



BOJ *Reports & Research Papers*

2018年3月

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局
第7回共催コンファレンス：
「マクロ経済分析の新展開：景気循環と経済成長の連関」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。

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局
第7回共催コンファレンス：
「マクロ経済分析の新展開：景気循環と経済成長の連関」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、2017年11月30日、日本銀行本店にて、「景気循環と経済成長の連関」と題するコンファレンスを共同開催した。そこでは計5本の論文が報告されたほか、全体の総括討議も行われた。議論の内容を要約すると以下のとおりである。

討論者の間では、景気循環と経済成長は連関しているとの認識が共有された。そのうえで、人手不足に伴う高圧経済が、省力化投資などを促すことで、生産性や潜在成長率を上昇させようとの見方にも概ね同意がみられた。もっとも、金融緩和を長期間継続することによって高圧経済を実現しようとするれば、資源配分の歪みや金融面の不安定化などを通じて、かえって潜在成長率を低下させる可能性もあるなど、副作用の存在にも留意が促された。

また、高圧経済は、賃金や物価の上昇にもつながるとの見方も示された。もっとも、需要超過にある介護など成長産業の価格が規制されていること、多くの高スキルの女性が単純な仕事をしているため労働の質の面でスラックが存在している可能性があること、人工知能などの技術導入が高圧経済下で促されること、価格を据え置くノルム（規範）が根強くあることなどから、上昇するまで時間を要する可能性も指摘された。そうしたもとでも、2%の物価安定の目標については、中長期的に目指すことには異論はないとの意見が多く聞かれた。

さらに、景気循環と経済成長が連関するもとでも、金融政策は景気循環の安定を目指すという基本的な考え方は変わらないとの見方が概ね共有された。一方、成長トレンドの引き上げのためには構造政策が割り当てられるべきであるが、金融政策と構造政策が相互に影響をみながら政策を実行していくことも重要と指摘された。

* 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。なお、本稿に関する照会は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）まで。

本稿は、2017年11月30日、日本銀行本店にて開催されたコンファレンス「景気循環と経済成長の連関」（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。コンファレンスでは、計5本の論文が報告されたあと、全体の総括討議が行われた（プログラムは、別添1を参照）。

以下では、プログラムに基づき、開会・閉会の辞、セッションごとの論文報告、指定討論者によるコメント、リジョインダー、フロアも含めた討論、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）。なお、全体の議事進行は、笛木により進められた。

1. 開会の辞

日本銀行副総裁の岩田は、標準的なマクロ経済学の教科書では、経済の中長期トレンドを分析する経済成長論と、トレンド周りでの短期的な経済変動を分析する景気循環論とが、異なる章で別々に議論されていると指摘した。そのうえで、今回のコンファレンスの目的は、こうした「景気循環と経済成長の二分法」を超えて、短期変動と中長期トレンドの間の関係性について理解を深めることだと述べた。

また、日本が1990年代のバブル崩壊以降長期にわたる低成長を経験したことに触れ、これを打開するため、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略のいわゆる「アベノミクスの三本の矢」に取り組んでいると述べた。これに関して、標準的なマクロ経済学の教科書によれば、金融緩和と財政政策は短期的な景気循環の安定化、成長戦略は成長トレンドの引き上げのために重要だと整理されるとした。そのうえで、景気循環と経済成長が連関するということであれば、こうした望ましいポリシー・ミックスを巡る議論や、現在の政策の評価にも、影響を与えうると指摘した。

最後に、本コンファレンスにより、景気循環と経済成長の連関に関する様々な論点について知見を深め、日本経済が安定的かつ持続的な成長を実現していくための政策について、一段と深い洞察が得られるものと期待すると述べた。

2. 導入セッション

「景気循環と経済成長の連関」：古賀麻衣子（日本銀行）

報告者の古賀は、今回のテーマに即し、①景気循環と経済成長の連関とはどういうことか、②両者は実際に連関しているのか、③景気循環と経済成長の連関メカニズムとして、理論的にはどのようなメカニズムが考えられるのか、④

実証分析の結果として何が分かっているのか、という4つの論点を挙げた。そのうえで、事実関係の整理や先行研究の紹介を行い、後に続く報告論文の問題意識を提示した。

まず、古典派の二分法の基本的な考え方では、経済成長トレンドは、人口、技術進歩、資本蓄積といった周期の長い変動要因（いわば供給要因）を反映する一方、景気循環は、主に需要要因を反映するとされることが多く、より短期的な変動を指すと整理した。しかし、現実には、資産バブルの崩壊や金融危機という大幅な景気後退ショックの後に、経済がそれまでのトレンドを持続的に下回る傾向があると述べた。こうした事実を踏まえると、景気循環と経済成長の二分法は常に成立するものではなく、両者は関連している可能性が示唆されると指摘した。

次に、OECD 諸国の長期時系列データを用いた実証分析の結果を報告した。一時的な景気後退ショックが生じた後に、各国の経済成長率が下方に屈折するとの結果を受け、景気循環が経済成長トレンドに影響を及ぼす「履歴効果」が確認されるとした。

続いて、「景気循環が経済成長に与える影響」と「経済成長が景気循環に与える影響」に分けて、先行研究で示されているメカニズムや要因を整理した。まず、「景気循環が経済成長に与える影響」に関し、①失業に伴う人的資本の毀損など労働市場における履歴効果を通じたメカニズム、②研究開発投資など企業行動に着目したメカニズム、③社会資本投資の蓄積に伴い生産性が上昇するなど財政政策を通じたメカニズム、を指摘した。また、「経済成長が景気循環に与える影響」については、人口動態や技術進歩のほか、それに対する期待といった要因が総需要変動に影響を与えると指摘した。

最後に、様々なメカニズムを通じて景気循環と経済成長は関連している可能性があるものの、全体としてはどのメカニズムが重要かという点について理論分析・実証分析の蓄積が待たれると述べたほか、国ごとの違いについても検討すべきだと指摘した。また、こうした関連があるもとの、金融・財政政策・構造改革の役割はどうあるべきかという論点も重要だと述べた。

3. 第1セッション 座長：宮川努（学習院大学）

3-1 「為替ショックに対する雇用調整」：川口大司（東京大学）

（1）論文報告

報告者の川口は、短期的なショックに起因する雇用調整が、企業特殊的な人

的資本の蓄積を阻害し、中長期的な経済成長トレンドを低下させる可能性がある」と述べた。そのうえで、短期的な為替レート変動の影響が、企業特長的な人的資本とみなせる正規雇用者数と、非正規雇用者数に及ぼす影響について、経済産業省「企業活動基本調査」の企業別データを用いた実証分析の結果を報告した。

まず、輸出依存度の高い企業について、円高時の雇用調整をみると、非正規雇用者数は大きく減少する一方、正規雇用者に関しては雇用調整が行われない。次に、円高の翌年の影響も検証したところ、正規雇用者は翌年になって雇用調整される一方で、非正規雇用者は、円高時に減少した後、翌年には増加に転じるとの結果が得られた。このことは、輸出企業が、一時的な円高に対して正規雇用者を解雇しないで済むように、非正規雇用者をバッファーとして用いていることを示していると述べた。また、長期にわたって徐々に調整が起こる可能性を考慮した自己ラグ付きのモデルを推計したところ、輸出企業は、円高時に正規と非正規の双方の雇用者の調整をするものの、非正規雇用者の方が調整スピードが速いとの結果が得られた。

一方で、輸入依存度の高い企業については、円高がプラスに働くと予想していたものの、自己ラグなしのモデルでは、統計的に有意な結果は得られなかった。また、自己ラグ付きのモデルでは、円高時に雇用を減らすという予想に反する結果となった。

最後に、「賃金構造基本統計調査」を用いて、正規雇用者では、残業代や賞与など賃金による調整が行われていることを示した。そのうえで、企業は、こうした調整弁も用いて正規雇用者の労働保蔵を行っている可能性を指摘した。

(2) 討論者からのコメント

討論者の一上は、人件費・売上高比率や非正規雇用者比率によっても雇用調整の大きさが異なりうるため、これらを勘案したモデルを用いることを提案した。このほか、輸入依存度として輸入額・仕入高比率を用いる代わりに、輸入額・売上高比率を用いることを提案した。これは、売上高対比で仕入高が小さい場合、仕入コストは重要ではなく、為替の影響を受けにくい可能性があるためとした。

また、基本モデルと自己ラグ付きモデルの推計結果を比較して、後者でのみ輸入企業が円高により雇用を減らすと推計される点や、自己ラグの係数がほぼゼロの場合でも他の係数の大きさが全く異なる背景を考察する必要があると論じた。自己ラグ付きのモデルでは、推定する際に系列相関がないことを前提にしているが、この前提が満たされていないため、結果にバイアスが生じている

可能性を指摘した。

このほか、企業がショック時に賃金調整を行っているかを検証するには、年次統計の「賃金構造基本統計調査」ではなく、「毎月勤労統計調査」を用いる方が適切ではないかと述べた。また、平均勤続年数や賃金カーブの傾きを企業特殊的人的資本の代理変数とすることで、企業特殊的人的資本が重要な業種ほど非正規雇用者を調整する傾向があるかを検証するアイデアは、非常に興味深いと評価した。もっとも、一部業種の結果を示すにとどまっているため、データが存在する全業種について分析することを提案した。

最後に、本論文は、労働市場の二重構造が人的資本蓄積とショック吸収の両立を可能とすることを示唆しているようだが、二重構造が景気循環と経済成長に影響する他の経路や、どのような労働市場が望ましいかという点について議論してはどうかと問題提起した。

(3) 質疑応答

フロアからは、細野が、企業の金融制約や売上のボラティリティが雇用調整のスピードに影響を与えている可能性があるかと述べ、そうした要因についても分析することを提案した。また、非常に大きな為替レートショックがあった場合には、非正規雇用者だけでなく正規雇用者も調整をするという非線形性を検証してはどうかとコメントした。上田は、①為替レートが名目変数で、労働が実質変数などと混在しているほか、契約通貨の違いも勘案されておらず、こうした点を修正すれば結果も変わるのではないかと、②為替レートを変動させる根源的なショックにより雇用調整に与える影響は異なるのではないかと、③雇用形態別だけでなく、性別や年齢別などについても分析すると興味深い、とコメントした。また、青木は、輸入企業の結果があまりうまくいっていない理由は、為替レートから最終財価格へのパススルーが遅れるためかもしれないとの見方を示した。宮尾は、①単体か連結か、②海外現地生産をしているか、③海外子会社の有無、などの要因もコントロールすることを提案した。関根は、輸出と輸入が関連する可能性もあるため、純輸出を用いて頑健性を確認することを提案した。開発は、非正規化の進展や企業の海外生産動向などによる影響をみるため、サンプル期間を区切るなどの対応を検討してはどうかとコメントした。横山は、一上の自己ラグ付きモデルの推計結果に関するコメントについて、平均回帰の強さが輸出企業と輸入企業で異なることが結果に影響しているのではないかと述べた。新谷は、米国では金融危機後に同一企業内でフルタイムの社員がパートタイム・時短にシフトしていたことを紹介し、これも企業特殊的技术を維持するための労働保蔵の一形態として解釈可能としたうえで、日本の状況について問うた。

報告者の川口は、一上のコメントに対して、人件費・売上高比率や輸入額・売上高比率を用いることを是非検討したいと述べた。また、基本モデルと自己ラグ付きモデルの結果が異なる背景について、系列相関があり結果にバイアスが生じている可能性は否めないとして、操作変数の取り方を工夫するなど対応を考えたいと応じた。最後に、目指すべき労働市場について、企業特殊的熟練の重要性が低下している可能性があるもとでは、他の先進国と同様、金銭解決が可能な解雇法制の整備が必要となるのではないかとの認識を示した。細野のコメントについて、金融制約による影響は非常に重要だと応じた。開発と細野のコメントについて、非線形性は否めないとしながらも、時系列方向のサンプル数が少ないため、試してみたがうまくいかなかったと応じた。上田のコメントについて、性別・年齢の違いについてはもっともな指摘だがデータの制約上分析できないと述べた。最後に、青木のコメントに対し、輸入企業が直面している需要関数の弾力性は非常に重要であるとの認識を示した。

3-2 「日本における財政赤字削減ルールの動学分析」：二神孝一（大阪大学）

（1）論文報告

報告者の二神は、財政再建は短期的には景気悪化要因だが、将来の財政余力を高めることで中長期的な経済成長につながると考えられるとした。そのうえで、①財政再建目標の違い（政府債務の対GDP比率を目標にした **debt policy rule** と財政赤字の比率を目標にした **budget deficit policy rule**）や目標達成までのスピードの違い、②財政再建の手段の違い（歳出削減や消費税・所得税増税など）、が経済厚生に及ぼす影響について、内生的成長モデルを用いた分析を行った。

分析により、①どちらのルールに基づいても、歳出削減により財政再建を目指したときは経済厚生は高まり、財政再建のスピードを速めるほど改善が大きくなる、②**budget deficit policy rule** よりも **debt policy rule** の方が改善効果は大きい、③消費税率を引き上げた場合は経済厚生の改善幅が小さくなる、④資本所得税率を引き上げた場合は経済厚生が悪化する場合もある、との結果が得られた。もっとも、家計が政府消費に対する効用を非常に大きく感じている場合には、**debt policy rule** の下で、消費税率引き上げと（年金など）家計への所得移転削減による財政再建を行うことが、経済厚生を最も高めるとの結果を報告した。

（2）討論者からのコメント

討論者の上田は、シンプルなモデルに基づいて、財政再建がどのようなメカニズムで長期的に影響を与えるか、定量的な結果も踏まえながら明快に説明していると高く評価した。そのうえで、①財政再建目標が信頼されないケースを政治経済学的アプローチで分析してはどうか、②公的資本が経済成長に影響

を与えるという仮定を検証すべきではないか、③公的資本は一様に減耗するのではなく、確率的に非連続に減耗すると考えられないか、と問うた。

また、本モデルでは、金利の低下を受けて公的支出・資本が増加することが重要な役割を果たしているとして指摘し、金利がほぼゼロである現在の状況は最適と考えてよいのか問うた。さらに、資本所得税率などのカリブレーションの妥当性に疑問を呈したほか、モデルから導出される金利や税収入の定常状態と実際のデータの整合性や、定常状態での最適な政府債務比率を検証することを提案した。これに加えて、本論文では、増税の影響を試算する際に、政府支出も同時に変化させていると指摘したうえで、増税による影響のみを試算するために政府支出を不変としてシミュレーションすることを提案した。

最後に、非ケインズ効果や最適な政府債務水準に関する先行研究に対し、本論文がどのように貢献しているのかを明確にする必要があると述べた。

(3) 質疑応答

フロアから、関根は、本論文では合理的なりカーディアン家計のみを仮定しているが、実際には非リカーディアン家計が一定程度存在しているはずだと指摘し、非リカーディアン家計を考慮した場合に結論が変わりうるかを問うた。また、本論文によれば、2014年の消費税増税は経済厚生を改善したと解釈されるが、その後景気が停滞したことを踏まえると単純には言い切れないと思うと述べた。開発は、本論文では、政府支出のうち一定割合が政府消費で、残りが政府投資であると仮定しているため、政府消費と政府投資が同方向に動くとして指摘した。そのうえで、政府消費と政府投資が違う方向に動きうるとした場合、より現実的な歳入・歳出政策の様々な組み合わせを検証できるようになるのではないかとコメントした。宮尾は、①資本所得にアクセスできない家計の存在を勘案することを提案したほか、②財政の持続性を議論するためには、非常に安心な年金制度が仮定されている部分を修正すべきではないかとした。陣内は、財政再建に伴う経済厚生の変化は世代間で異なるはずであるが、それを捨象したモデルで経済厚生を議論する理由を問うた。青木は、lump sum taxがないモデルなので、理論的には最適な債務水準は負となると考えてよいか問うた。伊藤は、金融市場参加者の間では消費税増税のさらなる延期を予想する向きもあり、そうであれば経済成長や経済厚生を低下するはずであるとしたうえで、一方で足もと株式市場が好調であることをどう考えたらよいかと問うた。

報告者の二神は、上田のコメントに次のように応じた。まず、財政再建目標に対する信頼度を考慮に入れた分析は非常に重要で、今後の研究課題としたいと返答した。また、公的資本が経済成長に正の影響を与えるという実証研究は

多数あるため、これを仮定することは妥当と考えられるものの、どの程度の影響があるかは議論の余地があると返答した。公的資本の減耗率については、連続的ではなく確率的に減耗するとした方が現実的だと考えられるとして、将来の研究課題としたいと述べた。定常状態と実際のデータについては、比較する必要があると同意を示したほか、金利に関するコメントやカリブレーションについても検討すると述べた。増税のシミュレーションに関するコメントについては、政府支出を不変とするとシステムが不安定になる可能性が高いと指摘した。先行研究との関係については、もっともだと応じた。関根と陣内の家計の異質性に関するコメントについて、財政再建に伴う世代間の対立など重要な問題を分析するために、世代重複モデルなどを用いて家計の異質性を導入することは可能であるが、現在のリカーディアンを仮定したモデルでも一次近似としては有用ではないかと述べた。また、関根の消費税増税に関するコメントに対しては、モデルの性質上、短期の景気後退について言及することは難しいと返答した。開発のコメントに対しては、同意を示し、現実に即せば、政府支出のうち政府消費が占める割合は一定とするよりも変動させた方が望ましいとした。宮尾のコメントについて、計算負荷が高まるが、金融市場にアクセスできない家計を導入することは可能だと応じた一方で、年金については本研究とは異なる枠組みが必要になると述べた。青木のコメントについて、最適な債務水準は正負どちらともなりうると応じた。伊藤のコメントについて、本モデルでは人々が完全に合理的と仮定しているため、短期の非合理的な行動を分析するのは難しいと応じた。

4. 第2セッション 座長：関根敏隆（日本銀行）

4-1 「リスクテイク、格差と経済成長」：楡井誠（東京大学）

(1) 論文報告

報告者の楡井は、日本経済が成長のモメンタムを失った背景には、家計の金融資産が、リスクを伴う研究開発などを行う企業に効率的に配分されなかったことがあったのではないかと指摘した。そのうえで、本論文の目的は、NISAなど家計にリスク資産の保有を促す政策の影響を定量的に検証することであると述べた。具体的には、①長期的な所得水準は高まるか、②家計の所得分布はどう変化するか、という疑問に答えるべく、事業リスクにさらされる個別株式の一部をプールした投資信託が存在するもとの、ポートフォリオの選択に応じて家計間に異質性が生じる動学的一般均衡モデルを用いた分析を行った。

まず、モデルから導出される家計の資産所得分布は、パレート分布に従うことを確認した。また、投資信託の販売手数料や信託報酬を減少させると、企業

の資本蓄積が進むことなどから、労働生産性が上昇し、賃金や家計所得も増加して、経済厚生が改善するとの結果を示した。

また、投資信託の信託報酬が投資額の2パーセント程度からゼロに低下した場合を試算すると、産出量が増加するほか、賃金上昇により労働者と富裕層の格差は縮小する一方、家計の資産のジニ係数が上昇することに伴い、富裕層間の格差は広がると述べた。加えて、無リスク金利が低下することも示し、家計のリスクテイク行動の変化が、近年の世界的な無リスク金利の低下の一因となっているのではないかという見方を示した。

(2) 討論者からのコメント

討論者の高橋は、家計によるリスク資産の保有を促す政策の効果や格差への影響について、家計・企業の異質性を考慮した最先端の手法を用いて分析した素晴らしい論文であると評価した。

コメントとしては、投資信託のコストを低下させると、安全資産からリスク資産にポートフォリオがシフトするはずであり、無リスク金利が低下するという結果は直観に反するとし、無リスク金利の決定メカニズムを説明してほしいと述べた。関連して、モデル上、無リスク金利の低下が重要な役割を果たしているように見受けられ、そうであれば、家計に安全資産の保有を促すような政策が重要という、本論文のそもそもの動機とは異なる結論が得られてしまうのではないかと指摘した。

また、①モデルでは労働所得に異質性がないと仮定しているが、現実には退職者ほど資産保有が多い、②モデルではポートフォリオに異質性がないとしているが、現実には資産の少ない家計ほど安全資産の比率が高いのではないかと指摘し、こうしたモデルで捨象している異質性が経済厚生に与える影響も検討すべきとコメントした。

最後に、本モデルでは、投資信託のコストを変更すると生産量と格差にトレードオフが生じるため、「最適なコストの水準」について議論できるのではないかとコメントしたほか、家計の資産保有に補助金を出した場合の影響を政府の予算制約も勘案しつつ分析するのも興味深いと述べた。

(3) 質疑応答

フロアからは、上田が、本分析を米国に応用して日本と比較すると興味深いと述べた。また、それぞれの投資信託は一部の株式にしか投資できないという設定となっているが、すべてに投資できる場合はモデルの結果はどうなるのか問うた。青木は、①投資信託の購入に固定費を導入してモデルを計算すること

は可能か、②コブ・ダグラス型の生産関数を仮定しているにも関わらず労働分配率の変動する理由は何か、と問うた。宮尾は、日本では、家計は住宅投資という大きなリスクをすでに抱えているため、他のリスク資産への投資が進んでいない可能性がある」と指摘し、不動産・住宅サービスなどをモデルに導入することを提案した。植田は、直接金融のコストが低下すると資本の限界生産性が低下するという本報告の結果とは異なり、米国などでは投資の利潤率は上昇傾向にあると指摘した。そのうえで、本モデルでグローバルな長期金利の低下を説明することに疑義を呈した。また、日本の家計の資産という中では、土地と住宅の占める割合は非常に大きいと述べ、相続税など土地・住宅に係るコストを変更した場合の効果も試算してはどうかと提案した。渡辺は、本モデルでは事業の収益率の確率過程は外生であるが、実際には家計のリスク投資が変動すれば、事業リスクも内生的に変動するのではないかと指摘した。また、本モデルでは、個々の事業のリスクは大きくなくとも、格差が大きくなりうることを示しているが、現実には事業やそのもととなるアイデアに大きな差があるのではないかとコメントした。塩路は、リスク性資産の購入費用とそれを引き下げる政策は、具体的にどのようなものを想定しているのかと問うた。またそのような政策の下で、金融知識が不足する家計がむしろリスクの取りすぎに走る可能性を心配した。また、本モデルは完全に合理的な家計を仮定しているが、高齢化などに伴い認知能力が低下する可能性を踏まえ、誰がどのような方針で資産保全・管理を図るのかを議論すべきなのではないかと述べた。川上は、①失業など労働市場のリスクを取り入れることを提案したほか、②マクロ的なショックを導入したらどうなるのかと問うた。八代は、本モデルで分析しているリスクテイクの結果としての所得格差と社会問題としての格差を一緒に議論すべきではないと指摘した。服部は、現実では金融教育が進めば取引コストが同じでもリスク資産投資を行う家計が増えると考えられると指摘したうえで、今のモデルでは金融教育の効果は、直接金融のコストが下がる効果と同様な扱いでよいかと問うた。細野は、本モデルでは労働分配率は上昇するという結果を示しているが、世界的には過去30年のトレンドでみて労働分配率は低下していると指摘した。また、企業が現金など安全資産を大量に保有しているという事実を本モデルは説明できるのかと問うた。

報告者の楡井は、八代の格差に関する指摘について、本モデルの格差はリスクをとったあとの事後的なものであり、社会的格差とは異なると述べた。また、青木と細野の労働分配率に関するコメントについて、資本係数が上昇すると、純所得が減少し、国民所得（NI）に対する労働分配率は上昇すると述べた。もっとも、労働分配率に関する結果は頑健でないと留保した。青木と服部のコメントについては、金融教育は「リスク資産市場に参加するための固定費用」を

低下させると解釈できると述べ、固定費用を取り入れるとモデルが非線形になり難しいが、ぜひ検討したいと応じた。また、宮尾らの不動産に関するコメントについては、検討の余地があると述べた。植田の長期金利に関するコメントについては、米国など先進国ではなく、新興国で資本蓄積が進んだことが影響して、無リスク金利の低下が引き起こされているのではないかという見方を示した。最後に、川上が指摘した労働リスクについては、重要性には同意しつつも、本論文で焦点を当てた家計のポートフォリオ選択ではなく、労働市場の本格的な分析が必要となると述べた。

4-2 「再帰的バブル、景気循環、および経済成長」：陣内了（一橋大学）

（1）論文報告

報告者の陣内は、バブルと履歴効果との関係について、動学的一般均衡モデルにバブルを組み込んで分析した結果を報告した。モデルの特徴は、①金融市場が不完全なため、資本は生産要素としてだけでなく、資金調達をする際の担保としての価値もある、②稼働率が上昇すると資本の減耗率も上昇する、③資本蓄積をすることで「経験・知識の集積を通じた学習（learning by doing）」が進み、内生的に技術が進歩する、ことである。特に、①については、1単位の資本を担保に調達可能な資金量が多いほど、金融市場が発達していると解釈できるとした。さらに、バブル期とファンダメンタル期という2つのレジームの間でスイッチを繰り返すという再帰性を組み入れた。

分析によると、バブルはボラティリティを高める一方、中長期の経済成長トレンドに及ぼす影響は、金融市場の発達度合いに依存すると述べた。具体的には、金融市場が未発達であった場合は、バブルにより流動性が供給されるため、資本蓄積が進み、これに伴う技術進歩により、経済成長率が高まる。一方で、金融市場が十分に発達している場合には、バブルは長期的な成長率を低下させる。これは、ファンダメンタル期に、いずれバブル・レジームに転じて成長するとの期待を受けて、成長率が低下するためと説明した。すなわち、バブル期待から、消費が増加するものの、労働時間や投資は減少するほか、バブル期には流動性制約が緩和するとの期待から、資本の担保価値が下落し、結果として資本の稼働率が上昇して、資本減耗が促進される。

最後に、米国と日本を対象に、本モデルを推計し、バブル期とファンダメンタル期を識別した結果を示した。

（2）討論者からのコメント

討論者の青木は、報告論文について、モデルを用いてバブル期とファンダメ

ンタル期を識別した点などを非常に高く評価した。そのうえで、本コンファレンスのテーマと関連付け、「景気循環から経済成長への経路」として、バブルの発生・破裂による資本稼働率や労働供給のアップダウンを通じ、景気循環と経済成長が正相関するメカニズムを記述していると述べた。一方で、「経済成長から景気循環への経路」として、バブル期での成長に対する期待が異時点間代替を通じてファンダメンタル期に影響するメカニズムがあると整理した。もともと、異時点間代替に強く依存したモデルであるため、こうした代替が本当におこっているか議論の余地があるとコメントした。

また、本モデルでは、バブルの平均的な収益率が資本のそれよりも低いとの結果が得られると指摘したうえで、モデル上のバブルの解釈として、日本のバブル期に急激に値上がりした土地などが当てはまるのか、とくにモデルをデータに対応させる際には考えておく必要があると述べた。

さらに、バブル期とファンダメンタル期の識別の際に、バブル期を「高成長・高ボラティリティ」、ファンダメンタル期を「低成長・低ボラティリティ」と仮定していると指摘した。これに関しては、バブル期にボラティリティが高いかどうかは理論的に頑健ではなく、データをみても日本のバブル期のように経済変動が小さい時期もあるとコメントした。そのうえで、与信関連の指標はバブル期を的確に捉えていると考えられるため、日本銀行が作成している金融活動指標などを用いて識別してはどうかと提案した。

(3) 質疑応答

フロアから、福田は、バブル崩壊の可能性により担保制約が強くなり成長率を低下させるというファクターも存在するのではないかとコメントした。二上は、本モデルのような異時点間代替が働くためには、「現在バブルである」と認識していることが前提となるが、バブルは弾けるまで分からないという見方もある。この点をどう考えるのかと問うた。開発は、金融市場の成熟度を表すパラメーターは重要なはずだが、推計されず固定されていると指摘し、仮に値を変えた場合、レジームの識別の結果がどの程度変わるのか問うた。白塚は、2つのレジーム間でスイッチを繰り返す場合、長期的な成長率はどう決まるのかと質問した。植田は、バブル崩壊により金融システムはダメージを受けるはずなので、金融市場の成熟度を表すパラメーターは内生的に変動させるべきではないかと述べた。また、バブル崩壊を経験すると、バブルを期待しなくなる可能性もあると述べた。そのうえで、バブルが崩壊したら金融当局が手厚い支援策を発動するという期待などを前提にしなければ、バブルが再帰的であるという仮定は正当化されないのではないかとこの見方を示した。服部は、オイルショックの時期(1973年と1979年)にバブルと識別されている点が直観に反す

ると述べ、非常に大きな負の供給ショックを反映しにくいモデル特性があるのかと問うた。

報告者の陣内は、青木のコメントを受けて、バブルの解釈に関する指摘は尤もだとしながらも、歴史的なバブルの事例をみると様々な固有の特徴があるが、本論文のモデルはバブルの一般的な側面を捉えているのではないかとの認識を示した。バブル期にも高ボラティリティではないケースがあるという指摘には、識別条件を検討したいと述べた。青木や一上の異時点間代替に関するコメントについては、現実においてもバブルが将来起こる可能性が少しはあると認識されていると思うと応じた。また、福田のコメントに対して、バブルが崩壊する確率が高い経済と低い経済を比較するなど分析を深めたいとした。開発と植田のパラメーターに関する指摘や、植田が指摘したバブルの再帰性に関するコメントについては、今後の検討課題としたいと述べた。服部のコメントについては、金融変数なども入れて現在再推計中であり、改善させていきたいと応じた。白塚のコメントに対しては、バブル期とファンダメンタル期の長さの比率によって、長期的な成長率も変化しうると述べた。

5. 総括討議

モデレーター：渡辺 努（東京大学）

パネリスト：塩路悦朗（一橋大学）、早川英男（富士通総研）、
福田慎一（東京大学）、関根敏隆（日本銀行）

総括討議では、パネリストによるプレゼンテーションの後、フロアも交えて議論が行われた。

5-1 パネリストによるプレゼンテーション

モデレーターの渡辺は、①なぜ今景気循環と経済成長の連関が大事なのか、②景気循環と経済成長をどう識別するのか、③中央銀行は政策決定に際して経済成長を考慮すべきか、という3つの論点を提示した。こうした論点について、各パネリストはプレゼンテーションを行った。

（1）関根敏隆（日本銀行）

関根は、1点目の論点について、問題意識は以前から持っていたと述べた。そのうえで、経済成長が景気循環に影響する例として、趨勢的な人口減少が、期待成長率の低下を通じて消費や投資を減少させ、需給ギャップを低下させることなどで、物価動向に影響を与えてきたと指摘されている点を挙げた。また、景気循環が経済成長に影響する例として、近年、好景気のもとで人手不足とな

っていることの影響を挙げた。こうした高圧経済に直面し、企業は省力化投資やビジネス・プロセスの見直しによって生産性を引き上げようとしており、その結果として潜在成長率が上昇することが考えられると述べた。このような議論を踏まえると、景気循環と経済成長の連関を解明することは今日的に大変重要であるとコメントした。

次に2点目の論点について、景気循環と経済成長の識別は簡単ではないことを、フィリップス曲線に基づいて主張した。すなわち、標準的なフィリップス曲線によれば、インフレ率は、需給ギャップや予想インフレ率によって決まるが、これらは、景気循環要因だけではなく、期待成長率など趨勢的な要因にも影響を受けるため、識別は難しいと説明した。

また、3点目の論点については、金融政策の波及メカニズムの一つとして、経済成長を通じた経路も考慮に入れる必要はあるものの、長期的な成長率の引き上げのためには、金融政策ではなく、成長戦略など構造政策を割り当てるべきと述べた。そのうえで、循環要因と構造要因の識別が難しいことを踏まえると、金融政策、財政政策、構造政策をパッケージで打ち出すことが望ましいとの見方を示した。

(2) 福田慎一（東京大学）

福田は、サマーズが提唱する「長期停滞論」は、リーマンショック前のGDPのトレンドに比べて足もとのGDPが低いという点を問題視する見方であると述べた。この意味では日本も長期停滞にあるとしたうえで、その背景としては、グローバルな貯蓄超過問題など世界共通の要因に加えて、日本固有の問題も影響していると指摘した。すなわち、1990年代のバブル崩壊後、不良債権問題の解決に非常に時間を要したことが尾を引き、生産性の低下やイノベーションの減退につながったとの見方を示した。これに関連して、①金融危機に伴う大きな負のショックにより、本来は退出すべきではない効率的な企業も退出してしまった、②2000年代の経済回復が、リスクマネーの供給主体でなく、銀行中心で行われたため、大きなイノベーションが生み出されなかった、と述べた。

また、少子高齢化は、財政赤字や社会保障等の問題とも絡みつつ、将来不安を生み出していると指摘した。人口減少は、需要面と供給面の双方に縮小圧力をもたらすが、供給面の問題はロボットや人工知能などで補完可能な面が非常に強いため、超過供給というかたちでデフレ圧力となるのではないかと主張した。

このほか、「実感なき景気回復」も論点として挙げた。この背景については、リーマンショック前のトレンドからすればもっと景気は回復してもいいはずだ

という感覚があるのではないかと指摘した。

最後に、経済政策について、構造改革の重要性を強調した。供給サイドの改革は成果が出るまで時間を要するものの、確実に成果が出るとの確信を与える構造改革が、消費や投資、総需要を増やす政策になるとの考えを示した。

(3) 早川英男 (富士通総研)

早川は、経済成長と景気循環は連関しているとの見方を示した。そのうえで、高圧経済論が示すように、良好なマクロ環境を長く続ける政策を行うことで潜在成長率は上昇するののかという論点は、極めて重要であると指摘した。

歴史的にみれば、高圧経済は、バブルなどを通じて資源配分を歪め、成長率を引き下げる例が多いとした。一方、高圧経済で潜在成長率が上昇した例は経済発展論になり、例えば「ルイスの転換点」の時期が考えられると述べた。すなわち、日本や中国の高度成長期には、景気を過熱気味に維持することで、都市部を人手不足にし、生産性の低い農村部からの労働移動を通じて、成長率が上昇した。

結局、経済成長は資源配分の問題であり、高圧経済により潜在成長率が上昇するためには、wise spending (賢い投資) が促されるかという視点が重要との見方も示した。そのうえで、米国では、インフラの劣化が激しいため、インフラ投資は wise spending であるとした。日本では、生産年齢人口が減少する中、省力化投資は wise spending になり得ると述べた。

もともと、高圧経済に伴う副作用など、留意すべき点があると指摘した。すなわち、省力化投資の投資期間は短いため、長期金利を引き下げる政策の効果には議論の余地があると述べた。また、超低金利政策が長期化することで、金融仲介機能が劣化すれば、潜在成長率が低下する可能性にも留意が必要であると指摘した。最後に、高圧経済が潜在成長率や自然利子率を上昇させるとしても、物価上昇につながるまでには相当な時間を要し、その前に次の景気後退が来ってしまう可能性に留意を促した。

(4) 塩路悦朗 (一橋大学)

塩路は、景気循環と経済成長が、政策を通じて連関するメカニズムを整理した。具体的には、①長期的な要因が、特定の政策の選択を促して、短期的な景気循環にも影響することや、逆に、②放置しても回復できるような短期的な不況に対し、政策を発動してしまったがために資源配分を歪め、長期的な経済成長に影響することが考えられるとした。

1点目については、部門間で不均一な成長があるなかで、リーディングセクターにスムーズに資源が配分されると経済成長するはずだが、政治経済学的要因によりスムーズさが損なわれる可能性を指摘した。すなわち、ある部門が既得権益を獲得すると、自らの利害と一致しない経済政策への抵抗勢力となりうる。この部門の利害が短期的な経済政策の選択に影響を与え、景気循環にも影響する可能性があるとして述べた。リーディングセクターになりつつある部門としては、有効求人倍率の高い接客、介護、保育といった対人サービスを挙げた。こうした産業は政治力が弱いいため、政策選択にこれらの産業の利害が反映されず、規制改革が遅れ、賃金も上がっていないと述べた。

2点目に関しては、金融危機に伴う政府による直接的な金融市場への介入や、深刻な不況に対応するための経済政策は、政治経済学的な要因により、往々にして資源配分を歪める形で行われることが多いという見方を示した。こうした政策の例として、財務状況が悪化した企業に対する寛大な政策がゾンビ企業の温存につながったり、世界金融危機時の米国における金融機関への対応が国民の間の不公平感を助長し、さらなる介入的政策の採用を誘発した可能性を指摘した。

最後に、リーディングセクターが出現した場合にサポートできるよう、政府の財政余力を確保することが重要であると述べた。

5-2 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、主に高圧経済や金融政策について、フロア参加者も含めて議論が行われた。

(高圧経済は生産性を上昇させるか)

モデレーターの渡辺は、標準的な経済学が想定しているように、高圧経済は価格や賃金によって調整されると考えるのが妥当ではないかとし、高圧経済が生産性や潜在成長率を引き上げるという見方に疑問を呈したうえで、パネリストに意見を求めた。

関根は、高圧経済が生産性を引き上げる条件として、2点を指摘した。1点目は、生産性が低く、引き上げ余地があるということであり、実際に日本では米国の6～7割程度しかないとの計測結果があることを紹介した。2点目は、デフレマインドが強いことであり、日本の企業は他社への需要シフトをおそれ、価格引き上げに慎重であると述べた。こうしたもとでは、企業は、価格を引き上げる前に、まずは生産性を上昇させようとするとして指摘した。

福田は、履歴効果からの脱却には大きなプラスのショックが必要であり、高

圧経済はその役目を果たしうるという見方を示した。もつとも、履歴効果の影響を受けていないセクターが少なからずある場合、高圧を一様かけると資源配分の歪みを引き起こす点には留意を促した。また、将来への期待を好転させていくことも、高圧経済には望まれると述べた。

早川も、やみくもに高圧をかけても成功するとは限らないという見方を示した。また、最近でも価格調整メカニズムが働いている部分もあり、その例としてパートやアルバイトの時給が明確に上昇している点を挙げた。

塩路は、圧力は相応にかかっているものの、リーディングセクターとして雇用吸収が期待される産業は、規制産業が多く、価格引き上げに制約があると指摘した。さらに、本来であれば財政を通じてリーディングセクターが拡大するところ、政府の財政余力が不十分なことが、高圧経済が長期的な成長や賃金上昇に結びつかない一因であるとの見方を示した。

フロアからは、門間が、非正規労働者を中心に賃金は上昇してきているものの、介護や保育のような供給不足のセクターで制度要因により調整が進まない状況では、生産性の改善努力に限界が来ても、物価はなかなか上がらないのではないかとの見方を示した。また、株主重視のコーポレート・ガバナンスが構築され、シリコンバレーでイノベーションが進み、労働市場もジョブ型で流動性の高い米国でさえ、計測誤差の可能性もあるものの、生産性が低迷していると指摘したうえで、構造改革の決め手になる政策を打ち出していくことは非常に難しいと述べた。

福田は、門間のコメントに同意を示し、日本経済にとって大きな不安要因は人口減少だが、これを解決していくのは難しいと述べた。また、日本では欧米に比べてベンチャー企業の数が少ないことに触れ、ベンチャー投資を増やすような金融市場改革は重要だと指摘した。早川は、極めて低価格なデジタル財を捕捉できているか疑わしいため、米国の生産性低迷は計測誤差による影響が大きいとの見方を示した。また、潜在成長率と自然利子率は特殊な条件下でしか一致しないことに注意を促した。そのうえで、米国ではスーパースター企業の成長に伴い潜在成長率が上昇している一方、そうした企業は内部留保を増加させているため、自然利子率は低下している可能性があるとして、これが賃金と物価が上昇しない背景にあるのではないかと述べた。宮川も、米国の生産性低迷については計測誤差が議論となっていると述べたほか、無形資本を考慮することで全要素生産性は低迷していないとの結果を示した先行研究に言及し、いまだコンセンサスは得られていないとコメントした。また、日本の研究開発投資を増加させればいいという議論に疑義を呈し、研究開発投資が生産性の上昇に結びつきにくくなっていることを示す研究があることを紹介した。これに関

連して、日本では、新技術がビジネスに結びつくまでの時間が非常に長く、これには明らかに規制の影響があると述べた。

（金融政策は循環だけでなく成長にも責任を持つべきか）

青木は、自然失業率仮説によれば、金融政策は失業率の長期的な水準に影響を及ぼすことができないため、短期的な循環である物価の安定に責任をもつべきだという考え方が導かれる。しかし、仮に成長と循環が強く関連するならば、金融政策は循環に責任をもつべきという基本的なスタンスを変えるべきなのかと問うた。

これについて、塩路は、金融政策が財政規律の緩みなどを通じて成長にマイナスの影響を与えることは簡単に起こりうる一方、プラスの影響を与えることは難しいと述べた。このため、循環と成長に関連があることを念頭に置きつつも、基本的に物価と金融システムの安定を目指して金融政策を運営することは変わらないのではないかとの見方を示した。早川も、金融政策が自然利子率に影響する可能性は理論的にはあるものの、それを政策的に活用可能かといえは懐疑的であるとの見方を示した。福田は、金融政策によって履歴効果から抜け出すことは理論的には可能としながらも、それを目指す政策は日本経済に必ずしも適していないとコメントした。すなわち、日本経済の停滞の背景には様々な個別の問題があるため、金融政策や財政政策を用いて一様に高圧的な政策をとることが適切かどうかには議論の余地があるとして、個別の問題にターゲットを絞った構造改革の方が適切なのではないかとの見方を示した。関根は、ティンバーゲンの法則に言及し、効率性の観点から、金融政策は物価、構造改革は成長に割り当てつつも、相互に影響をみながら政策を実行していくことが最適なのではないかと述べた。最後に、渡辺は、インフレ期待が過去長期にわたるインフレ実績や将来の人口予測と独立ではなく、フィリップス曲線にトレンド要因が入り込んでいることなどを考えると、金融政策は循環だけに注力すれば良いという発想にはなりにくいのではないかとの見方を示した。

（ルイスの転換点を迎えるか）

白塚は、現在は高齢者や女性の活用を通じて労働力人口を維持しているが、こうした動きにも限界がある中、日本経済はルイスの転換点を迎えるのか問うた。

これに対して、早川は、いずれ限界に達するとの見方に同意しつつも、高齢化による消費の構成変化に伴う問題も重要と指摘した。すなわち、日本では介護需要の大幅増が見込まれるが、こうしたサービスは生産性が上がりにくいいため、いわゆる Baumol 効果を通じ、単なる人口減の影響を超えて経済全体の成長

率も低下してしまう可能性がある」と述べた。また、規制が介護分野の生産性を押し下げている点も問題視した。川口は、女性や高齢者のスラックが枯渇するタイミングを見定めることは非常に難しいと述べた。また、日本の労働市場に特徴的な点として、自身の研究を紹介し、男女間で読解力のようなスキルに大きな差がないにもかかわらず、極端に女性のスキルの利用が抑圧されていることを指摘した。このように高スキルの女性が単純な仕事をしている可能性があるもとでは、こうした女性が好景気に伴う質の高い労働者への需要増を埋めてしまうため、ルイスの転換点を迎えるまで時間を要することも考えられると述べた。また、賃金については、新卒者が低賃金で労働市場に参入すると、構成効果から平均賃金が上がらないという点にも留意を促した。

（2%の物価上昇率目標をどう考えるか）

宮尾は、高圧経済が生産性の向上や技術革新を促し、物価に下落圧力を与え続ける可能性があるのであれば、2%目標というものをどう考えたらよいかと問うた。

これに対して、関根は、2%目標は先行き達成すべきものとして掲げ続ける必要があると述べた。また、目標達成までには時間がかかるリスクもあるとしながらも、現状では2%目標にしっかりと向かっていることを強調した。福田は、2%目標を中期的に掲げることに異論はないとした一方で、目標達成の後ろ倒しが続くと日本銀行の信頼を損ねうることに留意を促した。早川は、川口が指摘した労働市場の「質的スラック」も踏まえると、物価が上がるまでさらに時間を要する可能性があるコメントした。塩路は、長期的に2%を目指すことに異論はないとしたほか、高圧経済のもとで、スキルの高い人材がよりスキルを活かせる職に移るのであれば、低スキルの職種で賃金が上昇するはずだと指摘し、こうした動きは評価すべきだと述べた。

（過当競争と技術革新の物価への影響）

須田は、企業が価格を上げないのは、デフレマインドのためではなく、過当競争や技術革新などに伴う価格下落圧力が原因ではないかと述べ、高圧経済下でも物価は上がらないのではないかと問うた。

これに対して、関根は、過当競争などの影響を否認しないとしながらも、競争は欧米でもあるため、日本では「価格を引き上げたら市場を取られる」というマインドないしノルムの影響も大きいのではないかと指摘した。早川は、ノルムの重要性を認めつつも、メガバンクのように、人工知能など新技術を用いて既存ビジネスを効率化し、コスト削減を図る動きがあると指摘し、企業が価格を上げないのはノルムだけの問題ではない可能性もあると述べた。福田は、日

本がデフレから脱却できない背景には、過当競争や人々の期待の影響など様々な要因が複雑に絡み合っているということがあると述べ、1つの要因を取り除けば解決するというものではないとの見方を示した。塩路は、高圧経済のもとで、同じ製品を安く作る省力化投資は行われてきたが、潜在成長率を上昇させるうえで重要なイノベーションを起こす方向に向かっていないことを問題視した。そのうえで、新しいサービスを一番必要としていて購買力もあるのは高齢者だと述べ、高齢者の消費を促すような財政政策、構造政策、規制緩和が鍵となるのではないかとコメントした。

最後に、渡辺は、制度的な要因に加えて、過去に起きたことがノルムとしてインフレ率や自然失業率の決定に重要な役割を果たすという考え方が、学界や日銀で浸透してきていると感じたと述べて議論を締めくくった。

6. 閉会の辞

閉会にあたり、植田は、古典派の二分法によれば、金融緩和策で長期的には物価が上昇するはずであるが、インフレ率の上昇まで時間を要していることが、「景気循環と経済成長の連関」が注目される背景だと指摘した。これは政策担当者だけではなく研究者にとっても非常に重大な事態だとして、こうした状況に関する研究の発展の必要性を強調した。

また、高圧経済により期待成長率を引き上げられるという見方に対し、金融政策がインフレ期待を動かせていないにもかかわらず、実質変数である期待成長率などを簡単に動かすことができるのかと疑問を呈し、分析の発展を待つと述べた。

最後に、インフレ期待はある程度は適合的に決まると考えることができるものの、常に適合的とまで言い切れるものではないとしたうえで、何らかの理由で物価が早めに上がり出せば、インフレの期待形成は大きく変わりうると述べた。こうした非常に難しい問題にも今後挑戦して欲しいとの期待を示し、コンファレンスを締めくくった。

以 上



東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局

第7回共催コンファレンス

「マクロ経済分析の新展開:景気循環と経済成長の連関」

- 日時 2017年11月30日(木)
□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 岩田規久男 日本銀行副総裁

導入セッション

9:05- 9:50 景気循環と経済成長の連関

報告者 古賀麻衣子 日本銀行調査統計局企画役

第1セッション

座長 宮川 努 学習院大学教授

9:50-10:50 為替ショックに対する雇用調整

報告者 川口 大司 東京大学教授

指定討論者 一上 響 日本銀行調査統計局経済調査課長

10:50-11:00 休憩

11 : 00－12 : 00 **日本における財政赤字削減ルールの動学分析**
 報告者 二神 孝一 大阪大学教授
 指定討論者 上田 晃三 早稲田大学教授

12 : 00－13 : 30 昼食

第2セッション

座長 関根 敏隆 日本銀行調査統計局長

13 : 30－14 : 30 **リスクテイク、格差と経済成長**
 報告者 楡井 誠 東京大学准教授
 指定討論者 高橋 修平 京都大学准教授

14 : 30－15 : 30 **再帰的バブル、景気循環、および経済成長**
 報告者 陣内 了 一橋大学准教授
 指定討論者 青木 浩介 東京大学教授

15 : 30－15 : 45 休憩

総括討議

15 : 45－17 : 45 モデレーター 渡辺 努 東京大学教授
 パネリスト 塩路 悦朗 一橋大学教授
 早川 英男 富士通総研
 経済研究所エグゼクティブ・フェロー
 福田 慎一 東京大学教授
 関根 敏隆 日本銀行調査統計局長

17 : 45－18 : 00 閉会の辞 植田 和男 東京大学CARFセンター長

18 : 20－ 懇親会
 挨拶 桑原 茂裕 日本銀行理事

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
日本銀行	一上 響
新生銀行	伊藤 篤
日本銀行	岩田 規久男
東京大学	植田 和男
早稲田大学	上田 晃三
日本銀行	開発 壮平
青山学院大学	川上 圭
東京大学	川口 大司
日本銀行	古賀 麻衣子
一橋大学	塩路 悦朗
日本銀行	白塚 重典
東京大学	新谷 元嗣
一橋大学	陣内 了
キャノングローバル戦略研究所	須田 美矢子
日本銀行	関根 敏隆
京都大学	高橋 修平
東京大学	楡井 誠
一橋大学	服部 正純
富士通総研経済研究所	早川 英男
日本銀行	笛木 琢治
東京大学	福田 慎一
大阪大学	二神 孝一
学習院大学	細野 薫
東京大学	宮尾 龍蔵
学習院大学	宮川 努
みずほ総合研究所	門間 一夫
昭和女子大学	八代 尚宏
一橋大学	横山 泉
東京大学	渡辺 努