様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９　（共通）

科学研究費助成事業　　研究成果報告書

令和　２ 年　 ６ 月　 ５ 日現在

機関番号：３４５０４
研究種目：研究活動スタート支援
研究期間：2018～2019
課題番号：１８Ｈ０５７１１・１９Ｋ２０９０８

研究課題名（和文）米国金融政策の国際的波及経路に関する研究

研究課題名（英文）Research on International Transmission Channel of the US Monetary Policy

研究代表者
戸部　智（Tobe, Satoshi）

関西学院大学・総合政策学部・講師

研究者番号：００８２４１４５

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費）　　1,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は米国金融政策の国際的波及効果が，各国の金融市場の状況に応じて非線形的に異なる可能性を検証した．この目的を達成するために，本研究は1990年から2017年における39カ国のサンプルから構成されるパネルデータを利用した実証分析を行った．この結果，各国の国際資本流入や住宅価格は米国金融政策に密接に関連しているとされる代表的なグローバル要因に影響を受けていることが示された．更に興味深いことに，各国の資本流入や住宅価格が影響を受ける度合いは貸出成長率の大小といった各国の金融市場の動向や，先進国と新興国のどちらに区分されるのかといった各国の属性に応じて異なるパターンを示すことも明らかになった．

研究成果の学術的意義や社会的意義
従来の研究では，米国金融政策や同国の金融市場の動向が各国の国際資本流入や資産価格に対して重要な役割を果たしていることが指摘されてきた．しかし，国によって影響を受ける度合いが異なる可能性については十分に検証されてこなかった．各国の金融市場の状況や特徴に応じて米国金融政策の国際的波及効果の大きさが異なるという規則性を発見したことは本研究の貢献である．また，米国金融政策という対外的要因によって各国経済が望ましくない影響を受けるという懸念はしばしば指摘されてきた．本研究は影響を受けやすい国の特徴を明らかにすることで，望ましくない影響を抑制する方策を見つける糸口になることが期待できる．

研究成果の概要（英文）：This study investigates an international spillover effects of the U.S. monetary policy on capital inflows and asset prices, especially focusing on their non-linear effects. To achieve this end, we perform a panel regression analysis covering 39 developed and developing countries from 1990 to 2017. The results suggest that the U.S. monetary policy plays a key role in determining the dynamics of international gross capital inflows and housing prices. Notably, the effects can vary non-linearly with growth of bank credit in each economy, and the effects show a relatively clear pattern in developed countries rather than developing countries.

研究分野：金融およびファイナンス

キーワード：米国金融政策　国際的波及経路　信用供給量　国際資本移動

※科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。

様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９（共通）

１．研究開始当初の背景

米国金融政策の国際的波及効果に関する先行研究では，米国金融政策や同国の金融市場の動向が各国の資産価格や国際資本流入に対して重要な役割を果たしていることが指摘されてきた．しかし，国によって影響を受ける度合いが異なる可能性については十分に検証されてこなかった．一方で， 国内経済に対する金融政策の波及効果に関する研究では，金融政策の効果が信用供給量の大きい時に小さくなることが指摘されている．本研究ではこれと類似した関係が金融政策の国際的な波及効果についても認められるのではないかという点が問題意識としてあった．例えば，ある国の信用供給量が大きい時，その国に対する米国金融政策の波及効果は大きくなることが予想される．なぜなら，各国の膨張した金融システムの中で対外ショックの影響が増幅されると予想されるからである．以上のことを踏まえて，本研究は各国金融市場の米国金融政策から受ける影響が国内経済の状況に応じて非線形的に異なる可能性を検証することを計画していた．

２．研究の目的

本研究の目的は米国金融政策の国際的波及効果が，影響を受ける国の金融市場の状況に応じて非線形的に異なる可能性を検証することである．特に本研究では各国の信用供給量に焦点を当て，信用供給量が大きい時，その国に対する米国金融政策の国際的波及効果は大きくなることを明らかにする．また，米国金融政策の国際的波及効果が，例えば影響を受ける国が先進国と新興国のどちらに区分されるのかといった各国の属性に応じて異なるパターンを示すか否かに関する検証や，各国固有の国内要因の役割についても再検討する．

３．研究の方法

(1)基礎的なパネルデータ分析

先進国 22 カ国と新興国 17 カ国における 1990 年から 2017 年の四半期頻度データから構成されるマクロレベルのパネルデータを利用して，固定効果モデルによる分析を行った．被説明変数としては粗資本流入もしくは住宅価格成長率を，特に注目する説明変数としては恐怖指数（VIX 指数）と米国金融機関のレバレッジをそれぞれ利用した．VIX 指数と米国金融機関のレバレッジは，先行研究において各国の国内要因に相対する概念としてグローバル要因と呼ばれ，その変動は米国金融政策の動向と密接に関連していることが指摘されている変数である．

また，非線形的な効果を検証するために，上記の VIX 指数もしくはレバレッジと各国における貸出（対 GDP 比）の成長率の交差項も説明変数として導入した．さらに，国内要因として各国の代表的なマクロ変数も定式化に含めている．

(2)ローカルプロジェクション分析

変数間の動学的な関係を検証するために，ローカルプロジェクション法を利用したインパルス応答分析も行った．頻繁に採用されるベクトル自己回帰（VAR）モデルを利用したインパルス応答分析と比べて，ローカルプロジェクション法は定式化の誤りに対して頑健であるといった特徴や定式化そのものの柔軟性が高いといった利点があるため，本研究では同手法を採用した．

４．研究成果

(1)VIX 指数と米国金融機関のレバレッジの効果

VIX 指数や米国金融機関のレバレッジは総資本流入だけでなく，その内訳である各種流入（直接投資，証券投資，その他投資）に対してもロバストな影響が確認された．具体的には，VIX 指数が上昇すると，各種の国際資本流入は減少する傾向にある一方で，レバレッジが上昇すると資本流入が増加する傾向が見られた．これは先行研究と整合的であり，両変数がグローバル要因として一定の役割を果たしていることを再確認するものである．

これに加えて，VIX 指数と米国金融機関のレバレッジに関する非線形的な効果も認められた．レバレッジの国際資本流入に対する効果は貸出（対 GDP 比）の成長率が高い時期により大きくなる傾向が見られた．また，VIX 指数の上昇は各国の住宅価格に対してネガティブな影響を持つことが認められたが，その影響も貸出（対 GDP 比）の成長率が高い時期により大きくなる傾向が見られた．これらの結果は米国金融政策の国際的波及効果が各国の貸出の動向に応じて非線形的に変化しうることを示唆している．

(2)動学的な効果

VIX 指数や米国金融機関のレバレッジの変化は国際資本流入に対して即時的，かつ 2 年から 3 年程度の持続的な効果を持つことが認められた．その一方で，GDP 成長率やインフレ率といった各国固有の国内要因はその効果が明瞭でないか，もしくは 1-2 年のラグを持って作用するような傾向が見られた．これらの結果は各国固有の国内要因よりも，米国金融政策の影響が大きく関わっているとされるグローバル要因の果たす役割が大きいことを示唆している．

(3)先進国と新興国における結果の差異

VIX 指数や米国金融機関のレバレッジの影響の大きさは先進国と新興国で明らかな差は見られないものの，影響の持続性については先進国と新興国の間に差異が見られた．具体的には，VIX 指数や米国金融機関のレバレッジの影響は先進国で相対的に長く持続する傾向が見られた．米国金融政策の国際的波及効果の望ましくない影響について，特に新興国の政策担当者から，度々懸念が表明されることを踏まえると，この結果は興味深いパターンを示していると思われる．

５．主な発表論文等

〔雑誌論文〕　計0件

〔学会発表〕　計1件（うち招待講演　0件／うち国際学会　1件）

１．発表者名 Satoshi Tobe
２．発表標題 House Price and Credit Cycles: Effects of Global Liquidity and Risk Perception
３．学会等名 Australia-Japan Research Centre Seminar, The Australian National University（国際学会）
４．発表年 2018年

〔図書〕　計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

－

６．研究組織

	氏名 （ローマ字氏名） （研究者番号）	所属研究機関・部局・職 （機関番号）	備考