

(続紙 1)

京都大学	博士 (経済学)	氏名	Le Vu Hai
論文題目	Essays on Business Cycles and Monetary Policy (景気循環と金融政策に関する諸研究)		
<p>(論文内容の要旨)</p> <p>本研究は、景気循環と金融政策に関する3編の英語論文で構成されている。</p> <p>第1論文「小国開放経済における総産出の変動に対する信用基準の影響：金融政策の役割」では、金融摩擦を伴う小国開放経済・動学的確率的一般均衡モデルを構築して、銀行の信用基準（金利スプレッド、担保水準）の反景気循環的な動きを生成し、この反循環的な変動がマクロ経済の変動を増幅させることを示した。より具体的には、内生的な信用基準の存在が総産出の変動の大きさ（分散）を21%拡大させることを示した。また本論文は、内生的な信用基準がマクロ経済の変動を増幅させる影響を緩和する措置として3つの代替的な金融政策ルールを提示し、以下の結果を導いた。まず、政策金利の決定要因に銀行貸出増加率を加えた政策ルールは、金利の変動が貸出の変動を相殺する働きを持ち、マクロ経済の変動を大幅に縮小させ得る。次に、政策金利の決定要因に為替レートの変動を加えた政策ルールは、銀行部門の習慣形成に基づく行動が引き起こす追加的な変動のほとんどを除去する効率的なツールとなり得る。最後に、政策金利の決定要因に外国金利の変動を加えた政策ルールは、信用基準の変動を抑制し得る。</p> <p>第2論文「インフレーション動学のモデル化：拡張分散自己回帰（GARCH）モデルと確率的ボラティリティ（SV）モデルのベイジアン比較」では、インフレ率動学のモデル化に関して、一般的に使用される3つのGARCHモデルとこれに対応する3つのSVモデルをベイズ・ファクターという比較基準を用いて評価した。そして先進18カ国の消費者物価指数（CPI）データを使用した推計の結果、SVモデルは一般的にGARCHモデルより優れているということを示した。中でも平均値の確率的ボラティリティ（SV in mean）モデルは、検討対象の18カ国すべてで最良であることがわかった。また本論文は、インフレ率動学のモデル化においてどのモデル特性が主要な役割を果たすかについても検討した。インフレ率変動のフィードバック効果は、インフレ率をモデル化する際に重要な要因であることが判明したが、レバレッジ効果の関連性はかなり曖昧であることがわかった。本論文では最後に、ログ予測スコアを使用して上記の分析結果を追認している。</p> <p>第3論文「実際の金融政策：中央銀行は為替レートと信用増加率の変動に反応するか？」（Nguyen Minh Phuong氏との共著）では、為替レートと信用増加率の変動が、タイの金融政策を決定する際にどれほど重要であるかを検証した。本論文では、金融セクターを組み込んだ小国開放経済・動学的確率的一般均衡モデルを構築し、2変数の変動の重要性をベイジアン手法を用いて推計した。ここでは政策立案者（タイ中央銀行）が総産出、物価上昇率、信用増加率、為替レートなどの変動に対応して政策金利を調整するといった拡張型テイラー・ルールを想定し、限界尤度という尺度を用</p>			

いて、政策金利が為替レートと信用増加率にどのように反応するかを検証した。検証結果はタイ金融当局が為替レートの安定を目標に組み入れていることを示唆したが、信用増加率を政策金利策定の要因に組み入れていることを支持する証拠は見つからなかった。この検証結果はさまざまな堅牢性チェックに耐えるものであった。さらに本論文では、国内の需要ショックや生産性ショックが景気循環（総産出の変動）に最も大きく影響することを示した。また交易条件の変動は、景気循環に及ぼす影響は小さいものの、為替レート変動の最大の割合を説明していること、カントリー・リスク・プレミアムの変動がこれに続くことも示した。

(論文審査の結果の要旨)

本研究の第1論文と第3論文では、標準的な動学的確率的一般均衡モデルを拡張し、国内外のさまざまなショックが金融政策ルールを通じて景気循環に波及する過程を分析している。主要な拡張は、第一に銀行部門を明示的にモデルに組み込み、銀行の貸出行動（信用基準の設定）に関して「深い」習慣形成（deep habit formation、ここでは貸出先ごとの習慣形成）を仮定したこと、第二に閉鎖経済モデルを小国開放経済モデルに拡張して輸入価格の国内価格への不完全な伝播を仮定したことである。

景気循環と金融政策の分野では、近年、銀行部門を明示的に組み込んだ一般均衡モデルに「深い」習慣形成を織り込み、政策金利の変更が信用基準（金利スプレッド、担保水準）の変動を通して景気循環に影響する過程を再現することを試みる傾向にある。本研究の第一の貢献は、こうした「深い」習慣形成を織り込んだ動学的確率的一般均衡モデルを小国開放経済に拡張したことである。本研究で構築した一般均衡モデルは、規模が大きく構造が複雑であり、景気変動の波及経路の追跡が難しいという短所はあるものの、国内外のショックが貿易収支、資本移動、為替レートなどに及ぼす影響も分析できる点で重要な貢献である。

本研究の第2論文では、拡張分散自己回帰（GARCH）モデルと確率的ボラティリティ（SV）モデルを18カ国の消費者物価指数を用いて推定し、SVモデルの相対的な優位性、特に平均値の確率的ボラティリティ（SV in mean）モデルの優位性を示している。推定に使われたモデルが比較的単純であるため、今回導かれたSVモデルの優位性がインフレ率以外の経済指標、より複雑なモデルの下で成立するかの検証を必要とするものの、当該分野の研究者に有益な情報を提供しており、これが本研究の第二の貢献である。

本研究の第1論文は査読付学術誌 *Economies* から2021年に公刊、第2論文は同 *Economic Research* から2022年に公刊されるなど、本博士論文はすでに一定の評価を外部から得ているものの、改善・拡張の余地も十分にある。

第一に、モデルの妥当性、例えば「深い」習慣形成が現状の金融機関の貸出行動を規定するとの仮定の妥当性、について一層の検討・検証が望まれる。習慣形成を仮定しないモデルの方が、一部の経済指標との整合性が高いという結果も見られたためだ。インフレ率変動モデルについても、長期インフレ率データを用いて定常過程を想定したモデルを推定したために、より柔軟なSVモデルの優位性が示された可能性はないかとの懸念が示された。

第二に、各論文の貢献がどこにあるのか、より明確な説明が望まれる。例えば、反景気循環的な信用基準の変動が景気循環の変動を増幅する効果は、先行研究が示す増幅効果と較べてどの程度大きいのか、それは小国開放経済のどのような特性によってもたらされるのかなどを示すことにより、閉鎖経済モデルを小国開放経済モデルに拡張した本研究の貢献の大きさを提示することができる。

第三に、大規模かつ複雑な一般均衡モデルを数量的に解くことから得られた政策

含意・知見を分かりやすく説明するための一層の工夫が望まれる。さらに複数の異なる金融政策ルールの有効性を比較検討するセクションでは、単にマクロ経済指標に及ぼす影響をグラフや表で提示するだけでなく、何らかの社会厚生の尺度を用いて政策ルールの最適性を議論することが望ましい。

しかしながら上記の論文審査委員のコメントや提案は、本研究の本質的な価値を否定するものではなく、論文申請者が今後とも景気循環・金融政策の分野での研究を続け、多大な貢献をしていくことを意図するものである。

よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。また、令和4年7月26日、論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。

要旨公表可能日： _____ 年 _____ 月 _____ 日以降