



Title	金融システム不安下におけるジャパン・プレミアム
Author(s)	近藤, 順茂
Citation	国際公共政策研究. 2000, 5(1), p. 119-134
Version Type	VoR
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/4336">https://hdl.handle.net/11094/4336</a>
rights	
Note	

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

# 金融システム不安下における ジャパン・プレミアム\*

## A Quantitative Survey on Japan Premium under Financial System Crisis

近藤 順茂\*\*

Yorishige KONDO\*\*

### Abstract

The rise and fall of Japan Premium required to Japanese banks as a sector during March, '97-June, '98 appears to be a dependent variable of particular market environment factors under financial system crisis. Among explanatory variables tested, Nikkei-Dow, Yen / US\$ FX rate, LIBOR spread on commercial paper / corporate bond yield, and a dummy variable representing news events have been identified to be significant. Concerns about markets were geared to fierce systemic risk factors rather than such proper micro-factors as calculated level of default premium suitable for each individual bank. There were some surplus profits on the side of non Japanese banks.

キーワード：ジャパン・プレミアム、金融システム不安、BIS 自己資本比率規制、TIBOR-LIBOR、為替直先スプレッド

Keywords : Japan Premium, Financial System Crisis, BIS Capital Adequacy Ratio, TIBOR-LIBOR, FX Forward Spread

---

\* 筆者は証券経済学会第52回全国大会で「金融システム不安時の金利スプレッド」と題し、ジャパン・プレミアムとデフォルト・スワップ・プレミアムにつき報告した。本稿はそのうち前者にあたる部分をもとに加筆・修正したものである。報告作成にあたり OSIPP の指導教授である林 敏彦教授のご指導を受けた。また報告時、名古屋市立大学 村道雄教授からコメントいただいた。本稿の意見は筆者個人としてのものであり、所属・地位と無関係である。

\*\*三菱信託銀行 東京営業第一部長

## 1. ジャパン・プレミアム生成の理由

ジャパン・プレミアムの今日的な定義としては、日本の銀行が海外で資金（米ドルなど）を調達する時に、信用力の低下を理由に資金の出し手の欧米の銀行から要求される金利の上乗せ幅のことである（水野 [1997]）。ここでは1997年3月から1998年6月の観測期間におけるジャパン・プレミアムを問題とする。うえで今日的な定義とあえて言ったのは、この期間においては邦銀の信用力がことさら問題とされ、ジャパン・プレミアムもその低下を理由として課せられたからである。しかしジャパン・プレミアムそのものはこの期間だけに見られたものではない。また信用力の低下だけがその理由とされてきたわけでもない。

ジャパン・プレミアムとは過去にしばしば生じている現象であり、その契機となったものは次に述べるようにそのつどパティキュラーな要因があった。したがって、今般観測期間に生じたジャパン・プレミアムはいかなる要因をテーマとして発生したのか、といった視点から問題をとらえることが必要である。今般契機・理由とされたところが、アプリアリに問題の本質であるにとらえて議論を進めるべきではない。ジャパン・プレミアムは特定の状況において外貨資金の供給側（外銀）と需要側（邦銀）の取引関係において生じる金利プレミアムであり、今般の場合はそれが何を理由として生じたのか（課せられたのか）といったロジックで考えるべきである。今般の観測期間においてパティキュラーな理由付けを問題の本質と発想してしまうと、観察者自身が（ジャパン・プレミアムを課した側の）特定の理由付けに従属する見解に陥ってしまうことになる。今日のジャパン・プレミアムをめぐる論評にはそうした傾向が見られる。この論文の中核となるところは、こうした今般のジャパン・プレミアムにパティキュラーな理由付けの検証である。

1970年代の初めには「日の丸シンジケート」と批判されたように特定の案件に多くの邦銀が横並びで参加した。そこで問題は、大量のユーログラマー預金を、日本の銀行がローンの金利更改日に集中的に取り入れるという現象を誘発し、需給関係の逼迫から日本の銀行だけが高い金利を支払わなければならないという問題が発生した。時に市場より数パーセントも高い金利を払わされ、逆鞘となったようなケースも頻発した。これは「カミカゼ・プライシング」などと非難もされたような、借入先には喜ばれたものの、他の国の銀行はついていけないといった、わが国の銀行による取扱い量の拡大志向と過当競争が利鞘の限りない低下をもたらしたものとも言われている。これには、欧米の銀行がジャパン・リスクを警戒する排他的な行動をとったとの見方も一部にあった。市場での邦銀融資シェアが急拡大し、ランキングの上位を邦銀が占めるといった動きに対し、後日、金融の健全化を基本精神としながらも、その実態は日本銀行の活動を抑制しようとする BIS 自己資本比率規制導入のきっかけを作

ったものであるとも言われている（津田 [1993, p. 176]）。

最近では糸瀬 [1996, p. 3 以下] によれば、1995年7月のコスモ信組の破綻をきっかけとして、海外金融市場による日本の不良資産問題への、「情報不足」に起因する不信感がジャパン・プレミアムとして表面化した。その後一旦沈静化する兆しを見せはじめていたが、同年9月大和銀行のニューヨーク支店における、米国債券の不正取引による1100億円に上る損失が発覚した。同行の井口容疑者から頭取あて告発状が届いたとされる7月から、同行による大蔵省への「内話」を経て、大蔵省がニューヨーク連銀に報告した9月まで2ヶ月の時差があったことが、この事件についての「カバーアップ」（「覆い隠す」の意）とみなされ、この「日本の対応」が海外において監督官庁を含む日本の金融システムに対する不信感を生む結果となった。ジャパン・プレミアムは、日本の金融機関全体に対するリスク・プレミアムとして、欧米の一流銀行に比べて財務内容的に決して劣っているとは思えない都銀上位行などにも波及していった、と糸瀬は言う。堀内 [1999, p. 116] も日本の銀行が抱える問題に対して大蔵省が適切に処置できないのではないかという不信感が広がって、ジャパン・プレミアムが急激に上昇したと述べている。

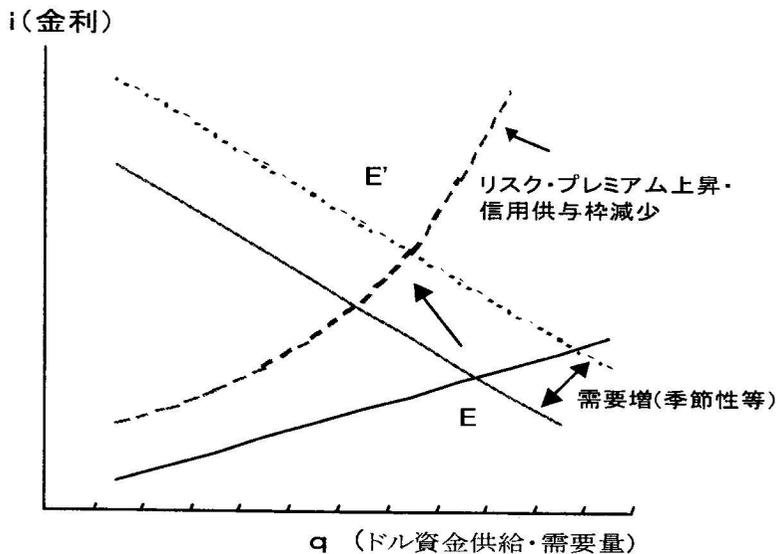
短期資金調達におけるプレミアムの発生はジャパン・プレミアムに限られているわけでもない。たとえば、国際金融市場でコンピューターの2000年問題をめぐる懸念から、年末・年始の市場混乱に備え金融機関が確保に乗り出す、年末越え資金に対しプレミアムが発生した。具体的には1999年5月の時点でロンドン銀行間出しレート（LIBOR）のうち、ちょうど同年末越えとなる8ヶ月物の金利が突出、イールドカーブにちょっとしたトゲが出現する格好となった。またこれに金融市場での「2000年問題の対応が遅れているのではないか」との邦銀にまつわるうわさから、今度は2000年問題を材料に邦銀が狙いうちにされ、再び大幅なジャパン・プレミアムが発生するのではないかなどと関係者が神経をとがらせることがあったという（大橋 [1999, p. 14]）。

ジャパン・プレミアムを信用力スプレッド、すなわちリターン（金利）に上乘せすべき「リスクに見合った追加的対価」（糸瀬 [1996]）ととらえれば、本来はミクロ的な対象邦銀におけるデフォルト率とその後の回収率を反映した、デフォルトによる逸失利益の計算にもとづく、いわば保険料的なプレミアムとしてのロジックで考えるべきところであろう。しかしながら実際にはうえに見てきたように、まず第一に信用供与枠を提供する外銀（供給サイド）と邦銀における季節性も含んだ外貨資金需要という需給関係がベースにある（Goldman Sachs (Japan) Ltd. [1998, p. 4]）ことが直感できるであろう（図1を参照）。

第二に信用力スプレッドといっても、個々の対象邦銀またはその同一信用格付群などについての迅常なプレミアムの算定というよりも、邦銀対外銀、あるいは邦銀対国際金融市場といったプレゼンスの図式がより注目される。そこには外銀や市場から見た邦銀へのパーセプ

ションの問題もある。国際市場から見た日本の金融システムへの信認・不信認度合いといった脈絡から、いわゆるマクロ的なシステミック・リスクの問題や、またジャパン・バッシング（邦銀タタキ）の問題なども論じることができるわけである。たとえば、「ジャパン・プレミアムが解かれないまま、邦銀への与信枠は大幅にカットされつつある。こうした危機的状況が進行するなか、邦銀のローカル銀行への転落が危惧される（枝川 [1998]）。あるいはまた「銀行株がさらに売られたり、ジャパン・プレミアムが拡大しているのは、膨らみつつける巨額の不良債権に加え、銀行のバランス・シートに現れないデリバティブ関連の投資で大幅な損失が発生したのではないかという不安感が強まっているためだ」（メリルリンチ証券会社 [1998a, p. 6]）といったややジャーナリスティックな、または時勢に乗じた論調が生じている。こうした論調を生じさせている市場環境要因がジャパン・プレミアムの生成といかに結びついているのかについて調べる意義があると思われる。

図1 邦銀のドル資金調達概念図



(Goldman Sachs (Japan) Ltd [1998, p.4] による)

1997年11月13日の朝日新聞には「トリプル安の様相」として株安、債券下落、円相場下落の典型的な日本売りの市況が書かれている。この市況は同年前半から生じていたが、株安が金融システム不安を高め、資金が国内から海外に流出し、それが円安となる。しかも円安が進むと外国投資家が日本株を売却し、その結果株価が下落して金融不安がさらに悪化する、という悪循環が危惧された。「構造的な先行き悲観論と株安、円安、金融システム不安が増幅しあって経済誌を見る限り、日本経済はナイアガラの滝の上で綱渡りをしているようだ」（朝日新聞 '97年3月30日）とか、日本経済がまるで破局に向かって一直線に進んでいるかのよう

な論調が一時期支配した（小塩 [1999, p. 47]）。

本論文が対象とする観測期間におけるジャパン・プレミアムは、このような市場環境と連動して発生した、同時期の我が国金融システム不安あるいは同不安観（感）のいわばシンボリックな数値と解釈することができる。ジャパン・プレミアムと呼ばれる金利スプレッドは、金融システム不安の状況下での市場環境指標を決定要因として説明できると考えられる。言い換えれば今般のジャパン・プレミアムは金融システム不安をテーマとする市場環境において、それらを表す指標によって理由付けられることによって生成され、邦銀に対し課せられたものであった。本論文はこのいわばプライシングの（理由付けの）メカニズムについて実証分析を行うものである。

## 2. ユーロ円市場観測の意義

ジャパン・プレミアムのデータとしては、出来ればプレミアムの拡大がよりハッキリ出る米ドルの資金調達のをれを用いたいところであった。しかしジャパン・プレミアム事態によって米ドル資金の供給が枯渇している状況では、邦銀の米ドルの取引データ自体心もとないものでしかない。市場のクォーターションのシステムとしては LIBOR（ロンドン銀行間出しレート）と TIBOR（東京銀行間出しレート）がある。しかし観測期間当時、実際には両者において米ドル資金についての邦銀のクォート状況はかなりバラバラで体系性、反復性を欠き、その平均をとるなどしても現実の邦銀資金調達レートを語る指標として信憑性が感じられないというのが市場関係者の実感であった。

クォーターション・システム通りにふさわしい取引の実体的厚みがあるならば、ロンドン市場（LIBOR）であれば構成員が欧米銀行主体、東京市場（TIBOR）であれば構成員が邦銀銀行主体のクォーターションととらえ、両者の差がジャパン・プレミアムと考えれば話は容易と思われよう。しかしジャパン・プレミアム状況の本質は、両市場のいずれにおいても邦銀が米ドル・ファンディング機会からレート面だけでなく量的にもシャット・アウトされていたことにある。この現実を理解せず、ジャパン・プレミアム事態について、ロンドン、東京両市場間の拡きをめぐってのアービトラージが可能ではなかったのか、などとする設問もしばしば聞かれたところである。しかしこれは、いわば制度・器（ウツワ）としてのクォーターション・システムの存在と実際の取引機会のアヴェイラビリティの存在を混同した、概念実在論的な発想の設問でしかない。

すなわち価格アービトラージが成立する前提条件としては、ロンドン（LIBOR）、東京（TIBOR）の両市場において米ドル資金の取引を可能にするだけの十分な資金調達機会が必要であるが、対象期間における邦銀は両市場において米ドル資金に関わるクレジット・クラ

ンチの状況にあったわけである。外銀側の供給曲線が極端に左上にシフトした状況（図1参照）では、アービトラージ機会など存在しえない。ここでは市場の差異、または市場における価格レベルの差異を問題としうる状況を超えて、市場ではなく、市場の特定構成員（邦銀）の参加資格要因（信用力）が問題であったところに事態の根の深さがある。

ここでは邦銀のクォーターション・レートのデータとして米ドル資金より安定性のあるユーロ円資金につき、LIBOR と TIBOR の平均の差をとり、ジャパン・プレミアムの代理変数として用いる。これにつき、「ユーロ円でジャパン・プレミアムを分析するのは正しくない。なぜならば、邦銀の資金の逼迫は大部分ドルを中心とする外貨であり、ジャパン・プレミアムは邦銀の外貨調達コストの上昇現象だからである。」との所説がある（原田 [1999, p. 30]）。しかしながら本格的ジャパン・プレミアム状況では、邦銀が外銀から米ドル資金そのものを調達する機会はむしろ希少であり、実際には為替の直先スワップ取引を通じて円資金経由で米ドル資金を調達していた。これは単にこうした取引も存在していたという次元の問題ではない。米ドル資金調達機会からシャット・アウトされるなか、むしろ円資金経由といった持てる方策を総動員してでも米ドル建資産への必要ファンディングを行っていたというのが邦銀の実際の行動である。ユーロ円は米ドルでないといった表面的定義の奥にある実際のダイナミクスを見る必要がある。

直先スワップとは直物で円を売って米ドルを買い、先物でドルを売って円を買う反対取引を同時に行う、周知の基本的外為取引である。これは実効的には邦銀による一定期間のドル資金の調達であり、その調達コストは為替の直物相場と先物相場の乖離幅（直物スプレッド）により逆算される。1997年11月14日付日本経済新聞ではこの直先スプレッドが広がり、輸出企業などのドル売予約のコストが高くなったとしてジャパン・プレミアムの外国為替市場への波及効果を述べている。

この取引は為替直先スワップの相手方である外銀にとっては、直物で円買い、先物で円売りとなって実質的には短期円資金の調達になる。直先スプレッドが広がるとは、この外銀円資金調達コストが低下することであり、その結果、同コストは「ゼロに近づいている」と報道されている（日本経済新聞1997年11月16日刊）。また海外の投資家・投機家（ヘッジ・ファンド等）もそうした低金利の円を外銀から調達しそれを直物で米ドルに替えて運用する。金利差だけでなく、円安の進行から為替差益も得られるといった円キャリアー・トレードが見られた。（これについては奥田 [1999] が詳しい。）ジャパン・プレミアムやその環境に関わり、こうした超過利潤が、金利プレミアムそのもの以外に、外銀や海外機関投資家等によって享受された

邦銀が直接の米ドル調達の代替としてこの直先スワップを一斉に行うようになったために、その資金調達活動はユーロ円市場に殺到して、その結果ユーロ円金利そのものが上昇した過

去のケースも報告されている（糸瀬〔1996、p. 11〕）。ユーロ円もまた広義の「外貨」のひとつであり、その調達には邦銀が自らの信用力をもって外銀との接触場面でいう点で、本格的に米ドルもユーロ円も相違があるわけでない。すなわち理論的にはユーロ円資金も米ドル資金も調達主体が邦銀である以上、信用力の面では同じ取り扱いになるはずであろう。しかし現実にはまったくそうだというわけではない。邦銀にとり（外銀から）調達する必要がある米ドル資金の方が締め出される度合いが大きかった。ユーロ円は国内円から振り替えることもできるので、その蛇口を締められても邦銀が困る度合いは米ドルより少ない。そうであるなら、クレジット・クランチをテーマとしながら、しかしそれがどこに表れるかという点で、やはりここにも外銀対邦銀との図式におけるビジネス・ゲームの要因があったであろう。

繰り返すが、この直先スワップの手法により、ユーロ円市場は邦銀の米ドル資金調達のために必須市場であったという現実マーケットの活動を理解する必要がある。また外銀による邦銀への信用供与が本格制限された時点では、むしろこの為替直先スワップ枠（短期与信枠）までが量的制限対象であったというところに、今般のジャパン・プレミアム状況の深刻さがあった。

なお観測期間における邦銀相互間のジャパン・プレミアムの推移につき、直接ここでのデータ処理と関係ないが、一般論としてという意味合いで、米ドル資金について参考までに概観した記述がある。堀内〔1999、p. 118〕によると、'97年10月末までは日本の銀行相互間の差別化はほとんど見られなかった。しかし'97年11月から'98年12月の期間についてははっきりとした差異が生じた。同年夏の東南アジアの金融危機がロシアや南アメリカへも波及し、アメリカ有力投資ファンドも損失を被ったなど、世界規模で投資家にリスク回避の態度が強まったからである。また'98年3月に金融危機管理委員会が主要21行に資金注入を決定・実行したが、横並びで注入した政策方式のためパフォーマンスの良好な銀行が劣悪な銀行に引きずられることになった。具体的には同資本注入後もジャパン・プレミアムは解消せず、しかし日本の銀行相互間の金利格差は消滅して、約3週間であるが各行ほぼ等しいプレミアムを払わされたという。ここでは各行クォーテーションの最高／最低値を除いたもの月平均値を取り、その日次データを観測するとの方法をとっているため、ジャパン・プレミアムのこうした邦銀間の格差・バラツキまたその推移の問題は考慮に入れていない点を断っておく。

### 3. ジャパン・プレミアムの市場環境的決定要因

以上のような考え方によりジャパン・プレミアムの決定要因を検証するため、以下のモデル式を考えた。

$$JPy = a + bCP + cNK + dFX + eJG + fUT + gID + hED + iCB + jSL$$

……………ジャパン・プレミアム決定要因のモデル式

但し、 $JPy$ ：ジャパン・プレミアムの代理変数（ユーロ円3ヶ月間物 TIBOR マイナス LIBOR）

$a$ ：定数項

$CP$ ：当日の国内コマーシャル・ペーパー利回りレートの単純平均値マイナス同期間の円 LIBOR

$NK$ ：当日の日経ダウ平均

$FX$ ：当日の円/米ドル 直物為替レート

$JG$ ：当日の日本国債残存10年物利回り

$UT$ ：当日の米国財務省証券残存10年物の利回り

$ID$ ：当日の日本の長期金利差（ $UT$  マイナス  $JG$ ）

$ED$ ：イベント・ダミー変数（拓銀破綻=1、山一証券自主廃業=1、コマーシャル・ペーパーの BIS リスク・ウェイト緩和発表=1、非イベント日=ゼロ）。

$CB$ ：当日の社債 LIBOR スプレッド平均値（Moody's）格付 A1 から A3 までの銘柄。店頭気配値による。

$SL$ ：当日のユーロ円3ヶ月物 LIBOR

従属変数（ジャパン・プレミアムの代理変数）につき、ユーロ円金利のクォーターション・システムのメカニックであるが、まず British Bankers' Association による BBA JPY INTEREST SETTLEMENT RATES (Telerate 3767) ではクォート行16行のうち邦銀は東海、さくら、興銀、三和、東京三菱、住友、富士、一銀の8行である。各行クォーターションは毎営業日午前11時集計され、そのうち最高/最低レートの4行は除かれて平均が算出される。これを LIBOR (London InterBank Offered Rate) と呼ぶ。次に The Federation of Bankers Associations of Japan による JAPANESE YEN TOKYO INTERBANK OFFERED RATES (Taletate 3755) ではクォート行18行のうち邦銀は、あさひ、東京三菱、一銀、富士、さくら、三和、住友、東海、興銀、長銀、農中、全信連、三菱信、住友信、安田信の16行である、各行クォーターションは毎営業日午後12時に集計され、そのうち最高/最低レートの2行は除かれて平均が算出される。これを TIBOR と呼ぶ。金利は LIBOR が360日/年ベース、TIBOR が365/年ベースでクォートされるが両者を同一ベースに調整のうえデータとして用いた。（なお、上記銀行名は観測期間時点の名称である。）

クォート行に占める邦銀の数は TIBOR の方が多いので、TIBOR が邦銀のユーロ円資金調達におけるレート・レベルを表わしているものとする。クォート行に占める欧米銀行の数が比較的多い LIBOR をもって欧米銀行向のレート・レベルを表わしているものとする。

これにより TIBOR から LIBOR をマイナスして得る値をジャパン・プレミアムと考え、その日次データの処理を行った。

独立変数としては、まず当日の国内コマーシャル・ペーパーの利回り平均値と同一期間物の円 LIBOR とのスプレッド (CP) であるが、ジャパン・プレミアムが我が国銀行向のものであるとすれば、CP は我が国事業会社向の資金調達プレミアムであると考えられる。すなわち金融システム不安において邦銀がジャパン・プレミアムに見舞われるとすれば、同一システム内において日々巨額のコマーシャルペーパー発行などのファイナンス活動を行う大手商社や大手メーカーも当然、エクストラ・スプレッドを支払わなければならないわけである。なお、コマーシャル・ペーパーの利回りデータについては、引受業者などによるレートの公示が存在しないため、ここでは便宜上、筆者勤務先金融機関 (三菱信託銀行 市場金融部) により当日引受けられたコマーシャル・ペーパーの利回りをデータとして用いる。同データは国内コマーシャル・ペーパー市場全体を表わしているものではなく、引受け銘柄にある程度の片寄りがある。なお参考まで同行引受け銘柄のうちある程度反復的に見られるものを表に示しておいた (表1参照)。

表1 コマーシャル・ペーパー引受銘柄と格付

銘柄	ムーディーズ格付	S&P格付	JBRI格付
三菱商事	A+	AA-	A1+
三菱電機	A+		A1+
三菱地所	A+	A+	A1+
富士通	A	A	A1+
鹿島建設	A		A1+
三菱自工	A-		J1+
大成建設	A-		A1+
三菱マテリアル	BBB		J1
三菱化学	BBB	BBB	A1+
日本製紙	BBB		A1+
オリックス	BBB-	BBB-	A1+
サッポロビール	BB+		A1+
東急不動産	BB+		a1
アコム	AA-		A1+
三菱製紙	A-		A1

次の日経ダウ平均 (NK)、為替直物レート (FX)、長期国債利回り (JG) は、「トリプル安」と報道された日本売りの市場環境やシステミック・リスクの状況を表わす指標として用いた。すなわちまず日経ダウ平均 (NK) はジャパン・プレミアムに対してマイナス・サインを持つ係数として働くはずである。

株価については、伊藤・原田 [1999] で銀行株価指数の一般株価指数との乖離をとりあげ、

それとジャパン・プレミアムとの関係につき分析している。銀行危機の分析としては極めて興味深い。しかし本論文の視点としては、今般のジャパン・プレミアム生成のテーマ、根拠として、オール・ジャパン・バッシング的な市場環境が決定要因として働いていたことを示す点に主眼があり、銀行危機の各論的ディテールを調べるのと違っている。

FXの数値増加(円安)はジャパン・プレミアムに対しプラス・サインを持つ係数として働くはずであるところでは考えられている。円/米ドル為替直物レートは大橋 [1998, p. 4] によれば、我が国の加工貿易国としての存在、およびこの変動に一喜一憂する報道等を鑑みた場合、投資家のリスク回避度の変動の代理変数であり、金利スプレッドを説明する変数として有効である。この文脈からは通常円安は日本経済のリスクの減少要因であると考えられており、そこからすれば円安はジャパン・プレミアムに対してマイナス・サインの係数を持つ説明変数であると考えられる。しかしながら'97年10月以降の景気の先行き懸念や金融システム不安が市場のメイン・シナリオとなった状況では、日本売り、トリプル安の文脈から円安はリスクの増大と知覚され、同時期の社債スプレッドの増大に対してプラス・サインの係数を持つ説明変数であった (Kondo [1999, p. 38] および近藤 [2000, p. 74] 参照)。したがって金融システム不安下の金利スプレッドであるジャパン・プレミアムに対しFXの増加(円安)はプラス・サインの係数を持つと考えられているわけである。

また我が国長期金利( $JG$ )の上昇(国債価格下落)はジャパン・プレミアムに対しプラス・サインを持つ係数として働くはずであると想定される。一般的には長期金利の上昇は経済の好況局面に生じ、ジャパン・プレミアムに対しマイナス・サインを持つ係数としても考えられよう。しかしここでの日本経済のトリプル安のシナリオの下では、景気先行き懸念を受けて政府が財政出動を迫られるなどの観測から債券価格も下落(日本経済新聞1997年11月13日刊)といった文脈であり、 $JG$ は $JPy$ に対してプラス・サインの係数を持つと考えられているわけである。

米国長期金利( $UT$ )は我が国経済と対照的に好況に沸く米国経済の市場を表わす指標である。また $ID$ (日米の長期金利差)は $UT$ マイナス $JG$ であり、日米の景気レベルの差を表示する指標として、また日米間の資本移動に関わる直感といった点でジャパン・プレミアムとの関係があるかどうかを調べるものである。

イベント・ダミー変数( $ED$ )については、拓銀破綻('97年11月4日)、山一証券自主廃業(同年11月17日)のシステミック・リスク増大を示すイベントではプラス1とした(非イベントはゼロ)。日本経済新聞に山一証券自主廃業への報道があった時点で、韓国がIMFに対し支援要請を行ったとのニュースも加わって、ジャパン・プレミアムもこの1週間驚くほどの上昇を見せていたと報道されている(草野 [1998, p. 197])。

冒頭ジャパン・プレミアムの性格付けにおいても若干触れたが、ジャパン・プレミアムは

信用収縮の問題と結び付いており、BIS (Bank for International Settlement 国際決済銀行) の自己資本比率規制の問題と裏表の関係になっている。銀行が引受などによって保有するコマーシャル・ペーパーは、理論的には企業向けの貸出しと同じように債務不履行の恐れがあるので、これまで全額を銀行のリスク資産に算入してきた経緯がある。しかし1998年1月大蔵省は同年3月に向けての金融機関の広義の貸し渋りへの対応策として、保有コマーシャル・ペーパーの BIS 自己資本比率規制上のカウントを「優先債券」との扱いで緩和すると発表した。これにより銀行の資金調達を越えて企業金融まで及んだ金融市場の信用収縮の動きを緩和する効果をねらった。これにより銀行は自己資本比率算定上のリスク資産を増やさずに現状以上の信用供与をするなり、またはリスク資産を圧縮して自己資本比率を高めることができる(日本経済新聞1998年1月9日刊および同年1月18日刊)。このニュースはジャパン・プレミアムの減少要因となるイベントとしてマイナス1を用いた。

ジャパン・プレミアムは短期資金調達に課せられる金利スプレッドだが、長期の社債(国内普通社債)の LIBOR 交換相当スワップレートに対するスプレッド(いわゆる LIBOR スプレッド)との関係を調べた。流通市場における店頭気配値を用い、格付け A1 から A3 (Moody's) のスプレッド平均値日次データ (CB) との関係を調べた。

最後に短期金利の絶対値 (SL) の上昇とジャパン・プレミアムの関係を調べるため、3ヶ月物円 LIBOR を用いた。ジャパン・プレミアムの拡大により譲渡性預金 (CD) 金利に上昇圧力がかかったとか、無担保コール翌日物の平均金利が上昇したなどの新聞記事が見られた(日本経済新聞'97年11月15日および同年11月22日刊)。ジャパン・プレミアムとは金利スプレッドの上乗せであり、短期金利そのものの上昇とは同じでないが、低金利状況下金利絶対値に占めるスプレッド要因の貢献度が大きく(メリルリンチ証券会社 [1998b, p. 3])、結果としてこうした波及があったということである。3ヶ月物円 LIBOR はこうした種々の短期金利絶対水準の代理変数として用いた。

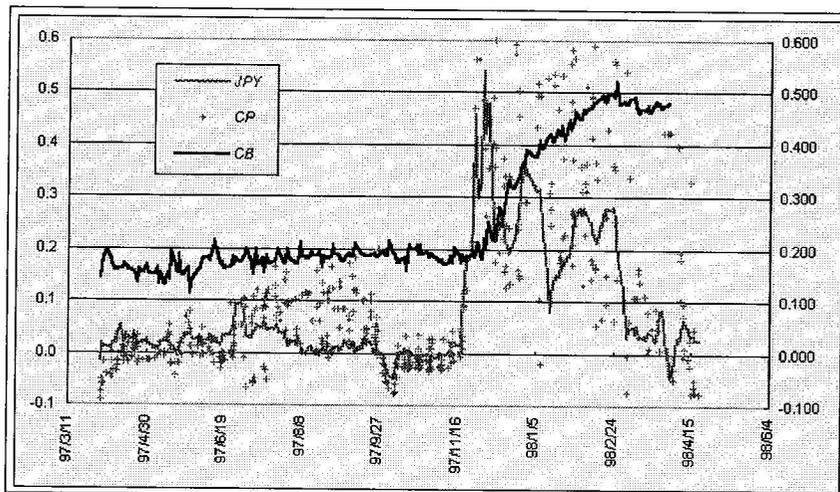
#### 4. 実証分析の結果

従属変数には1997年3月から'98年6月までのジャパン・プレミアム (JP<sub>y</sub>) の日次データ(データ数248)を用いた。これに対し上記9個の独立変数(日次データ数計2,232)につき重回帰分析を行い、以下の推定式を得た(信用区間は95%)。また推定式における有為変数の t-value はカッコ内の通りである。

$$\begin{aligned}
 JP_y = & .3521 + .31617CP - .00005NK + .00467FX + .07600ED - .26994CB \\
 & (10.78702) \quad (-3.94247) \quad (2.84188) \quad (3.97182) \quad (-2.72509) \\
 & R^2_{adj} = .70857
 \end{aligned}$$

まずコマーシャル・ペーパー (CP) の LIBOR スプレッド (CP) 並びに国内普通社債の LIBOR スプレッド (CB) という銀行以外の資金調達場面での金利スプレッドの動きであるが、これらは  $JPy$  の動きとともに図2に表わしている。コマーシャル・ペーパーの LIBOR スプレッドはバラツキはあるものの  $JPy$  (TIBOR-LIBOR) の動きと相当程度軌を一にしているように見える。しかしながら国内普通社債 LIBOR スプレッド (CB) は '97年11月以降  $JPy$  の上昇に遅行性を持ちながら追隨した動きを示したものの、その後  $JPy$  が沈静、低下した後においても上昇が続き、高止まりのままとなっていた。我々の仮説に反し CB の係数がマイナス・サインとなっているのは、この高止まりの状況なるが故であったと見ることができよう。したがって高止まりの状況以外の局面ではプラス・サインの係数と見てもよからう。

図2 ジャパン・プレミアムと CP・普通社債 LIBOR スプレッドの推移



また、日本経済の「トリプル安」を示す変数のうち、株価水準 ( $NK$ )、米ドル/円 直物為替レート ( $FX$ ) はその両方が有為変数であった。係数サインも株価 ( $NK$ ) はマイナス、円安 ( $FX$  の増大) はプラス・サイン (金融システムの不安のシナリオ) と、仮説の通りの結果であった。市場に関わるグッド・ニュース、バッド・ニュースについてのイベント・ダミー変数 ( $ED$ ) は有為変数であり、係数サインの方向も正しかった。

しかし長期国債利回り (長期国債価格) を示す  $JG$  は  $JPy$  に対して有為説明変数ではなかった。長期金利はジャパン・プレミアム上昇を契機に上昇した場合もあったが、そうでない場面もあった。尚、この期間の長期金利は基調として下降局面 (債券価格上昇) であった。またジャパン・プレミアム ( $JPy$ ) の増大と短期金利 ( $SL$ ) の上昇は連動しているのではないかと考えたが、 $SL$  は有為変数として表れなかった。米国長期金利 ( $UT$ ) や日米長期金利差 ( $ID$ ) も有為説明変数として判別されなかった。米国長期金利は日本の長期金利として比べ

図3 ジャパン・プレミアムと日経ダウ平均の推移

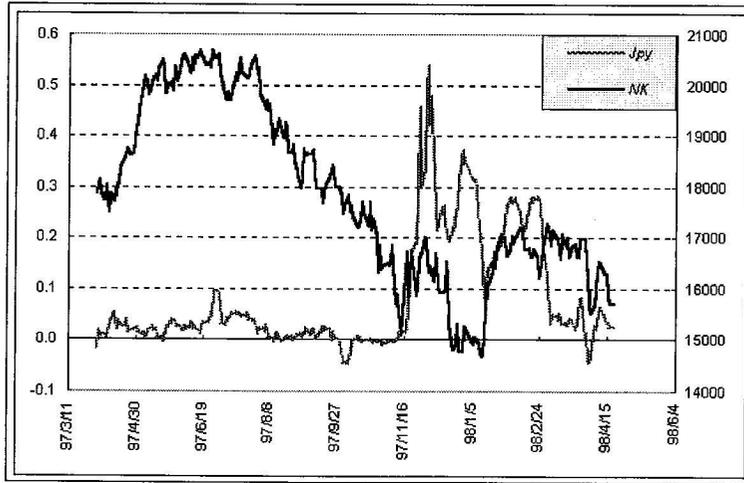
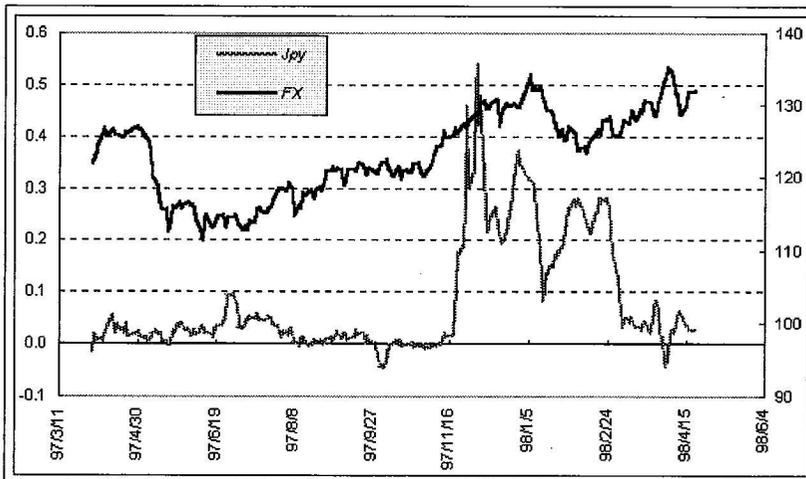


図4 ジャパン・プレミアムと直物為替の推移



れば相当上方にあったが、そのレベルにおいて基本的に下降局面をたどっていた。

またモデルのの説明能力は  $R^2_{adj} = .70857$  が得られ、ほどほどの説明能力であった。

表2に変数間の相関表を示したが、ここからいくつかの洞察が得られ、興味深かった。まず株価 (NK) とコマーシャル・ペーパーのスプレッド (CP) はマイナスの相関 (-.5501) である。株式相場と企業の信用リスク増大が逆方向にリンクしているという、この時期の市場の特徴を表している。また米ドル/円 為替レート (FX) と株価 (NK) は-.8624の相関であり、円安と株安 (日本売り) が大きく相関していた。長期金利 (JG) と株価 (NK) はプラスの高い相関 (.91678) であり、株価下落・債券価格上昇 (長期金利下落) という具合

表2 変数間の相関

	<i>JPy</i>	<i>CP</i>	<i>NK</i>	<i>FX</i>	<i>JG</i>	<i>UT</i>	<i>ID</i>	<i>ED</i>	<i>CB</i>	<i>SL</i>
<i>JPy</i>	1									
<i>CP</i>	0.79588	1								
<i>NK</i>	-0.52711	-0.55009	1							
<i>FX</i>	0.53999	0.57038	-0.86239	1						
<i>JG</i>	-0.41203	-0.49012	0.916781	-0.7876	1					
<i>UT</i>	-0.55409	-0.66524	0.71597	-0.57939	0.81977	1				
<i>ID</i>	-0.45831	-0.55563	0.1388	-0.0584	0.21753	0.73731	1			
<i>ED</i>	0.5115	-0.14199	-0.003	-0.01429	-0.3344	0.00963	0.05585	1		
<i>CB</i>	0.49992	0.68799	-0.58172	0.61607	-0.63956	-0.79051	-0.59285	-0.19028	1	
<i>SL</i>	0.4551	0.65696	-0.34203	0.4054	-0.37108	-0.60636	-0.5957	-0.40262	0.86155	1

に両者が投資において代替的關係にあったことが見てとれる。

われわれは3ヶ月物円 LIBOR (*SL*) を短期金利一般の絶対水準を示す代理変数として用いた。しかし実際には個々の短期金融手段同志の価格連動パターンがあるのではないか。*SL* は *JPy* との相関 (.4551) よりも *CP* (コマーシャル・ペーパー LIBOR スプレッド) との相関 (.65696) のほうが大きかった。ここから LIBOR とは企業金融場面での建値として多く用いられるから、むしろコマーシャル・ペーパー金利と連動するところが大きいのではないか。反面 *Jpy* は *CP* よりむしろ、同じく銀行の資金調達手段である CD (譲渡性預金) と連動するところが大きいのではないかと想像できよう。しかしここではそこまで立ち入って調べられなかった。

## 5. 結論と展望

繰り返しになるが、ジャパン・プレミアムの実証研究といっても、ここでは個々の邦銀へのデフォルト率に応じたリスク・プレミアムの算定や保険料プレミアムといったロジックにおいて述べたわけではない。また、長い期間に渡ってジャパン・プレミアムの経過情報を扱ったわけでもない。ここでは本格的金融システム不安が始まった時期からジャパン・プレミアムが急騰したのをとらえ、以後約1年強、沈静するまでの期間におけるジャパン・プレミアムを観測しているにすぎない。しかしながらこの論文が中核とする論旨もまさしくここに関わっており、我が国の今般の金融システム不安という市場的環境、またはそれを表わす指標の従属変数としてジャパン・プレミアム現象を描くことにあった。あるいは、今般のジャパン・プレミアムの生成が、金融システム不安を根拠として邦銀に課せられたプレミアム

現象であった、と言い換える事ができる。

システム内の信用カスプレッドを表わす他の指標の上昇、また「日本売り」と言われたトリプル安のうち株価下落、為替円安との有為な関係、また市場へのニュース・イベントへのジャパン・プレミアムへの反映が検証された。オール・ジャパン・バッシング的指標の従属変数としてのジャパン・プレミアムという、ほぼ論旨に沿った実証結果が得られたと思われる。

ジャパン・プレミアムの問題は、外銀との関係における邦銀、国際金融市場における邦銀のプレゼンスというポリシー・イシューが絡んでいる。第一に、東京 (TIBOR) - ロンドン (LIBOR) 間の価格アービトラージといった平常時取引の感覚を超えて、量的絶対額の問題として米ドル資金 (あるいは為替予約与信枠に至るまで) のアベイラビリティがシャット・アウトされ、枯渇するという事態は、たとえば経済学が論ずる豊富な情報と効率性による合理的期待仮説の世界などとあまりにかけ離れた、先進国の銀行として異常な状況である。

第二に、ジャパン・プレミアム事態においては、外銀に支払われる資金プレミアムそのものに加え、邦銀側の「苦肉の策」の資金調達としての直先スワップと、円調達コスト下落による「まるもうけの外銀」(糸瀬 [1996, p. 8]) といういわば邦銀 (非常時態的悲惨) 対外銀 (超過利潤享受) という図式がある。外銀と邦銀とのビジネスの関係が何をテーマに展開され、その中で利益享受機会がどうセットされて行くかという視点でこの現象を見ると、ビジネス・ゲームの視野が開けるであろう。

第三にジャパン・プレミアムは保有株式相場下落と不良資産増大による邦銀の資本勘定毀損が原因であるが、これはダイレクトに BIS 自己資本比率規制充足の問題と結びついている。今般のジャパン・プレミアム生成と同期間中の決算期においては銀行の資産コントロールが同様に重要課題であり、イベントとしてのコマーシャル・ペーパーの BIS 規制上のカウント緩和のニュースがジャパン・プレミアムの減少に即反映したのも、この点を物語っている。この資産コントロールもまた外銀との取引場面で資産証券化といったビジネス機会を提供した。信用資産の売買を行うクレジット・デリヴァティブといった新しい取引手段も、こうした邦銀の資産コントロールの必要性という金融システム不安の文脈のなかで我が国の市場に導入されている。こうした金融商品に関わるポリシー・イシューについて述べるのは別の機会と致したい。

## 参考文献

- 枝川二郎 [1998] 「外貨調達できなくなった邦銀を待つローカル銀行の座」、『エコノミスト』7/7号、pp. 29

- Goldman Sachs (Japan) Ltd. [1998] "Dollar Fund-raising by Japanese Banks: Q&A" *Japan Economics Analyst*, Issue No. 98/36, November 13
- 原田喜美枝 [1999] 「ジャパン・プレミアムに見る不良債権問題」、『証券レビュー』、第38巻第8号
- 堀内昭義 [1999] 『日本経済と金融危機』、岩波書店
- 糸瀬茂 [1996] 『銀行のディスクロージャー』、東洋経済新報社
- 伊藤隆敏・原田喜美枝 [1999] 「ジャパン・プレミアムと株価による銀行危機の分析」(第3稿)、証券経済学会第52回全国大会報告論文、12月1日
- Kondo, Yorishige [1999] 'A Comparative Survey on Launch Spread, Over-The-Counter Standard Quotation and Broker's Broker Quotation: Corporate Straight Bond Yield Spread Analysis', *Waseda Business & Economic Studies*, Number35, 1999, Graduate School of Commerce, Waseda University.
- 近藤順茂 [2000] 「国内普通社債におけるローンチ・スプレッド、店頭気配、ブローカーズ・ブローカー出会い値の比較」、『国際公共政策研究』第4巻、第2号、大阪大学大学院国際公共政策研究科
- 草野厚 [1998] 『山一証券破綻と危機管理—1965年と1997年』、朝日新聞社
- メリルリンチ証券会社 [1998a] 『為替・債券情報』、9月17日刊、メリルリンチ・ジャパン
- メリルリンチ証券会社 [1998b] 『日本経済・債券市場ウイークリー』、第265号、8月31日、メリルリンチ・ジャパン
- 水野和夫 [1997] 「ファミリー経済 ジャパン・プレミアムって何?」、『日本経済新聞』11月27日
- 奥田宏司 [1999] 「金融不安下の米ドル・ドル相場の規定因」、『証券経済研究』第20号、pp. 96-97
- 大橋英敏 [1998] 「格付別イールド・スプレッドとマクロ経済要因」、『ファイナンス研究』12月号、No24、日本経済研究所
- 大橋勢一 [1999] 「世界の金融西東」、『金融財政』、5月20日
- 津田和夫 [1993] 『巨大銀行の構造』、講談社