

【会議概要】

日時：2021年12月11、12日
場所：オンライン（東京大学主催）
タイトル：第23回マクロコンファレンス

第23回マクロコンファレンスが2021年12月11、12日の2日間にわたり、オンライン開催され、多くの投稿論文から厳選された6本の論文が報告された。研究テーマはそれぞれ、(1)為替レートの変動が相対価格変動を通じて経済厚生に及ぼす影響、(2)金融政策の変化が年齢間でどのように異なった反応を示すのかの理論的検証、(3)国際資本移動と人口動態の関係における海外直接投資の役割、(4)生産要素賦存量と内生的な生産自動化が貿易パターンに及ぼす影響、(5)金融危機が企業の技術革新に及ぼす影響、(6)財政政策のアナウンスメントが持つシグナリング効果の分析である。各報告の概要は以下の通りである。

【議事録】

第1セッション
座長：塩路 悦朗（一橋大学）

■ “Welfare Costs of Exchange Rate Fluctuations: Evidence from the 1972 Okinawa Reversion”（加納和子との共著）

発表者：加納 隆（一橋大学）
討論者：宮本 亘（香港大学）

本研究は、戦後沖縄の小売価格調査のデータを用いて、為替レートの変動（通貨体制の変更）が物価に与える影響を分析している。戦後沖縄の通貨体制は、円ドル固定相場制から、円ドル変動相場制、日本円共通通貨制と変更されていることから、戦後沖縄における三つの通貨体制を自然実験環境として活用し、実証分析を行っている。分析は、為替レートの変更が沖縄と本州の都市の財・サービスの相対価格の不効率な散らばり、すなわち一物一価の法則からの乖離を生み出すかに焦点を当てている。分析の結果、変動相場制下では相対価格の不効率な散らばりが生じているが、固定相場制及び共通通貨制ではほぼ生じていないことが示された。また、理論分析では、メニューコストモデルがカルボモデルよりも高い説明力を持つことから、一物一価からの乖離による Currency misalignment の厚生上の損失は必ずしも大きくない可能性があることを示している。

討論では、追加的な特定化として通貨体制変更の影響を動的に分析することや被説明変数の取り扱いに関する指摘があった。フロアからは、制度変更に関するアナウンスの影響、関税制度の影響、さらには、賃金の調整の影響の有無が議論され、今後の研究の発展につながるコメントもみられた。

■ “Monetary Policy over the Lifecycle” (R. Anton Braun との共著)

発表者：池田 大輔 (日本銀行)

討論者：青木 浩介 (東京大学)

本研究は、金融政策の変化に対して家計が世代間でどのように違った反応を示すかについて理論的に分析している。データでは年齢に応じて保有資産に違いがあることが示されており、その違いが金融政策に対する反応の違いを生み出す可能性がある。そこで本研究では、年齢による保有資産の違いを考慮した Overlapping generations New Keynesian モデルを提案し、金融政策に対する反応を分析している。主たる発見としては、若年世代は金融引き締めに対して消費を減らすのに対し、老年世代は、金融引き締めに対して消費を増やすなど、年齢によって、金融政策に対する反応が異なることが示された。このような反応の異質性は、非流動性資産の保有量の年齢間での違いなどに起因している。

討論では、モデルでの消費プロファイルの理論予測や政府の所得移転の重要性の検証の必要性が議論された。フロアからは、金融引き締めが不平等性を高めるという結果は政策決定者の想定と異なるのではないかといった点やその解釈について議論された。

第2セッション

座長：櫻川 昌哉 (慶応大学)

■ “International Capital Flows and Demographics: the Role of Foreign Direct Investment”

(平形尚久との共著)

発表者：片桐 満 (法政大学)

討論者：石瀬 寛和 (大阪大学)

本研究は人口動態が変化していく経済での資本移動の長期的な傾向を説明する上で、海外直接投資 (FDI) の役割を定量的に分析している。資本移動における FDI の役割を明らかにするために、企業の輸出と水平的 FDI の内生的な選択が 2 国 DSGE モデルに組み込まれている。定量分析で用いているデータは日本の 1950 年代からの長期データである。本研究は FDI が可能である状況と可能でない状況を比較することで FDI の役割を明確にしている。FDI が可能である状況であれば日本の生産年齢人口の減少で企業が輸出から水平的 FDI に供給方法を変えるため、貿易収支が減少して所得収支が増加する可能性が報告された。さらに高齢化が進むと家計部門の貯蓄が減り、FDI の増加で企業部門の貯蓄が増える可能性も示された。

討論では経常収支のうち本報告で注目する項目 (貿易・所得収支) や人口成長率の変化による貯蓄・賃金への影響、さらには高齢化による国内賃金の増加が輸出・

FDI 選択に及ぼす影響について論じられた。その上で高齢化が生産年齢人口比率を低下させて賃金を上昇させる効果や企業貯蓄と家計貯蓄を分けることの重要性について指摘があった。フロアでは日本を例にした高齢化でも賃金が上がらない可能性や、政府をモデルに導入した場合の影響について議論が交わされた。

第3セッション

座長：敦賀 貴之（大阪大学）

■ “Factor Endowments, Endogenous Automation, and Trade”

発表者：菊池 信之介（MIT）

討論者：藤原 一平（慶応大学）

本研究は高齢化といった生産要素賦存量の変化が生産自動化を通じて貿易パターンに及ぼす影響を分析している。報告ではまず高齢化が急速に進む国ほど若年労働集約的な部門の輸出シェアが多いことをデータで示し、これが標準的なヘクシャー・オリーンモデルの予測とは異なると論じた。次に人口高齢化による若年労働者減少とその影響を受けて選択される自動化技術によって、データから観察される貿易パターンを説明できる理論モデルが示された。モデルでは、若年労働者の減少それ自体で若年労働集約的な部門の輸出に負の影響が生じる一方、若年労働者減少に起因する自動化技術の選択により輸出に正の影響が生じることが示された。最後に国と産業に関するクロスセクションデータを用いて、高齢化が進む国の若年労働集約的な部門では自動化が進み、またそのような部門の輸出シェアが増加することが報告された。

討論では若年労働者が減少することによる若年労働供給減少の効果とそれに伴う自動化の効果について生産可能性フロンティアを用いた補足的な説明があった後、いくつかのコメントがなされた。コメントでは報告で示された供給側での変化の輸出シェアへの影響だけでなく、需要側での変化の輸出シェアへの影響があるのではないかといった点や、動学モデルへの拡張の可能性が議論された。フロアでは高齢化による自動化技術への移行の効果が若年労働供給減少の効果を実際に上回るかどうかについて議論されたほか、実証分析における推計値の妥当性についての質問なども議論がなされた。

■ “Does a Financial Crisis Impair Corporate Innovation?”（澤田充との共著）

発表者：今井 雅巳（Wesleyan University）

討論者：滝澤 美帆（学習院大学）

本研究は金融危機が企業の技術革新を弱めるかどうかについて、日本の1997-98年の金融危機時のデータを用いて検証している。分析には特許の質と量に関するデータ、バランスシートの脆弱性に関するデータ、金融危機時に倒産した銀行との貸借関係に関するデータを用いている。企業の技術革新を測る特許は量のみならず質も考慮し、登録された特許数に加えて、質を測る被引用数も使用している。本研究

では金融危機によって、金融状況が悪化すると、企業の技術革新にはマイナスの影響があることが示された。具体的には、レバレッジが高い企業は低い企業と比べて金融危機で特許数とその被引用数が減少することや、倒産した銀行と関係の深い小規模の企業は相対的に技術革新の成果が持続的に落ち込むことが報告された。

討論ではレバレッジの係数の標準誤差の計測に関する議論のほか、ITバブルのタイミングとの関連性などの解釈の問題について指摘があった。フロアでは株式発行による資金調達への影響や不況による需要サイドからの影響について議論が行われた。

第4セッション

座長：植杉 威一郎（一橋大学）

■ “The Signaling Effects of Fiscal Announcements” (Leonardo Melosi, Francesco Zanetti との共著)

発表者：森田 裕史（法政大学）

討論者：池田 大輔（日本銀行）

本研究は、財政政策のアナウンスメントが持つシグナリング効果に関する研究である。緊急経済対策などの財政政策のアナウンスメントには、二つの効果がある。一つ目は、総需要を刺激する効果、二つ目は、政府が景気等について悪い見通しをもっているというシグナリング効果である。分析対象は東日本大震災やCOVID-19によるパンデミックなど、今後の経済の先行きが不透明になっている期間の株価の日次データである。実証分析では、マクロ経済全体の不確実性が高いときほど、財政政策のシグナリング効果が強く、株価の上昇を抑制すること、株価の反応は家計や企業の経済見通しとも相関関係があることが示された。論文では、さらに得られた実証結果をサポートする不完全情報の理論モデルを提示している。

討論では、主に財政政策のアナウンスメントによる財政政策ショックの識別について議論が行われた。識別されたショックが必ずしもアナウンス時点の予想との乖離で測られた純粋なショックではないため、ショックの方向が必ずしも明らかではない可能性があることなどが議論された。フロアからもショックの識別に関する質問が多く、アナウンスメントのシグナリング効果を測定する際に日次データを分析に用いることの是非などに関する議論や、政府が持つ経済見通しの情報としての精度に関する議論もなされた。

[2021]

主催：TCER（東京経済研究センター）

大阪大学社会経済研究所、基盤S「経済停滞と格差拡大：世界経済の危機と統一マクロ理論の構築」

慶應義塾大学経済学部

東京大学デジタル・エコノミー・プロジェクト

一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構

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>