

# 「金融危機後の金融政策」 —2014 年国際コンファランスの様相—

い け だ だ い す け      お お た に      あ き ら      ふ く な が い ち ろ う  
池田大輔／大谷 聡／福永一郎

日本銀行金融研究所は、2014年5月28、29日に日本銀行本店において、「金融危機後の金融政策（Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era）」と題する2014年国際コンファランスを開催した。本コンファランスには、学界、国際機関、中央銀行から、約80名の有識者が参加し<sup>1</sup>、先般の金融危機後に明らかになった金融政策の課題について議論が行われた。

本コンファランスは、日本銀行総裁の黒田東彦の開会挨拶で始まった。金融研究所海外顧問のマーヴィン・グッドフレンド（カーネギー・メロン大学）がキーノート・スピーチを、デビッド・A・リプトン（国際通貨基金）が特別講演を行った。金融研究所海外顧問のモーリス・オブストフェルド（カリフォルニア大学バークレー校）が座長を務めた政策パネル討論が行われ、5本の論文が報告された。

.....  
本稿は“Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era: Summary of the 2014 BOJ-IMES Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies* Vol. 32 (forthcoming) の日本語版である。本コンファランスのオーガナイザーである金融研究所のスタッフを代表して、金融研究所の海外顧問であるマーヴィン・グッドフレンド教授と前海外顧問のモーリス・オブストフェルド教授、特別顧問である植田和男教授、およびその他すべての参加者に対し、示唆に富んだプレゼンテーションや議論に感謝の意を表したい。また、前金融研究所長の吉田知生氏と、コンファランス運営を献身的に支えてくれた金融研究所のその他のスタッフにも感謝したい。ただし、本稿に示された意見は、すべて発言者ら個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

池田大輔 日本銀行金融研究所企画役（E-mail: daisuke.iked@boj.or.jp）

大谷 聡 日本銀行金融研究所経済ファイナンス研究課長

（E-mail: akira.ootani@boj.or.jp）

福永一郎 日本銀行金融研究所企画役（E-mail: ichirou.fukunaga@boj.or.jp）

1 プログラムは参考1を参照。参加者リストは参考2を参照。所属は、コンファランス開催時点のもの。

## 1. 開会挨拶<sup>2</sup>

開会挨拶において、黒田は、まず中央銀行の設立から先般の金融危機までの中央銀行の役割の変化に関する議論を簡単に振り返った。そのうえで、先般の危機とその後の経験から得られた主な3つの教訓について言及した。第1に、経済全体の安定は、物価や実体経済の安定化だけではもたらされず、金融の安定化も重要である。第2に、金融緩和は、政策金利がゼロ近傍という状況下にあっても可能である。先進国の中央銀行は、資産買入れやフォワード・ガイダンス等の非伝統的政策を用いて、金融危機後の経済の回復を後押ししている。第3に、第2の教訓とも関連するが、経済を回復軌道に導くために、市場等とのコミュニケーションを通じた期待形成への働きかけ（expectation management）が重要である。

次に、黒田は、上記の教訓から明らかになり、今後解明していくべき論点として、以下の3つの論点を挙げた。第1の論点は、物価と金融の安定をどう両立させるか、言い換えれば、金融政策とマクロプルーデンス政策の役割分担をどう考えるかである。第2の論点は、期待形成に働きかけるうえでのフォワード・ガイダンスの有効性であり、これはコミットメントの強さと柔軟性に依存する。第3の論点は、伝統的政策と非伝統的政策の国際的な波及効果の違いをどう考えるかという点である。

## 2. キーノート・スピーチ: Federal Reserve Monetary Policy as a Carry Trade (キャリー・トレードとしてみた連邦準備制度の金融政策)<sup>3</sup>

グッドフレンドは、中央銀行の金融政策運営に対する信任について議論し、ゼロ金利下における準備預金への付利に関する政策含意を引き出した。最初に、中央銀行が、ゼロ金利下において、インフレとデフレに対処するための金融政策運営への信任を得るためになすべきことを議論した。ゼロ金利下では、通常のコスト政策の力はひどく弱められ、デフレに対する政策運営への信任を確保するためには、長期債を購入して準備預金を前例がないほどに拡大させることが必要となる。グッドフレンドは、インフレとデフレの両方に対する政策運営への信任を保つに当たって、準備預金への付利の役割の重要性を強調した。準備預金への付利によって、中央銀行

.....  
2 詳細は、黒田 [2014] を参照。

3 詳細は、Goodfriend [2014] を参照。

のバランスシートを縮小させることなしに短期金利を上げることが可能となる。デフレに対処するための政策運営への信任を得るために準備預金を拡張した中央銀行は、インフレに対する政策運営への信任を確保するために、準備預金への付利金利を引き上げることによって短期市場金利を迅速かつ大胆に引き上げる用意をしておかなければならない。インフレに対処するための信任は、翻って、ゼロ金利下においてデフレに対処するための積極的な金融政策への信任を確保することにつながる。

次に、グッドフレンドは、米国連邦準備制度（Fed）によって行われた最近の政策を評価し、政策含意を引き出した。まず、ゼロ金利下における Fed の金融政策は、低金利の準備預金を原資に高金利の長期債を購入しているという意味で、キャリー・トレード（carry trade）とみなせると論じた。しかし、インフレに対する信任を確保するためには、Fed は、ゼロ金利政策の解除後も市場金利に見合った水準の金利を準備預金に支払うことによって、購入した長期債を保有し続けなければならない。その間、短期金利と準備預金への付利金利が、Fed が保有する長期国債のクーポン金利を上回り、キャリー・トレードによる負のキャッシュ・フローを伴うことになる可能性が高い。もし、これが起こると、Fed のインフレ対策への信任は脅かされるであろう。このような観点から、グッドフレンドは、政策運営における独立性を円滑に確保し、中央銀行が金融政策運営に対する信任を得るためには、中央銀行は、ゼロ金利下におけるキャリー・トレード初期に得られる金利収入を、金利が上昇する後期に予想される金利費用に備えて留保しておくべきであると主張した。続けて、こうした負のキャッシュ・フロー問題にもかかわらず、Fed は、保有資産が 2008 年 9 月の 1 兆ドルから 2014 年末には約 4.5 兆ドルまで増加するとみられるなかで、剰余資本を長年続いてきた控えめな水準以上には留保しないことを選んでしていると指摘した。最後に、グッドフレンドは、Fed がキャリー・トレードからのネット金利収入を留保しやすくするために、Fed が保有する国債の残高を連邦債務上限の集計対象から外すことを提案し、講演を締めくくった。

### 3. 特別講演：From Deflation to Reflation: Japan's New Monetary Policy Framework, Effectiveness, and Broad Lessons（デフレーションからリフレーションへ：日本の新しい金融政策の枠組み、効果、広範な教訓）<sup>4</sup>

リプトンは、日本が経験した 15 年に及ぶデフレを振り返った後で、日本銀行に

4 詳細は、Lipton [2014] を参照。

よる量的・質的金融緩和（QQE）のもとでのこれまでのデフレ脱却の進捗について評価した。そのうえで、今後の日本銀行の課題と、デフレのリスクに直面する他国に対するいくつかの教訓を提示した。このほか、国際通貨基金（IMF）の、加盟国の政策が世界経済に与える影響を監視する役割に照らした、QQE への評価についても言及した。

まず、リプトンは、QQE が採用される前の日本経済の動向を振り返り、バブル崩壊、銀行システムのバランスシートの修復、アジア金融危機、投資の減退、リスク回避など、長きにわたるデフレをもたらした要因を挙げた。また、財政・金融政策などの需要管理政策が実施されたものの、デフレを止めるには至らなかったことも言及した。

そのうえで、リプトンは、QQE は、期待のシフトを狙ったより大規模で大胆なコミットメントであるほか、成長期待を引き上げ、物価上昇のモメンタムを下支えするような財政政策・構造改革と連携しているという点で、過去に行ってきた政策とは異なると説明した。そして、このように積極的かつ協調的な政策は直ちに明白な効果を現しており、インフレ率は実際に2%の目標に向けて着実な上昇を続けていると評価した。もっとも、QQE が成功したと言い切るには時期尚早であり、日本銀行が次の政策を企画するにあたってのいくつかの課題を指摘した。第1に、市場の中期的なインフレ予想と日本銀行のボードメンバーの予想の間のギャップを埋めるには、日本銀行のコミュニケーション戦略をさらに改善させる余地がある。第2に、今なお日本経済に充満している消極性やリスクテイク意欲の低さを打ち破り、インフレ率を2%に向けて着実に引き上げていく QQE の努力をサポートするには、具体的な成長戦略や財政戦略との協調がより決定的に重要となる。

次に、リプトンは、現在デフレリスクに直面している他の国々に対する教訓に言及した。特に、ユーロ圏経済では、欧州中央銀行（ECB）が率先して積極的な政策対応をとっているにもかかわらず、国際金融危機からの回復が遅く、いくつかの経済状況はデフレが始まった当時の日本と類似していると指摘した。そして、ユーロ圏は、低インフレが定着する前に、デフレのリスクに備えて早期（ahead-of-the-curve）に強力な政策対応をとるべきであると主張した。

最後に、リプトンは、IMF の役割の観点から QQE への評価を述べた。IMF は加盟国の政策が世界経済に重大な波及効果をもたらしていないか監視する使命を持つ。QQE は副産物として円安をもたらしてきたが、IMF は日本の QQE への努力を支持してきた。こうした判断は、以下の3つの要因に基づいている。第1に、日本はデフレ脱却とインフレ目標達成のために QQE を代替する他の政策手段をほとんど持っていない。第2に、円安は近隣国や他の諸国に何らかの負の経済効果を及ぼすものの、そうした政策効果は本質的に一時的なものである。第3に、日本は QQE とその短期的な実質為替レートへの影響に過度に依存せずリフレーションの実現

に寄与するような、QQEを補完する他の政策手段を必要としている。そのうえで、リプトンは、QQEの成功とデフレからの脱却が中長期的には世界経済に対して有意義な正の波及効果をもたらすことは疑いなく、従って短期的な負の波及効果と中長期的な正の波及効果を比較衡量する必要があると主張した。

フロアからは、伊藤隆敏（政策研究大学院大学）が、QQEの為替レートへの影響は、円の過大評価からの一種の修正にすぎず、QQEは積極的に円安を狙った政策ではないと主張した。浜田宏一（イェール大学）は、変動相場制のもとでは、どの国も他国の金融緩和による短期的な負の波及効果に対抗し相殺するような政策をとることができるかと指摘した。

#### 4. 論文報告セッション

##### (1) We Are All QE-sians Now（われわれは今や皆、量的緩和推進者）<sup>5</sup>

先般の国際金融危機を受けて、FedやECB、イングランド銀行（BOE）は、非伝統的政策を採用してバランスシートを拡大した。日本銀行も、2013年にQQEを導入してバランスシートを拡大した。伊藤は、これらの政策を「量的緩和」と呼び、日本銀行のQQEおよび2001～06年の量的緩和の効果に関する実証分析を行った。伊藤の意味する「量的緩和」とは、中央銀行がバランスシートを拡大し、その規模を維持することである。この意味において、先の4つの主要中央銀行は今や皆、「量的緩和推進者（QE-sians）」である。この広い意味での「量的緩和」という言葉には、純粋な量的緩和と信用緩和が含まれる。前者が中央銀行のバランスシートの規模を強調する一方、後者はその構成を強調する。純粋な量的緩和の代表例は、日本銀行による2001～06年の量的緩和である。信用緩和の典型例は、リーマン・ブラザーズの破たんの直後にFedによって導入された政策である。日本銀行が現在採用しているQQEは、純粋な量的緩和の側面（日本銀行の大規模なバランスシートの拡大）と、信用緩和の側面（日本銀行によるETFs、J-REITの買入れや、国債買入れの平均残存期間の長期化）の両方を併せ持つ。伊藤の実証分析によれば、日本銀行の「量的緩和」は、QQEを含め、マネタリーベースの拡大を通して、長期金利を低下させるとともに日本円を減価させた。加えて、QQEは株価を強力に押し上げたが、これは衆議院が解散された2012年11月以降に日本銀行の新たな政策枠組みが導入されることへの期待が高まったことのみならず、2013年4月における日

.....  
5 詳細は、Ito [2014] を参照。

本銀行の実際の政策枠組みの変更が予想以上であったというサプライズによるものであった。さらに、QQEは、首尾よくインフレ予想を上昇させ、フィリップス曲線をステイプ化させた。最後に伊藤は、量的緩和からの出口過程において中央銀行のバランスシートに損失が生じ中央銀行の独立性を脅かす可能性について言及し、中央銀行と財政当局の間で損失の補填に関する明示的な合意を結んでおくことが望ましいと主張した。

討論者のジャン・マーク・バーク（オランダ銀行）は、ECBの非伝統的政策が、伊藤の言う純粋な量的緩和ではなく、Fedの非伝統的政策とも異なることを主張したほか、伊藤の実証分析の設定や解釈には疑問の余地があることを指摘した。ECBが導入した長期資金供給オペ（LTRO）や証券市場プログラム（SMP）などの非伝統的政策に関しては、ユーロ圏の金融波及メカニズムにおける障害に取り組んでいるものであり、銀行中心の金融仲介システムとなっているユーロ圏の金融波及メカニズムは、市場中心の米国とは構造的に異なっていると述べた。また、伊藤の推計結果の解釈に関しては、推計の設定に内生性に関する多くの問題や欠落した要素があるため、量的緩和の波及メカニズム、とりわけ為替レート・チャンネルが必ずしも明らかでないことを指摘した。最後に、バークは、量的緩和の分配効果の重要性を強調し、その効果による中央銀行の評判や独立性、信認への含意をどう扱うべきかという問題に取り組むことが重要であると述べた。

フロアからは、オブストフェルドが、LTROやSMPの目的は国債価格を下支えして銀行のバランスシートを強化することであり、純粋な量的緩和とはかなり異なると主張した。イブ・メルシュ（欧州中央銀行）は、今日の欧州の状況は、先般の金融危機時の米国の状況とは異なっており、非伝統的政策が資産価格に及ぼす直接的な効果も全く異なるだろうとコメントした。ポール・タッカー（ハーバード大学）は、長期債を需要する長期機関投資家の存在を踏まえると、ユーロ圏において、なぜポートフォリオ・バランス効果が働かないのであろうかとの疑問を投げ掛けた。トーマス・J・ジョルダン（スイス国民銀行）は、量的緩和の効果は線形なのか、あるいは収穫逦減のような形を示すのか質問した。伊藤は、量的緩和の効果は非線形でおそらくS字型、すなわち、最初は逦増し、その後、逦減すると答えた。植田和男（東京大学）は、日本銀行による近年のQQEが、2001～06年の量的緩和とは異なる効果を日本経済、とりわけ資産価格に与えた理由について尋ねた。伊藤は、政策効果の違いは、主に、2%の物価安定目標の存在と、残存期間の短い国債に代えて残存期間の長い国債を購入していることによるものであると返答した。岩田一政（日本経済研究センター）は、日本の消費者物価指数（CPI）の最近の上昇が、円安から生じた輸入物価の上昇によるものなのか尋ねた。伊藤は、貿易財だけでなく、より広範な財・サービスの価格の上昇が観察されていると返答した。R・アントン・

ブラウン（アトランタ連邦準備銀行）は、伊藤の実証分析において超過準備率を用いることを提案した。

## (2) Reserve Requirement Policy over the Business Cycle（景気平準化のための預金準備率操作）<sup>6</sup>

先般の金融危機は、マクロ経済の安定化のためにマクロプルーデンス政策を用いることの是非についての活発な議論を引き起こした。カルロス・A・ヴェーグ（ジョンズ・ホプキンス大学）は、こうしたマクロプルーデンス政策の議論に資するべく、マクロ経済安定化の手段として預金準備率操作（RRP）に注目し、実証分析の結果を報告した。分析で用いられたデータセットは、1970年から2011年までの52の国をカバーしている。最初に、ヴェーグは、次のような定型化された事実を報告した。サンプルに入っている発展途上国の約2/3では、景気循環の1サイクルで1回以上預金準備率を変化させる傾向がみられた一方、先進国では約1/3しかそうした対応は取られていなかった（2004年以降では、どの先進国もそうした対応は行われていなかった）。また、ほとんどの発展途上国で、RRPがマクロ経済の安定化のための手段として反循環的に用いられていた。この結果は、実質GDP成長率の景気変動成分と預金準備率の間に正の相関があったことに基づいている。この発見は、発展途上国のうち、半分を若干上回る程度の国しか、反循環的な金融政策を行っていなかったとの事実とも関連している。ヴェーグは、これらの国が、不況時には通貨価値の急落への懸念から、好況時には資本流入への懸念から、金融政策を反循環的に使用することを躊躇していたと論じた。もし不況期に金利が下げられれば、通貨が急激に減価しうる。他方で、もし好況期に金利が上げられれば、過剰な資本が流入しかねない。急激な為替減価と過剰な資本流入は、ともに最終的には経済を不安定化しうるものである。次に、ヴェーグは、金融政策とRRPの補完/代替関係に関する分析結果を報告した。発展途上国における最も一般的な政策の組み合わせは、循環性をもたない金利政策と反循環的なRRPである。ヴェーグは、インフレ率やGDPギャップに加えて名目為替レートも含んだ拡張されたテイラー・ルールを推計し、こうした国々では、RRPは金利政策を代替するものとして用いられていると論じた。推計結果は、RRPは反循環的な一方、金利はGDPの変動にはシステマティックには反応せず、通貨が減価したときに上昇する傾向があることを示唆している。

討論者のマイケル・P・リーヒー（連邦準備制度理事会）は、まず、データセットの構築とそれを用いた実証分析を高く評価した。そのうえで、RRPの利用に関する

.....  
<sup>6</sup> 詳細は、Federico, Vegh, and Vuletin [2014] を参照。

著者の分析結果について議論した。最初に、RRPをマクロ経済安定化の手段として用いている国々に関する結果に触れて、中央銀行が預金準備率を変更する動機について、中央銀行の公表文や資料や会見を吟味して調べてみる価値があると述べた。次に、積極的にRRPを反循環的に用いている国々に関する結果に触れて、GDPとRRPの相関を計測するに当たっては、RRPの効果のラグが長期にわたり、しかも変わりうる点に注意を払う必要があると述べ、同時点の相関にのみ注目することは、RRPが反循環的かを判断するうえで、著者の判断を誤らせるかもしれないと付言した。次に、リーヒーは、報告論文に触発された、いくつかの考察と推論を示した。第1に、報告論文は、マクロプルーデンス政策手段の利用よりもむしろ金融政策手段の選択に関するものとして解釈することができる。第2に、RRPは必ずしも金利政策から分離できない。預金準備率の引上げは金利に対して上方圧力を与え、金利の引上げと同じ効果を持ちうる。さらに、RRPは、特に金融システムが十分発展していない国では、銀行部門に課税するような反循環的な財政政策の手段としても効力を発揮することから、もしかすると、いくつかの国では、RRPは金利政策よりも有効な政策手段となりうるかもしれない。最後に、中央銀行は、RRPも含め、金利に影響を与えるさまざまなオペレーション手段を採用することができるため、RRPの代替として金利政策を実施するに当たっては、どのようなオペレーション手段を用いるのかを明確化することが重要である。

フロアから、メーメット・ヨルコグル（トルコ中央銀行）は、トルコ中央銀行の政策アプローチについて、信用拡大と資本流入にはRRP、インフレには金利政策で対応していると述べた。トビアス・エイドリアン（ニューヨーク連邦準備銀行）は、RRPが経済安定化に効果的なのか、また、なぜ先進国ではRRPがあまり使われなのかと質問した。オブストフェルドは、新興国では、資本市場や銀行以外による金融仲介が発展するにつれてRRPが活用されなくなるのかと質問した。これらの質問に対し、ヴェーグは、自身の別の論文を紹介し、RRPが中南米の5カ国で信用の伸びやGDPの抑制に効果があったことを報告した。また、先進国でRRPが積極的に使われないことについては、多くの先進国では通貨の急落をあまり懸念する必要がないこと、また、RRPと金利政策が代替的だとすれば、両方を用いる必要がないことに言及した。吉野直行（アジア開発銀行）は、金利政策は銀行だけでなく資本市場にも即座に影響するのに対し、RRPは銀行セクターには即座に影響するが資本市場には緩やかにしか影響しないため、両者の波及速度が異なりうることを指摘した。タッカーは、近年、先進国の中央銀行が準備預金に対して政策金利に相当する付利を行う方向に向かっていることを指摘したうえで、著者の分析において暗黙に想定されているようにみえる、準備預金に付利がないという仮定の重要性について尋ねた。ヴェーグは、準備預金への付利金利が短期市場金利よりも低い限り、実証結果は定性的には成立すると返答した。



### (3) Banking, Liquidity and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy (無限期間の経済における銀行業、流動性と取付け)<sup>7</sup>

清滝信宏（プリンストン大学）は、金融面の摩擦と、流動性ミスマッチによって生じる取付けの両者の特徴とするモデルを報告した。清滝は、最初に、米国の2008～09年の大不況を理解するうえで鍵となる金融アクセラレーター・メカニズムと銀行への取付けの補完的性質を強調した。経済への負のショックに対して、金融アクセラレーター・メカニズムは、銀行のバランスシートをさらに悪化させ、取付けの蓋然性を高める。中でも、銀行の高いレバレッジと銀行資産の低い清算価格は、取付けの蓋然性の高まりを伴う。取付けは、もし発生すると、金融危機を引き起こし、実体経済のさらなる落ち込みをもたらす。清滝は、仮に取付けが起こらなくても、取付けの蓋然性の高まりは、資金調達コストを高めて自己資本を減少させるため、経済に負の影響を与え、こうした負の影響は金融面の摩擦によってさらに増幅されると述べた。清滝は、次に、金融危機に対処するための事前的政策と事後的政策について議論した。このモデルの枠組みでは、取付けは、預金保険制度を導入することで取り除くことができる。しかしながら、実際には、すべての金融機関に預金保険と同等のものを導入することは難しい。加えて、そのようにすることは、リスクテイキングというモラル・ハザードを助長しかねない。自己資本規制は、リスクテイキングと取付けの蓋然性の両方を抑えることができるかもしれないが、資本調達にコストがかかる限りにおいて、金融仲介コストの上昇という犠牲を伴う可能性がある。こうした点を考慮して、清滝は、金融危機に対処するためには、自己資本規制等の事前的政策と、中央銀行による最後の貸し手機能や資産買入れ等の事後的政策の両方が必要であると論じた。

討論者のブラウンは、報告されたモデルが、先般の米国の金融危機の経過——経済活動の減速、銀行のレバレッジの高まり、取付けへの脆弱性の高まり、取付けによって引き起こされた経済活動の急激かつ持続的な低迷——を説明できていると述べた。続けて、ブラウンは、先般の金融危機に照らし合わせると、このモデルにおける銀行とはいったい誰なのかとの問いを投げかけ、その候補について考察した。マネー・マーケット・ファンドやベアー・スターンズのような金融機関は、それらの行動がモデルの仮定や予想と異なるため、モデルにおける銀行とは一致しなさそうである。リーマン・ブラザーズは、モデルが資金調達費用の高まりと2008年9月のレポ市場を通じた貸出の突然の崩壊を描写しうることから、モデルにおける銀行に対応するといえるかもしれない。次に、ブラウンは、モデルの問題についてコメントした。特に、モデルは非常に単純なため、すべての銀行への取付けが発生す

.....  
7 詳細は、Gertler and Kiyotaki [2014] を参照。

るか全く取付けが起きないかのどちらかしか描写できない点を指摘した。そのうえで、ベアー・スターンズの例でみられたような「倍賭け (doubling down)」的行動 (より大きなリスクを取って投資を拡大する行動) を描写できるようにモデルを修正すれば、よりモデルの銀行行動が豊富になると付け加えた。最後に、政策に関する問題に触れて、日本と米国の違いについて指摘し、日本銀行は、幅広い資産を買い入れることができるが、米国では、Fed が買い入れることが許されている資産の種類が限定されているため、Fed が多様な資産を購入することは難しいであろうと述べた。

座長を務めたエスター・L・ジョージ (カンザスシティ連邦準備銀行) は、モラル・ハザード問題を生じさせる可能性のある資産買入れは、中央銀行か財政当局のどちらによって行われるべきかとの問いを投げかけ、一般討論をキックオフした。植田は、報告されたモデルは、資産買入れ、特に Fed によって実施されたいわゆる QE1 を正当化する根拠になりうると指摘した。中央銀行の最後の貸し手機能によって生じるモラル・ハザード問題に関して、黒田は、この問題を最小化するために、最後の貸し手機能を完全に取り除こうとすることは現実には建設的でないとした。吉野は、資本注入を受けた銀行が、受け取った資本を将来返還しなければならないような資本注入の枠組みによって、モラル・ハザード問題を緩和できるかもしれないと述べた。自己資本規制に関して、エイドリアンは、その便益と費用のトレードオフについて尋ねた。オブストフェルドは、報告されたモデルを用いて、経済厚生観点から、自己資本規制の定量的分析ができるのではないかと述べた。清滝は、自己資本規制を課すことは金融仲介ボリュームを減らしうる一方、取付け懸念を減らすことで大きな経済厚生の便益をもたらしうると返答した。ナラヤナ・R・コチャラコタ (ミネアポリス連邦準備銀行) は、報告されたモデルでは、金融活動の崩壊が実体経済へ波及する重要なメカニズムが欠けているように見受けられるため、厚生分析に関してこのモデルに過度に依存するのは適切ではないかもしれないと論じた。グッドフレンドは、2008 年の秋に生じたのは、人々を貯蓄に駆り立てるような懸念が、取付けが始まる前に経済を崩壊させたということではないかと論じた。ヴェーグは、モデルにおける取付けは予測不可能であるため、このモデルを予測に用いることは難しいと指摘した。浜田は、無限期間の合理的期待モデルを用いて金融危機時の消費者行動を描写することが適切であるのか疑問を呈した。

#### (4) Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability (金融政策、金融環境、金融の安定)<sup>8</sup>

エイドリアンは、金融政策の波及経路とマクロブルーデンス政策の手段に関する研究をサーベイすることにより、両政策の役割について論じた。まず、金融政策のリスクテイキング・チャンネルについての研究を整理し、拡張的な金融政策がリスク・プレミアムの圧縮、過剰なレバレッジ、過剰な満期変換といった金融の脆弱性の蓄積につながりうることを説明した。この金融政策の波及経路により、金融環境と金融の安定の間にはリスク・リターン・トレードオフが生じ、さらに、金融の脆弱性が将来の実体経済活動に及ぼしうる潜在的な影響を通じて、物価と実体経済活動との間の伝統的な金融政策のトレードオフの関係も強まることになる。次に、資産市場、銀行部門、シャドーバンキング部門、非金融部門における金融の脆弱性に対処するための金融政策とマクロブルーデンス政策の利用に関する研究を整理し、金融政策のリスク・リターン・トレードオフがマクロブルーデンス政策によってどの程度緩和されうるかについて議論した。反循環的なマクロブルーデンス政策は、脆弱性の蓄積に対する第1の防衛線ではあるが、マクロブルーデンス政策が、シャドーバンキング部門や非金融部門に対する効果の限界、国際的な効果の限界、効果発現までのラグの長さなどにより十分に機能しない場合には、金融政策も脆弱性に対応するための有益な政策手段となりうる。また、反循環的なマクロブルーデンス政策は、金融環境については金融政策のスタンスにも影響を与えるため、金融政策と一体で決定されるべきである。最後に、エイドリアンは、多くの場合において金融政策とマクロブルーデンス政策は連携しうるものの、需給ギャップとインフレ率の現状からは緩和的な金融政策運営が図られる一方で金融の脆弱性が蓄積されているような場合には、両政策の間で潜在的なコンフリクトが生じうる点を指摘した。そしてそのような場合には、潜在的に生じうる金融危機に伴う将来のテイル・リスクを、現在の状況と比較衡量すべきであると主張した。

討論者のフランク・パッカー（国際決済銀行）は、報告された論文が金融政策とマクロブルーデンス政策の関連についてより深い考察を行っていると呼び賞した。そのうえで、金融政策とマクロブルーデンス政策は異なる次元で効果を発揮しうるため、両者の相互関係は著者たちが考えているものとは異なったものになるかもしれないと指摘した。その一例として、日本で1990年に導入された銀行の不動産向け貸出の総量規制に言及した。総量規制の帰結の1つは、住宅金融専門会社向けへの銀行貸出のシフトであり、これは恐らくバブル崩壊後の問題を悪化させた。また、パッカーは、報告論文で用いられている金融環境合成指数の問題点について言及

.....  
8 詳細は、Adrian and Liang [2014] を参照。

し、合成指数を構築するうえで個別変数の性質に注意を払うべきであると論じた。マクロプルーデンス政策に関する論点について、パッカーは、債務支払の対所得比率（debt service-to-income ratio）が住宅部門への信用の伸びに顕著に影響するという点から、最も頑健なマクロプルーデンス政策手段の1つであることを示した、国際決済銀行の最近の研究成果を紹介した。最後に、国際的な信用の伸びが、国内の信用ブームを激化させることを指摘し、国際的な債務の蓄積を緩和するための政策の重要性を強調した。

フロアから、コチャラコタは、歴史上、金融政策とマクロプルーデンス政策にコンフリクトが生じていたような例、すなわち、負の需給ギャップ、低インフレと金融の脆弱性の蓄積のもとで中央銀行が緩和的な金融政策を行っていたことはあったのか、また、大国の緩和的な金融政策が他国での脆弱性の蓄積をもたらした例はあったかと質問した。これに対し、エイドリアンは、両政策にコンフリクトが生じていた時期を特定することは、脆弱性の蓄積する期間や政策効果の持続する期間の長さにも依存するため難しい点を指摘し、また、米国は相対的に閉鎖的な経済のため国際的な問題をあまり考慮しない傾向がある点に言及した。ジョルダンも、構造的な問題に対応するマクロプルーデンス政策と循環的なマクロプルーデンスの関係について質問した。エイドリアンは、循環的なマクロプルーデンス政策は構造的な問題に対応する政策を所与のものとして考慮しなければならず、実際に構造問題は長期的に解決されていくことが期待されるものであると答えた。伊藤は、金融政策のリスクとリターンとのトレードオフを描いた図の中で、金融環境と金融の脆弱性のバランスに関する最適な点を見出すための無差別曲線を描くことができるかとの質問を提起した。スノーレ・エヴジェン（ノルウェー中央銀行）は、中央銀行がモニタリングやターゲットとすべき金融の安定に関する指標とはどのようなものかについて尋ねた。グッドフレンドは、短期の信用の膨張を伴わない場合には金融の脆弱性の影響は二次的なものにすぎないため、短期の信用の膨張に関連した金融の脆弱と他の脆弱性を区別すべきと提案した。リユー・イン・ゼー（シンガポール通貨庁）は、アジアにおいては為替レートが実体経済にも物価にも大きな影響を及ぼすため、政策担当者は、為替レートのボラティリティを抑制し、国内マクロ経済と金融の安定を維持することを同時に目指した、多面的アプローチをとらざるを得ないと述べた。この点、国際間で振れの大きな資本移動が生じている中で、マクロプルーデンス政策手段をリアルタイムで調整していくことは、難易度の高い試みかもしれないと付け加えた。

## (5) Post-Crisis Slow Recovery and Monetary Policy (金融危機後の緩慢な回復と金融政策)<sup>9</sup>

先般の金融危機とそれに続く景気後退の後、緩慢な回復が多くの国で観察されてきた。黒住卓司（日本銀行）は、全要素生産性（TFP）が内生的に成長するもとの、負の金融ショックによって、観察されてきたような緩慢な回復を描写できるモデルを提示し、金融ショックに直面した場合の最適金融政策に関する分析結果を報告した。負の金融ショックが起こると、企業の資金調達能力が悪化し、投資や労働に対する需要が減少する。需要減少は、技術導入や R&D 投資の低下を通じて TFP の低下をもたらし、長期的な生産水準を押し下げる。このような環境のもとでは、経済厚生を最大化する最適金融政策ルールは、産出量にほとんど反応しないとの性質を持つ標準的なモデルのもとでの最適金融政策ルールとは対照的に、産出量に強く反応する性質を持つ。強力でタイムリーな金融緩和は、短期的な需要の落ち込みを緩和するだけでなく、長期的な TFP の落ち込みをも緩和する。黒住は、名目 GDP の成長率もしくは水準を目標とする金融政策ルールは、産出量に反応するため経済厚生のパフォーマンスがよい一方、厳格なインフレもしくは物価水準を目標とするルールは、産出量に反応しないため相応の厚生損失が発生するとの結果を示した。また、金融危機のシナリオにおいて最適金融政策ルールと裁量的な金融政策を比較したシミュレーション分析を示し、裁量的な金融政策はゼロ金利制約に直面しうるため、最適金融政策にレジーム・シフトさせる方が望ましいと述べた。最後に、黒住は、これらの分析結果を得るためには、TFP 低下による消費の恒常的低下がもたらす厚生損失を考慮に入れることが非常に重要である点を強調した。

討論者のマーク・A・ウィン（ダラス連邦準備銀行）は、米国では、ミルトン・フリードマンが「引抜き（plucking）理論」として特徴付けたように、深刻な不況の後には力強い景気回復が生じる傾向にあったと述べた。しかし、ウィンは、今次の景気回復下では、経済活動は弱く、危機前の成長トレンドを下回っていることから、今次の景気回復には「引抜き理論」は当てはまらないと述べた。その上で、ウィンは、報告された論文は、緩慢な回復と金融政策の役割を理解するうえでの重要な一歩であると述べ、モデル改善に向けた2つの提案を行った。第1に、借入制約は金融ショックの効果を増幅させる重要な役割を果たすため、モデルではより一般的な借入制約を用いることが望ましいと述べた。第2に、次の重要な課題として、金利のゼロ下限を明確に考慮して、先般の金融危機以降に実施された金融政策を描写することができるように金融政策をモデル化することを提案した。ウィンは、こうし

.....  
 9 詳細は、Ikeda and Kurozumi [2014] を参照。

た課題に取り組むことは、緩慢な回復のメカニズムと、金融危機時とその後の金融政策の効果を理解することに役立つであろうと述べて、議論を締めくくった。

フロアからは、エイドリアンが、金融危機における TFP の役割に関する直接的な証左について質問した。共著者の池田大輔（日本銀行）は、日本の 1990 年代後半の金融危機後において、製造業の R&D 投資が減少したとの実証結果を報告している文献があると述べた。黒住は、先般の金融危機後、特に英国とユーロ圏において TFP の低下が観察されていると付け加えた。グッドフレンドは、金融環境と生産性の伸びについての実証的な関係を提示できれば、著者らの金融政策に関する主張をより強固なものにするであろうと述べた。コチャラコタは、1929～33 年における TFP の急激な下落と、その後の 1933～37 年における TFP の力強い回復について言及し、報告されたモデルがこうした現象を説明できれば非常に興味深いと述べた。池田は、R&D に関するモデルを修正すれば、そのような TFP の下落と回復を説明することは可能であると返答した。最後に、座長を務めたジュン・イル・キム（韓国銀行）は、報告されたモデルで提示された金融政策の波及メカニズムは、内生的な TFP の効果を通じて需要サイドだけではなく供給サイドにも影響を及ぼすという意味において、伝統的な考え方とは大きく異なっていると述べた。

## 5. 政策パネル討論

オブストフェルドが座長を務めた政策パネル討論では、ジョルダン、メルシュ、中曾宏（日本銀行）、チャールズ・I・プロッサー（フィラデルフィア連邦準備銀行）、ラグラム・G・ラジャン（インド準備銀行）、タッカーの 6 名のパネリストが、今次金融危機中や危機後の中央銀行の政策に関する幅広い論点に対して見解を述べ、続いてフロア参加者を交えた一般討論が行われた。冒頭、オブストフェルドが、中央銀行はフォワード・ガイダンス政策をどの程度効果的に実行できるのか、現在の非伝統的金融政策からの出口に至る過程についてわかっていることは何か、中央銀行は一国から他国への波及効果にどう対処するのか、政策担当者は国際協調の改善をどの程度うまく図ってきたのか、マクロプルーデンス政策との関係で金融政策は金融の安定にどう対処するのか、といった幾つかの質問を投げ掛けて、パネル討論は始まった。

### (1) パネリストによるプレゼンテーション

ジョルダンは、今次金融危機後のスイス経済の状況を説明し、主要国が実施してきた緩和的な金融政策の波及効果に対してスイス国民銀行（SNB）がとった政策対

応について議論した。スイスフランは、逃避先通貨としての特性や他国との金利差の縮小を背景に、危機中や危機後に全ての主要通貨に対して大幅に増価した。これによってスイスの消費者物価に強い押し下げ圧力が加わったため、最終的に、SNBは、デフレを防ぐために最低為替レート政策（minimum exchange rate policy）を導入した。同政策は、導入時には緊急措置と考えられていたが、長引くスイスフラン高圧力を受けて、その後も主要な政策措置となっている。これは、世界経済の回復の弱さだけでなく、主要国による高度に緩和的な金融政策の持続によるものであり、この点は同様の措置が初めて導入された1970年代とも異なっている。そのうえで、ジョルダンも、長期にわたる低金利が金融の安定に関する問題を生じさせるとの懸念を示した。ただし、金融政策はデフレを回避し物価安定の目標を達成するために主として用いられるべきであり、金融安定の目標のためには、反循環的な資本バッファ（countercyclical capital buffer）のようなマクロプルーデンス政策が用いられるべきと指摘した。

メルシュは、ECBのフォワード・ガイダンスと将来の政策オプションの1つとしての量的緩和政策の可能性について論じた。フォワード・ガイダンスについては、まず、ECBのフォワード・ガイダンスが、インフレ見通し、実体経済、生産余力という3つの評価軸に紐付いた定性的なガイダンス（qualitative guidance）の形をとっていることを説明した。こうした定性的なフォワード・ガイダンスは、ECBの政策意図を明確にすることによって、将来予想される金利の水準を低下させ、さらにその水準をめぐる市場の不確実性を低下させるという意味で効果が現れていると主張した。同時に、日付に紐付いた（date-based）フォワード・ガイダンスには、無条件のコミットメントと誤解される可能性があること、経済状態に紐付いた（outcome-based）フォワード・ガイダンスには、目標となる変数が閾値に近づくとつれて複雑化する条件について繰り返し説明しなければならなくなるかもしれないことを指摘した。他の政策オプションに関しては、量的緩和政策は、総需要の著しい減退やインフレ予想の下振れリスクに対処するうえでは適しているようにみえたと述べた。しかし、金融の安定に関する懸念や民間部門の投資行動におけるモラル・ハザードの問題など、同政策に内包される潜在的なリスクと副作用について留意すべきであるほか、同政策のもとでは財政政策との間で何らかの相互作用が生じうるため、中央銀行の独立性に関しても留意すべきであると指摘した。このほか、メルシュは、国際協調の可能性についても論じ、ショックの国際的な伝播をより良く理解するための分析の枠組みを改善させることと、例外的な状況にも素早く協調した行動をとれるように備えておくことが重要であると述べた。そのうえで、各中央銀行にはそれぞれの国家や地域における基本的使命（constitutional mandate）があり、その使命を超えて国際協調を行うことは、民主的正当性（democratic legitimacy）の観点から難しいことに注意を促した。

中曾は、日本銀行の経験を踏まえて、フォワード・ガイダンス、短期金利のコントロール、資産買入れに関する3つの課題を提起した。フォワード・ガイダンスの課題については、日本銀行が現在採用しているフォワード・ガイダンスには、インフレ期待を上昇させるという政策意図が反映されているため、インフレ期待が一定の水準にアンカーされているようにみえる状況下のFedやBOEによるガイダンスよりも強力と考えられると説明した。また、日本銀行のフォワード・ガイダンスには、「必要な時点まで」という表現が含まれているという点で、総合判断の要素も含まれているとみなすことができると付け加えた。短期金利のコントロールに関する課題については、2006年に量的緩和政策を解除したときの日本銀行の経験、すなわち、流動性の供給と吸収の両方を織り交ぜたきめ細かい公開市場操作を行うことによって短期市場金利の安定に尽力したことを説明した。そのうえで、Fedが今後の金利正常化の過程で、流動性の吸収に当たってリバースレポやターム物預金ファシリティ（term deposit facility）を広範囲に用いなければならないかもしれないときには、これらが市場金利の下限だけでなく上限もコントロールできることを保証するものではないため、短期市場金利の安定という同様の課題に直面するかもしれないと述べた。また、市場金利の上限を定める割引貸出（discount window）型の限界貸付ファシリティ（marginal lending facility）は、市場機能を回復させるという金利正常化という意図とは相容れない面があることを指摘し、市場金利の誘導可能性と市場機能の回復との間にはトレードオフが存在する点にも言及した。最後に、資産買入れに関する課題について、中曾は、中央銀行が拡大したバランスシートを維持している限り長期金利に下方圧力がかかり続けるのであれば、短期金利の上昇局面においてはイールドカーブのフラット化や逆イールド化が生じうるため、その歪みによって金融面での不均衡が積み上がる可能性に細心の注意を払うべきであると述べた。

プロッサーは、フォワード・ガイダンスと政策の透明性が民間主体の期待形成に働きかける役割について論じた<sup>10</sup>。まず、金融政策スタンスは、現在の短期政策金利の水準のみならず、予想される将来のパスに関する情報を内包しており、将来の金融政策に関する民間主体の期待は、金融政策の効果を定めるうえで重要な役割を担うことを説明した。そのうえで、政策に対する信認、ひいてはフォワード・ガイダンスの効果を強化するうえで最も重要な方法の1つは、それを体系的な政策の枠組みの一部として実践することであり、そして、中央銀行の政策反応関数をより明示的に示すことであると主張した。さらに、より明示的な政策運営を行う1つの方法は、過去の金融政策運営と整合的で、かつ経済モデルに関する不確実性に対して頑健な、複数のテイラー型ルールに基づいた政策金利の想定される動きを示すことであると述べた。また、体系的な政策の枠組みの原則は中央銀行のバランスシート

.....  
10 詳細は、Plosser [2014] を参照。



政策についても同様に適用されることを付言し、バランスシート政策によって伝えられるシグナルは、将来の金利政策に関するフォワード・ガイダンスと整合的でないならばならないと主張した。こうした点を踏まえ、Fedのスタッフによって開発されたFRB/USモデルを含む特定の経済モデルを利用することは、政策ルールに基づいた経済予測を提供するうえで妥当な出発点であるように思われると述べた。最後に、プロッサーは、Fedにおけるより高い透明性とより良い対話に向けた歩みは著しい進歩をみせており、より体系的な形で政策を行うよう促すことになると締めくくった。

ラジャンは、先進国の長期にわたる金融緩和政策に対する2つの懸念について論じた<sup>11</sup>。第1に、同政策が、国際的な資本移動と通貨安を通じて他国から需要をシフトさせている一方、国内では過剰債務や構造問題、あるいはより根源的な要因による需要の弱さなどから、需要をあまり喚起していないようにみえると指摘した。この間、膨大な流動性が溢れ、世界金利が非常に低く設定されているもとの、金融部門で何らかの歪みが生じて過剰なレバレッジによるリスクが積み上がっているかもしれない。このように人々がリスク資産に群がっているような状況で、緩和的な金融政策からの出口の過程では、政策の透明性がかえって困難な事態を生み出す可能性も考えられる。第2に、緩和的な金融政策の国際的な波及効果は、他国で必要以上に強い需要を喚起するかもしれず、それによって他国の追加的な金融政策対応を誘発し、結果として世界経済全体を最適ではない状態に追いやってしまうと主張した。一方、中央銀行が自国内の使命に注力する限りは、波及効果や他国の政策反応を長期的に考慮に入れることは困難である。こうした懸念を背景として、ラジャンは、IMFの予防的流動性枠（Precautionary and Liquidity Line）について言及し、IMFの監督下に入ることに對する汚名（stigma）への恐怖を生じさせるような申請枠（pull line）から、IMFに申請することなしに流動性にアクセスできる認定枠（push line）に切り換えることができれば、予防的流動性枠は、各国がセーフティー・ネットを構築する手段として外貨準備を蓄積しなければならないような状況へ逆戻りしてしまう事態を回避する点で、有用となりうると指摘した。また、集団的な金融政策協調の出発点として、多国間スワップ協定を含むより強力な国際的セーフティー・ネットは模索する価値があると述べた。

タッカーは、中央銀行の独立性を正当化する根拠を強化する必要性の観点から、マクロプルーデンス政策とバランスシート政策について論じた<sup>12</sup>。マクロプルーデンス政策については、経済状況が変化しているとしても、銀行システムのリスク耐性を一定に保つために同政策が用いられるべきであることを主張した。この点は、例えば10%の自己資本規制は、その規制の設定時と比べて世界がよりリスクの高

11 詳細は、Rajan [2014] を参照。

12 詳細は、Tucker [2014] を参照。

い状況に変化したとすると、同じ10%の自己資本規制のままでは、銀行システムのリスク耐性を望ましい程度には保てないことからわかると述べた。さらに、中央銀行によるストレステストは、銀行システムのリスク耐性の望ましい程度について、議会や国民と対話することを可能にし、結果として中央銀行の信認と正当性を確保することに寄与すると述べた。次に、金融システムは、ルールに基づいた規制に適応するという意味で本質的に変身体（shape-shifter）であり、銀行業の実態は法律上規制された銀行の範囲から外れてしまう可能性が明白に存在することを指摘した。また、証券取引業者のようなノンバンクの中には、仲介業務を通じて銀行と同じ経済的な実態を持っているものもあり、中央銀行は彼らにも流動性支援を提供せざるを得なくなるリスクがあることに言及した。バランスシート政策に関して、タッカーは、中央銀行が国債を用いた量的緩和政策を行う際には、政府債務の管理者が量的緩和政策の効果を相殺することを防ぎ、量的緩和政策に金融面でのリスクが伴うことを互いに認識するため、政府との協調が必要不可欠となると述べた。その例として、BOEと英国政府の間で、政府がBOEの損失を補填し、国債管理政策を不変に保つことの両方に合意したことに言及した。また、米国では、奇妙なことに財務省が発行国債の満期を長期化している点にも言及した。こうした観点から、国民から選ばれた政治家が高いレベルの協調の枠組みを正しく評価できるように、また、中央銀行のバランスシート上で損失や利益が生じた場合に何が起きるのかを国民が理解できるように、中央銀行は、量的緩和政策が財政政策と重なること、しかしながら、そのことは政府からの明示的な財政補填（fiscal carve-out）が存在する限り中央銀行にとって無害となりうることを、明確に認めなければならないと付言した。

## (2) 一般質疑

パネリストの発表に続き、オブストフェルドは金融危機後の中央銀行の政策にとって重要ないくつかの論点を述べた。まず、今次危機は、最適な金融政策を行ったとしても、それが必ずしも金融部門の頑健性とリスク耐性を保証するとは限らないことを示していると指摘した。そのうえで、金融政策とマクロプルーデンス政策は、例えば、長期にわたる緩和的な金融政策は金融の安定を損なうような誘因を生み出すかもしれないという点などで、本質的に絡み合うものであると主張した。次に、世界的に統合された金融市場において、各国独自のマクロプルーデンス政策は有効ではなくなりうるため、今次危機は、世界的な政策協調が重要であることを示していると指摘した。

オブストフェルドの発言に応じる形で、メルシュは、危機後の欧州におけるプルーデンス政策について説明した。まず、ECBは単一通貨による統合を守り、単一

の経済・通貨圏を維持すべく尽力していることを強調したうえで、欧州の優先的政策課題の1つは、銀行システムの信認を回復させることであり、銀行同盟（banking union）は、この優先的政策課題の達成のために、マクロプルーデンス政策よりもミクロプルーデンス政策に主眼を置いて設立されたことに言及した。日本におけるマクロプルーデンス政策のアプローチについて、**中曾**は、日本にはマクロプルーデンス政策を所管する主要な規制当局として金融庁が存在することを説明した上で、日本銀行は市場によりアクセスできるため、市場の包括的な状況に関する現状評価を金融庁に提供することが可能であり、そうした情報提供がマクロプルーデンス政策における日本銀行の主要な役割の1つであると述べた。**タッカー**は、中央銀行が、最終決済手段、すなわち不換紙幣の独占的発行者である限り、流動性の最終的な供給者となるため、金融監督政策や金融規制政策、ひいては信用政策といった多くのマクロプルーデンスの分野に立ち入らざるを得ないことを説明した。特に、最後の貸し手機能の実施は、信用システムにおけるリスクを伴う介入となるため、中央銀行は銀行政策や銀行の健全性に関するサーベイランスにかかわらざるを得ない点を強調した。**グッドフレンド**は、銀行の自己資本の最低基準が、各国間の競争上の配慮から過度に低く抑えられていた問題に言及し、この問題が現在解決されたといえるかどうかについて質問した。**アン・ル・ロリエ**（フランス銀行）は、中央銀行が銀行以外の金融機関の規制や管理に乗り出すべきかについての問題を提起した。

中央銀行の使命と説明責任について、**ジョルダン**は、政府と中央銀行の協力関係の重要性についての**タッカー**の見解に同意したうえで、中央銀行の使命はできるだけ明確なものとし、それらの使命は時間的整合性を保つべきであると付け加えた。また、政策の枠組みは、その明確な使命に専念することができるように、過度な微調整を必要としない簡潔なものにすべきであると強調した。**プロッサー**は、中央銀行は自らコントロールできない物事に対しては説明責任を負うべきでないと述べ、もし中央銀行が自らの専門領域とは明らかに異なる政策にあえて手を出すと、独立性を危険にさらすことになるかと指摘した。そのうえで、中央銀行は透明性の高い対話を通じて体系的かつ予測可能な方法で政策を実施することが重要であり、それが中央銀行の独立性を守ることにつながると主張した。**伊藤**は、政府と中央銀行の距離感に関する**プロッサー**と**タッカー**の見方の相違への驚きを示し、この違いは、米国では歴史上二度も中央銀行が廃止されたことがある一方で、英国や日本など他の国では中央銀行が一度も廃止されたことがないという米国特有の事実に帰着するものなのだろうか述べた。

**バーク**は、危機後に金融政策と財政政策が一体化しつつある状況を踏まえ、中央銀行の独立性の将来像はどのようなものになるのか、とパネリストに質問した。**ジョルダン**は、それはまさにこの先数年間の、非伝統的金融政策からの出口に成功するかどうかも含めた、物価の安定および金融の安定に対する中央銀行のパフォー

マンスに依存するだろうと答えた。そして、中央銀行の独立性を危険にさらさないためにも、デフレを防ぐだけでなく、出口政策の段階では、過度なインフレも起こさないようにして、物価の安定を果たすことが重要であると主張した。また、金融政策が分配面に全く影響を与えないという考えは正しくないと述べ、それゆえ、中長期的に物価の安定を達成することが重要であると主張した。メルシュは、独立性が与えられた当時と比較すると、危機の間に中央銀行の使命は広がったと述べ、独立性に対して疑念が生じないように、中央銀行は自らの説明責任と透明性を否応なく調整しなければならなくなったと述べた。ラジャンは、他の政策が十分に効果を発揮しないときに、われわれは金融政策に頼りすぎるという懸念を表明した。そして、その結果として、主要中央銀行が相次いで非伝統的な政策発動を行っているうちに、世界経済は最適ではない状態に陥ってしまうと主張した。こうしたパネリストによる発言のほか、リプトンは、中央銀行がその使命を達成するうえでの信念と信認の重要性を強調し、中央銀行はその使命を達成することができるかどうかについて自らを疑ってはならないと主張した。一方で、ヴェーグは、中央銀行は金融政策が実際よりもはるかに強力なものであると市場に思わせる傾向があることを、例を挙げて説明した。ウィンは、なぜ中央銀行がそこまで多くの政策を行わなければならないのかという点について問題提起した。

量的緩和からの出口政策とフォワード・ガイダンスに関して、中曾は、市場がゼロ金利政策からの出口を予期しているようなときでも、フォワード・ガイダンスによって期待短期金利の水準やボラティリティが抑えられるかどうか、検証がなされるべきであるという意味で、フォワード・ガイダンスの真価が問われるのはこれからであると主張した。出口過程における金融市場の過剰反応の可能性に関して、タッカーは、政策担当者が突発的なボラティリティの増大を過度に懸念するべきではないと述べた。ボラティリティが抑えられると、過度なリスクテイク行動につながりやすく、政策効果は想定外のものになりうる。金融政策は、大きな不確実性が不可避な需給バランスの評価を前提に、物価見通しからのフィードバックによって体系的に決められるべきであり、よく知られた設定のもとでは、異例の金融緩和からの撤退も全く正常なこととなる。こうした提案は、金融市場は常に儲けるために中央銀行の行動を先読みしているが、その行動はファンダメンタルズを映じたものではないため、金利のボラティリティに対してはごく短期的な影響しか及ぼさないとの認識に基づくものである。次に、コチャラコタは、近い将来の政策に対する2つの課題を述べた。まず、出口政策について市場と対話する効果的な方法を見出さなければならないという課題を挙げ、需給ギャップとインフレギャップが解消しつつあるとしても、金融政策は当面の間テイラー・ルールには戻れないという意味で、通常の政策運営とは異なると説明した。2つ目の課題としては、自然利子率が今後数年間、歴史的な水準と比較して低い状態が続くとの見通しに言及した。そし

て、低金利を維持することは、金融の不安定化につながるかもしれないことを指摘した。これらの発言を受けて、門間一夫（日本銀行）は、中央銀行は経済見通しにまつわる不確実性を適切に市場と共有することができているのかについて疑義を呈した。そして、誰も自然利子率や自然失業率の値を正確に知らないため、これらの変数を中央銀行の達成可能な目標とすることには注意を要すること、そして、この問題は中央銀行の対話を一層複雑にする恐れもあることを強調した。プロッサーは、経済変数には計測誤差が存在することを理解することが重要である点に同意したうえで、計測誤差に対して頑健な政策ルールを用いることと透明性の高い対話を実践することが重要であると強調した。ヨルコグルは、量的緩和政策のストックとフローが物価に及ぼす影響について、定量的に評価しうるような標準的なモデルが中央銀行間で共有されていないことを指摘した。

為替政策と外貨準備保有に関して、ジョルダン、グッドフレンドの基調講演で指摘された金融政策のキャリー・トレードとしての側面に関する問題に言及しつつ、SNBは為替レートの変動によって一時的に資本不足に陥る可能性があるものの、長期的には通貨発行益（seigniorage）を通じてこうした潜在的な損失を吸収できるはずであると述べた。中曾は、日本も多くの外貨準備を保有している点では多かれ少なかれスイスと同様の状況にあることを紹介したうえで、SNBはいまや「量的緩和推進者（QE-sians）」の一員であり、バランスシートの相対的な大きさを踏まえると、その他の国と同様に、その出口戦略は難しいものになるのではないかと述べた。ブラウンは、スイスが急激なユーロ安に直面する場合など、「量的緩和による吐き気（queasiness of QE-sians）」に見舞われる可能性について質問した。ジョルダンは、SNBは最低為替レートを設定しているが、バランスシートの規模に関する目標値は設定していないので、「量的緩和推進者」とは大きく異なると応じた。

長期にわたる先進国の金融緩和政策がもたらす国際的な波及効果に対するラジャンの懸念に関して、グッドフレンドは、米国、ユーロ圏、日本については物価上昇率が引き続き目標水準を下回っているため、これらの国々はラジャンが指摘するような最適でない状態には陥っていないのではないかと述べた。プロッサーは、透明性を確保し予測可能な政策運営を行うことは、他国の政策対応にも役立つため、それ自体がある種の国際協調となりうるのではないかと述べた。浜田は、純粋な変動相場制（genuine float）のもとでは、プロッサーが指摘したような調整が行われる場合のほかに、主要国間で協調的な金融政策を行う必要はないと主張した。伊藤は、主要国の中央銀行には、量的緩和政策を正当化しうるだけの国内事情があると述べた。また、量的緩和政策と同様に通常の金利政策も国際的な波及効果をもたらす点や、量的緩和政策が為替レートを通じてのみ効果を発揮するという誤解がしばしばみられる点を指摘したうえで、現在各国間で通貨戦争（currency war）が生じているとの見方に異を唱えた。

こうした発言に対して、ラジャンは、各国が国際的な波及効果によって最適でない状態に陥っているかどうかは、中央銀行の政策が国内の物価上昇率の水準に加えて金融面のリスクにどれだけ配慮しているかに依存すると主張した。また、日本では、QQE が短期的にインフレ予想の引上げに寄与している可能性を認めつつ、輸入物価ではなく一般物価に押し上げ圧力が及ぶためには、構造改革（アベノミクスの第3の矢）が重要になると述べた。ヴェーグは、先進国間だけでなく先進国と新興国の間の国際協調にも注意を払わなければならないと主張した。一例として、Fed の量的緩和の縮小は、新興国からの資本流出や新興国の通貨安を引き起こし、結果として、新興国で GDP が減少しているにもかかわらず、金利を引き上げざるを得ないことになるかもしれない点を説明した。中曾は、資本の流出入が急激に変化した際に、適切な調整を促すような国際共同的な仕組みを改善する必要があるかもしれないと述べた。この点、各国の中央銀行は、世界的なドル流動性不足に対処するために中央銀行間スワップ取極を設定するなど、すでに国家を超えた政策措置の領域に踏み込んでいることにも言及した。

## 参考文献

- 黒田東彦、「開会挨拶」、『金融研究』第33巻第4号、日本銀行金融研究所、2014年、29–34頁（本号所収）
- Adrian, Tobias, and Nellie Liang, “Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability,” paper presented at the 2014 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era,” in Tokyo on May 28–29, 2014.
- Federico, Pablo, Carl A. Vegh, and Guillermo Vuletin, “Reserve Requirement Policy over the Business Cycle,” IMES Discussion Paper No. 2014-E-6, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2014.
- Gertler, Mark, and Nobuhiro Kiyotaki, “Banking, Liquidity and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy,” IMES Discussion Paper No. 2014-E-7, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2014.
- Goodfriend, Marvin, “Monetary Policy as a Carry Trade,” *Monetary and Economic Studies*, 32, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2014 (forthcoming).
- Ikeda, Daisuke, and Takushi Kurozumi, “Post-Crisis Slow Recovery and Monetary Policy,” paper presented at the 2014 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era,” in Tokyo on May 28–29, 2014.
- Ito, Takatoshi, “We Are All QE-sians Now,” IMES Discussion Paper No. 2014-E-5, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2014.
- Lipton, David, “From Deflation to Reflation? Japan’s New Monetary Policy Framework, Effectiveness, and Broad Lessons,” speech at the 2014 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era,” in Tokyo on May 28–29, 2014 (available at <http://www.imf.org/external/np/speeches/2014/052814.htm>).
- Plosser, Charles I., “Influencing Expectations in the Conduct of Monetary Policy,” remarks at the 2014 Bank of Japan-Institute for Monetary and Economic Studies Conference: Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era, in Tokyo on May 28–29, 2014 (available at <http://www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2014/05-28-14-boj.cfm>).
- Rajan, Raghuram G., “Concerns about Competitive Monetary Easing,” remarks in the Policy Panel Discussion at the 2014 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era,” organized by the Institute of Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, in Tokyo on May 28–29, 2014 (available at [http://www.rbi.org.in/scripts/BS\\_SpeechesView.aspx?Id=896](http://www.rbi.org.in/scripts/BS_SpeechesView.aspx?Id=896)).
- Tucker, Paul, “Underpinning the Legitimacy of Independent Central Banks,” remarks at the 2014 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era,” in Tokyo on May 28–29, 2014.

## 参考 1：プログラム

Wednesday, May 28, 2014

### Morning

#### Opening Session

Chairperson: **Tomoo Yoshida**, Bank of Japan  
Opening Remarks: **Haruhiko Kuroda**, Bank of Japan  
Keynote Speech: **Marvin Goodfriend**, Carnegie Mellon University

#### Session 1: We Are All QE-sians Now

Chairperson: **Narayana R. Kocherlakota**, Federal Reserve Bank of Minneapolis  
Paper Presenter: **Takatoshi Ito**, National Graduate Institute for Policy Studies  
Discussant: **Jan Marc Berk**, De Nederlandsche Bank

#### Session 2: Reserve Requirement Policy over the Business Cycle

Chairperson: **Anne Le Lorier**, Banque de France  
Paper Presenter: **Carlos A. Végh**, Johns Hopkins University  
Discussant: **Michael P. Leahy**, Board of Governors of the Federal Reserve System

#### Guest Speech

Chairperson: **Kazuo Momma**, Bank of Japan  
Speaker: **David A. Lipton**, International Monetary Fund

### Afternoon

#### Policy Panel Discussion

Moderator: **Maurice Obstfeld**, University of California at Berkeley  
Panelists: **Thomas J. Jordan**, Swiss National Bank  
**Yves Mersch**, European Central Bank  
**Hiroshi Nakaso**, Bank of Japan  
**Charles I. Plosser**, Federal Reserve Bank of Philadelphia  
**Raghuram G. Rajan**, Reserve Bank of India  
**Paul Tucker**, Harvard University



Thursday, May 29, 2014

**Morning**

**Session 3: Banking, Liquidity and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy**

Chairperson: **Esther L. George**, Federal Reserve Bank of Kansas City

Paper Presenter: **Nobuhiro Kiyotaki**, Princeton University

Discussant: **R. Anton Braun**, Federal Reserve Bank of Atlanta

**Session 4: Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability**

Chairperson: **Mehmet Yörükoğlu**, Central Bank of the Republic of Turkey

Paper Presenter: **Tobias Adrian**, Federal Reserve Bank of New York

Discussant: **Frank Packer**, Bank for International Settlements

**Session 5: Post-Crisis Slow Recovery and Monetary Policy**

Chairperson: **Jun Il Kim**, Bank of Korea

Paper Presenter: **Takushi Kurozumi**, Bank of Japan

Discussant: **Mark A. Wynne**, Federal Reserve Bank of Dallas

## 参考2：参加者リスト

<b>Tobias Adrian</b>	Federal Reserve Bank of New York
<b>Vivek Aggarwal</b>	Reserve Bank of India
<b>Maria Almasara Cyd Amador</b>	Bangko Sentral ng Pilipinas
<b>Masayoshi Amamiya</b>	Bank of Japan
<b>Kosuke Aoki</b>	University of Tokyo
<b>Yasushi Asako</b>	Waseda University
<b>Jacek A. Bartkiewicz</b>	National Bank of Poland
<b>Jan Marc Berk</b>	De Nederlandsche Bank
<b>R. Anton Braun</b>	Federal Reserve Bank of Atlanta
<b>Rashad I. Cassim</b>	South African Reserve Bank
<b>Lillian Cheung</b>	Hong Kong Monetary Authority
<b>Alberto Cogliati</b>	Banca d'Italia
<b>Troy Davig</b>	Federal Reserve Bank of Kansas City
<b>Norhana Endut</b>	Bank Negara Malaysia
<b>Snorre Evjen</b>	Norges Bank
<b>Hiroshi Fujiki</b>	Chuo University
<b>Ichiro Fukunaga</b>	Bank of Japan
<b>Esther L. George</b>	Federal Reserve Bank of Kansas City
<b>Marvin Goodfriend</b>	Carnegie Mellon University
<b>Koichi Hamada</b>	Yale University
<b>Hideo Hayakawa</b>	Fujitsu Research Institute
<b>Yasuo Hirose</b>	Keio University
<b>Akinari Horii</b>	The Canon Institute for Global Studies
<b>Daisuke Ikeda</b>	Bank of Japan
<b>Selahattin İmrohoroğlu</b>	University of Southern California
<b>Nobuo Inaba</b>	Ricoh Company, Ltd.
<b>Takatoshi Ito</b>	National Graduate Institute for Policy Studies
<b>Kazumasa Iwata</b>	Japan Center for Economic Research
<b>Kikuo Iwata</b>	Bank of Japan
<b>Thomas J. Jordan</b>	Swiss National Bank
<b>Keimei Kaizuka</b>	Ministry of Finance
<b>Takashi Kano</b>	Hitotsubashi University
<b>Masahiro Kawai</b>	University of Tokyo
<b>Jonathan P. Kearns</b>	Reserve Bank of Australia
<b>Ben Kelmanson</b>	International Monetary Fund
<b>Jun Il Kim</b>	Bank of Korea

<b>Hiroo Kandaichi</b>	Bank of Japan
<b>Nobuyuki Kinoshita</b>	Bank of Japan
<b>Michio Kitahara</b>	Bank of Japan
<b>Yukinobu Kitamura</b>	Hitotsubashi University
<b>Takahide Kiuchi</b>	Bank of Japan
<b>Nobuhiro Kiyotaki</b>	Princeton University
<b>Narayana R. Kocherlakota</b>	Federal Reserve Bank of Minneapolis
<b>Junko Koeda</b>	University of Tokyo
<b>Jarmo J. Kontulainen</b>	Bank of Finland
<b>Haruhiko Kuroda</b>	Bank of Japan
<b>Takushi Kurozumi</b>	Bank of Japan
<b>Anne Le Lorier</b>	Banque de France
<b>Michael P. Leahy</b>	Board of Governors of the Federal Reserve System
<b>Liew Yin Sze</b>	Monetary Authority of Singapore
<b>David A. Lipton</b>	International Monetary Fund
<b>Liu Yuling</b>	People's Bank of China
<b>Eiji Maeda</b>	Bank of Japan
<b>José M. Marqués Sevillano</b>	Banco de España
<b>Yves Mersch</b>	European Central Bank
<b>Ryuzo Miyao</b>	Bank of Japan
<b>Kazuo Momma</b>	Bank of Japan
<b>Yoshihisa Morimoto</b>	Bank of Japan
<b>Hiroshi Nakaso</b>	Bank of Japan
<b>Mitsuru Nomura</b>	Bank of Japan
<b>Maurice Obstfeld</b>	University of California at Berkeley
<b>Shingo Odaka</b>	Bank of Japan
<b>Akira Otani</b>	Bank of Japan
<b>Frank Packer</b>	Bank for International Settlements
<b>Songtum Pinto</b>	Bank of Thailand
<b>Charles I. Plosser</b>	Federal Reserve Bank of Philadelphia
<b>Raghuram G. Rajan</b>	Reserve Bank of India
<b>Changyong Rhee</b>	International Monetary Fund
<b>Takehiro Sato</b>	Bank of Japan
<b>Özlen Şavkar</b>	Central Bank of the Republic of Turkey
<b>Jürgen Schaaf</b>	European Central Bank
<b>Jean-Luc Schneider</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development

<b>Toshitaka Sekine</b>	Bank of Japan
<b>Seiichi Shimizu</b>	Bank of Japan
<b>Andrey Sinyakov</b>	Central Bank of the Russian Federation
<b>Yoshiki Tanji</b>	Bank of Japan
<b>Haruyuki Toyama</b>	Bank of Japan
<b>Paul Tucker</b>	Harvard University
<b>Shinichi Uchida</b>	Bank of Japan
<b>Kazuo Ueda</b>	University of Tokyo
<b>Kozo Ueda</b>	Waseda University
<b>Hiroshi Ugai</b>	Hitotsubashi University
<b>Enrico Vasconcelos</b>	Banco Central do Brasil
<b>Carlos A. Végh</b>	Johns Hopkins University
<b>Kenichirou Watanabe</b>	Bank of Japan
<b>Mark A. Wynne</b>	Federal Reserve Bank of Dallas
<b>Hiromi Yamaoka</b>	Bank of Japan
<b>Kei-Mu Yi</b>	Federal Reserve Bank of Minneapolis
<b>Tatsuya Yonetani</b>	Bank of Japan
<b>Mehmet Yörükoğlu</b>	Central Bank of the Republic of Turkey
<b>Tomoo Yoshida</b>	Bank of Japan
<b>Naoyuki Yoshino</b>	Asian Development Bank Institute
<b>Nobuyasu Yoshioka</b>	Bank of Japan
<b>Doddy Zulverdi</b>	Bank Indonesia