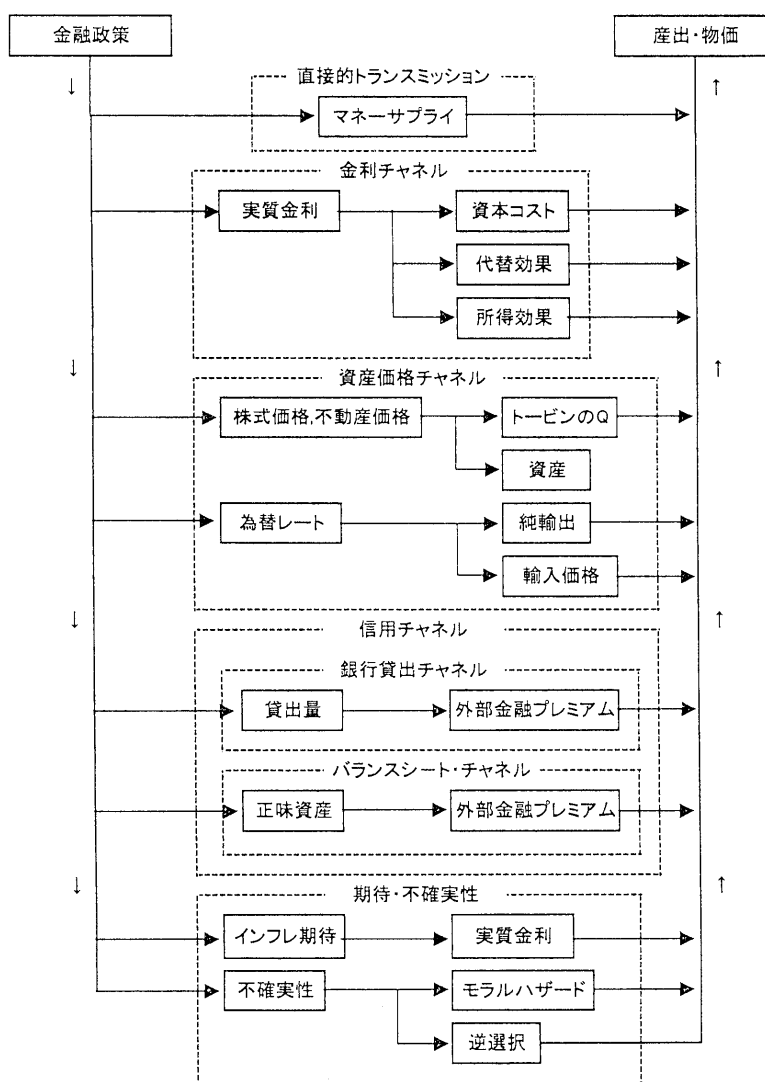
	アメリカ	イギリス	日 本	フランス	ド イ ツ
金 融 市 場	中心	中心	発達	あまり発達していない	発達していない
銀 行	集中度 \longrightarrow				
外的コーポレートガバナンス	敵対買収	敵対買収	メインバンクシステム		ハウスバンクシステム

（出典） Allen & Gale (2000) より作成。

のである。

金融政策の実物経済への波及経路を巡る議論では、いくつかのチャンネルが存在することが知られているが（図表 2-2）、主に利子率や地価・株価といった価格体系の変化を通じてマクロ経済を変動させるという貨幣的側面に焦点を当てた Money View と銀行行動の変化に着目した Lending View の二つの大きな流れが存在している。

（図表 2-2）
金融政策の波及経路



前者の Money View の代表的な波及経路は、マネーサプライのコントロールを通じて短期金利が変化し、その結果として企業の割引率が変化し、それが限界 q (現在、設備投資に1円を投下した場合に、将来にわたって得られると期待される割引現在価値) に影響を及ぼすことによって、設備投資の水準を左右するというものである。

それに対して Lending View は、銀行行動の変化を通じた経路であり、金融政策が銀行のポートフォリオ (銀行の負債項目) を変化させ、その結果として金利に影響を与えるという「預金チャネル (Balance Sheet Channel)」と、金融政策が銀行の資金供給量を直接コントロールすることで、銀行融資に依存する企業の生産・投資行動に影響を与えるという波及メカニズム (銀行の資産項目) を重視する「貸出チャネル (Bank Lending Channel)」の2つの異なる経路が存在している。

預金チャネルには、資産価格の減少による借り手の実質負債の増加や自己資本の減少を通じた借入能力の低下という経路も含まれる。例えば、金融引締めによって投資の資本コストが上昇すれば、ネットの企業価値が低下するから借入に伴うプレミアムは上昇する。それは企業のデフォルト率を高めることで貸し手の資金供給曲線を上方にシフトさせ、結果的に企業の投資活動範囲を縮小させることになってしまう。これは資産価格の減少という点に着目すれば、Money View であり、企業の借入能力の低下という点に着目すれば貸出チャネルと基本的に同一の経路と解釈することもできる。

一方、貸出チャネルは、金融仲介機関の役割を明示的に導入したモデルによってミクロ的な基礎付けがなされ、資金市場における不完全性問題が資金の流れに影響を与え、マクロ経済を変動させるという financial propagation mechanism へと発展している。これは貸し手が借り手に関する情報を十分に知ることができないという情報の非対称性が存在するために、その解消のために必要なエージェンシーコストが企業の資金調達を制約し、投資決定に影響を及ぼすというものである。

標準的な設備投資理論では資金調達市場に情報の非対称性が存在しないという情報の完全性を想定するために、企業収益の将来流列を割り引く割引率としての資本コストは貸付市場、社債市場、株式市場等のどの市場で調達しても同一となる。しかし、情報の非対称性が存在する場合には、最も資本コストが安

いのは内部資金（当期内部留保＋減価償却費＋短期流動性資金）であり、金融機関からの借入金は投資家に代わって情報を収集する代理人としての仲介料が追加されるために内部資金よりもコスト面で割高となる。さらに株式の場合には、投資家が直接情報を収集するという点で更に資本コストが高くなることから、情報問題を踏まえると企業にとって financial hierarchy は不可避なのである。つまり、情報の非対称性が存在する状況下で、企業の資金調達手段として、「銀行借入は社債発行などほかの資金調達手段と完全代替ではない（銀行貸出の特殊性）」、「銀行にとっても貸出が他の債権と完全代替性を持たない（金融政策によって貸出量が直接に影響を受ける）」という2つの前提が想定できれば貸出チャネルは最も有力な波及経路として位置づけられることになる。

3. EU の金融システムと金融政策⁵⁾

現在の世界経済における地域統合で NAFTA と EU はその代表的なものである。NAFTA の最大の特徴は先進国と途上国の間で自由貿易協定が締結され、経済統合が行われているということであり、その関係は通貨統合までは行われないものの域内の関税を撤廃し経済環境の向上を目指していくというものである。

一方、EU は自由貿易協定の締結だけでなく、より強力な関税同盟を結び更に、未だ未参加国もあるもののユーロという統一通貨体制にまで移行している。経済統合という側面から見ると、NAFTA よりも進んだものになっている。このユーロが導入されてから既に3年が経過したが、金融システムに与える影響等、様々な議論がいまだに続けられている。本章においてはこれらの論点の一つである、一元的金融政策について注目をする。これはユーロ参加国に対する金融政策を文字通り中央銀行が一元的（一律）に行うというものであり、各国間の経済的結びつき・地域的合理性をより強めることになることが期待される。本章では、まずユーロ参加国の一元的経済統合の反応について概観する。そしてもし金融政策の反応に違いがあるのするのならば、その要因は何なのかについて先行研究の紹介を行う。

5) 本章は峯岸 (2003) を要約し、若干の修正を加えたものである。

1) 一元的金融政策の波及効果

Angeloni et al. (2002) は、短期金利を 100bp 引き締めた場合、各国の投資・GDP・価格 (CPI) にどのような影響が表われてくるのかを VAR モデルを用いて整理した (図表 3-1)。また Bondt (2002) も、市場の金利 100bp の変化がリテールバンクの分野にどのような影響を及ぼしているのかをまとめている (図表 3-2)。

これらの結果から一元的金融政策の効果というのは各国様々であり、その波及スピードにも格差があるということも読み取れる。

この格差はどのような要因によるものなのだろうか。直感的には、各国の歴史・文化・習慣を始めとして金融システムそのものがそれぞれ異なるためであると考えられる。無論、統合される前までは各国個別の経済政策を行いそれぞれの経済発展を遂げてきたわけであるから、その程度に違いがあるのは当然のこ

(図表 3-1)
投資・GDP・CPI への金融 (引締め) 政策の効果

	ユーロ・エリア			オーストリア			ベルギー		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
投資の反応	-0.53	-0.18	-0.08	0.1	0.15	0.02	-0.22	-0.61	-0.2
GDPの反応	-0.15	-0.02	-0.05	-0.29	-0.07	0	-0.28	-0.17	-0.02
CPIの反応	0.00	-0.02	-0.07	-0.08	-0.24	-0.36	-0.01	-0.04	-0.13
	ドイツ			フィンランド			フランス		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
投資の反応	-0.41	-0.48	-0.19	-1.01	-1.15	-0.65	-0.73	-0.27	0.03
GDPの反応	-0.16	-0.26	-0.19	-0.36	-0.34	-0.15	-0.15	-0.14	-0.1
CPIの反応	0	-0.1	-0.23	-0.02	-0.11	-0.18	-0.07	-0.17	-0.24
	ギリシャ			アイルランド			イタリア		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
投資の反応	-0.02	0	0.01	-0.05	-0.04	0	-0.46	-0.32	-0.03
GDPの反応	-0.02	-0.01	0	0.06	0.04	0.04	-0.17	-0.09	-0.03
CPIの反応	-0.05	-0.07	-0.11	-0.05	-0.04	-0.03	-0.05	-0.03	0
	ルクセンブルク			オランダ			ポルトガル		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
投資の反応	n.a.	n.a.	n.a.	-1	0.15	0.87	n.a.	n.a.	n.a.
GDPの反応	n.a.	n.a.	n.a.	-0.3	0.06	0.26	n.a.	n.a.	n.a.
CPIの反応	n.a.	n.a.	n.a.	-0.24	-0.32	-0.21	n.a.	n.a.	n.a.
	スペイン			アメリカ(参考)					
	1	2	3	1	2	3			
投資の反応	-0.75	-0.23	-0.13	-0.22	0.08	0.46			
GDPの反応	-0.1	-0.07	-0.03	-0.17	-0.12	0.01			
CPIの反応	-0.01	0	-0.01	-0.01	-0.08	-0.13			

(出典) Angeloni et al. (2002).

経済統合の類型と金融システム・金融政策

(図表 3-2)

EU 各国のリテール分野の金利への影響
(市場金利が 100bp 変化した場合のリテールバンクの金利に調整)

		AT	BE	DE	ES	FI	FR	GR	IE	IT	LU	NL	PT	ユーロエリア
短期企業貸付														
BIS(1994)	ST	—	85	18	78		15			10		58		28
	LT	68	112	106	110		—			61		107		89
Cottarelli and Kourelis(1994)	ST		67	87	78	23		61	107	60		82	95	75
	LT		87	100	94	28		82	107	83		82	95	90
Borio and Fritz(1995)	ST		95	36	100		53			72		95		65
	LT		93	98	105		59			107		103		95
Hofmann(2000)	ST		44	63	48		43			43		110		54
	LT		100	100	100		100			100		100		100
Kleimeier and Sander(2000)	ST													—
	LT		110	97	107	195	72	117	101	114	59	91	112	100
Mojon(2000)	ST		100	36	55		71			62		112		61
	LT		100	100	100		100			100		100		100
Donnay and Degryse(2001)	ST	15	85	66	102		43	36	20	60		53	11	58
	LT	18	92	72	100		75	42	18	86		87	14	74
Toolsema et al.(2001)	ST		76	72	103		53			61		84		70
	LT		102	90	114		62			62		97		80
長期企業貸付														
Mojon(2000)	ST		61		18		42							37
	LT		100		100		100							100
Donnay and Degryse(2001)	ST		21		69	87	23	25	17	78				54
	LT		10		40	93	50	64	16	99				67
住宅ローン														
BIS(1994)	ST		—	48	—		—			26		21		41
	LT		82	89	27		90			88		88		82
Hofmann(2000)	ST		14	27	6		16			23		16		21
	LT		100	100	100		100			100		100		100
Mojon(2000)	ST		5	45	-11		41					33		35
	LT		100	100	100		100					100		100
Donnay and Degryse(2001)	ST	26	19	20	40	39			16	63		34	7	27
	LT	32	48	44	14	61			-6	103		27	35	41
貯蓄預金														
Mojon(2000)	ST		27	9	13							6		11
	LT		100	100	100							100		100
定期預金														
Mojon(2000)	ST		94	82	15					63		83		65
	LT		100	100	100					100		100		100

(出典) BIS(1994)表5(1984-1993年データ), Cottarelli and Kourelis(1994)表1のモデル2, Borio and Fritz(1995)表8(1990-1994年データ), Hofmann(2000)表3(1979-2000年データ), Kleimeier and Sander(2000)表5(1994-1998年データ), Mojon(2000)表2a(1992-1998年データ), Donnay and Degryse(2001)表3(1992-2000年データ), Toolsema et al.(2001)表3(1980-2000年データ)。
ST=3ヵ月物に調整した短期パスルー, LT=長期パスルー, ユーロエリアの項目は2001年1月時点でのユーロエリアのリテールバンク金利として利用できる国のデータを基準にしている。

(出典) Bondt(2002), p. 31.

とである。ただし、金融政策の効果をより有効なものとするためには各国の金融システム・金融政策の波及経路・波及効果の違いをより明確に整理する必要がある。波及経路・効果にギャップを持たせたままにしておくことは、経済発展の遅れにつながるであろうし、それは通貨統合の失敗を意味するからである。

2) 金融政策波及格差の要因

金融政策の波及効果に格差が生ずる要因としては、EU 各国の様々な経済環境が異なっていることが考えられる。そこで本項では、先行研究をもとにして、経済環境のうちの金融システム、そして金融システムのどのような側面が政策波及効果に影響を及ぼしているのかを考える。そして、より効果的な金融政策を行うためにはどのような意識を持つことが必要なのかについて検討を行う。

i) 銀行型システム 対 市場型システム

金融システムの違いを比較検討する場合、その国の経済が銀行型なのか市場型なのかによって考える場合が多い(例えば、世界銀行の調査グループによる経済発展と金融システムの関連を研究しているペーパーの中でこうした視点がとられている)。そこで EU 国の金融システムを、銀行型システムと市場型システムとに分けて考え、それぞれの関連をまとめている先行研究を紹介する。

Cecchetti (1999) は、法律体系の違いによって、EU 主要国は German Civil Law, French Civil law, Scandinavian Civil Law, English Common Law の4つにグループ分けできるとしている。そして、

- German Civil Law にはドイツ・オーストリア、
- French Civil law にはフランス・ベルギー・オランダ・イタリア・ポルトガル・スペイン、
- Scandinavian Civil Law にはデンマーク・スウェーデン・フィンランド、
- English Common Law にはイギリス・アイルランド

といった国が含まれるとしている。このうち、German Civil Law は銀行型で、English Common Law は市場型、French Civil law と Scandinavian Civil Law はそれぞれの中間的な性格を持っているという見解を示している。

また Kunt & Levine (1999) は、世界 150 カ国の金融システムを Bank-based と

Market-based に分類している（分類のための構造指数は、〔資本市場化率－平均値〕と〔市場化率－平均値〕と〔市場効率性－平均値〕の合計値を3で除したものである）（図表 3-3）。

(図表 3-3)
金融システムの発展度と Bank-based vs Market-based

金融システムの発展途上国		金融システムの先進国	
国名	構造指数	国名	構造指数
Bank-based economies		Bank-based economies	
バングラディッシュ	-0.90	パナマ	-0.92
ネパール	-0.87	チュニジア	-0.88
エジプト	-0.82	キプロス	-0.77
コスタリカ	-0.79	ポルトガル	-0.75
バルバドス	-0.78	オーストリア	-0.73
ホンジュラス	-0.75	ベルギー	-0.66
トリニダードトバゴ	-0.74	イタリア	-0.57
モーリシャス	-0.70	フィンランド	-0.53
ケニア	-0.69	ノルウェー	-0.33
エクアドル	-0.56	ニュージーランド	-0.29
スリランカ	-0.54	日本	-0.19
インドネシア	-0.50	フランス	-0.17
コロンビア	-0.47	ヨルダン	-0.14
パキスタン	-0.38	ドイツ	-0.10
ジンバブエ	-0.34	イスラエル	-0.06
ギリシャ	-0.34	スペイン	0.02
アルゼンチン	-0.25	グループ平均	-0.44
ベネズエラ	-0.15	Market-based economies	
インド	-0.14	オランダ	0.11
アイルランド	-0.06	タイ	0.39
グループ平均	-0.54	カナダ	0.41
Market-based economies		オーストラリア	0.50
デンマーク	0.15	南アフリカ	0.83
ペルー	0.16	韓国	0.89
チリ	0.25	スウェーデン	0.91
ジャマイカ	0.28	イギリス	0.92
ブラジル	0.65	シンガポール	1.18
メキシコ	0.68	アメリカ	1.96
フィリピン	0.71	スイス	2.03
トルコ	1.23	香港	2.10
グループ平均	0.52	マレーシア	2.93
金融システムの発展途上国	-0.24	グループ平均	1.17
金融システムの先進国	0.28	全体の平均	
全体の平均		0.03	

(注) 調査対象 57 ヶ国全体の平均 (0.03) より大きい国を Market-based, 小さい国を Bank-based と分類。
(出典) Kunt and Levine (1999), Table12.

Cecchetti (1999) が法的側面より分類したのに対し、(図表 3-3) は経済的側面から分類しているがこの中からユーロ参加国とその周辺国をピックアップしてみると、

- Bank-based economy の傾向を持つ国にはギリシャ・アイルランド・ポルトガル・オーストリア・ベルギー・イタリア・フィンランド・フランス・ドイツ・スペイン・(ノルウェー)、
- Market-based economy の傾向を持つ国にはオランダ・スイス・(イギリス)・(デンマーク)・(スウェーデン)

といった国に分類できる (カッコはユーロ未参加の周辺国)。

ii) 金融構造と金融政策のトランスミッション・チャネルの関係

ここでは、i) で示した金融構造上の分類の通りに実際の金融政策の波及効果が異なっているのかを考えてみる。つまり、Bank-based system の国では銀行の負債行動を通じての Lending View の波及経路が強く、Market-based system の国では短期金利の変化に基づく設備投資行動の変化という Money View の波及経路が強いという状況に、本当になっているのかどうかについて検討する。

前述の Cecchetti (1999) は、各国の法律体系に関連した金融構造の違いが金融政策の波及効果とどう関係しているのかを実証している。具体的には、EU 主要国を前述した German Civil Law, French Civil law, Scandinavian Civil Law, English Common Law の4つにグルーピングした上で、一元的金融政策が実施された場合の産出量やインフレ率への変化を VAR モデルによって分析している。その結果、産出量に対する影響は French Civil law ないし German Civil Law の市民法を源泉とする国の方が、English Common Law や Scandinavian Civil Law の共通法を源泉とする国ないし接近している国よりも大きくなっているという結論を見出している。

また Bondt (2000) は、EU 各国のインパルス応答関数の計測を行い金融政策の波及経路をチェックし、

- (1) Bank Lending Channel は、ドイツ・フランス・イタリアで重要であり、
- (2) Balance Sheet Channel は、ドイツ・イタリアで顕著であり、
- (3) Bank Lending Channel は、イギリス・ベルギー・オランダではほとんど存在しない、

という結果を得ている。この計測に用いられたデータは、ユーロ導入以前のものを含んでいることに注意は必要であるが、金融構造がユーロ導入で即座に変わるものではないと考えられるため、これらの結果は概ね認められると思われる。

この他、Angeloni et al (2002) もユーロ導入後の状況について、VAR モデルなどを用いた研究を行っている。彼らは、金融政策の影響が投資や消費にどのように及ぼされているのかを検討している（図表 3-4）。具体的には、IRC (Interest Rate Channel) が支配的であるという仮説を立て、ユーロ 12 カ国がこの仮説に対して①仮説が退けられない（すなわち市場型である）グループ、②仮説は退けられる（市場型ではない）。更に銀行は投資・消費の両方に有意な影響を与えているというグループ、③仮説は退けられるが、銀行は消費のみに有意な影響を与えているグループ、④仮説は退けられるが、銀行は投資のみに有意な影響を与えているグループ、⑤IRC に関してのデータが不足していて証拠が決定的ではないグループ、という 5 つに分類している。

(図表 3-4)
ユーロ圏の国における金融政策の評価

銀行の実証	IRC 評価の データが不足	IRC 支配仮説は否定			IRC 支配仮説は 否定できず
		銀行は消費・ 投資共に関与	銀行は消費 に関与	銀行は投資 に関与	銀行は関与しない
貸付行動に反応	NL, PT	GR, FR?	DE	IT, FR?	
貸付行動に鈍感				AT	FI, ES
貸付行動の評価 が不可能	IR	BE			LU

注：フランスは矛盾する情報があり、ここでは 2 つの可能性を示す。
(出典) Angeloni et al. (2002).

その結果、ドイツ・フランス・イタリア・オーストリアなどは、金融政策を受けた場合、主に銀行経由で消費や投資に影響しており、前述の Cecchetti (1999), Kunt & Levine (1999), Bondt G. J. (2000) による Bank-based の区分に概ね符合する反応をしていることが見出せる。

また、これらの環境についても、リテールの分野とホールセールの分野あるいは様々な項目を区別して考える必要があると思われる。そして、色々な視点

から金融環境を分析した上で、より有効な金融政策を実施するための改善点を再度探る必要があると考えられる。

iii) 金融政策の波及効果について：ミクロ的視点

ii) では EU の国が銀行型と市場型という異なる金融構造を持っており、その属する金融構造によって一元的金融政策の効果が異なっているということが見出せた。しかし、それぞれの環境の中で発展を遂げてきた EU 各国を単純に二極化することは少々無理があるように思われる。そこで本項では、他にどのような金融構造が考えられるのか、また各国の金融構造はどのように整理できるのかを再検討する。マクロ的な視点からだけで分類するのではなく、例えば銀行型であってもホールセールが伝統的に強い国やリテールが強い国など、よりミクロ的視点からも考察を行う。

Ehrmann et al. (2001) は、後に Angeloni et al. (2002) がまとめている、「銀行経由の波及 (lending View) は金融政策の影響を予想以上に実体経済に伝えない」という性質を分析するために EU 各国の金融構造をミクロ的視点より整理している (図表 3-5)。

それによると、銀行経由の貸付行動を通じた波及効果は、以下のような理由のために半減してしまっているという見解を述べている。

- ① ヨーロッパでは、銀行に対する政府の関与が大きいため、政府保証なども比較的充実している。しかし、政府保証のもとでは弱い銀行ほどリスク愛好的な行動に走りがちになり、ハイリスク貸付を行うことが多くなってしまう。そのため、「(金融引締め) → (銀行による企業貸付の削減)」という波及効果が予想以上に弱いものになってしまうのである。
- ② ヨーロッパの銀行は様々なネットワークを築いている。例えば、ドイツの例に見られるように、ほとんどの協同組織や貯蓄銀行が加入しているネットワーク (upper tier) や取引相手が地元だけであるような少数の銀行で構成されるネットワーク (lower tier) などがある。これらのうち、lower tier の銀行は短期資金を upper tier に預け入れ、反対に長期ローンを受け取るということを行って流動性を確保している。こうした場合、金融引締めがあったとしても、upper tier の大銀行の方が lower tier の小銀行に対し、流動性資産の提供者として行動するため、結果として金融政策の効果を弱い

(図表3-5) 国ごとの金融システム構造

	AT	BE	FI	FR	DE	GR	IE	IT	LU	NL	PT	ES	
企業の資金調達における銀行の重要度 ¹	非常に重要	重要	重要	重要	非常に重要	非常に重要	重要	非常に重要	重要	重要	重要	非常に重要	
長期関係貸付	非常に重要 (M&A)	全く重要でない	重要であるが低下	中小企業を除き重要でない	非常に重要 (M&A)	今後は重要ではない	商業貸付について重要	非常に重要	N. A.	重要	重要ではない	重要ではない	
市場集中度 ²	中	高	高	中	低	高	高	低	低	高	高	中	
政府の影響 ³	強 (ほとんどの貯蓄銀行に対し政府保証)	中	強	中	強 (金融危機の後) (banket 政府保証)	強	弱	強であるが低下	弱	弱	中	弱 (貯蓄銀行の政府保証はない)	
預金保険 ⁴	平均的 (1990年約15,000ユーロ, 1998年約20,000ユーロ)	平均的 (1998年まで12,500ユーロ/人, 1999年15,000ユーロ, それ以降20,000ユーロ)	重要ではない (Credit Agricoleは2銀行が銀行間で非常に強いが、Credit Professionnelは弱い)	初期は高、今は平均的 (1990年事実上、1998年事実上、1998年以前銀行間で統一化されたものを除き向水俣で)	事実上、完全保護	平均的 (20,000ユーロ, 郵便貯蓄銀行 Postal Savings banks) については事実上完全保護)	平均的 (20,000ユーロ)	高 (103,000ユーロ; 1996年までは103,000~516,000ユーロ範囲内の75%も保証)	低	平均的 (1990年約18,000ユーロ, 1995年より20,000ユーロ)	平均的 (fully insureで15,000ユーロ, second insureで15,000ユーロ, 現在20,000ユーロ)	低 (1990年9,000ユーロ/人, 1998年15,000ユーロ, 現在20,000ユーロ)	低 (1990年9,000ユーロ/人, 1998年15,000ユーロ, 現在20,000ユーロ)
銀行間ネットワーク	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	重要ではない (Credit Agricoleは2銀行が銀行間で非常に強いが、Credit Professionnelは弱い)	非常に重要 (大部分の銀行が銀行間で非常に強いが、Credit Professionnelは弱い)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	非常に重要 (ほとんどの銀行が中央機関と強いつながりを持ち、ネットワークに属する)	

1 “非常に重要”の国は以下の4つの条件を満たしている国である。：社債/GDP<4%、社債/銀行貸付<10%、株式市場の資本化/GDP<60%、担保保険をしたことにより高まった国債<30%。これら1つでも満たされない場合“重要”。

2 集中度は、Herfindahl indexや上位5大親銀行の市場シェアが30%以下の場合“重要”。

3 政府に監督されている上位10行の資産の%について。： “強”>30%、10%< “中”<30%、 “弱”<10%。これは政府保証や政府所有の情報と一致すると思われる。

4 ユーロシステムで “平均” とは約20,000ユーロ。

(出典) Ehrmann et al. (2001).

ものとしてしまうのである。

- ③ ドイツ、オーストリア、イタリア、フランスなどでは、企業と銀行が長期的関係を結ぶのが一般的となっている。ドイツの「ハウスバンク」のようにユニバーサルバンク業務を行っている銀行と企業がつながりを持つため、企業は1行だけで全ての銀行サービスを享受できるのである。このような場合、（相対的に中小銀行であるが）銀行は自らの貸付ポートフォリオを一定に維持することよりも、企業との間の長期的関係を維持することのほうが重要だと判断し、その結果、銀行は中央銀行の金融引締め政策に対し、鈍い反応をしばしばとることになる。

Ehrmann et al. (2001) は、‘ヨーロッパ全体に特徴的な要因’として整理を行っているが、（図表3-5）にも示されているように、ヨーロッパであっても各国の金融システム構造は様々である。通貨統合がなされ、資本移動が自由に行われるようになってきているといっても地域ごとの得意分野がそう簡単に同質化するとは考えられないことを考えると、各国の伝統的な特徴をしっかりと精査し理解した上で、それぞれの国の特徴をうまく生かしていくように金融政策・金融制度の調整等を行っていくべきだと考えられる。

4. NAFTA における金融システムと金融政策

1) NAFTA 3カ国の金融システム

NAFTA 3カ国の金融制度はその発展の程度においては大きな隔りがあるが、基本的にはいずれも業態間の垣根を明確にしたものであるとともに market-based system の金融構造を有している。また、今日の金融自由化の進展や NAFTA 以降、とくにカナダ、メキシコ両国で外資の参入規制が緩和されてからはアメリカの BHC 等による総合金融化の影響を大きく受けるようになっていく。

アメリカの金融制度は州認可の州法銀行と連邦認可の国法銀行による「二元銀行制度 (dual banking)」と 1933 年銀行法、いわゆるグラス＝スティーガル法による銀行・証券業務の兼営は禁止という業態間の垣根が明確化しているという 2 つの特徴がある。「二元銀行制度」は過度の寡占を排除するとともに州レベルの細かい銀行規制を施している。また 1930 年代の金融恐慌時数多くの倒産

を招いた反省から、金融を安定化させる目的で支店開設には様々な規制があり、とくに州を越えた支店設置には厳しい制限が加えられていた。一方で銀行業への参入は比較的自由であったこともあり、総資産の少ない、支店を持たない「単店銀行」が数多く存在している。1980年代以降、MMC、MMFなどの新たな金融商品の開発、CD等の情報化の進展にともなって業態間の競争が激しくなり、金融自由化の動きが起こる。預金金利の自由化やBHCを通じての証券分野、州際銀行業務への進出等である。1994年にはリーグル・ニーグル州際銀行業務・支店設置効率化法によって銀行の支店開設に関する規制も緩和されている。

カナダの金融制度は、成立期がイギリスの支配下であったことから、根源的にその影響を強く受けている。またその発展過程においては隣国アメリカの影響を強く意識して独自の制度を構築してきた。その特徴は「銀行」、「信託・貸付」、「保険」、「証券」という4つの業際間の垣根と棲み分けの明確化、「ブランチ・バンキングの発展」である。金融恐慌の反省から業態間の垣根を明確化したことについてはアメリカと共通性をもつ一方で、「ブランチ・バンキングの発展」は金融の安定化を銀行業への参入審査の厳格化ではかったことから、新規参入が制限されたことによる。カナダの預金受入金融機関総数は1700あまりと、2元銀行制度をとる商業銀行だけで8000余を数えるアメリカとは大きな隔りがある。またその中心的位置を占めているのが特許銀行であり、わずか64行で総資産の83.8%、その内の「ビッグ6」と呼ばれる国内銀行上位6行が75.2%を占めている(図表4-1)。1980年代以降、アメリカと同様に旧来の諸規制や業態間の垣根のあり方が見直されるようになり、銀行の証券参入(1987年)、銀行・信託貸付会社・保険会社の子会社形式の相互参入(1992年)等の自由化が実施されている。さらに1999年には外資の参入に関する規制も緩和され、外国銀行支店開設に要求されていた最低資本金制限が撤廃された。

メキシコの金融制度は通貨危機の影響とNAFTAによる急速な自由化で大きく変化してきた。メキシコでは1982年の通貨危機の際、資本逃避の凍結を狙って民間商業銀行が国営化、広範な統廃合の結果、1990年までに60以上あった商業銀行は18行に統合された。1987年から銀行の再民営化と金融制度の規制緩和が始まり、1991年から1992年の間にほとんどの商業銀行が再民営化さ

(図表 4-1)
カナダの預金受入金融機関

(2001年12月末)

	銀行数(行)	総資産 (C. \$)	割合 (%)
特許銀行	64	1,711,471	83.8
国内銀行 (S I + II)	14	1,610,657	78.9
ビッグ6	6	1,534,955	75.2
外国銀行支店 (S II)	33	84,743	4.1
外国銀行支店 (S III)	17	16,071	0.8
信託会社	40	58,292	2.9
貸付会社	26	140,817	6.9
クレジット・ユニオン	681	63,768	3.1
ケース・ポピュレール	914	66,890	3.3
合計	1,731	2,041,238	100.0

(出典) 藤原康史 (2003) p. 9。

れるとともに、NAFTA の批准により 1993 年—1994 年には新たな国内銀行の設立や外国銀行による支店設置も許可された。1994 年 4 月からは中央銀行 (Banco de Mexico) の独立性が確保され、中央銀行の下、2 つのタイプの公営銀行 (開発銀行、信用協会 : credit institution) と 4 つの民間金融機関 (商業銀行、投資銀行、貯蓄貸付組合、モーゲージ銀行) から成る現在の銀行制度の態様が形成された。メキシコでは複数の銀行業務の兼営を禁じていることから、4 業態で 200 行以上の民間金融機関が存在し 2500 以上の支店を保持している。1995 年には通貨危機により 11 の商業銀行が公的管理下に置かれたが、一方で不良債権処理や国内金融機関に対する支援、バランスシート強化の為の法律が整備された。1998 年には金融機関の 100% 外資所有が認可され、外為における中央銀行の権限強化とともに預金保険制度も整備されている。

2) NAFTA における金融政策とその波及

NAFTA には EU におけるユーロ参加条件である ERM II や ECB が行う一元的金融政策なものではなく、各国とも独自の財政政策、金融政策の独立性を維持している⁶⁾。しかし、3 カ国とも基本的に業態間の垣根を明確にした金融シ

6) NAFTA における取り決めは第 14 章「金融サービス」に記されている。主な内容は、金融機関の設立 (1401 条) においてはメキシコにおいて例外が多くみられるものの (付属シ

システムを持ち、さらに Market-based system と Bank-based system という制度的側面による比較では EU は各国で Market-based system と Bank-based system が混在するのに対し、NAFTA は構成国たる米・加・墨いずれもが Market-based system の金融構造を有するという共通点を持っている。前述した金融政策の波及効果では、EU は一元的金融政策をとるものの、トランスミッション・チャンネルの有効性に問題を抱えているといえる。対して NAFTA では一元的金融政策はとられないものの、主要取引通貨であるドルを擁する米国の金融政策の影響は、その主たるトランスミッション・チャンネルであるバランスシート・チャンネルを通じて、カナダ・メキシコ両国の金融市場に反映されやすい性格を持っているものと思われる。Market-based system では、cross-sectional risk sharing による市場を活用したリスク管理が行われるが、アメリカ市場ではデリバティブズをはじめとする金融技術革新や IT によって、その動きはますます活発になってきており、こうした市場を利用したリスク管理の影響は NAFTA によってアクセスしやすくなったカナダ・メキシコ両市場に cross-border で反映される。そのため、各国の金融市場がもつ、種々のリスク、システムリスクや信用リスク、金利リスクや為替リスク等は、極力小さくしなければならないといえる。具体的には、経常収支や財政収支バランス、あるいは長期債券市場の構築をはじめとする金融市場の整備、加えて政治的や治安の安定等である。Market-based system の国では短期金利の変化に基づく設備投資行動の変化という Money View の波及経路が強い。メキシコは Market-based system でありながらも「金融システムの発展途上国」(図表 3-3) と分類定義されており、米・加両国に比して金融市場は成熟しているとは言い難い。NAFTA 発効直後の 1990 年代初頭のメキシコは経常収支の対 GDP 比は -5% を超え⁷⁾、ドル・ペッグ制とインフレによる短期債券市場への海外流入資本の偏在、加えて政情不安という状況下で、1994 年の米国の金融引締めに遭遇し、大規模な資本逃避に遭遇、深刻な金融危機に陥っている。また、相対的な資本の脆弱性やバランスシート上の問題、1998 年以降は金融機関の外資所有が許可されたことか

書Ⅶ, Sec A, B, C) 原則各締約国の承認による認可, クロスボーダー金融取引に対する制限の禁止 (第 1404 条), 内国民待遇 (第 1405 条), 金融サービス委員会の設置 (第 1412 条) などを取り決めている。

7) 1991 年 -5.1%, 1992 年 -6.7%, 1993 年 -5.8%, 1993 年 -7.0%。

ら、今日メキシコの多くの商業銀行が外資に買収されるとともに M&A による激しい金融機関の再編が行われている。

5. 結語

世界各地でグローバル化の一方で経済統合が進んでいる中で、それらの経済統合にはどのような特徴があるのかを整理してきた。また本稿では、経済統合の成否を左右しうるポイントは金融政策であると考えた。それは今後、地域統合が拡大するのは必定であり、その上で、通貨の安定性を確保するには金融システムが脆弱な途上国との関係、あるいは通貨統合後の一元的金融システムを有効に機能させるには、その波及経路を明らかにしていくことが重要だと考えたからである。金融政策を中心に世界の経済統合を分類してみると、現在主要なものとして NAFTA と EU が考えられる。これらの地域統合は統合の程度も異なり、それに伴う金融政策の意義というものも異なるものであったということが見出せた。

こうした点から我が国を含めたアジア全体の発展を遂げるための手がかりが見出せることを願って止まない。

【参 考 文 献】

- Allen, F. and Gale, D., *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.
- and Santomero, A., “What Do Financial Intermediaries Do?”, *Wharton School, Financial Institution Center, University of Pennsylvania, Working Paper 99-30-B*.
- Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon, D. Terlizzese, “Monetary transmission in the euro area : where do we stand?”, *European Central Bank Working Paper Series 114*, Jan. 2002
- Bean, C., J. Larsen, and K. Nikolov, “Financial frictions and the monetary transmission mechanism : theory, evidence and policy implications”, *European Central Bank Working Paper Series 105*, Jan. 2002
- Bank of International Settlement (BIS), “National Differences in Interest Rate Transmission”, Basle, March 1994.
- Bondt, G. J. de., *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe*, Edward Elgar, 2000.
- , “Retail Bank Interest Rate Pass-through : New Evidence at the Euro Area Level”, *European Central Bank Working Paper Series 136*, April 2002
- Borio, C.E.V. and W. Fritz, “The response of short-term bank lending rates to policy rates : a cross-country perspective”, BIS, *Financial Structure and the Monetary Transmission Policy Transmission Mechanism*, Basle, March 1995.
- Cecchetti, S., “Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, Conference Paper prepared for ‘*The Monetary Transmission Process*’ by Deutsche Bundesbank, March 1999.
- Cottarelli, C. and A. Kourelis, “Financial structure, bank lending rates, and the transmission mechanism of monetary policy”, *IMF Staff Papers*, 41, 4, 587-623. 1994.
- Donnay, M. and H. Degryse, “Bank lending rate pass-through and differences in the transmission of a single EMU monetary policy”, *Discussion Paper, Center for Economic Studies*, E.U. Leuven, 01. 17. 2001.
- Ehrmann, M., L. Gambacorta, J. Martinetz-Pages, P. Sevestre, A. Worms “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area”, *European Central Bank Working Paper Series 105*, Dec. 2001
- Hofmann, B., “Non-linear adjustment of loan rates to money market rates : some evidence for the euro area”, *Paper Presented at Internal ECB Seminar*, 18, October 2000.
- Kleimeier, S. and H. Sander, “Asymmetric adjustment of commercial bank interest rates in the euro area : implications for monetary policy”, *Paper Presented at the Conference Financial Structure, Bank Behavior and Monetary Policy in the EMU*, Groningen 5-6 October, 2000.
- Kunt, A. D., and R. Levine., “Bank-based and Market-based Financial Systems : Cross-country comparisons”, *Working Papers 2143*, World Bank, July 1999.
- Mojon, B., “Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy”, *ECB Working Paper*, 40. 2000.
- Takagi Sinji and Taro Esaka, “Risk Premiums and Exchange Rate Expectations: A Reassessment of the So-Called Dollar Peg Policies of Crisis East Asian Countries, 1994-97”, *ESRI Discussion Paper Series No. 3*, May 2001.
- Toolsema, L. A., J.-E. Sturm and J. de Haan, “Convergence of monetary transmission in EMU : new evidence”, *CESifo Working Paper*, 465. 2001.

経済研究所研究報告（2003）

- 今村 卓「IMFの新興市場国支援の問題点と今後の展望」丸紅経済研究所，2000年3月。
- 上田良光「ブラジル通貨「レアル」の切り下げとアルゼンチン経済」東北学院大学『経済学』第146号，2001年3月。
- 小川英治「FTAとアジアの通貨体制」『JCER Discussion Paper』日本経済研究センター No. 73，2001年。
- 奥田英信『ASEANの金融システム』東洋経済新報社，2000年。
- 内閣府経済社会総合研究所「国際資本移動と通貨危機：アジア危機の再評価」『経済分析』第165号，2002年。
- 根本忠宣「ユーロ導入の金融構造に与える影響と一元的金融政策」『国際金融』1044号，2000年4月。
- 藤木 裕「エマージング・マーケット諸国の為替相場制度・金融制度の選択について」『金融研究』日本銀行金融研究所，2000年3月。
- 藤原康史「北米協同組織金融の源流を探る—カナダのデジャルダン・グループの経営戦略から信用金庫の戦略を考える—」『信金中金月報』信金中央金庫，2003年3月増刊号。
- 峯岸信哉「EUの金融システムと金融政策」成城大学『経済研究』第160号，2003年3月。
- 村本 孜「金融システムの国際比較分析—市場統合・通貨統合のもたらすもの—」『経済研究所研究報告（成城大学経済研究所）』第24号，2000年3月。
- 「ユーロ導入による金融システムへの影響」内閣府欧州通貨統合研究会，2001年2月。
- 「金融システムとリスク管理」日本学術会議経済制度研究連絡委員会，2003年。
- 山下英次「新興市場国危機の予防策—経常収支の赤字に上限規制を—」『国際金融』1039号，2000年2月。

経済統合の類型と
金融システム・金融政策

(研究報告 No. 37)

平成15年3月25日 印刷

平成15年3月30日 発行

非売品

著者 福島章雄
峯岸信哉
村本 孜

発行所 成城大学経済研究所
〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20
電話 03 (3482) 1181 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社