

令和元年6月24日現在

機関番号：32641

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K17093

研究課題名（和文）国際金融市場における信用収縮が新興国労働市場と物価に与える影響

研究課題名（英文）Impacts of international credit crunch on labor market and price in emerging economies

研究代表者

中村 周史（NAKAMURA, CHIKAFUMI）

中央大学・総合政策学部・准教授

研究者番号：70612571

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、国際金融市場を通じた資金フローが新興国経済、特に交易条件の変化を通じて労働市場に対して与える影響を分析した。分析の結果、新興国における為替変動の物価に対する浸透率が低い場合、一時的な国際金融市場のショックであっても実質賃金の調整はゆっくりと行われるため、持続的に失業率の上昇が生じることが示された。これは、政策当局はマクロ経済の安定化のため、国内の労働環境の摩擦だけでなく、浸透率も考慮した政策運営を行う必要があることを示唆している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の主たる貢献は、国際金融市場における資金フローの変化が、新興国経済の労働市場に対してどのような影響を及ぼすかを定量的に分析したことにある。これは国際金融の分野では殆ど議論されてこなかったテーマであり、昨今の先進国における金融危機が新興国経済の労働市場に長く深刻な影響を与えてしまう仕組みに対する理解と、それに対する政策的な対処を与えるものである。

研究成果の概要（英文）：This research analyzes impacts of fluctuations in international capital flows on emerging economies, especially labor market via changes of terms of trade. Our results suggest that in the case of low exchange rate pass-through, a temporal shock in the international financial market causes a persistently high unemployment rate due to gradually adjusted real wages. It implies that authorities in emerging economies must also consider the exchange rate pass-through rate in addition to domestic labor market frictions to stabilize macroeconomic volatility.

研究分野：国際マクロ経済学

キーワード：国際信用収縮 国際金融

1. 研究開始当初の背景

2009年のギリシャ政権交代によって発覚した財政問題に端を発する債務危機が、南欧からユーロ圏、その後欧州経済全体へと波及し、各国で流動性の低下や経済成長の鈍化が発生した。この影響は単にユーロ圏にとどまることはなく、世界経済におけるユーロ圏の高いプレゼンス、特に国際金融市場における圧倒的シェアの大きさから世界中に拡散された。現在、危機そのものはユーロ圏他国や欧州中央銀行、さらには国際通貨基金からの支援融資を各国が受けることで小康状態にあり、一部では徐々に回復の兆しを見せつつあるとはいえ、域外の新興国経済とその成長に与えるこの危機の複雑な影響は、依然として根深く残っている。中でも、中東欧諸国ではこの危機の当該国の回復とは対照的に、深刻な事態が継続している。2013年の地域平均で不良債権比率が12%近く(世界平均は4%)に達し、それまでの欧州経済の原動力と呼ばれた高い経済成長率は急落、ハンガリーやチェコではマイナス成長にまで陥った。

こうした中東欧諸国での経済の急落の原因となったものが、家計および企業による外貨建て資金調達とユーロ圏の主要銀行が行ったデレバレッジである。デレバレッジとは信用をもとに自己資本を大きく上回る規模の資金を運用するレバレッジ投資が引き揚げられ、逆回転する現象を指しており、この対象国マクロ経済では大幅な信用収縮が発生する。デレバレッジは、企業や家計の経済活動、証券等の資産価格に大きな影響をもたらすことになる。とりわけ大きな問題となるのは貸出資産である。欧州銀行の持つ対外与信残高は米国を遥かに大きく上回っており、世界最大の国際金融仲介機能を果たしている。上述のハンガリーでは、2013年第1四半期だけでGDPの23%に相当する与信が減少し、その後も与信は減少を続けているため深刻な状況にある。中東欧全体で見ても、欧州銀行の同地域向けの貸出残高は、2012年第2四半期では前年同期比で13%程度減少しており、これは世界金融危機後の与信圧縮に匹敵する大きさである。

さらに、このような急激な資金流出は急激な為替変動を伴うことになる。これは自国通貨の急落であり、貿易開放度が高く、輸入品の占める割合も高い新興国経済の物価に大きく影響を与えることになる。また、新興国通貨の減価は外貨建て負債を自国通貨建てで膨張させてしまうため、自己資本比率が急速に悪化し、資金繰りが困難となる。Calvo and Reinhart (2002)では、このような貿易・金融両面において新興国が直面している為替変動の脅威をFear of Floatingと呼んでいる。これらの結果、特に中東欧においては危機の当該国でないにもかかわらず、マクロ経済の大きな混乱と失業率の急上昇が発生したのである。

この危機の最中、先進各国においても急速に失業率が高まったことで、金融政策目標としても取り上げられるようになり、世界中の中央銀行で政策分析手段として用いられてきた動学的一般均衡モデルにも、Blanchard and Gali (2010)やGertler and Trigari (2009)、Monaceli, Perotti, and Trigari (2010)、Gali (2011)のように労働市場の摩擦を組み込み、失業の動きを再現する取り組みが行われ始めた。しかしながら、こうした新興国が直面する複雑な問題と労働市場との関係は動学一般均衡の観点からは明らかではなく、そこで採るべき効率的な金融政策や為替運営についても示した研究はない。

2. 研究の目的

上記背景を踏まえ、本研究は、先進国の経済環境の急変により発生する資金流出が、国際金融市場を通じて新興国経済の労働市場に与える影響、およびこうした経済における失業率と物価の関係について明らかにし、その下で効率的な金融政策運営を行うための政策的含意を与えること、を目的とする。

3. 研究の方法

この目的のため、本研究では、二つの手法を使って実証的、理論的な分析を行っている。まず、先進国における信用収縮や金融政策変更に伴うショックが国際金融市場を通じて新興国経済にどのように波及するかを分析するため、Dynamic Factorモデルを用いて資金流入の共通因子と個別因子を識別する。このうち、新興国経済に共通して影響する前者に焦点を当てることで、先進国でショックが発生した際に新興諸国の通貨価値に対してどの程度影響を与えるのかを検証する。次に、そのような為替相場変動が新興国経済にどのような影響を与えるのかを検証するため、労働市場を備え、不完全な為替浸透率など新興国の特徴をとらえた動学的一般均衡モデルを構築し、シミュレーションによる分析を行う。

4. 研究成果

本研究の成果は大きく二つに分けることができる。一つは、先進国における金融政策の変更に伴う資金流入の変化が、新興諸国の為替相場に与える影響についてであり、もう一つは、国際金融市場におけるそうしたショックが新興国マクロ経済、とりわけ労働市場に与える影響とその際に採るべき政策の示唆である。

(1) 上述の Dynamic Factor モデルを用いて、東アジア新興国において先進国で生じたショックに伴う資金流出入が当該国の為替相場にどのような影響を与えるのかを分析した。この分析では、各先進国の貨幣残高の変化が国際金融市場における新興国為替相場変化の共通因子に影響し、それが各為替相場をどの程度動かすのかをインパルス応答関数を用いて推定した。その結果、先進国でのショックは国際金融市場における資金フローの変化を通じて、有意に為替相場とその分散に影響することを明らかにした。ただし、その程度は貿易開放度や金融開放度だけでなく、各新興国の採る金融政策や為替政策に依存しており、特にインフレーション・ターゲティングを導入している国は、CPI の変動を抑えるために自国金利を変更するため、実効為替相場で見ると他の新興国とは逆方向へ通貨価値が変化することが確認された。

(2) 次に、このような先進国経済における資金フローの変更が、国際金融市場を通じて新興国経済にどのような影響を与えるのかを構造的に理解するため、失業を考慮した小国開放経済型の動学的一般均衡モデルの推計およびシミュレーションを行った。これにより、新興国経済における物価と失業率の関係について、以下のことが明らかとなった。

まず、市場別価格設定行動が強く為替相場変化の物価への浸透率が低い経済では、輸入価格の調整が遅くなり、消費者物価水準の調整も十分に起こらないため、実質での賃金調整が遅れ、実質賃金が高止まり、労働市場で需給ギャップが生じたままになってしまう。そのため、国際金融市場におけるショックが一時的なものであっても、持続的に失業率を悪化させ続け、経済厚生を低下させる効果を持つ。こうした結果は、労働市場の摩擦となっている実質賃金の調整の遅れとそれにより発生する失業に関し、開放経済下では名目賃金の粘着性のみならず、為替相場変動の浸透率も寄与しており、政策当局者はこれを考慮して政策目標を設定する必要があることを示唆するものである。

また、労働市場環境の流動性や為替の浸透率によっては、政策ルールに失業率水準だけでなくその変動を考慮することが効率的なマクロ経済の安定に資することも示された。こうした結果は、閉鎖経済における同様の研究結果を支持するものであると同時に、為替の浸透率と労働市場、金融政策の関係について新たな示唆を与えるものである。

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 4 件)

- (1) Chikafumi Nakamura, “Exchange rate risks in a small open economy,” *Journal of Financial Economic Policy*, 査読有, Vol. 8(3), pp.348-363, 2016.
- (2) Chikafumi Nakamura, “Impacts of US Quantitative Easing on East Asian Currencies,” *The Paper Collection of International Conference on Applied Financial Economics (Proceedings)*, 査読有, CD-ROM, 2016.
- (3) 中村周史, 「金融危機管理としてのFRBの量的緩和と通貨スワップ協定」, 『日経研月報』, 査読無, 第454号, pp.16-25, 2016.
- (4) 室元翔太・中村周史, 「米国の量的緩和政策による外国為替市場への影響」, 『総合政策研究』, 査読無, 第24号, pp.83-90, 2016.

〔学会発表〕(計 5 件)

- (1) 中村周史, “ Impacts of US Quantitative Easing on East Asian Currencies, ” 2016 年 10 月, 日本国際経済学会第 75 回全国大会, 中京大学.
- (2) 中村周史, “ Impacts of US Quantitative Easing on East Asian Currencies, ” 2016 年 9 月, 日本経済学会 2016 年秋季大会, 早稲田大学.
- (3) Chikafumi Nakamura, “ Impacts of US Quantitative Easing on East Asian Currencies, ” 2016 年 7 月, International Conference on Applied Financial Economics, Shanghai University.
- (4) 中村周史, “ Impacts of US Quantitative Easing on East Asian Currencies, ” 2016 年 3 月, 日本国際経済学会九州・山口地区研究会, 西南学院大学.
- (5) 室元翔太・中村周史, 「米国の量的緩和政策による為替レートとその変動についての国際波及

分析」, 2015 年 11 月, 日本応用経済学会 学会創立 10 年記念大会, 獨協大学.

〔図書〕(計 2 件)

- (1) 中村周史, 「金融危機管理としてのFRBの役割 - 量的緩和政策と通貨スワップ協定」, 『世界金融危機後の金融リスクと危機管理』, 小川英治編, 東京大学出版会, pp.169-190, 2017.
- (2) 中村周史, 「ユーロ圏危機が世界のマクロ経済に及ぼす影響」, 『ユーロ圏危機と世界経済 / 信頼回復のための方策とアジアへの影響』, 小川英治編, 東京大学出版会, pp.131-154, 2015.

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

名称 :
発明者 :
権利者 :
種類 :
番号 :
出願年 :
国内外の別 :

取得状況 (計 0 件)

名称 :
発明者 :
権利者 :
種類 :
番号 :
取得年 :
国内外の別 :

〔その他〕

ホームページ等

6 . 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名 :

ローマ字氏名 :

所属研究機関名 :

部局名 :

職名 :

研究者番号 (8 桁) :

(2) 研究協力者

研究協力者氏名 :

ローマ字氏名 :

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。