

令和 2 年 6 月 18 日現在

機関番号：24402

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03697

研究課題名(和文) 不況下の財政金融政策に関するマクロ実証分析

研究課題名(英文) Empirical analysis on unconventional monetary policy and discretionary fiscal policy after the global financial crisis

研究代表者

久保 彰宏 (Kubo, Akihiro)

大阪市立大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：90554882

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、2008-9年のグローバル金融危機発生以降、新興市場国が実施した「裁量的財政政策」と「非伝統的金融政策」の政策効果を定量的に検証することを目指した。「非伝統的金融政策」の一つとして外国為替介入を内生的に組み込んだ研究からは、分析対象国が変動相場制を採択している一方、実質的には強い為替管理の性格を持つ政策スタンスが明らかとなった。一方で、「裁量的財政政策」の効果検証において実証分析結果の頑健性は担保できなかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

金融危機発生後のマクロ経済構造について、外国為替介入を導入することでモデル化できたことは同分野における貢献と言える。しかしながら、財政政策を分析モデルに組み込む際の定式化は既存研究では頑健性が担保できないことも明確となった。また、今後の主に財政政策の出口戦略について、当該サンプルのデータを入手できるタイミングでの再検証が望ましいため、今後の課題として研究継続を行うべきと考えられる。

研究成果の概要(英文)：This study aimed to explore empirically the impact of unconventional monetary policy and discretionary fiscal policy emerging market countries after the global financial crisis, in 2008-9. As one of the unconventional monetary policy, I insert the equation of the foreign exchange reserve behavior in the model to examine the degree of monetary authority's "fear of floating." The results showed that all sampled monetary authorities adopted a de facto managed floating exchange rate regime. While, I found the lack of robustness in the empirical results of the effect of discretionary fiscal policy.

研究分野：国際マクロ経済学

キーワード：外国為替介入 マクロ経済政策

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

2008年に発生したグローバル金融危機はマクロ経済政策に関するいくつかの興味深い論争を引き起こしたが、その中でも裁量的財政政策の役割は未だ長く続く議論の一つであった。物価や賃金が粘着的であれば、オープンエコノミーでのマンデル・フレミング(財政政策は機能しないという)理論は成立しないと、世界同時不況下のようなケースにおいては裁量的財政政策の有用性が理論的に肯定された(例えば、Eggertsson & Kurgman, 2012)。ただし、実際には大規模かつ多様な非伝統的金融政策も同時に採用されていることが重要とも指摘されていた(例えば、Blanchard, et al., 2013)。とりわけ、外国為替介入は広義の意味において非伝統的金融政策の一つと見なされ、裁量的財政政策との併用効果については広く検証が望まれていた。

さて、大規模金融緩和下の裁量的財政政策の有用性に対して、近年マクロ経済理論ではスタンダードになりつつある新しい開放マクロ経済学(NOEM)に基づいた実証研究は当初、さほど多くはなかった。その点において、本研究はシミュレーション分析の基盤に小国開放・構造マクロモデルを採用することから、上述のテーマにNOEM的アプローチを行う数少ない研究の一つになると考えられた。さらに、モデルには外国為替介入の影響も組み込む拡張を行うことで、非伝統的金融政策の一つとしての通貨政策が与える影響についても同時に検証することが見込まれた。

また、裁量的財政政策実施「後」の財政赤字とマクロ経済の関係についても研究が蓄積されつつある中で、最終的な裁量的財政政策の是非について明確な答えはまだ出ていなかった。危機収束後に財政健全化が達成されない場合、マクロ経済の安定は将来的に大きなリスクを纏うとされた(例えば、Alesina & Ardagna, 2009)。緊縮財政時に、金利低下や通貨安の経路からマクロ経済の安定を継続させることは可能なのだろうか。実際、申請者の既存研究においても新興市場では外国為替介入の効果がグローバル金融危機時よりも危機収束後に強く確認されており、通貨政策が財政健全化を目指すサプリメントとしての役割を担っていることがわかってきた。本研究は、危機収束後の緊縮財政と外国為替介入の組合せがマクロ経済へいかなる影響を与えたかについても検証を試みる試金石となりうる。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、当該危機の発生以降、各国がマクロ経済回復のために実施した「裁量的財政政策」と「非伝統的金融政策」の組合せによる一連の政策効果を定量的に検証し、その政策インプリケーションおよび教訓の抽出を試みることであった。また、危機からの回復が各国で概ね肯定される一方、今後はその大規模な財政赤字による将来の景気後退リスクが懸念された。したがって、出口戦略としての財政健全化が各国のマクロ経済安定にどのような影響を与えたのかについても検証し、本研究の政策インプリケーションを補完するよう試みる。より具体的には、以下の通りである。

(1) 世界同時不況という異常事態において、ケインジアン的政策はどの程度各国のマクロ経済を回復させたのだろうか。モデルの推定結果をもとに、まずは外生的に財政政策ショックを挿入した動学IS曲線の推定結果を危機の前後で比較検証し、裁量的財政政策の効果を定量的に明らかにする。次に、外貨準備を組み込んだ為替レート式を検証し、外国為替介入の非伝統的金融政策としての役割を議論する。その後、裁量的財政政策がマクロ経済変数といかなる関係にあるのかを明らかにするため、推定したモデルを用いてシミュレーション分析を行い、外国為替介入を含めた政策ショックの波及経路について検証する。なお、小国においては、グローバル化による大国のビジネスサイクルの影響が国内の政策効果よりも強いケースが考えられる。したがって、大国の生産(グローバルビジネスサイクル)ショックによる小国への影響もシミュレーション分析によって明らかにする。

(2) 危機収束後、財政赤字の健全化に際し、マクロ経済の安定は維持されるのだろうか。緊縮財政と外国為替介入の組合せがマクロ経済へいかなる影響を与えたかについて明らかにする。また、時系列分析を用いて税収と財政支出の因果性を検証し、出口戦略としての財政健全化がそもそも達成されているのかどうかについても明らかにする。一方で、名目上の(de jureな)政策スタンスについて文献調査ならびに当局へのヒアリングを研究成果へ取り入れ、実質上の(de factoな)政策運営との整合性についても議論する。制度的に政策が実施されても、残念ながら結果的に達成が困難であったケースがあるかもしれない。最終的に、グローバル金融危機後の裁量的財政政策の有用性を議論し、今後再発するかもしれない同様の国際マクロ経済ショックに対する政策インプリケーションと教訓を抽出する。

### 3. 研究の方法

本研究は当初、分析対象国として小国開放経済でありインフレーション・ターゲットを採用している新興市場国を中心に、データ収集が可能な限り採用を予定した。これらの国々においては、グローバル金融危機以前のマクロ経済政策は金融政策、とりわけインフレーション

ン・ターゲットが議論の中心であったため、危機発生以降の裁量的財政政策の効果を対比・抽出しやすい。また、分析に採用するマクロ経済モデルには小国開放に拡張した動学的確率的一般均衡 (DSGE) モデルを、そのパラメーター推定には近年注目を集めるベイズ推定を利用した。なお、比較検証のため、危機以前・以降のサンプル期間をそれぞれ用いる予定であった。一方で、実証分析から得られる政策インプリケーションの解釈に実務との整合性を持たせるため、分析対象国のエコノミストや当局担当者へのヒアリングにも注力する。

グローバル金融危機は、マクロ経済政策運営において景気刺激策としての裁量的財政政策の有用性を再考させるに至ったが、同時に、為替レートの急激な変動など資産市場のダメージに対するアプローチとして(広義の)非伝統的金融政策の重用についても示唆した。本研究では、裁量的財政政策と外国為替介入の効果について同時に検証するが、分析面での技術的な点も考慮すると、当該分野における本研究の位置づけは非常に試験的かつ挑戦的なものとなろう。なお、外国為替介入は非伝統的金融政策の中でも政治色の強い政策とされ、市場メカニズムに基づく従来の研究に国際政治的要素を取り入れるという意味において、その分析は本研究の貢献となる。また、本研究は裁量的財政政策の出口戦略についても検証を行うことで、ケインジアン的政策の有用性に対する最終的な結論を導くことが可能となる。ここでも、緊縮財政をサポートするマクロ経済政策として外国為替介入の役割が同時に検証されるが、分析対象には為替レートの変動に敏感な新興市場が多く含まれており、ある程度明確な結論が導かれると予想される。本研究は、危機時に求められるマクロ経済政策の総合的な調和について、より現実的な政策提言を導くと考える。

#### 4. 研究成果

研究目的ごとに成果を以下の通りまとめた。

(1) 最初の論文では、インドネシア、韓国、タイといったインフレターゲットを採用した各国中央銀行がアジア通貨危機後に為替レートに対してどのような金利変更による政策対応をとっていたかを分析の中心とした。ベイズ推定によって導いたDSGEモデルとデータとの整合性から政策フレームワークの妥当性を検証した。得られた結果として、まず中央銀行は変動相場制下においても為替レートへ反応していた。次に、タイはとりわけ生産(経済成長)よりも為替レートへの対応を重要視していた。さらに、インドネシアと韓国も、タイほどではないが、中央銀行が為替レートへ対応していたことが統計的にも肯定された。最後に、インドネシアとタイの中央銀行は実質実効為替レートにも政策的対応を実施していたことがわかった。これらの知見は重要な政策的含意を導く。米ドルの変動が政策決定に大きな影響を与え、同時にその対応は国内のインフレ対応へ影響を及ぼす。政策ウェイトの変更は中央銀行の信頼性にも影響を与える。また、国際金融のトリレンマに即して考えるならば、政策の効果的な実施は実現が困難といえる。

第二の論文では、通貨危機後に変動相場制へと移行し、インフレターゲットを採用した15カ国のうちサンプル期間が統計分析に耐えうるであろう10カ国について、外国為替介入に関する分析を通じてそれぞれの為替政策を明らかにした。分析の結果からは、これらのすべての国で為替介入をともなった為替安定化政策が実施されていたことがわかった。また、結果の頑健性も確認された。なお、為替介入は不胎化に分類される。以上の結果から、変動相場制を採用するこれら分析対象国は、実際には少なくとも「管理」変動相場制を採用していたこと、つまりは変動相場制への恐れが認められると考えられる。もちろん、政策運営上、中央銀行の信頼性や為替レートが果たす外生的要因に対するショックアブソーバーの役割を損なうリスクがある。

(2) 一方、財政政策の効果を検証するための仕組みを確立するまでに至らなかった。マクロ経済モデルにおける先行研究を元に、財政政策を分析モデルに組み込む際の定式化は既存研究を応用したが、実証分析における結果の頑健性が担保できなかった。さらなる工夫をもって今後の研究に望みたい。また、今後の主に財政政策の出口戦略について、対象国研究に従事する者へのヒアリングや国際機関シンクタンク(OECD)のエコノミストとの意見交換からは、結果的に未だ出口戦略に至っていない状況であり、検証へのサンプル期間が不足しているとの認識で一致した。そのため、当該サンプルのデータを入手できるタイミングでの再検証が望ましいため、今後の課題として研究継続が望まれる。

#### 参考文献

- Alesina, A.F., Ardagna, S., 2009. Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending. NBER 15438.
- Blanchard, O., Dell'Arancia, G., Mauro, P., 2013. Rethinking Macro Policy : Getting Granular. IMF.
- Eggertsson, G.B., Krugman, P.R., 2012. Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach, Quarterly Journal of Economics 127 (3), 1469-1513.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Akihiro Kubo	4. 巻 125
2. 論文標題 Monetary Policy and Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: Fear of Floating?	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 大阪市立大学経済学研究科ディスカッションペーパー	6. 最初と最後の頁 1-35
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Kunihiro Hirao, Akihiro Kubo	4. 巻 -
2. 論文標題 Do inflation targeters in Southeast and East Asia respond to exchange rate movements?	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Southeast Asian Journal of Economics	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔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
---------------------------	-----------------------	----