

## 2011年12月 設研アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：神奈川大学経済学部 酒井良清 教授

演題：金融危機と決済システム

日時：2011年12月9日（金） 15:30～17:30

### 要旨

ギリシャを筆頭とした欧州債務危機が注目されている。本論では、決済の視点からその危機の一側面を考察するため、経済主体の行動を基に構築する（つまりマイクロ経済学的な基礎を持つ）国債市場モデルを提案する。ここでは、決済手段とされる通貨（ユーロ）によって国債が決済され、さらに国債のデフォルト可能性があるようなモデルを考える。

ベースは2国の2期間世代重複モデルである。そこでは、各個人は若年期と老年期の2期間を生き、前の世代の老年期に次の世代の若年期が重なる。2国は、国債を発行する債務国（ギリシャ）とそれを購入する債権国（ドイツ）とする。ドイツ国民は若年期にギリシャ国債を買い、老年期にそれを決済して得たユーロで消費を行う。

この決済の部分の設定が本論の特徴となっている。決済を求めるドイツ国民は、早期決済が必要なタイプⅠと、決済が遅れても支障の無いタイプⅡとに分かれるとする。ここで早期決済が可能なギリシャ国債の総量には制約があるという仮定から、タイプⅠがタイプⅡにギリシャ国債を売却するための流通市場が生まれる。さらに、最終的にもすべてのギリシャ国債が決済されるわけではなく、その一部が債務不履行になってしまう可能性を許す。債務不履行となる国債の量は、タイプⅡの割合が下がるにつれて増加すると仮定する。この「SIFIs (Systematically Important Financial Institutes) の仮定」は、次のような現実を表すものと解釈できる。決済タイミングの想定から、タイプⅡは決済機能を持つ銀行部門、タイプⅠはその傘下のヘッジファンドあるいはシャドウ・バンクみなすことができる。情報収集能力に優れたタイプⅡの割合が減ることで、債務不履行となるギリシャ国債が増加する恐れがある。

以上のような設定のモデルを使い、流動性不足がもたらす問題を考察する。流動性不足は、資金流動性不足と市場流動性不足に大別される。資金流動性不足とは債務不履行を原因とする流動性不足のことであり、市場流動性不足とは債券流通市場における流動性不足である。まず、債務不履行リスクがゼロ、つまり資金流動性不足がない状況を考える。そのような場合には、たとえ市場流動性不足が発生するとしても、債券流通市場や決済市場の崩壊は起こらないことが示される。一方、債務不履行が発生するときには、そのリスクがある閾値以上になると決済市場が崩壊し、ギリシャ国債の取引が不可能になる。以上の結果は、金融危機の原因が市場流動性不足ではなく資金流動性不足にあることを示唆して

いる。

また、SIFIs の仮定の下では、市場が崩壊せずに効率的な状況を達成する均衡と、決済市場が崩壊してしまう均衡とからなる複数均衡が起こりうる。この結果は、市場参加者が（何らかの理由で）決済市場の崩壊を予測することによって実際に市場の崩壊が実現してしまう、という現象が起こりうる危険性を示唆している。

以 上