

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 23 日現在

機関番号：34425

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2015

課題番号：24730285

研究課題名(和文) 非伝統的金融政策の波及メカニズムに関する実証研究 金融構造の視点からの日米比較

研究課題名(英文) An Empirical Study of the Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy:
A Comparison between Japan and the United States from the Perspective of Financial
Structure

研究代表者

王 凌(Wang, Ling)

阪南大学・経済学部・准教授

研究者番号：60574019

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,100,000円

研究成果の概要(和文)：日米両国の非伝統的金融政策のアプローチおよび政策効果にどのような相違点があるのか。なぜそのような違いがあるのか。本研究は、比較研究の手法を使って、金融構造の視点から、これらのまだ解明されていない問題を明らかにするとともに、非伝統的金融政策の枠組みの中で金融政策と実体経済との関連を分析する。リスク・プレミアム、銀行貸出、銀行のリスク証券保有、企業の自社株買いに焦点を当て、日米両国のデータを用いて実証分析を行った結果、金融構造が非伝統的金融政策のアプローチおよび有効性に看過できない影響を与えていることを明らかにした。

研究成果の概要(英文)：What kind of differences are there in the approaches and the effects of unconventional financial policy between Japan and the United States? Why are there such differences? Using comparative methodologies, this study attempts to shed light on these unexamined questions and analyzes the links between monetary policy and the real economy in the framework of unconventional monetary policy from the perspective of financial structure. Based on data of both Japan and the United States, this study conducts empirical analyses, which focus on the following four aspects: risk premium, bank lending, banks' risky securities holding, and firms' stock repurchase. The empirical results suggest that financial structure should be thought of as an important factor determining the approach and effects of unconventional monetary policy.

研究分野：金融論・ファイナンス論

キーワード：金融構造 非伝統的金融政策 クレジット・ビュー リスク・プレミアム 銀行貸出 リスク証券保有
ポートフォリオ・リバランス 自社株買い

1. 研究開始当初の背景

中央銀行の金融政策は、通常、公開市場操作を通じて政策金利の誘導を目的として実施される。市場金利を操作して金融調節を行うこの通常の金融政策運営方式を「伝統的」とするならば、これと異なる金融政策運営方式は「非伝統的」である。

グローバルな金融危機のもとで世界同時不況が深刻化するなか、2008年以降、主要国の中央銀行は相次いで「非伝統的金融政策」を採用し、その動きが世界的に注目されている。アメリカの中央銀行にあたるFRBは、2008年12月に政策金利であるFFレートの誘導目標水準を0% 0.25%にまで引き下げ、事実上のゼロ金利政策に移行した。政策金利がゼロ近辺まで低下した後の追加緩和として、FRBは金融資産を大量に買い取り、金融市場に潤沢な流動性を供給するなど、非伝統的な政策手段に踏み込んだ金融政策運営を行っていた。

しかし、金融政策史上初めて非伝統的な金融政策に踏み込んだのが日本銀行である。「ゼロ金利政策」の後、長引くデフレ不況に対処するために、日本銀行は金融調節の主たる操作目標を無担保コールレート(翌日物)から日銀当座預金に変更し、国債買入れオペなどを通じて、「量的緩和」といった非伝統的な金融政策を、2001年3月から2006年3月にかけて実施していた。

2. 研究の目的

日米両国の非伝統的金融政策は、実施手法に大きな違いがある。日本銀行において実施された「量的緩和」は中央銀行のバランスシートの負債サイドである日銀当座預金残高を目標としていたのに対して、FRBの非伝統的金融政策は最初に「信用緩和」と呼ばれ、中央銀行のバランスシートの資産サイドをより重視し、貸出や証券などFRBが保有する資産の構成内容も大きく変動させた。

なぜ日本銀行とFRBの政策アプローチにこうした違いがあるのか。日米両国の非伝統的金融政策の政策効果にどのような共通点と相違点があるのか。これらの問題については、まだ明らかではない。本研究は、比較研究の手法を使って、金融構造(Financial structure)の視点から、これらの問題を解明するとともに、非伝統的金融政策の枠組みの中で金融政策と実体経済との関連を分析する。

3. 研究の方法

(1) 金融構造の違いによって、日米の非伝統的金融政策がリスク・プレミアムへの波及効果に有意な相違があるかどうかを、時系列分析の手法を用いて実証的に分析した。

(2) 日米両国において、銀行貸出に対する非

伝統的金融政策の効果に違いがあるのか、銀行業構造の違いが非伝統的金融政策の効果にどのような影響を与えるのか、日米両国間、非伝統的金融政策のポートフォリオ・リバランス効果に違いがあるのかという三つの問題に焦点を当て、日米の非伝統的金融政策が銀行貸出への波及効果について時系列分析の手法を用いて実証的に分析した。

(3) 日米両国の金融構造の違いおよび銀行業構造の違いを考慮に入れながら、日米の非伝統的金融政策が銀行のリスク証券保有にどのような影響を与えているかについて、時系列分析の手法を用いて実証的に分析した。

(4) トービット・モデルを用いて、日米の非伝統的金融政策が日米企業の自社株買いにそれぞれどのような影響を与えているかを実証的に分析した。

4. 研究成果

(1) 金融構造の違いによって、日米の非伝統的金融政策がリスク・プレミアムへの波及効果に有意な相違があることを実証的に明らかにした。具体的に言えば、分析結果は以下の通りである。

日本でも、アメリカでも、中央銀行による流動性の供給が短期リスク・プレミアムに有意な影響を与えることを明らかにした。日本では、それはマイナスの影響であるのに対して、アメリカではプラスの影響である。

日本でも、アメリカでも、中央銀行が金融政策を運営する際に、リスク・プレミアムの動向を注意深く観察していることを明らかにした。

日本では、長期リスク・プレミアムに対する「量的緩和政策」の効果が検出されなかった。特に注目しているのが、「量的緩和政策」の主な実施手段としての日本銀行による長期国債買入れは、短期リスク・プレミアムにも長期リスク・プレミアムにも、有意な影響がない。一方、アメリカでは、FRBの流動性供給が長期リスク・プレミアムにプラスの影響を与えることが検出された。

アメリカでは、実体経済と金融との密接な関係が確認された。しかし、日本では、このような実体経済と金融との関係が統計的に確認されなかった。

(2) 日本とアメリカの時系列データをそれぞれ用いて行った実証分析は、金融構造の違いによって、日米の非伝統的金融政策が銀行貸出への波及効果に有意な相違があることを明らかにした。具体的に言えば、分析結果は以下の通りである。

日米両国とも、銀行貸出に対する非伝統的金融政策の効果が弱い。

アメリカは、日本と比べて、非伝統的金融政策のポートフォリオ・リバランス効果が大きい。

日本の場合、中央銀行による長期国債買入れの影響が中央銀行による市場流動性供給の影響より大きい。アメリカの場合、逆の結果が検出された。即ち、中央銀行による市場流動性供給の影響が中央銀行による長期国債買入れの影響より大きい。

日本では、銀行貸出の増加は中央銀行の長期国債買入れを増加させるが、アメリカでは、銀行貸出の増加は中央銀行の市場流動性供給を増加させる。

日本では、中央銀行による長期国債買入れが市場流動性供給にプラスの影響を与えるが、アメリカでは、このようなことを検出されなかった。

(3) 金融構造の違いによって、日米の非伝統的金融政策が銀行部門のリスク証券保有への波及効果に有意な相違があることを実証的に明らかにした。具体的に言えば、分析結果は以下の通りである。

アメリカの非伝統的金融政策が銀行部門のリスク証券保有に対して有意な正の影響を与えているが、日本では、そのような影響が検出されなかった。

アメリカの場合、中央銀行による長期国債買入れよりも、中央銀行による市場流動性供給が銀行部門のリスク証券保有へ正の影響を大きく与えており、しかもその正の影響が有意である。日本の場合、そのような影響が統計的に確認されなかった。

アメリカの場合、中小行と比べると、非伝統的金融政策が大手行のリスク証券保有に与える正の影響がより大きく、しかも有意である。日本の場合、このような政策効果における大手行と中小行との違いが検出されなかった。

(4) 金融構造の違いによって、日米の非伝統的金融政策が企業の自社株買いへの波及効果に有意な相違があることを実証的に明らかにした。具体的に言えば、分析結果は以下の通りである。

日米両国において、非伝統的金融政策の実施期間中、フリー・キャッシュ・フローを多く持つ企業ほど、借入コストが低い企業ほど、自社株買いを行う傾向が強い。

自社株買いに与えるフリー・キャッシュ・フローの正の影響は、米国企業のほうがより顕著であるのに対し、自社株買い行動に与える借入コストの負の影響は、日本企業のほうがより顕著である。

日米両国において、非伝統的金融政策の期間中、財務レバレッジが高い企業ほど、自社株買いを実施しない傾向が強い。

米国企業と比べると、日本企業では、自社株買いに対する財務レバレッジの負の影響はより大きい。

米国企業は市場評価が良いときに自社株買いを実施する傾向があるが、日本企業は自社株が割安な水準にあるときに自社株買いを実施する傾向がある。

日米両国において、非伝統的金融政策の期間中、企業の配当政策と自社株買いが補完関係にあることを実証的に明らかにした。

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 3 件)

Ling Wang, Unconventional Monetary Policy and Aggregate Bank Lending: Does Financial Structure Matter? Journal of Policy Modeling, 査読あり、掲載決定。

Ling Wang, The Credit View Revisited--From the Viewpoint of Bank Lending Behavior, 産研論集、査読なし、第40号、2013、11-21。

王凌、非伝統的金融政策とリスク・プレミアム 金融構造の視点からの日米比較研究、大銀協フォーラム研究助成論文集(大銀銀行協会)、査読なし、第17号、2013、1-21。

〔学会発表〕(計 6 件)

Ling Wang, Financial Structure, Unconventional Monetary Policy and Stock Repurchase: Evidence from a Comparison between the United States and Japan, Midwest Economics Association, 2016年4月1日、Chicago (USA)

Ling Wang, Unconventional Monetary Policy and Securities Activities of Commercial Banks: A Comparative Study of the Financial Structures of the U.S. and Japan, Eastern Economic Association, 2016年2月27日、Washington, D.C. (USA)

Ling Wang, Unconventional Monetary Policy and Aggregate Bank Lending: Does Financial Structure Matter? Midwest Economics Association, 2015年3月27日、Minneapolis (USA)

王 凌、Unconventional Monetary Policy and Bank Lending: Does Financial Structure Matter? 金融システム研究会、2014年2月22日、関西学院大学。

王 凌、非伝統的金融政策とリスク・プレミアム 金融構造の視点からの日米比較研究、日本経済学会、2013年06月22日、富山大学。

王 凌、非伝統的金融政策とリスク・プレミアム、日本金融学会関西支部会、2013年01月12日、関西学院大学。

〔その他〕

ホームページ等

http://www.hannan-u.ac.jp/doctor/economics/wang/copy_of_fqpvga000000qf151.html

<http://www.hannan-u.ac.jp/doctor/economics/wang/mrrf430000019j2v.html>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

王 凌 (Ling Wang)

阪南大学経済学部准教授

研究者番号：60574019