

論文審査の結果の要旨

氏名：金 相 基

博士の専攻分野の名称：博士（経済学）

論文題名：非伝統的金融政策の効果に関する分析：アベノミクスを中心として

審査委員：（主 査） 日本大学経済学部 教授 権 赫 旭

（副 査） 日本大学経済学部 教授 廣 野 桂 子

一橋大学経済研究科 教授 塩 路 悦 朗

1. 論文の主題と構成

本論文は、アベノミクスの一環として実施された非伝統的金融政策を中心として分析したものである。その内容は中央銀行が株式市場に介入するという異例の政策である日銀の ETF 買入政策の効果、異次元の金融緩和の下でバランスシート規模が膨張した日銀の収支が為替レート、株価、金利の変動で受け得る影響や、仮想政策金利を導入した符号制約 VAR モデルを利用した金融政策の有効性についての日韓比較の分析から成っている。つまり、政策がフォーカスする特定の市場の価格に及ぼす影響、金融政策の実行主体である日銀への影響やマクロ経済に及ぼす影響を分析している。特に、日本経済が直面したデフレーション、長期停滞の問題を改善するために行われた大きな政策実験ともいえる異次元の金融政策の効果を実証的に明らかにしている。

本論文は 5 章から成り、以下のような構成となっている。

第1章 序論

第2章 日本銀行による ETF の買入政策が企業の株価に及ぼす影響：QQE 以降の Nikkei225 を中心として

第3章 量的・質的金融緩和（QQE）が日本銀行の収支に与える影響

第4章 韓国・日本の金融政策の有効性の比較

第5章 結論

2. 各章の概要と評価

本論文を構成する各章の主な内容を紹介し、評価する。ただし、第 1 章は全体の構成を説明する序章に相当し、第 5 章は結論として論文のまとめと今後の研究課題を述べているため、第 2 章から第 4 章までの評価を行う。

第 2 章では、主要国の中央銀行の中で唯一、日銀が ETF（Exchange Traded Fund）の買入を通じて自国企業の株式を間接的に保有することが、株価に及ぼす影響を実証的に明らかにしている。日銀は午前中に株価が下落した場合に買入に入る傾向があることに着目し、後場の値動きへの影響にフォーカスしている点に特徴がある。分析の結果、ETF の買入は対象期間における Nikkei225 の変化率（後場の）に対し、統計的に有意な正の効果をもたらしていることを明らかにしている。具体的には、日銀が Nikkei225 連動型 ETF を 1 億円相当買い入れた場合、Nikkei225 は当日の午後に、午前の終値対比平均的に 0.002 パーセントポイント上昇すると推定された。また本章ではこれらの推定結果をもとに反事実シミュレーション(Counterfactual simulation)を行うことで政策効果の定量的評価を試みている。それによると、推定された政策効果が永続すると仮定すると、ETF の買入政策が行われなかったという仮想的状況の下で、2019 年 8 月時点では、Nikkei225 は実際の指数のおよそ 43%の水準に止まることを見出している。これらの推計結果から日銀による ETF の買入は日本企業の株価回復に少なくない影響を与えていると結論付けている。

本章では目標変数に影響を及ぼす可能性が高い変数をコントロールした上で、政策変数が有意かどうかについて分析する多重回帰分析モデルを用いている。政策評価分析では内生性問題が必ず出るので、この問題をある程度対応するために、サブサンプルの分析も行った。先行研究では政策の内生性問題を解決するために Harada and Okimoto (2019) が利用した差の差分 (DiD 分析) などがよく利用されている。しかし、日銀は 2020 年時点で東証 1 部企業の 80% に当たる 1830 社の大株主になっている。このように、ほとんどの企業の株を買い入れている状況では、実験群と対照群を分ける意味が薄れていると考える。また、反事実シミュレーションは強い仮定の下で実施しているという問題はあるが、日銀の ETF の介入効果の最大値を示していると理解すれば、許容できる。課題はあるが、分析から得られた政策的なインプリケーションは重要なものであると考える。今後、業種別、企業特性格別の信用できる株価指数データが利用可能であれば、同氏によってより深い考察がなされることが期待される。

第 3 章では、量的・質的金融緩和 (QQE) を実行した主体である日本銀行の収支が為替レート、株価、金利の変動にどのような影響を受けるのかについて、2020 年 4 月から 2021 年 3 月までの期間を対象に様々なシナリオ別ストレステスト (Stress Test) を行った。本章で考察する最悪のシナリオでは、株価が世界金融危機と同様にマイナス 30% 暴落し、同時に円/ドル為替レートが 90 円まで円高に振れ、金利が 0.5% ポイント上昇すると想定される。その場合発生する当期損失は 10 兆円と推定された。保有国債の評価損失を含むと、潜在的な損失規模は 25 兆円になる。ただしこの損失は会計上の損失ではないことに注意する必要がある。日銀は 2020 年 3 月現在、資本 3.3 兆円と債券・外国為替引当金 6.2 兆円、合計でおよそ 10 兆円のリスクキャピタルを保有しているため、最悪のシナリオが発生しない限り日銀の収支が悪化しても資本の食い込みに陥る可能性は低いと分析された。近年、日本だけではなく、欧米の中央銀行も世界金融危機とコロナパンデミックへ対応するためにバランスシート規模を拡大しており、中央銀行の収支問題が金融政策にとって制約要因となる可能性が高い状況を考えると、今後の研究に大いなる示唆を与えるものと思われる。

この種の分析結果は対象期間とシナリオの内容によって大きく変わる可能性が高い。しかしこの点は本章の価値を損なうものではないと評価できる。

第 4 章では、日本と韓国のマクロ経済データを丁寧に整理・点検した上で、Braun and Shioji (2006) らが金融政策の効果分析に利用した符号制約 VAR モデルを用いて日本と韓国の金融政策の有効性について分析している。本章は韓国で 10 年物国債が本格的に発行された 2004 年から安倍首相が退任する 1 年前の 2019 年までのデータを使い、アベノミクスの経験も分析期間に含めているほか、日韓両国の金融政策が金利、為替レート、資産価格 (株価及び不動産価格)、銀行貸出の経路を通じて、实体经济と金融市場へ波及する効果を比較分析したことが貢献である。

得られた結果は以下の通りである。まず、韓国と日本では金融政策の波及経路において相応の差異が存在した。日本の場合、先行研究で指摘された金融政策の波及経路、すなわち、為替レート経路、資産価格経路、銀行貸出経路が比較的良好に機能していることが示された。一方、韓国ではこうした波及経路が日本に比べて円滑に機能しなかった。また、日本と韓国において金融政策が实体经济を活性化させる効果には限界があるという結果となった。これは日本に比べて韓国の金融政策の有効性がより高いと評価した幾つかの既存研究と相反する結果である。

金融政策が経済に与えた効果について定量的評価を行うマクロ経済学的手法としては VAR モデルのみならず、大型計量モデル、状態空間モデル、確率的動学モデルの構造推定などがある。VAR 以外の手法で分析された研究結果が十分にサーベイされなかった点は残念である。また、分析期間中に起きた大きなショックである世界金融危機、東日本大震災などの影響が十分に考慮されず、結果の解釈に議論の余地が残されている。これらの点については今後の課題として指摘できよう。

3. 全体的な評価

以上述べてきたように、金氏の博士学位請求論文は、アベノミクス下の異次元の金融緩和が株価、実行主体の日本銀行の収支やマクロ経済に与える効果について分析した 3 つの独立した論文から成り立っている。本論文は日本で行われた異例の非伝統的金融政策に焦点を当てて、その効果を実証分析した力作である。2 章から 4 章までの論文は各々、韓国応用経済学会の『応用経済』、韓国経済研究学会の『韓

国経済研究』、Seoul Journal of Economics (SCOPUS 登録ジャーナル) といった査読誌に既に公刊されている。

金氏は韓国の中央銀行である韓国銀行で30年間勤めた実務経験から得られた知識と先行研究の成果を十分に踏まえて論文を展開している。特に、先行研究を十分にサーベイし自らの分析と比較していること、政策的含意に富んだ貴重な分析結果を得ていることなどを鑑みれば、実証研究として非常に高い価値を持っている博士論文であることは言うまでもない。さらに、金氏が博士論文全体を通じて見せている金融政策に関する実務的な知識の高さや、論文が対象としているテーマの重要性を踏まえると、この論文は学術的に十分なレベルに達していると評価することができる。

もっとも本論文が、現状において完全という訳ではなく、緻密な実証分析に比して理論的な側面については、必ずしも十分な検討が行われていない傾向が見られる。しかし、この指摘は本博士学位請求論文の価値を損なうものではない。

以上から、我々の審査委員一同は、所定の口述試問の結果と論文評価に基づき、金相基氏の博士学位請求論文「非伝統的金融政策の効果に関する分析：アベノミクスを中心として」が、博士（経済学）の学位を授与されるべき価値を十分有していると判断する。

以 上

令和5年1月20日