

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:2014年12月14日・15日

場所:東京大学 小島ホール

タイトル:第15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/15macro/15macro_program.pdf

第15回マクロコンファレンスは2013年12月14日、15日に、東京大学において開催され、内外の多くの研究者、実務家が参加した。例年通り、多くの投稿論文があり、プログラムコミティーにより選ばれた10本の論文が報告された。本年の報告は、リーマンショック後の金融危機と金融機関の役割、所得分配、外国人労働、地価のミクロ分析等、非常に多様な研究テーマがカバーされており、非常に活発な議論が交わされた。各論文の報告内容は下記の通りである。



【議事録】

■“Liquidity, Trends and the Great Recession” (Pablo

A. Guerron-Quintana との共著)

発表者:陣内了(テキサス A&M 大学)

討論者:廣瀬康生(慶応義塾大学)

本論文は、金融市場に起因するショックが長期的に経済成長率を押し下げるメカニズムを理論的に考察したものである。念頭にあるのは、米国の金融危機後に米国経済がトレンドに戻っていないように見えるという事実である。モデルはローマー型の内生成長モデルに清滝 - ムーア型の金融制約を導入している。この論文の貢献としては、アメリカのデータを用いてモデルのカリブレーションを行い、ショックの識別を厳密にしていることである。主要結果は(1)リーマンショック以降の金融ショックが経済成長率を強く押し下げていること、および(2)その後



の経済回復においても、金融ショックの回復が最大の要因であるの二点である。討論者の廣瀬は、ショックの識別が非常に良好にできていることを高く評価した。その一方、識別された流動性ショックがどの程度「構造的」なショックであるかということに関しては更なる研究が必要であろうと指摘した。

■“What Caused Japan’s Great Stagnation in the 1990s?”（開発壮平との共著）

発表者：黒住卓司（日本銀行）

討論者：西山慎一（東北大学）

本論文は、1990年代以降の日本の低成長の原因を動学的確率的一般均衡モデルの枠組みで識別を試みたものである。モデルは、金融市場の摩擦を明示的にモデル化している。推定の結果、金融ショックの存在を仮定したとしても、負の中立的技術ショックが経済成長を押し下げた主要な原因であるということが示されている。さらに、識別された中立的技術ショックが短観の企業の資金繰り判断と相関が高いということを示している。討論者の西山は、1990年代に重要な役割を果たしたと思われる金融仲介機関のモデル化が不十分であるという指摘をした。また、バブル崩壊時に金融ショックがあまり負になっていないように見受けられる点について、疑問を表明した。フロアからは技術ショックと企業資金繰り判断の相関自体の解釈について質疑がなされた。

■“Lending Pro-Cyclicality and Macro-Prudential Policy: Evidence from Japanese LTV Ratios”（内田浩史、Gregory Udell、植杉威一郎との共著）

発表者：小野有人（みずほ総合研究所）

討論者：細野薫（学習院大学）

この論文は Loan-to-Value (LTV) 比が景気循環とどう関連するかを調べたものであり、LTV をマイクロデータから推計している点に新規性がある。登記簿にはその土地の所在地とともに、その土地を誰が所有し、どの金融機関が担保設定をしたか、その担保見合いでいくらの貸出が行われたのかの履歴が残されている。この論文はその情報を利用して、それぞれの土地について、その土地が担保となって行われた貸出の額と、その土地の時価評価額から LTV を計算した。各土地は異なる時点で担保設定されるので LTV の時系列データを得ることができる。計算の結果、LTV は景気に対して逆相関 (counter-cyclical) であることが確認された。また、論文では LTV の水準と収益状況の関係についても調べ、LTV の高い借り手の収益が低下する傾向は見られないことを確認した。指定討論者である細野氏は、counter-cyclical との結果は必ずしも金融機関の行動を反映したものでない可能性があるという指摘をした。例えば、借り手は金融機関の設定する LTV の上限一杯まで借りるわけではないことを考慮すれば counter-cyclicality は説明がつくと指摘した。フロアからは使用データの問題点（長期に渡って担保設定がなされている貸出のみが分析対象となっている etc）について指摘があった。

■“Aging and Real Estate Prices: Evidence from Japanese and US Regional Data”(清水千弘、渡辺努との共著)

発表者：才田友美（一橋大学経済学研究科）

討論者：宇南山卓（財務省）

この論文は少子高齢化が不動産価格に及ぼす効果を日本と米国の地域パネルデータを用いて分析したものである。分析の結果、総人口の変化率は不動産価格の変化率と正の相関にあり、老齢従属比率の変化幅は不動産価格の変化率と負の相関があることがわかった。この結果は、少子高齢化が進むと不動産を需要する層が減少するので不動産価格が下落するという理論モデルの結果と整合的である。才田氏の論文報告に対して、指定討論者の宇南山氏より、公示地価をヘドニック法により品質調整することが適切か否か、要因分解の手法の適切性などについて指摘があった。またフロアからは、各県の間で人口移動があり、その意味で各県の人口は内生的に決まっているが、内生性の処理が不十分との指摘があった。

■“Forbearance and Broken Credit Cycles”

発表者：太田知宏（イングランド銀行）

討論者：上田晃三（早稲田大学）

この論文は銀行部門によるいわゆる追い貸しが一般均衡モデルの中で内生的に発生するメカニズムを明らかにしようとしたものである。その主因は銀行の経営者が貸し倒れによる損失の表面化を避けようとするからである。そのような行動は現在の資産価格を高止まりさせる半面、人々に将来の貸出急減を予期させるため、将来の予想資産価格が低下してしまう。これは担保としての資産の価値を低下させ、企業の投資を抑制することになる。指定討論者である上田氏は論文の問題意識や分析の方向性を高く評価した一方で、モデルで置かれているいくつかの仮定に恣意性が残っているのではないかと懸念を表明した。フロアからの質疑応答においても、銀行部門が競争的と仮定されているのか、独占的な銀行を想定しているのか、わかりにくくなっていることが伺えた。

■“The Uncertainty Multiplier and Business Cycles”

発表者：西條光（カリフォルニア大学サンタクルーズ校）

討論者：片山宗親（京都大学）

不確実性の増大が景気低迷の要因となりうることは近年のいくつかの研究が指摘するところであるが、本論文は議論を一步進めて、企業が選ぶ行動によって企業の直面する不確実性の度合いが内生的に変化する一方で、そ



の不確実性が企業の行動に影響するモデルを構築している。カギとなる仮定は、企業が既存の資本設備に加わる減耗ショックと、新たに据え付ける投資財に加わる生産性ショックをすぐに見分けることができないというものである。その結果、生産性ショックがマクロ経済に与える影響は数十パーセント大きくなることが示されている。筆者はこれを Uncertainty multiplier と呼んでいる。指定討論者の片山氏は論文を高く評価し、さらに資本稼働率の内生性を導入することが有用ではないかと示唆した。フロアからは、既存設備の減耗ショックが一時的であり、新規投資の生産性ショックが持続的であるという（結果を左右する）仮定の根拠が弱いのではないかと指摘がなされた。

■“Buyer-Size Discounts and Inflation Dynamics”（尾島真由美、篠潤之介との共著）

発表者：上田晃三（早稲田大学）

討論者：敦賀貴之（京都大学）

近年の日本では、大手スーパーの成長などにより、小売部門の寡占化が進んでいる。本論文はこのことがマクロ経済の特性にどのような影響を与えるかを議論したものである。ここで展開されているモデルは準屈折需要曲線の理論に基づき、小売業者独占力という要素を動学的一般均衡モデルに持ち込んでいる。それと同時に、個々の小売業者のサイズが大きくなると小売業の効率性が高まって価格を抑えることができるようになるという、筆者らが Buyer size discounts と呼ぶ新たな概念をモデルに取り入れている。その結果、小売業界で寡占化が進むと、Buyer size discounts の傾向がより強まることを通して、かえってマクロ経済ではインフレ率が上がってしまうことが明らかにされた。これは財がより売れるようになることを通じて雇用が増加し、実質賃金が上昇するためである。指定討論者の敦賀氏は論文の新規性を高く評価すると同時に、賃金の粘着性などの（比較的多くの文献で取り入れられている）要素を導入することで結論が大きく変わる可能性があることを指摘した。フロアからは、この種の実物部門が精緻化されたモデルは、インフレのような名目変数を理解すること以外の目的にも使えるのではないかと指摘がなされた。

■“Zipf's Law, Pareto's Law, and the Evolution of Top Incomes in the U.S.”（楡井誠との共著）

発表者：青木周平（一橋大学）

討論者：鈴木通雄（東京大学）

報告者はアメリカの top 1%の所得割合が近年増加している理由として、所得税制の累進性の低下を考えた。そこで、企業家の risky project の選択という要素も加えた世代重複型動学一般均衡モデルを構築し、アメリカの税制が所得分布に影響を与える影響に関するシミュレーション分析の報告がなされた。討論、および議論では、税制と所得分配の関係はアメリカのみならず、多くの国で成立する可能性があり、報告結果を補強するという指摘と同時に、CEO の報酬体系が現実と離れていること、所得 1%に入っている人には野球選手や土地長者が入っている可能性があり、シミュレーションに改善の余地があること等が

指摘された。

■“Pareto-improving Immigration and Its Effect on Capital Accumulation in the Presence of Social Security”

発表者：内藤久裕（筑波大学）

討論者：加藤竜太（国際大学）

アメリカにおける移民受け入れが、既存労働者の厚生を高めるか低めるかは大問題であるが、報告者は注意深く構築された世代重複動学均衡モデルを用い、引退後の年金や移民の生産性等に関して現実的な仮定を置きながら解析的及び数値解析を行い、どのような条件の下で、アメリカの移民受け入れがパレート改善になるかを理論的に示し、現実的なパラメーターの下では多大な厚生の上が見込まれることを示した。議論では、経済に新しく人が加わる時のパレート改善という基準が不明確であること、先行研究が受け入れるべき移民のスクリーニングを重視しているが、本研究ではその視点がないこと等が指摘された。

■“Optimal Income Taxation: Mirrlees Meets Ramsey”(Jonathan Heathcote との共著)

発表者：辻山仁志（ゲーテ大学フランクフルト校）

討論者：山田知明（明治大学）

最適所得税理論では、Mirrlees による古典的な結果が知られているが、そこでは最高限界税率がゼロになる等、現実的には実現不可能な税率表になってしまう。そこで、税率表に、実際にアメリカで採用されているような関数形でなければならないという制約を加え、政府にとって観察可能な要素、民間により完全保険が提供可能な要素なども加えた最適所得税問題を解くと、制約付きの所得税制の下でも、制約のない Mirrlees 型の所得税とほぼ同じ厚生が実現できるという報告がなされた。議論では、カリブレーションの際、政府収入に含まれる所得税以外の要素が無視されることにより、一部の推計にバイアスが含まれる可能性のあること、数値的に得られた分散が実際の分散とどの程度一致するか、動学モデルへの拡張が可能か否かという点について、突っ込んだ議論が展開された。

