

### 【会議概要】

日時:2018年8月4日(土)

場所:北海道大学

タイトル:SWET 2018 第1日「マクロ金融」セッション

発表論文:<http://www.int.otaru-uc.ac.jp/swet/swet2018>

SWET 2018 のマクロ金融セッションが8月4日、北海道大学で開催された。この日に行われた報告は全部で8本である。研究テーマはそれぞれ、(1) 情報の非分割性、異質なショック、フィリップス曲線の平坦化、(2) 金融政策とマクロ経済の安定性:再訪、(3) 銀行行動のダイナミクスと資本規制、(4) 労働分配、投資財特有の技術、生産要素集約的な技術、(5) 不完全情報と適合的学習下のサンスポット均衡の安定性、(6) 規模依存型の税制が企業の金融・成長に与える影響:日本の税制改正が示す証拠、(7) 戸別家賃の長期のダイナミクス、(8) メニューコストと情報硬直性:日本の消費増税が示す証拠、と多岐に渡った。各発表者とも持ち時間を使い切り、活発な議論が行われた。各論文の報告内容は以下の通りである。

### 【議事録】

■ “Inseparability of Information, Shock Heterogeneity, and the Flattening of the Phillips Curve”(敦賀智裕、Francesco Zanettiとの共著)

発表者:奥田達志(日本銀行)

本研究は、需要変動がマクロショックによるものかセクターショックによるものかを企業は識別できないという「情報の非分割性」を理論的・実証的に考察した論文である。本研究では、情報の非分割性に加えて、過去の需要に関する不完全情報と名目硬直性を組み込んだモデルを構築した。このような環境で、需要ショックの異質性の度合と物価変動のダイナミクスとの関係を明らかにするとともに、日本のフィリップス曲線が平坦化した原因を説明できることを示した。本研究のモデルは Angeletos and La’O (2009)をベースにしているが、過去の需要に対する不完全情報が一定期間後も残り続けるという点が異なっている。フロアからは、セクター間で生産関数が異なることを考慮すべきという意見や、名目硬直性ではなく情報の硬直性を導入したモデリングをするのはどうかという提案があった。



**■ “Monetary Policy and Macroeconomic Stability Revisited” (黒住卓司、Willem Van Zandwegheとの共著)**

発表者: 廣瀬康生 (慶應義塾大学)



米国経済は、1970年代までの高インフレ期をどのように脱出したのか。この問いに対しては、Fed(連邦準備制度理事会)の受動的な政策が能動的に切り替わったことが大きいと考えられてきた。本研究では、トレンドインフレを許容するモデルを推定し、この見方を再検証した。特に、均衡が決定的・非決定的という両方のケースを念頭に置いて、逐次モンテカルロアルゴリズムを用いた推定を行い、事後分布が複峰である可能性に対処した。本研究の結果は以下の3点である。第1に、1979年以前と1982年以降の両方の期間で、本研究のモデルが標準的モデルを上回るパフォーマンスを示した。第2に、1979年以前の米国経済は非決定的な均衡にあった一方で、1982年以降は決定的な均衡にあった。第3に、インフレに対する政策感応度の変化だけでは、均衡が決定的となることを十分に説明できない。フロアからは、本研究で推定されたサンスポットショックの歴史的推移をみるべきという指摘があった。

**■ “Banking Dynamics and Capital Regulation” (Jose-Victor Rios-Rull、Yaz Terajimaとの共著)**

発表者: 高村多聞 (Bank of Canada)

近年、導入された銀行資本規制である Basel III の中には、反景気循環的バッファ (CCyB) という項目がある。金融規制当局は CCyB を裁量的に調節することが認められているが、これをどのように調節すべきかはまだ解明されていない問題である。本研究では、単に資本規制の水準を引き上げるのと比べ、CCyB が銀行の貸出行動や安定性に与える影響を定量的に評価した。具体的には、異質な銀行主体を組み込んだ部分均衡モデルを構築することで、債務上限と預金保険によるモラルハザードや内生的な銀行倒産を描写した。このモデルを危機時と回復期についてシミュレーションし、以下の結果を得た。CCyB は非状態依存的な規制と比べて、危機時に銀行倒産を減少させる一方で、回復期以降に銀行倒産を増加させる効果を持つ。

したがって、CCyB の活用にはトレードオフが存在する可能性がある。フロアからは、本モデルと Gertler-Kiyotaki(2010)モデルとの整合性に関する質問が出された。

**■ “Labor Share, Investment Specific Technology and Factor Augmenting Technologies” (小池泰貴との共著)**

発表者: 平形尚久 (日本銀行)

米国をはじめとする各国で、労働分配率の低下が観察されている。この原因として、文献では投資財特有の技術革新や、労働・資本集約的な生産技術、マークアップの上昇などが



指摘されている。本研究では、CES 生産関数と投資財特有の技術、さらに資本集約的な技術を組み込んだモデルを提示し、米国と日本のデータを用いて資本と労働の代替弾力性をベイズ推定した。本研究の主要な結果は以下の通りである。第 1 に、米国の弾力性の推定値は 1.47 であるのに対し、日本は 0.20 であった。第 2 に、インパルス応答の結果、米国では投資財特有の技術や資本集約的な技術へのショックが労働分配率を押し下げるが、日本ではむしろ押し上げる。第 3 に、米国の 2000 年代前半における労働分配率の低下は、資本集約的な技術に対する正のショックで説明できる一方、日本ではそうではない。フロアからは、日米の推定結果に大きな差異が生まれる背景を問う質問や、日本の

労働人口が減少トレンドにあることが影響しているとの指摘があった。

■ “Stability of Sunspot Equilibria under Adaptive Learning with Imperfect Information”  
(Bruce McGough との共著)

発表者: 中川竜一 (関西大学)

適格的な学習 (learning) を含む様々な期待形成のフレームワークを用いて、景気循環モデルをカリブレーションすると sunspot 均衡が不安定になることが指摘されている。本研究は、経済主体の情報集合が不完全な状況で、sunspot 均衡が安定的となるか否かを検証するものである。本研究は、情報集合がかなり不完全な状況のニューケインジアンモデルにおいて、sunspot 均衡が安定的となることが名目金利に関するテイラー原則が成立しないことと同値であることを理論的に示した。既存研究では、経済主体が持つ私的情報によって描写される金融摩擦が、sunspot 均衡を引き起こすと考えられてきたため、不完全情報はあまり注目されてこなかった。本研究はそこに着目し、新たな結果を導いている。フロアからは、均衡の決定性と learning の安定性の違いについて整理する質問が出された。



■ “The Effects of Size-Dependent Tax Policy on Firms’ Finance and Growth: Evidence from Corporate Tax Reform in Japan” (細野薫、宮川大介との共著)

発表者: 布袋正樹 (大東文化大学)

多くの国々で、中小企業に対する税負担は軽減されている。例えば日本では、売上が一定額を下回る企業に対して、消費税 (の一部) が免除されている。このような企業規模に依存する税制が導入されている場合、企業は租税回避を行うインセンティブを持つことになる。本研究では、2004 年に日本で導入された外形標準課税の事例を用いて、このような企業行動とその後のパフォーマンスの関係を検証した。外形標準課税の導入時、資本



金 1 億円以下の企業に対してはその適用が除外されたためである。本研究の主な発見は以下の通りである。第 1 に、外形標準課税導入のアナウンスが行われた後、資本金 1 億円以下になるような減資が増加した。第 2 に、労働生産性が低く、規模が小さい企業ほどそのような傾向がある。第 3 に、減資した企業はそうでない企業と比べ、資産や売上で見て成長率が低い。フロアからは、減資の意思決定は内生的であり、セレクションが無作為ではないことを指摘する声があった。

■ “Unit-Level Long-Run Dynamics of Housing Rents” (鈴木雅智、浅見泰司との共著)  
発表者: 清水千弘 (日本大学)



家賃は個人支出のうち 4 分の 1 を占めるが、その価格変動はかなり硬直的であることが知られている。このような背景から、帰属家賃の推定には大きな困難が伴う。Rental equivalence approach (近傍家賃法) は、持ち家と同じ特徴を持つ賃貸物件を見つける必要があるほか、減耗による品質低下を調整する必要もあり、推定値が実際の家賃と異なるバイアスを持ってしまう恐れがある。本研究では、スターズ株式会社から提供された東京近郊の賃貸物件のデータを利用して、入居者がいる時期とない時期の家賃の調整過程を観察した。本研究の主要な発見は以下の通りである。第 1 に、契約更新時ではなく入居者の入れ替わり時に、家賃が調整される傾向がある。第 2 に、入居が長くなると、支払う家賃は市場実勢よりも高まる傾向があり、これは減耗によるものである。第 3 に、契約更新時の家賃割引は、入居期間を延ばすとは限らない。フロアからは、本研究の結論と経済厚生との関係を議論すべきとの指摘が出された。

■ “Menu Costs and Information Rigidity: Evidence from the Consumption Tax Hike in Japan”  
発表者: 庄司俊章 (東京大学大学院博士課程)

Feldstein (2002) が、ゼロ金利下における景気刺激策として所得税の減税と並行して、消費税を増税するという政策を提案している。特にニューケインジアンモデルの枠組みでは、この政策が有効となるためには税抜き価格が硬直的である一方、消費増税は伸縮的に価格転嫁される必要がある。本研究は、2014 年の日本の消費増税の事例を利用して、この議論を検証した。本研究の結果、増税時に税抜き価格の半分以上が据え置かれた一方で、その改定頻度は上昇し、改定幅は縮小したことが示された。これらの結果を説明するため、本研究では税込み価格改定にメニューコストがかかる一方で、本体価格には消費税よりも大きな情報硬直性があるという仮説を立てた。企業の商品数と価格改定行動の関係は、この仮説を支持する結果を示している。フロアからは、価格改定行動が上昇と下落で非対称となった理由を問う質問や、price point が価格改定行動に与えた影響を問う質問が挙げられた。

## 【当日の会場の様子】



編集・発行 日本学術振興会・科学研究費補助金・基盤研究（S）

対話型中央銀行制度の設計 プロジェクト

〒103-0033 東京都文京区本郷 7-3-1 東京大学大学院経済学研究科

E-mail : [watlab@e.u-tokyo.ac.jp](mailto:watlab@e.u-tokyo.ac.jp)

URL : <http://www.centralbank.e.u-tokyo.ac.jp>