【会議概要】
日時：2024 年 8 月 10 日
場所：北海道大学
タイトル：SWET2024 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/swet2024/%E3%83%9E%E3%82%AF%E3%83%AD%E7%B5%8C%E6%B8%88%E5%AD%A6%E9%87%91%E8%9E%8D

SWET2024 のマクロ経済学・金融セッションが 8 月 10 日、札幌の北海道大学で開催された。合計 10 本の発表がなされた。各発表者のテーマは、(1) ギャンブラーは勝ちにどのように反応するか 銀行口座データを用いた検証、(2) 日本企業のゼロインフレ規範について、(3) 不確実性下のデフレ均衡、(4) 新型コロナウイルス感染症とその労働供給への影響：日本における大規模調査分析 (5) 長期金利のマクロ経済状況に対する期待感応度、(6) 金融政策コミュニケーションと社会的アイデンティティ：ランダム化対照試験による検証、(7) 高齢化社会における財政政策の要請、(8) 日本のインフレに対して国民はどのようにツイートするか、(9) 日本における財政インフレ：財源のない財政ショックの役割、(10) 日銀のバランスシート政策の逆転と流動性依存 と、インフレ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】
**“How Do Gamblers React to Wins? Evidence from Bank Transaction Data in Japan” (with Fei Gao)**
**発表者：上田晃三（早稲田大学）**

本研究では、みずほ銀行のデータを用いて、ギャンブラーが勝った時に取る行動を綿密に分析した。具体的には、JRA の競馬を題材に、賭け事での勝ちが、消費(MPC)、及び賭け行動(Marginal Propensity of Gambling, MPG)にどのような影響を与えるのかを分析した。みずほ銀行のデータは、賞金及び掛け金の金額、消費への支出額と取引のタイミングを包含する 17000 人分の月次パネルデータである。この強みを活かして、推定時の内生性問題を克服し、異質性を捉えた。掛け金額をコントロール変数に入れると、MPG は 0.075 と低く、3 ヶ月程度持続する一方で、MPC は 0.35 と高く、持続性がほとんどないことが示された。この結果は先行研究と反対の結果であり、賭け金額をコントロールする重要性が示唆される。また、シミュレーション結果からは、巷に言われる「ロスチェイシング（賭けに負けると損失を取り返そうと一層賭けにのめり込む行動）」は観察されず、むしろ賭け事でなく消費を増やすことが分かった。競馬のような賭け事を題材にした経済学的な研究はまだ少なく、フロアからは、賭け事と投資行動との経済学的な違いに関する質問等、充実した議論となった。

**“On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms” (with Kakuho Furukawa, Yoshihiko Hogen and Nao Sudo)**
**発表者：大高一樹（日本銀行）**

日銀が 2%のインフレターゲットを達成する際に、日本企業のゼロインフレ規範の障壁は大きい。本研究では、ゼロインフレ規範が特に顕著なサービス業に注目し、1990 年から 2023 年の総務省の小売物価統計を用いてゼロインフレ規範の原因を分析した。Nakamura and Steinsson (2008)のメニューコストモデルを拡張した外性的部分均衡モデルを用い、価格改

定に伴うコスト（メニューコスト）が変化したのか、価格弾力性の曲率が変化したのかを検証した。結果、Alvarez et al. (2019) とは対照的に、日本のゼロインフレ規範は主に、価格下落幅の増加ではなく価格改定頻度の減少によって説明されることが分かった。ゼロインフレ規範の約半分はインフレ傾向の低下で説明でき、残りの半分は、価格改定に伴うメニューコストの上昇と弾力性の変化によるものだった。フロアからは、モデルの異質性の源泉が生産性のみであり、メニューコストには異質性がないことについての指摘、日本のコストプッシュインフレを説明する際のモデルの妥当性、内生的な一般均衡モデルを立てることへの可能性など、モデルについての活発な議論がなされた。

**“Deflationary Equilibrium under Uncertainty” (with Philip Coyle, Naoki Maezono and Sebastian Schmidt)**
**発表者：仲田泰祐（東京大学）**

ニューケインジアンモデルに関する研究の多くで、トレンドインフレ率は外生的に２％とされてきたものの、現実経済におけるトレンドインフレ率はこの値と乖離している。本研究では、トレンドインフレ率を内生的に理解することを目指し、金利の下限制約付きニューケインジアンモデルの「デフレ均衡」の理論分析を行った。自然利子率へのショックが３つの状態を取りうるモデルを考え、不確実性を考慮した RSS(Risky Steady State)と不確実性を考慮しない DSS（Deterministic Steady State）を比較した。デフレ均衡においては、自然利子率へのショックが十分大きい時、RSS の方が DSS よりもインフレ率が大きいことを発見した。また、2010 年代の日本経済が、このモデルのデフレ均衡の RSS によって整合的に説明されることを実証した。フロアではリスク修正フィッシャー方程式や政策的示唆についてなど充実した議論となった。

**“COVID-19 Infection and Its Labor Supply Impact: Evidence from a Large-scale Survey in Japan” (with Shunsuke Hori, Taisuke Nakata, Shusaku Sasaki and Reo Takaku)**
**発表者：千葉安佐子（東京財団政策研究所）**

コロナ不況に関する既存研究は数あるものの、その多くはロックダウンの影響を暗黙の前提としており、労働者のコロナ感染自体が経済に与えた影響についての分析は殆ど存在していなかった。本研究では、家計へのサーベイ調査を実施することで、コロナ感染そのものが個人の就労状況及び賃金に与えた影響の分析を可能にし、労働市場全体に与えた影響についても推定を行った。サーベイ調査では、学歴や就労形態、産業などの個人属性の他、症状の有無や隔離期間、就労状況やワクチンの接種回数等が問われた。結果からは、労働者が無症状の場合であっても、コロナに感染すると就労時間と収入に顕著な減少が見られ、重症度合いに関わらず、コロナ感染が労働者に負の影響を与えていたことが示唆された。フロアからは、サーベイの手法や内容の詳細についての質問や、労働力を需要する側である雇用主サイドに起因する影響との識別の可否についてなど、活発な議論がなされた。

**“The Expected Sensitivity of the Long-term Yield to Macroeconomic Conditions”**
**発表者：一上響（慶應義塾大学）**

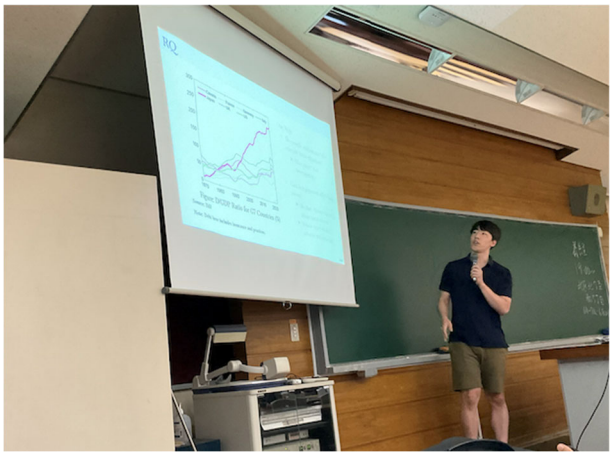

中央銀行が短期金利の実効下限制約に直面する場合、長期金利政策が主たる金融政策の手段となる。Swanson and Williams (2014)では、フォワードガイダンスのためには、長期金利の水準ではなく、マクロ経済状況に対する長期金利の感応度が重要であると示された。本発表は、エコノミストの予測データを用いてインフレと経済余剰に対

する長期金利の期待感応度を推定した。データは個人に紐づいており、インフレ、長期金利、経済成長率それぞれについての月次予測である。期待感応度は時期による変動が大きかったが、これは長期金利の水準だけによるものではなかった。さらに、期待感応度は米国の金融政策ショックに対する円ドル為替レートの反応にも影響を与え、インフレに対する長期金利の期待感応度が大きいときにはこの影響はより小さくなった。フロアからは、エコノミストの予想のデータについて、外資系か否かなどの属性別の分析の提案など、活発な質疑がされた。

**“Monetary Policy Communication and Social Identity: Evidence from a Randomized Control Trial” (with Yoshiyuki Nakazono and Kento Tango)**
**発表者：飯沼卓也（横浜市立大学）**

中央銀行にとって、家計に金融政策をその意図通りに理解してもらうことは非常に重要な一方で困難な課題である。本研究では、ランダム化比較試験（RCT 実験）を行い、中央銀行のコミュニケーションにおいて社会的アイデンティティが果たす役割を研究した。RCT 実験では、中央銀行が発表したインフレ予測の数値を異なる方法で提供した際に、家計がインフレ予想をどの程度修正するかを検証した。対照群では何も情報を提供せず、処置群の一方では女性による標準語での情報提供、他方は女性による大阪弁での情報提供を行った。その結果、自分と同じ属性の人から情報提供を受けた場合の方が情報を受けなかった場合に比べて期待修正した割合が高く、社会的属性が近い人の声が届きやすいという「ホモフィリー効果」が観察された。他、政党支持の度合いが強い方が当局者の声が届きやすいなどの既存研究と同様の結果も得られた。フロアからは、音声での情報提供を選んだ理由やその新規性について活発な議論がなされた。

**“Demand for Fiscal Policy in an Aging Country” (with Takuji Fueki, Munechika Katayama and Taisuke Nakata)**
**発表者：日野将志（東京大学）**



本研究では、日本国民の財政理解についてアンケート調査と実験を行い、最適な財政政策を検討した。日本の現在および将来の財政赤字についてアンケートを取ったところ、85%が過小評価しておいた。また、引退の貯蓄形成を行う世帯の方が正確な財政状況を把握しているだろうとの予想に反し、高齢者の方が実態を正確に把握していた。実験では、2022 年の 10 歳の財政赤字対 GDP 比に加え、10 年後の財政赤字予測について 3 つのシナリオのどれかの情報を与えた上で再度アンケートを取り、認識をどう変更し、どのような財政政策が好ましいと思うかを尋ねた。結果、情報提供によって現状についての信念を変更すると財政改革への理解が増え、その変更の程度が大きいほど顕著だった。多くが財政改革を支持したものの、その方法として増税を支持するものは少なく、財政支出を減少させることを好んだ。一方で、将来予測についての情報はあまり意味をなさなかった。フロアからは、アンケートの詳細などについての質問が多くなされた。

**“How Did People Tweet against Inflation in Japan?” (with Tetsuro Wada)**
**発表者：関根敏隆（一橋大学）**


近年、日本の家計のインフレ許容度のノルムに変化が起きており、デフレ均衡から抜け出したことが既存研究から示唆されている。本研究では、日経記事とツイートそれぞれについて、2008 年からの 2 年分及び 2021 年から約 3 年分を自然言語処理分析することで、インフレ許容度の変化の実態を調査した。日本経済新聞のデータでは辞書ベースアプローチを用い、物価高が肯定的な論調で報じられるようになったことを確認した。ツイートの分析に際しては、値上げ

を好ましいと思う人は少ないため、値上げに対する感情の機微を検出する点に難しさがあった。また、ツイートは脈絡のないデータであるため、関連性を正しく汲み取るのも容易ではない。これらの障壁を克服するため、BERT(Bidirectional Encoder Representations from Transformers)という自然言語処理モデルを使用し、機械学習単独と、学習データを機械学習と組み合わせたハイブリッド手法の２つの手法で分析を行なった。結果からは物価高を以前ほど否定的に捉えなくなったことが示唆された。フロアからは、ツイートにおける年代ごとの言葉遣いの変化への対応など、自然言語処理の手法に関しての質疑が活発になされた。

**“Fiscal Inflation in Japan: The Role of Unfunded Fiscal Shocks”**
**発表者：砂川武貴（一橋大学）**

1990 年代のバブル崩壊以降、日本では低インフレが続き、政府の財政赤字は積み上がっている。本研究では、Bianchi et al.(2023)の一般均衡モデルに基づき、日本のデータを用いて、財政要因がインフレにどの程度寄与しているのかを検証した。このモデルには、財源のある財政ショックと財源のない財政ショックの２種類のショックが存在し、政府と中央銀行は両ショックに対して異なる対応を取るとされる。具体的には、中央銀行は前者の場合はインフレターゲットを適用するが、後者に起因するインフレについては受容するとされる。統計的手法を用いて推定した結果、バブル期を除くと、財源のない財政ショックがインフレ率を押し上げていたものの、主に政策以外の実体経済へのショックにより、実際のインフレ率は低水準にとどまっていた。最近のインフレの加速は、財政政策以外のショックの寄与も大きいことが分かった。よって、Bianchi et al.(2023)が検証したアメリカの場合と異なり、財源のない財政ショックの要因は日本においては小さいと言える。フロアからは、推定について、利子率がゼロとなった 2000 年代以降は全て財源がない財政ショックと仮定するなどの代替案も出され、活発な議論が行われた。

**The Reversal of BoJ's Balance Sheet Policy and Liquidity Dependence”（with Takeshi Osada）**

**発表者：鵜飼博史（科学技術振興機構）**

米国では量的緩和(QE)期間に要求払い預金が増大したが、量的引き締め（QT）期間中、準備金は減額される一方で銀行は要求払い預金を減額しなかったために流動性リスクが増大した。この流動性依存は、2023 年のシリコンバレーバンクの破綻などを招いた原因の一つとされる。日本は預金保険が米国よりも手厚いが、日銀のバランスシートは世界金融以降増大の一途を辿り、今や世界最大規模であり、来たる引き締めに備える必要がある。本研究では、日本の銀行システムにおける準備金と流動性の関係についてマクロデータを用いて推定、銀行レベルのミクロデータを用いた 2 段階推定で検証し、日本の銀行システムの脆弱性を検討した。日銀によって準備金が増額されると、銀行は主に要求払い預金を増やすことで預金を増加させており、負債満期の短縮が観察された。一方、コロナ後を含む QT 期間中は、優位ではないものの定期預金を減少させることで預金が減少したと推測できる結果となり、潜在的な流動性依存のリスクがあるといえた。フロアからは、データの詳細や推定について、多くの質疑がなされた。

【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（A）
長期デフレの原因・帰結・経済厚生 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