

---

## 第 18 回マクロコンファレンス報告

---

第 18 回マクロコンファレンスは 11 月 26 日（土）・27 日（日）に大阪のホテル阪急エキスポパークで行われた。第 1 日に 3 本、第 2 日に 5 本の論文が報告された。近年のマクロ経済学における問題意識の多様化の流れを反映して、論文のテーマも多岐にわたった。特に、金融政策の問題に関心が集中しがちだった最近の本大会と比べると、その傾向は顕著だった。本コンファレンスの特徴として、討論者による議論の時間とフロアからの質疑応答の時間を充分とるという傾向が挙げられる。どの討論者も主催者の期待に応じて、論文の背景・内容を分かりやすく整理したうえで、分厚い議論を展開してくれた。そのためフロアのディスカッションも非常に活発に行われ、議論の水準も非常に高いものであった。以下に、報告論文の概要を掲げる。

### 第 1 セッション

#### DSGE モデルと金融政策分析の新展開（1）

座長：阿部修人（一橋大学）

#### ■ 論文

発表者：源間康史（日本銀行・一橋大学）

**"Trend Inflation and Evolving Inflation Dynamics: A Bayesian GMM Analysis of the Generalized New Keynesian Phillips Curve"**

（Takushi Kurozumi、 Mototsugu Shintani との共著）

討論者：敦賀貴之（京都大学・内閣府）

---

#### 報告

本研究では標準的なニューケインジアン DSGE モデルにトレンドインフレを導入している。かつ、企業が価格をトレンドインフレにインデクセーションしないと仮定し、さらにカルボ型価格設定を導入している。このマクロモデルからフィリップス曲線を導き、Bayesian GMM で推計した結果、通常のトレンドインフレがないモデルとは異なる結果を得た。特に特筆すべきは、Great Moderation 期においてフィリップス曲線は水平化していないという結果を得られた点である。

#### 討論

トレンドインフレを一定として扱うことの妥当性、金融政策などマクロモデルの他の方程式を考えずにフィリップス曲線のみを推計することの妥当性が特に議論となった。また、インフレの持続性に関する推定結果が先行研究との大きく異なっている点、トレンドインフレがゼロに近づいた場合の既存モデルとの違いに関しても議論になった。

## 第2セッション

### DSGE モデルと金融政策分析の新展開 (2)

座長：青木浩介 (東京大学)

---

#### ■論文

発表者：一上 響 (日本銀行)

**"A Macroeconomic Forecast-implied Shadow Rate and Unconventional Monetary Policy Effects"** (Yoichi Ueno との共著)

討論者：小枝淳子 (早稲田大学)

---

#### 報告

ゼロ金利下での Shadow Rate を、イールドカーブではなくプロフェッショナル予測を用いて推計する新しい手法を提案した。米国の金利に関する推計結果から、Shadow Rate と担保付き債券との間の負の相関が明確になり、同国における非伝統的金融政策は GDP を 1.6% pt、インフレ率を 0.5%pt. 引き上げていたと結論付けた。

#### 討論

サーベイによる予測と実態変数の VAR 予測の間の差が正規分布に従うという仮定は妥当か？ゼロ金利下とそうでない場合でパラメーターが変わるのではないか？プロフェッショナル予測の変動がすべて金融緩和を反映しているという仮定は強いのではないか？Shadow Rate の推計値が財政政策や国際経済、金融環境の変化をとらえている可能性があるのではないか？といった点が指摘された。

---

#### ■論文

発表者：片山宗親 (京都大学)

**"Uncertainty Shocks and the Relative Price of Investment Goods"**  
(Kwang Hwan Kim との共著)

討論者：陣内 了 (一橋大学)

---

#### 報告

不確実性ショックが生じたときに GDP が減少する要素をモデル化するため、投資財と消費財が存在する二部門マクロモデルを構築し、かつ、二部門間の労働移動に制約を課すために CES 型の Aggregator を労働賦存量に仮定した。また、消費財産業の価格は硬直的である一方、投資財産業の価格は伸縮的とした。以上のセットアップにより、不確実性ショックの増加に伴い、二部門間の相対賃金の動きも含め、モデルとデータの動きが整合的となることが示された。

#### 討論

不確実性が増加することによるマクロ経済への影響は金融市場経由のほうが大きいのではないかと指摘がなされた。また、価格硬直性に関する仮定は本当に必要なのか、労働移動費用として CES 型の労働負効用を用いることは適切なのかといった点が議論された。

### 第3セッション

#### 長期停滞

座長：櫻川昌哉（慶應義塾大学）

---

#### ■論文

発表者：小林慶一郎（慶應義塾大学）

**"Debt-Ridden Borrowers and Productivity Slowdown"** (Daichi Shirai との共著)

討論者：脇 雄一郎（クイーンズランド大学）

---

#### 報告

内生的成長モデルに新たな債務制約を導入することにより長期停滞を説明することを目指す。企業は長期債務と短期債務を発行する。短期債務は運転資金であり労働費用と資本レンタル費用を賄う。収穫逨減の生産を行い、長期債務の返済を行う。短期債務はデフォルト可能とする。ただし企業がデフォルトすると、生産物が貸し手に接収される。以上の設定の下で、長期債務額が大きく、企業利潤のほとんどが債務利払いに消えていくような非効率な定常状態が発生する。これを R&D を含む成長モデルに組み込むと、一時的なショックが長期停滞を引き起こすこと、またモデルに基づくシミュレーション結果が実際の GDP をほぼトラックすることが示された。

#### 討論

企業が Liquidation を避けるために銀行に transfer するという仮定は現実的か？ 本研究が参考にした Jerman & Quadrini のモデルでは債務の用途に制限が加えられていなかったが、本モデルで仮定される短期債と長期債の用途制限はどのように正当化されるのか？ Jerman & Qaudrini と同様の仮定を置くと、長期債が過大になる均衡は消えてしまう。長期債務が回収可能だが短期債務は回収不可能という仮定をどう正当化するのか？長期借入比率の動向はデータとモデルは整合的か？以上のような点が議論された。

### 第4セッション

#### ミクロ理論とマクロ経済

座長：塩路悦朗（一橋大学）

---

#### ■論文

発表者：奥田達志（日本銀行）

**"A Guide Toward Targeted Inflationary Equilibrium: An Evolutionary Game Theory Approach"** (Yasushi Asako との共著)

討論者：尾山大輔（東京大学）

---

#### 報告

QQE がインフレ期待を喚起するための条件はなにか？という疑問に答えるため、進化ゲームに基づいたモデルの定式化を試みた論文である。本モデルでは、起業家と労働者が無数

に存在し、ステージゲームを行う。生産活動を行い Nash Bargaining で成果を配分するが、(1)企業は物的資本投資を行うことで、費用削減か需要増進のいずれかのイノベーション活動を行う、(2)労働者は人的資本投資を行う、というオプションがあり、(1)は労働者の生産性を、(2)は企業の生産性を向上させる。その結果として複数均衡が発生するのだが、中央銀行が将来物価のターゲットを発表することによって企業が需要増進型のイノベーションを選択すると、経済は高インフレ均衡に到達することができる。

#### 討論

実質金利を中央銀行がコントロール可能という仮定はどう正当化されるか？という点に関して討論者、フロアから集中的に議論が行われた。

---

#### ■論文

発表者：藤木 裕（中央大学）

**"Choice of Collateral Asset and the Cross-Border Effect of Automatic Stays"**  
(Charles M. Kahn との共著)

討論者：小佐野広（京都大学）

---

#### 報告

米国のレポ市場ではオートマティック・ステイが適用されない。このことが、通常時には、担保処理が迅速に行われ、市場流動性が確保されることにつながっている。ところがグローバル金融危機時にはリーマンブラザーズの担保売却が一気に進んだことが価値暴落を引き起こした。この経験を踏まえて、オートマティック・ステイの適用除外に関して議論が進んでいる。どのような担保を適用除外とするか、規制をどこまで進めるかがポイントである。本論文は同問題を理論モデルに基づいて解明した研究である。

#### 討論

討論者は本論文のモデルの数学的構造や含意等を詳細に解説した。そのうえで、比較静学分析を用いることでオートマティック・ステイを導入することの効果をより明らかにすることができるのではないかといった指摘を行った。

---

#### 第5セッション

金融とマクロ経済

座長：寺西勇生（慶應義塾大学）

---

#### ■論文

発表者：植杉威一郎（一橋大学）

**"Adverse Selection versus Moral Hazard in Financial Contracting: Evidence from Collateralized and Non-collateralized Loan Contracts"**

(Hirofumi Uchida, Hiromichi Iwaki との共著)

討論者：清水 克俊（名古屋大学）

---

## 報告

報告者は、日本政策金融公庫による無担保貸出プログラムについてのパネル・データを用いて、銀行貸出の際に発生するとされている、逆選択とモラルハザードの存在を検定することが本研究の目的であるとしたうえで、以下の結論を示した。無担保貸出を受けた企業はクレジット・リスクが増加する一方で、有担保貸出を受けた企業についてはクレジット・リスクが減少している。この結果は、逆選択とモラルハザードが生じていることを示している。また、担保によって、これらの影響が緩和されていることが明らかになった。

## 討論

これに対して、討論者は、研究が優れたものであるとした上で、さらに頑健性を確認することが論文の質を高めるためには必要であると指摘した。フロアからは、無担保貸出プログラムの導入が貸し手の性質を変化させている点はどう考慮しているのか、マクロ経済が変動する点を考慮した推計が必要ではないか、一部の結果は逆選択とモラルハザードが生じていることを示しておりこうした結果も研究の貢献として評価できるのではないか、などのコメント、質問があった。報告者はコメントに対して、鋭意、今後の課題としていきたいと返答した。

---

## ■論文

発表者：小野有人（中央大学）

**"Long-term Interest Rates and Bank Loan Supply: Evidence from Firm-bank Loan-level Data"**

**(Kosuke Aoki, Shin-ichi Nishioka, Kohei Sintani, Yosuke Yasui との共著)**

討論者：細野 薫（学習院大学）

---

## 報告

報告者は、本研究では、企業レベルのパネル・データを用いて、金融緩和による長期金利の低下が銀行貸出を増加させているのか、その際にポートフォリオ・リバランス・チャンネル、バランスシート・チャンネル、リスクテイキング・チャンネルの3つのチャンネルのいずれが重要な役割を果たしているのかを明らかにしているとした。結論として、長期金利の低下が銀行の資金供給を増加させており、この過程で3つのチャンネルが働いていることが確認されたとした。

## 討論

討論者は、貢献の高い研究であるとした上で、貸出金利のボラティリティーや経済環境なども説明変数に加えることで、結果についての頑健性が更に高まると指摘した。フロアからは、金利低下により利ザヤの縮小は将来の銀行の脆弱性につながるのではないのか、銀行の属性や貸出期間の長さによって結果が変わるのでは、量的な緩和の影響はどう考慮しているのか、などの意見、コメントがあった。報告者は、指摘された点は概ね何らかの形で考慮しているとした上で、コメントを踏まえて結果の頑健性を今後も高めていきたいと返答した。