

## 【会議概要】

日時：2025年11月8日（土）、9日（日）

場所：東京大学本郷キャンパス、大学院経済学研究科学術交流棟 2F、小島コンファレンスルーム（対面）

タイトル：第27回マクロコンファレンス

第27回マクロコンファレンスが 2025年11月8、9日の2日間にわたり、東京大学本郷キャンパス、小島コンファレンスルームにて開催され、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65名（当日参加者55名）が国内外から集った。研究テーマはそれぞれ、（一）新興国における外貨準備の蓄積と国際的な協調の役割、（二）家計の中央銀行のコミュニケーションへの関心とインフレ期待や支出への影響、（三）人口高齢化社会における事業承継のマクロ経済への影響、（四）企業の企業間ネットワーク形成とその分析における次元の呪いの克服、（五）日本における金融仲介の単位あたりコストの計測とその変化の要因、（六）日本の行政データを用いた家系の生涯を通じた所得格差と非線形な所得の変化、（七）ナッシュ交渉による動的な女性労働者の労働供給の決定と税制の影響、（八）内生的な参照点の決定と再分配政策における最適な課税税率、についてであった。各報告の概要は以下の通りである。

## 【議事録】

【一日目（2025年11月8日）】

【第1セッション】

座長：青木 浩介（東京大学）

タイトル：“From Prudence to Excess: Measuring the Coordination Failure in Reserve Accumulation”

（SIMING LIU（Binghamton University）、EUGENIO ROJAS（University of Florida）との共著）

発表者：松本 英彦（慶應義塾大学）

討論者：山田 春菜（拓殖大学）

報告形態：対面、日本語による報告

途上国は、急激な資金流出や危機に対する安定化のための政策手段として外貨準備の積み増しを用いることがある。しかし、外貨準備の蓄積は世界金利を低下させ、先進国の銀行にリスク拡大を促すことで、世界の金融脆弱性を高める可能性がある。この点について、従来の研究の多くは単一国の視点から政策を分析してきた。しかし、現実では、多くの新興国経済が同時に外貨準備を積み増すことは多い。本研究は集団的な外貨準備の蓄積を考慮し、外貨準備の蓄積が世界経済に与える影響とその世界的な影響を考慮した場合の外貨準備の最適水準を分析したものである。そして、それを米国金融市場への影響を考慮した上で行なっている。モデルでは、無数の新興国経済とアメリカ経済が存在し、途上国の家計はアメリ

カの銀行部門から借り入れ、消費と外貨の積み増しを行い、アメリカの銀行部門はアメリカの家計から預金を集め、途上国の家計に貸出を行う。そして、一定の確率でサドンストップが発生し、流動性制約が発生する。分析の結果では、新興国の外貨準備の積み増しとアメリカのリスクテイクは戦略的に補完関係にあることを示している。そして、国別の最適化問題、国同士の協調下の計画者問題、国別の計画者問題の各々の場合において、定量的な分析を行っている。結果として、国別の計画者問題では先進国はより多くの準備金を積み増し、それによって米国銀行に高いリスクを取らせることや協調下の計画者問題では先進国はグローバルな外部性を内部化し、国別の計画者問題下の新興国よりも少ない準備金を保有すること、外貨準備に関する国際的な協調の失敗は新興国における過剰な準備の蓄積をもたらすことが示された。

討論者からは、外貨準備と危機の深刻性の関係とその世界経済への影響や厚生分析の重要性、アメリカの銀行部門に対する規制の流動性ショックの大きさへの影響について議論された。また、フロアとの討論では、新興国ごとに異なるタイミングでの外貨準備の蓄積や米国国債の新規供給の重要性、外貨準備の蓄積の短期的な流動性確保のためのインセンティブ、途上国の為替市場を考慮することの重要性、米国金利と途上国の危機の発生の関係性、ゲーム理論的な状況における長期的な協調の均衡の存在などについて活発な議論が行われた。

タイトル：“Households' Attention to the Central Bank, Inflation Expectations, and Spending”

（一上 韶（慶應義塾大学）、片桐 満（早稲田大学）、古賀 麻衣子（専修大学）、尾崎 達哉（日本銀行）との共著）

発表者：奥田 達志（日本銀行）

討論者：新閔 剛史（千葉大学）

報告形態：対面、日本語による報告

中央銀行のコミュニケーションは家計のインフレ期待と支出を誘導する手段と見なされており、その有効性を評価するにはインフレ期待に対する家計の支出の反応と金融政策への関心度の観点から分析することが重要である。本研究ではまず、所得・資産水準による家計行動の異質性に焦点を当てたミクロデータを用いた実証分析を行っている。選好パラメーター研究のパネルデータを用いた分析の結果、インフレ期待の上昇は支出成長率の低下と関連し、低所得・低資産世帯の消費はインフレ期待との関連性がより弱いことを示している。また、日本銀行の意識調査のデータを用いて家計の日本銀行の政策への関心度を推定しており、低所得世帯は金融リテラシーをコントロールした後でも日本銀行への関心度が低く、将来のインフレや実質金利への関心が低いことを示している。続いて、家計が借入制約下で消費と貯蓄を決定し、将来のインフレを予測するためのシグナルを受け取り、情報処理コスト（合理的無関心）の下でその精度を選択する構造モデルを構築し、定量的な分析を行っている。分析結果では、実証結果と整合的のように低所得・低資産世帯の消費は借入制約

によりインフレ期待への反応が鈍いことや低所得世帯は将来のインフレに関する精度の低いシグナルを選択する（合理的無関心）こと、家計の情報処理コストを削減する中央銀行の政策は当初は高所得世帯に最も影響を与えるが、最終的には中所得世帯への影響が最大となることを示している。

討論者からは、低所得・低資産世帯の反応が小さい理由としての借入制約の重要性や家計のインフレによる実質賃金下落への関心度、実証分析と理論分析のアウトカム変数の整合性について議論された。また、フロアとの討論では、中央銀行のコミュニケーションの情報処理コストを下げる政策の意義と具体性や高所得者層のインフレ予想のインセンティブ、所得分布や情報取得コストの仮定、借入制約に直面する人口の割合と中央銀行の政策目標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：敦賀 貴之（大阪大学）

タイトル：“Population Aging and Business Succession: A Macroeconomic Perspective”

（及川 浩希（早稲田大学）、上田 晃三（早稲田大学）との共著）

発表者：宮川 大介（早稲田大学）

討論者：児玉 直美（明治学院大学）

報告形態：対面、日本語による報告

日本では、企業の経営者層の高齢化が進んでいる。本研究は、高齢化が事業承継を通じて企業ダイナミクスとマクロ経済に対していかに影響するかを研究したものである。まず、日本の企業レベルのパネルデータを用い、後継者が就任した時点における前任者と後継者の典型的な年齢差パターンや経営者の年齢と企業業績の間の逆 U 字型の関係、傾向スコアマッチングを利用した事業継承が企業業績に短期及び中期に及ぼす効果を実証している。そして、スパン・オブ・コントロール型の企業の生産技術や企業の市場からの入退出と企業の異質性、労働者・経営者の生涯にわたる能力の変化、経営者による後継者のサーチを組み込んだ一般均衡モデルを構築している。モデルでは、人口増加率が低下する状況においては、潜在的な後継者の減少と後継者を探す経営者の増加により事業承継率は減少するものの、平均的な経営能力は向上し市場での企業の淘汰メカニズムが強化されることが示された。また、定量的な分析では、企業の淘汰と経営能力の向上により、人口減少下では経済全体での総生産量は減少するものの、一人当たり生産量は増加することを示している。

討論者からは、後継者の存在などの経営者のバックグラウンドの差異による事業継承の業績への効果の差異や高齢化と人口成長率下落の差異、一人当たり生産量の変化における労働供給要因の重要性、個人の高齢化と生産性の変化などについて議論された。また、フロアとの討論では、人口減少局面における社会全体の縮小の是非や人口増加局面におけるメ

カニズムとの差異、実証分析における人口減少の地域差、企業の市場からの退出による負の外部性、他の事業継承メカニズムとの差異、企業の金融制約や税制・補助金の重要性、モデルの人口構造と現実との整合性などについて活発な議論が行われた。

タイトル：“Inter-Firm Network Growth over Firm Life Cycle and Its Macroeconomic Implications”  
(榆井 誠（東京大学）との共著)

発表者：浅井 寛之（東京大学）

討論者：滝澤 美帆（学習院大学）

報告形態：対面、英語による報告

マクロレベルの企業間の生産ネットワークは動的なものであり、特に若い企業にとっては非常に重要な問題である。しかし、企業間ネットワークの分析は、十分な期間をカバーし企業の様々な成長要因を含む大規模なパネルデータの不足や企業が直面する生産ネットワークにおける次元の呪いの存在により、経済学的な分析は困難であった。本研究はまず、日本における企業間取引と財務報告についてのパネルデータを活用した実証分析を行い、マッチング後の企業行動ではなく、潜在的な取引先とのマッチングにおける摩擦により、新興企業が十分な数の取引先を含むネットワークを構築するには時間を要することを示している。続いて、企業の異質性を組み込み、企業のネットワーク拡大のための広告の履歴を状態変数として含むことで次元の呪いを回避し、企業の動的なネットワーク形成メカニズムを組み込んだ一般均衡モデルを構築している。そして、定量的な分析を行い、実証結果に整合的のように、ネットワークの摩擦が厚生の減少をもたらしており、ネットワーク全体の再構築がその改善に重要であることを示している。

討論者からは、新興企業の「楔」の重要性やデータにおける取引ごとの規模の差異の重要性、モデルにおける企業の市場からの入退出や摩擦の仮定、具体的な政策的含意などについて議論された。また、フロアとの議論では、若い企業の財の種類と原材料の供給元の数の変化の関係性や原材料の供給元を増やすインセンティブ、データにおけるサバイバルバイアスの重要性、反実仮想分析における政策インプリケーションの重要性、原材料の供給元や消費者といった具体的な政策の目標などについて活発な議論が行われた。

【二日目（2025年11月9日）】

【第3セッション】

座長：塩路 悅朗（中央大学）

タイトル：‘Unit Cost of Financial Intermediation in Japan, 1954–2020’

(郡司 大志（大東文化大学）、鎮目 雅人（早稲田大学）、内田 浩史（神戸大学）、安田 行宏（一橋大学）との共著)

発表者：小野 有人（中央大学）

討論者：Fangyuan Yi（慶應義塾大学）

報告形態：対面、日本語による報告

本研究は、1954年から2020年までの日本における金融仲介の単位あたりコストを推定したものである。まず、金融機関同士の取引の影響や金融サービス間の内部補助の影響を考慮するため、金融仲介の単位あたりコストを、金融仲介部門の総収入（金融収益）の非金融サービス最終利用者へ提供される総金融産出量に対する比率として測定している。先行研究によると、米国やドイツ、英国などの国々における金融仲介のコストは比較的安定して推移している一方、本研究では日本の金融仲介の単位コストの長期的な低下傾向がみられた。また、この結果は、国民経済生産に含まれていない金融仲介部門の要素を考慮しても頑健であった。続いて、この結果の内訳として金融部門の総収入は長く一定であったのにも関わらず、金融部門の総支出は時間を通じて増加していることが示された。そして、日本において金融部門の総収入が成長しなかった理由として、資産運用部門の成長の欠如や銀行の貸出・預金からの純利息収益の減少などを挙げている。また、金融仲介の単位あたりコストは金融仲介の効率性の直接的な尺度ではないが、日本における金融仲介の単位あたりコストの変化は金融規制の自由化や金融政策などを示していると解釈できることが示された。

討論者からは、金融部門の総収入と総支出の解釈や長期間の測定における金融サービスごとの重み付けの重要性、金融仲介の単位コストの効率性の尺度としての役割などについて議論された。また、フロアとの議論では、金融深化のコストの経済の発展段階による差異や金融市場の産業構造や競争システムの重要性、ノンバンク部門の台頭の重要性、時価会計を用いることの重要性、日本と他国の金融システムの差異と共通点などについて活発な議論が行われた。

タイトル：‘Nonlinear Earnings Dynamics and Inequality over the Life Cycle: Evidence from Japanese Municipal Tax Records’

（北尾 早霧（政策研究大学院大学）、山田 知明（明治大学）との共著）

発表者：鈴木 通雄（東北大学）

討論者：阿部 修人（一橋大学）

報告形態：対面、日本語による報告

本研究は、2011年から2021年までの市町村行政税務記録を用いて、日本における生涯を通じた所得の変化及び個人に特有な所得リスクの特性と家計のリスクへの保険を分析したものである。まず、所得の持続な要素が所得分布における個人の位置やショックの大きさに対して非線形に変化することを許容した年齢依存型の分位点モデルを推定し、特異的な所得を持続的な要素と一時的な要素に分解している。分析の結果、個人の所得履歴と整合的なショックでは持続な要素は大きいが、キャリアの転換を示す可能性のある「逆」のショックでは急激に低下することが示された。また、クロスセクション分析では、世帯は所得を効果

的にプールしており、個人所得の分布は単調増加型であるのに対し、世帯はJ字型の生涯所得の分布を形成していることが示された。しかし、インパルス応答分析によると、持続的な要素の分布のある位置に位置する個人や世帯が、イノベーション分布により分布の高位または低位に位置した場合、家計の等価所得の結果的な変化は世帯主単独の所得変化よりも大きくなっていた。この点について、世帯レベルでは配偶者同士の相關したショックや共同した労働供給決定、人口統計的な調整を反映する可能性があり、世帯と個人の所得分布が異なる動的な特性を持つことに起因している可能性が示された。

討論者からは、所得プロセスの推定の歴史や第一段階の推定における固定効果、先行研究との差異、個人事業主の法人化の影響、年齢依存型と年月依存型の分析の差異、サーベイデータとの比較、第一段階の回帰の役割などについて議論された。また、フロアとの討論では、配偶者の所得へのショックの重要性やサンプルセレクションの目的、雇用者や企業などの情報や再分配政策などの他のデータとの関係の重要性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：藤原 一平（慶應義塾大学・東京大学）

タイトル：‘Tax-Induced Barriers to Female Workers in Japan: Insights from Dynamic Intra-Household Bargaining’

発表者：丹後 咲杜（東京大学）

討論者：柳本 和春（神戸大学）

報告形態：対面、日本語による報告

日本における既婚女性労働者の所得は年収の壁の存在などの影響で歪んだ分布となっている。本研究は、年収の壁の厚生損失への影響を定量的なマクロモデルを用いて分析したものである。モデルでは、家計がナッシュ交渉により消費と労働供給を決定し、経済の均衡でナッシュ交渉力が決定される。それにより、賃金の変化は代替効果及び所得効果による労働供給の変化をもたらすだけでなく、離婚というアウトサイドオプションの価値が変化しナッシュ交渉力が変化する。そして、家計のライフサイクルや所得の変動、年金制度、労働市場などの構造を組み込み、モデルを構築している。日本の家計のパネルデータを用いた定量的な分析の結果、年収の壁は既婚女性の労働供給と厚生損失を引き起こし、既婚女性の労働供給の20.4%が失われており、年収の壁を平滑化することで厚生が2.1%増加することが示された。また、夫婦間の家事と消費の分担についての交渉を考慮しないことで年収の壁の厚生損失が20.4%から17.0%に過小評価されることも示された。

討論者からは、先行研究との関係性やコレクティブモデルとナッシュ交渉によるモデルの差異、年収の壁と所得の格差の関係などについて議論された。また、フロアとの討論では、男女の労働市場の代替性や労働の賃金に対する弾力性、夫婦の相対的な賃金差の重要性、税

制の意義、少子化を考慮することの重要性、生産性と労働供給の関係などについて活発な議論が行われた。

### 【第5セッション】

座長：植杉 威一郎（一橋大学）

タイトル：‘Optimal Redistribution with Reference Dependent Utility’

発表者：瀧川 拓史（神戸大学）

討論者：津川 修一（龍谷大学）

報告形態：対面、日本語による報告

近年、ソーシャルメディアの発達などにより、個人が自己を他人と容易に比べられるようになっている。先行研究によれば、損失回避行動により、特に損失領域にある人々に対しては参照依存性による負の外部性の内部化を目的として最適税率がより高くなるべきであり、弾力性の低い層への税率の引き上げが最適な税制設計であると考えられる。本研究は、参照点が税制外の政策によって内生的に個人に応じて異質に形成されると仮定し、参照点依存型の効用を最適所得税制度に組み込むことで、労働供給と税制設計における参照点依存の含意の重要性を分析している。分析の結果、参照点以下の所得層においてはより集中的に労働を供給する結果、参照点付近に労働供給が集中する現象が生じることが示された。また、税制との交互作用により所得の弾力性は高くなり、外的な参照点を仮定する場合よりも最適な税制は低くなることも示された。そして、これらをふまえた米国のデータに基づく定量的な分析では、より高位の参照点が最適な税率を変化させ、所得移転を増加させることを示している。

討論者からは、公共経済学における参照点依存の知見の重要性や *bunching and ironing* の最適課税モデルへの応用、参照点依存とウェブレン効果の差異などについて議論された。また、フロアとの討論では、モデルにおける参照点の設定と労働供給の関係性や参照点の設定行動の変化、消費や所得に対する参照点の異質性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）

大阪大学社会経済研究所共同利用共同研究拠点、および基盤 A「無関心の行動マクロ経済学」  
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

東京大学大学院経済学研究科 基盤 A「グローバル・インバランスの行方：国際金融論と国際貿易論の統合アプローチ」

一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構