



# マーケット・インテリジェンス、 市場情報と中央銀行統計

第6回アービング・フィッシャー委員会主催  
コンファランスにおける基調講演  
スイス・バーゼル  
2012年8月29日

日本銀行副総裁  
西村清彦

1

## 1. はじめに：統計、市場情報と アービング・フィッシャー



- アービング・フィッシャー
- イェール大学初の経済学博士号を  
1891年に授与
- マクロ経済学と金融論の基礎を築く：  
利子論  
貨幣数量説  
フィッシャー方程式等

2

# フィッシャーと統計、市場情報 および金融システムの安定

- 経済統計の作成に影響
  - 『指数の作成』、フィッシャーの理想指数等
- 当時のもっとも有名な市場情報提供者の一人
  - 1923-1936年の期間, 自ら『指数研究所』を創設して世界中の商品価格指数を作成
- 1929年の株式市場暴落の深刻さを当初見誤る
  - 暴落の3日前に“株価はずっと高原状態にある”と予測し、暴落後も株価の復調はすぐにやってくると、数か月の間投資家に対して説明
- 大恐慌の説明として「デット・デフレーション」の理論を提唱

3

## 本スピーチの主題

- 政策立案には、信頼できるマクロ経済統計が必要
- しかし、時として「統計」でさえも経済政策を運営する上では全く不十分
- 中央銀行の統計専門家は、マーケット・インテリジェンスや統計に表れない市場情報を、既存の統計と併せて利用すべき

4

## 概観

- 第2節: 経済情報と政策立案
- 第3節: 過去の教訓: 能動的なマーケット・インテリジェンスの必要性
- 第4節: 現時点での成果: 既存の市場情報の最適な活用
- 第5節: 将来の問題への備え: シャドー・バンキングと基礎的な情報収集

5

## 2. 経済情報と政策立案

- 現代の中央銀行は二つの大きな問題に直面
  - 1) 中央銀行の独立
    - ➔ 説明責任: 実証データに裏付けられた政策
  - 2) 各経済主体の期待の変化にますます影響を受けやすくなっている
    - ➔ 対話(コミュニケーション): 国民との対話
- 「数字」、すなわち統計の重要性の高まり

6

## 中央銀行の政策における既知の事柄と未知の事柄

### • 経済情報の3つのタイプ

タイプ 1: 既知であることがよく分かっている類の情報  
(Known knowns)

➤ 過去の出来事(統計)

タイプ 2: 未知であることが予め分かっている類の情報  
(Known unknowns)

➤ 過去の統計に基づいた、現在起こっていることの推測(now-cast)と将来起きることの予測(forecast)

タイプ 3: 未知であることさえ知られていない類の情報  
(Unknown unknowns)

➤ 事前に未知であるが、大きな影響を持ちうるもの

¶ “しかし、「未知であることさえ知られていない類の情報」もあります。これは私たちが知らないということに気づいていないものです。そして、米国や他の自由主義国の歴史を俯瞰すると、扱いが困難であったのは概してこの最後のタイプであったということが分かります。”

- ドナルド・ラムズフェルド元米国国防長官

7

## 中央銀行が政策立案をする際、 どのような情報が必要か？

### 1. 実体経済や金融市場の足下の動向

➤ 総需要管理政策

### 2. 事前には気づいていない経済や金融市場における潜在的な大きな変化の兆候

➤ 金融システムの安定

## 経済活動に関する情報

- タイプ1もしくは2に係るデータは充実
  - 包括性、正確性、適時性の向上
  - 定量的データ: GDPおよび国民経済計算、CPI、資金循環、国際収支統計
  - 定性的データ: ビジネス・サーベイ、消費動向調査
  - 公的機関に加え、民間機関もデータ提供
  - 「既知であることがよく分かっている類の情報」と「未知であることが予め分かっている類の情報」

9

## 未知であることさえ知られていない類の情報

- 統計は「未知であることさえ知られていない類の情報」(タイプ3)を推測するには不十分
- 既存統計の欠陥は、金融システムの分野で特に顕著
- なぜか？
  - 金融システムの安定は経済全体の安定の前提条件
  - 金融の不安定と経済停滞の間の負のフィードバックが増幅
  - 金融的要素の急速な変化
- 政策担当者にとって、未知であることさえ知られていない類の情報(タイプ3)の存在に備え、統計をタイムリーに報告するスキームを構築することが重要な課題

10

## 中央銀行の情報収集・分析:「未知であることさえ知られていない類の情報」の存在に備えるカギ

- マーケット・インテリジェンス
  - 市中銀行との日々の取引から得られる、市場参加者や新たな金融商品に関する情報、およびそれ以外の様々な「ニュース」
- モニタリングとフィードバック
  - 規制対象となる金融機関と、モニタリング権限に基づいた対話を常時行い、そこから定性的な情報を得ることが可能。
- 市場情報に含まれているかもしれない偏った内容（バイアス）の大きさを測る

11

## 3. 過去の教訓: 能動的なマーケット・インテリジェンスの必要性

- 2007年のパリバ・ショック
  - 2007年7月10日にS&P とムーディーズがいくつかの住宅担保証券(RMBS)の格付けを見直すと発表
  - RMBSを担保としていた資産担保コマーシャル・ペーパー(ABCP)に関しても、AAAから格下げされることに
- こうした出来事は、2008年の世界的な金融危機の前兆に

12

## 背景

- (a) アメリカではマネー・マーケット・ファンド(MMF)は安全な金融資産だと考えられていた。
- (b) なぜ安全か？ MMFはAAA格付けの資産にしか投資できない決まりとなっていた。
- (c) MMF は欧米の銀行が設立した投資ビークル(SIV)が発行する資産担保コマーシャル・ペーパーがAAA格であったために、これに大量に投資していた。

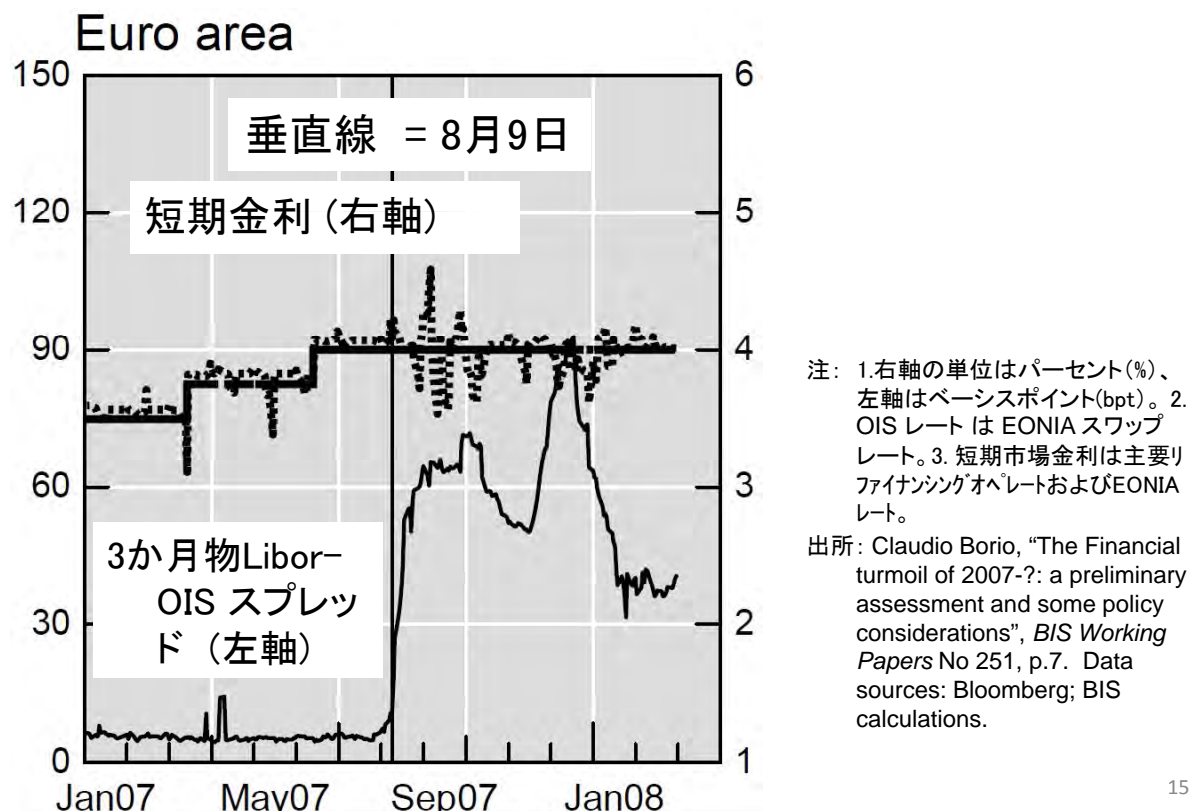
13

## 2007年8月9日までの経緯

- ABCPの発行を目的に銀行によって設立されたSIVは、突如資金繰りに困窮: BNPパリバは傘下のファンドの新規契約と解約を凍結した。
- SIVの親銀行はSIVに流動性サポートを提供する必要に直面した。
- 銀行はカウンターパーティ・リスクを突然意識するようになった。
- 8月9日、流動性が実際に枯渇: 多くの欧州系銀行は資金繰り難に直面した。

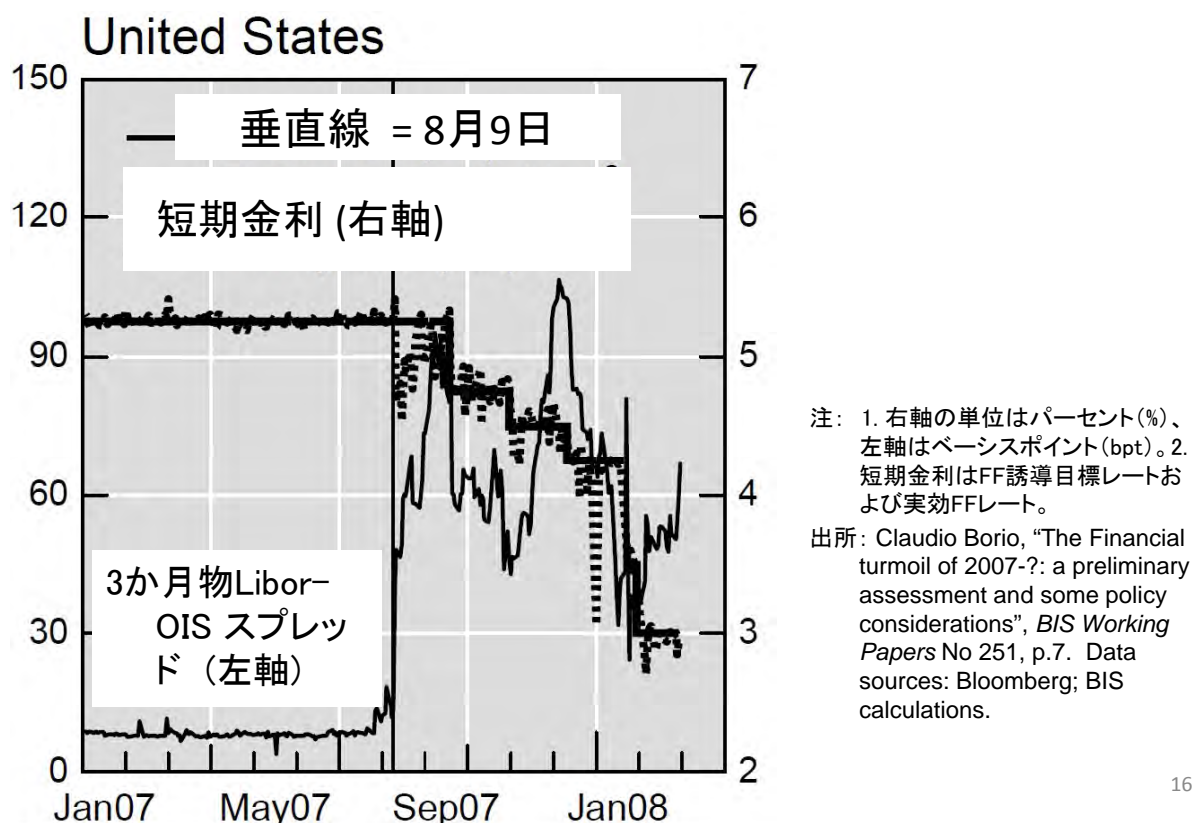
14

## 図表1：欧州インターバンク市場の過熱



15

## 図表2：米インターバンク市場の加熱



16

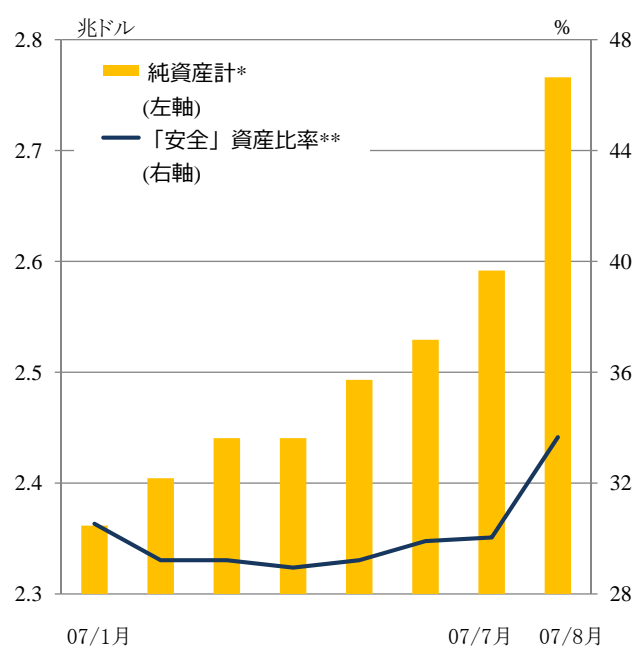


## 教訓：能動的なマーケット・インテリジェンスの必要性

- 上述の出来事を回避するために政策当局者は認識しておくべきだった点：
  - (1) MMFの投資ポジション
  - (2) MMFの法的制約
  - (3) 銀行の自行傘下SIVへの関与
  - (4) インターバンク市場における金融機関相互の結びつき
- 既存統計と日々得られるマーケット・インテリジェンスでは、上記4つの情報を収集するには全く不十分。
- しかし、危機の兆候はいくつかあり、能動的なマーケット・インテリジェンスの担当部署がこうした兆候に気づいていれば、問題の所在を発見して危機の回避に役立てることができたかもしれない。

17

## 図表3：米 MMFs の2007年上期資産



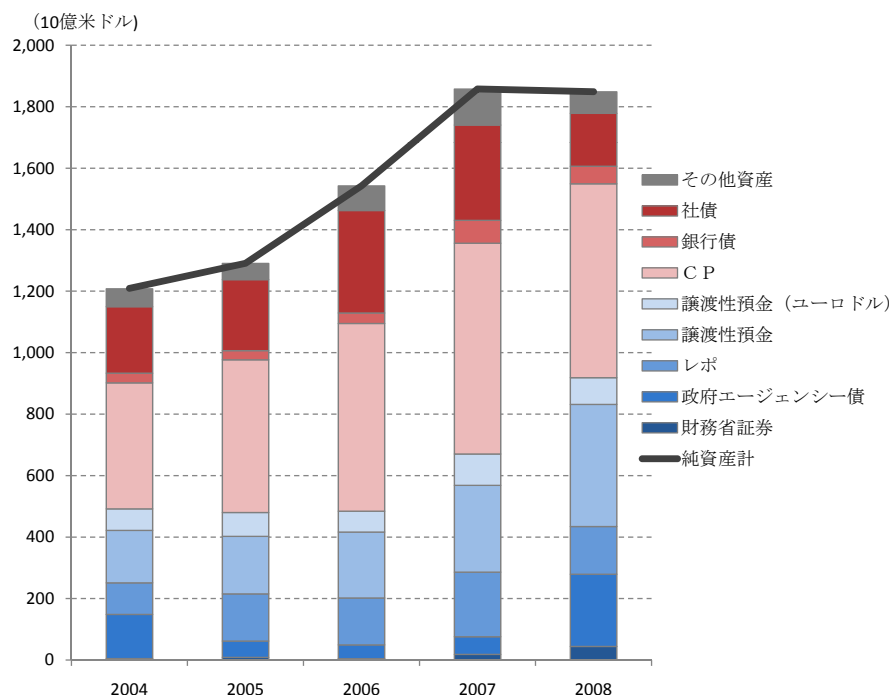
注：\* 兆米ドル。\*\* MMFの安全資産シェア（＜米国財務省証券＋米国政府エージェンシー債＋レポ＞／資産計）。

出所：Ingo Fender and Peter Hordahl, "Overview: a cautious return of risk tolerance", *BIS Quarterly Review* June 2008, p.15. Data sources: Investment Company Institute.

18

## 図表4：MMFデータ詳細

### プライムMMFの資産ポートフォリオ



注: 1. データに基づいて日本銀行がグラフを作成。2. “その他資産”は銀行手形、地方債、現金準備金を含む。3. “財務省証券”には、財務省短期証券およびその他の財務省証券を含む。その他投資信託への投資を主とするMMFを除く。

出所: Investment Company Institute, 2012  
Investment Company fact book, p177.

19

## 4. 現時点での成果：既存の市場情報の最適な活用

多くの国が国際基準に沿った不動産価格指数の作成の準備を行っている

### ➤ 住宅価格指数ハンドブック

[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/owner\\_occupied\\_housing\\_hpi/rppi\\_handbook](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/owner_occupied_housing_hpi/rppi_handbook)

1) 正確性と信頼性の向上

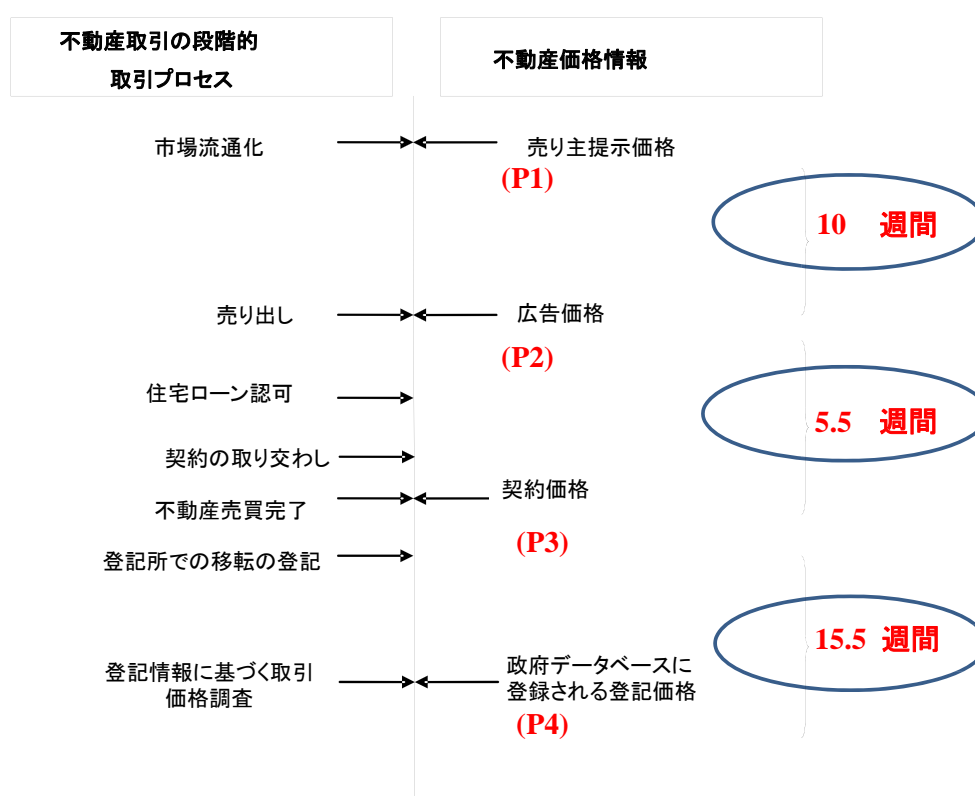
2) 市場動向に遅行

## 適時性について

- 適時性: 市場情報の最適な活用
- Nishimura, Shimizu and Watanabe (2011): “House prices at different stages of the buying/selling process,” 一橋大学物価研究センターWorking Paper No.69。  
*Property markets and financial stability*, BIS Papers No. 64, pp.29-38, March 2012も参照。
- 各取引段階とその価格情報:
  - (1) 売り主提示価格 **P1**
  - (2) 広告価格 **P2**
  - (3) 契約価格 **P3**
  - (4) 登記時点価格 **P4**

21

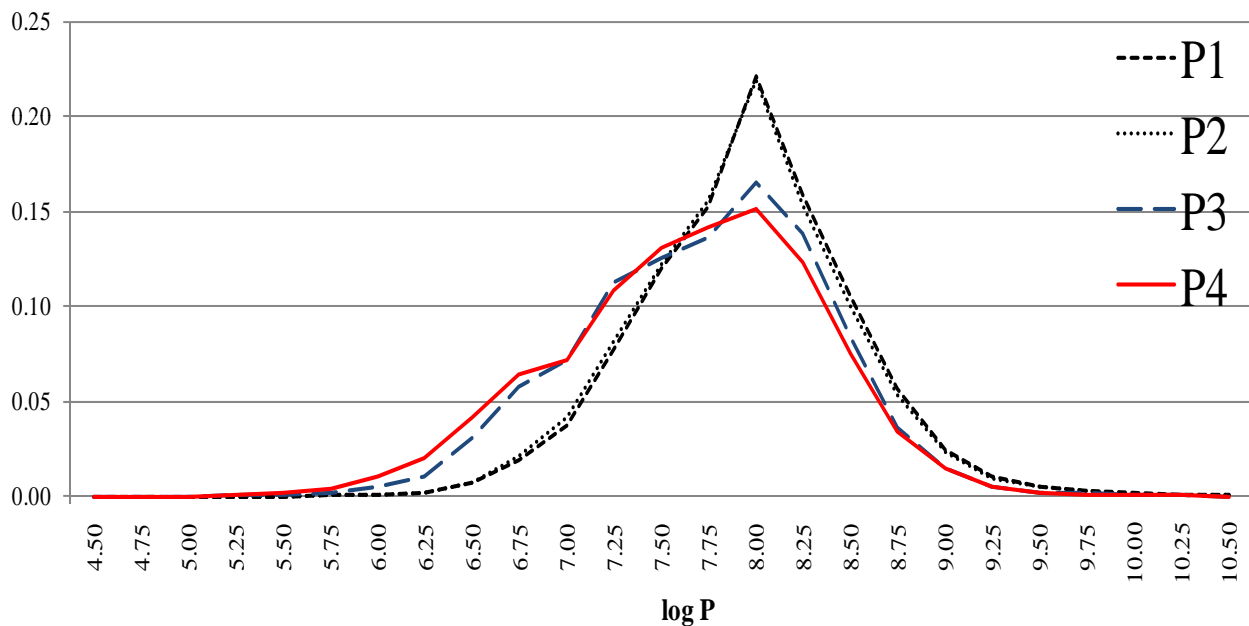
## 図表5: 取引および価格の推移



22

## 図表6：価格分布

P1、P2、P3、P4の価格密集度



23

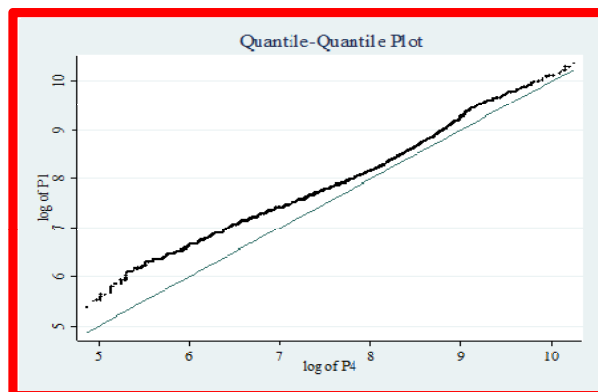
## 市場情報の最適な利用

- P1の売り主提示価格情報は適時性では望ましいが上方バイアスが存在。
- P4の登記時点価格情報は信頼性が高いが、効果的な政策決定の利用には遅すぎる。
- もっとも、P1の品質調整後価格分布（ヘドニック分位点回帰法を使う）は、P4のそれとほぼ一致する。
- 従って、P4を「ナウキャスト（now-cast）」するためにP1を利用することは可能。

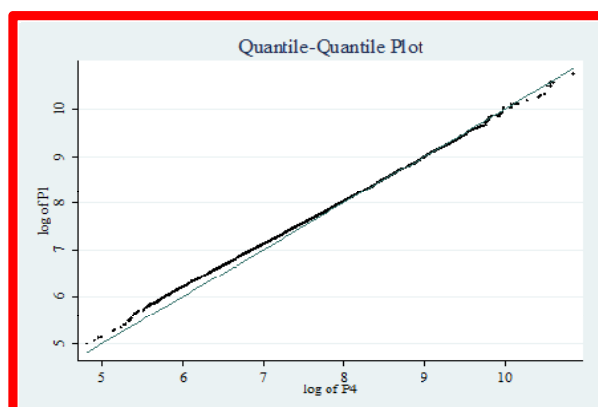
24

## 図表7: 分位点プロット

原データ



ヘドニック分位点  
回帰法による品  
質調整後価格



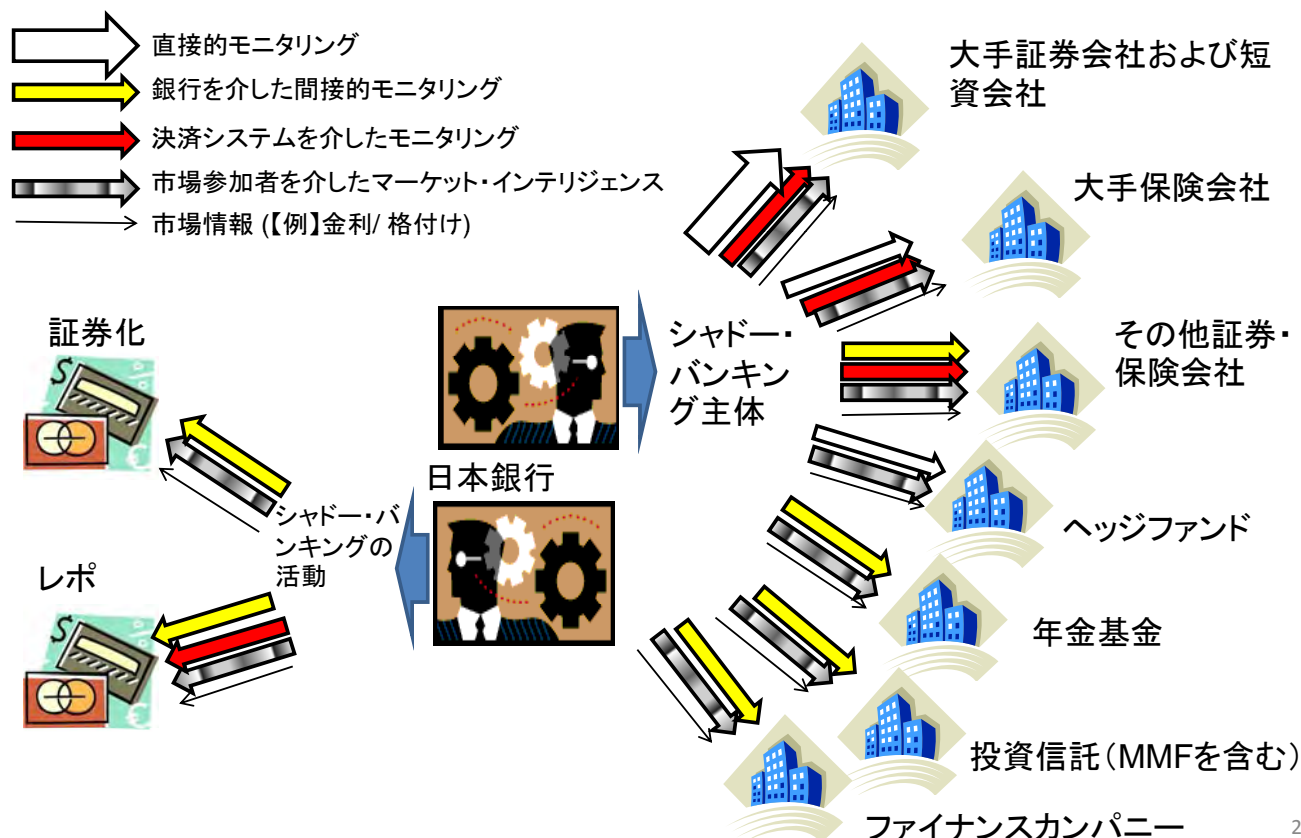
P1の品質調整後  
の価格分布は、P4  
の価格分布とほぼ  
等しい。

25

## 5. 将来の問題への備え: シャドー・バンキングと基礎的な情報の収集

- 現代のシャドー・バンキング(SB)のモニタリングの課題:
  - 市場環境や金融規制の変化に応じて、その形態を変化させたり、金融革新を生み出す
  - 様々な金融機関との幅広い連関性がある
- 中央銀行にとって、様々な情報源から得られるマーケット・インテリジェンスの活用が、先見的且つリスクに応じたシャドー・バンキングのモニタリングのカギとなる。

図表8 : マーケット・インテリジェンスの各種アプローチ



27

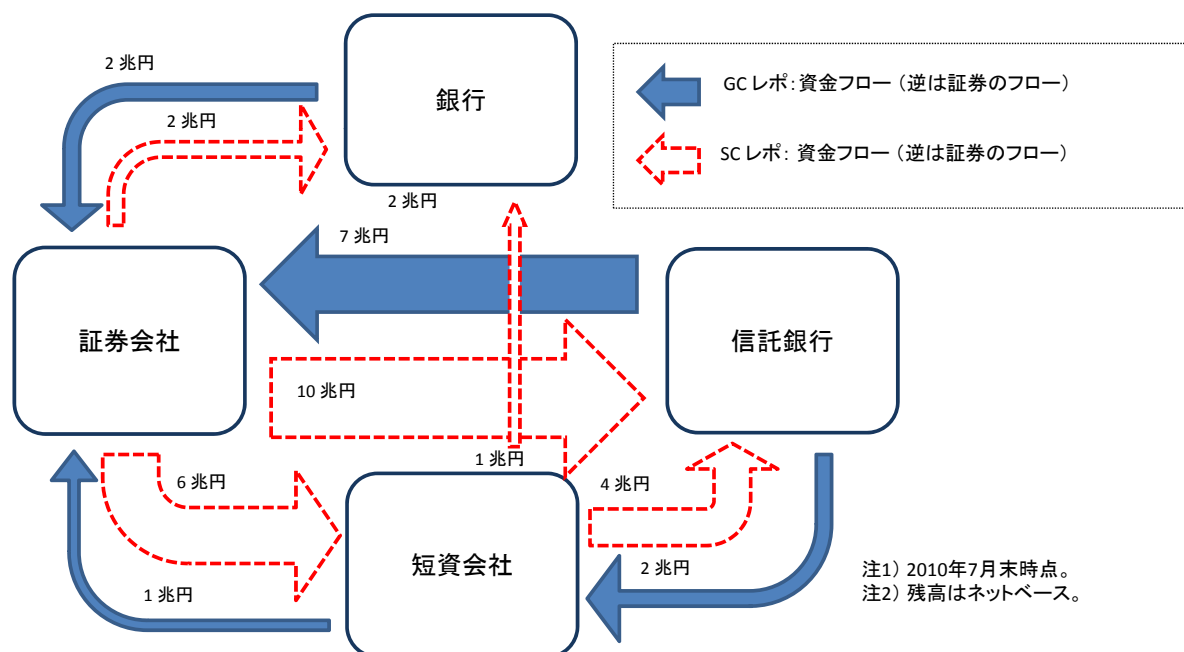
図表9 : 収集された情報のクロス・チェック

情報ソース	銀行を介した情報	市場参加者を介したマーケット・インテリジェンス	市場情報 (金利、格付け等)	決済システム
シャドー・バンキング主体				
大手証券会社および短資会社				
大手保険会社				
その他証券・保険会社				
ヘッジファンド				
年金基金				
MMFを含む投資信託				
ファイナンスカンパニー				

28

## 図表10：マーケット・インテリジェンスのフィードバック

### 「東京短期金融市場サーベイ」の結果



29

## 6. 結びの言葉

- 市場情報の収集および分析は最も重要であり、得られた情報は、経済統計と共に能動的に活用すべきである。
- 中央銀行は金融市場から貴重な情報を抽出するのに比較優位を有している。
- 中央銀行の統計の質はマーケット・インテリジェンスの活用によって顕著に向上してきた。
- 中央銀行の統計専門家は単に既存統計の質を維持することだけに秀でた専門家であってはならない。それ以上に、統計に変化をもたらし得る、ひいては世界を変容させるかもしれない兆候をも検出する、優れた「探偵」ないしは「諜報員」でもある必要がある。

ご清聴ありがとうございました

30