

【会議概要】

日時：2023年8月11日

場所：北海道大学

タイトル：SWET2023 第6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/swet2023/%E3%83%9E%E3%82%AF%E3%83%AD%E7%B5%8C%E6%B8%88%E5%AD%A6%E9%87%91%E8%9E%8D?authuser=0>

SWET2023 のマクロ経済学・金融セッションが8月11日、札幌の北海道大学で開催された。合計8本の発表がなされた。各発表者のテーマは、(1)流動性が最適金融政策に与える定量的な分析、(2)財価格の改定頻度と幅が持つ季節性、(3)米国の各州における売上税変更の価格変更への価格転嫁パターン、(4)ラボ実験を用いた価格の硬直性の源泉、(5)インフレ率やインフレ期待率を予測する際における、日次のデータの有用性、(6)産業固有のショックが生産者価格の変化を通じてCPIやGDPなどに与える影響、(7)イールドカーブコントロール(YCC)政策の政策効果、(8)米国における現金給付策と所得階層別にみた限界消費性向と、物価や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】

"Liquidity Trap and Optimal Monetary Policy Revisited (with Kohei Hasui and Tomohiro Sugo)"

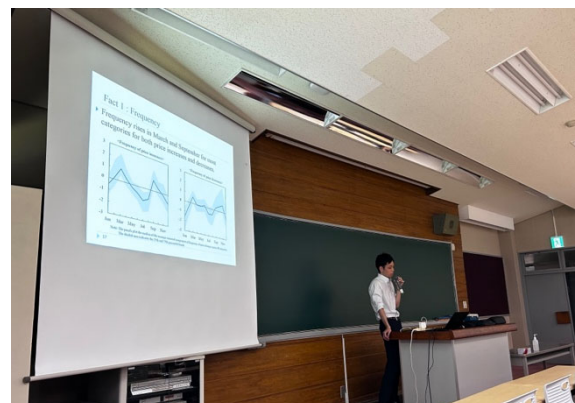
発表者：寺西勇生（慶應義塾大学）

本発表では、流動性の罠の下における理論的な最適金融政策と実際の連邦準備制度（FED）が採用している金融政策の関係について分析した。持続的なインフレーションを考慮したニューケインジアンモデルを用いて、負の自然利子率ショックに対する裁量的な最適金融政策問題を解くと、インフレーションの持続性が高ければ高いほど、インフレーションのインパルス反応がより大きくなり、より早期のゼロ金利政策解除が求められるようになることが分かった。これらの理論的性質を踏まえて、上記の裁量的な最適金融政策が実際の FED の政策をどれほど近似できるかを調べると、コストプッシュショックを追加したモデルにおいては、名目利子率のコブ状（hump-shaped）のパターンを再現できることが分かった。フロアからは、研究で仮定されている政策効果のラグの実体経済との整合性や、モデルの数値計算方法、財政・マネーを捨象している仮定の妥当性に関して質問がなされた。

**"On the Source of Seasonal Cycles of Price Changes: the Role of Seasonality in Menu Costs"(with Ko Munakata, Shigenori Shiratsuka, Nao Sudo, and Tsutomu Watanabe)**

発表者：篠原武史（日本銀行金融研究所）

本発表では、日本における財価格の改定頻度と幅が持つ季節性について日本の Points-Of-Sales (POS) データを用いて分析した。結果として以下の4点分かった。まず、価格改定は、価格上昇下落ともに、1年のうち、3月と9月に集中している。



次に、価格改定がより頻繁な製品ほど価格改定幅が小さい。また、インフレ率は改定幅ではなく改定頻度に相関している。最後に、高インフレ期と低インフレ期を比べても、価格改定頻度と改定幅の季節性の形状は非常に似通っていた。これらの実証的事実を踏まえて、どのようなモデルが正当化できるかを検討したところ、メニューコストに季節性が入ったモデルが実証的な事実をより正当化できることが分かった。フロアからは、当該企業の決算月との関係性やサービス産業との相違点、新旧製品の扱い方について質問がなされた。

"Path Through in U.S. State Sale Tax Changes"

発表者：平賀一希（名古屋市立大学）

本発表では、米国の各州における売上税変更の価格変更への価格転嫁パターン（パススルー）を、州レベルのCPIデータを用いて、財とサービスに分けて推定した。まず、改定前後の価格を用いて計算した価格転嫁率は、財とサービスいずれのグループでも1に近いことが分かった。次に、価格転嫁のタイミングを税改定前、税改定時、税改定後に分けて分析を行なった。貿易財では税改訂前、税改訂時、税改定後で均等に価格が転嫁されたが、サービスでは全ての価格転嫁が税改定前に行われていることが分かった。フロアからは、使用しているCPIデータの税込有無の実態や、推定で用いられたTwo-Way Fixed Effectsの解釈について質問がなされた。

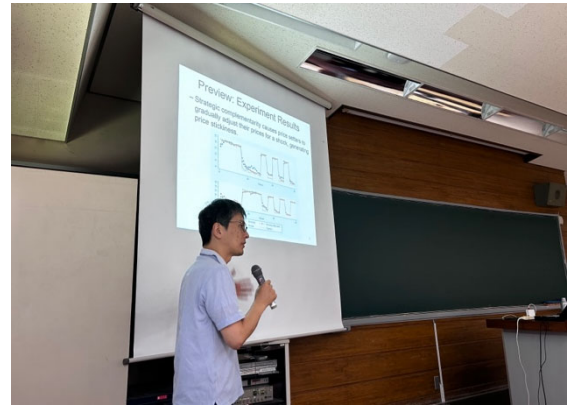


"Belief-Driven Price Stickiness: An Experimental Study (with Yukihiro Funaki, Kohei Kawamura, Nobuyuki Uto)"

発表者：上田晃三（早稲田大学）

本発表では、ラボ実験を行い、価格の硬直性の源泉を分析した。先行研究では実験の設定が複雑であったため、本研究の実験では、設定を単純化し、談合や所得効果を排除するような設定にし、さらには事前に練習問題を解かせるなどの工夫をして

いる。結果として、特に、戦略的補完性がある環境においては、価格の硬直性が生まれ、相手の設定価格に対する信念(belief)が重要な役割を果たしていることが分かった。メニューコストの役割は限定的であり、観察された価格の硬直性は特に下落方向に顕著であった。相手の設定価格に対する自信があればあるほど、最適価格との逸脱が小さいという結果も得られた。フロアからは、依拠するマクロモデルや、実験において被験者に与えられる情報の詳細についての質問がなされた。



"Responses of Households' Expected Inflation to Oil Prices and the Exchange Rate: Evidence from Daily Data"

発表者：塩路悦朗（一橋大学）

本発表では、インフレ率やインフレ期待率を予測する際における、日次のデータの有用性を分析した。特に、原油の先物データ、為替レート、CPI NOW、ガソリン価格（週次）に着目した分析を行なった。まず、各要素が、財・サービスカテゴリごとの実際のインフレ率を予測できるかを分析した。結果として、原油先物データ・ガソ



リン価格がコアインフレ率を、CPI NOW は生鮮食品のインフレ率を、原油先物・ガソリン価格がエネルギーのインフレ率を予測するという結果が得られた。次に、市場関係者のインフレ予想を見ると、原油先物とガソリン価格の予測力が高い。最後に、家計のインフレ期待を見ると、CPI NOW とガソリン価格に対する感応度が高いことが分かった。この結果は、実際の家計が面している価格の変動に応じて、インフレ期待を形成していることが示唆された。フロアからは、推定式の特定化や実際の物価計算の際に使用しているバスケットに関する質問がなされた。

"Propagation of Cost-Push Shocks in Production Networks (with Kohei Hasui)"

発表者：小林照義（神戸大学）

本発表では、産業固有のショックが、生産者価格の変化を通じて、CPI や GDP などと与える影響を分析した。通常の生産ネットワークのモデルを、中間財価格と消費財価格の価格差別を許すように拡張し、ニューケインジアンモデルと組み合わせている。次に、米国の実際の生産ネットワークのデータを用いてカリブレーションを行



い、線形化したモデルにおいて、コストプッシュショックを与えて、インパルス応答関数を計算する。また、産業ごとのフィリップス曲線を求めると、ベースラインと比べて、傾きがより急になることが分かった。最後に、各産業の生産者価格から CPI へのパススルー（価格転嫁率）との関係进行分析すると、中間財市場の価格の硬直性が最も重要な要因であることが分かった。フロアからは、既存先行研究におけるモデルとの差異、使用したデータについて質問がなされた。

"Elusive Easing Effects of Yield Curve Control Policy"

発表者：白塚重典（慶應義塾大学）

本発表では、イールドカーブコントロール (YCC) 政策の政策効果を、JGB と OIS 市場の金利裁定と JGB と OIS のスプレッドがどのように変化するかを比較することで分析している。まず、JGB と OIS スプレッドを比較すると、金融政策決定会合の際に大きく上昇することを示した。次に、同じ満期の JGB と OIS を比較して裁定の有無を



分析すると、特に 10 年債については相関が低下、すなわち裁定の度合いが低下しつつあることが分かった。また、YCC 政策の実効金融緩和度 (Effective Monetary Stimulus, EMS) を Nelson-Siegel モデルを用いて推計すると、JGB の方がより変動が大きかった。最後に、推計した EMS を用いて、株価と為替に与える影響を、

VAR モデルを用いてインパルス応答を計算することで分析すると、OIS の EMS が、時期によっては、為替と株価へ影響をもたらしていることが分かった。フロアからは推計におけるイールドカーブの凹みの扱いや、実際の JGB 保有者の構成に関する質問がなされた。

"米国における現金給付策と所得階層別にみた限界消費性向"

発表者：小林悟（日本銀行金融研究所）

本発表では、米国の COVID-19 下での現金給付に対する限界消費性向を、州レベルの高頻度パネルデータ（ハーバード大学の Opportunity Insight データ）を用いて推定している。消費の変化率を被説明変数に、所得を定例所得と一時所得に分割してそれぞれに対する限界消費性向を算出した。推計結果は先行研究と概ね整合的で、流動性



制約に直面する低所得者の限界消費性向が高く、約 0.3 であった。また、公衆衛生上の措置（ロックダウン）の消費への効果を見ると、2020 年第 1 四半期と第 2 四半期においては消費の下押し効果が見られた。フロアからは、使用データのサンプルの代表性や州ごとの感染状況に応じた消費性向の異質性に関する分析の必要性に関する質問がなされた。

【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>