

日本学術振興会・科学研究費補助金・基盤研究 (S)

『長期デフレの解明』プロジェクト

UTokyo Price Project

【会議概要】

日時：2017年8月5日（土）

場所：北海道大学経済学部 経済棟3階大会議室

タイトル：Summer Workshop on Economic Theory (SWET) 2017 マクロ金融

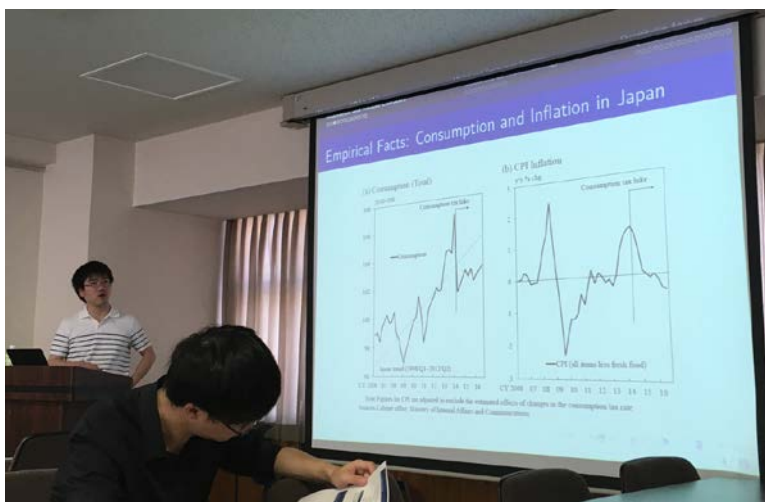
発表論文：<http://www.int.otaru-uc.ac.jp/swet/swet2017-1/7trn6v/51vx6y>

SWET 2017 のマクロ金融セッションが 8 月 5 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 7 本である。研究テーマはそれぞれ、(1) 消費税増税アナウンスメントの効果：日本の教訓、(2) マクロ経済予測から示唆されるシャドーレートと非伝統的金融政策の効果、(3) 非線形 DSGE モデルにおける自然利子率、(4) 量的・質的金融緩和期における日本の信用創造、(5) 価格分散とインフレの持続性、(6) 競争、不確実性と非効率な資源配分、(7) 債務減免とリスケジューリング：日本における中小企業の債務免除の決定要因とインパクト、と多岐に渡った。各発表において多くの質問やコメントが寄せられ、各発表者とも持ち時間を使い切るなど大変な盛況であった。各論文の報告内容は以下の通りである。

【議事録】

■ " Effects of Consumption Tax Hike Announcements: Lessons from Japan "

発表者：小池泰貴（日本銀行）

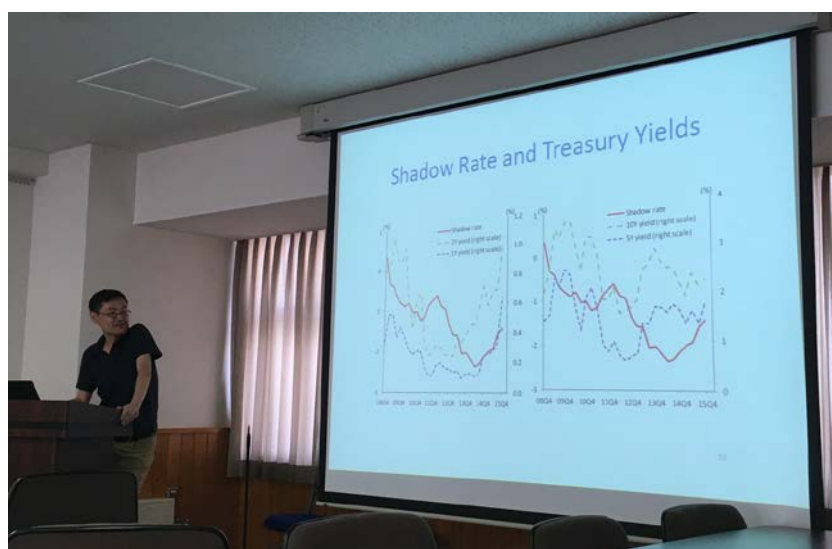


日本における 2014 年 4 月の消費増税は、他国の経験と比べて実質経済活動およびインフレ率に大きな影響を与えた。本研究は、消費増税アナウンスメントが経済活動及びインフレ率に影響を及ぼすメカニズムを明らかにしようとするものである。そのために、日本のデータに統合的なニューケインジアンモデルを推定

し、インパルス応答を分析した。その結果、第一に増税前の駆け込み需要とその後の消費の落ち込みは、リカーディアン家計の買いだめ行動によって主に引き起こされていることが示唆された。また、増税後の消費の落ち込みは、非リカーディアン家計の実質所得効果によって悪化していることが分かった。第二に、増税前後での需要変動の大きさと需要回復の速度は、消費財の耐久性に依存していることが分かった。そして、第三に、実質所得効果は消費を長期的に押し下げ、インフレ率に対する下方圧力となることが分かった。これはサービス部門が比較的 backward looking な価格設定行動をとることに由来する。政策分析としては、2 回目の増税が延期されたことで、経済活動とインフレ率への下方圧力が和らげられた。フロアからは、家計の買いだめ行動を描写する在庫コストの仮定が、結果にどう影響するのかと言った質問が出た。

■ "A Macroeconomic Forecast-implied Shadow Rate and Unconventional Monetary Policy Effects"

発表者：一上響（日本銀行）

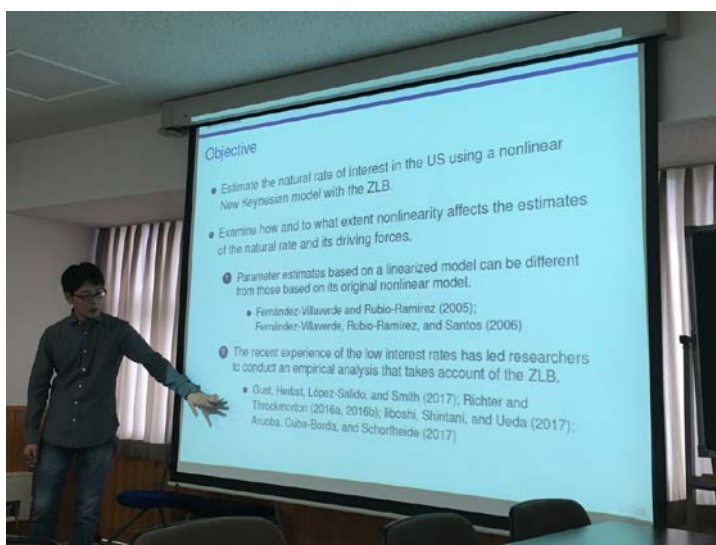


短期金利は VAR を用いた実証研究などで、金融政策の指標として広く用いられている。しかし中央銀行がゼロ金利制約 (ZLB) に面し非伝統的な金融政策を実施するようになったことで、金融政策スタンスを測る指標として適切と言えない状況にな

っている。これは、金融政策がマクロ経済に与える影響を検証する上で、大きな障害となる。そこで、短期金利が正の値をとる時点では短期金利と一致し、短期金利が ZLB にある際には負の値を自由にとるシャドーレートは、ZLB の前後で一貫して金融政策を測ることができる概念として注目されている。本研究は既存のシャドーレートの推測手法に関わる問題を述べた上で、マクロ経済指標のサーベイ予測を用いることを提案した。また、アメリカのデータを用いて実際に推測を行なった。従来の研究では非線形フィルターを用いてシャドーレートを推測するケースが多いが、この手法はイールドカーブのデータに依存している点で問題がある。サーベイ予測に基づく推計値によると、2015 年の利上げの際でも、量的緩和政策の影響でシャドーレートは負の値を取り続けていたと推測される。このことは短期金利が正ならシャドーレートは短期金利と一致するという仮定に一石を投じるものである。

■ "The Natural Rate of Interest in a Nonlinear DSGE Model"

発表者：廣瀬康生（慶應義塾大学）



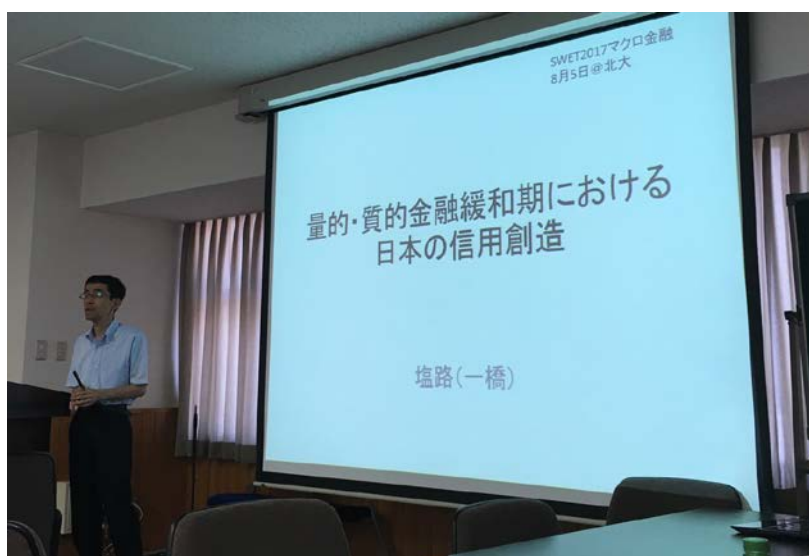
本研究は、粘着的な価格と賃金を仮定した DSGE モデルにおける自然利子率の推測に対して、名目利子率の非負制約を含む非線形性がいかに影響するかという問いに答えるものである。DSGE モデルに基づいて自然利子率を推計する先行研究は、ZLB を仮定しない線形なモデルに限られており、非線形モデルを使った推計であるという点に本研究の新規性がある。

本研究では、非線形モデルで推計される自然利子率は線形モデルで推測される自然利子率とは大きく異なることが分かった。この原因としては、ZLB が経済を収縮させる効果を持っていることが考えられる。また、価格や賃金の分散といった線形モデルが捨象する他の非線形性は、自然利子率の推計に対して大きな影響を与えないことも示唆された。自然利子率の推計にあたっては、はじめに名目利子率が非負制約を受ける前の期間のアメリカのデータを使用して線形モデルでパラメータを推定した。そして、そのパラメータを用いて ZLB を考慮した非線形的なモデルを解き、自然利子率を推計している。

■ 「量的・質的金融緩和期における日本の信用創造」

発表者：塩路悦朗（一橋大学）

この研究は、量的・質的金融緩和期の準備預金増大に対して民間銀行がいかに反応したかという問いに答えるものである。マクロ経済統計を見ると、量的・質的金融緩和政策下でマネタリーベースは急激に拡大したが、マネーストックの増加はもたらされなかった。本研究ではこの事象について、銀行



レベルのマイクロデータを用いて分析し、特に地方銀行の資産構成が準備預金増大に際してどう変化したのかに焦点を当てた。固定効果モデルを用いた推定結果からは、準備預金が増えた銀行が貸し出しを増やす傾向は見られたが、はっきりとそうした傾向が現れたのはマイナス金利導入前の一部の銀行とマイナス金利導入後に限られていた。準備預金増大は有価証券の中でもとりわけ国債・地方債保有を増加させるが、外債・投信及び不動産貸出に対しては有意な結果は認められなかった。

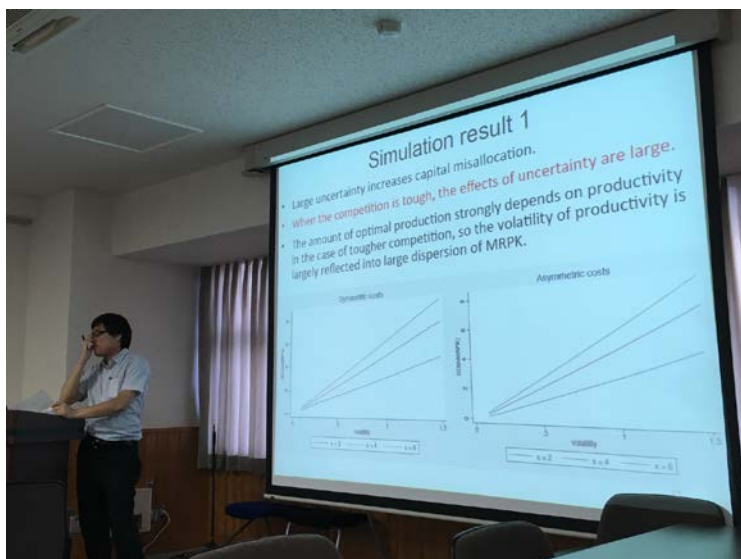
■ "Price Dispersion and Inflation Persistence"

発表者：黒住卓司（日本銀行）

金融政策ショックに対してインフレが持続的に反応するという現象は、インフレが本来的に慣性を持つという仮定がなければ、従来の金融政策の伝達メカニズムで説明することは難しい。しかし、この仮定は経済学者の間で合意があるものとは言えなかった。本研究はこの問題に対処するため、トレンドインフレ、平滑化された屈折需要曲線、生産の固定費用とカルボモデルを採用した。このモデルでは、一般化ニューケインジアンフィリップス曲線におけるインフレは、相対価格の歪み（RPD、価格の不均一による生産性の低下を反映）に依存する。RPDが遅れて反応することがインフレが持続することの理由とされているのである。しかし、本研究では、RPDの慣性はインフレの持続にはわずかな影響しか与えていないことを発見した。これに対して、平滑化された屈折需要曲線によって導入された価格の不均一性は、トレンドインフレ下でインフレの持続性を説明する重要な要因となる。また、このモデルをカリブレーションすると拡張的な政策ショックに対して生産と労働生産性が上昇し、構造VARなどで観察される特徴と整合的である。

■ "Competition, Uncertainty, and Misallocation"

発表者：山ノ内健太（慶應義塾大学）



企業経営において、不確実性は投資を遅らせ、静学的な観点から、資本の非効率的な配分をもたらす。理論的には、不確実性が静学的な資源の非効率的な配分をもたらす度合いは、製品市場の競争の激しさに依存する。本研究では、日本における製造業の事業所単位の大規模なパネルデータを用いて、この理論

を実証した。その結果、不確実性は静学的な非効率性を発生させるが、その影響はより激しい競争下で大きくなることを発見した。そのうえで、競争が不確実性に起因する非効率性を悪化させるのは、2つの経路によるものであることを明らかにした。ひとつは資本の限界収入の変化に対して投資の反応が非弾力的であること、もうひとつは資本の最適な水準が変化することである。政策への示唆として、資源配分の効率性を上げるために不確実性を減少させることは、競争政策を補完するものだと述べた。また今後の課題として、こうした資源配分の非効率性は持続的なものであるかどうかを検証することを挙げた。

■ "Forgiveness versus Financing: The Determinants and Impact of SME Debt Forbearance in Japan"

発表者：小野有人（中央大学）

本研究では、中小企業金融円滑化法によって実施された中小企業の債務返済猶予のインパクトを検証することを試みた。Financing（債務返済の延期）と Debt forgiveness（元本及び利息の軽減）とを区別し、Krugman (1988) “Financing vs. Forgiving a Debt



Overhang”における理論予測を、日本の企業の調査データをもとに実証した。結果として、第一に銀行は、より信用があり利益をあげる体質の企業に対して Debt forgiveness を選択することが分かった。第二に、債務返済猶予を受けた企業のうち Debt forgiveness を受けた企業は、新しいローンをより組みやすく、その後の業績も Financing を受けた企業より良いものであることが分かった。これらは、Krugman (1988) における過剰債務の理論を裏付けるものである。そして、債務返済猶予を受けなかった企業に比して、Financing を受けた企業はその後の業績が悪く、レバレッジも高い傾向が強かった。特に、公的信用保証による債務の返済猶予を受けた企業はその後の業績が悪い傾向があった。この結果は、中小企業金融円滑化法の公的信用保証プログラムがモラルハザードを引き起こし、意図したものと逆の効果を生んでいることを示唆している。