一橋大学経済研究所　経済社会リスク研究機構
Newsletter　No.17（2026年11月発行）



第２８回
マクロコンファレンス報告

２０２６年１１月7日(土)、8日(日)
一橋大学 千代田キャンパス
一橋講堂１階 特別会議室



第 28 回マクロコンファレンスが ２０２６年11月７，８日の２日間にわたり、一橋大学一橋講堂にて開催され、多くの投稿論文から厳選された８本の論文が報告され、登録者数60名(当日参加者数58名)が国内外から集った。

研究テーマはそれぞれ、(1)金融危機のサイクル、(2)銀行間市場における貸出金利のばらつき(3)日本銀行のコミュニケーションと金融市場、(4)デジタル化による富の不平等、(5)長短金利のゼロ金利制約下における量的緩和の効果、(6)企業の買手独占的な賃金設定によるインフレ動学の分析、(7)水害による地価下落の空間的波及、(8)政治力と経済成長の競争からみた資本課税、についてであった。いずれの報告に対しても丁寧かつ的確な討論が行われ、非常に活発な質疑応答がそれに続いた。各報告の概要は以下の通りである

1日目（２０２６年１１月7 日）
第１セッション　座長：陣内　了（一橋大学）

■論文

発表者：小林　慶一郎 （慶應義塾大学）

“Financial Crisis Cycles”

（中嶋 智之 （東京大学）との共著）

討論者：戸村 肇（早稲田大学）

報告形態：対面、日本語による報告

金融危機では、資産価格や信用のブームの後に資産価格が急落し、生産性が持続的に低下する。本研究は、リスク・シフティング、企業の過剰債務、銀行内部の協調の失敗をモデルに組み込むことで、こうした金融危機を説明する。モデルでは、銀行と企業の間に、資産のリスクに関する情報の非対称性が存在する。分析の結果、企業が債務超過に陥り、どれだけ努力しても返済できない状況では、企業は利益を増やす努力をしなくなり、均衡において生産性が低い水準にとどまることが示された。また、企業の債務がある閾値を上回ると、銀行内部の協調の失敗により、均衡において不良債権処理が行われないことが分かった。政策面では、企業への補助金では不良債権処理のインセンティブが生まれない一方、銀行への補助金はそのインセンティブを与えることが示された。このことから、需要喚起のための財政出動は、かえって経済の回復を妨げうることが示唆された。

討論者からは、リスク・シフティングはどのような環境で生じるのか、金融危機のサイクルはいつ起こるのか、債務再編が行われるケースをベンチマークとすべきではないか、銀行内部の摩擦の設定がアドホックではないか、政策としては補助金の対象よりもコンティンジェンシーの方が重要ではないか、といった意見が出された。

フロアからは、債務再編が遅れる要因は企業側にもあるのではないか、非効率な資金配分について、バブル発生の前提条件として物価の安定を考慮すべきではないか、資本注入の際の経営者へのペナルティ、努力をしない企業として具体的にどのような企業を想定しているのか、銀行国有化のトレードオフ、仮定がどの程度もっともらしいか、債務再編が行われることを企業が事前に知っている場合に結果が変わるか、などについて活発な議論が行われた。

■論文

発表者：岡田 真之（一橋大学）

“Decomposing Loan Rate Dispersion in the Interbank Market”

討論者：片桐 満（早稲田大学）

報告形態：対面、日本語による報告

銀行間市場では、貸出金利が 2 つの銀行の相対交渉によって決まる。金利の分散は、流動性プレミアムや銀行の貸出金利に悪影響を及ぼす。本研究は、金利の分散が銀行の異質性によってどの程度説明されるかを実証的に分析する。まず、Furfine のアルゴリズムを用いて、日本では初めてとなる無担保コール市場の取引データを構築する。次に、two way 固定効果を用いた AKM モデルを銀行間市場に応用する。その結果、借り手の異質性よりも貸し手の異質性による分散の方が大きく、特にプラス金利期にその傾向が顕著であった。準備預金への付利の対象となる貸し手については、日本銀行が共通かつ逓減しない限界収益を与える仕組みのため、銀行間の異質性による分散は小さい。一方、付利の対象とならない貸し手については、取引規模の違いによって大きな異質性が生じていると考えられる。

討論者からは、分散の構成比だけでは期間ごとに分散の大きさを比較しにくいこと、インセンティブを表す変数で固定効果をどの程度説明できるか、マイナス金利期における借り手の増加の影響、超過準備が減少する局面への応用可能性、といった意見が出された。

フロアからは、固定効果が時間とともに変化するのではないか、付利金利が金利の下限となるため OLS ではバイアスが生じるのではないか、金融危機時には結果が異なるのではないか、固定効果の違いは統計的に有意か、取引ペアに固有の効果、同一銀行の借り手としての固定効果と貸し手としての固定効果の関係、取引量が分散に与える影響、準備預金の量などについて活発な議論が行われた。

第２セッション　座長：廣瀬 康生（慶應義塾大学）

■論文

発表者：飯沼 卓也 （横浜市立大学）

“Bank of Japan Communication and Financial Markets:
Evidence from a New Event Study Database”

（中園 善行（横浜市立大学）、髙橋淳（横浜市立大学）との共著）

討論者：新谷 元嗣（東京大学）

報告形態：対面、日本語による報告

本研究は、日本銀行の多様な情報発信が金融市場に与える影響を包括的に分析する。まず、2006 年 4 月から 2022 年 6 月までの日本銀行による 8 形式のコミュニケーションを、各資産の価格変化とあわせて記録したデータベースを構築する。その際、形式ごとに市場反応を測る時間帯を定義する。分析の結果、短期金利と為替は声明文の公表時に大きく動くことが分かった。株価については総裁定例会見による変化が最も大きく、声明文の約 2.6 倍であった。また、総裁の講演は為替と株価を大きく動かす一方、副総裁の講演は短期金利を大きく動かすことが分かった。審議委員による情報発信も資産価格に影響を与えていた。さらに、短期金利の上昇は株価の下落と円高につながることが示された。文書形式のコミュニケーションは、為替レートを大きく変化させていた。

討論者からは、サプライズの絶対値に有意な差があるか、イベントのない日との比較、絶対値だけでなく方向性についての分析、足元の利上げ局面を分析する重要性、データベースの公表媒体と更新頻度、といった意見が出された。

フロアからは、発表内容をどのようにコントロールするか、パス・ファクターの影響、本研究のイベント期間の設定と実務との違い、株価や長期金利は価格の反応に時間がかかる可能性、国会での報告の影響、声明文の公表が遅れると政策変更の可能性が高いこと、発言者個人に起因する影響、長期に関する発言が長期金利に与える影響、イールドカーブ・コントロール期と量的・質的金融緩和期を分けた分析、特定のイベントに結果が大きく左右されている可能性、持続的な影響の分析、夜間の市場も同様に扱ってよいか、などについて活発な議論が行われた。

■論文

発表者：小金丸 稜平 （東京大学）

“Digitalization, Entrepreneurship, and Wealth Inequality”

（武藤一郎（日本銀行）、中村 史一（日本銀行）、楡井誠（東京大学）との共著）

討論者：高 東也（京都大学）

報告形態：対面、英語による報告

米国では、富の上位層の多くをデジタル産業の起業家が占めている。本研究は、デジタル産業の起業家が富の不平等にどのような影響を及ぼし、それがデジタル資本の供給をどのように変えるのかを、リスク選好が異質なモデルにデジタル資本を組み込むことで分析する。生産関数には、伝統的な資本がデジタル資本や労働と補完的であり、デジタル資本と労働が代替的であるような nested CES 関数を用いる。デジタル資本はハイリスク・ハイリターンの性質を持つ。家計は忍耐強さとリスク選好の違いにより 4 つのタイプに分かれる。分析の結果、デジタル化によって、リスク許容度の高い起業家がデジタル産業への依存を強め、資本がこうした起業家に偏って分布することが分かった。デジタル資本のリスクプレミアムは、はじめは上昇し、その後低下することが示された。また、定量分析により、富の上位 1%および上位 0.1%のシェア上昇の約 50%がデジタル化によって説明できることが示された。

討論者からは、デジタル資本として何を想定するかによって仮定が変わるため、デジタル資本の定義を明確にすべきであること、スーパースター企業のモデル化、といった意見が出された。

フロアからは、富の上位層について既存のマクロモデルでは説明できないパズルがあるのか、トップシェアの移行過程、リスクプレミアムの変動要因とその経済学的な直観、株式プレミアム・パズルをどの程度説明できるか、人口減少やリスク選好タイプの構成比の変化による影響、日本経済への応用、デジタル資本をリスク資本に置き換えた場合に結果が異なるか、リスクの大きさ、固定費用を用いた分析、リスク分散の度合いなどについて活発な議論が行われた。

2日目（２０２６年１１月８日）
第３セッション　座長：青木浩介（東京大学）

■論文

発表者：飯星 博邦（日本大学）

“Estimating QE Effects under Dual ZLBs in Japan”

（廣瀬 康生（慶應義塾大学）、新谷 元嗣（東京大学）、上田 晃三（早稲田大学）との共著）

討論者：池田 大輔（日本銀行）

報告形態：対面、日本語による報告

日本では、短期金利と長期金利がともにゼロ金利制約（ZLB）に達した。本研究は、2 つの金利が ZLB に達した状況で QE が機能するのかを、ニューケインジアン DSGE モデルによって分析する。モデルでは、分断された短期・長期の国債市場と、短期金利・長期金利それぞれの ZLB を導入する。QE はタームプレミアムの低下を通じて、金利政策は将来の短期金利への期待を通じて、需要に影響を与える。このとき長期金利が ZLB に達していると、QE の経路が遮断され、需要への効果がなくなる。本研究は 2 つの ZLB を含むモデルを推定する新たな手法を開発し、日本のデータを用いて推定した。その結果、2 つの ZLB を含むモデルの尤度が最も高く、YCC 期には長期金利の ZLB が 9 割以上の確率で制約となっていた。QE は量的・質的金融緩和期には産出を約 1%、インフレ率を約 0.7%ポイント押し上げたが、YCC 期にはその効果がほぼ消失した。

討論者からは、長期金利には実際には下限が存在しないため、長期金利の ZLB は QE の効果が小さくなる閾値と解釈できるのではないか、その閾値はどこにあるのか、下限の設定が明確ではないこと、secular stagnation よりも expectation trap と捉える方が適切ではないか、予期されない負のショックが起こり続ける必要があること、といった意見が出された。

フロアからは、ZLB をゼロに固定することの問題点、YCC を内生的に推定する提案、事前分布の妥当性、日銀の国債保有割合に下限を設ける提案、伝統的・非伝統的金融政策を統一的に分析する手法、YCC 期に制約によって金利を下げられないという設定は実情に合っていないのではないか、長期金利の ZLB を正の値に設定する理由、定常状態はどうなっているか、などについて活発な議論が行われた。

■論文

発表者：黒住 卓司（日本銀行）

“Fixing the Phillips Curve:
Implications of Firms’ Monopsonistic Wage-setting for Inflation Dynamics”
（Willem Van Zandweghe（Federal Reserve Bank of Cleveland）との共著）

討論者：寺本 和弘（一橋大学）

報告形態：対面、日本語による報告

フィリップスカーブの研究では、実質限界費用の代理変数として実質単位労働コスト（ULC）がよく用いられるが、ULC はインフレのダイナミクスの説明に役立たないとの批判がある。本研究は、企業が買手独占（monopsony）の下で賃金を設定する仕組みを DSGE モデルに組み込み、フィリップスカーブとインフレのダイナミクスの関係を分析する。これにより、ULC を実質限界費用と賃金マークダウンに分解できる。ベイズ推定の結果、本モデルは標準的なモデルよりもデータへの当てはまりが良く、その改善には労働需要ショックである賃金マークダウンショックと、労働供給ショックである労働選好ショックの両方が不可欠であった。推定では、価格のカルボ・パラメータが小さく、フィリップスカーブの傾きが大きくなった。インフレ変動は多様なショックによって説明され、実質限界費用はインフレ率と高い相関を持つことが分かった。

討論者からは、賃金マークダウンショックは定常か、インフレ分散のうち価格マークアップショック（残差）で説明される部分が小さすぎるのではないか、賃金マークダウンの景気循環的な動きは先行研究と整合的か、価格と賃金の改定機会の相関、といった意見が出された。

フロアからは、価格と賃金の決定順序、トレンドがある場合にトレンド名目賃金上昇率を考慮すべきではないか、労働需要ショックを考慮しない理由、限界尤度（MDD）の変化幅、先行研究への批判に答えられているか、などについて活発な議論が行われた。

第４セッション　座長：敦賀貴之（名古屋大学）

■論文

発表者：中村 史一（日本銀行）

“Beyond the Floodplain:
Uncovering the Spatial Spillovers of Land Price Declines after Typhoon Hagibis”

（丸山 聡崇（日本銀行）、白井 宏明（東京大学）、須藤 直（日本銀行）との共著）

討論者：菅澤 武尊（日本住宅総合センター）

報告形態：対面、日本語による報告

本研究は、水害が地価に与える影響を差の差（DiD）分析によって実証的に分析する。浸水域からの距離に着目し、直接的な効果と周辺への波及効果を調べる。その結果、水害後に地価は時間をかけて徐々に低下し、5 年後には浸水地点で約 10%、浸水域から 100m 以内で約 5%低下した。波及効果は浸水域の近くで最も大きく、距離とともに小さくなり、800m を超えると消失した。また、ハザードマップ内や住宅地では浸水地点でのみ地価が大きく下落した一方、ハザードマップ外や商業地では、浸水地点から離れるにつれて地価下落の波及効果が緩やかに小さくなった。この違いについては、商業地の利用者はリスクへの感応度が高く、事前のリスク認識に基づいて地価を調整していると考えられる。さらに、空間ソーティングを伴う資産価格モデルに、段階的な学習、連続的なシグナル、事前のリスクの織り込みを導入することで、これらの結果を説明した。

討論者からは、水害の長期的なトレンドの考慮、ハザードマップの更新による効果、公示地価の評価方法、事前にリスクが周知されていた中小河川かどうかで地価への影響が異なるか、といった意見が出された。

フロアからは、水害地域から人が転出していくことで地価が徐々に下がっている可能性、想定以上に安全だった地域の分析、水害後の公共事業の影響、地形が似た地域への波及効果、集積の効果、公示地価の動きそのものが緩慢である原因、保険料の分析などについて活発な議論が行われた。

■論文
発表者：高橋 悠太（大阪大学）
“The Race between Political Power and Economic Growth:
A Political Theory of Capital Taxation”
（荒渡 良（同志社大学）、高山 直樹（一橋大学）との共著）
討論者：宮本 弘暁（一橋大学）
報告形態：対面、日本語による報告

労働分配率が低下する中、労働者の取り分を守るには再分配の重要性が高まっているが、政治は富裕層の影響を強く受けている。本研究は、政党が得票のために資本所得税とその労働者への移転を決める成長モデルを用いて、民主的な再分配が経済成長の恩恵を労働者にもたらせるかを分析する。再分配のない状況では、労働者の生活水準は下がらないものの資本家との差は広がり、労働者の消費シェアはゼロに近づく。一方、政治的影響力が平等な場合、再分配によって労働者のシェアは守られるが、貯蓄が不足して成長が止まりうる。資本家の政治的影響力が富とともに強まる場合には成長は維持されるが、その強まり方によっては、経済が成長する中で労働者が貧しくなりうる。さらに、資本家による説得を通じて政治的影響力を内生化すると、有権者の不平等回避度（σ）が強いほど労働者の影響力が速く失われ、将来の労働者の消費はかえって少なくなることが示された。

討論者からは、賃金が上昇する中で労働者の消費が減少するには、税を通じた労働者から資本家への移転が必要になること、説得の技術（q）の設定によって結果が変わりうること、労働者が貯蓄できる場合の分析、逆転が起こるタイミングと大きさ、資本と労働の代替の弾力性が 1 より大きいという仮定は妥当か、といった意見が出された。

フロアからは、σが共有知識となっているか、労働組合などが存在する場合、このモデルを用いることで得られる新たな知見、他国へのモデルの適用、u とσの概念化、資本に複数のタイプがある場合、スーパースター企業との関係などについて活発な議論が行われた。

【主催】

TCER（東京経済研究センター）

慶應義塾大学経済学部附属経済研究所

東京大学大学院経済学研究科附属金融教育研究センター

名古屋大学 科研費基盤 A「無関心の行動マクロ経済学：マクロ経済政策への含意」

一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構

≪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