

【会議概要】

日時：2018年11月17、18日

場所：一橋大学国立キャンパス マーキュリータワー7階会議室

タイトル：第20回マクコンファレンス

発表論文：<http://risk.ier.hit-u.ac.jp/Japanese/seminar/2018/10/2020181117-18.html>

第20回マクコンファレンスが2018年11月17、18日の2日間にわたり、一橋大学国立キャンパスで開催された。多くの投稿論文から、プログラムコミTEEにより選ばれた9本の論文が報告された。研究テーマはそれぞれ、(1) 金融政策と異質な製造工場、(2) メニューコストと情報硬直性：日本の消費増税の証拠、(3) 大不況期とその後の名目賃金の下方硬直性とインフレダイナミクス、(4) 日本の現金利用トレンド：集計データと家計サーベイデータを用いた証拠、(5) グローバルゲーム一般均衡モデルにおける銀行取付、健全性確保の手段、社会厚生、(6) 国際的な結びつきと国際的な景気循環の変容、(7) 解雇リスク、景気循環の厚生コスト、金融政策、(8) タームプレミアムは重要か？為替レート変動を通じた経路、(9) 企業のパフォーマンスとマクロ経済予測の正確性、である。これらの研究発表を通じて、日本のマクロ経済環境に関する活発な議論が展開された。各論文の報告内容は以下の通りである。

【議事録】

第1セッション

座長：加納隆（一橋大学）

■ “Monetary Policy and Heterogeneous Plants”（Francesco Zanetti との共著）

発表者：浜野正樹（早稲田大学）

討論者：坂根みちる（上智大学）

本論文では、製造工場の入れ替わりと金融政策との関係を捉えるためのシンプルなDSGEモデルが提案された。このモデルでは、金融政策が異質な製造工場の再配分に影響を及ぼすことが解析的に示され、利用可能な財のバラエティや集計された生産性にも影響が及ぶことが示された。また、需要の不確実性があると、製造工場が同質なケースの方が安定化の利益が大きくなることも明らか





となった。討論者は、製造工場の入れ替わりと企業の異質性がある状況で、金融政策の効果を解析的に分析した本論文の貢献を高く評価した。今後、さらに分析を現実例と近づけるためには、日本で問題となったゾンビ企業の分析を行うことが有用であると提案した。フロアからは、企業ではなく製造工場に着目する理由を問う質問が出されたほか、需要ショックの定式化とその直観についての質問が挙がった。

若手セッション (1)

座長：敦賀貴之 (大阪大学)

■ “Menu Costs and Information Rigidity: Evidence from the Consumption Tax Hike in Japan”

発表者：庄司俊章 (東京大学)

Feldstein (2002)が、ゼロ金利下の景気刺激策として税制改正を利用するというアイデアを示している。彼の提案は、所得減税と並行して消費増税を行うことで、税の価格転嫁によるインフレを起こすというものである。この提案の有効性を検証するため、本論文では2014年の日本の消費増税を利用し、企業の価格改定行動を検証した。その結果、2014年は前年に比べて価格硬直性が弱まったことが示された。これは、税を転嫁する際に企業が価格表示を変更するコスト、すなわちメニューコストを支払ったことを示唆している。同様の現象は、ヨーロッパ諸国がユーロを導入した際の価格硬直性を分析した Hobijn, Ravenna, and Tambalotti (2006)でも報告されている。フロアからは、消費増税の影響を受けなかった財や店舗のデータを利用して、反応の差異を比較することが重要だという指摘があった。また、価格が動かなかった原因として硬直性とショックの不在の2つが考えられ、両者を識別する必要があるとの指摘が出た。



第2セッション

座長：渡辺努 (東京大学)

■ “Downward Nominal Wage Rigidity and Inflation Dynamics during and after the Great Recession”

発表者：嶺山友秀 (日本銀行)

討論者：西山慎一 (神戸大学)

本論文は、異質な労働者に対して名目賃金の下方硬直性を導入したニューケインジアンモデルを構築し、インフレに関する2つのパズルに答える



ものである。1つは大不況時にデフレが起こらなかったこと、もう1つはその後のデフインフレが予想を超えるものだったことである。本論文では、名目賃金の下方硬直性が産出ギャップと限界費用との間に楔を生じさせ、不況時にフィリップス曲線を平坦化させることを示した。このモデルをカリブレーションすると、インフレに関する2つのパズルが説明できることが示された。

討論者は、名目賃金の下方硬直性とゼロ金利制約という二重の非線形性を導入した本論文を高く評価した。こうした特徴によって、通常モデルで対処できないパズルに答えることが可能になったと述べた。ただし、名目賃金の下方硬直性は日本やEUで顕著な一方、米国ではあまり顕著ではないという留保もつけている。フロアからは、労働者の異質性を効用関数ではなくスキルに求めるべきではないかという議論が出された。

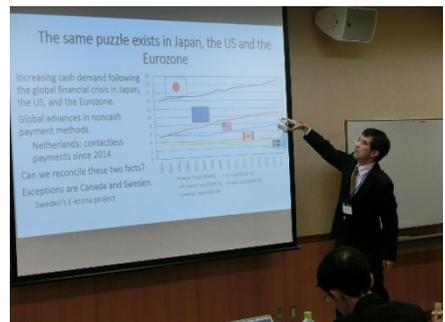


■ “Cash Usage Trends in Japan: Evidence Using Aggregate and Household Survey Data”

発表者：藤木裕（中央大学）

討論者：中島清貴（甲南大学）

本論文では、日本における現金利用トレンドと非現金決済手段（クレジットカードや電子マネー、小切手など）への代替を検証した。集計データと個別家計サーベイデータの両方を用いている。分析によれば、現金の退蔵（いわばタンス預金）が日本の現金流通の42%を説明する可能性がある。また、日常での支払いや定期的な支払いで現金に代わり、クレジットカードが使われることによる現金需要の減少はさほど大きくない。実際に、こうした支払い手段の変化が現金需要の減少に与えた影響は、現金流通量比でみて最大0.46%と0.51%に過ぎない。



討論者は、時系列データとサーベイデータを両方とも用いて現金需要を分析した本論文の貢献を評価した。現金需要が変動する要因として、長期的には人口変動が影響を及ぼす可能性があるほか、保険が利用可能でないために安全資産として選択される可能性を指摘した。フロアからは、本論文で推計された現金の退蔵は、必ずしもタンス預金とは一致しないのではないかという質問が出された。

第3セッション

座長：塩路悦朗（一橋大学）

■ “Bank Runs, Prudential Tools and Social Welfare in a Global Game General Equilibrium Model”

発表者：池田大輔（日本銀行）

討論者：佐藤佑己（慶應義塾大学）



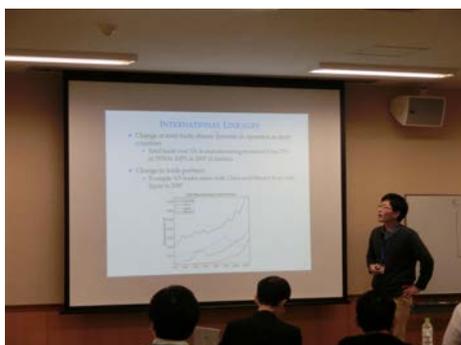
本論文では、グローバルゲームの枠組みで内生的な銀行取付が発生する一般均衡モデルを構築した。銀行取付の確率は、銀行のレバレッジが大きくなるほど上昇する一方、流動性保有が大きくなるほど低下する。銀行のリスク資産へのシフトと金銭的外部性が、レバレッジの超過と流動性の不足を引き起こし、システムリスクにつながる。こうした非効率性に対処するには、レバレッジと流動性の両方に対する健全性確保のための政

策手段が必要となる。なぜなら、一方のみに対する規制はリスクの移転を引き起こすだけだからである。討論者は、本論文が銀行行動の特性をクリアに描写したことを高く評価した。特に、レバレッジを取りすぎる側面と、流動性保有が少なくなりすぎる側面を描写し、両方とも規制する必要があるという結論は興味深いと述べた。その一方、銀行の競争環境によってとるべき規制政策が変わる可能性も指摘し、今後検討することを提案した。

■ “International Linkages and the Changing Nature of International Business Cycles”
(Thuy Lan Nguyen との共著)

発表者：宮本亘（香港大学）

討論者：Konstantin Kucheryavyy（東京大学）



本研究では、投入産出の結びつきが国際的に変化することで、景気循環の性質がどのような影響を受けるかを考察している。2部門・24か国をカバーする国際的な景気循環モデルを構築して、各国内・各国間の構造と整合性のあるモデルを提案した。このモデルに基づいた分析の結果、過去数十年にわたる産出量のボラティリティの低下のうち、約20%が国際または国内における投入産出の結びつきの変化によって説明されることが分かつ

た。これを分解すると、約 10%は国際的な投入産出の結びつきの変化に起因していることも示された。

討論者は、こうしたモデルに基づく実証分析を非常に意欲的だと評価した。ただし、結果としてモデルはかなり複雑になっており、国際貿易論の標準的なモデルと比較するとやや分かりにくいという課題も指摘した。フロアからは、最終財と中間財の代替弾力性のパラメータが、結果に与える影響を問う質問が挙がった。



若手セッション (2)

座長：敦賀貴之 (大阪大学)

■ “Layoff risk, the welfare cost of business cycles, and monetary policy” (Ian Dew-Becker, David Berger, Lawrence Schmidt との共著)

発表者：高橋悠太 (一橋大学)

1982年から2007年にかけてのFedの政策金利変更に関する唯一の予測指標は、一時解雇率の水準だった。この事実は、代表的個人モデルにおいてはパズルである。なぜなら、このモデルでは雇用の安定化によって得られる厚生上の利益は小さいからである。しかし、今では異質な経済主体を許容することで、雇用の不安定化が大きな厚生損失につながるということが認知されるようになった。本論文は標準的なニューケインジアンモデルを拡張し、反景気循環的な一時解雇を労働市場に導入して、長期的な賃金低下を描写した。カリブレーションによれば、中央銀行がインフレターゲットではなく、一時解雇率に反応するという政策ルールをとることで、生涯の消費の1%分だけ厚生を改善させることが示された。これは、物価の安定と雇用の安定の両方を掲げるFedの使命に対する理論的正統性を与えるものである。フロアからは、就職の確率過程を人的資本に依存する形で表現できないかという提案が出された。



第4セッション

座長：櫻川昌哉 (慶應義塾大学)

■ “Do Term Premiums Matter? Transmission via Exchange Rate Dynamics” (片桐満との共著)

発表者：高橋耕史 (日本銀行)

討論者：岩壺健太郎 (神戸大学)



理論的にも数量的にも、タームプレミアムがマクロ経済に与える影響は論争の的となってきた。本論文では、タームプレミアムが為替レートの変動を通じてインフレと実体経済に影響を与える可能性を追究する。そのために、資産市場への参加が制限された小国開放経済モデルを構築し、長期金利でしかカバーなし金利平価が成立しないという実証上の事実の焦点を当てた。日本と米国のデータを用いた数量分析によれば、日米の長期金利におけるタームプレミアムの変化が為替レートを通



じ、日本のインフレに大きな影響を及ぼすことが示された。討論者は、本論文がタームプレミアムと為替レートの関係に着目し、その効果を実証した点を高く評価した。ただし、金利平価が短期金利では成り立たない一方、長期金利では成り立つ、という主張は必ずしも学界で確立された見方ではなく、注意する必要があるとした。フロアからは、タームプレミアムに関する政策への示唆や、厚生への影響を問う質問が出された。

■ “Firm Performance and Macro Forecast Accuracy” (Nicholas Bloom, Joel M. David, 古賀麻衣子との共著)

発表者：田中万里（一橋大学）

討論者：鈴木通雄（東北大学）

ケインズのアニマルスピリットに関する有名な引用に始まり、企業の期待と行動を結びつける研究が行われてきた。しかし、企業の期待と結果に関するパネルデータはなく、実証的証拠は限られてきた。本論文では、日本企業の GDP 予測サーベイと企業財務データを、1000 以上の大企業について 25 年にわたって接合した。その結果、4 つの発見があった。第 1 に、企業の GDP 予測はその後の年における雇用、投資、売上の成長率と正の相関がある。第 2 に、過度に楽観的または悲観的な予測誤差は、低い収益性につながる。第 3 に、過度に楽観的なケースは生産性が低下する一方、悲観的なケースはそうではない。これは企業の中間財投入に関する意思決定が不確実性にさらされているというモデルと整合的である。第 4 に、規模が大きく、景気循環に左右される企業ほど、正確な予測をする傾向がある。討論者は、ユニークなデータを用いて企業の期待と行動の関係を描写した論文だと高く評価した。また、サーベイで行われている産業レベルの予測も、重要な情報を持っている可能性がある」と指摘した。フロアからは、企業が GDP 予測を行うインセンティブにはどのような可能性があるかという質問が挙がった。



ケインズのアニマルスピリットに関する有名な引用に始まり、企業の期待と行動を結びつける研究が行われてきた。しかし、企業の期待と結果に関するパネルデータはなく、実証的証拠は限られてきた。本論文では、日本企業の GDP 予測サーベイと企業財務データを、1000 以上の大企業について 25 年にわたって接合した。その結果、4 つの発見があった。第 1 に、企業の GDP 予測はその後の年における雇用、投資、売上の成長率と正の相関がある。第 2 に、過度に楽観的または悲観的な予測誤差は、低い収益性につながる。第 3 に、過度に楽観的なケースは生産性が低下する一方、悲観的なケースはそうではない。これは企業の中間財投入に関する意思決定が不確実性にさらされているというモデルと整合的である。第 4 に、規模が大きく、景気循環に左右される企業ほど、正確な予測をする傾向がある。討論者は、ユニークなデータを用いて企業の期待と行動の関係を描写した論文だと高く評価した。また、サーベイで行われている産業レベルの予測も、重要な情報を持っている可能性がある」と指摘した。フロアからは、企業が GDP 予測を行うインセンティブにはどのような可能性があるかという質問が挙がった。



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

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