

2025年 10月 31日

ランバス留学基金委員会 御中

所属：総合政策学部
職名：専任講師
氏名：戸部智

以下のとおり、報告いたします。

研究制度	ランバス留学 (滞在国：シンガポール)
研究課題	貸出拡大に起因する住宅価格のブームとバスのサイクルに関する研究
研究実施場所	南洋理工大学 経済成長センター
研究期間	2023年 9月 1日 ～ 2025年 8月 31日 (24ヶ月)

◆ 研究成果概要 (2,500字程度)

上記研究課題に即して実施したことを具体的に記述してください。

2023年9月から2025年8月までシンガポールの南洋理工大学・経済成長センターに客員研究員として在籍し、研究活動を行った。2年という長期にわたり研究に専念する機会を与えてくれた関西学院と受け入れてくれた南洋理工大学、手厚いサポートをしてくれた両校の事務スタッフに深く感謝したい。

留学中の中心的な研究課題は、貸出拡大に起因する住宅価格のブームとバスのサイクルに関する研究である。目的は住宅価格に対する家計向け貸出の短期から中長期的な影響を検証することである。Kindleberger (1978)とMinsky (1986)の先駆的な研究以降、資産価格ブームと金融機関による貸出の関係は重要なテーマとして度々注目されている。日本では不動産バブルとその崩壊、そして失われた20年の経験から、このテーマの重要性は広く認知されてきた。2000年代に入ってもサブプライム・ローン問題に端を発した世界金融危機を契機として研究者と政策担当者の注目が高まっている。

従来の資産価格ブームと貸出に関する議論は、(1)貸出の拡大が資産価格ブームを引き起こすと主張するものと、(2)行き過ぎた貸出の拡大が後々のブームの崩壊と金融危機、そして深刻な不況を招く引き金になっていると主張するものに大別できる。これらは互いに矛盾するものではない。しかし、一方では貸出のポジティブな効果を、他方ではネガティブな効果を強調している点で対照的である。本課題は先行研究で別々に取り扱われてきた貸出の住宅価格に対する短期的なポジティブな効果と中長期的なネガティブな効果を、貸出拡大に起因する住宅市場のブームとバスのサイクルの異なる側面に注目していたものとして架橋を試みるものである。本留学で得られた主な成果は以下に整理する3つの論文である。

(1) “Credit Expansion and Boom-bust Cycle of Housing Prices”

本研究は家計向け貸出の拡大が短期的には住宅価格のブームを引き起こすが、中長期的にはバスのに帰着することを、1980年から2019年までの先進20カ国をカバーするパネ

ルデータとローカル・プロジェクション手法を組み合わせることで実証的に示した。特に貸出拡大に起因する住宅価格のブームとバスのサイクルを大きくする要因を明らかにできたことは本研究の興味深い点の一つである。具体的には、①経常収支赤字国である場合や、②貸出拡大の期間が長くなる場合にブームとバスの振幅が大きくなることを確認できた。それらの場合、ブーム期における住宅価格上昇分はバス期にすべて失われるという結果が得られている。

貸出拡大が中長期的な銀行のバランスシートの劣化も引き起こすことも示した。従来の研究では貸出拡大から住宅価格ブームを経て金融危機等のバスにつながるメカニズムを実証的に示したものは少ない。足下の貸出拡大が将来的なバランスシートの劣化を招くという発見はそのギャップを埋めるものである。総じて住宅バブルの崩壊や金融危機は、貸出の動向によって予測可能であることを示唆する結果である。

また、貸出拡大が住宅価格サイクルをもたらす因果関係にフォーカスしている点も先行研究にはない本研究の特徴である。バルチック型（シフト-シェア型）操作変数を応用して貸出の供給ショックの識別を試みた。貸出拡大ショックに対する金利変数の反応は、採用した分析戦略が貸出供給ショックを捉えていることを支持するものである。

論文は慶應義塾大学経済学部附属経済研究所のディスカッション・ペーパーとして公開されている。

(2) “Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China”

本研究の目的は貸出供給の拡大が住宅価格に与える因果効果を明らかにすることである。中国において実施された金融規制緩和に着目しつつ、31の行政区（省および直轄市、自治区）レベルのパネルデータを利用した分析を行っている。規制緩和という共通ショックと、それに対する行政区別の感応度を組み合わせたものを操作変数として貸出供給ショックの識別を試みている。上述(1)の論文と同様、バルチック型（シフト-シェア型）操作変数を応用した分析戦略である。

結果として、(a)規制緩和は貸出を拡大させたこと、(b)規制緩和に起因する貸出拡大は住宅価格を押し上げたこと、(c)その効果は他国に注目した先行研究と比べて大きいことを確認している。特に、(c)は興味深い。相対的に大きな効果は住宅供給が価格に対して非弾力的である場合に起こり得る。実際に中国の土地供給は地方政府によって厳格に管理されており、供給が価格に対して敏感に反応するかについては疑問がある。同結果は中国における持続的かつ巨大な住宅価格高騰が、制度的な要因によって助長されていることを示唆するものである。本研究は貸出供給ショックが住宅価格や住宅供給などの変数に与える影響に焦点をあてつつ、中国における住宅市場の過熱の原因を明らかにする試みと位置づけられる。

本研究はEconometric Society Australasia Meeting 2024を始めとする複数の国際学会・セミナーで報告を行った。現在は草稿の修正を繰り返している段階にある。

(3) “Singapore’s Role for ASEAN’s Portfolio Investment”

本研究はASEAN諸国の対外証券投資の特徴を、2国間パネルデータを用いて明らかにするものである。ASEAN諸国はOECD諸国と比べて近隣の国への投資を好む傾向が認められた。その傾向は証券投資を債券と株式に対する投資に分けても同様である。しかし、ASEANの中でもシンガポールは遠方の国への投資を好むという異なる特徴を示しており、同国が東南アジア地域における金融センター/ハブとしての役割を果たしていることを示唆している。論文はJournal of Asian Economicsに採択されている。本研究をアジア地域の金融にフォーカスした研究を継続するための最初の一步としたい。

留学中の研究活動リスト

<査読付き論文>

1. Singapore's Role for ASEAN's Portfolio Investment, with Tomoo Kikuchi, Journal of Asian Economics, Vol. 101, December 2025, 10206.

<ワーキングペーパー>

2. Credit Expansion and Boom-bust Cycle of Housing Prices, with Masaya Sakuragawa, Keio-IES Discussion Paper Series DP2025-011.
3. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, mimeo

＜学会/セミナー発表＞

4. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, The 14th Spring Meeting of The Japan Society of International Economics, Seinan Gakuin University, Japan.
5. Does Foreign Debt Promote Economic Growth?, 2025 Peking-Tsinghua-Waseda Forum, Tsinghua University, China.
6. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, Econometric Society Australasia Meeting 2024, Monash University, Australia.
7. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, AY 24/25 Economics Brown Bag Seminar, Nanyang Technological University, Singapore.
8. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, 2024 Singapore Economic Review Conference, Singapore.
9. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, 2024 Spring Meeting of Japanese Economic Association, Tokyo Keizai University, Japan.
10. Credit Supply and Housing Prices: Evidence from Banking Deregulation in China, 2024 Spring Annual Meeting of Japan Society of Monetary Economics, Saitama University, Japan.

以 上

提出期限：留学期間終了後2ヶ月以内

- ◆研究成果報告は、関西学院（大学/学院）ホームページにて公開します。研究遂行上ホームページでの公開に支障がある場合はランバス留学基金事務局までご連絡ください。