

学位論文及び審査結果の要旨

横浜国立大学

氏名	城戸 陽介
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	国府博甲第22号
学位授与年月日	平成29年9月15日
学位授与の根拠	学位規則（昭和28年4月1日文部省令第9号）第4条第1項及び横浜国立大学学位規則第5条第1項
研究科(学府)・専攻名	国際社会科学府 経済学
学位論文題目	Essays on International Economics and Spill Over Effects
論文審査委員	主査 横浜国立大学 教授 佐藤 清隆 横浜国立大学 教授 奥村 綱雄 横浜国立大学 教授 パーソنز、クレグ 横浜国立大学 教授 小林 正人 横浜国立大学 教授 永井 圭二

論文の要旨

This dissertation consists of three essays. In particular, I apply time-series methods including a multivariate GARCH model, factor-augmented vector auto regression, and vector auto regression with sign restrictions.

In Chapter 1, “On the link between the US economic policy uncertainty,” I analyze the effect of economic policy uncertainty shocks stemming from the United States on exchange rates. The findings suggest that economic policy uncertainty generated in the US has some spillover effects on foreign currencies, and the sign of such spillovers depends on the different currency yielding. Moreover, I find that such spillover effects are pronounced during economic recessions. This chapter was accepted by *Economics Letters*.

In Chapter 2, “Spillover effects of a US policy uncertainty shock: its impact on Asian and global financial market,” I analyze the spillover effects of the US economic policy uncertainty on broader financial markets: stock markets and commodity markets, in addition to foreign exchange markets. This empirical exercise shows that the US economic policy uncertainty significantly affects each global latent factors separately extracted from equity markets, foreign exchange markets, and commodity markets. By country level analysis, some heterogeneities of responses are observed among selected countries. As for equity prices, US economic policy shocks adversely affect, however, its impact on Chinese equity market is

relatively small. As for exchange rate market, while many currencies depreciate in response to positive economic policy uncertainty shocks, US dollar and Japanese yen appreciate reflecting their safe haven nature. Chinese yuan, whose nominal exchange rate is closely linked to US dollar, also appreciates in response to uncertainty shocks. This chapter was presented in 2016 YNU-ECU International Conference, and has been revised and resubmitted to *North American Journal of Economics and Finance* (currently under review).

In Chapter 3, “Disentangling the nexus between the stock price and the oil price: sign restriction approach,” I analyze the underlying shocks that drive US stock prices and oil prices. In particular, by applying the sign restriction approach to the sample period where the US monetary policy confronted with zero lower bound, this study I examine the effect of unconventional monetary policy on the stock prices and oil prices. The findings in this chapter suggest that US unconventional monetary policy played an important role in boosting stock prices and oil prices from 2009 to 2012. Further, the findings suggest that the divergence between the stock price and the oil price can be attributed to oil supply shocks.

審査結果の要旨

本論文は、米国の経済政策に焦点を当て、経済ショックの波及（Spillover）効果について分析を行った3つの章で構成されている。各章の概要と評価は以下の通りである。

第1章は、Baker *et al.* (2016, QJE) が開発した米国経済政策の不確実性指数と各国の実質実効為替レートとの間の相関関係が時間を通じてどのように変化したかを DCC (Dynamic Conditional Correlation)-GARCH モデルを用いて分析している。推定の結果、米国経済政策の不確実性は高利回り通貨との間に一貫して負の相関を、円との間に一貫して正の相関を、米ドルとの間には世界金融危機の時期に正の相関をもつことが確認された。円と米ドルとの正の相関は安全な避難先 (safe haven) としての両通貨の特徴を反映しており、米国の景気後退期にこの傾向がより強く観察されることが示されている。

第2章は、第1章で用いた米国経済政策の不確実性指数が国際金融市場に波及する効果を Factor-Augmented VAR (FAVAR) を用いて分析している。三つの潜在要因（国際商品要因、為替レート要因、株価要因）の米国経済政策の不確実性指数に対するインパルス応答関数を推定した結果、いずれの潜在要因も米国経済政策の不確実性の上昇に対して有意に負の反応を示すことが確認された。世界金融危機後のサブサンプル期間で分析しても同様の結果が得られること、また分散分解の結果、米国経済政策の不確実性は株価の変動に対して最も強く影響を及ぼしていることが確認された。

第3章では、米国の非伝統的な金融政策が米国の株価（S&P500）と原油価格（WTI）にどのような影響を及ぼしているかを、2008年から2015年の週次データを用いて符号制約（sign restriction）VARの手法により分析している。非伝統的な金融政策の代理変数として10年物米国

債利回りをを用いて 3 変数 VAR を推定した結果、株価と原油価格は非伝統的金融政策に対して有意に正の反応を示すことが確認された。さらにヒストリカル分解を行った結果、2009 年から 2012 年の株価と原油価格の上昇に非伝統的金融政策が強く影響を及ぼしていること、2013 年から 2015 年にかけて原油価格の急落と株価との大幅な乖離は原油の供給ショックによってもたらされたことが確認されている。

本論文の第 1 章と第 2 章は新たに開発された米国経済政策の不確実性指数を活用して、国際金融市場への波及効果を厳密に分析している点で高く評価できる。第 3 章は米国が非伝統的金融政策を行った 2008 年以降に着目した点が新しく、ヒストリカル分解の分析結果も 2014 年からの原油価格急落のエピソードと符合している点で説得力がある。なお第 1 章は *Economics Letters*, Vol.144, 2016, pp.49-52 に掲載されている。

以上のことから、本論文審査委員一同は、本学府の博士号審査基準①に照らして、城戸陽介氏の学位請求論文“Essays on international economics and spillover effects”が博士（経済学）の学位を授与するに値するものと判断する。

注 論文及び審査結果の要旨欄に不足が生じる場合には、同欄の様式に準じ裏面又は別紙によること。