

第11回国際コンファランス 「変貌する経済・社会・国際環境の 下での持続的経済成長への挑戦」

1. はじめに：今回のコンファランスの特徴

金融研究所は、2004年7月5、6日の両日にわたり、「変貌する経済・社会・国際環境の下での持続的経済成長への挑戦（Challenges for Sustained Economic Growth under Changing Economic, Social and International Environments）」というテーマで第11回国際コンファランスを開催した（ラウンドテーブル参加者は参考1を参照、所属はコンファランス開催時点のもの。以下、文責金融研究所）。

今回のコンファランスでは、経済・社会・国際環境が大きく変貌する中で、今後とも世界経済の持続的な成長を実現していくうえでの課題が議論された。具体的には、持続的成長の源泉、地域的には必ずしも均質でない経済成長が国際的な資源配分にもたらす長期的な帰結、中央銀行を含む政策当局が担うべき役割について、理論的、実証的な分析のほか、中央銀行エコノミストや政策担当者の実務的な視点も織り交ぜて議論が展開された。

コンファランスでは、こうした問題意識に基づき、福井総裁の開会挨拶、両海外顧問のキーノート・スピーチの後、5テーマに分けて報告を行ったうえで、最後に物価の安定と持続的な経済成長に関するパネル・ディスカッションが実施された（プログラムは参考2、報告論文の概要は参考3参照）。

具体的には、第1セッション「グローバル化、経済格差と経済発展：大局的展望（Globalization, Inequality and Development: The Big Picture）」では、国際貿易や生産要素移動の役割など、グローバル化の進展するもとの経済成長のメカニズムや、国際的な経済格差の問題が議論された。

第2セッション「持続的経済成長と金融システム（Sustained Economic Growth and the Financial System）」では、持続的成長を実現していくうえでの金融システムの役割について、資産価格の大規模な変動や金融システム危機の経済成長への含意といった視点も含めて、幅広い視点から議論が展開された。

第3セッション「社会保障民営化：政治経済学的アプローチ（Privatizing Social Security: A Political-Economy Approach）」では、高齢化の進展の影響について、年金システムを巡る政治経済的な側面に焦点が当てられた。

第4セッション「資産価格変動、構造調整と持続的成長：1980年代後半からのわが国の経験（Asset Price Fluctuations, Structural Adjustment, and Sustained Economic Growth: Lessons from Japan's Experience since the Late 1980s）」では、わが国のバブル崩壊後の経験に焦点を当て、構造的な要因と持続的な成長を巡る問題が討議された。

第5セッション「対インフレ休戦後の和平確保に向けて（Securing the Peace after a Truce in the War on Inflation）」では、物価環境と経済成長の関係のほか、名目金利に非負制約が存在することを念頭に置いたうえで、低インフレ環境下において持続的な経済成長を実現するための金融政策の役割が議論された。

最後のパネル・セッション「持続的成長と中央銀行業務（Sustained Economic Growth and Central Banking）」では、欧州中央銀行、FRB、日本銀行各1名および当研究所海外顧問2名からなる5名のパネリストが、持続的成長を促すうえで中央銀行が果たすべき役割を中心に議論を行った。

今回のコンファランスにおける論点は多岐にわたる。主要な論点を整理すると以下のとおりである。

グローバル化が進展するもとの経済成長のメカニズムやグローバル化に伴う各国国内および国際的な経済格差の問題を考えるうえでは、生産要素の賦存量・蓄積と生産性格差という2つの視点からの分析の双方が必要である点は広い支持を集めた。さらに、技術進歩の定式化や、産業内貿易の拡大といった新たな形態の国際統合の進展、生産要素蓄積と生産性向上の動学的な相互作用といった要素を取り込んで分析枠組みを拡張することが期待されるとされた。

エマージング市場諸国の中で、国際金融市場となにがしかの統合に漕ぎ着けようとしているのは、1人当たりの所得が高く、長期的成長パフォーマンスが高く、生産および消費のボラティリティの小さい国である。これらの国ではそうしたパフォーマンスの結果として、金融市場の統合が可能になっている。エマージング市場諸国では、マクロ経済パフォーマンスが良好であったとしても、開放経済のトリレンマを解決することが困難であり、国際金融市場と各国金融市場の統合のメリットは、先進国に比べ限定されたものととどまっているとされた。ただし、これらエマージング市場諸国の多くにおいては、構造的・制度的な特徴を与件とすると、固定相場制、完全なフロート制という2つの極の為替相場制度のいずれも居心地が悪く、うまく共存していくことは難しいとの指摘があった。

持続的成長を実現していくうえでの金融システムの役割については、金融システムが資源配分上の機能のみならず、金融システム安定との関係でも重要であるとの点は、参加者の間で共有された。また、金融システムの安定性という視点からは、ファンダメンタルズと整合的でない資産価格の大規模な変動は、経済成長にマイナスの影響を及ぼすため、こうした資産価格変動を可能な限り回

避していくべきとされた。もっとも、資産価格の変動のうちファンダメンタルズと整合的なものは、経済成長に対してプラスの影響があるとの実証的証左が存在することも指摘された。ただし、資産価格の大規模な変動が、ファンダメンタルズと整合的なものかをリアル・タイムで的確に判断し、政策対応を行うことは極めて難しいとの指摘もあった。

わが国のバブル崩壊後の経験は、ファンダメンタルズと整合的でない資産価格の大規模な変動が、極めて大きな経済厚生上の損失につながる事例として認識された。資産価格変動がトレンド成長率に及ぼす影響については、業種間や生産要素間といった横断面（クロス・セクション）方向での資源配分の歪みのマイナス効果が動学的に増幅されるメカニズムについて研究を進めていくことが重要とされた。特に、わが国のデフレについては、供給サイドからの分析が不足している点を指摘する声も聞かれた。一方、1990年代のわが国の物価基調が弱く、マイルドなデフレに産出量の低下を伴っていることから、基本的には総需要不足が主因ではないかという指摘もあった。特に、資産価格バブルの崩壊は、将来に対する行き過ぎた強気の期待が下方修正された時点で需要面からの大規模なマイナスのショックを作り出すものとなったとの見方も示された。他方、総需要不足は、かなり持続的なものであり、短期的・一時的な需要不足とは性格が異なるものであったとの疑問も提起された。

インフレと経済成長のマイナスの相関関係については、インフレ率の低下そのものが経済成長率を押し上げるという因果関係があるのではなく、低インフレを実現する望ましいマクロ経済政策や社会・経済環境の安定が、持続的な経済成長の基礎的与件として重要であると理解すべきであることが強調された。また、マネーの長期中立性は実証的にも支持されるが、これは、長期中立性が常に成立していると理解するのではなく、長期中立性が成立するよう、経済主体の意思決定に歪みを与えない安定した経済環境を維持・促進していくことが重要とされた。

上記のような物価環境と持続的成長の関係の理解に立脚し、金融政策が持続的な成長に貢献していくうえでは、物価の安定を確保していくことが最も重要であるという点が強調された。物価の安定に関する実務上の定義については、望ましいインフレ率の水準、対象とするべき物価指標の選択、必要な時間的視野といった点については、国ごとの固有の事情を加味する必要がある、一律の基準は設定しえないとの見方も広く聞かれた。

物価の安定を達成するうえで、デフレへの対応は、名目金利の非負制約の存在から、インフレへの対応よりも困難であり、物価安定が実現された後の低インフレ環境のもとでは、望ましいインフレ目標値は若干プラス（small but positive）

であり、金融政策はデフレに陥るリスクを抑制するよう運営していくことが重要であるとの見解が多数聞かれた。また、デフレに陥ってしまった場合の政策対応を巡っては、人々の期待形成に働き掛けることが重要であることが強く意識された。ただし、具体的な政策手段として、中央銀行のコミットメント以上の非正統的政策手段の有効性についての見方は収斂しなかった。

高齢化の進展が公的年金システムの維持可能性に対して大きな影響があるとの問題意識は広く共有された。特に、受給者と負担者の利害対立を調整し、持続可能なシステムへ移行させていくために、政治経済的な側面を取り込んだ分析が有効とされた。

各セッションでの議論の概要は以下のとおりである（文中敬称略）。

2．オープニング・セッション（総裁・海外顧問スピーチ）

（１）福井（日本銀行）開会挨拶

福井は、まず、経済成長の源泉として、資本深化と全要素生産性（TFP: total factor productivity）向上の2つの重要性を指摘した。また、過去30年間ににおける日米両国の実質産出量の循環的・趨勢的な動向の対照的な動きを踏まえ、趨勢的な経済成長経路と景気循環の間には、ダイナミックな相互関係が存在するとの考えを示した。そのうえで、技術革新が経済成長の源泉として重要であること、持続的な経済成長をもたらすためには、金融システムやグローバル化など技術革新以外の要因も重要な役割を担っている可能性があること、低インフレ環境は持続的な経済成長に対する新たな挑戦として浮かび上がってきていることを指摘し、コンファランスでの活発な議論への期待を表明した。

（２）マッカラム（カーネギー・メロン大学）基調講演

マッカラムは、金融政策と実質経済成長の長期的関係を考えるうえで重要な鍵となるいくつかの概念を整理し、最近の金融政策分析の潮流との関係を以下のように述べた。

貨幣数量説は、貨幣量の外生的な変化が、長期的にはそれと同じだけ物価水準を変化させ、実質変数を変化させないことを意味する。さらに、貨幣量やインフレの変化率が実体経済の水準に影響を与えない場合、貨幣の超中立性が成立する。自然失業率仮説は、定常状態あるいは定常状態以外におけるインフレ率を変化させても、産出量を自然産出量水準から長期に乖離させることはないことを主張している。

これらの概念はいずれも実証的には概ね支持されているが、最近の理論研究の分

野では、カルボ型価格調整関数のように、自然失業率仮説を否定する枠組みが広く採用されており、こうした枠組みは見直される必要がある。

(3) オブストフェルド（カリフォルニア大学バークレイ校）基調講演

オブストフェルドは、まず、国際金融市場にある程度統合されることを目指してきたエマージング市場諸国の経済パフォーマンスを取り上げ、より高い1人当たり所得、より高い長期的な経済成長率、生産と消費のより小さな変動という特色があることを示した。ただし、こうした経済パフォーマンスは、国際金融市場との統合の結果ではなく、むしろ統合を可能とする要因と考えられると述べ、エマージング市場諸国が国際金融市場との統合から得る明白な利益は限定的なものと主張した。

さらに、**オブストフェルド**は、エマージング市場諸国にとって、国際金融市場との統合による利益を小さなものとしてしまう1つの要因として、開放経済のトリレンマの存在をあげた。これらエマージング市場諸国の構造的・制度的な特徴を与件とすると、多くの国にとっては、固定相場制、完全なフロート制のいずれの為替相場制度とも共存が難しくなっていると述べた。

3．報告論文討議セッション

(1) グローバル化、経済格差と経済発展：大局的展望

イースタリー（ニューヨーク大学）は、貿易・生産要素の国際移動の原因を、生産要素賦存量の違いとするモデル（要素賦存モデル）と、生産性格差とするモデル（生産性格差モデル）を用いて、グローバル化が各国国内および国際的な経済格差に与える影響を分析した。要素賦存モデルから得られる理論的帰結は比較的明快であるものの、過去50年間にみられた北大西洋諸国間における所得の収斂等を除くと同モデルで説明可能な事象はさほど多くない。一方、生産性格差モデルの理論的帰結には曖昧かつ複雑な部分が多いものの、説明可能な現象は非常に幅広い。例えば、近年の「新グローバル化」時代にあらゆる生産要素が富裕国に流入している事実を理解するうえで同モデルは欠くことができない。こうした分析結果を受け**イースタリー**は、グローバル化の影響を大局的に理解するうえでは、要素賦存量の違いよりも生産性格差の方が重要であると結論づけるとともに、生産性格差モデルのさらなる理論的、実証的な研究の進展が必要であると強調した。

指定討論者の**塩路**（横浜国立大学）は、要素移動と貿易のパターンの観察を通じてグローバル化の影響を考察するイースタリーの分析手法を評価すると同時に、要素賦存量の違いよりも生産性格差の方が重要であるとの結論に一定の同意を示した。もっとも、**塩路**は、コブ＝ダグラス型生産関数の技術水準を示す係数を労働の質として解釈するか、文字どおり技術水準そのものとして解釈するかでモデルの理

論的帰結は大きく異なりうると注意を喚起したほか、貿易・GDP比率が不平等の尺度に及ぼす影響を検討した回帰分析の頑健性についてさらなる検討が必要であると主張した。

指定討論者の**ゲルラッハ**（香港金融管理局）は、要素賦存モデルが有用であるのは生産要素の賦存量が国によって極端に異なるケースに限られるとし、生産性格差の方がより重要であるとのイースタリーの結論は驚くに当たらないとした。**ゲルラッハ**は、政策担当者は生産性上昇に貢献するような経済政策を立案する必要がある一方で、そもそも生産性とは何かという点についてのわれわれの知識は限られているとして、生産性に関するさらなる研究の必要性を指摘した。さらに、グローバル化が全体の所得を押し上げ、かつその所得の再分配が可能であるならば、経済格差はさほど深刻な問題とならないはずだと述べ、グローバル化の影響として経済格差問題を重視することについて疑問を呈した。

指定討論者からのコメントに対して、**イースタリー**は、グローバル化の影響を考えるうえで、各国国内の所得格差よりも1人当たりの所得で測った国際的な所得格差の方が重要であると強調した。さらに、所得再配分は極めて困難であるがゆえに人々はグローバル化の結果生ずる国際的な所得格差に懸念を抱くと主張した。また、ラテン・アメリカ諸国の経験が示すように、各国国内の所得格差の一部分は政治的要因等、グローバル化以外の要因にも求められるとした。

また、**イースタリー**は、報告論文では新古典派成長理論と統合的な労働増加的（labor augmenting、ハロッド中立的）技術進歩を仮定していると付言した。これに対し**塩路**は、コブ＝ダグラス型生産関数の例を使い、労働増加的技術進歩によって労働集約的な財の輸出が促されるとは限らないという自身のコメントを繰り返した。

多くの参加者は、グローバル化が経済格差に与える影響を考察するに当たり、生産要素賦存量の違いよりも生産性格差の方が重要であるとのイースタリーの主要な結論に賛意を示す一方で、生産性格差がどのような要因によって生じているのかについて、さらに研究していく必要があるとした。**ラインハート**（米国連邦準備制度理事会）は、「旧グローバル化」時代に労働者が賃金均等化圧力に抵抗したという事実は、ヘクシャー＝オリーン型の要素賦存モデルの予想と整合的であると述べた。

白塚（日本銀行）は、生産要素蓄積と生産性向上には動学的な相互作用があるため、要素賦存量の違いを強調する見方と生産性格差を強調する見方を峻別することは、現実には難しいと指摘した。**大谷**（日本銀行）は、グローバル化が経済格差に与える影響を分析するうえで、産業内貿易の存在を取り込むかたちで分析を拡張する必要があるとコメントした。**イースタリー**は、こうした方向で分析枠組みを拡張することの重要性に総じて賛意を示した。

オプストフェルドは、歴史的視点からみると、グローバル化が経済格差に影響を及ぼす過程において、制度も非常に重要な役割を果たしてきたとの自説を展開した。これに関連して、**日野**（国際通貨基金）は、制度や文化といった経済の根幹を支えている要因が本質的に非貿易財であることを考慮すれば、生産性格差は考えられて

いたほど大きくない可能性がある」と指摘した。**イースタリー**は、グローバル化や貿易構造の歴史的発展を理解するうえで制度が重要であるとの見方に賛同したものの、そうした制度的要素を定量的に把握するのは困難である点に留意を促した。

オブストフェルドはまた、グローバル化それ自体が内生的であるとの観点から、なぜグローバル化が生じたのか、さらに所得配分はどのように決定されるのかについて研究を進めることの重要性を説いた。**藤木**（日本銀行）は、いわゆるスーパースターが新しいアイデアを創り出すのであれば、そうした知的創造を促すためにスーパースターはより高い報酬で報われるべきである一方、そこから生ずる所得格差は適切な政策によって長期的には補正されるべきであると述べた。**イースタリー**は、賃金格差が生産性向上に対する誘引として有効であるとの藤木の見解に同意したものの、そうした誘引が機能するかどうかは、その社会の所得水準の流動性に決定的に依存すると主張した。

日野は、富裕国と貧困国双方において所得格差が広がっている事実は、要素賦存モデルに対し新たな疑問を投げ掛けていると主張した。**イースタリー**も日野の見解に同意し、こうした現象を説明するために新たな理論モデルを構築する必要があると述べた。一方、**コーティス**（経済協力開発機構）は、ヨーロッパ諸国内における所得の収斂プロセスが1970年代末でなぜ止まってしまったのかを説明する必要があると述べた。

所得格差の重要性に関して、**マッカラム**は、米国は所得分布が不平等であるにもかかわらず労働者の多くが移住を望む国であるという観察事実を引合いに出し、人々は本当に所得格差拡大を懸念しているのかと問題提起した。さらに、この観察事実は人々の真の選好を顕していると解釈できるとして、さらに実証研究を進めることは興味深いとの見解を披露した。これに関連して**日野**は、選挙も人々の選好を顕しているのではないかとの見方を示した。一方、**ラジン**（テルアビブ大学）は、拡大EU内で共通の財政政策が欠如している点は、EU加盟諸国間における所得再配分に対し新たな問題を提起していると指摘した。さらに、この点は、連邦レベルで所得再配分が行われている米国とは対照的であるとした。**イースタリー**は、所得格差の大きい米国への移住希望者が多いというマッカラムの反例に一定の理解を示したものの、選挙は人々の所得格差に対する選好を顕とする日野の見解に賛意を表明したうえで、ラテン・アメリカ諸国の人々は不平等拡大に対して反対票を投じているようにみえると述べた。

（２）持続的経済成長と金融システム

アレン（ペンシルバニア大学）は、金融自由化や金融システムの発達に伴って経済主体がより大きなリスクをとるようになることは、短期的には銀行危機や金融危機の誘発につながりうるものの、長期的には効率的資源配分を通じて、経済成長にプラスの効果が期待できると主張した。しかしながら、資産価格バブルに伴う金融危機の発生や危機の伝播、金融市場の脆弱性は、経済成長を損ねる可能性もあると

論じた。こうしたことから、政策当局はバブルの発生を未然に阻止する政策に注力すると同時に、バブルや金融危機が発生してしまった場合には、危機の伝播や金融市場の脆弱性を回避する政策対応をとる必要があると主張した。

指定討論者の**アンダーセン**（国際決済銀行）は、金融システムの発達が経済成長にプラスの効果を及ぼすとのアレンらの論文の結論に同意したうえで、直接金融・間接金融といった金融構造の違いが経済成長にもたらす影響や債券市場が危機を軽減する役割についても、追加的な考察が可能ではないかと提案した。他方、ラテン・アメリカ諸国のように度重なる金融危機を経験している国が必ずしも高成長を実現していない事例等をあげ、金融危機と長期的な経済成長との関係についての結論には留保が必要であるとした。さらに、世界的な金融統合が経済成長に与える影響に関して、従来の研究は新古典派モデルに依拠した分析が多かったため、情報の非対称性や市場の不完全性、発展途上国が抱える未発達な経済制度・組織の問題等の諸要素も考慮することによって、議論の拡張が図れる可能性があるとして提起した。

指定討論者の**ピーチ**（ニューヨーク連邦準備銀行）は、金融自由化がエージェンシー問題を通じて常にバブルや金融危機を醸成する環境をもたらすのか、それとも、金融自由化が既存の経済・制度環境とあいまってバブルや金融危機を醸成しやすくするのかを区別する必要があると指摘した。こうした観点から、米国の貯蓄金融機関の危機を例にとり、貯蓄金融機関の規制緩和が実施された1980年代当時は、適切な金融監督システムが存在せず、税制もバブルを誘発する要因として働いた可能性があったこと等を紹介し、金融自由化とバブル・金融危機との関連性を考察する際には、金融自由化に付随するその他の要因についても詳細に分析することが重要であると強調した。

以上の指定討論者からのコメントに対し、**アレン**は次のように応答した。まず、アンダーセンに対して、債券市場の役割に関する分析が、論文の議論の幅をより広げうる点には賛同したが、発達した債券市場の存在が必ずしも金融危機の影響を軽減しない可能性もあると述べた。さらに、さまざまな形態の市場の不完全性を取り入れたモデルを検討する重要性についても同意した。ピーチに対しては、個々の危機にはそれぞれ固有の要因が付随するため、金融自由化と危機との関係に関して一般的な結論を導くのは困難であり、したがって米国貯蓄金融機関の危機のようなケース・スタディは非常に有益であると述べた。また、この分野については、理論と実践の有機的な連携が必要であると述べた。

一般討論では、資産価格バブルに対する政策反応に関して、**ロエ**（オーストラリア準備銀行）が、政策当局は、資産価格バブルや、金融危機の伝播、金融システムの脆弱性を回避するような政策により注力していくべきであるとの論文の主張には賛同するものの、実際に適切な政策対応をとることは極めて困難ではないかと述べ、**平野**（日本銀行）もこれに同調した。**白塚**は、わが国のバブルの教訓から、経済に対するショックの性質を識別したうえでリアル・タイムに適切な政策対応をとることは困難であると付け加えた。

これらの意見に対して、**アレン**は、中央銀行は消費者物価のみに注目しすぎてい

るとコメントし、資産価格バブルは損失が極めて大きくなりうることから、中央銀行は資産価格の上昇に対してより予防的に利上げすべきであると強調した。この間、**マッカラム**は、こうした議論を適切に展開するためには、資産価格バブルとは何かを明確に定義することが重要ではないかと指摘した。

資産価格バブルと危機の議論に関連して、**平野**は、わが国の失われた10年の原因は資産価格バブルの崩壊のみでは説明がつかないとの疑問を呈し、経済成長に関する企業や家計の期待が大きく下方修正されたことなど、バブル以外の要因の重要性を示唆した。**白川**（日本銀行）も、わが国の長期停滞の要因の1つは、金融市場の機能不全により信用の配分が非効率になっている点であると述べ、こうした観点から、金融システムのインフラ整備をどのようにして促していくかを議論していくべきと論じた。

わが国の経験に関して、**アレン**は、もし日本銀行が1986年から1987年時点で資産価格バブルの芽を摘んでいたならば、1990年代の長期不況は軽減されていた可能性もあると指摘した。また、LTCMが破綻した際のニューヨーク連銀の迅速な対応を例にあげ、ひとたび危機が発生してしまった場合には金融システムが崩壊する前に政策対応をとるべきであると主張した。1997年の韓国の危機に関して、**ハーム**（韓国銀行）は、当時の韓国では資産価格バブルは発生しておらず、問題は主として、外国からの短期借入と国内企業向けの長期貸出のミスマッチが起っていたことにあったと述べた。

セッション議長の**コーティス**は、金融システムの安定と金融自由化の間には負の相関があるものの、金融自由化には金融政策の変更をより有効に波及させるという正の効果もあるため、結果として金融システムの安定が実現するのではないかと主張した。**ゲルラッハ**は、1990年代初頭に起こったスウェーデンの銀行危機を例にあげ、危機は必ずしも金融自由化自体によって引き起こされるものではないが、金融自由化とその他の不適切な規制政策があいまった場合に、発生するのではないかと論じた。

コーティスの主張に対して、**アレン**は、金融自由化は金融市場の効率性を高めるため、金融自由化によって危機が発生したとしても、それが深刻なものでない限り、必ずしも悪いものではないと強調した。これに関連して、危機の原因は金融自由化のみにあるわけではないとのゲルラッハの意見には賛同するものの、金融自由化に伴い不確実性が増大するため、危機が特に発生しやすくなるという面もあるのではないかと主張した。さらに、資産価格バブルや深刻な危機、危機の伝播につながる市場の失敗を回避するために、どのような政策対応を講じていくべきかを検討する必要があると述べた。

危機を経験している国は高い経済成長を実現するとの論文の結論に対して、**藤木**は、興味深い結論であるとし、経済成長を最大限に促進するためには危機が発生するタイミングも考えるべきなのかと質問した。もっとも、**ラインハート**は、こうした結論が導出されるのは、GDP統計が経済厚生を正確に反映していないことに起因しているのではないかと推論した。**ラジン**は、グローバル・ゲームに関する理論研

究や彼自身のルーベンシュタインとの実証研究を引用し¹、自由化により増大した危機の発生確率と、経済成長との間には負の関係もあることを指摘した。例として、国際的な資本移動の自由化をあげ、こうした自由化には、固定為替レートの国際貿易に対するプラスの効果を通じ、経済成長を促進する直接的効果だけではなく、通貨危機ないし債務危機の発生確率を高めることにより経済成長を低下させる間接的効果もあると述べた。

危機と経済成長との関係を巡るこれらのコメントに対して、**アレン**は、一般的には危機発生タイミングが遅くなるにつれて、危機が経済成長に与える負の影響は大きくなるため、危機は早い段階で発生する方が望ましいと答えた。ラインハートの意見に対しては、GDP統計がその時点での経済厚生を正確に反映していない可能性はあるものの、論文ではより長期的な視点から危機と経済成長に関する議論を行っていることを強調した。また、ラジンのコメントに対しては、論文では主として銀行危機に焦点を当てており、同氏がおそらく念頭に置いている通貨危機や双子の危機（twin crisis）とは多少異なる現象を議論していると返答した。

最後に、**アレン**は、危機、危機の伝播、金融システムの脆弱性に関する問題や資産価格に対する適切な金融政策の対応については、さらに議論を深める必要があると強調した。また、こうした問題に対処するためには、マクロ経済学、金融論、ファイナンス論を融合していく必要があると論じた。

（３）社会保障民営化：政治経済学的アプローチ

ラジンは、まず、人口高齢化が進むと、社会保障給付を受ける引退世代は増加する一方で、そのコストを負担する現役世代が相対的に減少していくため、同一の社会保障給付水準を長期的に維持していくことは困難であり、重要な経済問題であると指摘した。そのうえで、政治経済学的枠組みを使い、賦課方式の社会保障制度を縮小させ、代わりに積立方式の個人年金制度の選択を促す制度的枠組みを示した。賦課方式の社会保障制度の縮小は、当期の引退世代からの政治的抵抗を引き起こすものの、引退世代の社会保障給付額を1回限りの財政赤字で補填できれば、当期の引退世代からの政治的抵抗を受けることなく、積立方式の個人年金制度への移行が達成されたとした。

指定討論者の**ヘス**（クラレモント・マッキナ大学）は、ラジンらのモデルでは資本蓄積の役割が不明確であると指摘し、資本蓄積をモデルに明示的に組み入れた場合や、資本所得に対する課税を社会保障の財源に充てた場合に、モデルの含意がどのように変化するか確認する必要があると主張した。このほか、長期的に人口成長率、年齢構成、経済成長率が変化した場合や、世代内の所得格差が拡大した場合に、社会保障制度がどのような影響を与えるかについても、モデルを拡張して考察すべ

¹ Razin, Assaf and Yona Rubinstein, "Growth Effects of the Exchange-Rate Regime and the Capital-Account Openness in a Crisis-Prone World Market: A Nuanced View" (NBER Working Paper No. 10555, 2004) を参照。

きではないかと述べた。

指定討論者の**岩本**（一橋大学）は、モデル設定に関する留意点として、合理的期待形成のもとでは若年世代が将来に備えて自ら貯蓄を行うため、賦課方式による社会保障制度の導入が正当化できないこと、社会保障給付に報酬比例部分が存在する場合には、社会保障の世代内所得分配機能が小さくなり、モデルの含意が異なりうること、積立方式の個人年金制度への移行を1回限りの財政赤字で支えるスキームは、将来世代からの支持が得られない可能性があること等を指摘した。そのうえで、日本の公的年金改革に関連し、当面の年金給付を維持するために必要な政府支出の財源を税負担と政府債務のいずれに求めるべきか、あるいは、年金給付における報酬比例部分の大きさをどうすべきかを考える際には、政治経済学的アプローチを用いた報告者の分析を拡張することが有用であるとの見解を示した。

資本蓄積と資本所得への課税に関するヘスの質問に対し、**ラジン**は、要素価格一定の線形の生産関数を仮定しているのは、単に、政治経済メカニズムの主要なポイントを損なうことなく、モデルが動学的に複雑になることを避けるためであると述べた。また、資本所得への課税を考慮した場合には、引退世代の富裕層が資本所得への増税に反対するため、再分配の背後にある各世代・各層間の結託（coalition）は変わりうるとの見解も示した。さらに岩本の質問に答えて、モデルでは異時点間の投票プロセスを内生化しておらず、賦課方式の存在にいたる根本的な理由は外生のままであると述べ、分析に、トリガー・ゲーム理論的なメカニズムを取り込むことが考えられることを認めた。そのうえで、論文の結果は定性的には影響を受けず、そうしたゲームにおいても成立すると考えているとした。

指定討論者2人に対するラジンからの回答の後、他の参加者からいくつかの質問とコメントが寄せられた。まず、日本の状況に対するモデルの含意について、**大谷**は、年金受給者である引退世代の政治的発言力の強さを考えると、日本の年金改革問題はレント・シーキングの典型例と捉えることができると述べた。また、**岩田**（日本銀行）は、若年層を中心とする年金未納が日本の年金財政を悪化させていることへの懸念を表明したうえで、1つの解決策として、年金への課税が議論されていることを紹介した。ただし、年金課税は、現役世代から引退世代への所得移転機能を損ねるおそれがあることもあわせて指摘した。これに関連して、**塩路**は、日本の年金問題は大量の移民を受け入れることで解決できるかもしれないと述べた。このほか、**貝塚**（中央大学）は、モデルにおける社会保障の民営化の定義を尋ねたうえで、賦課方式の社会保障制度と積立方式の個人年金制度の選択に関するサミュエルソンの見解について言及した。サミュエルソンによると人口成長率が低いときには積立方式の個人年金制度の方が望ましく、貝塚は、この見解は日本の現状に当てはまるかもしれないと述べた。

大谷の指摘に答えて、**ラジン**は、日本で引退世代の政治的発言力が強いことへ疑問を呈した。また、塩路の移民受入れの提案について検討した自らの理論論文に言

及し²、賦課方式の社会保障制度をもつ高齢化しつつある福祉国家において、たとえ非熟練の移民を受け入れ、彼らがネットでの便益を享受したとしても、自国民の経済厚生が高まる可能性があるとした。

モデルの性質について、藤木は要素価格一定という仮定のもとで得られた結論が、小国開放経済モデルにおいても得られるものかと質問した。プライス（イングランド銀行）は、高齢化の要因として、出生率の減少だけでなく、平均寿命が伸びているとの点も指摘し、退職や死亡の確率を取り入れてモデルを拡張する可能性について言及した。この点に関連して、岩田は、高齢化と人口減少は区別されるべきであると述べ、人口成長率と資本収益率が等しくなるいわゆる「黄金律（golden rule）」から導かれる最適人口成長率という観点からモデルが整合的かどうかを尋ねた。すなわち、人口減少は1人当たり消費を増大させる意味では望ましいが、資本集約化が進んで資本収益率が低下し、結果として経済成長率を押し下げてしまう意味では望ましくないと主張した。さらに岩田は、人口減少が労働生産性の上昇をもたらす可能性があることについて言及し、その場合には労働生産性を加味した効率単位では労働供給の減少が相殺されることもありうると指摘した。

藤木、プライス、岩田のコメントに対して、ラジンは、モデルはある特定のメカニズムのみを抽出することを目的としており、要素価格の内生的な決定や平均寿命の変化など他のメカニズムを考慮に入れた場合にはモデルの結論は変わりうると述べ、モデルから政策含意を引き出すためにはさらなる分析が必要であると述べた。

セッション議長の稲葉（日本銀行）は、公的年金制度の規模縮小は平均寿命の不確実性に対するバッファとしての役割を大幅に減らしてしまう危険性があると指摘した。そのうえで、この面での民間金融機関側の機能発揮のための環境整備の重要性を強調し、セッションを締め括った。

（４）資産価格変動、構造調整と持続的成長：1980年代後半からのわが国の経験

白塚は、資産価格バブル崩壊後の日本経済を対象に、動学的視点と横断面的視点からの分析を行い、資産価格変動とそれに伴う構造調整が持続的成長に影響を与えるメカニズムについて報告した。動学的分析の結果として、現在財価格を表す指標と考えられるGDPデフレーターや消費者物価がバブル崩壊直後も比較的安定的に推移しているのに対して、将来財価格を表す資産価格指標は大きく下落していることを指摘し、このことが1990年代後半以降のデフレにつながったと論じた。横断面分析からは、農業・建設・金融といった非貿易財産業における資本＝労働比率について、

2 Razin, Assaf and Efraim Sadka, "Migration and Pension with International Capital Mobility" (*Journal of Public Economics*, 74 (1), 1999, pp. 141-150) および Razin, Assaf and Efraim Sadka, *The Decline of the Welfare State: Demography and Globalization* (MIT press、近刊) を参照。

適正な水準からの乖離が1990年代以降一層拡大したことを指摘した。そのうえで、生産要素市場の歪みを明示的に考慮した要因分析の結果を紹介し、バブル崩壊後の実質GDP成長率低下のうち、1/7が生産要素市場の歪みによって直接的に生じたとの試算結果を示し、間接的な影響も含めればより大きい影響があったとみられる、と報告した。

指定討論者の**エヴァンス**（シカゴ連邦準備銀行）は、現在の日本経済が構造調整の問題に直面しており、そのことが事態を複雑化していることに理解を示したものの、デフレを防ぐためには、有効需要を喚起する政策が必要であるとの見解を述べた。同時に、技術変化が日本経済の低迷を招いたとして、林＝プレスコット論文が示しているように全要素生産性（TFP）の低下によって成長率低下の多くの部分が説明できると述べた³。ただし、構造的要因から発生する非効率性については、通常のソロー残差を用いた分析では把握できないことには注意が必要であると指摘したうえで、今後は日本のデータを用いて投資に固有な技術ショック（investment-specific technology shock）が成長率に与える影響を分析することが有用なのではないかとの認識を示した。

指定討論者の**ロエ**は、資産価格の大幅な変動が企業・家計・金融機関のバランス・シートを毀損させ資源配分を大きく歪めてしまうとの主張や、日本では農業を始めとする非貿易財産業で非効率性が温存されているとの主張に同意を示した。一方、資産価格バブルによる相対価格の歪みが円滑な構造調整を阻害した可能性については、労働市場の硬直性や他の構造的硬直性等に比べて、それがどの程度の大きさであったのかとの疑問を呈した。また、1990年代後半以降の日本経済に対しては、生産性の低下とデフレが同時に進行していることを根拠に、供給サイドの問題だけではなく、有効需要の不足がより重要な問題であったのではないかとの見解を示した。

討論者のコメントについて、**翁**（日本銀行）は討論者の双方がともに、1990年代後半の軟調な物価動向の要因として総需要不足に言及しているとしたうえで、報告論文は主に経済の供給側の要因に着目したものであるが、需要側の重要性を否定するものではないと強調した。そのうえで、1980年代後半以降の物価動向について、需要動向に対する消費者物価の感応度が低いことがむしろ不可解であると付け加えた。

さらに、**白塚**は、需要要因と供給要因は動学的な相互作用があり、長期的に両者を区別することは難しいと強調した。また、林＝プレスコット論文におけるTFPの計測の仮定について、摩擦のない1部門経済モデルである点等、不十分な部分があり、こうした点が「失われた10年」の後半期に生じた他の要因を定量化する動機になったと述べた。また、同様の問題意識のもとで行われた分析として、川本の研究

3 林とプレスコットは、完全な生産要素市場とコブ＝ダグラス型の生産関数を仮定した成長会計に基づき、日本経済の1990年代の低迷は、主として労働時間の短縮とTFPの低下によって説明されると主張している。詳しくは、Hayashi, Fumio and Edward C. Prescott, “The 1990s in Japan: A Lost Decade”(*Review of Economic Dynamics*, 5 (1), 2002, pp. 206-235) を参照されたい。

成果に言及し⁴、同論文では、1990年代における技術進歩率の低下は生じておらず、他の構造的要因がどのように作用したかが論じられていることを紹介した。

一般討議では、**日野**が、これまでの研究では経済の供給側の分析が十分に行われてこなかったとして、報告者に賛意を示し、資産価格の下落が研究開発投資の減少を通じて生産性を引き下げること示唆した。**ヘス**は、日本には2種類の経済、つまり、非常に効率的な輸出財部門と歪みのある非貿易財部門が併存しているため、供給要因と需要要因を峻別することは難しいと主張した。この間、**コーティス**は、製造業部門と非製造業部門での自己資本収益率（ROE）が類似した動きを示していることを指摘し、このことは部門間の要素移動が不十分であるとする報告論文の議論と矛盾するのではないかと述べた。

ゲルラッハは、総需要に対して長期にわたる負のショックが生じているもとでは、GDPギャップの計測は非常に難しいと留意を促した。**ラジン**は、全要素生産性は基本的に技術ショックとマークアップ率の変化を混合した概念であると指摘した。このため、マークアップの変化を技術進歩と誤解する可能性もあり、ソロー残差から技術進歩の影響を抽出する研究手法が求められているとした。**白塚**は報告論文での分析は要素市場での歪みに焦点を絞ったものであり、一方、川本論文は生産市場での歪みに焦点を当てたものであると応答した。

構造調整と金融政策の役割に関して、**日野**は銀行部門が抱える問題に対する先送り政策の影響は、考えられていたよりも大きいのではないかと述べた。これに対して、**翁**は、日野の述べた論点は前日のアレン報告を巡る議論と密接に関連するものであると述べた。

ラインハートは、わが国で生じた1980年代後半の資産価格バブルについて、バブル発生の背後に将来所得に関する行き過ぎた大きな期待が存在し、それは当時の経済環境の中で醸成されたものであると指摘した。**白塚**はラインハートの意見に同意し、1980年代のわが国の資産価格バブルは将来の経済活動に対する極端に強気な期待に後押しされたものであったと述べた。**イッシング**（欧州中央銀行）は、日本における10年を超える資産価格の下落が1929年の米国大恐慌と大きく異なることを指摘した。**翁**はわが国での経験は経済調整が長期化した事例の1つであり、1929年の米国での経験との直接的な比較は容易ではないと述べた。**白塚**は、10年にもわたる資産価格の下落は、異時点間と横断面の両方向で生じた相対価格の変化に対する不完全な経済調整によって負の効果が増幅された結果であると付け加えた。

ラッシュ（セントルイス連邦準備銀行、本セッションの議長）は、部門間の相対価格比の標準偏差が1980年中頃以降上昇していることに触れ、わが国において1980年後半の前後の時期においてどのような経済変化が生じたのかに関心があると述べ

4 Kawamoto, Takuji, "What Do the Purified Solow Residuals Tell Us about Japan's Lost Decade?" (IMES Discussion Paper Series, 2004-E-5, 2004、同論文の邦訳は、川本卓司、「日本経済の技術進歩率計測の試み：『修正ソロー残差』は失われた10年について何を語るか？」、『金融研究』第23巻第4号、147～186頁、本号所収）を参照。

た。翁はラッシュの意見に同意し、資産価格バブルはその発生前と崩壊後のいずれの時期にも資源配分の歪みをもたらしていた可能性があるとして示唆した。

資産価格を異時点間にわたる視点から分析するために、**ゲルラッハ**は将来のインフレの代理変数としての資産価格が有益な情報を持つかどうかを検定することを提案した。**プライス**は、地価が将来財価格を反映していると述べ、報告者の意見に賛意を示した。一方、**コーティス**は、1980年代後半におけるわが国での相対的に高い資産価格がそれ以後の物価上昇圧力を示しているとは思われないとして、資産価格の異時点間からの分析からの結論は決定的なものではないと論じた。翁は、資産価格と将来財価格との関係について、今後、さらなる研究が必要であると述べた。

ラムスパーガー（ドイツ・ブンデスバンク）は、日本経済の現在の経済回復と金融機関の役割をどのように解釈するのかと質問した。翁は、現在と1990年代におけるこれまでの経済回復との大きな違いの1つは、不良債権問題の処理が大きく進展していることにあると述べた。最後に、翁は、報告論文の重要な論点として、たとえば金融政策が全てのショックを相殺できないとしても、効果を発揮させる方策を見つけ出さなくてはならないことを強調した。

（５）対インフレ休戦後の和平確保に向けて

ラインハートは、インフレ率の低下は経済成長にはプラスの影響があるものの、名目金利のゼロ制約を考慮すると、ディスインフレ政策を際限なく推し進めることは望ましくないことを指摘し、ゼロ金利制約に陥らないための金融政策と陥った場合の金融政策について論じた。まず、高インフレが経済成長にマイナスの影響をもたらすことを実証的に示し、金融政策によってインフレを低位安定させることの重要性を指摘した。次に、低インフレ環境のもとでは、負のショックが発生した場合、デフレが生じ名目金利がゼロ制約に服する可能性が高いと指摘した。最後に、ゼロ制約に起因するリスクを軽減させる方法に言及し、若干プラスのインフレ目標の設定や積極的な金融政策の遂行によって、中央銀行はリスクを軽減させようと論じた。さらに、たとえゼロ制約が現実のものとなった場合でも、将来の短期金利へのコミットメント等の政策を活用することによって経済に刺激を与えることができるとした。

指定討論者の**プライス**は、まず、インフレと経済成長率の実証的關係について言及し、インフレ率が非常に高い状況では経済成長率と負の相関性が認められるものの、インフレ率がある程度低い状況においては有意な相関性は認められないと指摘した。また、理論的にもインフレ率と経済成長率との因果関係は明確でないとし、むしろ適切な金融政策運営によって、低インフレ率と高い経済成長が実現しているとの解釈を示した。次に、名目金利のゼロ制約に起因するリスクが重大とのラインハートの見解に賛同したうえで、インフレ目標の信認を確保していくことによって期待インフレ率を安定化させることがゼロ制約問題を回避するうえで有効とした。

指定討論者の**白川**は、デフレのマクロ経済への影響と金融政策の効果に関して、

日本の経験をもとにコメントした。まず、日本経済の長期的な低迷の主因は、一般物価水準の下落ではなく、資産価格の下落であったことを指摘したうえで、資産価格の下落が需要・供給の両面にマイナスの影響を及ぼし、トレンド成長率が大きく低下したとの見解を示した。次に、ゼロ金利制約のもとでは、コミットメントを通じて期待に働きかけることが重要とのラインハートの主張に同意したうえで、コミットメントの効果の大きさは経済状況に応じて変わりうると指摘した。さらに、日本銀行当座預金残高増加の効果に言及し、金融市場の安定には大きな効果を発揮したが、現在までのところ、経済・物価に有意な刺激効果を与えたという実証結果は得られていないと指摘した。

指定討論者のコメントを受けて、**ラインハート**は、高インフレが政府の失敗を示唆するというブライスの見解に同意し、政府の失敗がインフレ率と経済成長率との間に負の相関性を発生させる一因となっている可能性を補足した。白川によって提起された資産デフレの問題については、名目金利に非負制約がある以上、資産デフレと実質金利の上昇はそれぞれ独立した事象として捉えるべきではないと述べた。さらに、量的緩和の有効性に関する白川の見解に同意し、量的緩和が実体経済を刺激する効果は限定的であったかもしれないとした。そのうえで、実体経済に与える影響が不確実である操作目標に頼るよりも、伝統的な操作目標、すなわち、名目短期金利へのコミットメントの方が好ましいとした。また、経済における構造問題が景気後退を深刻化・長期化させているとの白川の見解に同意した。なお、特に総需要ショックが突然かつ大きい場合には、そのショックの影響を相殺するために中央銀行ができることには限界があると述べた。

こうした討議を受けて、他の参加者から多岐にわたる論点についての意見・質問が出された。低インフレ環境における金融政策のスタンスに関して、**ラジン**は、1990年代の低インフレの一因がグローバル化にあることに賛同し、それによる競争の激化を通じ、企業の市場独占力を低下させたのではないかと述べた。これに対し、**ブライス**は、長期的なインフレ率は中央銀行の金融政策によって決定されるものであると反論した。**エヴァンス**は、生産性の大幅な上昇も、デフレ圧力を生み出す限りにおいて、名目金利の非負制約を現実のものにするとした。**ゲルラッハ**は、過去のデフレ現象はプラスの経済成長の時期に発生したケースが多いと指摘した。**塩路**は供給ショックへの金融政策対応は、低インフレ環境とマイルドなインフレ環境では異なるのか質問した。

これらの意見に対し、**ラインハート**は、デフレはそれが悪性のもので、実質金利を上昇させ、総需要を減少させる場合には、経済にとってリスクになると応じた。さらに、デフレが総供給の大幅な増加によってもたらされるのであれば、その結果として生じる実質金利の上昇は、総需要の大幅な減少のケースに比べると、経済への悪影響はそれほど深刻なものではないと述べた。そして最後に、生産性が急激に上昇している状況でも、中央銀行は物価の安定に責任を負っているとした。

金融政策のコミットメント・メカニズムに関して、**カーン**（カンザスシティ連邦準備銀行）は、中央銀行が対話のみで将来の名目金利の経路にコミットすること

は困難であり、不確実性の高い経済環境においては、そうしたコミットメントが望ましくない方向に中央銀行の両手を縛ってしまうことになりかねないと主張した。**マッカラム**は、将来の名目金利の経路を考える際、定常状態のインフレ率が名目金利を左右するため、定常状態のインフレ率がどのレベルにあるかをしておくことが重要であるとコメントした。**白塚**は、短期名目金利がゼロ近傍にある場合においてはコミットメント効果が特に重要である点を指摘した。しかしながら、その効果の理論的基礎ははまだ発展途上にあるとし、実証的に信頼できるメカニズムを明らかにするために、一層の研究が必要とした。

インフレーション・ターゲティングに関して、**ヘス**は、インフレーション・ターゲットの採用のみによって、ゼロ制約が現実化する確率は低下するのかと質問した。**カーン**は、インフレーション・ターゲットへの信認あるコミットメントによって、インフレ期待を正かつ低位な値で安定させられるため、ゼロ制約の問題に対処するためのより良い手法であるとコメントした。**イースタリー**は、主に財の品質向上に起因するインフレの計測誤差が金融政策に影響を与える可能性について質問した。これらの意見に対して、**ラインハート**は、インフレーション・ターゲット自体は、ターゲットを達成する過程について何ら明確にしていなかったため、インフレーション・ターゲットだけでは十分な解決策とはなりえないと注意を促した。

日本銀行の量的緩和政策に関して、**コーティス**は、潤沢な流動性供給によって累積的なデフレが回避され、マイルドなデフレが継続した可能性を指摘した。**白川**は、日本銀行における当座預金増加の効果として、一般にゼロ金利の実現、金融市場の安定、ゼロ金利継続期間に関する何らかのシグナルといったさまざまな経路を通じた景気・物価刺激効果が議論されてきたと述べた。そのうえで、日本銀行による積極的な流動性供給は金融システムの安定化に重要な役割を果たしたと述べた。**ロエ**は、中央銀行が財政赤字を直接ファイナンスすることが、有効な波及経路となりうるかについて質問した。これに対し**植田**（日本銀行）は、日本銀行が財政赤字を引き受けることは法律上禁止されていると応答したうえで、理論的にもそれが効果的であるかは疑問であるとした。

最後に構造問題に関して、**ヘス**は、デフレは金融政策のみに起因する問題というよりも、実物経済部門および銀行・金融部門における構造的な問題であることが多いと述べた。**ロエ**は、インフレが低位安定している状況でも、中央銀行は注意深く経済の構造変化を見極める必要があると付言した。

4．総括パネル・ディスカッション

(1) 導入スピーチ

翁は、金融政策を含む経済政策の最終的な目標は持続的な成長として近似できるとしたうえで、金融政策はそのために、物価の安定を通じて、経済主体の歪みのな

い意思決定を促し、経済の資源配分が効率的に行われるような環境を創出・維持していくことに貢献していくことではないかと整理した。そのうえで、総括パネル・ディスカッションにおける具体的論点として、どのような水準のインフレ率を維持していくべきか、どの物価指標でみたインフレ率を安定化させるべきか、物価安定の時間的視野はどの程度の長さとするべきか、物価安定を目指す金融政策運営の枠組みはどうあるべきかとの問題提起を行った。

(2) パネリスト・スピーチ

イ・植田スピーチ

植田は、わが国の1980年代以降の経験に基づき、持続的な経済成長は物価の安定のみによって達成されるわけではないと論じたうえで、消費者物価指数で測った1998年以降のデフレーションは、経済パフォーマンス低迷の原因ではなく、その結果であると主張した。

また、インフレ率と経済成長との関係について言及し、デフレの脅威が目標インフレ率を若干押し上げる可能性があるとは指摘した。すなわち、名目金利の非負制約に直面する確率は経済のトレンド成長率が低くなるほど高くなるため、トレンド成長率が低いときには目標インフレ率が高くなると述べた。さらに、名目金利の非負制約に直面した場合の金融政策について触れ、クルーグマン提案のように非常に高いインフレ目標にコミットする⁵、あるいは日本銀行や米国・連邦準備制度のように将来の金利引上げテンポをゆっくりと行うことにコミットするといった期待操作 (expectations management) 政策、株式、不良債権、外国為替などの操作変数を用いたオペ、ヘリコプター・マネーなどが考えられうる政策手段であると述べた。このうち、期待操作政策については、わが国において金利の期間構造にある程度大きな影響を与えたとする分析結果を紹介しながらも、クルーグマン提案は動学的非整合性 (time inconsistency) の問題を伴うほか、金利引上げテンポへのコミットメントは、効果が顕現化するまでに長い時間を要し、政策当局者の有限任期制からの制約が大きいとの認識も示した。

一方、近年、日本銀行が直面している問題として、金融システムの機能低下を指摘した。このため、ゼロ金利・量的緩和政策によって、長期金利の低下と信用スプレッドの縮小が進んでいるにもかかわらず、社債発行の増加にはつながっていないと述べた。金融政策が効果を発揮するためには、十分に機能する弾力的な金融システムの存在が必要条件であると主張した。

最後に、非伝統的な政策手段について言及し、こうした政策手段の採用は不可能

5 クルーグマンは、中央銀行が十分に高いインフレ率を許容するという意味において無責任であることを確実に約束すれば、経済を流動性の罠から脱却させることができると提案した。クルーグマンの提案の詳細については、Krugman, Paul, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap" (*Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1998, pp. 137-187) を参照されたい。

ではないものの、民間部門の資源配分を歪める可能性や政府との政策協調の必要性などといった経済・政治的なコストを負担しなければならないと強調した。

ロ・ラインハート・スピーチ

ラインハートは、まず、金融政策ルールについて名目通貨集計量の成長率を一定に保つ金融政策ルールは、理論的には良好なパフォーマンスを示すことが予想されるものの、名目通貨集計量と実体経済との関係性が近年では失われていることなどを理由に、中央銀行は利子率ルールを採用することが望ましいと論じた。

次に、「市場との対話」の重要性については、金利を政策変数とする場合には、中央銀行は民間経済主体が将来までの行動を策定するために必要な金利の情報を提供する必要があると主張した。一般に、中央銀行は将来にわたる金利の径路に強くコミットすることを望まないものの、現在の短期金利の水準やインフレ率の長期目標値だけにコミットすることは、金利の径路の初期時点や終期時点のみを規定しているに過ぎず、不十分といえる。このため中央銀行は、「市場との対話」を通じて、経済見通しや政策目標についての情報を民間経済主体に行き渡らせることが重要であると述べた。

最後に、中央銀行の政策目標についての記述のあり方として、単一の政策目標と複数の政策目標のいずれが望ましいかとの議論を展開した。すなわち、中央銀行は物価の安定だけでなく、産出量の平準化や経済構造の歪みの最小化にも注意を払うべきであると考えれば、インフレ率のみを単一の政策目標とすることは望ましくない。しかしながら、目標とするインフレ率を維持するためには、産出量のギャップや経済構造の歪みにも反応する必要がある。したがって、単一の政策目標も複数の政策目標も、結局はどの経済変数にどのようなウエイト付けを施すかという違いがあるだけであり、本質的に異なるものではないとの見解を述べた。

ハ・イッシング・スピーチ

イッシングは、1960年代半ば以降のインフレと経済成長に関する理論モデルの発展を俯瞰したうえで、以下のような見解を表明した。すなわち、理論モデルがインフレと経済成長の関係について確定的な結論を導き出してこなかった最大の理由は、貨幣が現実の経済で果たしている重要な役割をモデルが十分に捉えきれていないことにある。しかしながら、ひとたび貨幣の果たす現実的な役割に目を向けると、インフレが経済成長や経済厚生に悪影響を及ぼすと信ずるに足るいくつかの十分な根拠が存在する。

第1に、インフレは相対価格メカニズムに攪乱を与えることを通じて、市場経済の効率的な資源配分を妨げる。第2に、インフレに伴って導入の必要性が高まる物価スライド制（インデグゼーション）は、非常に高い社会的コストを伴う。第3に、インフレは税・社会保障システムによってすでに生み出されてしまっている資源配分の歪みをさらに悪化させる。加えて、こうしたインフレのコストの存在を裏付けるかのように、現存する実証研究のほとんどはインフレと経済成長の間に負の相関

が存在することを示している。

したがって、持続的な経済成長のために中央銀行になすことのできる最大の貢献は、物価を安定させることであり、少なくとも物価の安定を追求することによって失われるものは何もないようにみえると結論づけた。

二．オブストフェルド・スピーチ

オブストフェルドは、米国の大不況と日本の1990年代を比較すると、多くの共通点と際立った違いがあると述べた。共通点としては、まず、どちらの不況も資産価格のバブルからはじまり、これが資産価格暴落、銀行危機へ波及したことがあげられる。次に、どちらの不況でも、政策担当者が時代の変化にあった対応を当初はとれなかった。米国の場合は金本位制の離脱によるインフレの恐怖が、日本の場合は1980年代のインフレの記憶にとらわれた政策対応がとられた。大きな相違点として、政策当局の対応と、公衆の政策当局への反応である。大不況後の米国では、連邦準備制度の政策の自由度は厳しく制限された。日本では、日本銀行の法的独立性は向上した。このほかの相違点として、日本の場合は景気変動が相対的に小さかったこともあげられる。

次に、日本の経験からの教訓をまとめることは今後の課題であると前置きしたうえで、日本銀行が新日本銀行法のもとでどのように政策運営をすべきだったのかについて意見を述べた。日本銀行は、デフレを回避するためにインフレに対してやや寛容な対応をとるべきであった。インフレ圧力と戦うためには、通常より高めの失業を甘受し、インフレを低下させて生産を増やすことが必要だ。同様に、デフレを反転させるためには、民間部門に対して、中央銀行が高めのインフレを一定の期間甘受することを周知させるべきであり、この点への信認を得ることが重要である。

最後に、この提言がそのまま日本銀行に当てはまるかどうかはわからないが、許容できるインフレ率の範囲をアナウンスすることは有益だとし、日本銀行法では物価の安定を規定しているが、この点についてより正確な定義が必要だと主張した。

ホ．マッカラム・スピーチ

マッカラムは、金融政策遂行における産出量ギャップ重視の問題と資産価格の役割に関する持論を述べた。

まず、中央銀行が金融政策を遂行するに当たって産出量ギャップに強く反応することは非常に危険である。これは、潜在産出量の推計における誤差といった問題ではなく、むしろ、本質的には、潜在産出量は「概念的」なものであるという問題のためである。潜在産出量の概念には、NAIRU(non-accelerating inflation rate of unemployment)、伸縮価格のもとでの最大限の産出量等さまざまなものがある。中央銀行がこれらの概念のうち、1つの潜在産出量の概念を使用し、その産出量が適切な潜在産出量とは異なる場合には、中央銀行はその誤りを把握できないため、その誤りが繰り返されることになる。この結果、中央銀行が間違った潜在産出量に基づいた産出量ギャップの水準に強く反応すれば、経済に深刻な悪影響を及ぼす。

したがって、自分がこれまで多くの論文で示してきたように、金融政策はむしろ（名目成長率等の）名目変数に反応する方がよいと考えられる。

次に、金融政策が資産価格に特に注意を払うべきであるという議論は、伝統的な指標からは日本の金融政策が1986年から1990年にかけて過剰に緩和的であったということを示されないという推論に基づいている。しかし、マネタリー・ベースを操作変数、あるいは情報変数とし、名目所得の成長率をターゲットとしたルール（マッカラム・ルール）からは、1986年から1989年にかけて、金融政策は緩和的過ぎたことが示されている。このように、多数の金融政策変数ではなく、1つの変数を利用すれば、資産価格を全く使用しなくても、当時の日本の金融政策が緩和的過ぎたと判断され、金融政策運営上、資産価格を特に重視する必要はないと考えられる。

（3）パネリスト間の議論

パネリスト・スピーチの後、主に、わが国のバブル期の金融政策、非常時の金融政策対応、政策コミットメントの動学的非整合性（time inconsistency）、物価安定の実務的な定義の4点について、パネリスト間で意見が交換された。

第1に、マッカラムによって提起された資産価格変動を考慮しない名目所得ターゲティング・ルールに基づく、バブル期におけるわが国の金融緩和が行き過ぎていたとの見解について、議論が行われた。**植田**は、1990年代初めのわが国のインフレ情勢から判断して、名目所得ターゲティングはインフレーション・ターゲティングよりも優れているといえるのかと質問した。**イッシング**は、マネーや信用の大幅な増加を伴わずに資産価格が急上昇することは考えにくいと、マッカラムの手法においても、資産価格の上昇は政策反応に影響を与えているはずであると述べた。この点に関連して、パネル・セッションの議長である**岩田**は、近年の日本の経験が示すように、金融市場が不安定な状況においては、マネタリー・ベースの需要は大きく変動するものであると指摘した。

植田の質問に反応して**マッカラム**は、彼の研究では、純粋なインフレーション・ターゲティングにおいても名目所得ターゲティングと同様の結果をもたらすと回答した。さらに、資産価格に特別の注意を払う必要性は低いとの見解をあらためて強調した。また、**岩田**の発言に対して**マッカラム**は、彼自身の見解はバブル期の金融政策に焦点を当てたものであり、同じ議論をゼロ金利下の近年の環境にも当てはめることはできないと述べた。この点に関して、**ラインハート**は、中央銀行が貨幣の流通速度の変化をリアル・タイムで識別することは難しいと強調した。

第2に、通常とられることのない非常時の政策行動に対する信認をいかに確保するかとの**植田**の問題提起に議論が進んだ。**ラインハート**は、そうした状況で信認を確保するためには、インフレ率が目標値を上回ることを許容するなど、金融政策の長期目標を柔軟に解釈することが重要であると述べ、オプストフェルドの提案に賛成した。これに対して**植田**は、経済に過大な負のショックが生じている状況では、3～4%のインフレ率にコミットすることだけでは不十分であり、極端に高いインフ

レ率を長期間にわたってコミットすることが必要となるが、それはほとんど非現実的であると主張した。

第3に、**岩田**は、マッカラムが基調講演で強調したウッドフォードのタイムレス・パースペクティブ (timeless perspective) 政策を取り上げ、政策の信認 (credibility) と動学的非整合性に関する意見交換が行われた⁶。**岩田**は、クルーグマンの提案は動学的非整合性の問題をはらんでおり、インフレ率を押し上げる無責任な政策を行った後で、物価安定に対する信認をどのように回復するのかとの疑問を投げ掛けた。さらに**岩田**は、流動性の罫から脱却する手段として、「リカード型」の財政政策と物価水準ターゲティングの組み合わせを提案しているエガートソンとウッドフォードの論文を取り上げた⁷。そして、彼らの提案は政策決定の過程に対するコミットメントであるため、動学的非整合性の問題をある程度は解決しているものの、依然として同じ問題は残っているように思えるとの疑問を呈した。この疑問に対し**マッカラム**は、ウッドフォードのタイムレス・パースペクティブ政策においても、中央銀行にはコミットした過程から逸脱する誘惑があるため、引き続きある種の動学的非整合性の問題を抱えていると答えた。

オブストフェルドは、アウバハとの共著論文 (改訂版) に基づけば、反デフレの信認 (anti-deflation credibility) を得るには、必ずしも非常に高いインフレ率を許容する必要はないと述べた⁸。すなわち、基本的なメカニズムは「均衡の外での威嚇 (out of equilibrium threats)」を中央銀行が信認のあるかたちで作り出すことにあり、そのためには、物価安定の長期的な目標を公に明確に示すことが重要であると指摘した。さらに、そうした政策に信認が得られれば、中央銀行は実際に高インフレのコストを払う必要がない点も明確にした。

第4に、翁が導入スピーチの中で提起した物価安定の実務的な定義に関する論点について、**イッシング**は、ECBの経験に基づき以下の点を述べた。すなわち、ECBにおける物価安定の定義は、ユーロ・エリア全体の消費者物価指数 (HICP: Harmonized Index of Consumer Prices) の上昇率を0~2%の範囲内に維持することで

6 タイムレス・パースペクティブ政策とは、遠い過去において中央銀行が政策決定を行ったとして、その時点で最適であった政策反応過程にコミットする政策のことであり、この政策は動学的非整合性の問題を含まないとされている。タイムレス・パースペクティブ政策の詳細については、Woodford, Michael, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton University Press, 2003) もしくは、Woodford, Michael, "Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?" (*New Challenges for Monetary Policy*, FRB of Kansas City, 1999) を参照されたい。

7 エガートソンとウッドフォードは、歴史依存的な政策ルールにコミットすることは、名目金利のゼロ制約がもたらす歪みを十分に相殺する効果があると示した。彼らのモデルでは、可変的な物価水準ターゲティング (a time-varying price-level target) を達成するような金利調整へのコミットメントが最適政策となる。詳しくは、Eggertsson, Gauti B. and Michael Woodford, "The Zero Interest-Rate Bound and Optimal Monetary Policy" (*Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2003, pp. 139-211) を参照されたい。

8 アウバハとオブストフェルドは、動学的一般均衡モデルを用いて、大規模な国債買いオペを行うことで日本の経済厚生が大きく改善すると議論している。詳しくは、Auerbach, Alan J. and Maurice Obstfeld, "The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap" (mimeo, 2004, NBER Working Paper, 9814, 2003の改訂版) を参照されたい。

ある。しかしながら、物価の安定をどの程度の時間的視野で達成すべきかについては、金融政策のトランスミッション・メカニズムや外生ショックの大きさを勘案すると、「中期的」という表現よりさらに踏み込んで定義することは困難である。さらに、金融政策運営に当たっては、明確に定義された原理・原則を遵守することと、ある程度の柔軟性を確保することの間でバランスをとることが重要である。

(4) 全体討論

イ．流動性の罠から脱却するための一時的な高インフレ率の許容

中央銀行が一時的に長期的なインフレ目標値よりも高いインフレを許容することに対し明確にコミットすることが、デフレの対処策であるとするオブストフェルドの意見に対しては、全体討論においてさまざまな見解が示された。

ヘスは、持続的なデフレに直面した場合にマイルドかつ一時的なインフレを許容することの重要性を強調したオブストフェルドの意見に同調した。藤木は、オブストフェルドの意見は、流動性の罠に陥ることを未然に防止することと、流動性の罠から脱却することのいずれを意図したものを質問した。これに対し、**オブストフェルド**は、こうした枠組みは流動性の罠に陥る前に時間をかけて確立しておくことが理想的であるが、その前に流動性の罠に陥ってしまった場合には、それを試みる以外に選択肢はないのではないかと返答した。

一方、**日野**は、核の脅威と同様、高いインフレには取り返しのつかないコストが伴うとして、オブストフェルドの意見に異議を唱えた。代替策として、名目金利の非負制約のコストが高いと判断される場合には、負の名目金利を設定することも1つの選択肢であると述べた。**ロエ**と**イッシング**は、経済が非常に停滞している状況において、一時的に高いインフレ率を許容するという中央銀行のコミットメントは信認を得られないとして、オブストフェルドの意見に疑問を呈した。

これらの意見に対して、**オブストフェルド**は、平時でのインフレ目標値よりも若干高めめのインフレ率を許容するという小さな脅威であれば、それが信認を得るにつれて、うまく機能する可能性があるかと返答した。さらに、インフレ目標値にレンジ(幅)を設けている中央銀行は、平時においては単にその中央値をターゲットにしておき、いったん流動性の罠に陥った場合には、レンジの上限値を許容するということを明確にコミットすることができると述べた。**イッシング**は、もし中央銀行の戦略が信認を得ているとすれば、インフレ率は単純に目標レンジの中央値に戻ると民間は期待するはずであり、流動性の罠のような状況下において、高いインフレ率の許容を中央銀行がアナウンスすることで、どうして信認を増すことができるのかと反論した。**オブストフェルド**は、流動性の罠において、正の値を含むインフレ率の目標レンジをアナウンスすることは、金融政策の有効性を高めることになることと強調した。

ロ．わが国経済の現状と金融政策

植田は、オブストフェルドの提案は、日本銀行が現在行っている政策と極めてよく似通っていると述べた。そのうえで、大まかに言ってしまえば、日本銀行は、強い緩和効果を醸成するために、金融引締めが「後手に回る」ように試みてきており、この観点からすると、一時的にインフレがオーバーシュートするリスクを進んで許容することを意味するはずであるとした。**須田**（日本銀行）は、日本銀行がこのような政策を実施し、このところは驚異的な高成長が実現しているにもかかわらず、インフレの反応は弱く、デフレ傾向が引き続き観察されるのはパズルであると述べた。

植田の意見に対して、**オブストフェルド**は、現在は日本銀行が意図するインフレ目標のレンジが市場参加者間で明確に認識されていないため、より効果的にインフレ期待に働きかけることができるような、さらなる明示的なコミットメントを行うべきと提案した。須田が指摘したパズルについても、金融政策が意図していることに対して企業がいまだ懐疑的なために、価格設定への反応が限定的となっていることも1つの仮説として考えられると述べた。**ヘス**も、日本銀行には、金融政策がどのような方向に向かっているかを明確にするという追加的な行動が必要であると指摘した。**マッカラム**は、1995年時点で日本銀行がゼロ金利政策を採用し、問題が解決するまでその政策を継続していたならば、わが国の景気停滞は5年早く解消していたであろうと述べた。

ハ．金融政策の複数目標と単一目標

ラジンは、需給ギャップとインフレ率を政策目標とするテイラー・ルールは、家計の最適化行動と整合的であるため望ましいと指摘した。そのうえで、機械的かつ厳格なインフレ・ルールを採用した中央銀行は、金融経済の内的不安定性によってではなく、ルールの機械的な性格から、さまざまなショックに翻弄される可能性があるとした。このため、最適化の枠組みの中で、中央銀行はインフレ率だけではなく需給ギャップも目標とすべきであると主張した。**ヘス**は、需給ギャップは観察不能な変数であることや、テイラー・ルールの文献で一般的に前提とされている線形モデルでは経済は必ずしも近似できないことから、ラジンの意見に異議を唱え、中央銀行はより堅実なアプローチをとるべきだと主張した。**ブライス**は、中央銀行は、経済動向を国民に説明する際に用いるモデルにおいて、当てはまりのよい需給ギャップを選択すべきとコメントした。ヘスのコメントに対し、**ラインハート**は、観察不能な変数に多大なウェイトを置くべきではないが、インフレ率以外の変数に対して反応することは、政策失敗のリスクを引き下げることになりうると指摘した。

マッカラムは、ある特定のモデルにおいて最適な政策ルールではなく、さまざまなモデルにおいて、満足のいく水準で機能するルールを追求すべきであると述べた。また、ブライスのコメントに対して、ある特定のモデルによく当てはまる需給ギャップを選択することは一見自然なことかもしれないが、間違ったモデルに当てはめているのであれば、現実にはうまくいかないであろうと述べた。**白塚**は、どのような

政策ルールにコミットするかは必ずしも本質的でなく、事後的に単純な政策ルールで近似できるような適切な金融政策運営が、持続的な経済成長を達成するための基礎的な条件であることから、重要であると主張した。

ヘスは、連邦準備制度は、資産価格の変動に対して、マッカラムの提案に類似したスタンスをとってきたと述べた。ロエは、ECBはインフレと信用量・資産価格の変動にそれぞれどの程度反応するのかを明確にしていなかったため、ECBが採用している「2本の柱アプローチ（two-pillar approach）」のように、資産価格を金融政策判断にとり入れる方法は根本的な解決策とはいえないとコメントした。そのうえで、むしろ柔軟性のあるインフレーション・ターゲティングと国民への透明性の高い説明という組み合わせの方が、よりよい体系であると主張した。

これを受けて、イッシングはECBの「2本の柱」の構造について説明した。そして、資産価格の大幅な不均衡は、マネーや信用市場の動向と一致もしくは先行して起こるため、資産価格にウエイトを置くことは金融政策判断をよりリスクの低いものにしようと主張した。さらに、不確実性に対処する際には、透明性を高く保つことは決して容易ではないと述べた。

ラジンは、景気循環の同時性や資本市場の統合度合いといった複数の基準から判断した場合、米国や日本はユーロ・エリアに比べて最適通貨圏に近いと指摘した。インフレ率や需給ギャップがユーロ・エリアの各国間でばらついていることを考えると、米国や日本のケースと比べ、ECBが単一の政策目標を目指すことは経済厚生上、効率的ではないのではないかとの疑問を呈した。イッシングは、ユーロ・エリアは必ずしも完璧な最適通貨圏ではないかもしれないが、この5年間にもし現在の通貨統合参加国が自国の通貨を保有し続けていたとしたらどうなっていたかを考えれば、妥当といえるのではないかと返答した。

岩田は、物価安定の定義として、マイルドかつ安定的なインフレが重要であることについては、共通の認識があると述べた。また、物価安定の目標については、許容しうるインフレ率の上限がどの程度であるかについて複数の疑問が出されたが、わが国の場合、財政赤字が巨額であることを考慮すると、個人的にはインフレ率がオーバーシュートやアンダーシュートしないことが望ましいと述べた。さらに、物価安定目標は、より明確な定義がある方が好ましいが、そのような目標は終端点を示しているに過ぎないとも指摘した。

最後に、岩田は、パネリスト一同に、パネル・スピーチと討論への多大な貢献を感謝し、第11回国際コンファランスは閉会した。

(参考1：ラウンドテーブル参加者一覧 アルファベット順)

Franklin Allen

University of Pennsylvania

Hiroyuki Hino

International Monetary Fund

Palle Andersen

Bank for International Settlements

Eiji Hirano

Bank of Japan

Milagros S. Atraje

Bangko Sentral ng Pilipinas

Nobuo Inaba

Bank of Japan

Agathe Côté

Bank of Canada

Otmar Issing

European Central Bank

Jean-Philippe Cotis

Organisation for Economic Co-operation
and Development

Yasushi Iwamoto

Hitotsubashi University

William R. Easterly

New York University

Kazumasa Iwata

Bank of Japan

Charles L. Evans

Federal Reserve Bank of Chicago

Jiao Jinpu

The People's Bank of China

Hiroshi Fujiki

Bank of Japan

George A. Kahn

Federal Reserve Bank of Kansas City

Toshihiko Fukui

Bank of Japan

Keimei Kaizuka

Chuo University

Stefan Gerlach

Hong Kong Monetary Authority

Philip W. Lowe

Reserve Bank of Australia

Pietro Ginefra

Banca d'Italia

Yasuhiro Maehara

Bank of Japan

Jeong Ho Hahm

The Bank of Korea

Bennett T. McCallum

Carnegie Mellon University

Gregory D. Hess

Claremont Mckenna College

Toshiro Muto

Bank of Japan

Hiroshi Nakaso

Bank of Japan

Hermann Remsperger

Deutsche Bundesbank

Ng Bok Eng

The Monetary Authority of Singapore

Rozainita Shamsudin

Bank Negara Malaysia

Maurice Obstfeld

University of California at Berkeley

Etsuro Shioji

Yokohama National University

Kunio Okina

Bank of Japan

Masaaki Shirakawa

Bank of Japan

Akira Otani

Bank of Japan

Shigenori Shiratsuka

Bank of Japan

Richard W. Peach

Federal Reserve Bank of New York

Peter Stalder

Schweizerische Nationalbank

Simon Price

Bank of England

Miyako Suda

Bank of Japan

Robert H. Rasche

Federal Reserve Bank of St. Louis

F. X. Sugiyono

Bank Indonesia

Assaf Razin

Tel Aviv University and Cornell
University

Kazuo Ueda

Bank of Japan

Vincent R. Reinhart

Board of Governors of the Federal
Reserve System

Atchana Waiquamdee

Bank of Thailand

Kenichiro Watanabe

Bank of Japan

(参考2: プログラム)

日 時	セッション	議 長	報告者およびパネリスト	指定討論者
7/5 (月)	午前 9:00-12:00	総裁スピーチ	福井俊彦 (日本銀行)	
		海外顧問キーノート・スピーチ	Bennett T. McCallum (カーネギー・メロン大学) Maurice Obstfeld (カリフォルニア大学バークレイ校)	
		1 Globalization, Inequality and Development: The Big Picture	白川方明 (日本銀行)	William R. Easterly (ニューヨーク大学) 塩路悦郎 (横浜国立大学) Stefan Gerlach (香港金融管理局)
	午後 13:30-16:45	2 Sustained Economic Growth and the Financial System	Jean-Philippe Cotis (OECD)	Franklin Allen (ペンシルバニア大学) Palle Andersen (国際決済銀行) Richard W. Peach (ニューヨーク連邦準備銀行)
		3 Privatizing Social Security: A Political-Economy Approach	稲葉延雄 (日本銀行)	Assaf Razin (テルアビブ大学) Gregory D. Hess (クラレモント=マッキナ大学) 岩本康志 (一橋大学)
7/6 (火)	午前 9:00-12:15	4 Asset Price Fluctuations, Structural Adjustment, and Sustained Economic Growth: Lessons from Japan's Experience since the Late 1980s	Robert H. Rasche (セントルイス連邦 準備銀行)	翁 邦雄 (日本銀行) 白塚重典 (日本銀行) Charles L. Evans (シカゴ連邦準備銀行) Philip W. Lowe (オーストラリア準備銀行)
		5 Securing the Peace after a Truce in the War on Inflation	平野英治 (日本銀行)	Vincent R. Reinhart (連邦準備制度理事会) Simon Price (イングランド銀行) 白川方明
	午後 13:30-17:00	総括パネル・ディスカッション	岩田一政 (日本銀行)	導入報告: 翁 邦雄 (日本銀行) パネリスト: Bennett T. McCallum Maurice Obstfeld Otmar Issing (欧州中央銀行) Vincent R. Reinhart 植田和男 (日本銀行)

(参考3：報告論文の概要)

(報告1)

グローバル化、経済格差と経済発展：大局的展望（要旨）

Globalization, Inequality and Development: The Big Picture **William R. Easterly**

要素賦存量の違いによって貿易・要素移動を説明するモデル（要素賦存モデル）では、グローバル化が経済格差や経済発展に与える影響が明確に示される。一方、生産性格差によって貿易・要素移動を説明するモデル（生産性格差モデル）では、グローバル化が諸国間の経済格差や経済発展に与える影響は不明確である。残念なことに、グローバル化が国際的な経済格差や経済発展に与える帰結を大局的に理解するうえでは、要素賦存モデルだけでなく、生産性格差モデルも必要となる。要素賦存モデルは、過去50年の間に北大西洋諸国がどのように各国間経済の格差を縮小させてきたかを理解するうえで役立つ。要素賦存モデルは、19世紀末から20世紀初における土地の稀少な「旧世界」から土地の豊富な「新世界」への欧州市民の大移動や、それに伴う地代・賃金比率の変動を説明する際に役立つ。しかし、グローバル化による諸国間の経済格差や経済発展に与える事例を理解するうえでは、生産性格差モデルが役立つ。「旧グローバル化」の時代において、北大西洋諸国経済の所得がなぜ「収斂」しなかったのか、富裕国と貧困国の間でなぜ格差は拡大したのか、なぜ富裕国に資本流入は偏るのかといった事例である。さらに、「新グローバル化」の時代についても、中国・インド・東アジア諸国とそれ以外の貧困諸国間で経済パフォーマンスの格差拡大、あらゆる生産要素の富裕国への流入、多くの貧困諸国における物的・人的資本の低収益率、貿易・資本移動が国内所得分布に及ぼす影響のうち、要素賦存モデルでは説明できない影響といった事例を理解するうえでも、生産性格差モデルは役立つ。

(報告2)

持続的経済成長と金融システム（要旨）

Sustained Economic Growth and the Financial System **Franklin Allen and Hiroko Oura**

伝統的な経済成長論では、経済成長の源泉として生産要素の蓄積と技術革新が重要視され、金融システムの役割は考慮されてこなかった。しかしながら、近年では、金融システムが経済成長にとって重要な役割を果たすことが、数多くの理論・実証

研究によって示されている。大恐慌の経験は、銀行危機の発生と伝播、金融システムの脆弱性の問題を抑止するための規制強化につながった。その結果、1945～71年にかけて銀行危機は発生しなかった一方で、リスク・テイクが制限され、金融システムが果たしうる効率的な資源配分機能が損なわれた。その後、金融自由化により、経済主体がリスクをとるようになった結果、再び銀行危機が生じている。金融自由化や金融システムの発達に伴って経済主体がリスクをとるようになることは、短期的には銀行危機や金融危機の誘発につながりうるものの、長期的には経済成長や経済厚生にプラスの効果も期待できる。しかしながら、資産価格バブルに伴って金融危機が発生する場合には、その損失は大きく、経済成長を損ねる可能性がある。日本における1980年代の資産価格バブルとその後の失われた10年はその典型である。政策当局は、資産価格バブルに伴う金融危機の発生・伝播を回避するような政策に、より注力していく必要がある。

(報告3)

社会保障民営化：政治経済学的アプローチ（要旨）

Privatizing Social Security: A Political-Economy Approach **Assaf Razin and Efraim Sadka**

人口高齢化は賦課方式の社会保障制度の存続を困難にする。人口高齢化が進むと、社会保障給付を受ける引退世代は増加する一方で、そのコストを負担する現役世代は相対的に減少していく。ここでは、政治経済学的分析手法を使い、人口高齢化に対応し、賦課方式の社会保障制度を縮小させ、代わりに積立方式の個人年金制度の選択を促す制度的枠組みを示す。賦課方式の社会保障制度の縮小は、当期の引退世代にとっては、コスト負担の減少がないままで、受給額が減少することになるため、当期の引退世代からの政治的抵抗を引き起こす。しかし、引退世代の社会保障給付額を1回限りの財政赤字で補填できれば、当期の引退世代からの抵抗を受けることなく、賦課方式の社会保障制度の縮小が達成可能となる。

(報告4)

資産価格変動、構造調整と持続的成長： 1980年代後半からのわが国の経験（要旨）

**Asset Price Fluctuations, Structural Adjustments,
and Sustained Economic Growth:
Lessons from Japan's Experience since the Late 1980s
Kunio Okina and Shigenori Shiratsuka**

1980年代後半からのわが国の経験は、資産価格変動とそれに伴う構造調整が持続的成長に対して大きな影響を及ぼすことを示している。ここでは、わが国の経済低迷について、資産価格バブルの崩壊等による大規模な相対価格の変化に対する不完全な経済調整の結果であるとの見方を提示する。こうした相対価格変動には、異時点間方向と横断面方向の2方向の変動が含まれ、かつ、2方向の変化の間には強い相互作用がある。この視点からみると、わが国の資産価格バブルは、1990年代以降の構造調整という重大な影響を生じさせ、日本銀行が金融政策を運営するうえで直面した特異な環境を作り出した。つまり、この時期の金融政策運営は、トレンド回りで景気循環を安定させるという通常の経済安定化政策と異なり、持続的成長の基盤が損なわれ、トレンドが下方に屈折することに伴う成長率の低下に金融政策で対応することを求められるという中で、手探りで行われざるをえなかったといえる。

(報告5)

対インフレ休戦後の和平確保に向けて（要旨）

**Securing the Peace after a Truce in the War on Inflation
Vincent R. Reinhart**

主要先進国の中央銀行は、インフレとの長い戦いにおいて和平を確保しつつある、もしくはすでに和平を確保している。この戦いには、大量の経済資源が投入されたが、決定的な勝利はなく、低インフレ環境の望ましさが徐々に明らかになるにつれて、インフレを望む動きは消滅しつつある。重要なのは、この戦いからの利得を保持しつつ、次の戦いへの準備を行うことである。次の新たな挑戦は、低インフレ環境での金融政策の運営である。インフレとの戦いは価値のあるものであり、理論的にも実証的にも中央銀行がインフレを低位安定させることが経済成長を支援することは、最も基本となる理念である。しかし、このことは、際限なくディスインフ

レを追求すべきであるということを意味しない。名目金利のゼロ制約を前提とすると、一般物価水準の下落期待が高まれば、中央銀行が実質金利を低下させる余地が低下するため、非常に低いインフレ率やデフレはマクロ経済に受け入れがたいリスクをもたらす。こうしたリスクが現実に関起りうることは、実際のデータを使った実証分析からも確認されている。ゼロ金利の危険は、ゼロ制約が接近してきたときに、中央銀行が緩和策を果敢に行い、利用可能な政策手段を行使するうえで柔軟な姿勢をみせれば、重大な脅威とはならないであろう。