

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 16 日現在

機関番号：34315

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380413

研究課題名(和文) 国際的資本移動の下でのアジア諸国における金融政策運営の現状と課題

研究課題名(英文) Foreign capital flows, long-term interest rates, and monetary policy operating procedures in emerging economies

研究代表者

猪口 真大 (INOUCHI, Masahiro)

立命館大学・経営学部・教授

研究者番号：60387991

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：国際的な資本の流出入が新興国の金融政策運営に与える影響を考察するため、2つの分析を行った。まず、新興国では先進国と比べて、長期国債利回りが海外投資家による資本移動の影響を受けやすく、特にその傾向は世界金融危機発生以降に顕著であることがわかった。この結果は、経済規模の大きな先進国の金融政策の変更が、資本移動を生み出し、新興国の長期金利の変動を通じて金融政策運営をより難しくしていることを示唆している。次に、東南アジア諸国4か国では、世界金融危機後、金融政策運営手段に変化が生じたことがわかった。これは、世界金融危機後の世界的な流動性の増加が、各国の金融政策の運営に影響を与えた可能性を示している。

研究成果の概要(英文)：This project analyzed two issues, namely (1) the influences of foreign capital flows on long-term interest rates in emerging economies and (2) monetary policy operating procedures in Asian countries. The findings from our analysis are as follows. First, the shock of foreign capital flows on long-term interest rates is greater in emerging economies after the Global Financial Crisis (GFC) than in small advanced economies. Second, monetary policy operating procedures in four Southeast Asian countries are changed after the GFC.

Those imply that foreign capital flows after the GFC have impacts on long-term interest rates and monetary policy operating procedures in emerging economies. Therefore, capital flows resulting from changes in the monetary policies of major economic powers may create some difficulty in the monetary policy operations of emerging economies.

研究分野：経済学

キーワード：国際資本移動 長期金利 金融政策運営 世界金融危機 新興国 東南アジア諸国

1. 研究開始当初の背景

(1) 外国資本の流出および流入は、国際的な金融危機の主要原因の一つと考えられる。1997年-1998年のアジア通貨危機では対外資本移動と危機の関連を指摘した研究が多くあり、さらに、2008年の世界金融危機においても、新興国の資金の米国への流入が危機発生の背景にあると指摘され、現在研究が進んでいる。このように、国際的な資本移動の活発化は、先進国に対してさえ大きな影響をおよぼすことを考えると、先進国より金融市場が未整備な状況にある新興国・途上国はなおさら国際的な資本の流出入から大きな影響を受ける可能性がある。

(2) さらに、新興国や途上国は金融市場が先進国と比べて未整備であることから、金融政策運営を先進国と同じようには行えない可能性がある。しかしながら、新興国・途上国が効率的な金融政策を行うにあたって金融市場に実際にどのような課題があるのか、そしてそれらは先進国におけるものとはどの程度異なるのか、といった問題については多くが学術的に明らかにされていない。たとえば、アジア諸国をはじめとする新興国・途上国が、現在、実際にどのように金融政策を運営しているのか、いいかえると、実際に先進国の金融政策運営とは異なる点があるのかどうかについて、学術的な研究はまだ不十分である。国際的なショックが資本移動を通じて新興国・途上国の金融政策運営に与える影響についても、先進国とどのように異なるのか等、わかっていない点が多い。

(3) このように、新興国でも、資本移動の影響で金融政策運営の難しさが増すことが考えられ、しかもその程度は先進国より大きくなる可能性がある。そこで、本研究では、金融政策との関係を念頭に、新興国における長期金利に海外投資家による資本移動が与える影響の大きさを分析する。さらに、そもそも新興国がどのような金融政策運営手段を実際にとっていたのかを分析する。なお、長期金利の分析対象とするのは、金融政策運営やマクロ経済環境と非常に関連が深いからである。たとえば、長期金利に対する対外ショック影響が、先進国よりも新興国の方が大きければ、新興国の金融政策運営はより難しい環境下にある可能性が高い。

2. 研究の目的

(1) 本研究は、資本の流出入や対外ショックに対処するために、今後、アジア地域をはじめとした新興国・途上国が国内金融システムをどう整備し、どう効率的な金融政策を行えるようにするかに関する議論の蓄積に貢献するものである。そのために、国際的な資本の流出入が、新興国の金融市場への影響を通じて各国の金融政策運営にどのような影

響を与えるかを考察することが、本研究の目的である。

(2) したがって、本研究では、東南アジア諸国を含む新興国を対象に、各国の長期金利に対する国際資本移動の影響を分析するとともに、各国が実際に用いている金融政策運営手段について検証する。その際、それらの結果が新興国と先進国で異なるのか、世界金融危機の発生前の時期と発生後の時期で異なるのかにも焦点を当てる。これにより、2008年の世界金融危機のような対外ショックが新興国の金融政策の運営に与える影響を明らかにすることができ、かつ、それらが先進諸国とは異なるのかを考察することができる。

(3) 具体的には、第一に、資本移動が世界各国の長期金利に与える影響を推定し、それが、新興国と先進国とでどのように異なるか、また、世界金融危機発生前と後でどのように変化したのかを考察する。第二に、東南アジア諸国4か国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを対象に、2008年の世界金融危機を含む期間、実際に各国がどのように金融政策運営を行っていたのか、とりわけ、金融政策の実際の操作指標はどのようなものだったのかを特定する。そして、世界金融危機発生以前の期間および発生以後の期間においても、実際の金融政策運営手段は一貫して同じであったのかを考察する。

3. 研究の方法

(1) 資本移動が長期金利に与える影響に関する研究

本研究では、パネル・データ分析の手法を用いて考察する。長期金利については、10年物国債利回りのデータを用い、資本流入については、海外投資家による三種類の資本流入のデータ、すなわち、国債投資、債券投資、ポートフォリオ投資を使用する。さらに、コントロール変数として、短期金利、政府財政収支、実質成長率、インフレーション、国債のボラティリティに関する変数を説明変数として加え、推定を行った。

推定に関しては、第一に、新興国と先進国を含むサンプル国および世界金融危機発生前と発生後を含む全サンプル期間を対象に、被説明変数の一期ラグも説明変数として使用するダイナミック・パネル分析を行った。さらに、新興国と先進国の違いを考察するため、新興国だけのサブサンプルおよびG7とユーロ圏を除いた先進国だけのサブサンプルについても同様に推定した。これに加えて、世界金融危機前後の違いにも焦点を当てるために、それぞれのサブサンプルの推定について、世界金融危機発生前と発生後の期間についても同様の分析を行った。

次に、10年物国債利回りの大きな変化と密接に関連する要因について検証した。国債利回りの大きな上昇(下落)を「過去5年平均を一標準偏差を超える上昇(下落)」と定義し、上昇(下落)した場合を1とし、上昇と下落それぞれについて、推定を行った。推定手法は、complementary log-log 推定を用いた。なお、説明変数は国債利回りをを用いたダイナミック・パネル分析と同様である。この推定においても、新興国だけのサブサンプルおよびG7とユーロ圏を除いた先進国だけのサブサンプルについても同様に考察した。

(2) 東南アジア諸国の金融政策運営に関する研究

本研究では、金融政策運営に関する公表された情報を詳細に分析したうえで時系列分析の手法を用い、東南アジア4か国の金融政策の事実上の操作指標はどのようなものだったのかを特定した。すなわち、金融政策の運営手段として、実際に、金利を用いて操作していたのか、それとも、非借入準備等の量的な政策手段も用いて操作していたのかを推定により考察した。

推定に関しては、アジア危機後にインフレーション・ターゲティングを導入したタイやフィリピンに加え、同政策を導入しなかったマレーシアとインドネシアを対象に、金融政策の事実上の操作指標はどのようなものだったのかを構造VARにより特定した。推定の際、インドネシア、マレーシア、フィリピンに関しては、世界金融危機発生前、金融危機発生後、金融危機終息後の3つのサブサンプルに分けて推定を行った。タイについては、サンプル期間中に政策金利の変更があったため、この変更を踏まえてサブサンプル期間を設定した。

4. 研究成果

(1) 国際資本移動と国債利回りの関係について

世界各国を対象にパネル・データを用いた分析から、海外投資家による資本移動の長期金利への影響は、世界金融危機発生以降の時期における新興国で相対的に大きいことがわかった。具体的には、新興国各国の10年物国債利回りに対して、海外投資家による国債購入、債券購入、ポートフォリオ流入が、いずれも、世界金融危機後の期間に影響を与えていることがわかった。一方、G7とユーロ圏を除いた先進国についての推定結果からは、同様の結果は得られなかった。

さらに、10年物国債利回りの大きな変化(一標準偏差を超える上昇および下落)が外国人投資家による国債投資、債券投資、ポートフォリオ投資とどのような関係にあるの

かについての推定結果からも、国際資本移動が新興国の国債利回りに大きな影響をおよぼしていることがわかった。具体的には、海外投資家による国債や債券の売却、および、それらを含む国内資産の売却によって、(国債価格が下落し)国債利回りが上昇したことが示唆された。そして、この分析結果についても、G7とユーロ圏を除いた先進国については異なったものとなった。

以上の結果から、新興国では経済規模の小さい先進国と比較して、長期国債利回りが国際的な資本移動の影響を受けやすく、特にその傾向は世界金融危機発生以降の時期に顕著であることがわかった。これは、世界金融危機発生後、新興国および経済規模の小さい先進国共にG7といった経済規模の大きい先進国からの資本の流入・流出が増加する中、その長期金利への影響は新興国の方が大きかったことを意味している。したがって、新興国の長期金利は、世界金融危機発生後の米国をはじめとした先進国の金融緩和に伴う資本の流入の影響を大きく受けていた可能性が高い。さらに、すでに米国で始まった利上げやいずれ発生するその他の先進諸国の金融緩和終了にともなう新興国からの資本の流出もまた、新興国の長期金利に影響をおよぼす危険がある。経済規模の大きな先進国の金融政策の変更は、これまでも、今後も、新興国の長期金利の変動を通じて金融政策運営をより難しいものに行っていると考えられる。

(2) 東南アジア諸国の金融政策運営手段について

金融政策の事実上の操作指標に関しては、サンプルとした国のうちいくつかで、世界金融危機発生後、金融政策運営手段を変更したことを示唆する結果が得られた。推定結果は現在まとめている最中ではあるものの、各国により様々な結果が得られた。具体的には、世界金融危機発生前の期間においては、インドネシアやマレーシアにおける金融政策運営では金利操作を用いていたことが、タイでは非借入準備といった量的政策手段も使用していたことが、結果から示された。

さらに、世界金融危機後の混乱の影響が小さくなった期間においては、インドネシアとマレーシアでは金融運営手段として金利操作でなく、量的手段を用いた金融政策運営を行っていることを支持する結果が得られた。これは世界金融危機発生前とは異なる結果である。また、フィリピンやタイに関する結果も金融政策運営に変化が生じたことを示唆するものであった。これは、先進国の世界金融危機後の金融緩和に伴う世界的な流動性の増加が、各国の金融政策の運営に影響を与えたことを示している。すなわち、東南アジア諸国をはじめとした新興国において、

世界金融危機発生以降、金融政策運営の困難さが増した可能性がある。

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 1 件)

Masahiro Inoguchi, Interbank market, stock market, and bank performance in East Asia, 2013 年、Pacific-Basin Finance Journal, Vol.25, pp.136-156、査読有り DOI:10.1016/j.pacfin.2013.08.006

[学会発表](計 3 件)

猪口真大, The influence of foreign capital flows on long-term interest rates in emerging economies: a comparison with advanced economies、日本経済学会 2015 年春季大会、2015 年 5 月 23 日、新潟大学(新潟県・新潟市)

猪口真大, The influence of foreign capital flows on long-term interest rates: the difference between advanced and emerging economies、The 14th International Convention of the East Asian Economic Association、2014 年 11 月 2 日、バンコク(タイ)

星河武志、猪口真大、Factors causing capital flows in emerging economies、日本金融学会 2014 年秋季大会、2014 年 10 月 18 日、山口大学(山口県・山口市)

[図書](計 2 件)

Masahiro Inoguchi, Emerald, The Impact of External Shocks on Stock Prices in the East Asian Domestic Banking Sector, 2014 年、“Risk Management Post Financial Crisis: A Period of Monetary Easing”(Co-editors: Jonathan A. Batten and Niklas F. Wagner), Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis (CSEFA), Volume 96, pp.97-151

星河武志・猪口真大、ミネルバ書房、新興国の資本流出とグローバル・ショック、2014 年、『グローバル・マネーフローの実証分析 - 金融危機後の新たな課題』, 第 7 章, pp.161-181

[産業財産権]

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：

番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]
ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

猪口 真大 (INOUCHI, Masahiro)
立命館大学・経営学部・教授
研究者番号：60387991

(2)研究分担者

()

研究者番号：

(3)連携研究者

()

研究者番号：