

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 5 月 20 日現在

機関番号：33917
研究種目：若手研究(B)
研究期間：2012～2014
課題番号：24730280
研究課題名(和文)通貨同盟の形成が加盟国の財政規律に与える影響

研究課題名(英文)Currency Integration and Fiscal Discipline

研究代表者

吉見 太洋(YOSHIMI, Taiyo)

南山大学・経済学部・講師

研究者番号：30581798

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究課題では開放経済における金融政策について取り扱い、二本の研究論文の査読付き国際誌への論文公刊という形で成果を得た。一本目はAsian Economic Journalに公刊された論文で、地場銀行の役割を考慮に入れながら、小国開放経済のあるべき金融政策運営について論じたものである。二本目はJournal of Economic Integrationに公刊された論文で、古典的な最適通貨圏理論について現代的な枠組みからの再検討を行っている。

研究成果の概要(英文)：In this research project, I have examined desirable monetary policy with open-economy macroeconomic models, and published two articles in international refereed journals through this project. First paper has been published in Asian Economic Journal. In the first paper, I investigated the welfare implications of monetary policy arrangements in a small open economy, considering firms' bank-based finances that are widely observed in emerging ASEAN countries. Second paper has been published in Journal of Economic Integration. In the second paper, I assessed whether renouncing monetary policy autonomy becomes a cost of currency integration under labor mobility in the framework of the New Open Economy Macroeconomics.

研究分野：国際金融論

キーワード：Small Open Economy Lending Rate Spread Monetary Policy ASEAN NOEM Model Currency Integration Labor Mobility Exchange Rate Regime

1. 研究開始当初の背景

(1) ギリシャの財政規律問題を発端とする欧州危機の問題が、そもそも欧州域内に低金利の恩恵をもたらした通貨同盟そのものによって誘発されたものではないかとの議論がある。一方で、こうした財政危機の内生的経路に関する研究というのは少なく、本研究課題では当初こうした問題について議論を加えることを目的としていた。

(2) 研究を遂行する中で、以前から研究代表者が行っていた研究との関係も踏まえて、財政の問題以前に通貨同盟の理論的な基軸である最適通貨圏の問題について、より深い理論的分析を加える必要性を感じ、結果的にこうした研究を主として進めるに至った。また、小国開放経済における為替政策運営の問題についても、以前から取り組んでいた内容を発展させる形で研究を進めた。これら二つの課題につき、査読付き国際誌に論文を公刊した。これら二編の論文公刊が、本研究課題の主な研究成果となっている。

2. 研究の目的

(1) ここでは主な成果である二つの公刊論文に即して、研究の目的を述べる。第一の研究成果である *Asian Economic Journal* 公刊論文の主たる目的は、企業の地場銀行からの借入を考慮に入れながら、小国開放経済における望ましい金融・為替政策運営を検討することである。これにより、間接的にはあるが、通貨同盟のような硬直的な制度がどのような時に正当化され、どのような時に費用の多い制度となるかについても示唆を得ることが出来た。本研究では小国開放経済の代表的地域である ASEAN のデータを用いたパラメータのカリブレーションも行い、これによって直接的には ASEAN 各国における金融・為替政策運営に関する理論的示唆を得ている。

(2) 第二の研究成果である *Journal of Economic Integration* 掲載論文の主たる目的は、Mundell (1961, "The Theory of Optimum Currency Areas," *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, pp. 657-665) で提示された古典的な最適通貨圏 (Optimum Currency Area, OCA) 理論を、新しい開放マクロ経済学 (New Open Economy Macroeconomics, NOEM) の枠組みから再検討することである。通貨同盟が形成される時、域内各国の金融政策運営は集権化された中央銀行に委ねられるため、各国にとっては独立的な政策運営が出来なくなるという意味での費用が発生する。第二の研究では、労働移動が自由な二つの地域において、独立的金融政策運営権限の喪失が追加的な厚生損失を発生させるか否かを NOEM の枠組みで検証した。

3. 研究の方法

(1) 第一の研究では、企業の地場銀行からの借入を考慮に入れた小国開放経済の動学的確率的一般均衡 (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE) モデルを構築し、小国開放経済における望ましい為替・金融政策運営について検討を加えた。モデルのパラメータをカリブレーションする際、代表的な小国開放経済の集合地域である ASEAN のデータを用いた。したがって、直接的には ASEAN の国々における望ましい為替・金融政策運営についての示唆が得られている。ASEAN の国々では今も金融市場が未発達な地域が多く、多くの企業が地場の銀行借入に資金調達を頼っている。こうした状況は中東欧やラテンアメリカ等の新興地域に比べても顕著な傾向である。また、多くの先行研究が、企業の外部資金調達手段の違いがマクロ経済動学に有意な影響を与えることを指摘している。したがって、ASEAN 各国のマクロ経済動学や金融・為替政策運営を考える際、こうした地場銀行への資金調達依存を考慮に入れることは非常に重要と考えられる。本研究ではこうした外部資金調達の特徴を Gali and Monacelli (2005, "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy," *Review of Economic Studies*, Vol. 72, pp. 707-734) の小国開放経済 DSGE モデルに導入した。更に先にも述べた通り、ASEAN のデータを用いてモデルの中の各種構造パラメータをカリブレートし、シミュレーション分析に基づいて示唆を導いた。企業の地場銀行からの借入を導入するにあたって、我々は Ravenna and Walsh (2006, "Optimal Monetary Policy with the Cost Channel," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, Iss. 2, pp. 199-216) のコストチャネルの定式化をとった。具体的には、企業が労働コストの一定割合を地場の銀行から借入、貸付金利に応じた利子返済をしなければならぬと仮定した。本研究の目的はあくまで地場銀行からの企業の資金借入であった。したがって、Ravenna and Walsh (2006) が国債金利と借入金利が等しくなる状況を仮定するのに対して、本研究では銀行のモニタリングコストの存在のせいで貸付金利スプレッドが発生する状況を想定した。更に、貸付金利スプレッドショックが景気循環に与える影響を発見した Agénor et al. (2008, "External Shocks, Bank Lending Spreads, and Output Fluctuations," *Review of International Economics*, Vol. 16, Iss. 1, pp. 1-20) の貢献を踏まえて、貸付金利スプレッドに関する外生的なショックの存在を仮定し、分析を試みた。

(2) 第二の研究では NOEM モデルに基づいて、労働移動が自由な環境において、通貨統合が独立的金融政策喪失の費用を域内各国にもたらすかを検証した。NOEM モデルとは、ミク

口経済学的な基礎を備えた開放マクロ経済学の枠組みを指し、Obstfeld and Rogoff (2000, "New Directions for Stochastic Open Economy Models," *Journal of International Economics*, Vol.50, No.1, pp.117-153)等の研究を発端として発展してきた分析手法を指している。NOEMに基づくOCA理論の検証は当該研究が初めてという訳ではなく、Corsetti (2008, "A Modern Reconsideration of the Theory of Optimal Currency Areas," CEPR Discussion Papers, No.6712)等でも取り込まれてきたものである。本研究の目新しい点は、自由な労働移動が可能な経済を想定し、最も古典的なOCA理論である労働の移動性について一般均衡に基づく分析を試みた点にある。本研究ではCorsetti (2008)の二国モデルに労働の移動を仮定する。より具体的には、自国と外国の企業がそれぞれ、コブダグラス型生産関数を通じて両国の労働力を生産要素として投入するようなケースを想定した。つまり、自国と外国の家計はそれぞれ自国の企業と外国の企業の両方で働くことが出来る。本研究のモデルでは代表的家計を仮定しているため、家計の構成員のうち一定割合が自国で働き、残りの構成員が外国で雇用されているような状況を想定していることになる。マクロ経済ショックとしては労働の限界不効用に対するショックと、生産性のショックを仮定する。ともに各国固有のショックであり、国ごとの非対称性が存在し得る。更に、これらのマクロ経済ショックが発生した時に、変動相場制と通貨同盟における経済厚生の大関係がどのようになるかを比較する。もし通貨同盟における経済厚生が変動相場制における経済厚生よりも低いとすれば、いわゆる「通貨統合の費用」が発生し、通貨統合に伴う独立的な金融政策運営権限の喪失は、経済厚生上望ましくないと結論づけることが出来る。こうした通貨統合の費用が発生する状況のいくつかは、Corsetti (2008)によっても分析されている。したがって本研究の試みは、Corsetti (2008)で指摘された通貨統合費用が発生するケースのいくつかは、労働の移動を導入することで解消されるか否かを検証することと言い換えることも出来る。

4. 研究成果

(1) 第一の論文の成果としては以下のような示唆が得られた。まず、自明ではあるが、貸付金利スプレッドショックの影響は、企業の銀行貸付依存度に比例する。ASEANのデータを用いた本研究のカリブレーション結果によれば、マレーシアやベトナムでこの銀行貸付依存度は高く推計された。したがって、貸付金利スプレッドショックが経済厚生に与える影響はこれらの国について大きく、概ね外国の金融政策ショックと同程度の規模となることがシミュレーション結果として得られた。外国の金融政策ショックは小国の

景気循環に無視出来ない影響を与えることが知られている。したがって、少なくともマレーシアやベトナムといった国にとっては地場の銀行貸付金利の予期せぬ変動が、景気循環にとって重要なファクターの一つであることが示唆された。もう一つの主要な分析として、為替政策に関わるものが挙げられる。本研究では、ASEAN諸国の多様な為替相場政策を反映させるため、インフレ率と生産量をターゲットとする一般的なテイラールール金融政策に、為替相場変動ターゲットを加えた分析を行った。為替相場変動を抑えるような金融政策は硬直的な為替相場制度選択を指す。為替相場変動へのターゲットウェイトが無限大になるような特殊ケースは、ドルのような国際通貨に対する固定相場制度を近似的に表すと解釈される。本研究のシミュレーション結果によれば、固定相場制度等の硬直的金融政策運営は、企業の銀行貸付依存度を所与として貸付金利スプレッドショックが消費と経済厚生に与える影響を増幅させることが明らかになった。一方で、為替相場安定に重点をおいた金融政策は、ある程度までであれば外国の金融政策ショックの影響を低減させることがわかった。この「ある程度までは」というのは、あまりに為替相場安定に重点を置き過ぎると、国内物価や生産量の安定がないがしろにされ、むしろ国内経済の変動を高めてしまうことになるというトレードオフを示している。硬直的な為替相場政策は、貸付金利スプレッドショックだけでなく、国内企業の生産性ショックの影響も拡大する。ここまでの分析結果を踏まえれば、とりわけ銀行貸付依存度が高く、貸付金利スプレッドショックの影響も大きいような国では、硬直的な為替相場制度運営は経済変動面、厚生面でのコストを増幅する傾向にあるという政策的示唆が得られる。

(2) 第二の研究では、労働移動が自由な際の通貨統合の費用について、NOEMの枠組みから検討を加えた。本研究の分析結果は端的には、労働移動が自由な場合でも必ずしも通貨統合の費用が解消される訳ではないことを示している。つまり古典的な最適通貨圏理論で論じられてきたように、労働移動が完全であれば通貨同盟が費用を生まないと単純に結論付けることは出来ないという示唆が得られた。より具体的には、例えば労働の限界不効用ショックが二国間で対称的な場合であっても、企業の労働投入にcountry-biasが存在する場合には通貨統合の厚生費用が発生する。これは例としては、労働者は域内で自由に移動出来る一方、企業が自国労働者と外国労働者を同一に扱わず、自国労働者の比率が外国人労働者に比べて多く雇われているようなケースが考えられる。自国労働者へのcountry-biasだけでなく、自国企業が外国人労働者を多く雇っているようなケースでも同様の結論が見られる。本研究の理論も

デルの基礎となっている Corsetti (2008)の NOEM モデルでは、二国間の限界費用の予測値からの乖離が同じように動く場合、通貨統合の費用は発生しなくなる。もし企業の労働投入に country-bias が存在する場合、労働の限界不効用ショックが両国の限界費用に与える影響は非対称なものとなる。したがって、結果的に限界費用の予測値からの乖離も両国間で一致せず、通貨同盟をせずに各国が独立的な金融政策を行うことの方が望ましいという結論（通貨統合の費用が発生するという結論）につながる。ただし、そもそもの労働の限界不効用ショックが対称である場合には、当然こうした費用は発生しない。ここまでの議論を踏まえれば自明のことではあるが、同ショックが二国間で非対称な場合であっても、企業の労働投入ウェイトが二国間で同じであれば、通貨統合の厚生費用は発生しない。言い換えれば、労働移動が完全であっても、企業の生産構造の二国間収斂が進んでいない場合には、必ずしも通貨統合の費用が存在しないと結論づけることは出来ない。ただし、本研究の結論が失業が存在しない典型的な NOEM モデルの枠組みによって導かれている点は十分注意する必要がある。なぜなら、Mundell (1961)の古典的な議論は、経済に失業が存在し、金融政策が雇用量の安定に影響を持つマンデル＝フレミング・モデルを基礎に行われたものだからである。つまり、古典的な最適通貨圏の文脈における、労働移動と通貨統合の費用の関係は、労働移動が自由に行われる場合には、メンバー各国で発生した失業が域内でならされるため、通貨統合の費用が発生しにくいということを示している。対して本研究の分析は、失業の存在しないモデルの中で、短期的な金融政策効果に関して行われている。よって、本研究の論じるところの通貨統合の費用と、古典的な最適通貨圏理論における通貨統合の費用の定義は一致するものではない。したがって、本研究の成果は古典的な最適通貨圏の帰結を否定するものではなく、両者を比較する際には十分な注意が必要となる。

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)

Taiyo Yoshimi, 2014. "Lending Rate Spread Shock and Monetary Policy Arrangements: A Small Open Economy Model for ASEAN Countries," *Asian Economic Journal*, 査読有, Vol.28, No.1, pp19-39, DOI: 10.1111/asej.12023

Taiyo Yoshimi, 2014. "Currency Integration under Labor Mobility: When Cost Is Incurred," *Journal of Economic Integration*, 査読有, Vol.29,

No.1, pp188-209, DOI:
10.11130/jei.2014.29.1.188

[学会発表](計1件)

吉見太洋. "Lending Rate Spread Shock and Monetary Policy Arrangements: A Small Open Economy Model for ASEAN Countries" 2014年6月14日, The Korea Money and Finance Association, 大邱(韓国).

[その他]

ホームページ等

<http://tyoshimi.net/index.html>

6. 研究組織

(1)研究代表者

吉見 太洋 (YOSHIMI, Taiyo)

南山大学・経済学部・講師

研究者番号: 30581798