

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2008 ～ 2010

課題番号：20530288

研究課題名(和文)

欧州中央銀行の金融政策の実証分析—クロノジカル分析と計量分析の融合—

研究課題名(英文)

Empirics of monetary policies by European Central Bank; a fusion of chorological and time-series analysis

研究代表者 高屋 定美 (TAKAYA SADAYOSHI)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：60236362

研究成果の概要(和文)：

本研究は、欧州中央銀行の金融政策を総裁のプレスステートメントに着目し、その内容や言葉によって、金融市場がどのように反応するのか、ステートメントが公開された後の金融政策が実際にどのようなようになったのかを実証的に明らかにした。それにより、いくつかのキーワードが欧州中央銀行の将来の金融政策スタンスを予測する上で重要になることが明らかとなった。また、あわせて時系列分析を行い、金融政策スタンスがどのようなマクロ変数で変化したのかを検証した。

研究成果の概要(英文)：

This study explores empirics of monetary policy of European Central Bank (ECB) by focusing on press-statements by ECB governor. We estimate changes of stances of the ECB with press-statement. As a result, we find some words are significant on forecast of ECB's monetary policy stances.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,600,000	480,000	2,080,000
2009年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2010年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	3,500,000	1,050,000	4,550,000

研究分野：経済学

科研費の分科・細目：財政・金融

キーワード：欧州中央銀行、金融政策、アナウンスメント、プレスステートメント、テイラー・ルール

1. 研究開始当初の背景

(1) ユーロを誕生させた後、その金融政策を行っている欧州中央銀行が、どのように金融政策の維持、変更を金融市場に対してコミュニケーションを図っているかは、金融政策の効果を検証する上でも、重要な視点と考える。(2) また金融自由化が実現し、様々なプレイヤーが金融市場で活動する中で、金融政策を有効に機能させようとするれば、どの中央銀行

も金融市場との対話の努力が欠かせなくなっている。米国や日本では記者会見だけでなく政策決定の透明性を図るために政策決定プロセスの議事録を公開している。しかし、欧州中央銀行では、それを行っていないため、記者会見内容が、市場との対話では重要な役割を果たしている。そこで、記者会見での言葉を手掛かりに金融政策の実現と効果を検証することには意義があるものといえる。

2. 研究の目的

(1) 本研究の目的は、1999 年以降の欧州中央銀行による金融政策を、計量経済学的手法による実証的研究とあわせて、様々な公表資料・データに基づいたクロノジカルな分析を融合して、検証することにある。国内外ともに従来にはない、このような方法を用いることにより、金融政策に関する欧州中央銀行の意志決定を明らかにし、詳細に政策決定過程を再現することを目的とする。それを通じて、金融政策を決定する上で欧州中央銀行が直面する課題を明らかにし、政策提言へと結びつけるのが、本研究の目的である。

(2) また、クロノジカル分析とともに、従来の金融政策の時系列分析も行い、金融政策、特に政策金利の水準がユーロ圏および、ユーロ圏各加盟国に妥当な水準に推移したのかどうかを検証することも目的である。

(3) 研究期間内で明らかにしようとするのは、時系列的なイベントの生起を重視しながら、欧州中央銀行の金融政策がどのような経済状況に依存して動いているのかという金融政策の変更の要因である。また同時に、どのような要因では欧州中央銀行の金融政策は変化がなかったのかということも、明らかにする予定である。

欧州中央銀行は、マーストリヒト条約やその定款でも定められているように物価安定を重視している。そのため欧州中央銀行の物価への関心度がどの程度かを推定することが市場関係者の関心事ともいわれている。まず、本研究でもそれが実証的に裏付けられるのか、またどの時点でのイベント、経済環境の変化が、欧州中央銀行の物価への認識の変化をもたらしたのか、詳細に検討する。

3. 研究の方法

(1) 本研究の方法は、年次ごとの欧州中央銀行の金融政策をクロノジカルに検証する。それを行うことで、従来の研究では明らかにならない詳細な欧州中央銀行の金融政策評価を行うことができたものと考え。計量モデルによる実証研究のみでは、経済環境を所与としたもとで時系列データによる検証となるが、現在のユーロ圏の経済環境は大きく変貌している。例えば、ユーロ導入後もリスボン戦略に沿った構造改革が進みつつあり、それがユーロ圏経済をより自由な経済構造に変化させつつある。また 2005 年に中東欧ならびに地中海諸国が EU に加盟し、2007 年にはスロベニアがユーロを導入し、さらには 2008 年にマルタ、キプロスがユーロ導入を決定しており、過去の時系列データを用いた研究だけでは欧州中央銀行の金融政策の評価を適切に行うのには不十分であると考えたからである。そこで、本研究で提唱する、時

系列ごとにイベントを追いながら、それへの対応を分析するクロノジカルな研究は有効であったといえる。

(2) 具体的には、記者会見(Press release)をもとに欧州中央銀行総裁の言葉の中で重要な words をピックアップし、それと政策金利との関係を回帰した。また、時系列分析では、テイラー・ルールを適用し、各国が適正と求める金利水準と、実際の ECB による金利水準との乖離を推計する。

4. 研究成果

本研究の成果は以下の通りである。

(1) クロノジカル分析

まず、欧州中央銀行の総裁による記者会見内容より、次のようなワードをピックアップし、左に示したようなスコアを付してデータベース化した。

インフレに対する警戒

5 Vigilance (強い警戒)

4 in a state of heightened alertness (警戒感が高まった状態)

3 Monitor very closely (深く注視する)

2 Enhanced monitor

1 Careful monitor (注意深く監視する)

1 Monitor closely (注意深く監視する)

1 counter upside risk to price stability

1 very accommodate

0 appropriate (中立的)

-1 decreases of upside risk to price stability

景気に対する判断

1 overheat (加熱)

0 soundness (健全)

-1 slowdown (減速)

-1 atrophy (萎縮)

-1 weak (弱含み)

-1 downside (下ぶれ)

データベースは、それらの言葉が発せられた会見の期日と、スコア、そしてワードで構成される。

このワードデータベースによるスコアと、政策金利の変化とをそれぞれ多項選択ロジット分析により回帰させ、記者会見内容が政策金利の変化のアナウンスメントの効果があるのかを検証した。

その結果、vigilance という言葉の場合、有意に政策金利の引き上げを示唆している。すなわち、vigilance という言葉が記者会見場、述べられた次の月の ECB の金融政策決定会合では金利が引き上げられている。これは vigilance が、金利引き上げを金融市場関係者に予測させるという点では、非常に有効に機能してきたといえる。したがって、金融市場関係者は記者会見内容を重要なアナウン

スと考え、彼ら自身の行動の情報源としてきたものといえる。

しかし、in a state of heightened alertness、Monitor very closely に関しては、必ずしも有意な結果は得られず、このワードだけでは金利変更結びつかないことが分かった。ただし、それらの言葉が述べられた後、vigilance のワードを用いることがしばしばあり、結果として、これらの言葉が、欧州中央銀行の金利変更のアナウンスになりうることを示唆している。

また、その他の言葉に関しては有意な結果は得られず、それらの言葉がアナウンスメントとしての即時性と効果は薄いといえる。そこで、時差相関分析を行ったが、有意な相関は得られないままであった。この点は、今後の課題として、さらなる分析を行いたい。

また、ECB の総裁は分析期間の 10 年で二人がその地位に就いた。初代のドイセンベルク総裁の場合、記者会見での簡潔な回答が簡潔すぎて真意がわかりにくく、かえって不必要な憶測を生んだ面があったと言われている。一方、現在のトリシェ総裁の質疑応答のスタイルは、多くの言葉を尽くして説明し、かつ、すきをまったく見せないという評価が金融市場関係者にはある。総裁の資質によって、与えるべき情報の質も異なる可能性がある。たしかに、今回の分析でも、本研究でピックアップしたワードの登場する頻度も、ドイセンベルク総裁の時は少ないが、トリシェ総裁の時期には、多いことが分かる。その点でも市場との対話をトリシェ総裁が重視してきたことを示唆する。かつ、そのメッセージ通りに政策変更を行う頻度も高く、市場からの信認を欧州中央銀行は得られたのではないかと推察する。

(2) 時系列分析

また時系列分析に関しては、テイラー・ルールをもとに欧州中央銀行の行った政策金利の水準が、どのようなマクロ経済変数に反応したのかを推計した。これに関しては、政策金利として、ユーロオーバーナイト金利指数を非説明変数とし、インフレ率と、実質経済成長率、そして 1 期前の金利を説明変数とした。

その結果、政策金利は有意にインフレ率に反応することがわかった。このことは、既発の研究とも一致する点であるが、先ほどのアナウンスメントに対応して、インフレ率に欧州中央銀行が反応することを示唆している。言い換えれば、アナウンスメントは、インフレ率に対して警戒することを述べてきたと言える。

そして、金融市場も ECB 総裁の記者会見での言葉を通じて、ECB がどのようにマクロ経済の変化をとらえ、さらには、どのように金

融政策が変化するのか、を予測してきたものといえる。

(3) さらに、本研究では、2008 年に起きた世界的な金融危機に対して、欧州中央銀行がどのように対処したのか、そしてそれが有効であったのかを検証している。特に、欧州中央銀行は非標準的金融政策を行ってきたが、その効果に関しては、まだ研究途上の分野である。そこで、本研究の手法を活かし、量的緩和政策についても研究を行った。ただし、時系列分析を行うにはサンプルが少ないため、統計的に一般化できる結論は得ていないものの、株価を通じて、量的金融政策が有効であったことを、VAR 分析を通じて示唆している。また、この研究の成果の一部として『欧州危機の真実』(単著、東洋経済新報社、2011 年)を発売している。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2 件)

①高屋定美、世界金融危機下での EU、比較経済研究、47 巻 2 号、pp.27-37,2010 (査読あり)

②Takaya Sadayoshi, Stock Market Turmoil and Macroeconomic Disturbances in Japan, Kansai University Review of Business and Commerce, 11,2008,pp.47-62(査読なし)

[学会発表] (計 4 件)

①高屋定美、世界金融危機と EU 経済政策、比較経済体制学会、2009 年 10 月 24 日、立命館大学。

②高屋定美、EU における金融危機とマクロ経済政策、日本国際経済学会、2009 年 12 月 12 日、大阪産業大学。

③高屋定美、潜在的需要に応じた高等教育供給プログラムの合理性とその検討 ―センの「潜在能力アプローチ」を応用して―、日本高等教育学会、2009 年 5 月 23 日、長崎大学。

④高屋定美、国際資金フローと国際通貨制度―ネットワーク分析による通貨競争の視点から―、日本国際経済学会第 67 回大会、2008 年 10 月 11 日、兵庫県立大学。

[図書] (計 5 件)

①高屋定美、他、勁草書房、世界経済・金融危機とヨーロッパ、2011、24

②高屋定美、他、ミネルヴァ書房、現代ヨーロッパ経済論、2011、24.

③高屋定美、他、中央経済社、地域金融システムの分析、2009、36.

④高屋定美、ミネルヴァ書房、EU通貨統合とマクロ経済政策、2009、205.

⑤高屋定美、関西大学出版部、ユーロと国際金融の経済分析、2009、180.

[その他]
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

高屋定美 (TAKAYA SADAYOSHI)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：60236362

(2) 研究分担者 ()

研究者番号：

(3) 連携研究者 ()

研究者番号：