



Empirical studies on capital controls in advanced and emerging economies

周, 扬

(Degree)

博士 (経済学)

(Date of Degree)

2023-03-25

(Date of Publication)

2025-03-25

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第8569号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100482317>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



周揚氏学位請求論文審査報告要旨

論文： Empirical studies on capital controls in advanced and emerging economies
(先進国・新興国における資本規制に関する実証研究)

論文内容の要旨

世界金融危機後、国際通貨基金（IMF）が自由な資本移動を最善としつつも、新興国が過剰な資本移動を管理するための有効な政策手段として認めるに至り、資本規制は国際金融の分野で重要な研究課題の一つとして盛んに研究されている。本論文は、先進国と新興国における資本規制の有効性に関する実証研究であり、全6章によって構成されている。本論文の研究の問いは以下の三つのテーマに集約される。(1) 資本規制が住宅価格に影響を与えたか、(2) 中国の資本規制はどれほど中国の資本移動と経済成長分布に影響を与えたか、(3) 他の資産市場において資本規制がその資本移動にどういった影響を与えたか。以上の三点を解明するのが本論文の主たる目的である。

本論文の序論である第1章は本論文の問題意識を要約するものである。

本論文の第2章は、資本規制が住宅価格に与える影響について、先進国31カ国と新興国22カ国の計53カ国、1995年から2017年の23年間の年次クロスカントリー・パネルデータを用いて実証的に分析したものである。分析結果より、資本規制の種類およびその流入・流出規制で住宅価格に与える影響に違いはあるが、概して資本規制（とくにコマーシャル・クレジットに対する資本規制）は住宅価格を低下させていたことが明らかとなった。また、全サンプルに加えて、様々なサンプル（例えば、先進国と新興国や世界金融危機前と危機後、好況と不況など）に分けて追加的な分析およびロバストネス・チェックを行っている。さらに分析の結果、先進国と新興国では資本規制の住宅価格引下げ効果に差があることが明らかとなった。資本規制の住宅価格引下げ効果は、世界金融危機以前により顕著に確認された。また、資本規制は非周期的な形で（好況と不況によらず）実施されていたことがわかった。さらに不動産取引に対する資本規制には内生性が存在するため、資本規制行動のサンプルをリバランスする逆確率加重回帰調整推定量（IPWRA）を用いた分析を行った。この結果、IPWRA推定量が住宅価格へのマイナス効果を弱める可能性が示され、この減衰効果は内生的要因に起因すると考えられることがとわかった。

第3章では、Chen and Qian (2016) による各資産市場別の流入・流出規制および居住者や非居住者に対する資本規制のデータを用いて、中国の資本規制が個々の資産カテゴリに及ぼす影響をスムーズ・ローカル・プロジェクション法（Smooth Local Projections）を用いて実証的に分析した。その結果、資産カテゴリごとに大きな違いが見られた。株式とファイナンシャル・クレジットに対する資本規制は純資本流入に大きな影響を与えている。しかし、他の3つの資産市場（債券、コマーシャル・クレジット、直接投資）に対する規制は

その純流入に影響を与えないことが明らかとなった。

第4章は、Adrian et al. (2018) による “Growth at Risk” の枠組みを応用して、Chen and Qian (2016) の論文による中国の資本規制指標が実質 GDP 成長率分布に与える限界効果とその期間構造を、ローカル・プロジェクション (Local Projections) 推定量と skewed-t 分布の近似を用いた分位点回帰により分析した。その結果、以下のことが明らかとなった。

(1) 資本規制が実質 GDP 成長率の分布に及ぼす影響を推定すると、短期的に分布の右テール (95%分位点) に負の影響がある一方で、中期的に左テール (5%分位点) に正の影響があることが示された。つまり、中国の資本規制政策が実質 GDP 成長率分布に与える効果は、その分布の左右で同一でないことが示された。(2) 資本規制指標の実質 GDP 成長率に対する限界効果を各分位数で見ると、異質な効果は中期 (6ヶ月) よりも短期 (3ヶ月) でより強いことが示された。(3) 特に、これらの異質な効果は流出規制指標と居住者取引規制指標において短期でより有意性があつた。(4) 個別の資本規制指標は、一部統計的に有意ではないものもあるが、概ねやはり同様な異質な効果を持つことが示された。

第5章は、1995年から2019年までの期間に、先進国および新興国を含む81カ国のデータを用いて、国際債券の資本移動に対する資本規制の有効性を分析したものである。全サンプルを用いた分析において、インパルス応答の結果は、期待された方向にはあるものの、統計的に有意ではないことが示された。サンプル間 (先進国と新興国、危機の前後など) で様々な区別を行っても、ほとんどの結果は統計的に有意でないことが示された。しかし、資本規制の研究の分野でよく知られている、Klein (2012) による「ゲート」と「ウォール」という区別を用いると、「ウォール」に分類される新興国については資本規制の有効性が確認された一方で、「ゲート」に分類される新興国ではそうでないという、先行研究と整合的な結果を得ている。

最後に、第6章では、本論文の結果と今後の課題がまとめられている。

論文審査の結果の要旨

本論文は、先進国と新興国における資本規制の有効性に関して、近年注目されているローカル・プロジェクションといった最先端の計量経済学的分析手法を用いた実証的な分析を行っている。その主たる貢献は、以下の3点にまとめることができる。

第1点目は、政策的に重要な資本規制の問題を扱い、重要な課題であるにもかかわらず先行研究が少ない資本規制の住宅価格に与える影響を分析している点である。イントロや先行研究のレビューも丁寧に書かれており、研究テーマの重要性や本論文と先行研究との違いも明確であり、既存研究をどのように発展させたかを明確に示している。また、本論文は資本規制から住宅価格への影響を分析するために適切なデータを用いている点、及び資本規制の内生性問題を考慮した分析手法を用いている点も高く評価できる。また、全サンプルに加えて、様々なサンプル (例えば、先進国と新興国、世界金融危機前と後、好況と不況な

ど)に分けて追加的な分析及びロバストネス・チェックも行っている。先進国と新興国で住宅価格の反応の違いがあることを明らかにしている点も、興味深い点である。

第2点目は、近年注目されているスムーズ・ローカル・プロジェクション法を用いて、中国における資本規制が個々の資産カテゴリに対応する資本フローに与える影響を解明している点である。個々の資産カテゴリを区別し、対応する資本規制の変化が個々の資産カテゴリの純流入にどのような影響を与えるかを検証している。論文のトピックの重要性のみならず、そうした最新の実証的方法を用いた点も高く評価できる。

第3点目は、Adrian et al. (2018) による“Growth at Risk”の枠組みを用いて、中国において資本規制がそのGDP成長率に与える影響を解明している点である。分析の結果、不況時の資本規制はGDP成長率の上昇に寄与する一方、好況時の資本規制はGDP成長率を平均的に低下させることが分かった。分析手法として、ナラティブ・アプローチによる分位点回帰を採用した計量経済学的アプローチで、資本規制がGDP成長率の分布に及ぼす因果関係を明らかにした。また、中国の資本規制指標の内生性を検証するため、慎重なデータ処理を行っている。IMFの年次報告書の政策文書をキーワードで検索し丁寧に調査したことに加え、ランダム化比較試験を実施し、中国の資本規制政策が実質GDP成長率と独立であると考えられることを確認している。資本規制がどのように経済成長に影響を及ぼすかは重要なテーマであり、中国の資本規制政策と実体経済の関係について分析を行った、意欲的な研究と評価される。

第4点目は、資本規制の効果に関する実証研究において、結果が様々であるという現状を踏まえ、国際債券市場について、その資本規制がグロスの資本流入に対する効果を分析し、サンプル間(先進国と新興国、危機の前後など)の違いによる効果の不均一性に注目するとともに、Klein (2012) による「ゲート」と「ウォール」という当該分野でよく知られている区別を用いて、資本規制の有効性が両グループでどのように異なるかを検証したことである。その結果、資本規制の有効性が「ウォール」タイプの新興国で確認された一方、「ゲート」タイプではみられないというKlein (2012) の洞察と一致する興味深い知見を得ている。

本論文には、以上のように高く評価すべき点があるが、同時に以下のような課題が残っている。

第1に、第2章の実証分析において、資本流出規制に関しては、資本流出を減少させ住宅価格を上昇させる方向に作用すると考えることができるが、一方で流出規制が資本流入をも抑制してしまい住宅需要を減少させる方向に作用する可能性もある。このように相反する効果が存在する可能性があり、こういった資本流出規制の効果のメカニズムについて、より明確にすることが将来的には望まれる。

第2に、第3章の実証分析において、中国の資本規制が個々の資産カテゴリに与える効果に大きな違いが見られたが、このような個々の資産市場の違いの原因については、資本逃避がその原因の一つと考えられ、資産市場によって資本逃避の容易さの程度が異なるため

と推察される。資本逃避の研究については多くの研究があり、そういった関連分野を含め、より詳細な分析を個々の資産カテゴリについて、行うことは有益であろう。

第3に、第4章の実証分析においては、資本規制がGDP成長率に影響を与えるメカニズムを説明する具体的なDSGEモデルを構築することが望ましいであろう。資本規制が資本移動に与える影響（資本規制が資本移動の抑制にどの程度有効であったか）、為替レートなどモデル分析を用いて、より明確に把握することは有益であると思われる。また、今回の実証分析では中国に焦点を当てたが、同じ分析手法で、他の新興国についても、将来的に分析することが望ましいであろう。中国経済は他の新興国・途上国経済とは大きく異なるため、他の新興国に関する分析を行うことによって、より一般的に資本規制が新興国のGDP成長分布にどの程度影響を与えるか、より深い考察を得ることが期待できる。

しかし、これらは今後の研究に待つべきものであり、本論文の価値をいささかも損なうものではない。

以上を総合して、下記審査委員は一致して本論文の提出者が博士（経済学）の学位を授与されるに十分な資格をもつものと判定する。

令和 5年 3月 6日

審査委員

主査	教授	北野	重人
副査	教授	松林	洋一
副査	教授	西山	慎一