

【会議概要】

日時：2022年8月7日

場所：ホテルノルド

タイトル：SWET2022 第1日「マクロ経済学・金融セッション」

発表論文・スライド：

<https://sites.google.com/view/swetotaruhokudai/swet2022/%E3%83%9E%E3%82%AF%E3%83%AD%E7%B5%8C%E6%B8%88%E5%AD%A6?authuser=0>

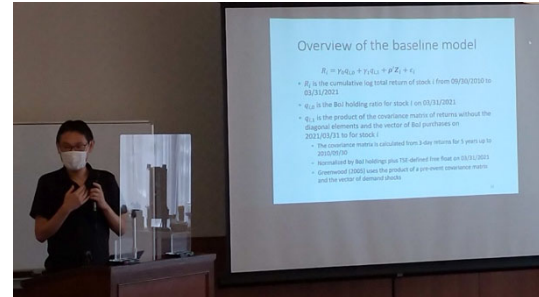
SWET2022のマクロ経済学・金融セッションが8月7日、小樽のホテルノルドで開催された。合計8本の発表がなされた。各発表者のテーマは、(1)日本銀行のETF保有が株価に与える影響の定量的な分析、(2)金融引き締めが労働参加率に与える影響の理論的・実証的説明、(3)情報のノイズとインフレ予想の異質性を導入したインフレ率のトレンド成分の導出、(4)中小企業の借入と金融政策ショックの関連性、(5)中央銀行による公的な情報開示方針の理論的な考察、(6)質問主意書の提出と官僚の労働時間に関する人流データを用いた分析、(7)経済活動と新型コロナウイルス感染症の感染拡大防止策のトレードオフ関係の比較、(8)企業の倒産の前兆と実際の倒産までの期間による生産性への影響、と金融政策に着目した研究が比較的多く見られた。各発表において発表中に多数の質問・コメントがなされ、活発な議論が展開された。各発表の報告内容は以下の通りである。

## 【議事録】

## "Stock and Distributional Effects of Bank of Japan Equity Purchases"

発表者：一上響（慶應義塾大学）

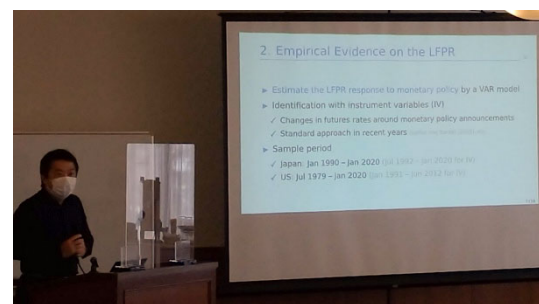
日本銀行は金融政策の一環としてETFの購入を行っており、その影響は盛んに研究されてきた。本発表では日本銀行がETFを保有し続けることの長期的な影響を分析するために、個別銘柄の収益率を日銀による株の保有率の指標でクロスセクション方向に回帰した。推計の結果、標準的なシナリオでは日銀のETF保有率が日経平均株価・個別銘柄の株価双方に対し正の影響をもたらすことが判明した。さらに、この効果は日経平均株価に基づくETFの購入が停止された9か月後も持続するという結果が得られた。なお、個別銘柄に対しては少数の銘柄に対し大きな影響が見られた。この効果の持続性は、日銀が長期にわたって株式を保有することで株価の収束が遅くなり裁定取引が活発に行われなくなるメカニズムが背後にあると考えられる。フロアからはモデルの構造や変数の内生性に関して質問がなされた。



## "Monetary Policy, Labor Force Participation, and Wage Rigidity"(with Hiroyuki Kubota)

発表者：武藤一郎（日本銀行）、新谷元嗣（東京大学）

本発表では日本における金融政策への労働参加率の反応を理論的・実証的に分析した。VARモデルを用いて金融引き締めに対する労働参加率の反応を日本とアメリカで分析すると、日本では継続的に労働参加率が低下した一方、アメリカでは一時的に労働参加率が上昇するという結果が得られた。この比較を踏まえ、労働参加と賃金の硬直性を導入した理論モデルを構築した。モデルから金融引き締めによる労働参加率への影響は労働需要の低下に伴う賃金の低下による負の影響と、所得の低下に伴う正の影響の二つに分解できることが示された。特に賃金が硬直的な場合は正の影響が増幅されることが分かった。アメリカと日本における賃金の硬直性の差を考慮

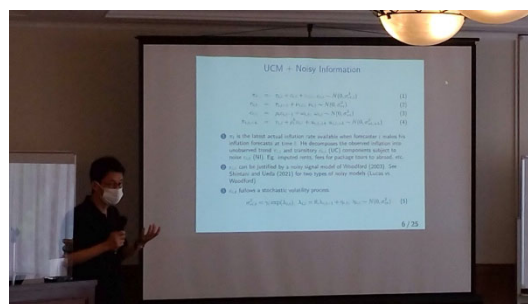


した上で金融引き締めに対するインパルス反応をベイズ推定すると、VARモデルの結果および理論モデルの帰結と整合的な結果が得られた。フロアからはVARモデルの変数選択と期間の選択、および雇用の男女差や終身雇用制などの労働慣行の影響に関する質問が出された。

## "Individual Trend Inflation" (with Frank Packer and Shunichi Yoneyama)

発表者：関根敏隆（一橋大学）

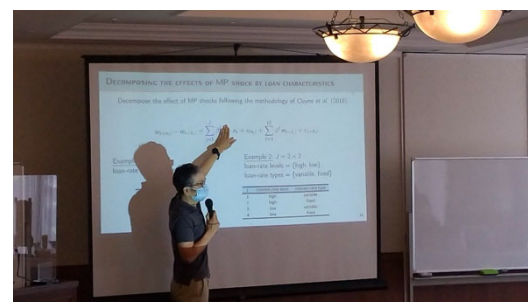
本発表はインフレ率のトレンド成分の識別モデルに情報のノイズ項と分析者ごとのインフレ予想の異質性を加えたモデルを提案した。このモデルを用いてインフレ予想のサーベイ調査から算出した予想インフレ率と実際のインフレ率を比較すると、ノイズ項・分析者ごとのインフレ予想の異質性を導入したモデルの方が導入前のモデルよりも予測精度が高いことが分かった。個々の分析者の傾向を整理すると、新たな情報に対し弾力的にインフレ率のトレンド成分の予想を変更し、インフレ率の過程にノイズ項が与える影響を過小評価する傾向にあるグループが存在することが判明した。この結果はインフレターゲットの導入が予想インフレ率の分散を抑制するという既存の研究結果と整合的でないものとなった。フロアからはサーベイのバイアスやトレンド成分の経過の解釈に関する質問がなされた。



## "Monetary Policy and the Performance of SME Loans: Analysis of Loan-Level Data from the Business Development Bank of Canada" (with Rodrigo Sekkel and Yasuo Terajima)

発表者：高村多聞（Bank of Canada）

金融政策が中小企業の流動性に与える影響を分析すべく、本発表では Business Development Bank of Canada のデータを用いて金融政策ショック直後の借入のインパルス反応を分析した。手法としてはまず

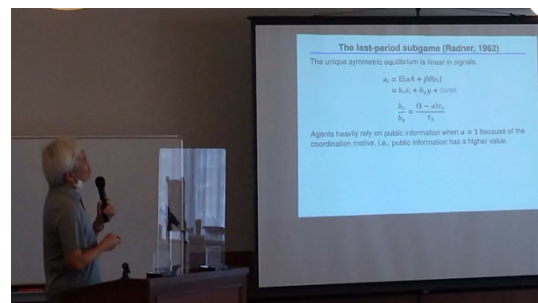


VAR モデルを用いて金融政策ショックを識別し、その後月単位での過去の借入状況を説明変数に組み込んだパネル回帰モデルを用いて将来の不良債権化に対する金融政策ショックの影響を分析した。さらに、借入の金利の種類や担保による借入制約を導入し金融政策ショックの波及経路を詳細に分解した。その結果、金融政策ショックの影響は変動金利制の借入を通じてすぐに波及することが明らかになった。また、担保は中小企業の借入状況の改善に事後的に寄与することも判明した。これらの結果は個々の中小企業の借入情報が金融政策の中小企業に対する影響や担保の有無が借入に与える影響を分析する上で有用であることを示唆している。フロアからは不良債権化した後の分析や変動金利制の影響の識別についてコメントがなされた。

## "Optimal and Robust Disclosure of Public Information"

発表者：宇井貴志（一橋大学）

中央銀行は金融政策の一環として家計や企業などの経済主体に公的な情報を提供する一方、経済主体は追加的な費用を負担し私的な情報も取得して行動すると考えられる。公的な情報は私的な情報の精度を低下させる一方、情報取得にかかる総費用も抑制する。このトレードオフを踏まえて、本発表は期待される社会厚生を最大化する最適な情報開示の方針と、最も低い社会厚生を最大化する頑健な情報開示の方針を不完備情報ゲームの理論モデルを用いて導出し、比較した。このモデルにおける社会厚生は経済主体別の戦略の分散、全ての経済主体に共通する戦略の分散、私的情報の取得費用の線形結合として定式化される。分析の帰結として、情報取得費用が凸関数として明らかな場合、公的情報が社会厚生に与える限界的な影響は線形な費用関数と外生的な私的情報が存在する場合の社会厚生への限界的な影響の加重平均として定式化された。一方、費用が不明な場合においては、共通の戦略の分散が社会厚生に正の影響を与えることと、社会厚生の最低値が公的情報の開示により増加することが同値であることが示された。フロアからはモデルの定式化と現実の問題への応用について質問がなされた。

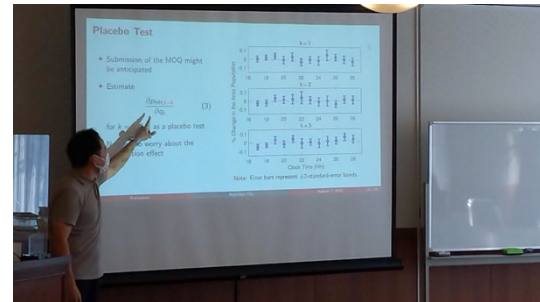




## "Nightless City: Impacts of Policymakers' Questions on Overtime Work of Government Officials" (with Natsuki Arai, Masashige Hamano, Yuki Murakami and Katsunori Yamada)

発表者：片山宗親（早稲田大学）

本発表では、人流データを用いて質問主意書の提出が官僚の残業に与える影響を定量的に分析した。質問主意書とは国会期間中に国会議員から内閣へ提出される質問書の一つであり、原則として内閣は1週間以内に返答を用意しなければならない。返答は

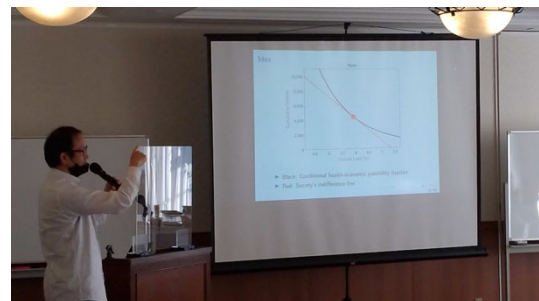


閣議決定を必要とするため、官僚の作業時間は限られており、その結果残業が発生しやすくなる。この背景を踏まえて霞ヶ関の時間別の人流データを用いることで、質問主意書の提出直後に官僚がどの程度残業していたかを測定した結果、残業が有意に増加することが明らかとなった。加えて質問主意書の対応と通常業務の両立が必要となることから、1週間程度持続的に残業が増えることも判明した。フロアからは質問主意書以外に質問通告について同様の分析を行う提案がなされた。

## "Understanding Cross-Country Heterogeneity of Health and Macroeconomic Outcomes under the COVID-19 Pandemic" (with Shotaro Beppu, Daisuke Fujii, Sohta Kawawaki, Hiroyuki Kubota, Yuta Maeda, Kohei Machi, Masataka Mori and Haruki Shibuya)

発表者：仲田泰祐（東京大学）

新型コロナウイルス感染症への対応には経済活動と感染拡大の抑制のトレードオフ関係が存在するが、どちらをどの程度優先するかには国ごと・地域ごとの差が見られる。本発表では感染症のSIRDモデルを組み込んだマクロ経済モデルを構築し、国



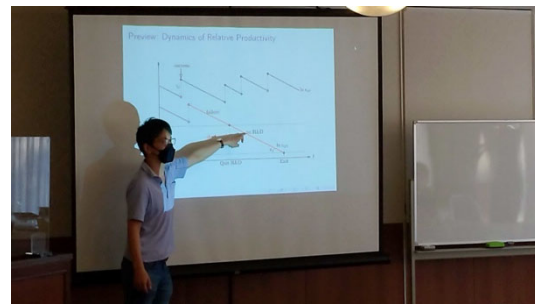
別・日本の地域別のデータをもとに経済活動の程度を考慮した感染率を算出した。各国・地域の政府は様々な制約のもとで経済活動と死者数の程度を最適化しているとの仮定のもとで、国別・地域別の経済損失の程度と新型コロナウイルス感染症に

よる累積死者数のトレードオフ関係を計算し、この関係性を死者数を抑制するために許容できる経済損失の程度と解釈した。これらの定量的な分析の結果、死者数一人当たりに対し許容できる損失の額には大きな差があることが分かった。なお、この発表のフレームワークは許容される経済損失の程度の変化が総生産や死者数に与える影響の反実仮想分析を可能にしている。フロアからは許容される損失の解釈や決定要因についての質問がなされた。

## "Misallocation under the Shadow of Death" (with Daisuke Miyakawa and Koki Oikawa)

発表者：上田晃三（早稲田大学）

倒産する企業には、予兆として実際に倒産する前に売り上げと生産性の低下が見られる。本研究ではこの予兆を識別し市場からの退出を効率化することで経済全体の生産性がどの程度改善するかを分析した。労働投入を生産要素とする、研究開発と独占的



競争が存在する中間財市場を組み込んだマクロ経済モデルを構築し、研究開発への投資を行う相対的な生産性の閾値と市場から退出する相対的な生産性の閾値を導出した。研究開発への投資が行われない企業は相対的な生産性が低下し続けいずれ市場から退出するため、この二つの閾値の比は市場退出の予兆から実際の退出までの期間として解釈できる。競争均衡における閾値の比は社会的に最適な水準よりも大きいことが分かった。なお、生産性の低い企業に対する補助金は市場退出までの時間を引き延ばす効果があるものの、シミュレーションによればこの効果は限定的であることが示唆された。フロアからは研究開発投資が他社へスピルオーバー効果を持つことに関する指摘がなされた。

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