

目次

□ 第19回マクロコンファレンス報告 …… 1



第19回マクロコンファレンス報告

第19回マクロコンファレンスは2017年11月11日、12日に、東京大学本郷キャンパスにおいて開催され、約70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TEEにより選ばれた8本の論文報告があった。また、今回は二日間とも英語での開催となり、非常に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

Monetary Policy and Inequality

座長：渡辺努（東京大学）

■論文

報告者：須藤直（日本銀行）

“The effects of monetary policy shocks on inequality in Japan”

（乾真之、山田知明との共著）

討論者：片山宗親（早稲田大学）

本報告では、金融政策が所得および消費の不平等度に及ぼす影響を分析している。日本のデータを用い、拡張的な金融政策は所得および消費の不平等度を増すという一般的な結果と、続いて上記の効果が最近は弱まってきているという時系列的な傾向が報告された。実証結果と統合的な予測を得る理論モデルも報告された。

討論ではまず、金融政策ショックの妥当性が議論された。金融政策ショックの識別は一般的に難しい問題であり、本報告のように日本のデータを用いる場合はゼロ金利政策期間の存在がさらに問題を難しくするが、識別の妥当性は本報告における分析の根幹に関わるため、活発な議論が交わされた。他に、報告で用いられた分析モデル（Local Projection Method）の計量経済学的な問題点、理論モデルで仮定された労働市場の流動性が高まっているということのもっともらしさについても活発に議論された。

セッション2

Macroeconomics and Finance

座長：櫻川昌哉（慶応義塾大学）

■論文

報告者：Sushant Acharya (Federal Reserve Bank of New York)

“The Side Effects of Safe Asset Creation”

(joint with Keshav Dogra)

討論者：中嶋智之（東京大学）

本報告では、安全資産を経済に供給することのマクロ経済学的含意について、理論モデルを使って分析している。株式への投資は収益の不確実性を伴うと仮定する。そのような環境で安全資産の供給を増やすと、それが保険のような機能を果たす分、経済厚生は高まるが、一方で実物資産への投資を減らしてしまうというクラウドアウト効果があるため、生産を減らして経済厚生を下げてしまう可能性がある。本報告ではこのようなトレードオフを考慮に入れた上で、社会厚生を最大化する安全資産の供給量を、摩擦の無いケースや名目利子率のゼロ制約があるケースなどで分析している。

討論では、資産バブルの発生可能性やその含意が議論された。本報告で用いられた理論的フレームワークは合理的バブルの研究でよく使われるモデルと同じものであるため、資産バブルが存在する競争均衡の存在が予想され、その場合、資産バブルが本報告と同様の保険機能とクラウドアウト効果を持つことも予想されるからである。他に、理論モデルで仮定されている均衡財政の仮定はモ

デルと現実を比べる上で障害にならないのかといった指摘も出された。

■論文

報告者：一上響（日本銀行）

“Changes in the Global Investor Base and the Stability of Portfolio Flows to Emerging Markets”

(joint with Luis Brandao-Marques, Gaston Gelos and 大浦博子)

討論者：代田豊一郎（北海道大学）

本報告では、新興国への資本の流れを、ミューチュアルファンドに関する詳細なデータを用いて分析している。国際金融市場の環境の変化や、過去のパフォーマンスの変化への感応度がファンドによって大きく異なること、それには投資家からの資金供給の安定性が大きな影響を持つことが報告された。

討論では、報告者が持つ詳細なデータを使った新たな分析手法の提案が活発に提案された。具体的には、報告で扱われている千を越えるミューチュアルファンドについて、それらを属性ごとにグループに分ける際の方法の提案などである。また、回帰式の妥当性についても議論された。具体的には、固定効果の定式化について質問や、改善への提案がなされた。

セッション3

Macroeconomics and Resource Allocation

座長：敦賀貴之（大阪大学）

■論文

報告者：上田晃三（早稲田大学）

“Reallocation Effects of Monetary Policy”

(及川浩希との共著)

討論者：古川雄一（中京大学）

本研究はシュンペーター型（「質のはしご」形式）の内生成長モデルにニューケインジアン流のメニューコストを組み込んだ新しいモデルを展開するものである。その目的は中央銀行による長期インフレ率の選択が成長率と社会厚生に及ぼす影響を議論することにある。本モデルでは新しい企業は参入のための埋没費用を支払った後になって初めて自らの生産性を知ることになっており、結果的に質の低い企業が市場に滞留してしまう可能性がある。このことが非効率性の一つの源泉となっている。このとき、中央銀行があえて高いインフレ率を選択すると、各企業は頻繁にメニューコストを払わざるを得なくなり、このことが市場に残り続けるための一種の参加料の徴収として機能する。この固定費用から来る痛みを質の低い企業ほど強く感じるような設定の下では、インフレ率が高くなるほど成長率が高まり、社会的厚生が改善するということが起こりうる。

討論者の古川氏は論文の内容を分かりやすくまとめ、結論の背後にあるメカニズムや直観を問うたうえで、本論文と既存研究の関連性を明らかにするよう要請した。関連研究とは古川氏と Chu 氏らの共同研究、及び荒渡良・堀健夫・三野和雄の三氏による共同研究であり、いずれも内生成長モデルに現金制約を導入することで貨幣供給と経済成長の関連が議論されている。報告者は関連性をよく検討すると答えた。

■論文

報告者：辻山仁志 (Goethe University Frankfurt)

“Frictional Labor Markets, Education Choices and Wage Inequality”
(Manuel Macera との共著)

討論者：高山直樹 (内閣府)

本研究は米国における所得格差拡大の要因を分析したものである。データからは学歴間格差だけでなく同じ最終学歴グループ内でも格差の拡大が観察される。この 2 つの現象を同時に説明するため、本研究では労働者が職場における生産性と学校教育で成功する能力の両方の側面で異質である世界を想定する。ただし左記の 2 つの能力の間には正の相関が存在する。労働者は教育水準によって分断された 2 つの労働市場のいずれかで職探しを行う。一方、企業の実生産性も各社ごとに異なっており、それぞれがどちらの労働市場で求人活動を行うかを選択する。ただし労働者はいったん就職したのちも求職活動を行うことができるので、低い賃金しか出せない企業はいずれ労働者に逃げられてしまう可能性がある。以上の設定の帰結として、大卒市場には相対的に生産性の高い労働者と企業が集まり、高卒市場には生産性の低い労働者と企業が参入する傾向が生じる。本モデルの最も驚くべき結論は、学歴間格差拡大の主因としてよく挙げられるスキル偏向型技術進歩が全くそのような現象を起こさないことである（その代わりに、学歴グループ内格差が拡大する）。本研究によれば、学歴グループ間・内格差拡大の主因は、労働者の生産性分布の分散の増大にあった。

討論者の高山氏はモデルで置かれている仮定の 1 つである、個人が無事に大学を卒業できるかどうか（個人の能力に応じた確率に基づき）ランダムに決まるという想定がきつすぎることを指摘した。そしてモデルの取り扱いやすさを損なわずにより現実的にするいくつかの方法を提案した。また、モデルの適切さを測るために、本論文のシミュレーション分析でターゲットとして置いた統計数値以外の事実をうまく説明できるかを検討すべきであると主張した。

セッション 4

Bubbles

座長：柳川範之 (東京大学)

■論文

報告者：Toan Phan (リッチモンド連銀)

“Asset Bubbles and Global Imbalances”
(池田大輔との共著)

討論者：上東貴志 (神戸大学)

本研究の基礎をなすのは「確率的に崩壊する」資産価格バブルの均衡モデルの一種である。同モデルにおけるバブルの源泉は金融市場の摩擦による非効率性である。この摩擦が十分に大きいと利子率が押し下げられてバブルが発生する均衡が存在しうようになる。本研究の新しさはこれを北・南の 2 国からなるモデルに拡張したことにある。両国の違いは金融摩擦の程度が北よりも南のほうが大きいという点である。よって、仮に北と南がともに閉鎖経済だったとすると、バブルは南のほうが発生しやすい。ここで北と南の金融市場が統合されたとしよう。すると南の資金がより利子率の高い北に流入してそこにおける利子率を押し下げ、北でバブル発生のための条件が満たされやすくなる。また（発生した場合の）バブルのサイズも閉鎖経済の場合より大きくなることが示されている。さらに南の投資家が北のバブルを需要するため、北のバブルが時間とともに大きくなっていくと南から北への資金流入が拡大する。北のバブルが崩壊すると、資金は一気に南に逆流する。以

上は近年観察された事実と整合的である。

討論者の上東氏は本研究が(有力な先行研究に倣って)バブル資産は民間によって每期生成され、市場に供給されると仮定している点について、その理論的妥当性に疑問を呈した。理論上、ある資産の価格にいったんバブルが生成してそののち崩壊すると、同じ資産の価格には二度とバブルが生じえないことが知られている。本論文ではこの問題を回避して経済にバブルが生じ続ける状況を作り出すために、次々と新しい資産が生成され、そこにバブルが発生するものと仮定されている。この討論者の指摘をめぐって議論が展開された。

セッション 5

Fiscal Policy

座長：阿部修人 (一橋大学)

■ 論文

報告者：敦賀貴之 (大阪大学)

“Decomposing Local Fiscal Multipliers: Evidence from Japan”

(亀田泰佑、難波了一との共著)

討論者：岩本康志 (東京大学)

本報告では、日本の県民経済生産データを用い、政府支出の乗数効果に関して、県内部のローカル乗数と、地域内の他の県からの波及効果の両方を推計している。用いる操作変数は中央政府からの国庫支出金であり、パネル分析の結果、ローカル乗数は 0.95、波及効果は 0.6 であり、合計は 1.55 という乗数効果を得ている。また、消費、投資、純輸出への乗数はそれぞれ 0.36, 0.47, -0.26 であり、これらコンポーネントへの効果では他の県からの波及効果の影響が大きく検出されていた。

討論者の岩本氏は、波及効果を見る際には都道府県のサイズの違いをコントロールすべきであること、操作変数を基準化する際には、実際の県民総生産ではなく、潜在総生産のほうが適切であること等を指摘した。フロアからは、都道府県間の波及効果のトランスミッションメカニズムとして何が考えられるのか、純輸出への効果が検出されないことをどう解釈するか、操作変数の中に移転支出が含まれていないか、等、多くの論点が議論された。

■ 論文

報告者：宮本亘 (Bank of Canada)

“The Effects of Government Spending on Real Exchange Rates: Evidence from Military Spending Panel Data”

(Thuy Lan Nguyen and Viacheslav Sheremirov との共著)

討論者：加納隆 (一橋大学)

本報告では、発展途上国を含む 125 国のパネルデータを用い、政府支出が消費、為替レート、及び経常収支にどのような影響を与えているかを分析している。政府支出の操作変数は軍事支出であり、主要結果は、政府支出の増加は、先進国においては(1)消費を低下させ、(2)実質実効為替レートは減価させ、(3)経常収支は悪化するが、発展途上国においては、(1)消費は増加し、(2)実質実効為替レートは増価し、(3)経常収支は悪化する、というものであった。報告では、経済の開放度合いや為替レームなど、様々な国の特徴毎の結果を示しながら、結果のロバストネスを示し、かつ、この結果と整合的な経済モデルについての考察がなされた。

討論者の加納氏からは、実質為替レートへの効果のほとんどが名目為替レートへの影響によるものであることから、リスクプレミアムへの影響がそのメカニズムの一つではないかという指摘があった。また、フロアからは本報告で用いられている貿易開放度の適切さや、推計結果の乗数効果が非常に大きいこと(消費への乗数効果が途上国で5を超える)等について、活発な議論が交わされた。

《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