



日本銀行金融研究所
Institute for Monetary and Economic Studies,
Bank of Japan

金研ニュースレター

2016年11月

金融研究所 (Institute for Monetary and Economic Studies, IMES) は、1982年10月に日本銀行創立100周年を記念して、日本銀行の内部組織の1つとして設立されました。金融研究所は、金融経済の理論、制度、歴史に関する研究を行っているほか、金融経済に関する歴史的資料の収集・保存・公開を行っています。

ハイライト

1. 第3回カナダ銀行・日本銀行共催ワークショップ
2. マービン・グッドフレンド 海外顧問インタビュー

「金研ニュースレター」は、日本銀行金融研究所が主催したイベントなどを、幅広い読者を対象に、タイムリーにお知らせすることを通じて、金融研究所の活動を紹介することを目的としています。

1. 第3回カナダ銀行・日本銀行共催ワークショップ

日本銀行金融研究所では、9月30日、日本銀行本店において、カナダ銀行・日本銀行共催ワークショップを開催しました。

2013年の第1回開催以来、3回目となる今回のワークショップでは、学界、カナダ銀行および日本銀行から約50名が参加し、「物価と金融の安定に向けた中央銀行政策の課題」をテーマに様々な論点について意見交換が行われました。



開会挨拶を行う黒田東彦総裁 (日本銀行)

黒田東彦総裁(日本銀行)の開会挨拶では、金融政策の分析と実践との間における連携がよりよい政策運営にとって重要な基盤となっていること、今日でも、与えられた責務を果たすために、中央銀行は様々な課題に直面しているが、中央銀行は万能ではないことが指摘されました。さらに、こうした状況にあるからこそ、互いの知恵と見識を持ち寄り、交換する機会が重要と述べられました。

開会挨拶後には、世界的に著名な3名の学者による基調講演・特別講義、カナダ銀行・日本銀行エコノミストによる4本の論文報告が行われました。

ローレンス・サマーズ教授(ハーバード大学)による基調講演では、現在の状況を踏まえると、①中央銀行政策に関する伝統的な理論枠組が適用できなくなっていること、②教授自身がこれまで提唱してきた長期停滞論^(注)についても、部分的に再考が必要なことが指摘されるとともに、③現状に妥当する新しい理論枠組のもとでの財政・金融による望ましい政策対応について議論されました。

(注)先進国では、恒常的な負の自然利子率と名目金利のゼロ制約のもと、長期にわたって低成長に陥っていると主張。低金利が恒常化する場合、金融不安定化も招くとされる。

次に、ジャンルカ・ベニーニョ准教授(ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス)の特別講義では、長期停滞論と統合的な理論モデルが新たに提案され、長期停滞を脱するために必要な政策などがモデル分析により示されました。

マービン・グッドフレンド教授(カーネギー・メ



基調講演を行うローレンス・サマーズ教授(ハーバード大学)

ロン大学、金融研究所海外顧問)による特別講義では、マービン・キング教授(ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス兼ニューヨーク大学、前イングランド銀行総裁)との共著による、世界最古の中央銀行であるリクスバンク(スウェーデン)の金融政策運営(2010~2015年)を分析・検討した論文が報告され、金融政策や中央銀行の



「Stagnation Traps」と題して特別講義を行うジャンルカ・ベニーニョ准教授(ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス)



「Review of the Riksbank's Monetary Policy 2010-2015」と題して特別講義を行うマービン・グッドフレンド教授(カーネギー・メロン大学、金融研究所海外顧問)

運営面における課題について議論されました。

続く、4本の論文報告セッションでは、カナダ銀行と日本銀行のエコノミストが、量的緩和やマイナス金利など非伝統的金融政策の波及効果に関する分析結果を発表しました。



「The Portfolio Balance Channel of Unconventional Monetary Policy: Evidence from Mutual Funds」と題する論文を報告するジン・ヤン氏（カナダ銀行、写真左）と指定討論を行う小枝淳子准教授（早稲田大学、写真右）



「Could a Higher Inflation Target Enhance Macroeconomic Stability?」と題する論文を報告するホセ・ドーリッチ氏（カナダ銀行、写真左）と指定討論を行う加藤涼氏（日本銀行、写真右）



「The Power of Unconventional Monetary Policy in a Liquidity Trap」と題する論文を報告する乾真之氏（日本銀行、写真左）と指定討論を行う寺島康生氏（カナダ銀行、写真右）



「Term Structure Models with Negative Interest Rates」と題する論文を報告する上野陽一氏（日本銀行、写真左）と指定討論を行うグレゴリー・パウアー氏（カナダ銀行、写真右）

2. マービン・グッドフレンド海外顧問インタビュー

金融研究所は、1982年の設立以来、ノーベル賞受賞者であるミルトン・フリードマン、ジェームス・トービンなど学界を代表する経済学者に海外顧問を務めて頂いています（歴代の海外顧問の系譜については6ページをご覧ください）。海外顧問には、研究所の運営、研究活動の進め方、内外学会との交流等に関する助言を頂いています。

今回のインタビューでは、2011年から海外顧問を務めて頂いているグッドフレンド海外顧問（以下、顧問）に、約6年間の経験を踏まえ、海外顧問制度の意義や金融研究所の役割について率直な意見を伺ったほか、先進国で標準的になりつつある非伝統的金融政策についての見解も披露頂きました（聞き手：白塚重典 金融研究所長〈以下、白塚〉）。



白塚:2011年から約6年間、海外顧問を務めて頂いていますが、海外顧問制度については、どのように感じておられますか？

顧問:海外顧問としての活動は、他では得難い経験となっています。日本銀行は、先進各国の中央銀行が経験することになる様々な事象——その多くは実際に遭遇するまで想像もできないものですが——に、世界に先駆けて直面してきました。そうした問題を先進国共通の問題として捉えることが、自国や外国の歴史を学ぶのと同じく

らい、現在を深く理解し未来を見通すうえで重要です。中央銀行は、物価安定を実現していくために過信することなく、常に準備を怠ってはならないと思います。

金融研究所が、マネタリストとケインジアン
の学派から1名ずつ海外顧問を迎え、金融史の解釈や理論モデル構築の考え方といった点で異なる視点からの助言を受けていることは、バランスのとれた考え方を醸成する観点でも、とても良いことであると思います。

白塚:金融研究所の役割については、どのようにお考えでしょうか？

顧問:中央銀行が遂行する政策について理解を深めるためには、貨幣や金融政策、マクロ経済の理論に精通する必要があります。理論的な枠組みを踏まえて議論を重ねることが、物価や雇用の安定の実現につながるからです。その意味で、現代の中央銀行には、政策遂行の基盤となる経済理論に関する研究が不可欠です。ただし、高度な経済理論のみが重要というわけではなく、政策立案者が直面している課題を的確に理解し、既存の経済理論を有効に活用する能力も重要です。

白塚:エコノミストのうち、技術的に高度な研究に携わるタイプと、政策立案者の問題意識を正確に捉え、それを研究に反映できるタイプとでは、どちらがより中央銀行のエコノミストに向いているとお考えでしょうか？

顧問:どちらのタイプがより向いているかということではなく、双方とも中央銀行にとって不可欠な存在です。高度な数学モデルを駆使する分析は、中央銀行が遂行する政策に関して、首尾一貫した考察を提供するうえで非常に重要です。したがって、それを使いこなせるエコノミストは貴重な存在です。他方で、高度な技術を用いるエコノミストにありがちですが、経済モデルを過大評価してしまい、その結果、政策立案者にとって有用な研究成果につながらないことにもなりかねません。したがって、中央銀行は、幅広い経験をもち、政策立案者の課題を



グッドフレンド顧問のご経歴

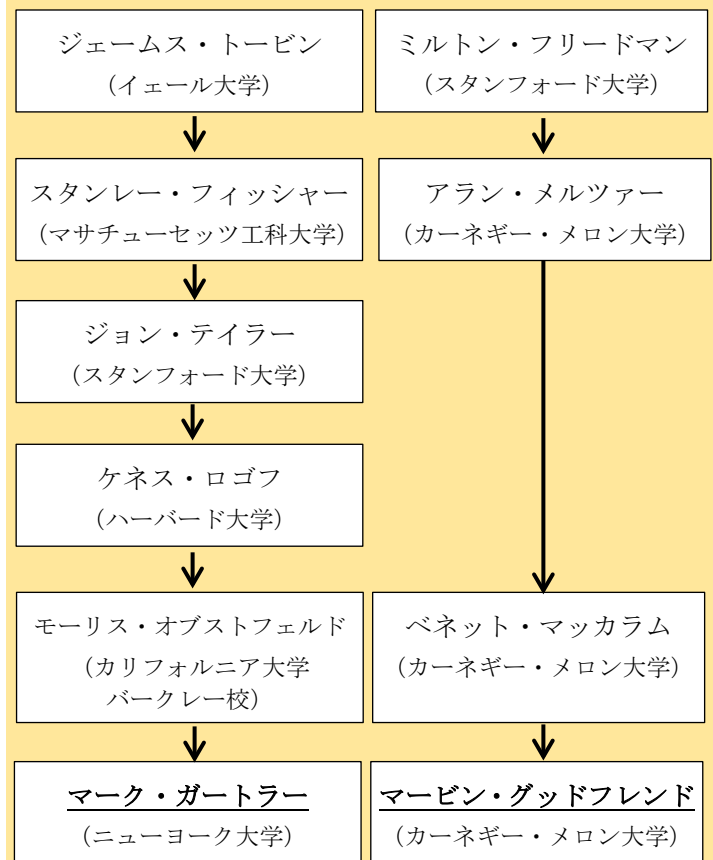
- 現職
カーネギー・メロン大学教授
(テッパー・スクール・オブ・ビジネス)
- 学歴
1980年 ブラウン大学にて博士号取得
- 主な前職
1982～1983年 連邦準備制度客員エコノミスト
1984～1990年 リッチモンド連銀バイスプレジデント
1990～1992年 同連銀調査副局長
1993～1999年 同連銀調査局長
1993～2005年 同連銀金融政策アドバイザー
として連邦公開市場委員会
(FOMC)に定期出席
1999～2005年 同連銀シニアバイスプレジデント
兼政策アドバイザー

しっかりと理解したエコノミストがアドバイスしていくことで、政策分析を有効に活用していくことができるでしょう。つまり、双方のタイプのエコノミストがチームとして有機的に協働することで、学界における先端の研究成果を十分に活用し、実用的かつ実践的にも有用な政策分析を政策立案者に提示していくことができると思います。

白塚:最後になりますが、先進国で標準的となりつつある非伝統的金融政策についての見解をお伺いします。具体的には、名目金利のゼロ制約に直面した場合の選択肢としては、何が望ましいとお考えでしょうか？

顧問:基本的には 3 つの選択肢があるように思います。最も適切なのが、ゼロ金利制約を完全に解消することによって、金利政策の柔軟性を高めることです。他の選択肢としては、目標インフレ率の引き上げ、あるいは、量的緩和などバランスシート政策が挙げられますが、ゼロ金利制約を完全に克服できる確証はないほか、中央銀行の独立性を脅かすという副作用も懸念されます。個人的には、他の 2 つの選択肢よりも、マイナス金利政策を柔軟に運営できる環境が将来的に整備されることを望んでいます。それが中央銀行の責務である物価安定の維持につながるのではないのでしょうか。

歴代の海外顧問



(注) 敬称略。所属は当時のもの。

白塚:本日は、貴重なお話しをありがとうございました。

金研ニュースレター 2016年11月

※本誌に関する照会は、日本銀行金融研究所までお寄せください。

無断での転載・複製はご遠慮ください。

日本銀行金融研究所(IMES)

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

TEL:03-3279-1111(大代表)

FAX:03-3510-1265

E-mail: imes.journals-info@boj.or.jp

ホームページ: <http://www.imes.boj.or.jp/index.html>

※日本銀行金融研究所による最近の研究成果物については、以下をご覧ください。

日本銀行金融研究所による最近の研究成果物

金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ

- No. 2016-J-14 中村 啓佑、「金融分野の TPPs と API のオープン化:セキュリティ上の留意点」、2016年 10 月
- No. 2016-J-13 斎藤 祐一、「金融規制の複合的影響を考慮した XVA」、2016 年 10 月
- No. 2016-E-13 “Market Liquidity and Systemic Risk in Government Bond Markets: A Network Analysis and Agent-Based Model Approach” by Toshiyuki Sakiyama and Tetsuya Yamada, Oct. 2016
- No. 2016-E-12 “Quantitative Easing and Liquidity in the Japanese Government Bond Market” by Kentaro Iwatsubo and Tomoki Taishi, Oct. 2016
- No. 2016-E-11 “Durations at the Zero Lower Bound” by Richard Dennis, Aug. 2016
- No. 2016-E-10 “Sustainable International Monetary Policy Cooperation” by Ippei Fujiwara, Timothy Kam, and Takeki Sunakawa, Aug. 2016
- No. 2016-J-12 荒木 尚志、「労働法の実効性と紛争解決システムの機能—集团的合意による法定基準の柔軟化とアメリカにおける雇用仲裁の機能の比較法的検討—」、2016 年 7 月
- No. 2016-J-11 浅野 敬志、安達 哲也、奥田 達志、「残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定」、2016 年 7 月
- No. 2016-E-8 “Choice of Collateral Asset and the Cross-Border Effect of Automatic Stays” by Hiroshi Fujiki and Charles M. Kahn, Jul. 2016
- No. 2016-E-7 “The Intraday Market Liquidity of Japanese Government Bond Futures” by Naoshi Tsuchida, Toshiaki Watanabe, and Toshinao Yoshiba, Jul. 2016
- No. 2016-J-10 ワークショップ「多国籍企業の財務報告と会計基準の国際的調和」の様、2016 年 6 月

金融研究 第 35 巻第 4 号 (2016 年 10 月発行)

- 第 17 回情報セキュリティ・シンポジウム「金融取引を安心安全に実現するための認証技術:FinTech 時代も意識して」の様
- 井澤 秀益、五味 秀仁、「次世代認証技術を金融機関が導入する際の留意点:FIDO を中心に」
- 宇根 正志、「生体認証システムにおける人工物を用いた攻撃に対するセキュリティ評価手法の確立に向けて」
- 浅野 敬志、安達 哲也、奥田 達志、「残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定」