



# BOJ Reports & Research Papers

2024年2月

Broad  
Perspective  
Review

多角的レビューシリーズ

## 東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局 第10回共催コンファレンス： 「国際経済環境の変化と日本経済」の様

日本銀行調査統計局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行調査統計局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

2024年2月  
日本銀行調査統計局

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局  
第10回共催コンファレンス：  
「国際経済環境の変化と日本経済」の様相\*

■要 旨■

東京大学金融教育研究センターと日本銀行調査統計局は、2023年11月13日、日本銀行本店にて、「国際経済環境の変化と日本経済」と題するコンファレンスを共同開催した。そこでは、グローバル化がわが国経済に与えた影響等について、活発な議論が展開された。

まず、導入セッションでは、グローバル化がわが国経済・物価に与えてきた影響について特徴点の整理がなされた。次に、第1セッションでは、地政学リスクの高まりの経済・物価等への影響や、グローバル化の国内労働市場への影響について議論された。特別講演では、経済学の知見から気候変動問題を平和的に解決する手法等が論じられた。第2セッションでは、米金利とドル/円名目為替レートの関係や、インフレの国際連動性とわが国の物価動向について議論が行われた。

これらを踏まえた総括討議では、グローバル化に対するわが国企業の対応と、政策対応について、議論が行われた。わが国企業の対応に関しては、①わが国企業がグローバル化の恩恵を必ずしも享受しきれなかった可能性、②わが国貿易部門の競争力低下が交易条件の悪化につながり、家計消費を下押ししてきた可能性や、③中国の低賃金といったデフレ圧力が終焉しつつある可能性などが指摘された。そうしたもと、中小企業の稼ぐ力や、プロダクト・イノベーションが停滞してきた背景などについて議論が行われ、研究開発やスタートアップの重要性などを指摘する意見が聞かれた。政策対応については、金融政策・財政政策・産業政策のポリシーミックス、物価と賃金の好循環を目指した政策対応、新陳代謝の促進策などについて様々な見解が示された。さらに、各種政策と企業の新陳代謝の関係、対内直接投資の誘致政策などについても議論が行われ、競争環境が厳しいもと、スピード感をもって成長分野を育てていくことの重要性などを指摘する意見が聞かれた。

---

\* 本稿で示されたコンファレンス内での報告・発言内容は発言者個人に属しており、必ずしも日本銀行、あるいは調査統計局の見解を示すものではない。本稿に関する照会先：調査統計局経済調査課経済分析グループ (E-mail: post.rsd18@boj.or.jp)

本稿は、2023年11月13日、日本銀行本店にて開催されたコンファレンス「国際経済環境の変化と日本経済」（東京大学金融教育研究センターと日本銀行調査統計局の共催）の様相を要約したものである（プログラムは、別添1を参照）。以下では、開会・閉会の辞、セッションごとの議論、特別講演、および総括討議の概要を紹介する。各参加者の所属等は、コンファレンス開催時点のものであり、文中では敬称を省略している（発言者の所属・氏名は、別添2を参照）。全体の議事進行は、永幡崇（日本銀行）により進められた。

## 1. 開会の辞

日本銀行調査統計局長の大谷聡は、まず、近年のわが国経済を取り巻く国際経済環境の変化として、米中間の貿易取引制限策が増えるもと、グローバル化後退の影響が半導体産業の国内回帰などに表れていることや、企業の気候変動対応がグローバルに進展していることを指摘した。また、現在、政策当局者や識者の多くは、本格的なグローバル化の巻き戻しが始まっているとまでは認識していない一方、グローバル化の後退を巡るリスクは、わが国の経済・物価情勢にとって重要なテーマであるとの見方を示した。

次に、現在、日本銀行では、過去25年間のわが国経済の経験を振り返りつつ、先行きの金融政策への知見を蓄えるための「多角的レビュー」に取り組んでおり、本コンファレンスもその一環であると述べた。この点、グローバル化の進展は、これまで世界経済に様々な恩恵をもたらしてきただけに、現在みられるグローバル化後退の影響がどれだけ持続的か、あるいはこれまでのわが国の物価・賃金調整メカニズムに変化が生じるかなど、未知なことが多いと指摘した。

そのうえで、本コンファレンスの発表論文等は、このような問題意識に様々な角度から光を当てており、また、総括討議でも、多角的レビューの視点を意識しつつ、国際経済環境の変化が日本企業の国際競争力や、日本経済の生産性・物価・賃金等に与え得る影響も含めて議論したいと述べた。最後に、これらを通じて、わが国経済への知見が深まることを期待すると述べ、冒頭挨拶を締めくくった。

## 2. 導入セッション

「国際経済環境の変化と日本経済—論点整理—」：法眼吉彦（日本銀行）<sup>1</sup>

### （1）論文報告

報告者の法眼は、まず、わが国におけるグローバル化のトレンドについて、国

---

<sup>1</sup> 伊藤洋二郎（日本銀行）、金井健司（同）、來住直哉（同）との共同研究。

際金融危機以降、世界的にグローバル化の進展ペースが停滞したもと、わが国は対外直接投資（FDI）を積極的に積み増すことで、他国対比、グローバル化が大きく進展したと指摘した。こうしたもと、わが国の経常収支は、貿易収支で稼ぐ経済から、第一次所得収支で稼ぐ経済へと変容していると述べた。

そのうえで、この四半世紀におけるわが国のグローバル化進展が経済・物価に与えた影響として、以下の5つの特徴点を指摘した。すなわち、経済への影響としては、①わが国貿易部門の生産性は、米欧と比べると、安価な輸入品の活用等による生産プロセスの効率性改善により伸びてきた面が相対的に大きいこと、②海外との競争激化などで、わが国貿易部門の競争力が海外対比で低下したことは、わが国の交易条件の悪化や実質実効為替レートの円安化の一因になったとみられること、③雇用・賃金面では、製造業から非製造業に雇用がシフトしたのと同時に、貿易部門と非貿易部門の賃金格差が拡大したことを指摘した。また、物価への影響としては、④グローバル化の進展は、過去25年間の大半の期間において、日本の消費者物価を継続的に下押しする要因として働いてきたことや、⑤海外との競争激化もあって、価格マークアップが縮小する中で、わが国企業は、賃金マークダウンの拡大により収益を確保してきたことが特徴であると述べた。

先行きについては、グローバル化の後退や、地政学リスクを巡る議論が活発化するもと、わが国の経済・物価に与える影響については、これら5つの特徴点が、どのように変容するか（あるいはしないか）を丁寧に見極めながら、知見を深めていく必要があると指摘した。

## （2）質疑応答

フロアからは、小川英治（東京経済大学）が、わが国の産業別実質実効為替レートをみると、最近では、輸送機械の交易条件悪化と円安化が同時進行しているとコメントした。伊藤元重（東京大学）は、わが国でFDIが大きく躍進したもと、国内投資が低迷したことの含意を尋ねた。渡辺努（東京大学）は、実質実効為替レートのトレンドが1995年頃から変化した背景をどうみるか質問した。植田健二（東京大学）は、金融面でグローバル化が進展したことの効果と副作用は何か、また、わが国で価格マークアップが縮小したことは、独占利得が減少したという点で社会厚生上はプラスではないかと質問した。作間逸雄（専修大学）は、国民経済計算の研究史のうえでは、交易条件の所得への影響（交易条件効果）を取り込むことが活発に議論されてきた経緯があり、国際基準としては93SNAから交易利得・損失という名称が付され、わが国では2000年からGDP統計に計上されるようになったとコメントした<sup>2</sup>。加納隆（一橋大学）は、名目為替レートと

<sup>2</sup> また、様々な計算方法が検討されたもと、SNAで特定の方法が勧告されたわけではないが、わが国の公式統計では「倉林・クルビス法」が用いられていると付言した。

実質為替レートは、短期的にみると、価格硬直性の影響で強い相関関係があると述べた。また、バラッサ・サミュエルソンモデルでは労働移動が自由なもとで貿易部門と非貿易部門の賃金が均等化される一方、現実には、国内の賃金格差が生じたことをどう整合的に考えるか質問した。小林慶一郎（慶応義塾大学）は、為替レートの変化が、グローバル・バリューチェーン（GVC）参加率等に与える影響を尋ねた。河野龍太郎（BNP パリバ証券）は、貿易収支で稼ぐ経済と第一次所得収支で稼ぐ経済で、国内支出への含意がどう異なるか、また、個別企業間でパフォーマンスのバラつきが近年拡大しているか質問した。

報告者の法眼は、伊藤の質問に対しては、国内向けの投資は、長い目でみると、R&D 関連等から維持・更新関連にシフトしており、その結果、投資を起点とした経済の押し上げ効果にも変化が生じてきた可能性があるとして述べた。渡辺の質問に対しては、実質為替レートのトレンド変化が生じたのは、わが国の貿易型企業が、平成バブルの後遺症などから、1990 年代に海外対比で積極的に投資できなかったことや、その後の競争環境の変化が影響した可能性があるとして述べた。植田の質問に対しては、金融面でのグローバル化進展は、金融システムの脆弱性や経済変動のリスクを高め得るとの見方があることを紹介した。また、価格マークアップの縮小が、投資・賃金の抑制を通じて、長期的には家計所得の低迷につながり得るため、社会厚生上、プラスとは言い切れない面があると回答した。加納のコメントに対しては、熟練労働者の賃金プレミアムが上昇したことが、わが国の賃金格差拡大や、貿易部門と非貿易部門における賃金の連動性低下につながった面もあるが、両部門間での賃金裁定は依然として働いていると指摘した。小林の質問に対しては、この 25 年間、わが国の GVC への統合が深化したこともあり、輸出数量が為替の変化に反応しにくくなったことを踏まえると、最近の円安の影響で、わが国の GVC 参加率のトレンドが変化するとは考えにくいと述べた。河野の質問に対しては、貿易収支で稼ぐ経済では、生産者余剰が雇用者報酬を中心に分配される一方、第一次所得収支で稼ぐ経済では、海外から得た収益が配当金等を通じて分配されるようになるなど、分配構造が変わることで、家計の支出行動にも変化が生じ得るとの見方を示した。また、近年、わが国企業の価格マークアップに関するデータなどをみる限り、個別企業間のパフォーマンスでバラつきが拡大している印象は特段ないと述べた。

### 3. 第1セッション 座長：木村福成（慶應義塾大学）

#### 3-1 「Global Value Chains and Aggregate Income Volatility: The Effect of Geopolitical Tensions」：古沢泰治（東京大学）<sup>3</sup>

##### （1）論文報告

報告者の古沢は、西側諸国と中国およびロシアのデカップリング（経済分断）が、各国経済に与える影響を定量的に分析した結果を報告した。具体的には、GVCの構造を含んだ一般均衡貿易モデルを用いて、西側諸国と中国およびロシアが、それぞれ互いのブロックに対して、関税率および非関税障壁を引き上げた場合の反実仮想シミュレーションを行い、その他の国（中立国）を含む、各国の名目GDP、名目賃金、価格水準、実質賃金にどのような影響が生じるか分析したと説明した。また、本分析では、デカップリングによる各国の社会厚生への影響を、実質賃金およびそのボラティリティの変化として測定したと付言した。

分析の結果、まず、デカップリングの名目GDPへの影響は、中国、米国、韓国、台湾など一部の国で負となったものの、ドイツ、日本、メキシコなどの大半の国で正となったと述べた。一方、ボラティリティについては、日本を含む大半の国で上昇し、特にロシアでは大幅に上昇するとの結果を示した。次に、名目賃金への影響は、名目GDPと同様、多くの国で正となったと述べた。そして、価格水準への影響は、大半の国で正となったと述べた。この背景としては、デカップリングにより、貿易コストが上昇し投入価格が上昇したほか、名目賃金が上昇したためとの解釈を示した。また、実質賃金は、価格上昇を受け、メキシコ、ブラジル、インド等を除き、日本を含む多くの国で低下した一方、ボラティリティは日本を含む多くの国で低下したと述べた。最後に、デカップリングが、多くの国で実質賃金のボラティリティを低下させるとの結果が得られたことから、この分析は、デリスキング（リスク回避）を目的とした、西側諸国の対中デカップリング政策の正当性を裏付けるものになったと指摘した。

##### （2）討論者からのコメント

討論者の戸堂康之（早稲田大学）は、本分析では、標準的な予測と異なり、デカップリングにより、多くの国でデリスキングが成功すると解釈できる結果が得られているほか、本分析における中立国であるグローバルサウスの国際政治的立場が強化されることを示唆する結果が得られており、興味深い分析であると評価した。また、自身の分析では、中国からの輸入が途絶すると短期的には日本に大きな影響が及ぶとの結果が得られていることとは対照的に、本分析は長

---

<sup>3</sup> 杉田洋一（慶應義塾大学）との共同研究。

期的には影響が小さいことを示唆しており、両者は補完的なものであると位置付けた。そのうえで、複数の論点について議論した。

第一に、日本にとって、中国からの輸入の主要な代替先と考えられる ASEAN 諸国が、個別の国として含まれていない点について、分析結果への影響を問うた。第二に、現実には細かい産業分類での供給途絶が問題となるため、本分析における産業分類は粗すぎる可能性があること、本分析では規模の経済が考慮されていないほか、イノベーションが内生化されていないため、デカップリングの影響を過小評価している可能性があることなどから、結果の解釈には慎重であるべきと論じた。第三に、本分析では、すべての産業の貿易障壁が同様に上がることが想定されているが、産業ごとに貿易障壁が上がった場合の影響についても分析することを提案した。第四に、ブラジル、インドなどの中立国について、中国、ロシア側に入った場合と西側諸国に入った場合、あるいは、米国がマーケットアクセスを与えた場合についても影響を分析する余地があると述べた。

報告者の古沢は、戸堂のコメントに対して、一般的な貿易モデルでは、デカップリングの経済への影響は大きくないと予測するものが多いと付言したうえで、短期的な影響については本分析結果と異なり得ると応じた。また、分析結果は、貿易シェアの価格弾力性の設定に大きく依存すると説明した。今後、細かい産業分類のデータを用いるほか、様々なシナリオを仮定した分析を行いたいと述べた。

### (3) 質疑応答

フロアからは、関根敏隆 (一橋大学) が、デカップリングの結果、日本では GDP のボラティリティが大幅に上昇するとの結果になっているが、これが社会厚生上、負の影響を及ぼすのではないかと指摘した。河野は、米国の実際の対中規制は、先端技術分野等に限定していると指摘したうえで、その場合、本分析の定性的な結果が変わり得るか問うた。植田は、日本でデカップリングの影響が小さい要因は、貿易収支の GDP 比率が小さいことと関係している可能性があるとして述べたうえで、貿易収支の規模対比での影響を示すことを提案した。また、デカップリングによって、FDI による現地資産に生じる損失が及ぼす影響についても考えるべきとコメントした。大谷は、代替性が低い製品や、前方参加ないし後方参加のメカニズムなど、一部で貿易が制約された場合の影響についても、分析を拡張する余地があると述べた。伊藤は、デカップリングの逆の現象として、自由貿易協定の影響に関する先行研究との結果の差異を問うた。吉田昭彦 (国際通貨基金) は、リショアリング (国内回帰) とフレンドショアリング (友好国とのサプライチェーン強化) の影響の差が、モデルに含まれているか問うた。加納は、分析結果におけるボラティリティの定義を確認した。上田晃三 (早稲田大学) は、この

モデルでは関税を引き上げても社会厚生が悪化せず、厚生経済学の第一定理が成立していない理由を問うた。陣内（一橋大学）は、この分析結果が短期、長期のいずれの影響を示すものか、概念的な整理を求めた。座長の木村は、本分析の結果では、賃金は米国の値との相対値で示しているが、GDP等についても同様か問うた。また、塩路悦朗（一橋大学）が、このモデルでの財の間の代替弾力性の設定方法、社会厚生を効用によって直接測定しない理由を問うた。

報告者の古沢は、関根のコメントに対しては、現段階では、ボラティリティと平均を別々に考えており、ボラティリティの厚生水準への影響は十分分析できていないと述べた。河野や太谷のコメントについては、より細かい産業分類のデータを用いて分析をアップデートしたいと応じた。また、中間財の貿易のみが制約されるとのシミュレーションも可能であり、今後検討したいと述べた。植田や加納、陣内のコメントに対しては、デカップリングに伴いFDIに生じる損失などの調整費用は重要であるが、このモデルは静的なモデルであり、結果は長期均衡を示すものである（短期的なボラティリティは対象としない）と説明した。そのうえで、各国の生産技術の調整を考慮しない本モデルでも、一定の結果が得られたと述べた。伊藤の問に対しては、デカップリングが自由貿易協定の完全な逆転ではない可能性に言及したうえで、今後、先行研究と比較していきたいと述べた。吉田の問に対しては、リショアリングとフレンドショアリングの違いをモデル化することは可能であり、興味深いと述べた。上田の問に対しては、一般的に、市場独占力が大きい国も存在するため、関税を引き上げても社会厚生が低下するとは限らないと説明した。木村の問に対しては、GDPについては、賃金が米国の相対値になっていることが結果に影響しているが、実質賃金は米国との相対値ではないと説明し、結果のうち実質賃金をみることが重要と述べた。塩路の問に対しては、このモデルでは、貿易シェアの価格弾力性が財の間の代替弾力性の程度を表すと答えた。

### 3-2 「グローバル化が国内労働市場に与える影響」：滝澤美帆（学習院大学）

#### （1）論文報告

報告者の滝澤は、グローバル化の進展が国内雇用および賃金へ与えた影響について、企業レベルデータを用いた先行研究を整理した結果を報告した。そのうえで、グローバル化の国内労働市場への影響としては、①国内事業所の閉鎖による国内雇用への影響や、②労働集約的な工程の海外移転により、国内での低スキル労働者の需要が減少するなど、賃金格差への影響が考えられるため、本論文ではこれらを中心に整理したと説明した。

まず、グローバル化の進展が国内雇用に与える影響については、国内雇用を減



小さくすることを否定する先行研究が多いと述べた。特に、製造業におけるグローバル化の進展度合いと地域別にみた雇用の関係について分析した、Kiyota, Nakajima, and Takizawa (2022)<sup>4</sup>の研究に言及し、製造業の海外における生産活動の増加（オフショアリング）は、その企業の日本所在地の雇用を減少させず、むしろ小幅ながら有意に増加させることを示す結果が得られたと述べた。この結果は、オフショアリングが、雇用に深刻な負の影響を及ぼすわけではないとの先行研究と整合的であると説明した。

次に、グローバル化が国内の賃金へ与える影響については、オフショアリングによる労働集約的な工程の海外移転と、技術革新による生産労働から非生産労働への需要シフト（スキル偏向型技術進歩）の影響が、同時に作用しており、国内の労働需要に対して同方向の影響をもたらしている可能性があることを指摘した。そのうえで、スキル偏向型技術進歩の影響を考慮しても、オフショアリングが大卒者・高卒者間や非生産・生産労働者間の賃金格差に影響を与えているとする研究結果が支配的であると述べた。

最後に、今後、グローバル化がさらに進展する中で、スキルを有した人材への需要が相対的に高まり、賃金格差が拡大する可能性があることを指摘した。そのうえで、所得格差の解消のためには、大学・大学院への進学をサポートするなど、スキルを向上させる政策介入が有効に機能する可能性があるとの見方を示した。

## （２） 討論者からのコメント

討論者の冨浦英一（一橋大学）は、グローバル化の進展が国内の労働市場に与える影響について、本論文では触れられていない複数の論点について議論した。

第一に、本論文では、グローバル化進展の事象として、FDI や海外生産委託などのオフショアリングの影響に限っているが、伝統的には貿易、特に輸入浸透の影響が焦点となってきたと述べた。また、中間財貿易については、オフショアリングとの関連もあるため、引き続き重要な論点であると論じた。さらに、将来的には、観光や知的財産を含むサービス貿易についても、影響が論点になり得るとの見方を示した。第二に、グローバル化進展の影響が時期によって変化してきた可能性について論じた。例えば、オフショアリングについては、海外移転の一巡や国内回帰により、その影響が近年では小さくなっている可能性や、オフショアリングの生産性向上効果が、フレンドショアリングへの移行などにより、最近では作用しなくなっている可能性を指摘した。また、輸入の影響についても、1990年代は中国からの輸入の増加と国内製造業の雇用減少が同時に起こっていたが、

---

<sup>4</sup> Kiyota, K., K. Nakajima, and M. Takizawa (2022) "Local Labor Market Effects of Chinese Imports and Offshoring: Evidence from Matched-Foreign Affiliate-Domestic Parent-Domestic Plant Data in Japan," RIETI Discussion Paper Series 22-E-013.

その後は相関がみられないなど、局面によって差があるとのデータを示した。第三に、オフショアリングを行う企業は雇用の創出も多い一方、雇用の喪失も多いため、労働市場の調整を考えるうえでは、グロスの雇用創出・喪失をみることも重要であると指摘した。第四に、オフショアリングの取引ネットワークを通じた波及効果についても、いくつかの先行研究があり重要な視点であると指摘した。第五に、オフショアリングの増加は、生産・非生産労働者といった切り口のほかに、国際展開に必要なスキルやデジタル化に必要なスキルなど、様々な面で労働需要や労働者の構成の変化をもたらす得ると指摘した。

報告者の滝澤は、冨浦のコメントに対して、指摘された新たな論点を含め、論文を拡充していきたいと応じた。具体的には、後方参加ないしは輸入浸透の影響も論文に含めたいと述べた。また、期間ごとの影響の差については、自身の分析でサンプル期間を分割すると、オフショアリングの地域雇用への正の影響が、2000年代後半以降は弱まっていることが示唆されており、この点を拡充したいと述べた。雇用への影響については、グロスの雇用創出・喪失も重要な観点であると述べたほか、労働者の持つスキルなど、様々な面からみた雇用の構成変化に関する先行研究も参照したいと述べた。

### (3) 質疑応答

フロアから、貝塚正彰（日本銀行）は、論文報告では触れられなかった海外から国内への企業進出や、外国人労働者の受け入れの国内労働市場への影響を問うた。青木浩介（東京大学）は、グローバル化によって賃金格差が拡大する一方、雇用は減少しないなど、雇用の調整と賃金の調整に関するそれぞれの研究結果をどのように整合的に整理すればよいか問うた。植田は、人的資本投資への政策介入の有効性に関する見方が、論文の他の内容とどのように関連しているか尋ねた。渡辺は、本邦のグローバル化に対する企業の対応や、その結果としての生産性の変化等が、他国とどのように異なるか問うた。河野は、TFPが高い事業所が海外移転した結果、周囲の企業に対するイノベーションの波及効果が減少する影響や、海外での所得が増加した結果、国内における人的投資等が変化する影響について見解を問うた。伊藤は、本論文ではオフショアリングを中心に論じているが、ほとんどの他国では、グローバル化は対内投資の増加も伴うため、インプリケーションが異なり得るとコメントした。

報告者の滝澤は、貝塚や伊藤のコメントに対しては、自身の研究では対内直接投資や外国人労働者については分析していないが、先行研究をもっとサーベイしたいと述べた。青木の問については、グローバル化の進展で格差が拡大している一方、雇用全体についてはマイナスの影響がないことから、非正規雇用の増加により調整が行われてきた可能性を指摘した。植田の質問については、わが国の

人的資本投資が他国対比顕著に少ないとの自身の研究を紹介し、これが賃金格差の拡大に影響した可能性を指摘した。渡辺の間に対しては、企業の生産性の変化等を含めて、先行研究を参照したいと述べたうえで、海外では、輸入が増加すると国内の雇用が減るとの分析が多いのではないかと述べた。河野の間については、本分析では、雇用量については負の影響はないとの結果だが、生産性については分析しておらず、TFP が高い事業所が海外移転したことによる負の波及効果があった可能性もあると応じた。

座長の木村は、グローバル化の進展を一方向的に悪者にする論調があるもと、本論文は、データに基づいて議論が展開され、大変意義ある研究であると評価した。

#### 4. 特別講演 座長：植田健一（東京大学）

「気候変動問題と循環型社会のための経済学」：松島斉（東京大学）

##### （1）講演

##### （気候変動問題の平和的解決）

講演者の松島は、まず、気候変動問題を平和的に解決するための制度設計を、経済学的に考えたいと述べた<sup>5</sup>。制度設計には、制度を守る社会秩序が必要であり、それには、①約束を断りなしに破ってはいけない、②約束を強要してはいけない、という2つの大原則があると述べた。こうしたもと、国家主権のウェストファリア体制は、これらの原則を各国が守ることで、世界が平和的に機能することを目指す国際秩序であると指摘した。また、気候変動問題との関係では、環境経済学者のノードハウスが、ウェストファリア体制下で各国が協調する難しさについて論じたことを紹介した（ウェストファリア・ジレンマ）<sup>6</sup>。

次に、気候変動問題は、経済学的には、国際的に強い強制力のある統治機構が不在なもと、世界が共有する大気という公共財（グローバル・コモンズ）の問題を、暗黙の協調で解決する難題であると述べた。この点、国連のCOPは、気候変動問題に対して、厳格にウェストファリア体制を守る態度で臨んだものの、各国間でモニタリング体制を敷くなどの工夫を凝らしても、協調関係を引き出すことができなかつたと指摘した（「フォーク定理」アプローチの限界）。

---

<sup>5</sup> 詳細は、Matsushima, H. (2023) "Environmental Concerns and Heterogeneity in the Global Commons," CARF Working Paper CARF-F-569、Matsushima, H. (2023) "Preventing Global Catastrophes," CARF Working Paper CARF-F-573 を参照。

<sup>6</sup> 「気候クラブ」が、気候変動対応に非協力的な国に対し強い貿易制裁を課すことなどは、国際秩序の不安定化要素になり得ると指摘した。

こうした課題に対し、本講演では、国際秩序を社会的共通資本と考えた宇沢弘文の考えも踏まえつつ、ウェストファリア体制を活用・維持管理しながら、気候変動問題を平和的に解決する制度設計を提案すると述べた。具体的な制度設計においては、①暗黙の協調を引き出すため、国際交渉を通じて各国にコミットさせる必要があり、これには **legal enforcement** が有効であると論じた<sup>7</sup>。また、②同制度が正しく機能するためには、各国が環境に対して高い関心を持つこと（慈愛・利他心〈フィランソロピー〉）なども重要であると指摘した。そのうえで、これらの要件を満たす本制度を活用すれば、ウェストファリア体制下でも、気候変動問題を平和的に解決できる可能性があるとして述べた。

### （エコノミックサバイバル：サステナブル経営の理論的基礎）

続いて、気候変動問題との関連で議論されることのある、企業のサステナブル経営（黒字経営）について議論した。具体的には、株価の最大化とサステナブル経営とが異なる概念であることを紹介したうえで、最近では、営利企業がサステナブル経営を実現する理論的基礎として、「サステナブル・コーポレートガバナンス」と呼ばれる分野などが注目されていると述べ、講演を締めくくった<sup>8</sup>。

### （2）質疑応答

フロアからは、神津多可思（日本証券アナリスト協会）が、SDGs等の資産価値評価の難しさについて尋ねた。また、伊藤は、SDGs・生物多様性の話題など、気候変動問題が多様な社会的価値観を念頭に議論されるもとでも、環境負荷の可視化等は成立し得るか尋ねた。

報告者の松島は、神津の問に対しては、企業の環境負荷を価格として評価する難しさに加え、可視化された環境負荷の統一的評価など様々な問題があると指摘し、経済学の見地から貢献余地がないか考えていると述べた。伊藤の問に対しては、環境負荷の影響をCO2排出に限定して議論するには射程が狭すぎると述べた。また、サステナブル経営を行う企業ほど、ガバナンス指標が低いとの指摘もあるため、総合的にみることが重要であると述べた。

---

<sup>7</sup> ゲーム理論で協調を引き出す手法には、①社会秩序に則り具体的なインセンティブ・ルールを決め、法律により信認を確立する方法（**legal enforcement**）と、②インセンティブ・ルールを決めず、信認義務がなくても利己的動機だけで協調を目指す方法（**spontaneous order**）があることを紹介した。そのうえで、気候変動問題に **legal enforcement** を活用した制度設計の手順は、①対立を避けることのできる目標（世界共通炭素価格）、②目標値（満場一致・最低価格）、③交渉手続きのルールを予め決めることであると述べた。

<sup>8</sup> 営利企業によるサステナブル経営は、①賛同する人がオーナーになり、②オーナーがサステナブル経営にコミットし、会社の経営者に信託することで実現できると述べた。

## 5. 第2セッション

座長：小川英治（東京経済大学）

### 5-1 「日本の為替レートの変動と決定要因に関する分析」：宮本亘（香港大学）

#### （1）論文報告

報告者の宮本は、ドル／円名目為替レートの変動における米国の金融政策の影響について分析した結果を報告した。具体的には、ドル／円レートの長期的な傾向を確認した上で、FOMC 会合開催日の金利変化から金融政策ショックを識別した Inoue and Rossi (2019)<sup>9</sup>の手法を参考に、米国の1～5年の各年限の金利とドル／円レートからなるベクトル自己回帰モデルを推計したと説明した。なお、金融政策の為替への影響は、一般的には短期金利を用いて推計するが、ゼロ金利制約下では有効性が低いため、本論文ではイールドカーブ全体の為替レートへの影響を分析したと付言した。

まず、ドル／円レートと購買力平価から示唆される為替レートの長期的な傾向を比較し、一般的に名目為替レートが購買力平価の水準から大きく乖離すると、購買力平価の水準に戻るまではかなりの時間を要する傾向があると述べた。わが国の場合は、プラザ合意のあった1985年ごろにドル／円レートが円高方向に大きく乖離し、長期間円高傾向が続いたあと、最近では購買力平価の水準よりも円安化していると指摘した。また、自身の分析によると、名目為替レートが購買力平価から乖離した場合に、元に戻るまでの期間はきわめて長期になる可能性が示唆されたため、本論文では購買力平価説に立脚しないアプローチを用いたと述べた。

そのうえで、ベクトル自己回帰モデルの推計結果について、まず、インパルス応答をみると、米国イールドカーブの上方シフトに対しては、ドル／円レートが大きめに上昇（円が減価）する傾向があると説明した。また、この反応の大きさは、他の先進国通貨よりも大きいのが、米国と他国の金利差を考慮した場合、円の反応の大きさは他国通貨の反応と同様であったと述べた。これは、米国金利と他の先進国金利がある程度連動していたのに対し、わが国金利は殆ど動かず金利差が拡大したためであると論じた。次に、5つの年限の米国金利ショックがドル／円レートの変動にどの程度寄与してきたか要因分解すると、95年以降の多くの期間において寄与度はあまり大きくなかったのに対し、2021年以降は寄与度が高まっており、近年のドル／円レートの円安化は、米国金利ショックにより概ね説明できることを示した。また、ドルと他の先進国通貨のペアについて同様に要因分解を行うと、米国と当該国の金利差を考慮した場合でも、金利ショックの

---

<sup>9</sup> Inoue, A. and B. Rossi (2019) "The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy on Exchange Rates," *Journal of International Economics*, Vol. 118, pp. 419-447.

寄与度は近年も含めて総じて小さかったことを示した。これらの結果は、金利などのマクロ変数と為替レートの関係性が低く、既存のマクロモデルで為替レートを説明するのが難しいという「為替レート断絶 (exchange rate disconnect) パズル」と整合的であり、近年のドル/円レートの円安化が米国金利によって概ね説明できることは例外的であると論じた。最後に、FOMC 会合日の米国金利ショックの寄与はさほど大きくなく、同ショックは消費者物価指数といった経済のファンダメンタルの情報も含んでいる点を指摘した。

## (2) 討論者からのコメント

討論者の加納は、本研究では近年のドル/円レートの主要な決定要因が米国金融政策であることを示唆する結果が得られており、妥当な結果と評価した。金融政策は様々な期待形成を通じてイールドカーブ全体に影響を与えるため、本分析のアプローチのように、イールドカーブ全体の変化のドル/円レートへの影響も考慮に入れる必要があると説明した。そのうえで、分析方法や結果について、複数の論点を述べた。

まず、米国金融政策の動向が、市場のリスク認識を大きく変化させ、タームプレミアムに影響することも多いため、この分析で用いたような、パラメータを固定した線形モデルではその影響を捉え切れない可能性を指摘し、推計されたパラメータの安定性について問うた。次に、日本の金利データを含めて、日本のイールドカーブの変化のドル/円レートへの影響についても分析を行うことを提案した。そのうえで、米国側の影響をコントロールし、日本の金融政策変更のドル/円レートへの影響を推定できれば、反実仮想分析として興味深いのではないかと述べた。最後に、本研究では名目為替レートを分析しているが、導入セッションでも議論されたようにわが国では実質為替レートも注目されており、社会厚生上も実質為替レートは重要であると述べた。そのうえで、バブル崩壊後、実質ドル/円レートが趨勢的に減価し続けてきた背景として、日米物価差や賃金格差の拡大が重要な要因であったと論じた。

報告者の宮本は、加納のコメントに対して、本モデルでタームプレミアムの変化を考慮していない点について、短期金利から為替への影響を考える上ではバイアスが生じるが、中長期金利に対する反応には影響しないと述べた。また、パラメータの安定性については期間を区切って推計することが望ましいと述べた。日本の金融政策変更の影響については、金利平価説が成り立つとすれば、米国と対称的な結果が得られると説明したうえで、非対称性の有無については、日本の金利の変動が小さいため、正確な推計は難しい可能性があるとして述べた。実質為替レートの長期的な動向については、時系列分析により示唆を得ることは難しく、貿易財と非貿易財の生産性などをみる必要があると述べた。

### (3) 質疑応答

フロアからは、福田慎一（東京大学）が、2022年10～11月以降、多くの通貨で、自国の利上げが効いてきてドルに対して増価し始めるなど、構造変化があった可能性には留意が必要と述べた。渡辺は、米国の利上げが遅れたにも関わらず、ドル高が先行した背景について尋ねた。また、金融政策の変更が物価見通しに与える影響について日米で差があるか問うた。さらに、実質ドル／円レートのトレンドについては、討論者の加納が行ったような名目サイドでの説明のほか、バラッサ・サミュエルソン効果といった実質サイドでの説明もあるとコメントした。植田は、カバーなし金利平価で分析をしているが、それは常に成立していないので、カバー付き金利平価を前提に分析を行ってはどうかと提案した。亀田制作（SOMPO インスティテュート・プラス）は、物価指標の公表時における金利変動にも金融政策ショックが含まれる可能性を指摘した。新谷元嗣（東京大学）は、金融政策ショックを識別する観点から、より長めの年限も分析に含めることを提案した。鈴木敏之（文教大学）は、量的緩和政策の影響がイールドカーブの形状にどう影響したか尋ねた。河野は、2018～2021年は、日米実質金利差が縮小する一方、ドルに対する実質円レートはほとんど増価しなかったとコメントした。また、古沢は、実質為替レートに影響する金利以外の変動要因は何か尋ねた。

報告者の宮本は、福田のコメントに対して、株価のインプライド・ボラティリティ（VIX など）をモデルに加えることで分析を深める余地があると述べた。渡辺の質問に対しては、期待インフレをモデルに含めることで、物価見通しの影響を分析し得ると述べた。また、古沢の問とも関連し、生産性といったインフレ率への恒常的なショックが、為替レートの変動の大部分を説明するとの見方もあると述べた。植田の提案に対し、カバー付き金利平価については、リーマン・ショック期ごろから成立しないとの見方もあり、検証が必要であると述べた。亀田の指摘については、ファンダメンタルズに対するアナリスト予想と実績の差を識別に用いることも考えられると述べた。新谷の提案に対しては、より長い年限を含んだ分析では推計値のレンジが大きくなる傾向があったと述べた。

## 5-2 「インフレの国際連動性と日本の物価変動」：福永一郎（日本銀行）<sup>10</sup>

### (1) 論文報告

報告者の福永は、インフレの国際連動性が高まっていることを示したうえで、過去25年間のわが国の消費者物価や物価関連指標の変動に対する、海外発のショックの影響（海外要因）について分析した結果を報告した。具体的には、主に構造ベクトル自己回帰モデルを用いて、日本がデフレに陥った1990年代後半以

<sup>10</sup> 城戸陽介（国際通貨基金）、吹田昂太郎（日本銀行）との共同研究。

降の日本の消費者物価やインフレ予想、名目賃金等の変動に対する国内・海外の各種ショックの影響について、ヒストリカル分解により分析したと説明した。

分析結果によると、1990年代後半以降、海外要因が継続的に日本の消費者物価の下押しに寄与しており、日本銀行の量的・質的金融緩和による物価押し上げ効果も一定程度相殺していた可能性が高いと述べた。そのうえで、直近の高インフレ局面では、これらの海外要因が一転して物価の押し上げに大きく寄与していると説明した。また、海外要因の日本の物価への影響は、特に世界金融危機前後に拡大し、コロナ後にはさらに一段と拡大したと述べた。近年まで物価を下押ししてきた持続的な海外供給ショックの背景としては、①新興国からの安価な輸入品の増加、②GVCの深化を通じた間接的なコスト低下圧力、③グローバルな競争圧力の高まりによる国内品の価格マークアップ縮小の可能性を指摘した。

さらに、海外ショックの国内での波及メカニズムについて、インフレ予想や名目賃金をモデルに導入して分析した結果を紹介した。すなわち、中長期インフレ予想への海外ショックの影響はこれまでのところ限定的だが、従来海外ショックの影響をあまり受けてこなかったサービス価格や名目賃金については、直近の局面で海外ショックの影響を大きく受けて上昇していることが分かったと述べた。そのうえで、足もと、海外要因の国内物価への影響が高まっていることを踏まえると、海外要因の持続性や、国内での波及メカニズムについて見極めることが、金融政策運営上、今後より重要になる可能性があるとの見方を示した。

## (2) 討論者からのコメント

討論者の関根は、本論文の構造ベクトル自己回帰モデルによる分析について、長期・短期の制約と符号制約を組み合わせており、高度かつ効果的な手法であると評価した。そのうえで、分析の視点として、①足もとの急性インフレは、どのショックによって説明されるか、②1990年代からの慢性デフレは、どのショックによって説明されるか、という2点を挙げ、それぞれ論点を述べた。

まず、足もとの急性インフレ局面では、海外ショックが強く押し上げに寄与しているのに対し、2008年頃のコモディティ価格上昇による物価上昇局面では、ほとんど押し上げに寄与していないことから、両局面の違いについて分析の余地があると述べた。

次に、1990年代からの慢性デフレについて、代替モデルの結果の中には海外供給ショックの下押し寄与が継続的ではないケースもみられることから、海外供給ショックが主因であると結論付けるには留保が必要との見方を示した。また、この分析で、低インフレ・ノルムの定着や人口動態の変化に伴う自然利子率の低下といった慢性デフレの諸要因や、期待インフレの変化を捉えるために、定



数項を可変にして推計することを提案した。

報告者の福永は、関根のコメントに対し、まず、足もとの局面では、ショックが大きいことによるパススルーの非線形性や、景気回復が始まったばかりで比較的パススルーが進みやすかった点が、2008年頃の局面とは異なっていたと述べた。次に、定数項によって捉えていたトレンド・インフレ率が、この25年間のうちに変動していた可能性も考えられるため、今回のモデルで識別された海外ショックなどの下押し圧力が、時期によって過大評価または過小評価されている可能性は否定できないと認めた。そのうえで、中長期インフレ予想を含んだモデルを用いた推計でも海外ショックが一定程度物価を下押ししていたことや、トレンド・インフレ率を可変と仮定して推計した過去の研究<sup>11</sup>でも海外要因が物価を継続的に下押ししていたことを示唆する結果が得られていた点に言及した。今回のモデルで定数項を可変にして推計するという関根の提案に対しては、すでに複雑な推計手法を用いていることから、サブサンプル推計における定数項の変化を確認するなど別の簡便な方法で対応することも考えられると応じた。

### (3) 質疑応答

フロアからは、河野が、海外供給ショックが持続的であった場合、潜在成長率を変化させるため、金融政策への含意は、一時的なショックの場合と異なり得ると述べたうえで、足もとの状況に関する金融政策上の含意を尋ねた。

報告者の福永は、河野の質問に対し、海外供給ショックが持続的だったとしても、それに対応するためにインフレ目標を変更するなど金融政策の枠組み自体を見直すような議論が行われたことは、他国でも過去にはほとんどなかったと述べた。そのうえで、足もとの状況でも、引き続き柔軟な金融政策運営が求められるというのが、今回の分析から得られる一つの含意ではないかと述べた。

## 6. 総括討議

モデレーター：青木浩介（東京大学）

パネリスト：伊藤元重（東京大学）、齊藤誠（名古屋大学）、  
福田慎一（東京大学）、藤本隆宏（早稲田大学）、  
大谷聡（日本銀行）

モデレーターの青木は、グローバル化の進展がわが国経済・物価に与えてきた

---

<sup>11</sup> Nishizaki, K., T. Sekine, and Y. Ueno (2014) "Chronic Deflation in Japan," *Asian Economic Policy Review*, Vol. 9(1), pp. 20-39.

齋藤雅士・笹木琢治・福永一郎・米山俊一 (2012) 「日本の構造問題と物価変動：ニューケインジアン理論に基づく概念整理とマクロモデルによる分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 12-J-2

影響と今後の展望を意識しつつ、①グローバル化に対するわが国企業の対応と、②政策対応という2つの論点を提示した。これらの論点について、各パネリストによるプレゼンテーションが行われたあと、フロアも交えて議論が行われた。

## 6-1 パネリストによるプレゼンテーション

### (1) 伊藤元重 (東京大学)

伊藤は、企業の対応に関して、中国など BRICS 経済が台頭したなかで、わが国企業のパフォーマンスをどう評価するかが重要であると述べた。この点、一般論として、グローバル化の進展には、安価な輸入財の調達増に加え、技術の波及効果など広範な効果があるにもかかわらず、わが国は国内産業が空洞化するなど、グローバル化進展のメリットを必ずしも享受し切れなかったと論じた。また、1990年代半ば以降、わが国における交易条件の悪化や、実質実効為替レートの円安化には、わが国企業の競争力低下などが反映されていると指摘した。このほか、中国については、リーマン・ショック以降、内需主導型の経済成長にUターンしたことにより西側諸国から離れてしまった面があり、近年の米中貿易摩擦の行方も含め、今後の展開を注視していると述べた。

政策対応に関して、アベノミクス以降のポリシーミックスを振り返ると、財政政策が縮小傾向を辿るもと、金融緩和に依存する一本足打法に陥ったと指摘した。そのうえで、産業政策の観点からは、米中貿易摩擦など地政学リスクが高まるもと、国内投資をいかに増やすかが重要な論点であると述べた。さらに、近年、米欧では、国内投資の誘致に財政資金が活用されており、わが国もこうした産業政策的な取り組みを参考にする余地があると論じた。また、わが国は米国と比べ創造的破壊型の企業が少ないが、今後は、デジタル・トランスフォーメーション (DX) やグリーン・トランスフォーメーション (GX) などの変化を新しいチャンスとして活かしながら、スタートアップを育成していくことが重要と論じた。

### (2) 齊藤誠 (名古屋大学)

齊藤は、企業の対応に関して、交易条件や物価・賃金の関係などをめぐる論点を取り上げた。具体的には、①交易条件や実質為替レートには企業の国際競争力変化といった実物的側面 (非貨幣的現象) が反映されることや、②交易条件の悪化は実質雇用者所得の減少を通じて、実質個人消費を下押しすると指摘した。そのうえで、わが国経済が交易条件の悪化という構造問題を抱えるもと、物価・賃金の好循環を政策的に追求することは、必ずしも実質賃金の改善につながるとは限らず、スタグフレーションに陥るリスクもあり得ると指摘した。また、金融緩和の総需要刺激効果が有効に作用しているかを判断するうえでは、家計消費の動向を確認することが重要であると論じた。

政策対応に関しては、わが国の交易条件悪化には、企業の国際競争力低下といった構造問題が根源にあり、これに対しては、成長戦略といった構造改革で対応すべきであると指摘した。また、貨幣数量が拡大しても物価が上がらない事象は、1980年代の半ば頃から既に始まっており、こうした貨幣現象には金融政策で対応すべきであると述べた。そのうえで、金融政策面での対応を考える際は、実物の要因と、貨幣現象要因を峻別することが重要であると論じた。

### (3) 福田慎一（東京大学）

福田は、企業の対応に関して、わが国の貯蓄・投資バランスをみると、この25年程度は、家計の余剰資金が民間企業に回らず、政府部門に還流したことで経済成長が低迷した面があると述べた。また、この10年間、わが国への対内直接投資が大きく増えなかった背景の一つとして、日本企業の大半が低収益性企業であることを指摘した。さらに、GXに関連するわが国企業のパフォーマンスをみても、新しいルールに対応しきれていない面があり、海外と比べ出遅れ感があると述べた。

政策対応に関しては、低金利政策のもとで低収益性企業の市場からの退出が遅れたことで、技術進歩が低迷した可能性があるとして指摘した。また、低収益性企業が低価格で商品・サービスを提供していることが、成長企業の参入を阻んだ面もあり、海外対比、スタートアップ企業が少ないと指摘した。そのうえで、今後は、企業の新陳代謝を促進しながら、スタートアップ企業を育成し、低収益性企業を温存しないような資金の流れをつくることで日本の好循環を生み出していくことが重要であると述べた。

### (4) 藤本隆宏（早稲田大学）

藤本は、企業の対応に関して、この30年程度を振り返ると、わが国企業は、中国の低賃金から来るデフレ圧力に対して、生産性を引き上げても賃金を上げないことで対応してきた面が強いと指摘した。そのうえで、最近では、中国との賃金格差が30年前の20倍程度から2倍程度にまで縮小するなど、中国からのデフレ圧力は終焉しつつあるとの見方を示した。一方、わが国では、人手不足や円安による好調な企業収益を背景に、賃金が上昇していることを踏まえると、今後、わが国企業が収益を確保するためには、生産性をさらに引き上げるか、価格転嫁するしかないとして述べた。このうち、国際的な競争が激しく価格転嫁が難しい企業については、さらなる生産性向上しか道が残されていないことを指摘した。この点、企業が自動化といったデジタル化で生産性を引き上げるためには、デー

タサイエンティストと生産現場が連携することなどが重要であると指摘した。

#### (5) 大谷聡（日本銀行）

大谷は、企業の対応に関して、わが国企業は1980年代後半にかけては、プロセス・イノベーションを進めることで、キャッチアップ過程のメリットを享受してきた一方、世界のフロンティアに達する中で、必要なプロダクト・イノベーションへの転換が遅れてきた面があると指摘した。こうしたもと、新興国との競争が激化するなかで、海外における低コスト労働力の活用と、国内での賃金抑制に直面してきたと述べた。また、脱グローバル化は、賃金・物価上昇の一つの契機になる可能性があるとして述べ、そうしたもとでは、企業がプロダクト・イノベーションを進め、収益力を高めていくことが重要であると指摘した。

政策対応に関しては、わが国では、スタートアップ企業の資金や人材の供給が、他の主要国と比べて低位に止まっており、これらに政策的に対処していくことが重要であると指摘した。そのうえで、企業のプロダクト・イノベーションの推進、スタートアップ企業の増加、労働市場の構造的な変化が結びつく形で、賃金と物価が持続的に上昇していくか注視していく方針であると述べた。

### 6-2 ディスカッション

パネリストによるプレゼンテーションを受け、フロア参加者も含めて議論が行われた。

#### (政策対応と企業の新陳代謝)

内田眞一（日本銀行）は、低金利環境と構造問題の関係について質問した。これに対し、伊藤は、デフレ環境のもとでは、賃金・雇用の調整が硬直化するなど、企業の新陳代謝が停滞していた面があると指摘した。齊藤は、交易条件悪化等の構造問題が解決しないうちは、金融政策の転換は慎重に判断されるべきであると主張した。

貝塚は、政府の手厚い中小企業対策が、企業の新陳代謝の停滞といった構造問題に繋がった可能性について尋ねた。これに対し、福田は、わが国では、政府保証が企業の新陳代謝を遅らせてきた面が強かったため、今後は、これらを見直しつつ、民間資金を成長分野に回す観点から金融市場を改革することが急務であると指摘した。このほか、植田は、国内での投資のリターンが高ければ国内に資金が向かうはずであり、そのリターンが政策で低くなっているのではないかと述べた。そのうえで、わが国の対外資産は世界一の状況が続いているが、その資金を還流させ活用する余地がないか質問した。これに対し、大谷は、GX、ESGの分野で国内の金融市場を育成していくことが成長力を高めることに資すると

述べた。

また、藤本は、この30年、物価と賃金が上がらないもと、生産性向上に消極的な企業が多数存在し、これらの企業は景気悪化時に雇用助成金を申請するなどして、長らく存続することができたと述べた。そのうえで、現在は、賃金上昇に地域的な広がりが出ており、こうした企業でも生産性を上げる等の対応が必要となってくると述べた。

#### (産業政策)

貝塚は、これまでの政府の産業政策面での対応について評価を尋ねた。これに対し、藤本は、産業政策における補助金の活用について、設備等の物理的なものに事前に与えるのではなく、付加価値を生み出しているかを確認したうえで与えるべきであると述べた。そのうえで、補助金が有効に機能した場合とそうでない場合が混在していたと述べた。

古沢は、地政学リスクが高まるもと、わが国が取り得る産業政策として有効なものは何かと質問した。これに対し、伊藤は、米国・欧州では、GXや半導体等の分野において、財政資金を産業政策的に活用しているため、わが国でもそうした視点で議論する必要があると述べた。そのうえで、バラマキとなるリスクを避けるため、財政資金の活用を期限付きにするなど、やり方には工夫の余地があると指摘した。福田は、各国間の競争が激しいもとでは、スピード感が大事であり、賃上げよりも研究開発を優先させるべきであるとの見方を示した。

#### (対内直接投資の誘致)

河野は、移民の受け入れや、国内に生産現場を持つことのメリットとの関係で、グローバル化進展の効果をどう捉えたらいいか尋ねた。これに対し、伊藤は、モノを安く仕入れる等の静学的な効果よりも、対内投資を通じて技術が波及するなどの動学的な効果の方がはるかに大きい点を指摘した。

戸堂は、最近みられている対内直接投資を誘致する政策の有効性について尋ねた。また、宮川努 (学習院大学) は、わが国では参入規制を緩和する余地があるのではないかと指摘した。これらに対し、伊藤は、わが国企業も国内に投資していないことを踏まえると、規制緩和だけで海外企業の誘致が進むわけではないと述べた。

このほか、作間は、交易条件の悪化が、国内のどのような主体に大きく影響しているか、きめ細かく把握することが重要と指摘した。これに対し、齊藤は、企業部門はFDIの収益で、交易条件悪化の影響をある程度相殺できている一方、家計部門の負担は大きいため、家計消費が長期的に低迷していると述べた。また、

吉野直行（慶応義塾大学）は、高齢化の金融・財政政策への影響をどうみるか質問した。これに対し、福田は、人口問題への対応はきわめて難しいため、政策上はこれを所与に考えるしかないと述べた。伊藤は、日本の少子化に前向きに対応しようとした場合には、社会保障の配分も含め、包括的に議論する必要があると指摘した。

### （中小企業）

中村豊明（日本銀行）は、賃金・物価の持続的な上昇には、中小企業の稼ぐ力の向上や新技術を開発するスタートアップの成長が必要との見方を示した。これに対し、伊藤は、社長自身が覚悟を持って価格設定すれば稼ぐ力は保たれるという議論があることを紹介した。また、藤本は、世襲の中小企業にも優秀な経営者がいる事例を紹介した。宮川は、大企業と中小企業のヒエラルキー構造を改善しない限り、賃金は上がらないのではないかと指摘した。これに対し、大谷は、現在の局面では大企業から中小企業に賃上げが広がっており、こうした傾向が今後も続くことを期待していると述べた。

関根は、海外と比べわが国の生産性が伸び悩んだといったマクロ的な分析がある一方、優良な中小企業がたくさんいるといったミクロ情報をどう総合的に考えたらよいか質問した。これに対し、藤本は、優良な中小企業の一方で、生産性改善の意欲のない多くの企業が平均の数字を下押してきたと応じた。そのうえで、今後こうした企業は人手不足等に直面し存続しづらくなると指摘した。

神津は、わが国では、失敗を許さない社会のムードが、企業のプロダクト・イノベーションの停滞につながったとの見方を示した。これに対し、福田は、大企業では失敗が許されない傾向があるが、中小企業では失敗も許されるはずであると述べた。

## 7. 閉会の辞

閉会にあたり、渡辺は、今回で10回目を迎えた本コンファレンスの中で、これまでは物価に関する議論が多かったが、今回はあえて国際経済をテーマに取り上げた経緯を説明した。そのうえで、これまでとは違った幅広い分野の研究者も参加して活発な議論ができたこと、また、現在起きている経済・物価の様々な動きを国際経済環境との関係でより正確に捉えようとする議論ができたことなどが、大きな成果であったと総括した。

以 上

(別添1)



CENTER FOR ADVANCED RESEARCH IN FINANCE  
GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS, THE UNIVERSITY OF TOKYO



日本銀行  
BANK OF JAPAN

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局

第10回共催コンファレンス

「国際経済環境の変化と日本経済」

□日時 2023年11月13日(月)  
□場所 日本銀行本店9階大会議室A

## プログラム

9:00-9:05 開会の辞 大谷 聡 日本銀行調査統計局長

### 導入セッション

9:05-9:50 【導入論文】  
報告者 法眼 吉彦 日本銀行調査統計局企画役

### 第1セッション：国際経済環境の変化への日本企業の対応

座長 木村 福成 慶應義塾大学教授

9:50-10:50 Global Value Chains and Aggregate Income Volatility:  
The Effect of Geopolitical Tensions  
報告者 古沢 泰治 東京大学教授  
指定討論者 戸堂 康之 早稲田大学教授

10:50-11:50 グローバル化が国内労働市場に与える影響  
報告者 滝澤 美帆 学習院大学教授  
指定討論者 富浦 英一 一橋大学教授

11:50-12:45 昼食

## 特別講演

	座長	植田 健一	東京大学教授 (CARF センター長)
12 : 45 - 13 : 30	気候変動問題と循環型社会のための経済学		
	講演者	松島 斉	東京大学教授

## 第2セッション：国際経済環境の変化の日本経済への影響

	座長	小川 英治	東京経済大学教授
13 : 30 - 14 : 30	日本の為替レートの動向と決定要因に関する分析		
	報告者	宮本 亘	香港大学准教授
	指定討論者	加納 隆	一橋大学教授
14 : 30 - 15 : 30	インフレの国際連動性と日本の物価変動		
	報告者	福永 一郎	日本銀行調査統計局参事役
	指定討論者	関根 敏隆	一橋大学教授
15 : 30 - 15 : 45	休憩		

## 総括討議

15 : 45 - 17 : 45	モデレーター	青木 浩介	東京大学教授
	パネリスト	伊藤 元重	東京大学名誉教授
		齊藤 誠	名古屋大学教授
		福田 慎一	東京大学教授
		藤本 隆宏	早稲田大学教授
		大谷 聡	日本銀行調査統計局長
17 : 45 - 18 : 00	閉会の辞	渡辺 努	東京大学教授
18 : 15 -	懇親会		
	挨拶	貝塚 正彰	日本銀行理事



(別添2)

発言者の氏名および所属（所属は当時、敬称略、五十音順）

所属	氏名
東京大学	青木 浩介
東京大学	伊藤 元重
東京大学	植田 健一
早稲田大学	上田 晃三
日本銀行	内田 眞一
日本銀行	大谷 聡
東京経済大学	小川 英治
日本銀行	貝塚 正彰
一橋大学	加納 隆
SOMPO インスティテュート・プラス株式会社	亀田 制作
慶應義塾大学	木村 福成
公益社団法人日本証券アナリスト協会	神津 多可思
BNP パリバ証券株式会社	河野 龍太郎
慶應義塾大学	小林 慶一郎
名古屋大学	齊藤 誠
専修大学	作間 逸雄
一橋大学	塩路 悦朗
東京大学	新谷 元嗣
一橋大学	陣内 了
文教大学	鈴木 敏之
一橋大学	関根 敏隆
学習院大学	滝澤 美帆
早稲田大学	戸堂 康之
一橋大学	富浦 英一
日本銀行	永幡 崇
日本銀行	中村 豊明
東京大学	福田 慎一
日本銀行	福永 一郎
早稲田大学	藤本 隆宏
東京大学	古沢 泰治
日本銀行	法眼 吉彦
東京大学	松島 斉
学習院大学	宮川 努
香港大学	宮本 亘
国際通貨基金アジア太平洋地域事務所	吉田 昭彦
慶應義塾大学・金融研究センター	吉野 直行
東京大学	渡辺 努