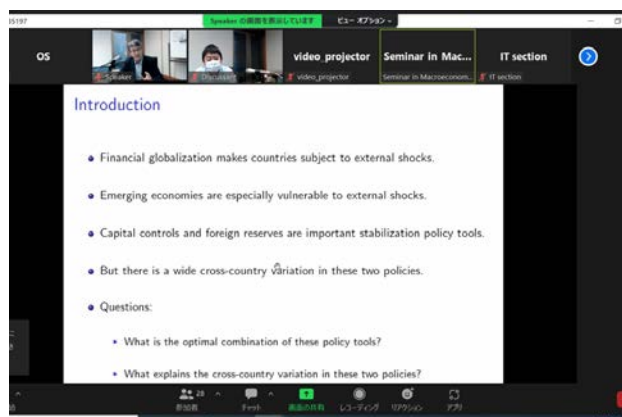


目次
□ 第24回マクロ・コンファレンス報告 1



第24回マクロ・コンファレンス報告

第24回マクロ・コンファレンスは2022年11月19日、20日に一橋講堂特別会議室においてハイブリッド形式にて開催され、約80名の内外の研究者が対面とオンラインで参加した。例年通り論文は国際公募を行い、プログラムコミTEEにより選ばれた8本の論文報告があった。対面での開催は3年ぶりとなり、各セッションの前後も含めて活発な議論が繰り広げられた。各論文の報告および議論の様子は下記のとおりである。

セッション1 座長：塩路悦朗（一橋大学）

■論文

報告者：丹後健人（横浜市立大学）

“A Monetary Policy Shock at the Household Level”

（中園善行（横浜市立大学）との共著）

討論者：中島上智（一橋大学）

本研究では家計のマイクロデータを用いて、家計レベルの金融政策ショックを抽出し、金融政策ショックの家計への異質な効果を推計している。本研究のデータは消費と期待金利が同時に観測可能な家計レベルのパネルデータとなっている。このデータにおける期待金利を用いることで、実際の金利と期待金利の差で定義された家計レベルの金融政策ショック変数を構築した。この変数を用い、金融政策ショックの消費へのインパルス応答関数の推定を行い、複数のサブサンプルを用いた推定結果を比較することで、金融政策ショックに異質な効果があることを報告した。

報告者と討論者並びにフロアからの参加者で行われた議論では、分析結果の解釈に関する以下の2点が議論の中心となった。1点目は、報告者らの構築した家計の金融政策ショックは、10年物国債金利と質問票から得られる借入金利の予測値に統計処理を行い構築したものであったことから、適切に金融政策の効果のみを抽出した変数とみなせるのかというものに関する議論であった。2点目は、報告された推定結果のインプリケーションについての、理論的な予測との比較や集計された効果など様々な観点から議論がされた。

■論文

報告者：松本英彦（政策研究大学院大学（GRIPS））

“Private Debt, Foreign Reserves, and Capital Controls”

（Chang Ma（Fudan University）との共著）

討論者：片桐満（法政大学）

本研究では、外国から流動性のショックに対する政策として、外貨準備と資本規制がどのように組み合わせられているのか、また、どのように組み合わせるべきかについて、実証的事実をベースに小規模開放経済モデルを構築しそれを用いた分析を行った。まず、報告者はモデル構築のための実証的事実とし

て、金融的自由度と外貨準備との関係が hump-shaped になっていること、金融的自由度が大きくなるほど資本規制は単調に減少していることを提示した。この実証的事実と統合的なモデルを作成するために、小規模開放経済モデルに、対外負債と金融的自由度に応じて影響の大きさが変化する流動性ショックと、投資プロジェクトの投げ売り、投げ売り時の負の外部性を導入している。このモデルにおいては、流動性ショックの発生時に投資プロジェクトの投げ売りを避けるために外貨準備が積み立てられる。また、政府の政策として、資産の投げ売りに負の外部性が生じることから、対外負債にピグー税を設定し資本規制を行うことが厚生改善をもたらす。そして、社会厚生が最大化される資源配分では、実証的事実と統合的な金融的自由度と外貨準備および資本規制の関係と最適な組み合わせが導出された。

報告者と討論者並びにフロアからの参加者とで行われた議論では、モデル構築における以下の 2 点が議論の中心となった。1 点目は、投資プロジェクトの投げ売りの定式化に関して、売却額が大きくなるほど価格が低下するとの仮定が妥当なのかについて、また、この定式化にミクロ的基礎付けが導入できないかについての議論である。2 点目は、モデル構築の実証的事実について、統計分析の頑健性や、小規模開放経済モデルとの対応についての議論であった。

セッション 2 座長： 櫻川昌哉（慶應義塾大学）

■論文

報告者：香月信之輔（日本銀行）

“Automation and Nominal Rigidities”

（笛木琢治（香川大学）、武藤一郎（日本銀行）、杉崎悠（日本銀行）との共著）

討論者：藤原一平（慶應義塾大学）

この研究は、近年研究が活発に行われているオートメーションについて、金融政策へのインプリケーションをニューケインジアン・モデルを用いて明らかにしている。オートメーションは賃金や生産性などへの多種多様な効果がこれまでの研究でも明らかになっており、本研究はとりわけフィリップス曲線への効果に注目している。報告者は、ニューケインジアン・モデルにタスク・モデルの要素を取り込み、実質賃金や資本のレンタルコストの変化に対し、企業が内生的にオートメーションを拡大/縮小させることを可能にした。そしてこのモデルにおいてオートメーションの効果がフィリップス曲線をフラットにしていることを示した。さらにオートメーションによるフラット化は名目価格が硬直的で名目賃金が伸縮的な場合に最も顕著に現れることや、オートメーション可能なタスクに制限を課すことで屈折したフィリップス曲線が表れることを示した。

報告者と討論者並びにフロアからの参加者とで行われた議論では、なかでもモデルと現実経済との対応に関する次の 2 点が議論の中心となった。まず、オートメーションは長期的かつ不可逆的な変化として発生していることが多く、景気循環におけるオートメーションを拡大/縮小に注目することが妥当なのかについて議論がなされた。また、このモデルはどの国のいつの経済に対応しているのか、とりわけ 1980 年代の日本において適応可能なモデルなのかという観点から議論が行われた。

セッション3 座長：敦賀貴之（大阪大学）

■論文

報告者：Cadamuro Leonardo（一橋大学）

“Does central bank ETFs ownership boost the volatility of the underlying assets?”

討論者：一上響（慶応義塾大学）

本研究では、日本の株式市場においてETFによる保有が拡大することのボラティリティへの影響と、中央銀行がETFを保有することによってETFによる保有効果は変化するのかについて実証的に検証した。本研究では日本の株式市場のデータを用いてリアライズド・ボラティリティを独自に計算している。このボラティリティを用いて株式のETFによる保有が増加した際のインパルス応答関数の推定を行った。推定結果では、ETF保有の増加がボラティリティを上昇させることが示された。さらに中央銀行の保有割合に応じて株式銘柄をサブサンプルに分け再度推定を行った。その推定結果において、中央銀行の保有が大きい株式銘柄においてはETFによる保有がボラティリティに与える影響が緩和されていることを示した。

報告者と討論者並びにフロアからの参加者とで行われた議論では、ボラティリティの計測手法や推定方法を中心にやりとりが行われた。ボラティリティの計測手法に関しては、リアライズド・ボラティリティの計算方法に関する提案やインプライド・ボラティリティなどの他のボラティリティ指標について議論が行われた。推定手法に関する議論では、操作変数を用いた推定に関してクラリフィケーションを求める質問や操作変数の妥当性についてやりとりが行われた。

■論文

報告者：Corrado Di Guilmi（University of Technology Sydney, 神戸大学）

“Does the supply network shape the firm size distribution? The Japanese case”

（藤原義久（兵庫大学）との共著）

討論者：楡井誠（東京大学）

本研究では、日本における売上高でみた企業規模分布の実証的な分析をもとに、供給のネットワークにおける需要ショックの上流方向への伝達が企業規模分布に与える影響を理論的に分析している。本研究では実証的事実として以下の3つを提示した。1)企業規模分布は規模の小さいところでパレート分布とは乖離している。2)中小規模の企業では、企業規模の成長率がネットワーク構造によって大きく異なる。3)中小規模の企業では、規模と変化率の間に相関がある。この実証的事実を背景に、異質的企業がネットワークを構築しているマクロ経済モデルを作成した。そしてこのモデルに基づいた理論的な分析を行った結果、ネットワーク構造を通じて需要ショックが増幅されることが、企業規模成長率の異質性を説明できることを示した。

討論では様々な観点から議論が行われた。討論者は、この論文の大きな貢献の一つは、Hodge potential indexという新しい概念を用いることで、循環のある複雑な企業間の取引関係ネットワークにおいて、各企業がどの程度上流（あるいは下流）に位置するかを数値化する方法を提案したことであると論じた。また、理論的な分析手法に関して多くの議論が行われた。その中でも実証的な手法

との違いや、固定費用等の他の様々な要因をどのように考慮に入れる必要があるかについて活発に議論された。

セッション4 座長：渡辺努（東京大学）

■論文

報告者：高橋悠太（一橋大学）

“Hidden Stagflation”

（高山直樹（一橋大学）との共著）

討論者：青木浩介（東京大学）

本研究では、日本経済における 2014 年頃半に同時に発生した物価上昇率と実質消費トレンドの変化に関して実証と理論の両面から分析し、技術進歩の停滞による影響を明らかにし、その影響の含意を議論している。まず、2014 年頃の日本経済の構造的な変化の実証的証拠として、物価上昇率の増加と実質消費の成長率の低下、その要因として耐久消費財デフレーターの構造的なトレンド変化、その背後にある耐久消費財や ICT の生産部門における技術進歩の停滞を提示した。次に、技術進歩の停滞の影響を分析するために、これらの実証的証拠と整合的なマクロ経済モデルを構築した。このモデルを用いた分析により上記部門における技術進歩の停滞が物価上昇率と実質消費の変化を説明できることを示した。そして技術進歩の停滞の含意として、近年の量的・質的金融緩和の物価上昇率への効果に疑念が生まれることや、EU 諸国においても同様の技術進歩の停滞があることを報告した。

討論においては様々な議論がなされたが、とりわけ物価上昇率の決定メカニズムを中心に活発議論が行われ、報告者からも追加の分析結果が提示された。討論者からは、フィッシャー方程式に基づき名目金利が一定であるという仮定によって、（技術進歩の停滞の影響を受けた）実質金利の低下が物価上昇率を上昇させるという関係が生まれていることを指摘した。このような名目金利が一定、特にゼロ金利下、におけるフィッシャー方程式について様々な対立した先行研究があり、より詳細な議論が重要であると説明した。これを受け報告者はフィッシャー方程式を介した影響を取り除いた分析結果について補足説明を行った。

セッション5 座長：陣内了（一橋大学）

■論文

報告者：小出桂靖（日本銀行）

“水害リスクが地価に及ぼす影響”

（西崎健司（日本銀行）、須藤直（日本銀行）との共著）

討論者：齊藤誠（名古屋大学）

本研究では、水害リスク指標を用い水害リスクが与える地価への影響を推計し、資産価格理論から得られる予測値と推定結果の比較を行った。報告者は、水害リスク指標として、ハザードマップから構築した客観的指標と、直近の水害経験回数から作成した主観的指標の 2 つのリスク指標を作成した。これらのリスク指標をもとに、水害リスクと地価のクロスセクションの関係と、リスクの上昇が地価に与えるインパルス応答関数の 2 つの推定を行った。推定結果からは、水害リスクが高いほど

地価は下がり、水害リスクの上昇は地価の減少を引き起こすことが示された。また、土地の性質やリスク指標によってクロスセクションの関係やインパルス応答関数には様々な異質性があることが報告された。さらに報告者は資産価格理論に基づいた予測値を合理的値引き率とみなし、推計結果と比較することで、水害リスクが資産価格にどの程度適切に反映されているかについて議論した。

討論では、とりわけ実証分析における内生性の問題に関して議論が活発に行われた。懸念される脱落変数として水害リスクに応じた土地利用規制や住民の特性等が指摘された。また、住宅地や商業地に限定した推計にはサンプルセレクションが発生しうることも議論の対象となった。この問題を解決するための方法として、自然実験アプローチによる推定方法の提案が、具体的な識別戦略の例を出しつつ、行われた。

■論文

報告者：藤木裕（中央大学）

“Cashless payment methods and COVID-19: Evidence from Japanese consumer panel data”

討論者：藤原賢哉（神戸大学）

本研究では、日本において新型コロナウイルスの流行はキャッシュレス決済を拡大させたかという点について、家計の購買データを用い、キャッシュレス決済推進政策の内生性に対処しつつ検証した。家計における購買ごとの決済手段をサーベイしたデータに、地域レベルの感染状況を組み合わせ、感染症の決済手段に与える影響の推計を行った。キャッシュレス決済推進政策の内生性に対しては、政策の開始前と終了半年後以降のデータを用いて効果の影響が少ない期間を選択することで対処した。推計結果からは、感染が拡大した場合には現金決済比率が下がるという相関関係が様々な他の要因をコントロールしたうえで示された。

討論では、因果効果として推定するために対処すべき内生性に関して活発な議論が行われた。とくに、キャッシュレス決済推進政策の内生性に関して、効果が短期的なものであれば、この研究における推定手法によってコントロールできるが、果たして効果は短期的であったのか、どのようなデータを用いてそのことを裏付けることが可能なのについて議論が行われた。また、スーパーやコンビニにおける個別の決済手段に関するサーベイや、店舗の情報などをもとに対処すべき内生性に関する議論が行われた。

「発行」 一橋大学 経済研究所 経済社会リスク研究機構(RCESR)
〒186-8603 東京都国立市中 2-1
【web】 <http://risk.ier.hit-u.ac.jp/>
【E-mail】 rcesr-info@ier.hit-u.ac.jp
【t e l】 042-580-8351