

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11月11日（土）・12日（日）

場所：東京大学本郷キャンパス

タイトル：第19回マクロコンファレンス

発表論文：

<http://www.price.e.u-tokyo.ac.jp/img/event/2017macro-con/2017macro-e-program.pdf>

第19回マクロコンファレンスが2017年11月11、12日の2日間にわたり、東京大学本郷キャンパスで開催された。多くの投稿論文から、プログラムコミティーにより選ばれた8本の論文が報告された。研究テーマはそれぞれ、(1) 日本の金融政策ショックが不平等に与えた影響、(2) 安全資産創出の副作用、(3) グローバル投資家基盤の変化と新興国市場へのポートフォリオフローの安定性、(4) 金融政策の再配分効果、(5) 摩擦のある労働市場、教育選択と賃金格差、(6) 資産バブルと経済収支不均衡、(7) 地域財政乗数の分解：日本の経験、(8) 政府支出が実質為替レートに与える影響：軍事支出パネルデータの証拠、である。金融、財政や国際経済、教育など報告論文のテーマは多岐に渡った。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：金融政策と不平等

座長：Tsutomu Watanabe (University of Tokyo)

■ “The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality in Japan” (with Masayuki Inui and Tomoaki Yamada)

発表者：Nao Sudo (Bank of Japan)

討論者：Munehika Katayama (Waseda University)

金融政策に対する批判のひとつが、資産価格上昇を通じて富裕層を優遇しているというものである。実証的にも理論的にも、金融政策と不平等の関係はいまだに明らかになっていない。本研究では、1980年から2008年の日本の金融緩和政策を利用して、家計の所得・消費の不平等がどのように反応したかを分析した。その結果、金融緩和政策がかつては所得の不平等を拡大する傾向にあったが、近年はその関係が崩れていること、また所得の不平等が消費の不平等を引き起こす経路はあまり大きくないことが示された。これらの実証結果を説明するために、本研究では2部門・2種類の経済主体がいるDSGEモデルを構築した。このモデルでは、部門間の労働移動の度合いや家計間の資産の分布といった要素が



重要な役割を果たしている。

討論者はまず、金融政策ショックの識別の重要性を指摘した。識別が適切に行われていることが、結果の信頼性に大きく影響するためである。そのうえで、ダミー変数を活用したインパルス応答関数を算出することを提案したほか、smooth local projection という手法を用いることでより効率的な推定が行える可能性を示した。さらに、分析で無職

世帯を除いているが、金融緩和政策が雇用を創出している側面に注意を払う必要があると述べた。フロアからは、家計の負債により焦点を当てる必要があるという意見や、景気循環との関係をチェックすべきという指摘が出された。



第2セッション：マクロ経済学と金融

座長：Masaya Sakuragawa (Keio University)

■ “The Side Effects of Safe Asset Creation” (with Keshav Dogra)

発表者：Sushant Acharya (FRB of New York)

討論者：Tomoyuki Nakajima (University of Tokyo)

現在、安全資産の不足について急速に関心が高まっている。本論文では、低金利下の不完備市場において、安全資産として政府債務を増加させることの便益とコストを検討する理論を提示した。モデルは2期間の世代重複モデルで、資本所得に個別的なリスクがあると仮定されている。本論文の理論分析によれば、安全資産の供給増はある種の保険を提供する一方で、比較的生産性の高い資本への投資をクラウドディング・アウトする副作用がある。価格硬直性がない設定では、副作用のコストが保険の便益を上回ってしまう。しかし、価格硬直性と名目金利のゼロ下限がある設定では、便益が上回る可能性があることが示された。

討論者は、重要かつタイムリーなトピックに関する非常に興味深い分析だと、本論文を高く評価した。本論文の構造を解明するため、討論者は最初に政府債務や租税のない形で資本蓄積の制御問題を定式化した。この問題の解には、資本を増加させたときに経済厚生を改善させる効果がある一方で、利子率に依存して符号が決まる効果も存在する。ここに政府債務と租税を導入する。すると、政府債務





を増加させたときに、符号が逆転する形でこれら 2 つの効果が残っていることが確認できる。このようにして、利子率の値によって政府による安全資産供給と経済厚生との関係が異なりうることを整理した。フロアからは、政府支出を考慮すべきという意見や、リスクプレミアムの解釈に関する質問が挙げられた。

■ “Changes in the Global Investor Base and the Stability of Portfolio Flows to Emerging Markets” (with Luis Brandao-Marques, Gaston Gelos, and Hiroko Oura)

発表者：Hibiki Ichiue (Bank of Japan)

討論者：Toyoichiro Shirota (Hokkaido University)

新興国市場への資本流入の構造は大きく変化しているが、これまでの分析の多くは国際収支データを活用して、集計された資本流入を考察するものだった。本研究は、EPFR Global から得たファンド単位のデータを用いて、様々なタイプの投資信託の動向を調査した。具体的には、資本移動を被説明変数として、ボラティリティ指標 (VIX) やリターン、国別リスク指標を説明変数とする回帰分析を行った。その結果、債券運用型のファンドの方が株式運用型よりも VIX への感応度が高いことが明らかとなった。また、ファンドのタイプを考慮した分析では、小規模なファンドがより感応度が高い一方で、現地通貨建てと国際通貨建てで債券ファンドの感応度に違いがみられないことも示された。



討論者は本研究を、国際的な投資信託の行動に関するファクトファインディングの論文



と位置づけ、ファンドのタイプ別に新興国市場への資本流入と VIX の関係を検証している点が大きな貢献であると述べた。改善のためのコメントとして、現在 2 ステップで行われている推定を 1 ステップで行うことや、通常時と危機時を明確に区別して分析を行うことを提案した。さらに、本研究は各ファンドの VIX に対する反応を観察している点で *intensive margin* を分析したものと言えるが、危機時にはファンドが運用を取りやめてしまう *extensive margin* の影響も無視できないことを指摘した。フロアからは、資本規制政策に関する示唆を問う質問が出たほか、ファンドの運用スタイルによる分類をしたうえで感応度を評価すべきという提案があった。

第3セッション：マクロ経済学と資源配分

座長：Takayuki Tsuruga (Osaka University)

■ “Reallocation Effects of Monetary Policy” (with Koki Oikawa)

発表者：Kozo Ueda (Waseda University)

討論者：Yuichi Furukawa (Chukyo University)

企業間には規模や生産性について大きな異質性があることが指摘されている。本論文は、金融政策が企業間の資源再配分に果たす役割を考察した理論論文である。理論的設定として、異質な企業が存在する内生的成長モデルに、名目硬直性を導入している。各企業は複数の財の生産者となることができ、技術革新による品質向上を通じてそれぞれの財市場を占有しようとする。このような設定の下では、名目成長率が高いと生産性の高い企業の負担が比較的小さく、有利になる。そのため、名目硬直性が導入されていても正の名目成長率が最適となりうることが理論的に示された。これは、通常のニューケインジアンモデルで得られる結論と異なる示唆である。



討論者は、既存研究が企業の異質性と資源配分の問題について実質の側面に焦点を当ててきたのに対して、本論文が名目の側面、特に金融政策との関係を追究した点を評価した。



本論文の貢献は、最適な名目成長率が正になりうるという理論的帰結を得たことにある。この帰結を支える命題は、企業にとっての製品ラインの価値が名目成長率の減少関数である一方、名目成長率上昇が製品ラインの価値を毀損する効果は企業の生産性が高いほど弱くなる、というものである。この命題はメニューコストが生産性と無相関であることに依拠している。討論者は、既存研究ではインフレが技術革新に消極的な企業を保護する役割があると論じられているのに対して、本論文が対照的な効果を導出した理由をさらに考察するよう提案した。フロアからは、品質向上を特許の件数を用いて実証的に測定するという案が出された。

■ “Frictional Labor Markets, Education Choices and Wage Inequality” (with Manuel Macera)

発表者：Hitoshi Tsujiyama (Goethe University Frankfurt)

討論者：Naoki Takayama (Cabinet Office)

米国では、学歴間および学歴内における賃金格差の拡大が起こっている。本研究は、労

働市場のありようと教育選択の相互作用が、どのようにして賃金格差を生むかを検討した。理論パートでは学歴ごとに分割された労働市場を仮定し、内生的な教育選択を組み込んだ労働サーチモデルを構築した。モデルの特徴は、高スキルの労働者ほど学歴が高くなりやすく、また生産性の高い企業ほど高学歴向けに採用枠を割り振るという点である。数量的分析として、モデルに基づいて賃金格差を分解すると、教育による選抜が格差を拡大させるうえで大きな役割を果たしていることが明らかとなった。



討論者は、本研究が内生的な教育選択（リスクのある投資）と労働市場の摩擦による不確実性の2つを合わせて導入した点を高く評価した。特に、教育選択を最適停止問題として定式化し、モデルの煩雑さを回避していることは貢献だと述べた。その一方で、定式化された最適停止問題には懸



念される点もあり、特に卒業をポアソン過程とする仮定はやや強すぎるように見えると指摘した。また、理論を単にデータにフィットさせるのではなく、より厳密に識別することが重要であるとコメントした。そのためには、ターゲットされていないモーメントが合致しているかを確認することや、ある時期をターゲットとした推定を行い、他の時期の予測精度を検証することが考えられる。フロアからは、大卒プレミアムの拡大の背後には、技術革新の影響があるのではないかといった質問が挙がった。

第4セッション：バブル

座長：Noriyuki Yanagawa (University of Tokyo)

■ “Asset Bubbles and Global Imbalances” (with Daisuke Ikeda)

発表者：Toan Phan (FRB of Richmond)

討論者：Takashi Kamihigashi (Kobe University)

最近の米国における資産価格の上昇と急激な低下は、経済学者や政策当局者の関心を集めている。本論文では、経済収支不均衡と資産価格バブル、景気循環という三者の関係を理論的に分析した。設定は2期間の世代重複モデルで、経済主体間で生産性が異なり、金融摩擦がある状況を考える。このモデルを2国開放経済に拡張し、先進国 (North) は利子率が高く、後進国 (South) は利子率が低いと仮定する。このようなケースで金融市場が統合されると、後進国から先進国へ



の資本流入が促進され、先進国でバブルが発生する。また、バブル期には投資や生産が増加して好況になるが、バブルの崩壊は不況を引き起こす。こうした特徴は米国の経験と合致する。

討論者は、2国世代重複モデルにバブルを導入した点を本論文の特徴として挙げた。均衡でバブルが存在するための必要十分条件は、バブルのない均衡における利子率がバブルのある均衡における利子率よりも低いことである。さらに、金融市場の統合は先進国でのバブルをより引き起こしやすくなる。討論者はこうした理論的含意を説明したうえで、実証的な証拠を提示するようコメントした。また、不確実性を導入するなどして、現実的なシミュレーションを行うことを提案した。フロアからは、資本移動がないケースとあるケースで、バブルの発生が経済厚生に与える影響を比較すべきという案が出された。また、一般的に低金利下でバブルが懸念されるが、本論文ではバブル発生国の利子率が比較的高い設定だとの指摘があった。



第5セッション：財政政策

座長：Naohito Abe (Hitotsubashi University)

■ “Decomposing Local Fiscal Multipliers: Evidence from Japan” (with Taisuke Kameda and Ryoichi Namba)

発表者：Takayuki Tsuruga (Osaka University)

討論者：Yasushi Iwamoto (University of Tokyo)

政府支出と経済活動の相互作用についての関心が高まっている。伝統的には国家レベルの財政乗数が計測されてきたが、近年は地域レベルの財政乗数を計測し、他の経済圏へのスピルオーバーを考慮するという試みが行われている。本研究では、関東・近畿など地方レベルの財政乗数を推定し、それを都道府県レベルの財政乗数とスピルオーバーに分解した。また、消費・投資など支出項目別の分解も行った。推定の結果、地方レベルの財政乗数は1.55であり、これは都道府県レベルの乗数0.95とスピルオーバー0.6からなる。また、財政支出が消費や投資に有意な正の効果を与えるクラウディング・インの状況であることがわかった。なお、推定にあたっては内生性の問題に対処するため、国庫支出金を操作変数として用いている。



討論者は、全体としてとても優れた論文だと評価した。推定値の値は妥当であり、消費や投資を増加させるクラウディング・インの効果も従来の結果と整合的であると述べた。



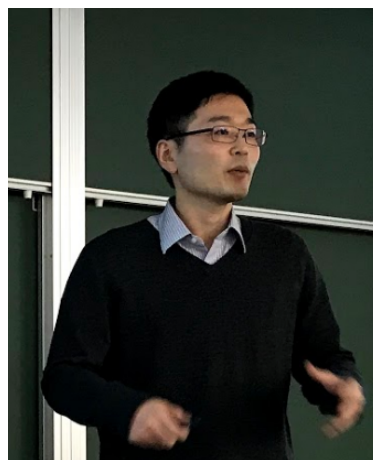
その一方で、地方レベルのスピルオーバーの解釈にはより慎重な議論が求められるとし、また地方レベルの財政乗数の計測についても、他の都道府県の支出を所与として推定を行う方が直観的だと指摘した。また、使われた操作変数は最もよい指標だが、基準化の際には潜在産出量を用いることを提案した。フロアからは、国家の財政支出拡大は将来の課税で相殺される一方で、都道府県の財政支出は必ずしもそうではないという指摘や、都道府県の財政支出のうち教育支出が多くを占めていることを考慮すべきという声があった。

■ “The Effects of Government Spending on Real Exchange Rates: Evidence from Military Spending Panel Data” (with Thuy Lan Nguyen and Viacheslav Sheremirov)

発表者：Wataru Miyamoto (Bank of Canada)

討論者：Takashi Kano (Hitotsubashi University)

政府支出は実質為替レートや経常収支、消費にどのような影響を与えるだろうか。理論的には自国通貨の増価と経常収支の悪化が予測されるが、現実には自国通貨の減価が観察され、経常収支については明瞭な結果が得られていない。本論文では、125 か国のパネルデータを利用し、軍事支出を操作変数として用いて推定を行った。その結果、先進国では実質為替レートが減価するが、途上国では増価するという結論を得た。また、どちらも経常収支は悪化した。これらの特徴は通常の開放経済モデルでは説明することができず、市場の不完備性などを導入することが必要であると考えられる。



討論者は本論文を、政府支出がある条件下での Backus-Smith puzzle (1993, JIE) を確認した研究と位置づけ、好意的に評価した。このパズルは、完備市場では共通財の限界効用が国家間で等しくなるはずだが、実際には国際的なリスク分担に失敗しているという現象を指す。また討論者は、先進国が変動相場制を採用していることが結果に影響していると指摘した。変動相場制下では短期の価格硬直性によって、為替レートが名目・実質とも同じ方向に動く。そのため、先進国で為替レートが減価したという結果を理解するためには、為替の持つ資産価格側面を分析することが必要だと述べた。フロアからは、軍事支出が景気循環

と直交的 (orthogonal) という仮定は、米国ではもっともらしいが他国ではそうではないといった指摘がなされた。

会場の様子

