

目次

□ 第20回マクロコンファレンス報告 …… 1



第20回マクロコンファレンス報告

第20回マクロコンファレンスは2018年11月17日、18日に本学マーキュリータワー会議室において開催され、約50名の内外の研究者が参加した。例年通り論文は国際公募を行い、プログラムコミティーにより選ばれた9本の論文報告があった。今回のマクロコンファレンスは、第20回目となる節目の開催となり、それまでの報告セッションに加え、若手セッションとして、あえて指定討論者を設けずに議論を中心とする若手研究者を対象としたセッションを設けた。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：加納隆（一橋大学）

■論文

報告者：浜野正樹（早稲田大学）

“Monetary Policy and Heterogeneous Plants”

（Francesco Zanetti との共著）

討論者：坂根みちる（上智大学）

異質な生産性を持つ企業の参入・退出行動を認めたニューケインジアンモデルにおいて、本論文ではさらに生産工場の操業・停止を内生化する。名目賃金の硬直性により金融政策は実体経済に対し非中立的となるが、拡張的な金融政策はより多くの非生産的な工場の操業を可能にするため、財の種類を増やす一方で経済全体の平均的な生産性を低下させてしまう。この金融政策の資源再配分効果という経済厚生上のトレードオフを通じて、金融政策の景気平準化・安定化の役割は通常のものよりも小さくなることがカリブレーション分析で示される。



討論では、本論文で提起された金融政策の再配分効果のより厳密な実証的・数量的評価が要求された。またフロアからは中長期における企業・工場の参入・退出行動が、より短期的効果しかもたない金融政策により本当に生成されるのか、生産性の異質性がもたらす借入制約の異質性を通じた効果はあるのか、等々極めて多くの質問・コメントが議論された。



若手セッション(1) 座長：敦賀貴之（大阪大学）

■論文

報告者：庄司俊章（東京大学）

“Menu Costs and Information Rigidity: Evidence from the Consumption Tax Hike in Japan”

本報告は、2014年のわが国の消費増税の事例を利用し、日経POSデータを用いて、企業の価格設定行動を検証している。具体的には、消費税の増税に対して、企業は販売する財の価格に100%価格転嫁し、事実上の価格据え置きを選択しているのか、それとも消費増税のタイミングで企業はその時の最適な価格を設定するのかを検討している。報告では、消費増税は強制的なメニューの書き換えを意味し、その結果、(i)（税抜き）価格の改訂確率が上昇したこと、(ii)強制的な価格変更により、税抜き価格の改訂は、通常よりも小さいサイズで生じたこと、しかしながら、(iii)約半数の価格で事実上の価格据え置きが選択されたことが論じられた。第3の発見は、メニューコストを支払っても価格変更がなされなかったことを意味し、結果の解釈として、情報の不完全性のために、価格変更の誘因が認知されなかった可能性が論じられた。



フロアからは、最適価格の変更自体を識別することの困難さ、メニューコストの定義が文字通りの物理的なコストのみを想定しており、情報の不完全性以外の要因がほかにもあるのではないか、という議論があった。また、増税時の価格改定の頻度の変化に財のカテゴリー間での系統的な変化があるかどうか、といった議論もなされた。

セッション2 座長：渡辺努 (大学)

■論文

報告者：嶺山友秀 (日本銀行)

“Downward Nominal Wage Rigidity and Inflation Dynamics during and after the Great Recession”

討論者：西山慎一 (神戸大学)

本報告では、2007年の世界金融危機前後の、米国における名目価格の動きを分析したものである。標準的なニューケインジアンモデルに、名目賃金の下方硬直性を導入した環境を想定する。名目賃金の下方硬直性が賃金マークアップの変動をもたらすために、インフレ率と限界費用の間には線形の関係があるにも関わらず、観測されるフィリップス曲線はフラット化するという結果を導く。負の需要ショックによって世界金融危機をシミュレーションした結果、名目価格の動きをうまく説明出来ることを示していた。



討論では、関連する先行研究である Iwasaki, Muto, and Shintani (2018)との関係が議論された。つまり、岩崎等の論文では、賃金変化に関わる調整コストが符号に関して非対称な環境を想定しているため、嶺山論文と仮定は似ている。得られる定量的な含意も概ね似ている。しかし、岩崎等が米国のデータを使った推計によると、米国では名目賃金の下方硬直性はあまり無いという結果を得ていた。嶺山論文が依拠するマイクロのデータから得られている結果と、岩崎等がマクロデータを用いて得られた推計が違う理由について議論された。

■論文

報告者：藤木裕 (中央大学)

“Cash Usage Trends in Japan: Evidence Using Aggregate and Household Survey Data”

討論者：中島清貴 (甲南大学)

本報告では、日本の現金需要に関する実証研究の最新の成果が報告された。世界金融危機後、世界的に現金保有の増加が観察されるが、その中でも日本における長期にわたる上昇傾向は際立っている。ゼロ金利からの出口において日銀に発生するであろう財政的負担の多寡を占ううえでも、その背景を知ることは重要である。本報告は3部構成からなる。第1部では富の退蔵手段としての現金、いわゆるタンス預金が分析された。本分析によれば日本の現金保有 101兆円のうち 42兆円がこの動機



に基づくものであり、現金急増の主因でもある。これに比してよく話題にされるシャドーエコノミーの規模は日本では安定的に推移しており、増加の原因とは考えられない。時系列分析の結果は低金利下でタンス預金需要に構造変化があり、これが増加の主因だったことを示唆している。第2部では日々の1回限りの取引における現金の役割が、アンケート調査に基づくデータによって分析された。Dubin and McFadden の手法による推定結果は、クレジットカード等の普及による現金需要の減少は金額として小さなものにとどまるだろうことを示唆している。第3部では公共料金等の定期的支払いにおける決済手段が分析され、銀行振込が果たす役割が強調された。

討論では、現金需要を1万円札、1000円札など種別に分析することの有用性が強調された。討論者の分析によれば急増しているのは主に1万円札の需要である。ただしこれは需要の非線形性（金利が閾値を下回ると需要曲線がフラット化する）の表れであり構造変化ではないのではないか。一方千円札の需要は驚くほど安定的であり、これも興味深い。手法上の問題点として、短期金利は近年ほとんど動いていないので、その特異な時系列特性に注意を払う必要がある。また、今後日本が低金利局面を脱した際、タンス預金は本当に消えるのか、どこに消えるのか、そのとき日本経済にはどのようなインパクトがあるのか？という問題提起がなされた。質疑応答パートでは討論者の最後の問題提起に関して熱心な議論が交わされた。いったん増えた現金需要がすぐには戻らない可能性（いわゆるラチェット効果）が指摘された。



セッション3 座長：塩路悦郎（一橋大学）

■論文

報告者：池田大輔（日本銀行）

“Bank Runs, Prudential Tools and Social Welfare in a Global Game General Equilibrium Model”

討論者：佐藤佑己（慶應義塾大学）

本報告では、預金者による銀行取付の確率を内生化した均衡モデルが提示された。モデルは銀行、家計と、家計に代わって資産運用をする預金者（ファンドマネージャー）からなる。銀行は預金者に対し預金需要関数を提示するとともに、貸出額と流動資産の保有額を決定する。預金者は銀行破たん確率を考慮して預金引出に走るかどうかを決定する。均衡（グローバルゲームの構造を用いているために一意に決定される）における銀行の選択は社会的最適と比べて①預金受入・貸出供給過大、かつ②流動性過少となる。理由は(1)預金金利が市場で競争的に（均一に）決定されるため、リスクを取りすぎる銀行に対して預金者がリスクプレミアムを要求できないこと、(2)個別銀行がリスクを取りすぎると取付確率が上がって預金金利が上昇し、経済厚生が低下するのだが、このコストは当該銀行だけでなく銀行部門全体に薄く広く発生することである。政府は[1]自己資本比率規制（貸出の抑制）と[2]流動性比率規制（流動資産保有の促進）によってこれらの問題に対処できる。ただし片方では不十分であり、2つの規制を同時に行わなくてはならない、というのが本論文の最大のメッセージとなっている。





討論ではモデル構造の定式化の妥当性について議論が展開された。特に、各銀行が預金需要曲線の形状を市場に提示するのに、預金金利は全銀行同じ水準に決定されるという仮定の妥当性について議論になった。討論者は本モデルで銀行がプライステイカーという仮定を外すと含意が逆転することを示した。また流動性資産の価格決定を内生化するべきと指摘した。質疑応答パートでも銀行がプライステイカーという仮定の妥当性を中心に、活発な議論が展開された。

■論文

報告者：宮本 亘（香港大学）

“International Linkages and the Changing Nature of International Business Cycles”

（Thuy Lan Nguyen との共著）

討論者：Konstantin Kucheryavyy (University of Tokyo)

本報告で展開されたのは国際的な実物景気循環理論の流れに属する、24 か国・2 部門（製造業・非製造業）からなるモデルである。その特徴は国際産業連関表を基に、各国間の投入産出構造（およびその経年変化）を明示的に取り入れた点にある。これによりある国で生じたショックが貿易経路を通じて国際的に伝播していく可能性を捉えることができる。各国間相互依存の強化は自国発ショックの国内への影響を弱める一方、外国ショックに対し国内経済を脆弱にする。ショックが無相関であれば、国際化は景気変動を安定化させる。このモデルを用いて 1980 年代から 2000 年代中盤にかけての世界的な景気変動安定化の要因分析を行った。その結果、貿易構造の変化と産業構造の変化（非製造業のシェア拡大）はともに一定の貢献をしたことが明らかになった。さらに興味深いのは本モデルを用いて各国の景気変動幅の経年変化の要因分解ができることである。たとえばカナダやメキシコでは貿易構造の変化が景気変動の安定化要因となったが、米国では産業構造の変化の方が重要だったことが明らかにされた。最後に、各国別に世界経済への貿易経路を通じた影響度の経年変化も明らかにされた。



討論および質疑応答パートでは、論文内における数値分析手続きの妥当性について、既存文献における標準的な手順との対比で議論が行われた。また労働供給を生産化する必要性の有無について議論がなされた。

■論文

報告者：高橋悠太 (一橋大学)

“Layoff risk, the welfare cost of business cycles, and monetary policy”
(Ian Dew-Becker, David Berger, Lawrence Schmidt との共著)

本報告は、ニューケインジアン的一般均衡モデルにレイオフ（労働者の一時的解雇）を明示的に導入したモデルを提案している。モデルでは、労働者がレイオフのリスクに直面し、就業状態が雇用と失業の2つの状態で変動する。失業時には人的資本の低下を伴い、恒常的な所得、消費の低下が起こる。本報告では、モデルにおける失業期間の平均的な長さ、所得・消費の低下等の定量的なパフォーマンスに加え、景気循環のコストが標準的なモデルよりもはるかに大きくなること、金融政策において、生産（や雇用）に対するウェイトを高めることで経済厚生が大きく改善する可能性が論じられた。

フロアからは、本報告のモデルとサーチモデルでの失業の解釈の違いなどについて、モデルでは失業したときの所得の大幅な減少の個人差をうまくとらえることができると議論された。また、失業したときの人的資本の低下に関する正当性、日本経済を明示的に考えるときに、モデルの中で、どんな点を考慮すべきなのかといった点も議論された。



■論文

報告者：高橋耕史 (日本銀行)

“Do Term Premiums Matter? Transmission via Exchange Rate Dynamics”
(Mitsuru Katagiri との共著)

討論者：岩壺健太郎 (神戸大学)

本報告は、タームプレミアムの低下が実体経済に与える影響を分析したものである。長期国債を導入した経済環境で、次のような二つの仮定を置く。つまり、①家計の資産保有にホームバイアスがあり、②機関投資家は長期国債市場でのみ裁定取引を行うと仮定する。このようなモデルでは、短期のカバーなし金利平価が成り立たないが長期では成り立つという実証結果をうまく説明できること、タームプレミアムが為替や実体経済に影響を与えることを示した。

討論では、長期のカバーなし金利平価が実証的に成り立つのかという点が議論された。特に、説明変数が単位根に近い場合には、推定結果の解釈に特に注意が必要であるという計量経済学的な問題が指摘された。他に、タームプレミアムに影響を与える外生ショックの妥当性や解釈、モデルの普遍性、日本以外の国への適応可能性について議論された。



■論文

報告者：田中万理 (一橋大学)

“Firm Performance and Macro Forecast Accuracy”

(Nicholas Bloom, Joel M. David, Maiko Koga との共著)

討論者：鈴木通雄 (東北大学)

本報告は、企業の予想と企業行動の関係について、企業レベルの詳細なサーベイデータと財務データを組み合わせて分析した初めての論文である。GDP の予測と投資、売り上げ、雇用については、正の相関が観測されること、GDP の予測と収益および TFP の関係については、予測誤差が小さいほど高まることが報告された。また、予測の精度の高い企業の特徴について詳細に分析されていた。結果の頑健性についても詳細な分析が報告された。

討論では、なぜ論文では GDP 成長率の予測に注目し、産業レベルの需要予測には注目しない理由について議論された。また、企業の予想とパフォーマンスに関して因果関係があるのか、GDP の予想を改善するインセンティブを持つ企業とそうでない企業の違いを考慮すべきでないかという点について議論された。企業は株主や銀行などとの関係において、投資計画と統合的に GDP の予想を立てるという制約が存在するのでは無いかという点も指摘された。



《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
【tel】 042-580-8351