



|              |   |
|--------------|---|
| Title        | ESSAYS ON CAPITAL ACCUMULATION AND FINANCIAL INTERMEDIATION   |
| Author(s)    | 古賀, 麻衣子   |
| Citation     | 大阪大学, 2012, 博士論文  |
| Version Type |   |
| URL          | <a href="https://hdl.handle.net/11094/59251">https://hdl.handle.net/11094/59251</a>   |
| rights       |   |
| Note         | 著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、<a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">大阪大学の博士論文について</a>をご参照ください。 |

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

|               |  |
|---------------|--|
| 氏 名           | 古賀 麻衣子   |
| 博士の専攻分野の名称    | 博士 (国際公共政策)  |
| 学 位 記 番 号     | 第 25008 号  |
| 学 位 授 与 年 月 日 | 平成 24 年 3 月 22 日   |
| 学 位 授 与 の 要 件 | 学位規則第 4 条第 1 項該当<br>国際公共政策研究科比較公共政策専攻                                      |
| 学 位 論 文 名     | ESSAYS ON CAPITAL ACCUMULATION AND FINANCIAL INTERMEDIATION<br>(資本蓄積と金融仲介) |
| 論 文 審 査 委 員   | (主査)<br>教授 山内 直人<br><br>(副査)<br>准教授 小原 美紀 教授 野村 茂治                         |

### 論 文 内 容 の 要 旨

In this dissertation, we first conduct an empirical analysis on Japan's saving rate and demographics and derive the implication that we no longer expect continued capital accumulation in Japanese economy in Chapter 2.

There are plentiful existing literatures for the Japanese saving rate (Hayashi (1986), Horioka (1990), etc.), and recent studies on consumption and income shifted their focus to behavior of individuals with heterogeneity. Consistent with this development, recent significant contributions of empirical studies are made employing micro-data (Kohara et al. (2002), Hori and Shimizutani (2006), Murata (2003), Kohara and Horioka (2006)).

However, a recent sharp decline in the saving rate finds us necessary to clarify the background from a time series perspective. Other than studies with micro-data, studies with macro time-series data continuously provide evidences that demographic factor affects the saving rate and this also motivates us to revisit it with additional specification (Kim and Lee (2008), IMF (2004)).

Against this backdrop, we attempt to provide new findings with time-series data that will complement outcome of other prior studies. With our original arrangements in methodology, we reconfirm the evidence that demographic dynamics affected continued decline in Japan's saving rate.

The demographic change has a persistent effect on the economy, and we expect a low saving rate and slow pace of capital accumulation in future. Given the fact that we will face difficulty in capital accumulation, we need to invest the limited capital efficiently to produce added value.

Chapter 3 conducted an analysis on one example of efficient investment of capital. We explored behaviors of Japanese retail traders in foreign exchange market and obtained implication that they contributed to decrease volatility and even provide market efficiency.

Friedman (1953) pointed out that irrational investors destabilize prices by buying assets when their prices rise and

selling them when prices fall. Rational speculators in contrast buy assets when prices are low and sell them when prices are high stabilize asset prices and promote them back to fundamentals. Based on this argument, numerous studies examined whether investors behave as stabilizer (contrarian trader) or destabilizer (momentum trader) in financial market (DeLong et al. (1990), etc.). Following the existing literature, our study applies the common framework to Japanese retail traders in the foreign exchange market. Analytical tool we use is a well-established technique following Grinblatt et al. (1995), Curcuru et al. (2011), and others.

We consequently find the evidence which implies that Japanese retail traders contribute to decrease excessive price movement. Considering returns of interest differential, in contrast, they seem to act as momentum traders. This is consistent with observation that Japanese retail traders search for carry trades. However, they act as momentum traders not all the time, contrary to general expectations. They buy past winners and also sell past winners and consequently gain profit by trading the most volatile currency in the preceding period. This implies that their search for yield activity does not always destabilize the exchange rate.

Another contribution of our study is we present the first attempt to explore retail traders behavior, which newly available data enable us to achieve.

Chapter 4 extends our focus to risks in financial markets where banking systems are developed globally and new risks arise in financial intermediation.

Kaminsky and Reinhart (2000) and Van Rijckeghem and Weder (2003) provided evidence that bank lending channel induced transmission of currency crises in emerging markets.

However, the focus of the existing studies has been on whether a specific banking system increases their asset on another country, and these studies do not directly deal with parallel changes of assets which we observe with recent data. We set a specification where the average growth of banks' assets is determined by bank linkage variables and country-specific variables. This enables us to directly examine comovement of assets in the boom and the bust associated with the current financial turmoil.

We find an evidence that bank linkages contribute to comovement of assets in the recent financial crisis. The effect is particularly large during the contraction period, as banks decreased their foreign investments simultaneously when they faced withdrawal of funding from common lenders. We thus confirm an evidence that "common lender effect" affected parallel changes of assets during recent financial crisis and the result is consistent with discussions in the existing contagion literature (Van Rijckeghem and Weder (2003)). Additionally, we find different features between claims on developed countries and on emerging countries. Bank linkages are effective for investment in developed countries than those in emerging countries. Our contribution to understand risks in financial intermediation mechanism is marginal, but can be considered to be a scratch to future research.

### 論 文 審 査 の 結 果 の 要 旨

本論文は、日本における家計の貯蓄・資産蓄積行動および個人投資家の資産運用、ならびに銀行のグローバルな貸出行動に焦点を当てて実証的に分析することを目的としたもので、以下の 3 つの章を中心構成されている。

第 2 章では、日本の高齢化など人口動態が貯蓄率に与える影響について実証研究を行っている。最近の消費・所得研究は、異質性を加味した個人行動の解明に焦点が移り、ミクロデータを用いた実証研究が主流になっているが、近年の貯蓄率の急速な低下については、時系列の観点から改めてその背景を分析することが必要であるとの認識の下、あえてカバレッジの広いマクロの時系列データを用いて独自の手法の工夫を加えつつ計量分析を行い、高齢化など人口動態効果が日本の貯蓄率の継続的な低下に影響を与えていることを確認するなど、先行研究を補うファインディング

グを得ている。このような人口動態効果は今後も持続的な影響を日本経済に与えると考えられるため、日本経済は将来にわたる低貯蓄率と資産蓄積スピードの鈍化を前提として、限られた資本を効率的に投資運用し、付加価値を生みだしていく必要があるとのインプリケーションが得られる。

第3章では、資本運用の一侧面として、新たなデータを用いて、日本の個人投資家の外国為替市場における行動の解明を試みている。一般に金融資産の価格が上昇するときこの資産を買う投資家は価格変動を不安定化させ、逆に、その資産を売る投資家は価格を安定化させて価格がファンダメンタルズに戻ることを促すと考えられ、数多くの研究が、投資家の投資スタンスが金融市場を安定化させるのか（コントラリーアン投資家）、不安定化させるのか（モメンタム投資家）について実証研究を蓄積してきた。本章では、既存研究と同様の分析枠組みを日本の個人投資家の為替市場における行動に適用し、日本の個人投資家は、為替レートの変動を抑えることに寄与しているとの結果を得た。同時に、金利差を通じた運用リターンを考慮に入れると価格変動を増幅させる行動をとっていることも明らかにした。これは一見すると日本の個人投資家が利回り格差を求めてキャリー運用を行っているとの観察事実と整合的であるが、詳しくみると、投資家たちは常に金利差を求めてリターンが増加する通貨を買い、リターンが縮小する通貨を売るという行動をとっているわけではなく、過去のリターンが高いものを買うとともに、過去のリターンが高いものを売るという行動をとっている、換言すれば前期にもっとも変動の大きかった通貨を売買して収益を得ようとしていることが明らかにされた。本章は、外国為替市場における投資家行動が、価格ボラティリティの縮小に寄与し、市場の効率性を提供しうることを示した先駆的な研究であるといえる。

第4章では、金融市场において銀行システムがグローバルに発展した結果として金融仲介における新たなリスクが生じているとの認識の下に、近年の金融危機前後のブームと崩壊において、資産の同時的な変動がおこった理由を検証している。先行研究では、銀行の貸出チャネルが新興国の通貨危機の伝播に影響していることが示されているが、最近観察されるような同時的な資産の増減については直接扱っていない。本研究では、2つの銀行システムを取り上げて、それらの平均的な対外資産の伸びが、両方の銀行システムのリンクエージ要因とそれぞれの国特有の要因によって規定されるという定式化に従って実証研究を行っている。分析の結果、銀行のリンクエージが、最近の金融危機前後の時期において、銀行の資産の同時的な増減に統計的に有意な影響を与えていたことがわかった。この効果は、危機発生後の債権縮小期において特に大きく、その間にコモンレンダー効果（債権者がある国の債権を縮小する際に他の国向けの債権も同時に縮小するという経路を通じてショックが伝播する効果）が働いているとの証左も得られた。

以上のとおり、本論文は、日本における家計の貯蓄・資産蓄積行動および個人投資家の資産運用、ならびに銀行のグローバルな貸出行動に焦点を当てて資産蓄積と金融仲介に関する実証分析を行った研究論文で、この分野の先行研究を十分消化したうえで、適切かつ高度な計量経済分析によって信頼できる結果を得ており、この分野の研究に新たな知見を加え、重要な学術的貢献をしているものと評価することができる。よって、審査委員会は一致して、この学位請求論文が、博士（国際公共政策）の学位を授与するに十分値するものであると判断する。